

## 降本增效成果显著，家居龙头砥砺前行

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 141.4 亿元, 同比减少 8.9%, 实现归母净利润 7.5 亿元, 同比减少 63.4%。单季度来看, 公司 2022Q4 实现营业收入 36.5 亿元, 同比减少 12.1%, 实现归母净利润-5.7 亿元, 亏损幅度同比增大 (去年同期为-0.2 亿元)。
- **自营商场表现稳健, 高弹性业务静候复苏。** 分业务来看, 自营商场: 公司自营商场净减少 1 家, 其中新开 1 家, 关闭 1 家, 转为委管 1 家, 自营商场 2022 年实现营业收入 78.7 亿元, 同比减少 2.8%, 主要因免租政策而下滑。委管商场: 委管商场净增加 6 家, 新开 12 家, 关闭 7 家, 转入 1 家, 实现营业收入 23.8 亿元, 同比减少 27%, 主要系前期品牌咨询委托管理、工程项目商业管理咨询费与商业咨询费及招商佣金项目收入下降所致。建造施工及设计: 实现营业收入 12.3 亿元, 同比减少 17.7%, 主要系相关项目数量减少所致。家装及商品销售: 实现营业收入 6.4 亿元, 同比下降 54%, 主要受宏观经济波动影响相关项目数量减少所致。总体而言, 公司核心自营商场业务表现稳健, 整体营收规模的下滑主要源自于委管商场、建造施工及设计、家装及商品销售等轻资产、高弹性的业务营收下滑, 我们认为随外部不利影响减弱乃至消除, 公司高弹性业务会迎来快速复苏, 带动公司整体营收快速回暖。
- **轻资产战略初显成效, 控费效果显著。** 公司 2022 年持续围绕“轻资产、重运营、降杠杆”的战略提升经营效率, 期间费用率同比下降 4.77pp 至 37.4%, 其中公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比-2.3pp、-2.9pp、+0.5pp 至 11%、10%、16.4%, 主要系公司注重降本增效, 控制品宣推广、职工薪酬福利所致。净利率同比下滑 7.9pp 至 5.3%, 主要系公司受宏观经济波动影响, 致使公司以公允价值计量的投资性房地产产生公允价值变动损失以及银泰土地整理相关收益权减值导致的资产减值损失所致。
- **家居龙头地位稳固, 精准运营修炼内功。** 根据弗若斯特沙利文数据, 公司 2022 年占中国连锁家居装饰及家具商场行业零售额市场份额为 19%, 同比上涨 1.5pp, 占家居装饰及家具商场行业 (包括连锁及非连锁) 市场份额为 8.4%, 同比提升 1pp, 公司龙头地位不改。此外, 公司注重精准运营, 于 2022 年将主力品类延伸至十大品类, 加速主题馆打造, 已开设 32 家 1 号店、9 家至尊 MALL 及 59 家标杆商场, 餐饮品类全国商场覆盖率自 2022 年初的 32% 提升至年末的 43%, 百 MALL 商场餐饮覆盖率自 55% 提升至 78%。我们认为, 公司作为行业龙头, 持续深化降本增效并提升运营效率, 预计其盈利能力有望逐步修复。
- **盈利预测与投资建议。** 地产链消费回暖, 公司作为家居龙头自 2021 年开始践行“轻资产、重运营、降杠杆”战略, 精准运营, 盈利能力有望迎来修复, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.45 元、0.49 元、0.52 元。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 房地产周期波动风险、委管卖场扩展不及预期风险、公允价值变动损益大于预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14138.32	15924.90	17692.72	19518.61
增长率	-8.86%	12.64%	11.10%	10.32%
归属母公司净利润 (百万元)	748.70	1971.91	2124.46	2257.16
增长率	-63.43%	163.38%	7.74%	6.25%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.45	0.49	0.52
净资产收益率 ROE	1.51%	3.82%	3.96%	4.07%
PE	32	12	11	10
PB	0.44	0.44	0.42	0.41

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝  
执业证号: S1250523030003  
电话: 17782333081  
邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	43.55
流通 A 股(亿股)	36.13
52 周内股价区间(元)	4.17-8.02
总市值(亿元)	239.51
总资产(亿元)	1,351.88
每股净资产(元)	12.40

