

**投资评级 优于大市 维持**

## 降本增效有望逐步修复盈利空间

### 股票数据

05月30日收盘价(元)	23.98
52周股价波动(元)	21.58-38.30
总股本/流通A股(百万股)	387/387
总市值/流通市值(百万元)	9290/9290

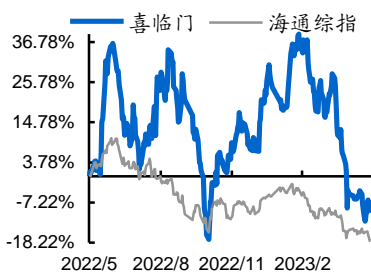
### 相关研究

 《22Q3 收入增速领跑家居行业, 毛利率回升》  
 2022.10.27

 《22Q2 业绩表现亮眼, 渠道布局稳步推进》  
 2022.08.29

 《主业维持稳态发展, 床垫顾客推荐度领先》  
 2022.04.25

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.6	-24.8	-32.9
相对涨幅 (%)	-0.8	-19.8	-27.2

资料来源: 海通证券研究所

### 投资要点:

- 公司 2022 年和 2023 一季度经营概况:** 2022 年全年公司实现营业收入 78.4 亿元, YoY+0.9%; 归母净利润 2.4 亿元, YoY-57.5%; 扣非后归母净利润 2.0 亿元, YoY-58.8%。22Q4, 公司实现营业收入 21.0 亿元, YoY-23.1%; 归母净利润 -1.5 亿元, YoY-181.9%; 扣非后归母净利润 -1.6 万元, YoY-193.9%。23Q1 公司实现营业收入 14.7 亿元, YoY+4.5%; 归母净利润 6163.2 万元, YoY+14.3%; 扣非后归母净利润 4999.7 万元, YoY+1.7%。
- 床垫&软床凸显经营韧性, 线上零售渠道借势而起:**  
**分产品来看:** 公司 2022 年床垫实现收入 40.5 亿元, YoY+2.2%, 占比 51.6%, YoY+0.7pct; 公司持续提升产品竞争力和品牌形象, 核心产品床垫营收稳健增长。软床及配套产品实现收入 26.9 亿元, YoY+11.2%, 占比 34.3%, YoY+3.2pct; 22 年公司软床产销两旺, 销量同比增加 15.2%, 营收和占比增速均表现亮眼。沙发营收 9.0 亿元, YoY-14.5%, 占比 11.5%, YoY-2.1pct, 主要系 M&D 沙发销量不达预期所致。木质家具板块公司进行战略调整, 营收 1.0 亿元, YoY-53.0%。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 6.57、7.98、9.18 亿元, 同比增长 176.7%、21.4%、15.0%, 当前收盘价对应 2023-2024 年 PE 为 14、12 倍, 公司作为家具龙头企业, 参考可比公司给予公司 2023 年 19~20 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 32.23~33.93 元, 对应 2023 年 PS 为 1.30~1.37 倍, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 终端开店不及预期, 原材料价格变动不及预期, 需求不及预期。

分析师: 郭庆龙

Email: gq113820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 吕科佳

Tel: (021) 23185623

Email: lkj14091@haitong.com

证书: S0850522060001

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7772	7839	9574	11340	13068
(+/-)YoY(%)	38.2%	0.9%	22.1%	18.4%	15.2%
净利润(百万元)	559	238	657	798	918
(+/-)YoY(%)	78.3%	-57.5%	176.7%	21.4%	15.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.44	0.61	1.70	2.06	2.37
毛利率(%)	32.0%	32.4%	33.2%	33.5%	33.6%
净资产收益率(%)	17.5%	6.8%	15.8%	16.1%	15.6%

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

- 分渠道来看:** 公司 2022 年经销零售渠道营收 36.1 亿元, YoY-8.7%, 占比 46.7%, YoY-5.0pct, 我们认为主要系线下客流减少所致。2022 年公司持续拓展门店数量, 三大品牌专卖店净增加 778 家, 我们认为随线下场景消费回暖, 有望逐步释放公司前期投入效果。大宗业务渠道营收 26.5 亿元, YoY+2.0%, 占比 34.2%, YoY+0.3pct; 公司与酒店等公司保持深度合作, 积极开辟游轮、学校、军队等新渠道, 工程端表现稳定。线上零售渠道营收 14.8 亿元, YoY+34.6%, 占比 19.1%, YoY+4.8pct。我们认为, 公司保有业内领先的传统线下渠道优势, 同时积极布局线上多元化营销, 紧抓新兴赛道, 渠道销售能力有望继续提升。

- 销售费用率拖累利润表现, 推进降本增效有望释放利润弹性:** 22/22Q4/23Q1 公司净利率分别为 3.0%/-7.2%/4.2%, 22 全年净利率同比下跌 4.2pct, 主要系公司开拓业务和市场下, 销售费用和管理费用提升所致。23Q1 净利率同比增加 0.4pct, 环比增加 11.4pct, 盈利能力逐渐修复。22/22Q4/23Q1 公司毛利率分别为 32.4%/29.6%/32.4%, 毛利率端表现相对稳定。费用率方面, 2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.5%、5.2%、2.4%、0.5%, YoY 分别+4.2pct、+1.2pct、+0.1pct、-0.2pct, 销售费用率上升主要由于公司广告宣传、网络销售及渠道销售费用有所增加, 管理费用率增加系职工薪酬、租赁费等费用增加。公司研发投入小幅提升, 财务费用率因汇兑损益波动小幅下降。23Q1 费用率同比微调, 整体保持稳定, 费用管控效果良好。我们认为, 公司将持续深度推进降本增效, 严控成本费用, 强化内控、供应链管控, 在消费趋势回暖带动营收修复的加持下, 利润端仍有提升空间。

