

二季度业绩如期改善，大宗、整装渠道快速发力

事件：公司公告 2020 年中报，2020H1 实现营业收入 49.66 亿元，同比下降 9.88%；实现归母净利润 4.89 亿元，同比下降 22.70%。其中单二季度实现收入 35.36 亿元，同比增长 6.91%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比增长 9.23%。

核心观点

- **衣柜增长推动二季度收入如期修复，大宗、整装渠道快速发力。**疫情后家居需求回暖，二季度公司收入增速较 Q1 显著改善。①分产品，单二季度橱柜/衣柜/卫浴/木门收入同比增速分别达-2.33%/+18.04%/+10.65%/ +20.93%，其中，橱柜 B 端大宗业务快速增长的同时，零售端受精装挤压较为明显；以零售为主的衣柜业务恢复速度优于橱柜，构成二季度收入整体改善的主要推动力。②分渠道，Q2 大宗收入同比增长 57%，成为橱柜、卫浴的重要驱动力；2020H1 整装大家居接单增速超过 70%，打造零售业务重要增长点。
- **成本、费用管控力度加大，Q2 净利率环比、同比均有提升。**2020Q2 公司实现毛利率 37.30%，环比提升 13.44pct，同比仅小幅下降 2.58pct；实现归母净利润净利率 16.71%，同比、环比分别提升 0.36pct、23.81pct，盈利能力改善主要源于疫情后公司内部费用管控力度加大，其中销售费用率同比下降 2.1pct，Q2 实现利润增速快于收入增速 2.3pct 的目标。
- **品牌、渠道、产品力持续强化，定制家居龙头中长期优势稳固。**伴随下半年家装需求持续回暖，公司订单有望稳步改善、实现快于行业平均水平的增长；中长期维度，依托于强大品牌、渠道、产品优势，公司定制家居龙头优势将愈发稳固，中长期稳健成长可期。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.64、24.08、26.51 亿元，对应的 EPS 分别为 3.51、4.09、4.51 元。公司作为定制家居行业内规模优势领先的龙头企业，多品类、全渠道布局叠加信息化构筑的核心竞争力，助力公司于整装大家居时代实现稳健增长，未来市场份额有望持续提升。我们给予公司 DCF 目标估值 121.07 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 地产竣工不及预期的风险；行业竞争加剧的风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509	13,533	14,851	16,797	18,896
同比增长(%)	18.5%	17.6%	9.7%	13.1%	12.5%
营业利润(百万元)	1,822	2,105	2,363	2,759	3,039
同比增长(%)	20.4%	15.5%	12.3%	16.8%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,572	1,839	2,064	2,408	2,651
同比增长(%)	20.9%	17.0%	12.2%	16.7%	10.1%
每股收益(元)	2.67	3.13	3.51	4.09	4.51
毛利率(%)	38.4%	35.8%	34.2%	34.7%	34.2%
净利率(%)	13.7%	13.6%	13.9%	14.3%	14.0%
净资产收益率(%)	22.8%	21.5%	20.1%	20.0%	18.8%
市盈率	37.5	32.0	28.5	24.5	22.2
市净率	7.8	6.2	5.3	4.5	3.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月27日)	100.13 元
目标价格	121.07 元
52周最高价/最低价	132.81/85.9 元
总股本/流通 A 股(万股)	58,824/58,824
A 股市值(百万元)	58,901
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2020年08月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.92	16.57	-17.92	-11.23
相对表现	-3.04	12.09	-40.95	-35.19
沪深 300	1.12	4.48	23.03	23.96



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001

相关报告

定制家居领航者，多品类全渠道发力，成长空间广阔： 2020-08-20

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

衣柜回暖推动二季度收入如期改善，大宗、整装渠道快速发力.....	4
成本、费用管控力度加大，实现利润增长高于收入增长的目标.....	5
品牌、渠道、产品力强化，定制家居龙头中长期优势稳固.....	7
盈利预测与投资建议	7
风险提示.....	7

图表目录

图 1: 2020Q2 公司橱柜收入同比小幅下降 2%.....	4
图 2: 2020Q2 公司衣柜收入同比增长 18%.....	4
图 3: 2020Q2 公司卫浴收入同比增长 11%.....	5
图 4: 2020Q2 公司木门收入同比增长 21%.....	5
图 5: 2020Q2 公司大宗业务收入同比增长 57%.....	5
图 6: 公司整装大家居经销商数量、门店数稳步增长.....	5
图 7: 2020Q2 公司各业务毛利率环比改善显著	6
图 8: 2020Q2 公司盈利能力环比、同比均有改善	6
图 9: 2020Q2 销售费用率同比下降 2.1pct.....	6
表 1: 我们给予公司 DCF 目标估值 121.07 元.....	7

