

投资评级 **优于大市** 维持

床类产品&定制业务不断发力，利润率持续修复

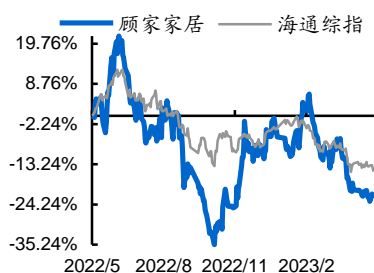
股票数据

05月26日收盘价(元)	35.80
52周股价波动(元)	29.90-75.00
总股本/流通A股(百万股)	822/822
总市值/流通市值(百万元)	29424/29424

相关研究

《22Q2 业绩稳定增长,持续多元化产品布局》
2022.08.19

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.9	-14.4	-24.1
相对涨幅 (%)	-0.2	-10.0	-18.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq13820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 吕科佳

Email: lkj14091@haitong.com

证书: S0850522060001

投资要点:

- 公司发布 2022 年年报。**2022 年, 公司实现营业收入 180.1 亿元, 同比下降 1.8%; 实现归母净利润 18.1 亿元, 同比增长 8.9%; 实现扣非后归母净利润 15.4 亿元, 同比增长 8.2%。其中 2022 年第四季度, 公司实现营业收入 42.5 亿元, 同比下降 17.0%; 实现归母净利润 4.1 亿元, 同比下降 4.1%; 实现扣非后归母净利润 2.6 亿元, 同比下降 16.1%。
- 公司发布 2023 年一季度报。**2023 年第一季度, 公司实现营业收入 39.5 亿元, 同比下降 12.9%; 实现归母净利润 4.0 亿元, 同比下降 9.7%; 实现扣非后归母净利润 3.4 亿元, 同比下降 10.9%。
- 床类产品业务量价齐升, 定制业务增速高企。**2022 年, 公司沙发业务实现营业收入 89.7 亿元, 同比下降 3.2%; 销售量为 240.3 万套, 同比下降 3.9%; 销售单价为 3733.2 元/标准套, 同比增长 0.7%。2022 年, 公司床类产品业务实现营业收入 35.6 亿元, 同比增长 6.6%; 销售量为 140.5 万套, 同比增长 4.8%; 销售单价为 2531.5 元/标准套, 同比增长 1.7%。我们认为, 公司通过打造梦立方、深睡之星等大单品, 自主开发超能 8 号专利弹簧, 引进 FREE 智感弹簧, 有力拉升床类产品势能。2022 年, 公司定制业务实现营业收入 7.6 亿元, 同比增长 15.4%, 定制产品单品贡献值、新品贡献率同比上升, 我们认为, 公司持续发力定制业务, 坚持单品-空间-全屋-生活方式基本的演进路径不动摇。2022 年, 公司集成产品业务、红木家具业务、信息技术服务业务、其他业务分别实现营业收入 30.2 亿元、0.7 亿元、8.2 亿元、1.4 亿元, 分别同比下降 3.9%、44.3%、11.4%、19.6%。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 23-25 年净利润分别为 21.28、24.90、28.32 亿元, 同比增长 17.4%、17.0%、13.7%, 当前收盘价对应 23-24 年 PE 为 14、12 倍, 公司作为软体家具龙头企业, 参考可比公司给予公司 2023 年 20~21 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 51.78~54.37 元, 给予“优于大市”评级。

- 风险提示:** 原材料价格波动, 市场竞争加剧, 国际贸易摩擦。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18342	18010	20985	24139	27328
(+/-)YoY(%)	44.8%	-1.8%	16.5%	15.0%	13.2%
净利润(百万元)	1664	1812	2128	2490	2832
(+/-)YoY(%)	96.9%	8.9%	17.4%	17.0%	13.7%
全面摊薄 EPS(元)	2.03	2.20	2.59	3.03	3.45
毛利率(%)	28.9%	30.8%	32.6%	33.0%	33.1%
净资产收益率(%)	20.8%	20.4%	19.3%	18.4%	17.3%

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

- 立足内贸业务，快速发展外贸业务。**2022年，公司境内实现营业收入103.0亿元，同比下降3.8%，我们认为，公司是国内软体龙头企业，持续看好公司结构性增长+运营型增长双轮驱动，进一步打开渠道结构，拓宽增长边界，加大战略品类与高潜品类进攻力度，提升商品运营能力。2022年，公司境外实现营业收入70.3亿元，同比增长1.7%，主要系公司在固定系列坚持中高端与差异化定位，同时加大在中低端产品系列的布局，并且OEM资源投入聚焦战略国家的重点大客户和潜力新客户拓展，布局战略品类沙发床，我们持续看好公司外贸业务在提效中保持积极进攻态势，在改善经营质量的前提下实现规模的稳健增长。
- 渠道铺设进一步加快。**2022年，公司门店合计6743家，净新增287家，其中经销门店6600家，净新增296家；直销门店143家，净减少9家。我们认为，公司坚持1+N+X的渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店/品类势能店的布局速度，渠道结构得到提升和优化，进一步构建了渠道势能。
- 利润率不断修复。**2022年，公司净利率、毛利率分别为10.3%、30.8%，分别同比增长1.0pct、2.0pct。其中2022年第四季度，公司净利率、毛利率分别为9.5%、35.7%，分别同比增长0.9pct、6.8pct。2023年第一季度，公司净利率、毛利率分别为10.2%、32.1%，分别同比增长0.1pct、2.3pct。我们认为，公司成本管控能力进一步提高，利润率不断修复。
- 费用投放力度进一步提高。**2022年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为16.4%、3.7%、-0.7%、1.7%，分别同比增长1.7pct、增长0.2pct、下降1.1pct、持平。其中2022年第四季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为21.3%、4.4%、1.5%、1.7%，分别同比增长4.7pct、增长0.9pct、增长0.3pct、下降0.4pct。2023年第一季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为16.9%、3.4%、1.1%、1.6%，分别同比增长2.2pct、增长0.1pct、增长0.9pct、下降0.1pct。我们认为，公司费用投放力度不断提高，尤其是销售费用率同比增长较多，彰显公司大力开拓渠道、发力品牌营销的决心。

