业绩环比显著回升，大家居+全渠道助力上行

—— 2020 年中报点评　　公司点评

● **事件：公司公布 2020 年中报**

2020H1 营收 49.66 亿元（-9.88%），归母净利润 4.89 亿元（-22.70%）；其中，2020Q2 营收 35.36 亿元（+6.91%），归母净利润 5.91 亿元（+9.23%）。

● **品类多元化布局，全屋定制+整装大家居助力业绩增长**

公司在橱柜、衣柜、卫浴、木门等品类全面开花，具备大家居战略实施基础，同时不断强化终端品类协同，以自主+区域联动开展多品类促销活动，拉动橱衣、衣木、橱卫之间相互带单，提高整装客户多品类购买率。2020Q2 公司全屋定制（衣柜）业绩率先实现快速增长，2020H1 整装大家居接单增速超 70%。

● **优化数字管理，成本费用管控良好，经营效率提升**

2020H1 销售毛利率、净利率分别为 33.43%、9.85% ，分别同比降低 4.19pct、1.63pct；Q2 分别为 37.30%、16.71%，分别同比变动-2.58pct、+0.36pct，分别环比提升 13.43pct、23.81pct，Q2 利润增长快于收入增速。2020H1 期间费用率为 22.16%，同比下降 1.79pct；其中销售、管理、财务、研发费用率分别为 9.23%、13.48%、-0.55%、4.81%，分别同比变动-1.96pct、+0.85pct、-0.69pct、-0.02pct，主要原因分别为广告费、薪酬及办公费下降/折旧费用增加/利息收入增加/研发投入支出下降。此外，公司正加快数字化转型，打通从营销端到制造端的信息化管理流程，搭建一体式运营体系。

● **传统渠道优势显著，线上+工程渠道拓展巩固龙头地位**

公司拥有超 5700 家经销商，大幅领先同业。同时，积极开展线上裂变营销+视频直播落地，赋能零售终端，提升获客能力及成交率；今年公司已举办包括“26 周年宠粉节”、“安家节”、“爱家节”14 场直播活动，累计带来超过 10 万单业绩。此外，公司继续深化工程渠道改革，上半年大宗合同签单业绩已达成目标。长期来看，公司全渠道建设分别对应家居整装+全屋定制大趋势、国内线上经济腾飞、以及精装房政策快速推进，未来业绩增长势能十足。

● **财务预测预估值**

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 20.81/24.66/29.02 亿元，EPS 分别为 3.54/4.19/4.93 元，对应 PE 为 28.3/23.9/20.3X，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**1）内销恢复不达预期；2）开店量低于预期；3）竣工增速下降

财务摘要和估值指标

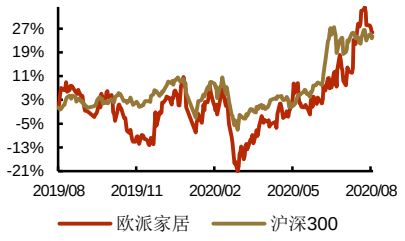
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509	13,533	15,198	17,858	20,626
增长率(%)	18.5	17.6	12.3	17.5	15.5
净利润(百万元)	1,572	1,839	2,081	2,466	2,902
增长率(%)	20.9	17.0	13.1	18.5	17.7
毛利率(%)	38.4	35.8	37.2	37.6	37.1
净利率(%)	13.7	13.6	13.7	13.8	14.1
ROE(%)	20.8	19.2	18.6	18.5	18.3
EPS(摊薄/元)	2.67	3.13	3.54	4.19	4.93
P/E(倍)	37.4	32.0	28.3	23.9	20.3
P/B(倍)	7.8	6.4	5.4	4.5	3.8

推荐（维持评级）

赵汐雯（分析师）
zhaoxiwen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520020001

市场数据	时间 2020.08.27
收盘价(元):	100.13
一年最低/最高(元):	84.5/136.02
总股本(亿股):	5.88
总市值(亿元):	589.01
流通股本(亿股):	5.88
流通市值(亿元):	589.01
近 3 月换手率:	22.47%