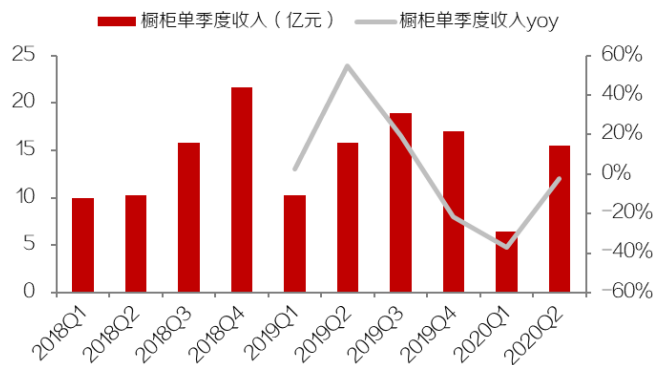
事件：公司公告 2020 年中报，2020H1 实现营业收入 49.66 亿元，同比下降 9.88%；实现归母净利润 4.89 亿元，同比下降 22.70%。其中单二季度实现收入 35.36 亿元，同比增长 6.91%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比增长 9.23%。

衣柜回暖推动二季度收入如期改善，大宗、整装渠道快速发力

衣柜增长推动二季度收入如期修复，大宗、整装渠道快速发力。伴随疫情后家居需求回暖，二季度公司实现收入同比增长 6.91%，较一季度（收入同比下降 22.55%）显著改善。

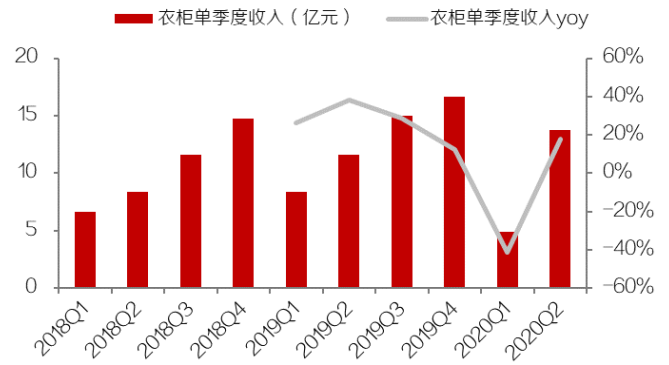
①分产品，衣柜收入快速增长，构成二季度收入整体改善的重要驱动力。公司单二季度橱柜/衣柜/卫浴/木门业务分别实现营业收入 15.45/13.74/1.7/1.7 亿元，同比增速分别达 -2.33%/+18.04%/+10.65%/+20.93%，其中，橱柜 B 端精装修市场快速增长的同时，零售端受精装挤压较为明显，受疫情影响恢复速度较为缓慢；以零售为主的衣柜业务恢复速度优于橱柜，其背后源于公司针对疫情后市场变化、积极通过线上裂变营销+视频直播落地等方式实现引流及转化，构成二季度收入整体改善的主要推动力。

图 1：2020Q2 公司橱柜收入同比小幅下降 2%

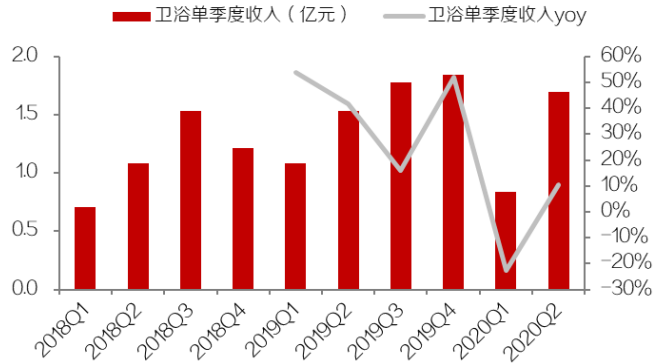


资料来源：公司公告，东方证券研究所

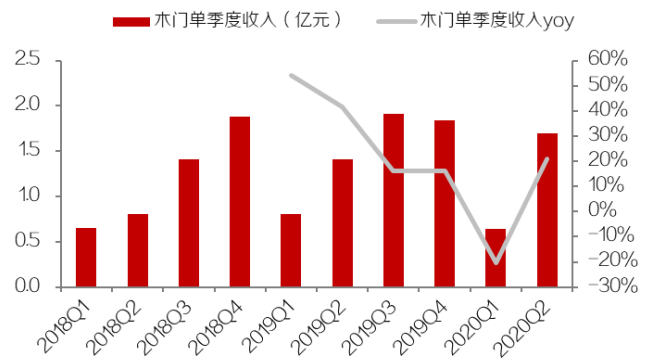
图 2：2020Q2 公司衣柜收入同比增长 18%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