**表 1 喜临门分业务盈利预测**

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>家具</b>				
销售收入	7741	9452	11191	12887
增长率 (YOY)	1.2%	22.1%	18.4%	15.2%
毛利率	32.2%	33.0%	33.4%	33.4%
<b>其他业务</b>				
销售收入	97	122	150	181
增长率 (YOY)	-18.5%	25.0%	23.0%	21.0%
毛利率	45.7%	45.7%	45.7%	45.7%
<b>合计</b>				
销售收入	7839	9574	11340	13068
增长率 (YOY)	0.9%	22.1%	18.4%	15.2%
毛利率	32.4%	33.2%	33.5%	33.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 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)	PS (2023E, 倍)
顾家家居	603816.SH	客厅及卧室家具产品	35.53	13.9	1.4
慕思股份	001323.SZ	床垫等客卧软体家具	30.93	15.0	1.8
欧派家居	603833.SH	橱柜等大家居产品	95.91	18.5	2.2
索菲亚	002572.SZ	橱柜等大家居产品	16.17	11.1	1.1
平均				14.6	1.6

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 05 月 30 日收盘价。因曲美家居暂无 Wind 一致预期, 因此删除该可比公司。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>7839</b>	<b>9574</b>	<b>11340</b>	<b>13068</b>
每股收益	0.61	1.70	2.06	2.37	营业成本	5299	6398	7537	8675
每股净资产	9.02	10.72	12.78	15.15	毛利率%	32.4%	33.2%	33.5%	33.6%
每股经营现金流	2.17	2.00	2.99	3.39	营业税金及附加	59	73	86	99
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%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1530	1628	1928	2222
P/E	39.11	14.14	11.64	10.12	营业费用率%	19.5%	17.0%	17.0%	17.0%
P/B	2.66	2.24	1.88	1.58	管理费用	407	383	454	523
P/S	1.19	0.97	0.82	0.71	管理费用率%	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	15.50	9.04	6.90	5.33	EBIT	392	844	1023	1176
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	38	48	57	65
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	32.4%	33.2%	33.5%	33.6%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	3.0%	6.9%	7.0%	7.0%	投资收益	6	20	20	20
净资产收益率	6.8%	15.8%	16.1%	15.6%	<b>营业利润</b>	<b>339</b>	<b>892</b>	<b>1082</b>	<b>1245</b>
资产回报率	2.6%	7.3%	8.1%	8.1%	营业外收支	-17	0	0	0
投资回报率	5.4%	12.3%	14.1%	13.8%	<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>892</b>	<b>1082</b>	<b>1245</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	740	1022	1216	1385
营业收入增长率	0.9%	22.1%	18.4%	15.2%	所得税	50	138	168	193
EBIT 增长率	-45.5%	115.0%	21.2%	15.0%	有效所得税率%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润增长率	-57.5%	176.7%	21.4%	15.0%	少数股东损益	35	96	116	134
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>238</b>	<b>657</b>	<b>798</b>	<b>918</b>
资产负债率	58.9%	50.1%	45.1%	43.4%					
流动比率	1.10	1.28	1.50	1.66	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.73	0.81	0.96	1.13	货币资金	2039	1400	1657	2664
现金比率	0.44	0.37	0.44	0.63	应收账款及应收票据	874	1207	1429	1647
<b>经营效率指标</b>					存货	1200	1315	1528	1735
应收账款周转天数	40.70	46.00	46.00	46.00	其它流动资产	976	942	970	992
存货周转天数	82.64	75.00	74.00	73.00	流动资产合计	5090	4863	5584	7038
总资产周转率	0.87	1.07	1.16	1.15	长期股权投资	255	255	255	255
固定资产周转率	4.22	4.80	5.36	5.88	固定资产	1859	1994	2115	2221
					在建工程	135	135	135	135
					无形资产	328	334	340	346
					非流动资产合计	3953	4094	4221	4333
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>9042</b>	<b>8957</b>	<b>9805</b>	<b>11370</b>
净利润	238	657	798	918	短期借款	1683	589	0	0
少数股东损益	35	96	116	134	应付票据及应付账款	2122	2279	2664	3042
非现金支出	365	178	193	208	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	51	1	-9	-12	其它流动负债	827	927	1063	1199
营运资金变动	153	-157	58	67	流动负债合计	4632	3794	3727	4241
<b>经营活动现金流</b>	<b>841</b>	<b>776</b>	<b>1157</b>	<b>1315</b>	长期借款	331	331	331	331
资产	-854	-320	-320	-320	其它长期负债	362	362	362	362
投资	90	0	0	0	非流动负债合计	693	693	693	693
其他	-41	20	20	20	<b>负债总计</b>	<b>5325</b>	<b>4487</b>	<b>4420</b>	<b>4934</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-806</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	实收资本	387	387	387	387
债权募资	389	-1094	-589	0	归属于母公司所有者权益	3496	4154	4952	5869
股权募资	160	0	0	0	少数股东权益	221	317	433	567
其他	-580	-21	-11	-8	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>9042</b>	<b>8957</b>	<b>9805</b>	<b>11370</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>-1115</b>	<b>-600</b>	<b>-8</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>5</b>	<b>-639</b>	<b>257</b>	<b>1007</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 30 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  
吕科佳 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,八方股份,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,齐心集团,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

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。