表1 顾家家居分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
沙发				
销售收入	8972	10049	11154	12270
增长率 (YoY)	-3.2%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利率	32.8%	32.9%	33.2%	33.4%
床类产品				
销售收入	3557	4625	5781	6937
增长率 (YoY)	6.6%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	35.2%	35.3%	35.6%	35.7%
配套产品				
销售收入	3016	3438	3885	4313
增长率 (YoY)	-3.9%	14.0%	13.0%	11.0%
毛利率	28.4%	23.3%	23.3%	23.3%
定制家具				
销售收入	762	1066	1439	1871
增长率 (YoY)	15.3%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率	33.1%	31.8%	31.8%	31.8%
信息技术服务				
销售收入	824	907	979	1038
增长率 (YoY)	-11.4%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
合计				
销售收入	18010	20985	24139	27328
增长率 (YoY)	-1.8%	16.5%	15.0%	13.2%
毛利率	30.8%	32.6%	33.0%	33.1%

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)
索菲亚	002572.SZ	定制衣柜与厨柜生产及销售	16.5	11.3	1.2
梦百合	603313.SH	记忆绵床垫生产及销售	9.4	15.2	0.5
喜临门	603008.SH	床垫自主品牌及出口	24.0	13.8	0.9
欧派家居	603833.SH	定制衣柜与厨柜生产及销售	99.1	19.2	2.3
平均				14.8	1.2

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26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	18010	20985	24139	27328
每股收益	2.20	2.59	3.03	3.45	营业成本	12457	14136	16178	18273
每股净资产	10.81	13.42	16.47	19.94	毛利率%	30.8%	32.6%	33.0%	33.1%
每股经营现金流	2.93	3.94	5.53	6.37	营业税金及附加	100	126	145	164
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	2952	3441	3959	4482
P/E	16.24	13.83	11.82	10.39	营业费用率%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
P/B	3.31	2.67	2.17	1.80	管理费用	362	420	483	547
P/S	1.63	1.40	1.22	1.08	管理费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	12.91	6.11	4.57	3.35	EBIT	1894	2655	3107	3533
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-124	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.8%	32.6%	33.0%	33.1%	资产减值损失	-30	-10	-10	-10
净利润率	10.1%	10.1%	10.3%	10.4%	投资收益	47	45	45	45
净资产收益率	20.4%	19.3%	18.4%	17.3%	营业利润	2052	2617	3076	3509
资产回报率	11.3%	12.0%	11.7%	11.3%	营业外收支	244	80	80	80
投资回报率	13.8%	18.2%	17.5%	16.5%	利润总额	2296	2697	3156	3589
盈利增长 (%)					EBITDA	2529	4171	4960	5724
营业收入增长率	-1.8%	16.5%	15.0%	13.2%	所得税	449	527	617	701
EBIT 增长率	2.1%	40.2%	17.0%	13.7%	有效所得税率%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润增长率	8.9%	17.4%	17.0%	13.7%	少数股东损益	36	42	49	56
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1812	2128	2490	2832
资产负债率	43.7%	36.7%	35.0%	33.4%					
流动比率	1.26	1.59	1.88	2.18	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.93	1.10	1.40	1.72	货币资金	4398	4408	7222	10728
现金比率	0.66	0.72	1.03	1.35	应收账款及应收票据	1036	1897	2182	2471
经营效率指标					存货	1883	2634	2970	3304
应收账款周转天数	20.99	33.00	33.00	33.00	其它流动资产	1051	793	840	887
存货周转天数	55.18	68.00	67.00	66.00	流动资产合计	8368	9732	13214	17389
总资产周转率	1.12	1.18	1.13	1.09	长期股权投资	34	34	34	34
固定资产周转率	4.42	5.33	6.98	10.34	固定资产	4078	3937	3459	2643
					在建工程	994	1344	1694	2044
					无形资产	876	1001	1126	1251
					非流动资产合计	7738	8068	8062	7716
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	16106	17800	21275	25105
净利润	1812	2128	2490	2832	短期借款	1479	0	0	0
少数股东损益	36	42	49	56	应付票据及应付账款	2014	2653	3080	3529
非现金支出	683	1536	1873	2211	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-130	-91	-113	-111	其它流动负债	3126	3471	3960	4433
营运资金变动	8	-373	248	252	流动负债合计	6619	6124	7040	7963
经营活动现金流	2410	3242	4548	5239	长期借款	8	8	8	8
资产	-1457	-1770	-1770	-1770	其它长期负债	405	405	405	405
投资	62	3	3	5	非流动负债合计	413	413	413	413
其他	547	45	42	40	负债总计	7032	6537	7453	8375
投资活动现金流	-848	-1722	-1725	-1725	实收资本	822	822	822	822
债权募资	779	-1479	0	0	归属于母公司所有者权益	8881	11029	13540	16392
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	192	234	283	338
其他	-1174	-31	-9	-9	负债和所有者权益合计	16106	17800	21275	25105
融资活动现金流	-389	-1510	-9	-9					
现金净流量	1228	10	2814	3506					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 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
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。