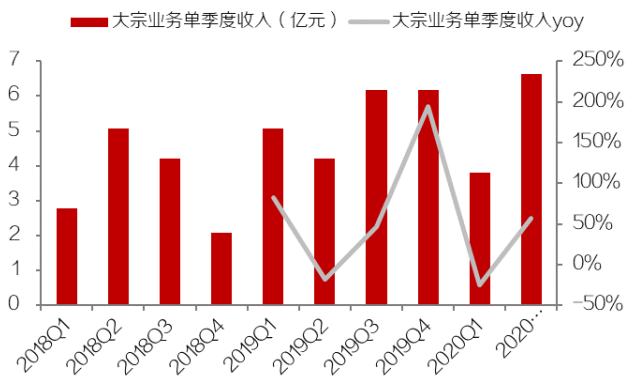
图 3：2020Q2 公司卫浴收入同比增长 11%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

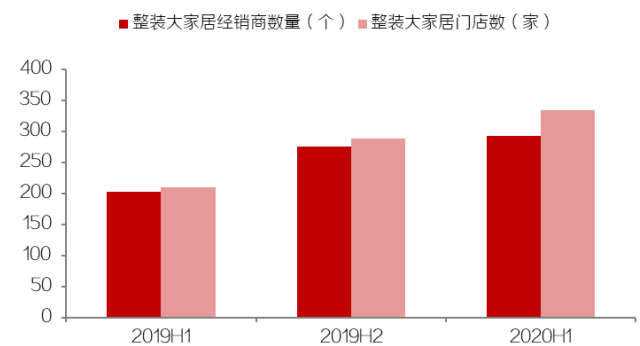
图 4：2020Q2 公司木门收入同比增长 21%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

②分渠道，大宗、整装作为重要的前置流量入口，二季度均实现快速增长。其中大宗业务单二季度实现收入 6.63 亿元，同比增速达 57.38%，成为橱柜、卫浴的重要驱动力；整装方面，与 2019 年末相比，2020 年上半年整装大家居经销商数量、门店数量分别增加 18 个、46 家，疫情背景下上半年整装大家居接单实现 70%以上的增速，打造公司零售业务的重要增长点。

图 5：2020Q2 公司大宗业务收入同比增长 57%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司整装大家居经销商数量、门店数稳步增长


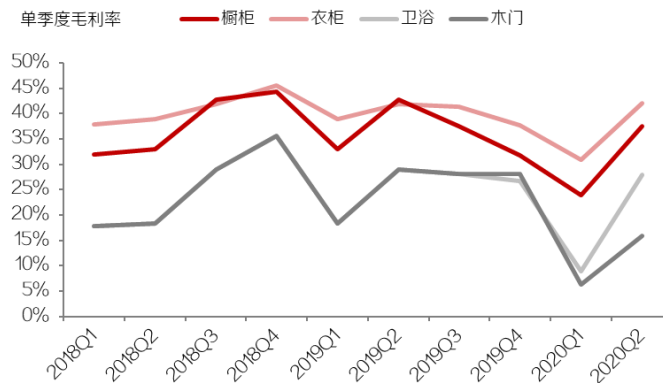
资料来源：公司公告，东方证券研究所

成本、费用管控力度加大，实现利润增长高于收入增长的目标

成本、费用管控力度加大，Q2 净利率环比、同比均有提升。公司二季度实现利润增速快于收入增速 2.3pct，主要得益于公司持续降本增效，费用管控力度加大。

①各业务毛利率环比改善显著，拉动综合毛利率同比仅小幅下降。2020Q2 公司实现毛利率 37.30%，环比提升 13.44pct，同比小幅下降 2.58pct。其中橱柜、衣柜、卫浴、木门毛利率分别达 37.60%/42.11%/28.03%/15.99%，伴随家装需求回暖、产能利用率改善，二季度毛利率环比显著回暖；同比角度，除衣柜毛利率同比小幅增加 0.28pct 外，橱柜/卫浴/木门同比分别下降 5.18pct/0.98pct/13.02pct，我们认为其原因主要在于公司秉承“树根理论”、上半年对经销商补贴扶持力度加大所致。