### 相关研究

## 目 录

<b>1 “自营+委管”双轮驱动，成就家居龙头 .....</b>	<b>1</b>
1.1 深耕家居卖场，战略调整焕新生.....	1
1.2 营收表现稳定，盈利能力有所改善.....	3
1.3 股权集中，员工持股激发活力.....	5
<b>2 盈利预测与估值.....</b>	<b>6</b>
<b>3 风险提示 .....</b>	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1：公司发展历史.....	2
图 2：公司主要经营模式对比.....	3
图 3：2018-2022 公司营业收入及增速.....	4
图 4：2018-2022 公司归母净利润及增速.....	4
图 5：2018-2022 年公司各业务营收（亿元）.....	4
图 6：2018-2022 年公司各业务营收占比.....	4
图 7：2018-2022 年公司整体毛利率水平.....	5
图 8：2018-2022 年公司各业务毛利率水平.....	5
图 9：2018-2022 年公司期间费用率.....	5
图 10：2018-2022 年公司现金流情况（亿元）.....	5
图 11：公司股权结构.....	6

## 表 目 录

表 1：公司门店渠道分布（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	1
表 2：分业务收入及毛利率.....	6
表 3：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

# 1 “自营+委管”双轮驱动，成就家居龙头

## 1.1 深耕家居卖场，战略调整焕新生

红星美凯龙家具集团股份有限公司成立于 2007 年，主营业务为家居连锁卖场的经营、管理和专业咨询服务，无论从经营面积、渠道覆盖还是销售区域角度进行衡量，公司均是国内家居连锁卖场的绝对龙头。截至 2022 年 12 月底，红星美凯龙共经营 94 家自营商场，284 家委管商场，8 家战略合作商场，57 个特许经营家居建材项目，共包括 476 家家居建材店/产业街，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 223 个城市，商场总经营面积 2251 万平方米。

表 1：公司门店渠道分布（截至 2022 年 12 月 31 日）

地区	自营门店数	委管门店数
北京	4	1
上海	7	0
天津	4	3
重庆	5	8
东北	10	13
华北（不含北京、天津）	11	33
华东（不含上海）	28	126
华中	8	38
华南	8	10
西部（不含重庆）	9	52
合计	94	284

数据来源：公司公告，西南证券整理

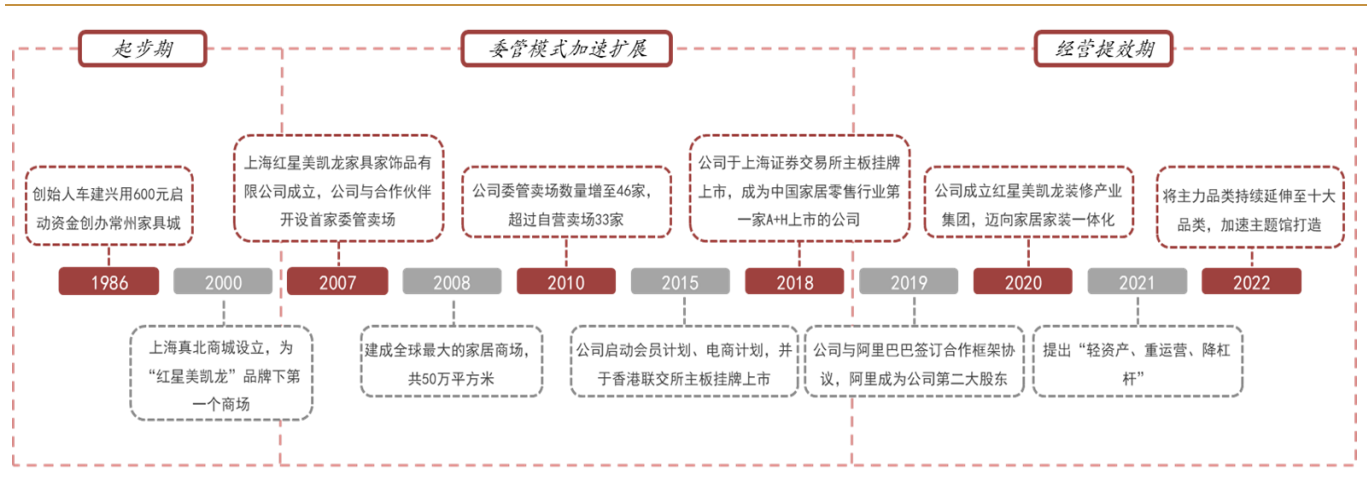
公司前身可追溯至常州家具城，由公司创始人车建兴于 1986 年创办，历经 30 多年的发展，公司主营业务逐渐从家居家具商场运营发展为综合线上线下的家居产业链综合运营平台，经营区域也从早期的华东区域逐渐辐射至全国范围，公司从区域家居专营店发展至全国型家居连锁卖场，主要经历了三个发展阶段：

