


# Q1 收入承压，需求释放有望支撑未来业绩

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	10.86
流通股本(亿股)	6.93
每股净资产(元)	3.77
总股本(亿股)	8.44

最近 12 月市场表现


**分析师** 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

## 相关报告

- 《 现金流环比改善，小 B 拓展及全屋定制未来可期 》 2022-10-28
- 《 渠道为王品牌筑基，源于一木合为一屋 》 2022-09-27
- 《 业绩短期承压，小 B 端拓展及全屋定制发展可期 》 2022-08-26

## 核心观点

- ❖ **事件：**公司 2022 年营收 89.17 亿元同降 5.40%；归母净利润 4.45 亿元同降 37.41%；扣非归母净利润 3.46 亿元同降 40.45%。2023Q1 营收 11.12 亿元同降 31.65%；归母净利润 0.75 亿元同降 21.47%；扣非归母净利润 0.58 亿元同降 24.90%。
- ❖ **工程收缩叠加经销收入减少，2023Q1 收入承压。**2022 年公司营收下滑主要系 1) 地产下行公司压缩裕丰汉唐地产精装定制业务；2) 疫情下核心市场华东地区物流中断对传统板材业务产生一定影响。分业务看，装饰材料/定制家居收入 66.42/21.77 亿元，分别同比+0.91%/-19.87%。装饰材料方面，板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入 44.82/3.78/17.82 亿元同比 -1.88%/+43.88%/+1.75%。定制家居方面，零售业务推进卓有成效，全屋定制业务收入 5.16 亿元同比+16.1%。另外，工程业务板块裕丰汉唐收入 12.82 亿元同比-32.33%，主要系地产压力下公司对其地产精装定制业务做了主动的规模压缩。2023Q1 公司营收同比-31.65%，主要系裕丰汉唐对部分风险等级较高的地产客户销量适度管控以及经销业务收入同比减少。
- ❖ **高毛利的品牌使用费占比提升，2023Q1 毛利率同增。**公司 2022 年整体毛利率为 18.18%同增 0.47pct，其中装饰材料/定制家具分别实现毛利率 15.8%/24.09%，同比+2.20pct/-1.73pct，装饰材料毛利率提升主要系品牌授权模式占比增加，品牌使用费占总收入 4.35%，占比同增 1.42pct。期间费用率 8.5%同增 0.4pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.7%/3.8%/0.8%/0.2%，同比变动+0.3pct/+0.3pct/+0.05pct/-0.2pct，公司加大渠道铺设力度带动销售费用率提升；资产及信用减值损失 3.4 亿元，资产及信用减值损失率 3.8%同增 2.4pct，由于裕丰汉唐业绩未达标而计提商誉减值准备 1.2 亿元。工程收缩叠加公司持有大自然等股权公允价值变动收益减少约 1.3 亿元，带动归母净利润率同降 2.6pct 至 5.0%。公司 2022 年经营性现金流净流入 9.3 亿元同增 8.5%；收现比 100.4%同比-1.0pct；付现比 94.1%同比-4.5pct。公司 2023Q1 整体毛利率为 22.7%同增 4.2pct 或系 B 类占比提升所致，期间费用率 13.4%同增 1.9pct，归母净利率 6.70%同增 0.87pct；Q1 经营性现金流净流出 0.79 亿元同比改善 3.13 亿元，得益于公司加速账款回收。截至 Q1 末，公司应收账款及票据、存货及合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 12.9/6.0/10.9/1.8 亿元，较年初同比变动-10.3%/+1.0%/-18.2%/+11.9%。
- ❖ **持续发力渠道，小 B 及全屋定制有望打造长期增长点。**公司持续开拓小 B 渠道，并以全屋定制打造增长点。2022 年装饰材料销售公司下设分公司升级为 19 家，在简化运营流程、提升管理效率的同时深化下沉渠道布局，开拓当地家具厂及家装公司等小 B 渠道，率先跑马圈地，贡献收入增量。截至 2022 年底共拓展家具厂 11000 家同增 5200 家。同时全屋定制业务依托板材品牌优势，以环保板材差异化切入赛道，2022 年定制家居专卖店 773 家，其中家