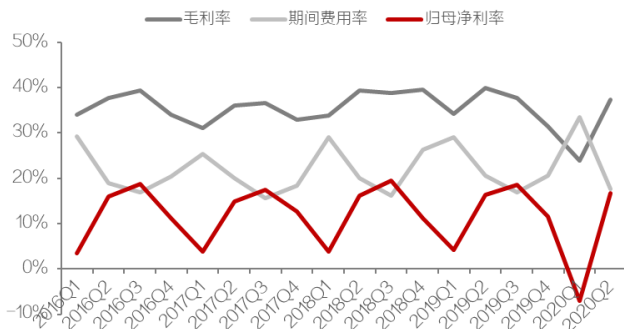
图 7：2020Q2 公司各业务毛利率环比改善显著



资料来源：公司公告，东方证券研究所

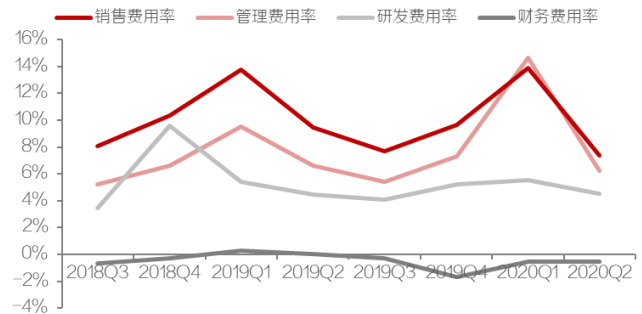
②信息化助力降本增效，盈利能力环比、同比均有改善。2020Q2 公司实现归母净利率 16.71%，同比、环比分别提升 0.36pct、23.81pct，盈利能力改善主要得益于公司疫情后内部费用管控力度加大。2020Q2 期间费用率达 17.57%，同比下降 2.99pct，其中销售费用率同比下降 2.1pct，依托信息化能力推进经营效率提升，公司 Q2 实现利润增长快于收入增长的目标。

图 8：2020Q2 公司盈利能力环比、同比均有改善



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：2020Q2 销售费用率同比下降 2.1pct



资料来源：公司公告，东方证券研究所

品牌、渠道、产品力强化，定制家居龙头中长期优势稳固

品牌、渠道、产品力持续强化，定制家居龙头中长期优势稳固。①品牌：2020H1 公司推出面向高端市场的“铂尼思”品牌，与“欧派”、“欧铂丽”共同打造综合覆盖高中低三档市场的品牌矩阵，同时积极加码线上渠道品牌传播力度，未来强大品牌力将持续夯实；②渠道：加大经销商赋能力度，强化零售基本盘优势，同时着力拓展大宗、整装等新兴渠道，与优质地产商、装修企业合作，驱动自身收入稳健增长；③产品：公司于2020年8月发布“无醛健康家战略”，推出最高加价88元升级无醛添加爱芯板的普惠政策，积极顺应消费者日益提升的环保需求，产品力将持续强化。伴随下半年家装需求持续回暖，公司订单有望稳步改善、实现快于行业平均水平的增长；中长期维度，依托于强大品牌、渠道、产品优势，公司定制家居龙头优势将愈发稳固，中长期稳健成长可期。

盈利预测与投资建议

我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为20.64、24.08、26.51亿元，对应的EPS分别为3.51、4.09、4.51元。公司作为定制家居行业内规模优势领先的龙头企业，多品类、全渠道布局叠加信息化构筑的核心竞争力，有望于整装大家居时代实现稳健增长。我们采用DCF绝对估值法对公司进行估值，给予公司DCF目标估值121.07元，维持“买入”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 121.07 元

目标价敏感性分析							估值假设		
		永续增长率Gn(%)							
		121.07	10%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	所得税税率T	25.00%
WACC (%)	6.23%	137.40	159.80	196.06	264.83	445.38	永续增长率Gn(%)	3.00%	
	6.73%	125.11	142.73	169.79	216.67	317.74	无风险利率Rf	2.94%	
	7.23%	114.79	128.92	149.72	183.40	247.29	无杠杆影响的β系数	0.7655	
	7.73%	106.01	117.52	133.89	159.03	202.60	考虑杠杆因素的β系数	0.8293	
	8.23%	98.44	107.94	121.07	140.41	171.72	市场收益率Rm	9.93%	
	8.73%	91.86	99.79	110.49	125.71	149.09	公司特有风险	0.00%	
	9.23%	86.08	92.77	101.60	113.81	131.80	股权投资成本(Ke)	8.74%	
	9.73%	80.96	86.65	94.03	103.98	118.15	债务比率D/(D+E)	10.00%	
	10.23%	76.40	81.27	87.50	95.72	107.09	债务利率rd	4.90%	
							WACC	8.23%	