**（1）起步期（1986-2006）：**1986 年，公司创始人车建兴用 600 元启动资金于常州创办家具城；2000 年，公司在上海开设了上海真北商城，成为“红星美凯龙”品牌旗下的第一家商场。

**（2）委管模式加速扩展（2007-2018）：**2007 年，上海红星美凯龙家具饰品有限公司成立，同时公司与合作伙伴开设首家委管卖场，开始进行轻资产模式尝试，通过自营+委管双轮驱动的商场开设策略，加速进行全国扩张；2008 年，公司建成全球最大的家居商场，共 50 万平方米，成为公司的标杆项目；2010 年，公司已开设委管商场数量增至 46 家，首次超过自营卖场数量 33 家，利用委管卖场进行轻资产优势进行快速扩张的战略可行性得到验证，此后公司保持平均每年新开商场 20 家的速度进行扩张至 2015 年；2015 年公司登陆港交所完成上市，在 2015-2018 年间公司借助资金优势平均每年新开商场 50 家，巩固龙头地位，并于 2018 年登陆 A 股市场完成 A+H 上市。

**（3）经营提效期（2019年至今）：**公司2019年与阿里巴巴签订合作框架协议，阿里通过认购可转债和H股购买方式共获得公司13.7%股份，成为公司第二大股东，助力公司打造线上线下一体化家居新零售平台，在消费者引流、赋能商户、互联网营销等方面进行数字化升级；2020年公司成立红星美凯龙装修产业集团，迈向家居家装一体化发展；2021年公司提出“轻资产、重运营、降杠杆”发展战略，在此战略指引下，公司于2022年将主力品类延伸至十大品类，加速主题馆打造。

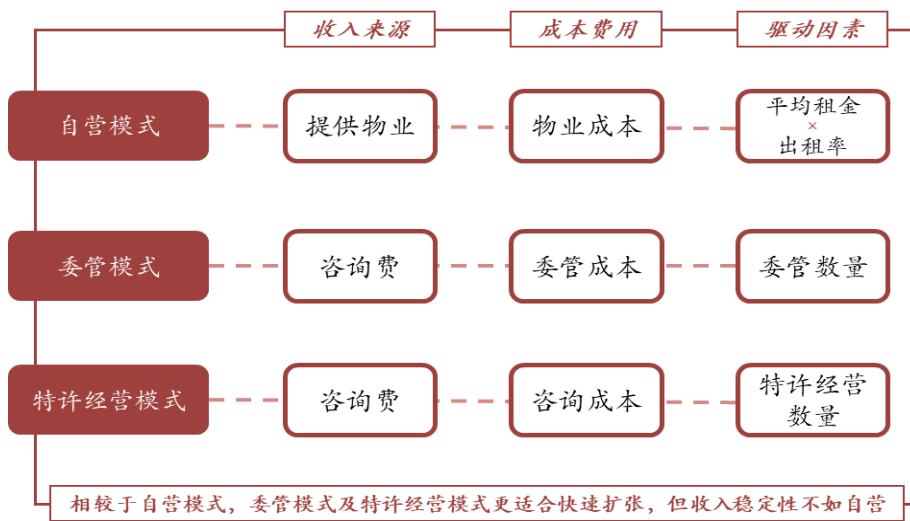
**图 1：公司发展历史**



数据来源：公司官网，西南证券整理

**“自营+委管”双轮驱动。**公司作为国内领先的家居装饰及家具商场运营商和泛家居业务平台服务商，主要通过经营和管理自营商场、委管商场、特许经营商场和战略合作商场，为商户、消费者和合作方提供全面服务。

- **自营模式：**公司战略性地在一线和二线城市通过自建、购买或者租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取固定且稳定增长的租金及相关收入。
- **委管模式：**公司利用强大的渠道品牌心智和多年的经营管理经验，通过组建管理团队，为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家具商场；相应地，公司根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目前期品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费等不同费用。
- **特许经营模式：**就特许经营家居建材项目而言，公司利用强大的品牌心智和多年的经营管理经验，根据合作方要求提供咨询及招商服务，授权合作方以公司同意的方式使用公司旗下品牌“星艺佳”，并部分参与项目开业后的日常经营管理，以向合作方收取商业咨询费。

