

投资评级 **优于大市** 维持

全年业绩稳定，渠道下沉加速

股票数据

04月28日收盘价(元)	35.45
52周股价波动(元)	22.77-44.54
总股本/流通A股(百万股)	154/154
总市值/流通市值(百万元)	5468/5468

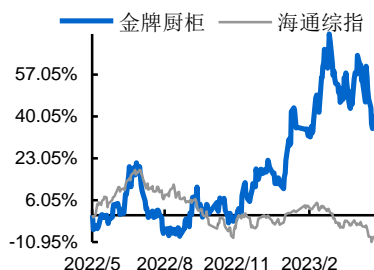
相关研究

《22H1 收入同增 8%，经营韧性凸显》
2022.08.30

《高端厨柜领军者，多维进军大家居》
2022.06.14

《21Q1 收入同增 17%，衣柜品类规模效应渐显》
2022.04.28

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.6	-13.0	2.4
相对涨幅 (%)	-4.3	-12.0	6.0

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 事件：**公司发布 22 年报，22 年实现营业收入 35.5 亿元，同增 3.1%；归母净利润 2.8 亿元，同减 18%；归母净利率 7.8%，同减 2.0pct；扣非后归母净利润 1.9 亿元，同减 27.2%；扣非后归母净利率 5.4%，同减 2.2pct。
- 单季度看，**22Q1-23Q1 分别实现营业收入 5.7/8.6/10.6/10.6/5.7 亿元，同比变化+17.2%/+2.4%/+18.5%/-13.3%/+1.1%；归母净利润 0.3/0.6/0.7/1.1/0.3 亿元，同比变化-31.2%/+45.6%/+0.9%/-38.4%/+8.2%；归母净利率分别为 5.3%/7.2%/6.8%/10.6%/5.7%，同比变化-3.7/+2.1/-1.2/-4.3/+0.4pct；归母扣非净利润分别为 0.1/0.3/0.6/1.0/0.1 亿元，同比变化+30%/-17%/-11%/-39%/-3%；归母扣非净利率分别为 2.4%/3.2%/5.2%/8.9%/2.3%，同比变化+0.2/-0.7/-1.7/-3.8/-0.1pct。
- 22 年综合毛利率为 29.5%，同减 1.0pct；期间费用率为 22.2%，同增 0.9pct。**其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.1%/4.7%/5.6%/-0.2%，同比变化+0.4/+0.1/+0.5/-0.2pct。23Q1 综合毛利率为 29.1%，同减 0.8pct；期间费用率为 26.6%，同减 0.9pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.5%/6.6%/5.8%/-0.3%，同比变化-0.1/-0.1/-0.6/0.0pct。
- 整体厨柜业务占收入大头，定制衣柜和木门存在增量空间。**分产品看，22 年整体厨柜/整体衣柜/木门分别实现营收 23.6/9.6/1.5 亿元，占比 67%/27%/4%，同比变化-5%/+20%/+77%；毛利率分别为 29.2%/29.2%/7.2%。22 年金牌衣柜经销门店数 1091 家，同增 172 家；金牌木门门店数 561 家，同增 173 家。
- 保持零售经销渠道优势，进一步扩大海外市场。**分渠道来看，零售渠道/大宗模式/出口模式分别实现收入 19.6/12.8/2.3 亿元，占比 56%/37%/7%，同比变化-5%/+12%/+43%。其中，零售渠道中的经销/直营模式分别实现收入 18.3/1.3 亿元，同比变化-2%/-34%。2022 年门店数量合计 3729 家，同增 599 家；直营门店数量 23 家，同减 8 家；经销商门店数量 3512 家，同增 481 家。**分地区来看，**22 年境内/境外实现营收分别为 32.5/2.3 亿元，同比变化+1%/+43%，分别占比 91%/7%，毛利率分别为 28.9%/20.0%。

分析师:郭庆龙

Email:gq113820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翮然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3448	3553	4322	5220	6447
(+/-)YoY(%)	30.6%	3.1%	21.6%	20.8%	23.5%
净利润(百万元)	338	277	407	488	566
(+/-)YoY(%)	15.5%	-18.0%	47.0%	19.9%	15.9%
全面摊薄 EPS(元)	2.19	1.80	2.64	3.16	3.67
毛利率(%)	30.5%	29.5%	29.4%	28.5%	27.3%
净资产收益率(%)	14.0%	10.7%	12.4%	13.0%	13.1%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测假设:

