

投资评级 优于大市 维持
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 04月28日收盘价(元) | 18.92 |
| 52周股价波动(元) | 13.46-28.39 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 912/639 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 17262/12086 |

相关研究

| |
|---|
| 《22年收入同增8%，客单值稳步提升》 2023.04.11 |
| 《22Q3营收同增7%，整装渠道发力迅猛》 2022.11.07 |
| 《22H1收入同增11%，多品牌全品类全渠道 战略稳步推进》2022.08.31 |

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|------|
| 绝对涨幅(%) | -2.9 | -15.8 | -9.3 |
| 相对涨幅(%) | -3.6 | -14.8 | -5.6 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翩然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

整装渠道表现亮眼，大家居战略稳步推进

投资要点:

- 事件:** 公司发布23年一季度报，23年一季度实现营业收入18.0亿元，同减10%；归母净利润1.0亿元，同减9%，归母净利率5.8%，同增0.1pct；扣非归母净利润0.9亿元，同减16%，扣非归母净利率5.0%，同减0.3pct。
- 23Q1综合毛利率为33.3%，同增1.9pct。期间费用率为25.7%，同增1.8pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为11.3%/8.9%/4.4%/1.1%，同比变化-0.9pct/+1.3pct/+1.1pct/+0.3pct。**
- 分渠道看，23年一季度经销商专卖店/直营专卖店/大宗业务/其他渠道分别实现营收14.5/0.5/3.0/0.1亿元，占比80%/3%/16%/0.5%，同比变化-9%/-19%/-11%/77%。公司新渠道建设持续发力，整装渠道营业收入2.3亿元，同比增长78%。**
- 坚持多品牌、全品类、全渠道战略。**公司持续推进“多品牌、全品类、全渠道”战略布局，各事业部发展稳步推进。索菲亚品牌整家定制模式推动客单价持续提升，开拓橱卫、门窗和墙地市场；米兰纳品牌下沉蓝海市场，优质新商支持业绩倍增；司米品牌全新战略升级为“高端整家定制”，全面推进整家定制的深度转型，品牌、招商大力改革；华鹤品牌加快“整家定制”战略转型升级，强化招商、建店，推动收入稳步增长。
- 盈利预测与评级:** 考虑到外部环境承压，我们预计23-24年净利润为13.3/15.9亿元，同比增长25%/19%，4月28日收盘价对应23/24年PE为12.97/10.88倍。公司作为定制家具龙头企业，积极布局扩张，参考可比公司给予23年16~17倍PE估值，对应合理价值区间23.36~24.82元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 终端需求不及预期，地产销售面积增速下滑风险，品类及渠道扩张不及预期风险，原材料价格高位。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 10407 | 11223 | 12873 | 14962 | 17401 |
| (+/-)YoY(%) | 24.6% | 7.8% | 14.7% | 16.2% | 16.3% |
| 净利润(百万元) | 123 | 1064 | 1331 | 1586 | 1869 |
| (+/-)YoY(%) | -89.7% | 768.3% | 25.1% | 19.2% | 17.8% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.13 | 1.17 | 1.46 | 1.74 | 2.05 |
| 毛利率(%) | 33.2% | 33.0% | 33.0% | 33.1% | 33.2% |
| 净资产收益率(%) | 2.2% | 18.4% | 18.6% | 18.1% | 17.6% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 同类公司对比估值表

| 上市公司 | 证券代码 | 主营业务 | 收盘价(元) | PE(2023E, 倍) |
|------|-----------|-------------|--------|--------------|
| 欧派家居 | 603833.SH | 定制及大家居生产、销售 | 115.15 | 22.2 |
| 好莱客 | 603898.SH | 定制及整装生产、销售 | 10.20 | 10.3 |
| 尚品宅配 | 300616.SZ | 定制家具生产、销售 | 21.45 | 23.7 |
| 平均 | | | | 18.7 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 04 月 28 日收盘价