**图 2：公司主要经营模式对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

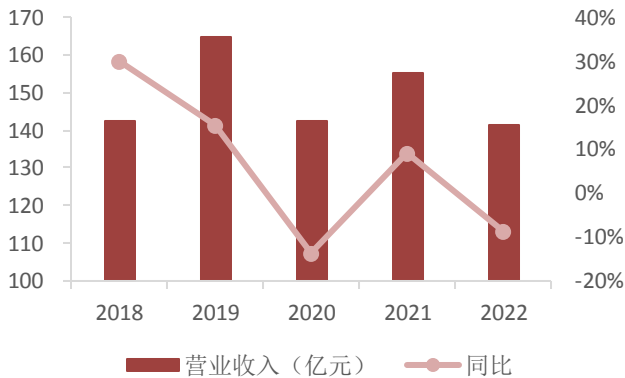
公司在一、二线城市核心地区通过自营业务模式构建行业进入壁垒，稳固其市场领导地位，并从土地增值中获益；通过委管及特许经营模式在三线及以下城市扩展商场网络，对下沉市场进行快速的渗透。截至 2022 年底，公司自营商场平均出租率 85.2%，其中一、二线城市自营商场经营面积占比超 80%，通过先发及选址优势构筑起强大的护城河；委管商场平均出租率 86.7%，其中三线及以下城市委管商场经营面积占比约 70%。

根据弗若斯特沙利文的数据，公司是国内地域覆盖面最广阔、商场数量最多且经营面积最大的全国性家居装饰及家具商场运营商。就零售额而言，2022 年公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为 19%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为 8.4%，在我国稳健增长的家装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额，具备绝对领先优势。

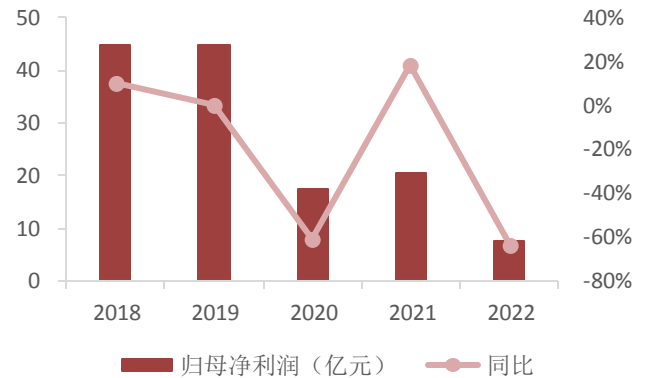
## 1.2 营收表现稳定，盈利能力有所改善

**核心商场业务经营稳定。**疫情前，公司凭借自营业务与委管业务实现双轮驱动，配合家装业务放量，整体营收规模处于快速增长区间，2018 年、2019 年分别实现营业收入 142.4、164.7 亿元，分别同比增长 29.9%、15.7%；2020 年受疫情影响，公司委管业务有所承压，自营业务因免租政策而营收下滑，致使公司整体营收规模同比下滑 13.6%至 142.4 亿元；2021 年，公司自营业务出租率回暖，租金上涨，营收规模同比增长 9%至 155.1 亿元，恢复至 2019 年营收水平的 94.2%；2022 年国内疫情反复，公司自营业务推出免租政策，委管业务扩展受限，整体营收同比下滑 8.9%至 141.4 亿元。

净利润方面，公司在 2018-2022 年间归母净利润同比增速分别为 9.8%、0.1%、-61.4%、18.3%、-63.4%。从短期来看，公司将其主要资产商场作为投资性房地产核算，公允价值变动损益波动会造成公司净利润的波动；从中期来看，公司 2020 年后受疫情影响，营收规模收缩导致净利润整体低于疫情前水平；从长期来看，公司委管卖场在渠道下沉趋势下，毛利率水平有所降低，致使盈利空间下降。

**图 3：2018-2022 公司营业收入及增速**


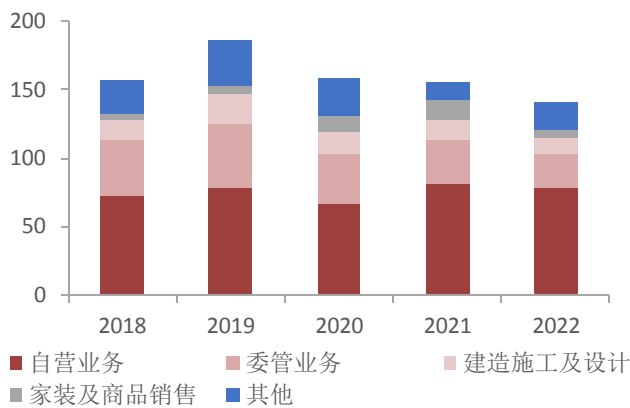
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：2018-2022 公司归母净利润及增速**


