

Q2 零售稳健，大宗业务持续调结构

2022年08月28日

事件: 公司发布中报, 1H22 实现收入 5.75 亿元, 同比下降 31.9%, 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比下降 39%, 扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比下降 55.3%; 公司单 Q2 实现收入 3.39 亿元, 同比下降 32.0%, 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比下降 34.6%, 扣非归母净利润 0.25 亿元, 同比下降 58.7%。

点评:

- **零售渠道加速整装与拎包入住布局, 大宗渠道战略性聚焦央国企。**公司 1H22 实现收入 5.75 亿元, 同比下降 31.9%, 单 Q2 实现收入 3.39 亿元, 同比下降 32.0%; 收入同比下降主要由于 1H21 受疫情影响积压的家居消费需求集中释放, 1H22 疫情反复需求放缓; 公司大宗业务亦由于结构性调整拉低整体增长。**分业务看, 1) 零售渠道:** 上半年实现收入 3.61 亿元, 同比增长 6.77%, 其中零售业务中的厨柜、衣柜、门墙品类分别实现收入 1.36 亿元、2.15 亿元、0.1 亿元, 分别同比变化-9.13%、+17.08%、+95.5%; 上半年公司加快零售经销商整装、拎包入住渠道开拓, 截止 1H22 合作开发了近 600 家整装/家装公司, 与全国各地 202 个楼盘项目达成拎包入住业务合作;**整装渠道,**公司经销商通过整装渠道实现出库销售额约 3800 万元, 同比增长 172.44%;**拎包入住渠道,**公司不断强化地产旗下物业平台拎包入住项目的合作及开展, 上半年完成拎包入住项目 137 个楼盘项目上样, 较 2021 年同期增长 118 个楼盘, 经销商通过拎包入住渠道实现出库销售额约 4100 万元。**2) 大宗渠道:** 上半年实现收入 1.99 亿元, 同比下降 59.6%, 主要由于公司聚焦央国企地产商, 订单量出现战略性下滑; 工程渠道聚焦央国企、开拓经销商渠道策略亦取得明显成效, 其中央国企房产客户销售额占大宗业务总额的比重同比提升 8.27pct 至 25.81%, 工程经销商渠道销售额占大宗比重同比提升 4.79pct 至 10.39%。
- **疫情与高基数影响盈利, 经营现金流同比改善。****1) 毛利率:** 1H22 公司实现毛利率 29.93%, 同比-3.7pct; 单 Q2 实现毛利率 30.05%, 同比-5.0pct。**2) 期间费用:** 1H22 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.1%、4.5%、3.9%、0.4%, 分别同比变化+2.4pct、+1.4pct、+0.8pct、+0.2pct。**3) 净利润:** 1H22 公司实现归母净利润 0.6 亿元, 同比下降 39%, 净利率为 10.36%, 同比-1.2pct; 单 Q2 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比下降 34.6%, 净利率为 12.07%, 同比-0.48pct。**4) 运营方面:** 1H22 公司实现经营活动现金流-0.12 亿元, 同比+96.19%, 主要系履约保证金减少及应收款回款改善所致; 实现投资活动现金流 0.95 亿元, 同比-323%, 主要由于支付基金战略投资认缴款、加大高端定制投入及支付设备采购款所致; 筹资活动现金流为-0.59 亿元, 同比-224%, 主要由于支付股份回购资金所致。
- **盈利预测:** 公司专业从事中高端定制衣柜、厨柜、门墙等产品, 多元化渠道协同并进, 零售渠道持续拓展整装、拎包、设计师等新型模式, 大

宗业务结构持续优化。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.04 亿元、2.37 亿元、2.87 亿元，分别同比增长 128.0%、16.3%、21.0%，目前股价对应 22 年 PE 为 14X。

➤ **风险因素：** 客户集中度风险，疫情风险，原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,494	1,824	1,641	1,902	2,239
增长率 YoY %	1.5%	22.1%	-10.0%	15.9%	17.7%
归属母公司净利润 (百万元)	197	-729	204	237	287
增长率 YoY%	12.4%	-470.0%	128.0%	16.3%	21.0%
毛利率%	34.1%	34.0%	32.0%	32.0%	32.0%
净资产收益率ROE%	10.3%	-63.3%	15.1%	14.9%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	1.06	-3.91	1.09	1.27	1.54
市盈率 P/E(倍)	14.18	—	13.70	11.78	9.73
市净率 P/B(倍)	1.45	2.43	2.06	1.75	1.49

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,477	1,567	1,619	2,154	2,507	
货币资金	892	611	451	947	996	
应收票据	733	161	568	277	718	
应收账款	115	301	131	364	238	
预付账款	31	10	11	13	15	
存货	281	180	275	244	338	
其他	426	304	183	309	201	
非流动资产	652	823	885	882	872	
长期股权投资	0	4	4	4	4	
固定资产	371	396	482	524	545	
无形资产	187	208	202	196	190	
其他	94	215	198	157	133	
资产总计	3,129	2,390	2,504	3,035	3,379	
流动负债	1,000	1,038	946	1,237	1,291	
短期借款	40	75	75	75	75	
应付票据	269	247	219	321	314	
应付账款	342	343	308	447	442	
其他	349	373	344	395	461	
非流动负债	121	202	202	202	202	
长期借款	69	144	144	144	144	
其他	52	58	58	58	58	
负债合计	1,121	1,240	1,148	1,440	1,493	
少数股东权益	87	-1	1	4	7	
归属母公司净利润	1,921	1,151	1,355	1,592	1,879	
负债和股东权益	3,129	2,390	2,504	3,035	3,379	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,494	1,824	1,641	1,902	2,239	
同比 (%)	1.5%	22.1%	-10.0%	15.9%	17.7%	
归属母公司净利润	197	-729	204	237	287	
同比	12.4%	-	128.0%	16.3%	21.0%	
毛利率 (%)	34.1%	34.0%	32.0%	32.0%	32.0%	
ROE%	10.3%	-63.3%	15.1%	14.9%	15.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.06	-3.91	1.09	1.27	1.54	
P/E	14.18	—	13.70	11.78	9.73	
P/B	1.45	2.43	2.06	1.75	1.49	
EV/EBITDA	9.92	-4.64	8.16	5.80	4.90	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,494	1,824	1,641	1,902	2,239	
营业成本	985	1,204	1,117	1,294	1,523	
营业税金及附加	11	15	14	16	19	
销售费用	128	181	189	213	251	
管理费用	56	58	57	63	74	
研发费用	46	52	53	57	67	
财务费用	8	6	8	9	4	
减值损失合	-1	-42	21	-5	-5	
投资净收益	6	12	16	19	22	
其他	-9	-965	-3	15	19	
营业利润	257	-688	239	279	337	
营业外收支	0	1	0	0	0	
利润总额	257	-686	239	279	337	
所得税	41	37	34	39	47	
净利润	216	-723	206	240	290	
少数股东损	19	6	2	2	3	
归属母公司净利润	197	-729	204	237	287	
EBITDA	304	-614	315	358	413	
EPS(当年)(元)	1.27	-3.91	1.09	1.27	1.54	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	218	-321	-43	551	101	
净利润	216	-723	206	240	290	
折旧摊销	46	61	58	64	69	
财务费用	9	13	14	14	14	
投资损失	-6	-12	-16	-19	-22	
营运资金变动	-60	-672	-307	238	-265	
其它	13	1,011	3	15	15	
投资活动现金流	-321	1	-104	-41	-38	
资本支出	-94	-201	-120	-60	-60	
长期投资	-25	-6	0	0	0	
其他	-202	208	16	19	22	
筹资活动现金流	600	34	-14	-14	-14	
吸收投资	592	1	0	0	0	
借款	103	219	0	0	0	
支付利息或股息	-50	-54	-14	-14	-14	
现金流净增加额	497	-287	-160	496	50	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。