

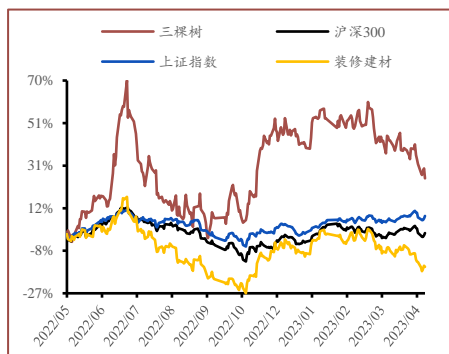
渠道拓展持续推进，Q1 营收稳步提升

■ 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)	102.50
流通股本(亿股)	3.76
每股净资产(元)	6.11
总股本(亿股)	3.76

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

- 《Q4 经营略有承压，业务结构持续优化》 2023-01-31
- 《零售渠道拓展卓有成效，盈利能力改善显著》 2022-10-30
- 《零售发力改善业务结构，Q2 盈利能力改善》 2022-08-31

核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2022 年营收 113.38 亿元同降 0.79%; 归母净利润 3.30 亿元同增 7.46 亿元; 扣非归母净利润 2.22 亿元同增 7.84 亿元。2023Q1 营收 20.53 亿元同增 20.92%; 归母净利润 0.26 亿元同增 0.65 亿元; 扣非归母净亏损 0.43 亿元同比收窄 0.56 亿元。
- ❖ **渠道拓展带动涂料销量高增，2023Q1 收入实现高增。** 分产品来看，2022 年家装墙面漆/工程墙面漆分别实现收入 25.65/42.69 亿元，分别同比+18.21%/-8.49%。家装漆实现高增，主要系公司持续拓展新渠道并加强分销渠道管理，销量提升显著，2022 年家装墙面漆销量同比增加 25.75%，平均单价同比减少 5.86%。其他产品方面，2022 年胶黏剂/基材与辅材/防水卷材/装饰施工分别实现收入 5.88/17.19/9.90/7.25 亿元，同比+36.15%/+7.46%/-22.10%/-3.99%。2023Q1 营收同比+20.92%，主要系公司精耕渠道带动家装墙面漆、工程墙面漆及基辅材销量高增，三者分别实现收入 5.37/6.42/3.16 亿元，分别同比+16.33%/+12.70%/+52.63%，销量同比+17.52%/+21.71%/+74.40%。
- ❖ **原材料价格高位下行，2023Q1 归母净利率转正。** 公司 2022 年整体毛利率为 28.90%同增 2.85pct，其中家装漆/工程漆分别实现毛利率 43.95%/35.55%，同比-0.30pct/+8.72pct，毛利率提升主要系 1) 2022 年钛白粉/乳液采购均价同比-12.28%/-11.43%; 2) 高毛利的高端产品销售占比和零售渠道销售占比稳步提升。期间费用率 23.50%同降 0.62pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.26%/4.73%/2.32%/1.21%，同比变动-1.16pct/-0.13pct/-0.05pct/+0.73pct; 资产及信用减值损失 3.05 亿元，资产及信用减值损失率 2.69%同降 4.66pct。经营稳健、成本回落，归母净利率同增 6.55pct 至 2.91%。公司 2022 年经营性现金流净流入 9.56 亿元同增 97.29%; 收现比 111%同比+13pct; 付现比 101%同比+11pct，现金回收情况良好。公司 2023Q1 整体毛利率为 29.57%同增 3.24pct 系原材料价格下行，公司 Q1 钛白粉/乳液采购均价同比-26%/-24%; 期间费用率 30.19%同降 2.56pct，归母净利率 1.29%同增 3.57pct; Q1 经营性现金流净流出 4.63 亿元同比增加 1.65 亿元净流出。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 39.34/11.93/48.11/2.67 亿元，较年初同比变动-9.51%/-6.26%/-18.89%/+54.43%。
- ❖ **小 B+C 战略稳步推进，渠道结构持续优化。** 公司稳定推进高端零售战略，以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等模式拉动高端零售转型，同时推进“马上住”一站式涂刷服务，截至 2022 年公司共有“马上住”服务授权网点 717 家，新增授权网点 208 家，马上住项目启动至今，已经走进了近 25 万个家庭。工程外墙涂料业务方面，公司发力旧改、公建、学校医院及厂房等小 B 端应用场景，小 B 渠道客户数量逐步增加。
- ❖ **投资建议:** 行业集中度提升空间大，公司小 B+C 贡献业绩增长点，家装渠道拓展具有较大发展潜力。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 8.30/12.24

/15.83 亿元，2023-2025 年同比增速 151.90%/47.52%/29.28%，对应 EPS 分别为 2.21/3.25/4.21 元/股，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别 46.48x/31.51x/24.37x，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**疫情反复影响销售情况、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧等

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11429	11338	14071	17033	19973
收入增长率(%)	39.37	-0.79	24.10	21.04	17.27
归母净利润(百万元)	-417	330	830	1224	1583
净利润增长率(%)	-183.08	179.04	151.90	47.52	29.28
EPS(元/股)	-1.11	0.88	2.21	3.25	4.21
PE	—	129.35	46.48	31.51	24.37
ROE(%)	-21.46	14.50	27.65	29.82	28.63
PB	26.96	18.86	12.85	9.40	6.98