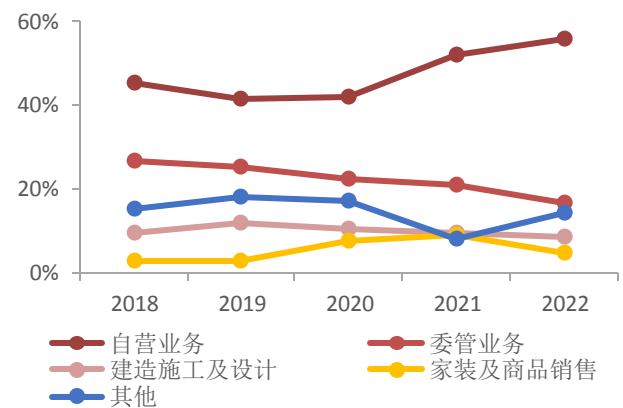
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务可以分为自营业务、委管业务、建造施工及设计、家装及商品销售四大板块，委管模式主要通过收取品牌咨询费、商业管理咨询费、商业咨询费及招商佣金收入等方式实现营收，相较于自营模式具有轻资产的优势，在营收贡献上表现出更强的弹性。

**自营商场表现稳健，高弹性业务静候复苏。**从营收结构来看，公司自营业务带来的租赁及管理收入与委管业务收入为营收主要贡献项，合计占比 60%以上。2020 年之后受疫情影响，公司弹性更高的委管业务营收下降幅度较大，营收占比自 2019 年的 25.1%下降至 2022 年的 16.8%；建造施工及设计与家装及商品销售营业收入主要受项目数量影响，宏观经济波动影响下项目数量有所减少，故两者营收整体呈现下滑态势；营收结构中最稳定的是自营商场业务，2022 年营业收入虽同比 2021 年有所下滑，但已恢复至 2019 年 100.9%水平，形成公司在疫情期间营收表现稳健的核心支撑。我们认为，公司核心业务自营商场表现稳健，体现出较强韧性，而高弹性的委管业务、建造业务、家装业务等承压明显，预计疫后修复下，承压业务复苏将给公司营收带来高弹性增长。

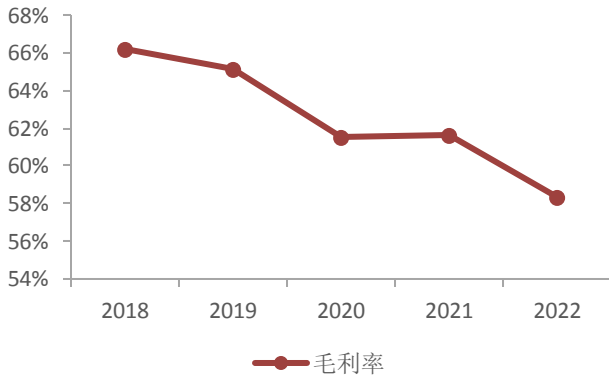
**图 5：2018-2022 年公司各业务营收（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

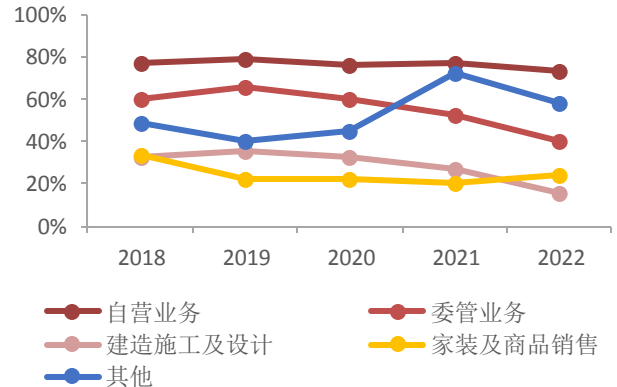
**图 6：2018-2022 年公司各业务营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**各业务毛利率有所下滑。**公司毛利率在 2018-2022 年间，毛利率水平整体呈现下滑态势，自 66.2%下降至 58.4%，主要系各项业务毛利率有所承压所致。其中自营商场业务受宏观经济波动影响叠加公司推出免租政策使得 2022 年毛利率下滑至 73.2%，委管商场业务逐渐向低线城市渗透，盈利能力有所下降使得毛利率下滑至 40.7%，建造施工及设计与家装业务的项目数量有所减少，毛利率分别为 15.3%与 23.9%。