居综合店/全屋定制/地板店/木门店分别为 334/176/193/70 家，定制零售将奠定公司成长新动力。

- ❖ **投资建议：**新房温和复苏二手持续回暖，公司装饰材料业务布局小 B 及乡镇渠道有望带动市占率提升，全屋定制业务基于强品牌壁垒打造增长点。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 6.86/8.91/10.75 亿元，同比增速 54.02%/29.95%/20.60%，EPS 分别为 0.81/1.06/1.27 元/股，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 13.37/10.28/8.53 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行风险；渠道开拓不及预期；地产商资金风险持续加大。

#### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9426	8917	10078	11624	13371
收入增长率(%)	45.78	-5.40	13.02	15.33	15.03
归母净利润(百万元)	712	445	686	891	1075
净利润增长率(%)	76.70	-37.41	54.02	29.95	20.60
EPS(元/股)	0.98	0.58	0.81	1.06	1.27
PE	12.33	18.72	13.37	10.28	8.53
ROE(%)	33.41	18.97	27.34	32.01	34.40
PB	4.22	3.58	3.65	3.29	2.93

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>9425.93</b>	<b>8917.39</b>	<b>10078.30</b>	<b>11623.66</b>	<b>13370.63</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	7757.11	7296.41	8186.25	9395.73	10777.62	营业收入增长率	45.8%	-5.4%	13.0%	15.3%	15.0%
营业税费	33.14	34.63	35.27	40.68	46.80	营业利润增长率	68.3%	-36.3%	53.1%	29.5%	20.8%
销售费用	322.80	327.97	362.82	412.64	467.97	净利润增长率	76.7%	-37.4%	54.0%	30.0%	20.6%
管理费用	332.57	341.39	403.13	453.32	508.08	EBITDA 增长率	23.1%	-9.4%	57.7%	18.8%	16.6%
研发费用	70.65	70.94	80.63	92.99	106.97	EBIT 增长率	19.9%	-12.0%	69.3%	19.0%	17.2%
财务费用	39.21	17.79	14.66	15.16	17.65	NOPLAT 增长率	17.9%	-14.0%	71.6%	19.7%	17.2%
资产减值损失	-21.48	-133.70	-60.00	-20.00	-20.00	投资资本增长率	4.9%	-8.8%	9.9%	13.1%	14.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>136.68</b>	<b>6.88</b>	<b>25.00</b>	<b>25.00</b>	<b>25.00</b>	净资产增长率	8.4%	10.6%	7.5%	11.6%	12.7%
投资和汇兑收益	45.87	31.39	40.31	46.49	53.48	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>944.06</b>	<b>601.76</b>	<b>921.24</b>	<b>1192.75</b>	<b>1440.89</b>	毛利率	17.7%	18.2%	18.8%	19.2%	19.4%
加:营业外净收支	10.29	10.02	8.00	7.00	6.00	营业利润率	10.0%	6.7%	9.1%	10.3%	10.8%
<b>利润总额</b>	<b>954.35</b>	<b>611.78</b>	<b>929.24</b>	<b>1199.75</b>	<b>1446.89</b>	净利率	7.8%	5.2%	7.1%	7.9%	8.3%
减:所得税	217.52	149.94	218.37	275.94	332.78	EBITDA/营业收入	9.3%	8.9%	12.5%	12.9%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>711.61</b>	<b>445.39</b>	<b>685.99</b>	<b>891.47</b>	<b>1075.11</b>	EBIT/营业收入	8.5%	7.9%	11.8%	12.2%	12.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	604.08	693.16	1089.12	1386.23	1744.29	固定资产周转天数	19	23	22	20	19
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>9</b>	<b>-5</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>
应收帐款	1296.73	1376.07	1237.47	1343.87	1367.38	流动资产周转天数	125	118	119	124	121
应收票据	163.12	61.31	106.66	138.73	158.40	应收帐款周转天数	41	54	49	44	40
预付帐款	54.86	31.09	40.93	46.98	53.89	存货周转天数	33	29	25	25	23
