

➤ **事件：**公司发布 22 年年报及 23 年一季报：22 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 58.13/7.09/6.50 亿元，同比-10.31%/+3.27%/-3.99%。22Q4 实现营收/归母净利润 16.59/2.84 亿元，同比-24.90%/+3.74%。23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 9.57/1.01/0.98 亿元，同比-23.10%/-18.40%/-21.00%。

➤ **沙发、直供业务增速靓丽：**22 年床垫/床架/沙发/床品/其他分别实现收入 27.28/17.10/4.50/3.51/5.19 亿元，同比 -15.25%/-4.63%/+25.37%/-30.54%/-4.03%，床垫、床架收入下滑主要系宏观经济波动及疫情影响所致。分渠道看，22 年经销/电商/直供/直营分别实现收入 38.91/7.98/7.81/2.98 亿元，同比-12.51%/-9.32%/+18.30%/-33.94%，直供渠道增速较高主要系与欧派合作品类与销量增加、产品升级迭代及产品结构优化实现量价齐升。22 年公司通过对已有网点城市合理加密和对空白城市有质量的开发，积极推动渠道下沉，新开门店 800 余个；新渠道端定向开发地产、家装、家电、商超、异业五大细分渠道，与 300 余家企业达成战略合作；设立 O2O 引流部，通过线上全渠道有效获客向终端门店精准引流，覆盖超 140 个城市，赋能终端门店提升增量业绩。

➤ **沙发上量+直供结构优化助力毛利率提升：**22A/22Q4/23Q1 公司毛利率 46.47%/46.49%/48.39%，同比变动+1.49/+1.15/+3.38pct，主要系 1) 沙发量增下实现降本增效，人工成本降低，单位材料消耗优化，毛利率大幅提升；2) 直供欧派产品结构优化，毛利率大幅提升。分业务看，22 年公司床垫/床架毛利率为 58.92%/39.76%，同比变动+1.69/+1.09pct。分渠道看，22 年经销/电商/直供毛利率为 45.70%/57.26%/30.98%，同比变动+3.47/-1.75/+3.96pct。费用方面，22 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 25.06%/5.37%/2.72%/-0.64%，同比变动+0.43/+0.51/+0.33/-0.50pct。23Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 26.03%/6.75%/3.56%/-1.04%，同比变动+2.78/+0.61/+0.94/-1.24pct。毛利率提升带动公司净利率增长，公司 22A/22Q4/23Q1 净利率 12.20%/17.10%/10.58%，同比变动+1.61/+4.72/+0.61pct。

➤ **中长期来看，品牌整合+渠道拓展，公司持续稳健成长。品牌方面，**公司将原 7 大主品牌整合为“健康睡眠品牌、大家居品牌、沙发品牌”三大矩阵，坚持“一体两翼”发展战略和“成为中高端床垫行业领导者”的品牌策略。**渠道方面，**传统渠道新开门店 800 余个，新渠道端定向开发地产、家装、家电、商超、异业五大细分渠道，设立 O2O 引流部，线上获客向线下精准引流，覆盖超过 140 个城市；积极推进 V6 大家居业务战略布局，充分发挥公司在软体行业的品牌及产品优势，以一体化定制、一站式配齐的销售模式，积极推进整装家居业务发展。

➤ **投资建议：**我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.26/10.10/11.94 亿元，同增 16.5%/22.3%/18.2%，当前股价对应 PE 分别为 16/13/11X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；房地产市场波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,813	6,743	8,368	10,028
增长率 (%)	-10.3	16.0	24.1	19.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	709	826	1,010	1,194
增长率 (%)	3.3	16.5	22.3	18.2
每股收益 (元)	1.77	2.06	2.53	2.99
PE	19	16	13	11
PB	3.1	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.48 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 家居行业系列报告一：当政策底出现后，探究家居板块演绎-2023/01/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,813	6,743	8,368	10,028
营业成本	3,111	3,570	4,437	5,317
营业税金及附加	47	55	68	81
销售费用	1,457	1,672	2,084	2,507
管理费用	312	357	444	531
研发费用	158	175	218	271
EBIT	751	930	1,139	1,345
财务费用	-37	-19	-21	-27
资产减值损失	-2	-3	-3	-4
投资收益	1	1	1	2
营业利润	819	954	1,167	1,380
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	819	955	1,167	1,380
所得税	110	129	157	186
净利润	709	826	1,010	1,194
归属于母公司净利润	709	826	1,010	1,194
EBITDA	1,061	1,295	1,456	1,699

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,771	2,067	2,667	3,378
应收账款及票据	192	212	264	316
预付款项	135	155	193	231
存货	220	252	313	375
其他流动资产	848	868	898	929
流动资产合计	3,167	3,555	4,334	5,229
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,768	2,011	2,083	2,088
无形资产	345	390	384	380
非流动资产合计	2,646	2,845	2,993	3,056
资产合计	5,813	6,399	7,327	8,285
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	604	693	861	1,032
其他流动负债	716	818	965	1,152
流动负债合计	1,319	1,511	1,826	2,184
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	135	118	203	197
非流动负债合计	135	118	203	197
负债合计	1,454	1,629	2,028	2,381
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,358	4,770	5,299	5,904
负债和股东权益合计	5,813	6,399	7,327	8,285

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.31	16.01	24.10	19.84
EBIT 增长率	-7.19	23.88	22.51	18.09
净利润增长率	3.27	16.50	22.29	18.24
盈利能力 (%)				
毛利率	46.47	47.05	46.98	46.98
净利润率	12.20	12.25	12.07	11.91
总资产收益率 ROA	12.20	12.91	13.79	14.41
净资产收益率 ROE	16.27	17.31	19.06	20.23
偿债能力				
流动比率	2.40	2.35	2.37	2.39
速动比率	2.10	2.06	2.07	2.10
现金比率	1.34	1.37	1.46	1.55
资产负债率 (%)	25.02	25.46	27.68	28.74
经营效率				
应收账款周转天数	12.06	12.06	12.06	12.06
存货周转天数	25.83	26.00	26.00	26.00
总资产周转率	1.13	1.10	1.22	1.28
每股指标 (元)				
每股收益	1.77	2.06	2.53	2.99
每股净资产	10.90	11.92	13.25	14.76
每股经营现金流	1.62	3.23	3.73	4.29
每股股利	2.00	1.20	1.47	1.74
估值分析				
PE	19	16	13	11
PB	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	11.05	8.81	7.45	5.97
股息收益率 (%)	5.97	3.59	4.39	5.20

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	709	826	1,010	1,194
折旧和摊销	311	366	317	354
营运资金变动	-359	90	156	155
经营活动现金流	647	1,292	1,493	1,716
资本开支	-617	-543	-457	-407
投资	-700	0	0	0
投资活动现金流	-1,316	-559	-455	-405
股权募资	1,484	0	0	0
债务募资	0	-22	47	-5
筹资活动现金流	994	-437	-438	-599
现金净流量	328	296	599	712

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026