资料来源：东方证券研究所

风险提示

- **地产竣工不及预期的风险：**由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，公司盈利存在大幅波动的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**家具行业竞争格局整体较为分散，如若行业竞争加剧导致价格战出现，公司盈利或将存在不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,518	1,467	2,601	4,473	6,914	营业收入	11,509	13,533	14,851	16,797	18,896
应收票据及应收账款	369	611	833	1,127	1,382	营业成本	7,093	8,684	9,771	10,976	12,433
预付账款	88	98	108	122	138	营业税金及附加	106	88	97	109	123
存货	645	846	952	1,069	1,211	营业费用	1,177	1,310	1,234	1,396	1,570
其他	634	3,430	3,434	3,440	3,446	管理费用及研发费用	1,405	1,581	1,527	1,702	1,896
流动资产合计	4,254	6,452	7,928	10,232	13,091	财务费用	(32)	(70)	8	(2)	(18)
长期股权投资	0	8	8	8	8	资产、信用减值损失	21	8	19	24	21
固定资产	3,458	4,960	5,699	6,267	6,693	公允价值变动收益	0	5	0	0	0
在建工程	1,888	1,694	1,298	766	37	投资净收益	57	24	24	24	24
无形资产	1,092	1,125	1,085	1,045	1,005	其他	24	144	143	143	143
其他	429	575	126	126	126	营业利润	1,822	2,105	2,363	2,759	3,039
非流动资产合计	6,867	8,362	8,216	8,212	7,869	营业外收入	14	27	27	27	27
资产总计	11,120	14,814	16,144	18,444	20,959	营业外支出	7	13	13	13	13
短期借款	12	53	53	53	53	利润总额	1,829	2,119	2,377	2,773	3,053
应付票据及应付账款	824	993	1,117	1,255	1,422	所得税	257	279	313	365	402
其他	2,352	2,235	2,348	2,514	2,694	净利润	1,572	1,839	2,064	2,408	2,651
流动负债合计	3,188	3,280	3,517	3,822	4,168	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	140	406	406	406	406	归属于母公司净利润	1,572	1,839	2,064	2,408	2,651
应付债券	0	1,196	1,196	1,196	1,196	每股收益(元)	2.67	3.13	3.51	4.09	4.51
其他	231	372	0	0	0						
非流动负债合计	372	1,975	1,602	1,602	1,602	主要财务比率					
负债合计	3,560	5,255	5,120	5,424	5,771		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	420	420	588	588	588	营业收入	18.5%	17.6%	9.7%	13.1%	12.5%
资本公积	2,831	2,982	2,982	2,982	2,982	营业利润	20.4%	15.5%	12.3%	16.8%	10.1%
留存收益	4,310	5,834	7,440	9,435	11,604	归属于母公司净利润	20.9%	17.0%	12.2%	16.7%	10.1%
其他	0	323	14	14	14	获利能力					
股东权益合计	7,561	9,559	11,024	13,019	15,188	毛利率	38.4%	35.8%	34.2%	34.7%	34.2%
负债和股东权益总计	11,120	14,814	16,144	18,444	20,959	净利率	13.7%	13.6%	13.9%	14.3%	14.0%
						ROE	22.8%	21.5%	20.1%	20.0%	18.8%
						ROIC	21.9%	18.7%	17.2%	17.5%	16.6%
						偿债能力					
						资产负债率	32.0%	35.5%	31.7%	29.4%	27.5%
						净负债率	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.33	1.97	2.25	2.68	3.14
						速动比率	1.13	1.71	1.98	2.40	2.85
						营运能力					
						应收账款周转率	46.7	31.7	23.1	18.8	16.5
						存货周转率	9.9	11.6	10.9	10.9	10.9
						总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
						每股指标(元)					
						每股收益	2.67	3.13	3.51	4.09	4.51
						每股经营现金流	4.80	5.13	3.84	4.95	5.61
						每股净资产	12.85	16.25	18.74	22.13	25.82
						估值比率					
						市盈率	37.5	32.0	28.5	24.5	22.2
						市净率	7.8	6.2	5.3	4.5	3.9
						EV/EBITDA	27.5	23.8	20.1	17.2	15.5
						EV/EBIT	32.8	28.9	24.8	21.3	19.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