**图 7：2018-2022 年公司整体毛利率水平**


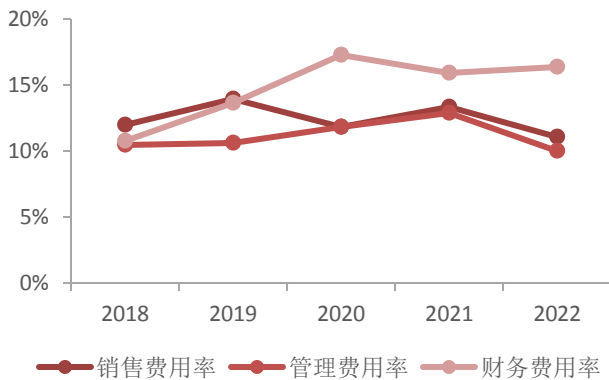
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：2018-2022 年公司各业务毛利率水平**


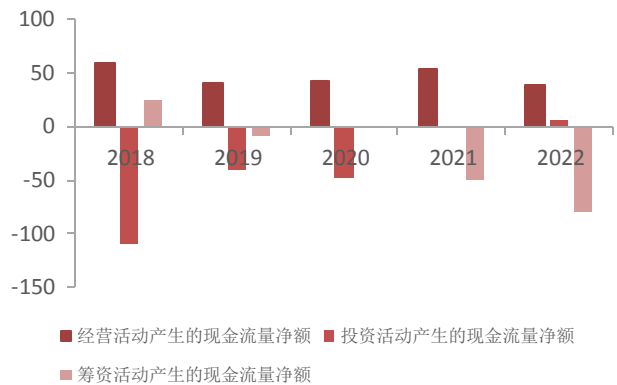
数据来源：公司公告，西南证券整理

**运营提质，费用率下降显著。**公司 2022 年持续围绕“轻资产、重运营、降杠杆”的战略提升经营效率，期间费用率为 37.4%，相较于 2021 年期间费用率 42.1% 同比下降 4.7pp，其中公司降本增效，严格控制品牌宣传推广等活动支出使得销售费用率同比下降 2.3pp 至 11%；此外，职工薪酬及福利费、办公及行政费用明显下降带动管理费用率同比下降 2.9pp 至 10%；财务费用率表现基本平稳，同比微升 0.5pp 至 16.4%。

**持续“降杠杆”，现金流改善明显。**2022 年公司减免及延迟收取租金及管理费，致使经营活动现金流量同比减少 27.9%；投资活动现金流量方面，公司前期通过处置子公司及收回相关投资款项，使得投资活动现金流出显著收窄，2022 年公司有效控制资本开支，实现投资活动现金流转负为正，改善明显。

**图 9：2018-2022 年公司期间费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

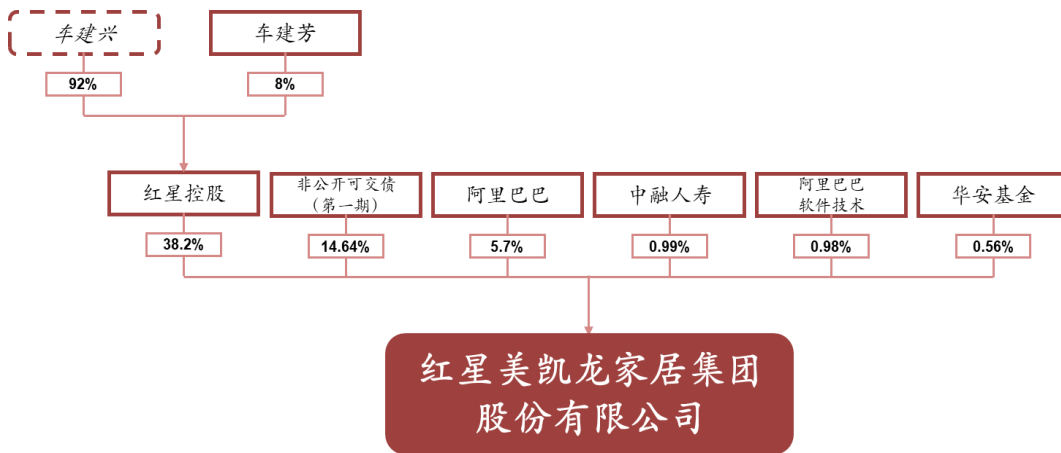
**图 10：2018-2022 年公司现金流情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 股权集中，员工持股激发活力

**公司股权集中，提升经营决策效率。**公司创始人、董事长兼总经理车建兴为公司实控人，车建兴与其妹车建芳通过红星控股间接持股 38.2%。2023 年 1 月 18 日，阿里巴巴将其持有的非公开发行可交换公司债券部分转换为公司 A 股股份，转换完成后，阿里巴巴持有公司总股本的 5.7%。



