

投资评级 **优于大市** 维持

持续强化科技赋能, 加大多渠道业务拓展

股票数据

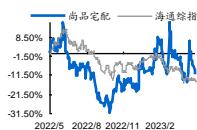
05月25日收盘价(元)	21.50
52周股价波动(元)	16.71-29.90
总股本/流通A股(百万股)	199/130
总市值/流通市值(百万元)	4272/2798

相关研究

《整装业务稳步推进, 线下门店再迎增长》

2021.09.07

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.9	-21.2	-17.2
相对涨幅(%)	4.8	-16.8	-12.1

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: 高翩然

Email: gpr14257@haitong.com

证书: S0850522030002

投资要点:

- 事件:** 公司发布22年报, 22年实现营业收入53.1亿元, 同减27.3%; 归母净利润0.5亿元, 同减48.4%; 扣非归母净利润-0.2亿元, 同减140.9%。
- 单季度看,** 22Q1-23Q1分别实现营业收入10.9/12.2/14.6/15.5/8.1亿元, 同比变化-22.9%/-31.1%/-26.7%/-27.6%/-25.5%; 归母净利润-1.002/-0.005/0.710/0.760/-0.953亿元, 同比变化-1366.789%/-101.432%/59.918%/+2757.413%/-4.917%; 归母净利率-9.23%/-0.04%/4.88%/4.89%/-11.79%, 同比变化-9.80pct/-2.00pct/2.64pct/4.77pct/-2.55pct。
- 22年综合毛利率为34.6%, 同增1.4pct。期间费用率为33.9%, 同增1.8pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为23.7%/5.8%/3.1%/1.3%, 同比变化-0.5pct/+0.8pct/+0.6pct/+0.9pct。23Q1综合毛利率为31.0%, 同减0.7pct。期间费用率为46.0%, 同增1.9pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为30.7%/8.7%/4.7%/1.9%, 同比变化-0.1pct/+0.8pct/+0.6pct/+0.6pct。**
- 分产品看,** 22年定制家具产品/配套家具产品/整装业务/O2O引流服务/软件及技术服务/其他业务分别实现营收38.4/6.5/4.6/0.6/0.3/2.7亿元, 占比72.3%/12.3%/8.6%/1.1%/0.6%/5.1%, 同比变化-25.3%/-36.8%/-42.0%/-14.1%/+3.0%/+11.9%。
- 分渠道看,** 22年直销/加盟/整装/其他渠道分别实现营收11.6/28.5/7.5/5.6亿元, 占比21.8%/53.6%/14.1%/10.5%, 同比变化-38.8%/-24.7%/-32.4%/+6.4%。**细分来看,** 22年末直营店/自营城市加盟店/其他加盟店的门店数量分别为72/303/2609家, 较21年末分别变化-18/+14/+373家。
- 盈利预测与评级:** 考虑到行业竞争加剧, 我们将23、24年归母净利润下调至2.2/3.2亿元, 同比增长371.65%/44.77%, 当前收盘价对应23、24年PE分别为20、14倍。给予23年22-24倍PE估值, 合理价值区间24.18-26.38元, 对应23E PB 1.3-1.4倍, 较可比公司处于合理水平, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原材料涨价超预期, 渠道扩张不及预期, 疫情影响终端需求。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7310	5314	6021	6806	7712
(+/-)YoY(%)	12.2%	-27.3%	13.3%	13.0%	13.3%
净利润(百万元)	90	46	218	316	382
(+/-)YoY(%)	-11.5%	-48.4%	371.7%	44.8%	20.8%
全面摊薄EPS(元)	0.45	0.23	1.10	1.59	1.92
毛利率(%)	33.2%	34.6%	33.3%	33.1%	32.8%
净资产收益率(%)	2.5%	1.3%	5.7%	7.6%	8.4%

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

表 1 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)	PB (2023E, 倍)
欧派家居	603833.SH	定制及大家居生产、销售	100.00	19.30	3.2
索菲亚	002572.SZ	定制及整装生产、销售	16.47	11.30	2.3
志邦家居	603801.SH	定制家具生产、销售	28.94	14.11	2.6
金牌厨柜	603180.SH	定制家具生产、销售	31.75	12.37	1.7
平均				14.27	2.5

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE、PB 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 5 月 25 日收盘价