股价一年走势



相关报告

《多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强》2020-05-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4254**	**6452**	**7221**	**8498**	**10588**
现金	2518	1467	2560	2918	5437
应收票据及应收账款合计	369	611	292	871	409
其他应收款	64	40	77	61	99
预付账款	88	98	110	135	148
存货	645	846	792	1123	1105
其他流动资产	570	3390	3390	3390	3390
非流动资产	**6867**	**8362**	**8715**	**9450**	**10138**
长期投资	0	8	16	23	31
固定资产	3458	4960	5436	6136	6821
无形资产	1092	1125	1155	1195	1197
其他非流动资产	2317	2269	2108	2096	2090
资产总计	**11120**	**14814**	**15937**	**17948**	**20727**
流动负债	**3188**	**3280**	**3096**	**3274**	**3852**
短期借款	12	53	53	53	53
应付票据及应付账款合计	824	993	0	0	0
其他流动负债	2352	2235	3043	3221	3800
非流动负债	**372**	**1975**	**1667**	**1374**	**1077**
长期借款	140	1602	1294	1002	704
其他非流动负债	231	372	372	372	372
负债合计	**3560**	**5255**	**4762**	**4647**	**4929**
少数股东权益	0	0	-8	-13	-17
股本	420	420	588	588	588
资本公积	2971	2982	2814	2814	2814
留存收益	4310	5834	7586	9590	11843
归属母公司股东权益	7561	9559	11182	13314	15815
负债和股东权益	**11120**	**14814**	**15937**	**17948**	**20727**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2018**	**2156**	**2319**	**2099**	**4268**
净利润	1572	1839	2073	2461	2898
折旧摊销	353	439	451	494	578
财务费用	-32	-70	4	-78	-170
投资损失	-57	-24	-24	-28	-34
营运资金变动	82	-171	-184	-748	999
其他经营现金流	101	142	-1	-1	-1
投资活动现金流	**-2313**	**-4654**	**-779**	**-1199**	**-1230**
资本支出	2292	1831	345	728	681
长期投资	-63	-2851	-8	-7	-7
其他投资现金流	-83	-5674	-441	-479	-557
筹资活动现金流	**-359**	**1441**	**-446**	**-541**	**-519**
短期借款	-88	40	0	0	0
长期借款	140	1462	-308	-293	-297
普通股增加	-0	-0	168	0	0
资本公积增加	20	11	-168	0	0
其他筹资现金流	-432	-72	-138	-249	-222
现金净增加额	**-675**	**-1051**	**1093**	**358**	**2519**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11509**	**13533**	**15198**	**17858**	**20626**
营业成本	7093	8684	9540	11152	12973
营业税金及附加	106	88	130	144	159
营业费用	1177	1310	1503	1774	2028
管理费用	772	939	1156	1266	1488
研发费用	632	642	519	812	874
财务费用	-32	-70	4	-78	-170
资产减值损失	21	0	15	16	13
公允价值变动收益	0	5	1	1	1
其他收益	24	143	48	57	69
投资净收益	57	24	24	28	34
营业利润	**1822**	**2105**	**2405**	**2858**	**3366**
营业外收入	14	27	34	31	26
营业外支出	7	13	7	7	7
利润总额	**1829**	**2119**	**2432**	**2882**	**3384**
所得税	257	279	359	421	486
净利润	**1572**	**1839**	**2073**	**2461**	**2898**
少数股东损益	0	0	-8	-5	-4
归属母公司净利润	**1572**	**1839**	**2081**	**2466**	**2902**
EBITDA	2116	2623	2874	3335	3868
EPS（元）	2.67	3.13	3.54	4.19	4.93

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	17.6	12.3	17.5	15.5
营业利润(%)	20.4	15.5	14.3	18.8	17.8
归属于母公司净利润(%)	20.9	17.0	13.1	18.5	17.7
获利能力					
毛利率(%)	38.4	35.8	37.2	37.6	37.1
净利率(%)	13.7	13.6	13.7	13.8	14.1
ROE(%)	20.8	19.2	18.6	18.5	18.3
ROIC(%)	29.9	23.4	23.9	24.0	28.8
偿债能力					
资产负债率(%)	32.0	35.5	29.9	25.9	23.8
净负债比率(%)	-28.2	5.1	-5.3	-9.3	-25.6
流动比率	1.3	2.0	2.3	2.6	2.7
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	39.5	27.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.1	9.6	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.67	3.13	3.54	4.19	4.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	0.92	3.94	3.57	7.26
每股净资产(最新摊薄)	12.85	15.72	18.48	22.11	26.36
估值比率					
P/E	37.4	32.0	28.3	23.9	20.3
P/B	7.8	6.4	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	26.8	22.0	19.7	16.8	13.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015 年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020 年 1 月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/