**图 11：公司股权结构**


数据来源：wind，西南证券整理

**三期员工持股计划激发活力。**2019-2021 年间公司先后推出三期员工持股计划，各期员工持股计划约占中股本的 0.4-0.5%，三期员工持股计划有效激发员工积极性，提升企业经营活力。

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：**公司目前储备有委管门店项目 300 余个，将在未来 5-10 年内逐步投入运营，预计 2023-2025 年公司新增委管门店项目分别为 70 家、60 家、60 家；

**假设 2：**公司自营业务门店主要位于一二线城市，具有明显区位优势，且公司短期内自营业务门店数量基本维持不变，存量门店皆为优质门店，预计 2023-2025 年公司自营业务门店出租率维持高位，毛利率相较于 2022 年有较大提升，分别为 77%、78%、79%；

**假设 3：**预计公司新增自有物业数量、出租率、租金相对稳定，预计 2023-2025 年公允价值变动损益分别为 5、10、15 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	14138.3	15924.9	17692.7	19518.6
	增速	-8.9%	12.6%	11.1%	10.3%
	营业成本	5887.1	5971.6	6960.7	7946.2
	毛利率	58.4%	62.5%	60.7%	59.3%
自营商场	营业收入	7867.7	8261.0	8674.1	9107.8
	增速	-2.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	2106.1	1900.0	1908.3	1912.6
	毛利率	73.2%	77.0%	78.0%	79.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
委管商场	营业收入	2376.0	3088.7	3860.9	4633.1
	增速	-27.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	营业成本	1410.1	1544.4	2046.3	2548.2
	毛利率	40.7%	50.0%	47.0%	45.0%
建造施工及设计	营业收入	1233.3	1418.3	1560.2	1716.2
	增速	-17.7%	15.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	1044.1	1063.7	1216.9	1372.9
	毛利率	15.3%	25.0%	22.0%	20.0%
商品销售及家装	营业收入	641.4	833.8	1042.2	1250.7
	增速	-54.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	营业成本	488.2	650.4	818.2	988.0
	毛利率	23.9%	22.0%	21.5%	21.0%
其他	营业收入	2020.0	2323.0	2555.3	2810.8
	增速	59.4%	15.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	838.7	813.0	971.0	1124.3
	毛利率	58.5%	65.0%	62.0%	60.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了居然之家、富森美及小商品城三家与公司主营业务贴近的公司作为可比公司。其中居然之家、富森美与公司皆为家具家居卖场公司，小商品城虽然入驻商家不是家具家居商家，但整体商业模式与公司较为相近，故也作为可比公司进行对比。

地产链消费回暖，公司作为家居龙头自 2021 年开始践行“轻资产、重运营、降杠杆”战略，精准运营，盈利能力有望迎来修复，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.45 元、0.49 元、0.52 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000785	居然之家	4.45	0.34	0.40	0.44	-	13.03	11.26	10.03	-
002818	富森美	13.78	1.05	1.28	1.40	1.50	11.65	10.75	9.81	9.17
600415	小商品城	5.92	0.29	0.37	0.44	-	20.49	15.85	13.57	-
平均值							15.06	12.62	11.14	9.17