存货	648.34	529.29	547.69	677.27	659.87	总资产周转天数	208	219	197	191	186
其他流动资产	348.33	10.13	60.13	110.13	160.13	投资资本周转天数	124	119	116	114	113
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	33.4%	19.0%	27.3%	32.0%	34.4%
长期股权投资	36.88	17.32	17.32	17.32	17.32	ROA	12.7%	8.5%	11.9%	13.6%	14.9%
投资性房地产	13.18	12.70	45.70	78.70	111.70	ROIC	19.3%	18.2%	28.4%	30.1%	30.9%
固定资产	502.80	555.59	600.50	643.01	683.11	费用率					
在建工程	28.96	10.33	60.33	110.33	160.33	销售费用率	3.4%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
无形资产	98.75	99.82	89.82	76.82	64.82	管理费用率	3.5%	3.8%	4.0%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	13.70	25.89	50.00	75.00	100.00	财务费用率	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>5612.18</b>	<b>5256.44</b>	<b>5751.74</b>	<b>6573.72</b>	<b>7215.05</b>	三费/营业收入	7.4%	7.7%	7.7%	7.6%	7.4%
短期债务	809.53	364.66	394.66	424.66	454.66	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1246.97	1208.94	1292.41	1526.31	1467.47	资产负债率	60.1%	52.9%	53.7%	54.8%	53.5%
应付票据	124.45	118.42	131.72	155.37	173.94	负债权益比	150.4%	112.1%	115.8%	121.1%	115.2%
其他流动负债	23.28	19.94	39.94	43.94	47.94	流动比率	1.01	1.07	1.12	1.17	1.24
长期借款	60.08	0.00	50.00	100.00	170.00	速动比率	0.66	0.82	0.87	0.89	0.96
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	19.57	26.84	51.81	50.17	48.43
<b>负债总额</b>	<b>3370.59</b>	<b>2778.10</b>	<b>3086.85</b>	<b>3600.03</b>	<b>3862.25</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	111.45	131.07	155.95	188.28	227.28	DPS(元)	0.47	0.50	0.19	0.23	0.28
股本	772.84	772.84	737.84	702.84	667.84	分红比率					
留存收益	1486.54	1568.69	2089.68	2786.15	3616.26	股息收益率	3.9%	4.6%	1.7%	2.1%	2.6%
<b>股东权益</b>	<b>2241.59</b>	<b>2478.34</b>	<b>2664.89</b>	<b>2973.70</b>	<b>3352.80</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.98	0.58	0.81	1.06	1.27
净利润	711.61	445.39	685.99	891.47	1075.11	BVPS(元)	2.86	3.04	2.97	3.30	3.70
加:折旧和摊销	80.26	94.13	67.09	77.49	81.89	PE(X)	12.3	18.7	13.4	10.3	8.5
资产减值准备	132.25	339.56	190.00	150.00	150.00	PB(X)	4.2	3.6	3.7	3.3	2.9
公允价值变动损失	-136.68	-6.88	-25.00	-25.00	-25.00	P/FCF					
财务费用	42.72	22.44	22.98	28.23	34.28	P/S	1.0	0.9	0.8	0.7	0.5
投资收益	-45.87	-31.54	-40.31	-46.49	-53.48	EV/EBITDA	10.6	10.2	6.9	5.6	4.7
少数股东损益	25.21	16.46	24.88	32.33	38.99	CAGR(%)					
营运资金的变动	71.48	110.58	-5.07	-91.19	-133.94	PEG	0.2	—	0.2	0.3	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>860.29</b>	<b>933.54</b>	<b>955.18</b>	<b>947.85</b>	<b>1107.86</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>152.06</b>	<b>226.27</b>	<b>-122.79</b>	<b>-113.51</b>	<b>-115.52</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1113.01</b>	<b>-1065.36</b>	<b>-442.96</b>	<b>-532.23</b>	<b>-629.28</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。