

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 78.39/2.38/2.04 亿元，同比+0.86%/-57.49%/-58.7%。22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 20.98/-1.51/-1.61 亿元，同比-23.14%/-181.86%/-193.94%。23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 14.67/0.62/0.50 亿元，同比+4.47%/+14.30%/+1.70%。

软床品类实现快速增长、品牌年轻化策略效果显著：22 年床垫/软床及配套产品/沙发/木质家具分别实现收入 40.48/26.90/9.02/1.02 亿元，同比+2.19%/+11.15%/-14.45%/-53.02%，沙发收入下滑主要系 M&D 沙发销量不达公司预期所致。木质家具收入下滑主要系公司业务战略调整所致。分渠道看，22 年经销店/大宗业务/线上销售分别实现收入 36.13/26.50/14.78 亿元，同比-8.67%/+1.99%/+34.62%，1) 线上：销售渠道增速较高受益于公司品牌年轻化战略，持续加大针对年轻人的广告投入，抢占年轻人市场。同时公司以头部优势建立线上渠道优势，不断获取优质资源。2) 线下：渠道持续开拓，2022 年喜临门/喜眠/M&D 专卖店渠道分别为 3280/1422/571 家，相比年初变化 443/360/-25 家，尤其喜眠主打下沉市场，满足低线城市对性价比产品追求，同时公司在产品和开发和目标人群投放方面持续发力，保证“人货场”匹配；就单季度看，22Q4/23Q1 收入同比变动-23%/4%，其中 22Q4 收入大幅下行主要受疫情影响，进入 2023 年伴随线下客流逐步恢复，同时公司加强线上线下渠道开拓，自主品牌业务重回增长。

规模&费用&结构等因素共振，22Q4 利润承压：22A/22Q4/23Q1 公司毛利率 32.40%/29.55%/32.39%，同比+0.40/-3.67/-1.87pct，毛利率同比下滑主要系 1) 收入下滑导致规模效应无法凸显；2) 产品结构调整的影响，线上渠道软床销售增速高，而软床毛利率低于床垫。分业务看，22 年公司床垫/软床及配套产品/沙发/木质家具毛利率为 36.79%/28.98%/25.26%/-1.10%，同比+0.62/-1.77/+3.37/-15.80pct。分渠道看，22 年经销店/大宗业务/线上销售毛利率为 43.39%/12.17%/40.92%，同比-1.31/+3.02/+1.48pct。费用方面，22 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 19.52%/5.20%/2.44%/0.48%，同比+4.16/+1.16/+0.08/-0.19pct。销售费用同比提升主要系新增了品牌广告、线上线下渠道拓展费用。管理费用同比提升主要系高端人才引进频繁，薪资增加。23Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 19.95%/6.15%/2.38%/1.36%，同比+0.02/-0.25/-0.43/+0.03pct。公司 22A/22Q4/23Q1 净利率 3.03%/7.22%/4.20%，同比-4.16/-14.00/+0.36pct。

强化销售能力，围绕降本增效强化内部管控：公司将持续强化销售能力，自主品牌直达终端，掌握用户需求，实现产品领先和品质领先。国内 OEM 通过产品创新，以更强产品竞争利益获得更有利润。国际业务把握机遇，扩大海外市场份额。强化降本增效，将各类资源往前端倾斜，中后台将降本增效放在更加突出的位置，供应链围绕公司利润目标规划降本。

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 6.65/8.18/9.69 亿元，同增 180.2%/22.9%/18.5%，当前股价对应 PE 分别为 15/12/10X，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)	7,839	9,658	11,637	13,767
增长率 (%)	0.9	23.2	20.5	18.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	238	665	818	969
增长率 (%)	-57.5	180.2	22.9	18.5
每股收益 (元)	0.61	1.72	2.11	2.50
PE	41	15	12	10
PB	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.02 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	7,839	9,658	11,637	13,767
营业成本	5,299	6,528	7,913	9,375
营业税金及附加	59	66	79	94
销售费用	1,530	1,566	1,832	2,161
管理费用	407	435	500	592
研发费用	191	193	256	303
EBIT	392	923	1,122	1,318
财务费用	38	68	74	79
资产减值损失	1	-1	-2	-2
投资收益	6	0	0	0
营业利润	339	853	1,046	1,238
营业外收支	-17	-11	-11	-11
利润总额	322	842	1,035	1,226
所得税	50	121	149	177
净利润	272	721	886	1,050
归属于母公司净利润	238	665	818	969
EBITDA	740	1,316	1,574	1,843

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,039	2,384	3,322	4,170
应收账款及票据	874	1,443	1,739	2,058
预付款项	73	78	95	113
存货	1,200	1,340	1,624	1,925
其他流动资产	903	822	574	623
流动资产合计	5,090	6,067	7,355	8,888
长期股权投资	255	255	255	255
固定资产	1,859	1,916	1,964	2,106
无形资产	328	328	328	328
非流动资产合计	3,953	4,078	4,119	4,147
资产合计	9,042	10,145	11,474	13,035
短期借款	1,683	1,783	1,783	1,783
应付账款及票据	2,122	2,307	2,905	3,442
其他流动负债	827	837	819	961
流动负债合计	4,632	4,927	5,506	6,186
长期借款	331	480	480	480
其他长期负债	362	343	332	321
非流动负债合计	693	823	813	801
负债合计	5,325	5,750	6,319	6,987
股本	387	387	387	387
少数股东权益	221	276	344	425
股东权益合计	3,717	4,395	5,155	6,048
负债和股东权益合计	9,042	10,145	11,474	13,035

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	0.86	23.20	20.50	18.30
EBIT 增长率	-45.52	135.30	21.51	17.53
净利润增长率	-57.49	180.15	22.92	18.46
盈利能力 (%)				
毛利率	32.40	32.40	32.00	31.90
净利润率	3.03	6.89	7.03	7.04
总资产收益率 ROA	2.63	6.56	7.13	7.43
净资产收益率 ROE	6.79	16.16	17.00	17.23
偿债能力				
流动比率	1.10	1.23	1.34	1.44
速动比率	0.66	0.81	0.95	1.04
现金比率	0.44	0.48	0.60	0.67
资产负债率 (%)	58.89	56.68	55.07	53.60
经营效率				
应收账款周转天数	40.70	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	82.64	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	0.90	1.01	1.08	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	1.72	2.11	2.50
每股净资产	9.02	10.63	12.42	14.52
每股经营现金流	2.17	1.68	3.96	4.33
每股股利	0.08	0.33	0.40	0.48
估值分析				
PE	41	15	12	10
PB	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	13.65	7.60	5.66	4.36
股息收益率 (%)	0.32	1.31	1.61	1.91

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	272	721	886	1,050
折旧和摊销	347	393	452	525
营运资金变动	153	-562	70	-29
经营活动现金流	841	649	1,536	1,676
资本开支	-854	-528	-504	-563
投资	90	0	0	0
投资活动现金流	-806	-420	-211	-563
股权募资	160	0	0	0
债务募资	389	251	-162	-12
筹资活动现金流	-31	115	-386	-265
现金净流量	5	344	938	849

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