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
营业收入	11428.71	11338.37	14071.33	17032.53	19973.23	成长性					
减:营业成本	8451.90	8061.73	9714.89	11702.59	13649.77	营业收入增长率	39.4%	-0.8%	24.1%	21.0%	17.3%
营业税费	58.46	77.34	84.43	102.20	119.84	营业利润增长率	-192.9%	159.0%	187.1%	47.1%	29.1%
销售费用	1876.97	1730.05	2138.84	2571.91	2995.98	净利润增长率	-183.1%	179.0%	151.9%	47.5%	29.3%
管理费用	554.98	535.97	647.28	766.46	878.82	EBITDA 增长率	-133.2%	427.8%	121.6%	16.1%	19.1%
研发费用	271.08	263.21	323.64	391.75	459.38	EBIT 增长率	-172.7%	212.5%	171.8%	19.2%	22.7%
财务费用	54.86	137.07	140.06	133.38	124.10	NOPLAT 增长率	-154.8%	-257.3%	153.2%	19.2%	22.7%
资产减值损失	-26.33	-87.60	-25.00	-25.00	-25.00	投资资本增长率	26.3%	11.1%	18.1%	20.0%	20.4%
加:公允价值变动收益	0.00	-0.33	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-18.5%	14.3%	30.6%	35.4%	33.7%
投资和汇兑收益	-3.16	0.31	1.41	1.70	2.00	利润率					
营业利润	-566.20	333.86	958.60	1410.42	1821.05	毛利率	26.0%	28.9%	31.0%	31.3%	31.7%
加:营业外净收支	-7.31	-12.93	-7.80	-7.80	-7.80	营业利润率	-5.0%	2.9%	6.8%	8.3%	9.1%
利润总额	-573.51	320.92	950.80	1402.62	1813.25	净利率	-3.5%	2.7%	6.1%	7.4%	8.2%
减:所得税	-177.17	10.89	95.08	140.26	181.33	EBITDA/营业收入	-2.3%	7.7%	13.7%	13.1%	13.3%
净利润	-416.89	329.51	830.05	1224.49	1582.97	EBIT/营业收入	-4.2%	4.8%	10.5%	10.4%	10.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	679.07	1064.14	2260.63	3524.68	5251.98	固定资产周转天数	76	124	97	78	64
交易性金融资产	80.00	52.98	102.98	82.98	112.98	流动营业资本周转天数	-26	-46	-40	-29	-23
应收帐款	3888.21	4239.81	4257.51	4546.51	4796.26	流动资产周转天数	214	236	233	235	243
应收票据	398.81	107.85	283.02	379.36	397.38	应收帐款周转天数	105	129	111	96	86
预付帐款	96.73	84.21	97.15	117.03	136.50	存货周转天数	23	27	26	26	26
存货	566.55	656.92	721.34	919.03	1002.60	总资产周转天数	338	415	374	348	336
其他流动资产	202.14	120.61	120.61	100.61	100.61	投资资本周转天数	178	200	190	188	193
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-21.5%	14.5%	27.6%	29.8%	28.6%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-3.4%	2.4%	5.4%	7.0%	8.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-6.0%	8.5%	18.2%	18.1%	18.4%
固定资产	2374.10	3853.02	3751.41	3625.81	3476.21	费用率					
在建工程	1638.52	1110.39	1210.39	1310.39	1410.39	销售费用率	16.4%	15.3%	15.2%	15.1%	15.0%
无形资产	504.01	490.09	522.09	554.09	586.09	管理费用率	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
其他非流动资产	449.09	166.61	166.61	166.61	166.61	财务费用率	0.5%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%
资产总额	12378.65	13748.91	15462.04	17471.90	19770.24	三费/营业收入	21.8%	21.2%	20.8%	20.4%	20.0%
短期债务	1540.70	1525.22	1775.22	1975.22	2175.22	偿债能力					
应付帐款	3805.90	4348.93	4664.33	4827.77	5030.41	资产负债率	82.5%	82.0%	79.1%	75.0%	70.4%
应付票据	1382.06	1582.84	1655.46	1790.30	1849.64	负债权益比	472.3%	455.9%	378.9%	299.7%	238.3%
其他流动负债	37.84	28.77	23.77	18.77	13.77	流动比率	0.80	0.80	0.90	1.02	1.16
长期借款	1369.30	1473.68	1573.68	1673.68	1773.68	速动比率	0.63	0.63	0.73	0.83	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	-3.85	3.00	9.19	9.90	11.15
负债总额	10215.55	11275.79	12233.19	13100.69	13927.10	分红指标					
少数股东权益	220.48	201.00	226.67	264.54	313.50	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	376.44	376.44	376.44	376.44	376.44	分红比率					
留存收益	1004.71	1334.23	2064.28	3168.77	4591.74	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2163.10	2473.12	3228.85	4371.21	5843.14	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	-1.11	0.88	2.21	3.25	4.21
净利润	-416.89	329.51	830.05	1224.49	1582.97	BVPS(元)	5.16	6.04	7.98	10.91	14.69
加:折旧和摊销	220.17	321.82	439.60	463.60	487.60	PE(X)	—	129.4	46.5	31.5	24.4
资产减值准备	840.16	305.21	205.00	125.00	125.00	PB(X)	27.0	18.9	12.9	9.4	7.0
公允价值变动损失	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	126.29	181.90	161.34	178.59	194.59	P/S	4.6	3.8	2.7	2.3	1.9
投资收益	-0.04	4.18	-1.41	-1.70	-2.00	EV/EBITDA	-208.3	52.5	21.0	17.7	14.3
少数股东损益	20.56	-19.48	25.67	37.87	48.96	CAGR(%)					
营运资金的变动	-65.48	-78.34	-43.83	-326.92	-167.23	PEG	—	0.7	0.3	0.7	0.8
经营活动产生现金流量	484.55	955.99	1624.93	1709.59	2278.70	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2485.78	-1093.05	-537.10	-466.95	-516.80	REP					
融资活动产生现金流量	1317.89	194.15	108.66	21.41	-34.59						

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。