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 11223 | 12873 | 14962 | 17401 |
| 每股收益 | 1.17 | 1.46 | 1.74 | 2.05 | 营业成本 | 7520 | 8625 | 10010 | 11624 |
| 每股净资产 | 6.34 | 7.82 | 9.59 | 11.67 | 毛利率% | 33.0% | 33.0% | 33.1% | 33.2% |
| 每股经营现金流 | 1.49 | 1.66 | 2.39 | 2.77 | 营业税金及附加 | 90 | 103 | 120 | 139 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 1116 | 1287 | 1466 | 1705 |
| P/E | 16.22 | 12.97 | 10.88 | 9.23 | 营业费用率% | 9.9% | 10.0% | 9.8% | 9.8% |
| P/B | 2.99 | 2.42 | 1.97 | 1.62 | 管理费用 | 758 | 901 | 1047 | 1218 |
| P/S | 1.54 | 1.34 | 1.15 | 0.99 | 管理费用率% | 6.8% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| EV/EBITDA | 9.03 | 8.25 | 6.82 | 5.54 | EBIT | 1356 | 1716 | 2029 | 2382 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 69 | 68 | 64 | 67 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.6% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| 毛利率 | 33.0% | 33.0% | 33.1% | 33.2% | 资产减值损失 | -95 | -5 | -5 | -5 |
| 净利润率 | 9.5% | 10.3% | 10.6% | 10.7% | 投资收益 | 30 | 74 | 76 | 79 |
| 净资产收益率 | 18.4% | 18.6% | 18.1% | 17.6% | 营业利润 | 1287 | 1660 | 1981 | 2339 |
| 资产回报率 | 8.8% | 9.1% | 9.3% | 9.4% | 营业外收支 | 4 | 9 | 7 | 4 |
| 投资回报率 | 13.4% | 14.7% | 14.8% | 14.8% | 利润总额 | 1291 | 1669 | 1988 | 2343 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1867 | 2167 | 2547 | 2962 |
| 营业收入增长率 | 7.8% | 14.7% | 16.2% | 16.3% | 所得税 | 215 | 317 | 378 | 445 |
| EBIT 增长率 | 98.2% | 26.6% | 18.2% | 17.4% | 有效所得税率% | 16.7% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| 净利润增长率 | 768.3% | 25.1% | 19.2% | 17.8% | 少数股东损益 | 11 | 20 | 24 | 28 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 1064 | 1331 | 1586 | 1869 |
| 资产负债率 | 49.9% | 49.2% | 46.8% | 44.8% | | | | | |
| 流动比率 | 1.02 | 1.01 | 1.08 | 1.19 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.86 | 0.84 | 0.90 | 1.01 | 货币资金 | 2114 | 1412 | 1907 | 2894 |
| 现金比率 | 0.46 | 0.25 | 0.29 | 0.39 | 应收账款及应收票据 | 1357 | 2927 | 3484 | 4148 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 636 | 803 | 946 | 1115 |
| 应收账款周转天数 | 42.47 | 38.00 | 39.00 | 40.00 | 其它流动资产 | 548 | 658 | 702 | 754 |
| 存货周转天数 | 30.89 | 34.00 | 34.50 | 35.00 | 流动资产合计 | 4655 | 5801 | 7040 | 8910 |
| 总资产周转率 | 0.93 | 0.88 | 0.88 | 0.87 | 长期股权投资 | 85 | 95 | 105 | 115 |
| 固定资产周转率 | 3.10 | 2.69 | 2.60 | 2.66 | 固定资产 | 3619 | 4778 | 5750 | 6540 |
| | | | | | 在建工程 | 524 | 644 | 734 | 794 |
| | | | | | 无形资产 | 1694 | 1764 | 1834 | 1904 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 7402 | 8801 | 9993 | 10978 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 12057 | 14602 | 17033 | 19888 |
| 净利润 | 1064 | 1331 | 1586 | 1869 | 短期借款 | 872 | 500 | 500 | 500 |
| 少数股东损益 | 11 | 20 | 24 | 28 | 应付票据及应付账款 | 1576 | 2150 | 2523 | 2962 |
| 非现金支出 | 606 | 476 | 543 | 605 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -3 | -2 | -22 | -28 | 其它流动负债 | 2132 | 3098 | 3521 | 4014 |
| 营运资金变动 | -316 | -307 | 52 | 49 | 流动负债合计 | 4580 | 5748 | 6544 | 7476 |
| 经营活动现金流 | 1363 | 1518 | 2183 | 2523 | 长期借款 | 1270 | 1270 | 1270 | 1270 |
| 资产 | -870 | -1791 | -1643 | -1496 | 其它长期负债 | 164 | 164 | 164 | 164 |
| 投资 | -185 | -50 | -60 | -65 | 非流动负债合计 | 1433 | 1433 | 1433 | 1433 |
| 其他 | 174 | 114 | 126 | 134 | 负债总计 | 6013 | 7181 | 7977 | 8909 |
| 投资活动现金流 | -881 | -1727 | -1577 | -1427 | 实收资本 | 912 | 912 | 912 | 912 |
| 债权募资 | -405 | -372 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 5782 | 7139 | 8750 | 10644 |
| 股权募资 | 7 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 261 | 282 | 306 | 334 |
| 其他 | -728 | -121 | -110 | -110 | 负债和所有者权益合计 | 12057 | 14602 | 17033 | 19888 |
| 融资活动现金流 | -1126 | -493 | -110 | -110 | | | | | |
| 现金净流量 | -644 | -702 | 496 | 986 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。