

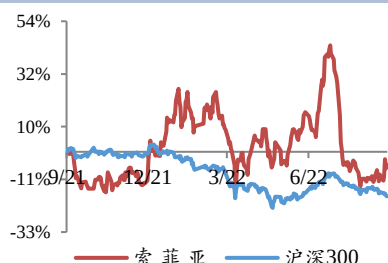
盈利逐季回暖，整家战略加速落地

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-05

收盘价（元） 18.05
近 12 个月最高/最低（元） 27.50/15.86
总股本（百万股） 912
流通股本（百万股） 639
流通股比例（%） 70.01
总市值（亿元） 165
流通市值（亿元） 115

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 整装渠道、米兰纳表现优异，零售增速环比改善 2022-04-29
2. 营收破百亿，整家定制打开战略空间 2022-04-13
3. Q3 表现符合预期，整装和米兰纳品牌推进顺利 2021-10-28

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**22H1 公司实现营收 47.81 亿元，同比+11.19%，归母净利润 4.12 亿元，同比-7.64%。22Q2 公司实现营收 27.82 亿元，同比+9.56%；归母净利润 2.97 亿元，同比-9.35%。
- **营收稳健，米兰纳表现亮眼，C 端韧性凸显。**上半年公司持续深化整家战略落地，各品牌发展稳步推进。**分产品来看**，22H1 公司衣柜及配套/橱柜/木门业务营收分别 39.16/5.39/1.83 亿元，同比分别+13.2%/-4.1%、+6.9%，衣柜增速稳健。**分品牌来看**，索菲亚/司米/米兰纳/华鹤分别实现营收 40.73/4.64/1.06/0.69 亿元，同比分别+11.9%/-15.2%/+536.2%、+21.0%，其中米兰纳品牌业绩增速亮眼；索菲亚品牌开拓门窗、墙地市场，进一步扩充整家战略品类。门店方面，公司当前开设终端门店 4073 家，索菲亚/司米/米兰纳/华鹤门店数分别 2652/812/305/304 家。**分渠道来看**，22H1 公司经销/直营/大宗渠道营收分别 38.76/1.35/6.94 亿元，同比分别+14.66%/-8.51%/-4.79%，占比分别 81.07%/2.82%/14.52%，零售为公司营收增长核心驱动，上半年公司加强线上与数字化营销，打造线上线下一体化营销闭环，实现零售渠道流量多元化。大宗业务则不断优化渠道结构，拓展收入来源与增强风险控制。
- **盈利逐季回暖，整家战略持续深化助力长期发展。**公司 22H1 毛利率/净利率分别 31.97%/8.86%，同比分别-2.77/-1.73pct。盈利承压主因 1) 原材料价格上涨成本压力提升；2) 为推行整家定制战略实施，低毛利配套品占比提升；3) 地产下行压力下，大宗渠道毛利率下滑。公司加强原材料集采与内部降本提效，盈利逐季回暖：21Q4-22Q2 毛利率分别为 28.75%/31.32%/32.43%，净利率分别-22.85%/5.65%/11.16%。
- **投资建议** 公司坚定“全渠道、多品牌、全品类”战略，加速整家定制落地，上半年加大经销补助与营销投放，逆势提升份额。随疫情好转，家装需求回补，公司前期费用投放成效有望逐步兑现至业绩。预计公司 22-24 年归母净利润分别 12.92/15.13/18.56 亿元，同比分别+954%、17.1%、22.7%，对应 PE 分别 12.8X/10.9X/8.9X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 地产下行压力，原材料成本大幅上涨、疫情反复等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10407	12142	13964	16582
收入同比 (%)	24.6%	16.7%	15.0%	18.8%
归属母公司净利润	123	1292	1513	1856
净利润同比 (%)	-89.7%	954.0%	17.1%	22.7%
毛利率 (%)	33.2%	33.6%	33.4%	33.8%
ROE (%)	2.2%	18.6%	17.9%	18.0%
每股收益 (元)	0.13	1.42	1.66	2.03
P/E	170.77	12.75	10.88	8.87
P/B	3.59	2.38	1.95	1.60
EV/EBITDA	17.48	8.07	6.11	4.31

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5543	6163	8408	11250	营业收入	10407	12142	13964	16582
现金	2710	2016	3994	6194	营业成本	6951	8058	9296	10983
应收账款	1028	1214	1396	1658	营业税金及附加	94	109	126	149
其他应收款	61	70	80	95	销售费用	1009	1214	1327	1575
预付账款	92	0	0	0	管理费用	730	850	991	1177
存货	741	839	968	1143	财务费用	68	78	45	46
其他流动资产	911	2025	1969	2159	资产减值损失	-277	0	0	0
非流动资产	6884	6821	6730	6609	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	61	61	61	61	投资净收益	59	61	70	83
固定资产	3162	3118	3046	2944	营业利润	447	1566	1871	2295
无形资产	1757	1757	1757	1757	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	1903	1884	1865	1846	营业外支出	3	3	2	2
资产总计	12428	12985	15138	17860	利润总额	446	1563	1870	2294
流动负债	5293	4519	5119	5937	所得税	292	231	318	390
短期借款	1302	0	0	0	净利润	154	1332	1552	1904
应付账款	1347	1567	1808	2136	少数股东损益	31	40	39	48
其他流动负债	2644	2951	3311	3801	归属母公司净利润	123	1292	1513	1856
非流动负债	1198	1198	1198	1198	EBITDA	1146	1939	2237	2661
长期借款	1017	1017	1017	1017	EPS (元)	0.13	1.42	1.66	2.03
其他非流动负债	181	181	181	181					
负债合计	6491	5717	6317	7136	主要财务比率				
少数股东权益	296	336	374	422	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	912	912	912	912	成长能力				
资本公积	1320	1320	1320	1320	营业收入	24.6%	16.7%	15.0%	18.8%
留存收益	3408	4700	6213	8070	营业利润	-70.7%	250.4%	19.5%	22.7%
归属母公司股东权益	5641	6933	8446	10302	归属于母公司净利	-89.7%	954.0%	17.1%	22.7%
负债和股东权益	12428	12985	15138	17860	获利能力				
					毛利率 (%)	33.2%	33.6%	33.4%	33.8%
					净利率 (%)	1.2%	10.6%	10.8%	11.2%
					ROE (%)	2.2%	18.6%	17.9%	18.0%
					ROIC (%)	2.8%	15.5%	15.0%	15.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	52.2%	44.0%	41.7%	40.0%
					净负债比率 (%)	109.4%	78.7%	71.6%	66.5%
					流动比率	1.05	1.36	1.64	1.89
					速动比率	0.88	1.17	1.44	1.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.94	0.92	0.93
					应收账款周转率	10.12	10.00	10.00	10.00
					应付账款周转率	5.16	5.14	5.14	5.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.13	1.42	1.66	2.03
					每股经营现金流薄)	1.56	0.99	2.45	2.68
					每股净资产	6.18	7.60	9.26	11.29
					估值比率				
					P/E	170.77	12.75	10.88	8.87
					P/B	3.59	2.38	1.95	1.60
					EV/EBITDA	17.48	8.07	6.11	4.31

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方,新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020 年新财富轻工纺服第 4 名团队。2021 年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。