

三季度营收持续承压，盈利能力有所改善

核心观点

事件：公司公告 2022 年三季报，2022 年前三季度实现营业收入 37.60 亿元，同比下降 27.19%；实现归母净利润-2972.98 万元，同比下降 134.1%。单三季度实现营业收入 14.55 亿元，同比下降 26.74%；实现归母净利润 7100.82 万元，同比增长 59.92%。

- **行业整体形势严峻，公司业绩筑底调整。**单三季度公司营业收入同比下降近 27%，降幅相比二季度（-31%）有所收窄。收入承压显著，推测主因源于：（1）受三季度各地疫情反复影响，线下订单成交受阻；（2）公司面临疫情反复、家装行业订单萎缩等外部环境的挑战，积极探索内部成长确定性，主动调整经营思路，收缩自营整装等业务运营范围，导致整体营收同比持续承压。公司加强经销商赋能，持续探索加盟店、融合门店等多元渠道的业务拓展，同时依托数字化实力打造可复制、综合成本低的整装服务模式，推进整装业务产业化进程，期待公司业绩筑底调整后稳步修复。
- **三季度盈利能力有所改善，聚焦高质量发展成效初显。**公司于 2022 年开始聚焦“高质量发展”，通过强化核心主业增长、流程再造等方式实现降本增效，三季度取得成效。2022 年三季度公司实现毛销差 14.39%，同比提升约 3.5pct，推测主要源于成本端降本增效持续推进及费用端营销投放控制。三季度财务费用率为 0.93%，同比提升约 1pct，主要由于票据贴现产生利息费用增加导致。单三季度公司实现归母净利率 4.88%，同比提升约 2.6pct，盈利能力有所修复。
- **整装业务增长可期，全渠道深化运营奠定扩张基础。**产品端，BIM 赋能整装云和自营整装业务，公司依托信息化发展优势推进整装业务全流程标准化、数字化。此外，公司洞察家居消费主力军年轻化趋势，紧抓新时代家装需求自由化、个性化特质，推出“随心选”全屋定制套餐，基于尚品宅配超五千 SKU 实现全屋设计风格自由搭配，为定制家居零售渠道发展注入新活力。渠道端，公司坚定执行“1+N+Z”城市发展策略，即以有限的超级大店展示品牌服务，在物流、交付等维度助力 N 个经销商在 Z 类多元渠道的业务拓展；同时加强与智能家居、物业等多类型企业合作，前置家装消费需求触点，全渠道运营深化为业务扩张奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 结合疫情影响及公司渠道拓展情况，适当下调自营/加盟门店单店提货额、门店数增速及毛利率假设，结合预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.64/1.05/1.06 亿元（此前预测 2022-2024 年为 1.02/1.42/1.92 亿元），给予 DCF 目标价 22.46 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 地产竣工不及预期；行业竞争加剧；加盟渠道转型、整装业务拓展不达预期的风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,513	7,310	6,835	6,833	6,974
同比增长(%)	-10.3%	12.2%	-6.5%	-0.0%	2.1%
营业利润(百万元)	113	57	75	119	120
同比增长(%)	-81.9%	-49.7%	32.3%	58.1%	0.8%
归属母公司净利润(百万元)	101	90	64	105	106
同比增长(%)	-80.8%	-11.5%	-28.5%	63.1%	0.9%
每股收益(元)	0.51	0.45	0.32	0.53	0.53
毛利率(%)	33.2%	33.2%	33.8%	34.1%	34.3%
净利率(%)	1.6%	1.2%	0.9%	1.5%	1.5%
净资产收益率(%)	2.9%	2.5%	1.8%	2.8%	2.8%
市盈率	35.6	40.2	56.2	34.5	34.2
市净率	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

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。

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申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2022年10月31日）	18.15 元
目标价格	22.46 元
52 周最高价/最低价	48.94/16.71 元
总股本/流通 A 股（万股）	19,868/13,013
A 股市值（百万元）	3,606
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2022 年 11 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.86	-0.38	-21.08	-58.14
相对表现	8.29	7.4	-5.22	-29.62
沪深 300	-3.43	-7.78	-15.86	-28.52



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124
吴瑾	021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001 香港证监会牌照：BRW772

联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

二季度收入承压，聚焦高质量发展	2022-09-09
互联网基因深厚，由定制家具向整装全面转型	2021-07-13

盈利预测与投资建议

结合疫情影响及公司渠道拓展情况，适当下调自营/加盟门店单店提货额、门店数增速及毛利率假设，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.64/1.05/1.06 亿元（此前预测 2022-2024 年为 1.02/1.42/1.92 亿元）。考虑到公司作为家居行业的持续创新者，引入京东战投为数字化、供应链等板块赋能，依托信息化技术优势由定制家具向整装业务全面转型，当前外部疫情因素以及公司加盟渠道调整、零售变革导致短期盈利承压，采用 DCF 估值法，给予公司 DCF 目标估值 22.46 元，维持“增持”评级。

图 1：给予公司 DCF 目标估值 22.46 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
		10%	20%	3.0%	4.0%	5.0%		
WAC C (%)	22.46	25.53	31.89	44.79	85.00	-1345.30	所得税税率T	25.00%
	4.95%	22.68	27.34	35.80	55.97	166.73	永续增长率Gn(%)	3.00%
	5.45%	20.41	23.93	29.85	41.85	79.23	无风险利率Rf	2.69%
	5.95%	18.55	21.29	25.62	33.49	52.25	无杠杆影响的β系数	0.6601
	6.45%	17.00	19.18	22.46	27.96	39.13	考虑杠杆因素的β系数	0.8655
	6.95%	15.70	17.45	20.00	24.03	31.36	市场收益率Rm	9.39%
	7.45%	14.57	16.02	18.04	21.10	26.22	公司特有风险	0.00%
	7.95%	13.60	14.80	16.44	18.81	22.57	股权投资成本(Ke)	8.49%
	8.45%	12.75	13.76	15.10	16.99	19.83	债务比率D/(D+E)	29.33%
	8.95%						债务利率rd	4.30%
						WACC	6.95%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：盈利预测调整表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心假设						
加盟门店数量	2,206	2,256	2,256.00	2,200	2,200	2,200
变动幅度				-0.3%	-2.5%	-2.5%
整装收入	814	906	1,001	814	906	1,001
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
定制家具产品毛利率	35.4%	35.9%	36.4%	35.2%	35.4%	35.4%
变动幅度				-0.2%	-0.5%	-1.0%
分产品盈利预测						
定制家具产品						
销售收入	5,452	5,791	6,174	4,728	4,646	4,680
变动幅度				-13.3%	-19.8%	-24.2%
毛利率	35.4%	35.9%	36.4%	35.2%	35.4%	35.4%
变动幅度				-0.2%	-0.5%	-1.0%
配套家居产品						
销售收入	1,097	1,165	1,242	952	935	942
变动幅度				-13.3%	-19.7%	-24.2%
毛利率	26.8%	27.8%	28.8%	26.8%	27.8%	28.8%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
整装业务						
销售收入	814	906	1,001	814	906	1,001
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	24.9%	25.9%	26.9%	24.9%	25.9%	26.9%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
O2O引流服务						
销售收入	70	70	70	70	70	70
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
软件及技术服务						
销售收入	29	29	29	29	29	29
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	89.4%	89.4%	89.4%	89.4%	89.4%	89.4%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入	291	350	420	243	248	253
变动幅度				-16.5%	-29.2%	-39.8%
毛利率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	7,753	8,311	8,938	6,835	6,833	6,974
变动幅度				-11.8%	-17.8%	-22.0%
综合毛利率	34.0%	34.6%	35.1%	33.8%	34.1%	34.3%
变动幅度				-0.2%	-0.5%	-0.8%
主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,753	8,311	8,936	6,835	6,833	6,974
变动幅度				-11.8%	-17.8%	-22.0%
营业利润	117	160	214	75	119	120
变动幅度				-35.5%	-25.4%	-43.8%
归属母公司净利润	102	142	192	64	105	106
变动幅度				-37.1%	-26.3%	-45.0%
每股收益（元）	0.51	0.71	0.97	0.32	0.53	0.53
变动幅度				-36.7%	-25.8%	-45.2%
毛利率(%)	34.0%	34.6%	35.1%	33.8%	34.1%	34.3%
变动幅度				-0.2%	-0.5%	-0.8%
净利率(%)	1.3%	1.7%	2.2%	0.9%	1.5%	1.5%
变动幅度				-0.4%	-0.2%	-0.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所

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申明。

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。
- **公司加盟渠道转型不达预期的风险：**加盟渠道当前仍为公司定制家具及配套家居产品收入的重要来源，若公司加盟渠道“招大商、开大店”推进受阻，门店扩张速度或同店收入增长情况较为缓慢，公司收入、盈利或将存在不及预期的风险。
- **公司整装业务拓展进度不达预期的风险：**整装作为公司快速增长的新兴业务，若未来自营整装拓展进度受限，公司收入、利润或将存在不及预期的风险。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,039	1,393	1,303	1,302	1,329	营业收入	6,513	7,310	6,835	6,833	6,974
应收票据、账款及款项融资	120	187	174	174	178	营业成本	4,349	4,885	4,523	4,501	4,584
预付账款	61	37	35	35	35	营业税金及附加	53	61	57	57	58
存货	944	887	821	817	832	营业费用	1,581	1,764	1,606	1,594	1,636
其他	1,312	1,241	1,232	1,232	1,233	管理费用及研发费用	488	556	546	516	518
流动资产合计	3,477	3,745	3,565	3,560	3,608	财务费用	3	30	92	108	119
长期股权投资	11	6	6	6	6	资产、信用减值损失	7	20	(2)	(0)	0
固定资产	1,750	2,027	2,415	2,756	3,050	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	271	321	323	324	324	投资净收益	36	14	14	14	14
无形资产	481	531	517	503	489	其他	44	48	48	48	48
其他	250	1,360	1,324	1,294	1,294	营业利润	113	57	75	119	120
非流动资产合计	2,763	4,245	4,585	4,883	5,164	营业外收入	2	4	4	4	4
资产总计	6,239	7,990	8,150	8,444	8,772	营业外支出	6	10	10	10	10
短期借款	28	854	1,583	1,389	1,218	利润总额	109	51	69	113	114
应付票据及应付账款	691	996	922	917	934	所得税	8	(38)	5	9	9
其他	1,836	1,679	693	693	693	净利润	101	89	64	105	106
流动负债合计	2,556	3,529	3,199	2,999	2,846	少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
长期借款	111	407	814	1,221	1,628	归属于母公司净利润	101	90	64	105	106
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	0.45	0.32	0.53	0.53
其他	67	476	476	476	476						
非流动负债合计	179	883	1,290	1,697	2,104	主要财务比率					
负债合计	2,734	4,412	4,488	4,696	4,949		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	成长能力					
实收资本(或股本)	199	199	199	199	199	营业收入	-10.3%	12.2%	-6.5%	-0.0%	2.1%
资本公积	1,451	1,464	1,514	1,514	1,514	营业利润	-81.9%	-49.7%	32.3%	58.1%	0.8%
留存收益	1,856	1,916	1,950	2,036	2,110	归属于母公司净利润	-80.8%	-11.5%	-28.5%	63.1%	0.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,505	3,578	3,662	3,748	3,822	毛利率	33.2%	33.2%	33.8%	34.1%	34.3%
负债和股东权益总计	6,239	7,990	8,150	8,444	8,772	净利率	1.6%	1.2%	0.9%	1.5%	1.5%
						ROE	2.9%	2.5%	1.8%	2.8%	2.8%
						ROIC	3.0%	3.5%	2.8%	3.3%	3.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	43.8%	55.2%	55.1%	55.6%	56.4%
净利润	101	89	64	105	106	净负债率	0.0%	0.6%	34.1%	39.0%	43.7%
折旧摊销	188	243	243	286	304	流动比率	1.36	1.06	1.11	1.19	1.27
财务费用	3	30	92	108	119	速动比率	0.99	0.81	0.86	0.91	0.98
投资损失	(36)	(14)	(14)	(14)	(14)	营运能力					
营运资金变动	(261)	68	(969)	(0)	(4)	应收账款周转率	79.0	49.2	37.2	38.5	38.9
其它	138	123	(2)	(0)	0	存货周转率	4.9	5.3	5.3	5.5	5.6
经营活动现金流	132	539	(586)	484	511	总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
资本支出	(471)	(532)	(583)	(584)	(585)	每股指标(元)					
长期投资	(11)	6	0	0	0	每股收益	0.51	0.45	0.32	0.53	0.53
其他	(110)	(529)	14	14	14	每股经营现金流	0.66	2.71	-2.95	2.44	2.57
投资活动现金流	(592)	(1,055)	(569)	(570)	(571)	每股净资产	17.64	18.01	18.43	18.86	19.24
债权融资	111	450	407	407	407	估值比率					
股权融资	6	13	50	0	0	市盈率	35.6	40.2	56.2	34.5	34.2
其他	(154)	280	607	(322)	(320)	市净率	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
筹资活动现金流	(37)	742	1,064	85	87	EV/EBITDA	10.1	9.3	7.5	6.0	5.6
汇率变动影响	(5)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.4	35.4	18.3	13.5	12.8
现金净增加额	(502)	226	(90)	(0)	27						

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