- 预计 23-24 年整体厨柜收入增速为 12%/10%，衣柜收入增速为 35%/30%，木门收入增速为 90%/80%，其他业务收入增速为 15%/15%。

表 1 志邦家居分业务盈利预测

单位: 亿元	2022	2023E	2024E	2025E
整体厨柜				
销售收入	23.6	26.5	29.1	32.0
增长率 (YOY)	-4.7%	12.0%	10.0%	10.0%
定制衣柜				
销售收入	9.6	13.0	16.9	22.0
增长率 (YOY)	20.1%	35.0%	30.0%	30.0%
木门				
销售收入	1.5	2.8	5.1	9.2
增长率 (YOY)	77.3%	90.0%	80.0%	80.0%
其他收入				
销售收入	0.7	0.9	1.0	1.1
增长率 (YOY)	9.8%	15.0%	15.0%	15.0%
合计				
销售收入	35.5	43.2	52.2	64.5
增长率 (YOY)	3.1%	21.6%	20.8%	23.5%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们预计公司 23/24 年归母净利润分别为 4.1、4.9 亿，4 月 28 日对应 23/24 年 PE 为 13、11 倍，参考可比公司给予 23 年 15~17 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 39.6~44.9 元/股，给予“优于大市”评级。

风险提示: 地产销售面积下滑，渠道品类扩张不及预期，原材料价格持续上涨。

表 2 同类公司对比估值表

证券代码	上市公司	主营业务	总市值 (亿元)	PE (2023E, 倍)	PE (2024E, 倍)
603833.SH	欧派家居	定制及大家居生产、销售	701.44	22.05	18.82
603801.SH	志邦家居	全屋定制	102.06	15.93	13.60
300616.SZ	尚品宅配	定制家具生产、销售	42.62	20.12	17.48
平均				19.37	16.63

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	3553	4322	5220	6447
每股收益	1.80	2.64	3.16	3.67	营业成本	2507	3053	3733	4688
每股净资产	16.82	21.24	24.41	28.08	毛利率%	29.5%	29.4%	28.5%	27.3%
每股经营现金流	1.60	4.40	5.14	6.21	营业税金及附加	29	26	31	39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	431	488	585	703
P/E	19.74	13.43	11.20	9.67	营业费用率%	12.1%	11.3%	11.2%	10.9%
P/B	2.11	1.67	1.45	1.26	管理费用	167	194	230	271
P/S	1.54	1.27	1.05	0.85	管理费用率%	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%
EV/EBITDA	11.33	8.09	6.41	4.99	EBIT	252	457	530	606
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	2	-15	-25
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	0.1%	-0.3%	-0.4%
毛利率	29.5%	29.4%	28.5%	27.3%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利率	7.8%	9.4%	9.4%	8.8%	投资收益	27	35	39	45
净资产收益率	10.7%	12.4%	13.0%	13.1%	营业利润	289	441	523	610
资产回报率	5.7%	7.9%	8.1%	7.9%	营业外收支	4	6	13	11
投资回报率	7.1%	12.3%	12.5%	12.5%	利润总额	294	448	537	622
盈利增长 (%)					EBITDA	400	616	713	807
营业收入增长率	3.1%	21.6%	20.8%	23.5%	所得税	21	47	56	65
EBIT 增长率	-23.4%	81.5%	16.0%	14.4%	有效所得税率%	7.1%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润增长率	-18.0%	47.0%	19.9%	15.9%	少数股东损益	-4	-7	-8	-9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	277	407	488	566
资产负债率	46.5%	36.7%	37.9%	39.7%					
流动比率	1.03	1.28	1.33	1.37	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.76	0.89	0.94	0.98	货币资金	597	519	927	1477
现金比率	0.27	0.28	0.42	0.53	应收账款及应收票据	188	228	276	341
经营效率指标					存货	528	643	787	988
应收账款周转天数	15.07	15.07	15.07	15.07	其它流动资产	939	952	971	998
存货周转天数	76.90	76.90	76.90	76.90	流动资产合计	2251	2343	2960	3803
总资产周转率	0.73	0.83	0.86	0.90	长期股权投资	50	65	86	113
固定资产周转率	2.49	2.68	2.90	3.28	固定资产	1426	1610	1802	1966
					在建工程	343	352	368	405
					无形资产	181	199	224	257
					非流动资产合计	2612	2840	3095	3360
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	4864	5183	6055	7163
净利润	277	407	488	566	短期借款	673	0	0	0
少数股东损益	-4	-7	-8	-9	应付票据及应付账款	834	1016	1242	1560
非现金支出	172	159	183	201	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-27	-28	-53	-57	其它流动负债	680	813	979	1212
营运资金变动	-170	147	182	258	流动负债合计	2187	1829	2222	2772
经营活动现金流	247	679	793	959	长期借款	0	0	0	0
资产	-627	-365	-404	-426	其它长期负债	75	75	75	75
投资	55	-15	-21	-27	非流动负债合计	75	75	75	75
其他	7	35	39	45	负债总计	2261	1904	2296	2847
投资活动现金流	-566	-346	-386	-409	实收资本	154	154	154	154
债权募资	0	-673	0	0	归属于母公司所有者权益	2594	3277	3765	4331
股权募资	4	276	0	0	少数股东权益	8	2	-6	-15
其他	149	-13	0	0	负债和所有者权益合计	4864	5183	6055	7163
融资活动现金流	152	-411	0	0					
现金净流量	-163	-77	408	550					

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。