表 2 尚品宅配分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
定制家具及配套				
收入	4495.3	4958.6	5434.6	5939.8
增长率 (YOY)	-27.3%	10.3%	9.6%	9.3%
软件及技术服务				
收入	29.4	30.9	32.4	34.0
增长率 (YOY)	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
O2O 引流服务				
收入	60.1	60.1	60.1	60.1
增长率 (YOY)	-14.1%	0.0%	0.0%	0.0%
整装云业务				
收入	457.8	645.6	903.8	1247.2
增长率 (YOY)	-42.0%	41.0%	40.0%	38.0%
其他业务收入				
收入	271.7	326.1	375.0	431.2
增长率 (YOY)	11.9%	20.0%	15.0%	15.0%
合计				
收入	5314.3	6021.3	6805.9	7712.4
增长率 (YOY)	-27.3%	13.3%	13.0%	13.3%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

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	5314	6021	6806	7712
每股收益	0.23	1.10	1.59	1.92	营业成本	3475	4013	4551	5183
每股净资产	18.03	19.18	20.83	22.81	毛利率%	34.6%	33.3%	33.1%	32.8%
每股经营现金流	0.24	3.22	5.40	6.45	营业税金及附加	55	42	48	54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	1257	1264	1361	1542
P/E	92.26	19.56	13.51	11.19	营业费用率%	23.7%	21.0%	20.0%	20.0%
P/B	1.19	1.12	1.03	0.94	管理费用	310	331	333	347
P/S	0.80	0.71	0.63	0.55	管理费用率%	5.8%	5.5%	4.9%	4.5%
EV/EBITDA	8.33	8.03	6.39	5.31	EBIT	69	289	397	466
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	67	63	70	71
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%
毛利率	34.6%	33.3%	33.1%	32.8%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利率	0.9%	3.6%	4.6%	5.0%	投资收益	29	24	20	23
净资产收益率	1.3%	5.7%	7.6%	8.4%	营业利润	29	224	328	393
资产回报率	0.6%	2.5%	3.8%	4.0%	营业外收支	1	2	-1	2
投资回报率	1.9%	4.6%	7.1%	7.6%	利润总额	30	226	327	395
盈利增长 (%)					EBITDA	521	642	809	937
营业收入增长率	-27.3%	13.3%	13.0%	13.3%	所得税	-16	7	11	13
EBIT 增长率	-4.8%	315.7%	37.5%	17.4%	有效所得税率%	-52.0%	3.3%	3.3%	3.3%
净利润增长率	-48.4%	371.7%	44.8%	20.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	46	218	316	382
资产负债率	56.2%	55.7%	50.6%	52.5%					
流动比率	0.99	0.91	0.86	0.89	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.74	0.66	0.52	0.55	货币资金	1569	1359	353	713
现金比率	0.43	0.36	0.12	0.20	应收账款及应收票据	204	165	207	247
经营效率指标					存货	883	873	991	1191
应收账款周转天数	13.50	9.12	10.31	10.97	其它流动资产	993	1008	1026	1062
存货周转天数	92.76	79.42	79.47	83.88	流动资产合计	3649	3405	2578	3213
总资产周转率	0.65	0.70	0.81	0.81	长期股权投资	7	12	17	22
固定资产周转率	2.63	2.64	2.75	2.95	固定资产	2022	2279	2477	2616
					在建工程	264	474	684	894
					无形资产	1487	1617	1747	1877
					非流动资产合计	4533	5190	5791	6336
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8181	8596	8369	9549
净利润	46	218	316	382	短期借款	1077	1200	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	960	855	1052	1245
非现金支出	482	363	424	484	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	24	67	69	58	其它流动负债	1638	1695	1934	2367
营运资金变动	-505	-9	263	357	流动负债合计	3674	3750	2986	3612
经营活动现金流	47	640	1072	1281	长期借款	486	586	786	936
资产	-225	-999	-1002	-999	其它长期负债	440	450	460	470
投资	-4	-11	-13	-17	非流动负债合计	926	1036	1246	1406
其他	334	19	14	16	负债总计	4600	4786	4232	5018
投资活动现金流	104	-991	-1000	-1000	实收资本	199	199	199	199
债权募资	302	233	-990	160	归属于母公司所有者权益	3581	3810	4138	4532
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-1	-1	-1	0
其他	-409	-92	-87	-82	负债和所有者权益合计	8181	8596	8369	9549
融资活动现金流	-107	141	-1077	78					
现金净流量	48	-210	-1006	359					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 25 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,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; 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。	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。
	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。