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截止日期 2023.04.07）

### 3 风险提示

房地产周期波动风险；委管卖场扩展不及预期风险；公允价值变动损益大于预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14138.32	15924.90	17692.72	19518.61	净利润	857.81	2220.84	2384.94	2545.20
营业成本	5887.05	5971.57	6960.70	7946.17	折旧与摊销	354.40	218.94	218.92	218.92
营业税金及附加	414.22	463.05	515.76	568.50	财务费用	2323.33	2485.82	2489.34	2524.11
销售费用	1555.30	1897.80	2095.25	2288.96	资产减值损失	-654.61	-200.00	-100.00	0.00
管理费用	1410.39	1793.44	1965.54	2141.43	经营营运资本变动	-703.26	-246.00	1582.97	1406.47
财务费用	2323.33	2485.82	2489.34	2524.11	其他	1701.33	183.36	228.22	55.91
资产减值损失	-654.61	-200.00	-100.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3879.00</b>	<b>4662.96</b>	<b>6804.40</b>	<b>6750.62</b>
投资收益	46.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	42.53	100.50	75.35	50.00
公允价值变动损益	-118.72	0.00	100.00	150.00	其他	645.17	426.35	43.81	164.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>687.70</b>	<b>526.85</b>	<b>119.16</b>	<b>214.75</b>
<b>营业利润</b>	<b>1678.63</b>	<b>3513.22</b>	<b>3866.14</b>	<b>4199.43</b>	短期借款	-958.50	-1344.07	-654.52	0.00
其他非经营损益	-26.41	-55.31	-46.52	-46.10	长期借款	191.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1652.21</b>	<b>3457.91</b>	<b>3819.62</b>	<b>4153.34</b>	股权融资	1.10	0.00	0.00	0.00
所得税	794.41	1237.07	1434.68	1608.13	支付股利	-435.47	-99.89	-263.00	-306.97
净利润	857.81	2220.84	2384.94	2545.20	其他	-6858.24	-4285.58	-3489.34	-3524.11
少数股东损益	109.10	248.92	260.48	288.04	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-8059.25</b>	<b>-5729.54</b>	<b>-4406.86</b>	<b>-3831.08</b>
归属母公司股东净利润	748.70	1971.91	2124.46	2257.16	<b>现金流量净额</b>	<b>-3489.72</b>	<b>-539.73</b>	<b>2516.70</b>	<b>3134.28</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2928.47	2388.74	4905.43	8039.71	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3279.68	3633.86	4017.10	4471.20	销售收入增长率	-8.86%	12.64%	11.10%	10.32%
存货	302.87	323.39	372.05	423.94	营业利润增长率	-41.35%	109.29%	10.05%	8.62%
其他流动资产	4942.57	3340.18	3476.25	3705.82	净利润增长率	-60.81%	158.90%	7.39%	6.72%
长期股权投资	3757.06	3757.06	3757.06	3757.06	EBITDA 增长率	-23.69%	42.73%	5.73%	5.60%
投资性房地产	95709.00	95709.00	95709.00	95709.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2652.14	2396.09	2165.05	1959.00	毛利率	58.36%	62.50%	60.66%	59.29%
无形资产和开发支出	204.88	184.50	164.28	144.42	三费率	37.41%	38.79%	37.02%	35.63%
其他非流动资产	14334.00	14290.98	14247.97	14204.96	净利率	6.07%	13.95%	13.48%	13.04%
<b>资产总计</b>	<b>128110.67</b>	<b>126023.81</b>	<b>128814.20</b>	<b>132415.12</b>	ROE	1.51%	3.82%	3.96%	4.07%
短期借款	1998.59	654.52	0.00	0.00	ROA	0.67%	1.76%	1.85%	1.92%
应付和预收款项	5157.87	5396.88	6231.31	6986.09	ROIC	-7.75%	-14.81%	-14.81%	-14.47%
长期借款	21798.18	21798.18	21798.18	21798.18	EBITDA/销售收入	30.81%	39.05%	37.16%	35.57%
其他负债	42160.67	40070.65	40559.19	41167.09	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>71115.31</b>	<b>67920.23</b>	<b>68588.68</b>	<b>69951.37</b>	总资产周转率	0.11	0.13	0.14	0.15
股本	4354.73	4354.73	4354.73	4354.73	固定资产周转率	5.42	6.54	8.07	9.89
资本公积	6881.60	6881.60	6881.60	6881.60	应收账款周转率	4.07	4.34	4.44	4.39
留存收益	41303.55	43175.58	45037.03	46987.23	存货周转率	18.63	19.07	20.02	19.97
归属母公司股东权益	53547.61	54406.90	56268.36	58218.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.77%	—	—	—
少数股东权益	3447.75	3696.67	3957.16	4245.20	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>56995.36</b>	<b>58103.58</b>	<b>60225.52</b>	<b>62463.75</b>	资产负债率	55.51%	53.89%	53.25%	52.83%
负债和股东权益合计	128110.67	126023.81	128814.20	132415.12	带息债务/总负债	35.89%	35.59%	34.29%	33.63%
					流动比率	0.45	0.44	0.56	0.69
					速动比率	0.44	0.42	0.54	0.67
					股利支付率	58.16%	5.07%	12.38%	13.60%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	4356.36	6217.98	6574.41	6942.47	每股收益	0.17	0.45	0.49	0.52
PE	31.64	12.01	11.15	10.50	每股净资产	12.30	12.49	12.92	13.37
PB	0.44	0.44	0.42	0.41	每股经营现金	0.89	1.07	1.56	1.55
PS	1.68	1.49	1.34	1.21	每股股利	0.10	0.02	0.06	0.07
EV/EBITDA	-57.13	-40.27	-38.73	-37.27					
股息率	1.84%	0.42%	1.11%	1.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn