

投资评级 优于大市 维持

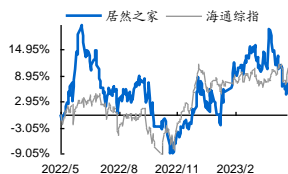
稳步发展下沉市场，S2B2C 引领新增长

股票数据

04月28日收盘价(元)	4.17
52周股价波动(元)	3.45-4.75
总股本/流通A股(百万股)	6529/2751
总市值/流通市值(百万元)	27226/11471

相关研究

《加大研发运营投入，打造 S2B2C 数字化产业服务平台》2022.11.08

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.5	-7.1	2.2
相对涨幅 (%)	-4.2	-6.1	5.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@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 年报和 23 年一季报, 22 年实现营业收入 129.8 亿元, 同比降低 0.7%; 归母净利润 16.5 亿元, 与 22 年调整后归母净利润相比降低 28.4%, 归母净利率 12.7%, 同比减少 5.1pct; 扣非归母净利润 17.0 亿元, 同比降低 23.9%, 扣非归母净利率 13.1%, 同比减少 4.0pct。22 年受宏观经济波动影响, 外部特定因素导致门店暂停营业及家装业务难以完成交付, 公司销售收入与归母净利润均有所下降。
- 单季度来看,** 22Q1-Q4/23Q1 公司实现营业收入 33.0/31.8/31.5/35.5/32.5 亿元, 同比变化 -1.3%/-2.6%/-0.7%/14.4%/-1.6%; 归母净利润 5.0/5.5/4.8/1.1/4.5 亿元, 归母净利率 15.3%/17.2%/15.4%/3.2%/14.0%, 同比变化 -3.1pct/+1.6pct/-3.4pct/-16.3pct/-1.3pct。
- 综合毛利率有所降低, 数字化研发投入增加。** 22 年公司综合毛利率为 44.9%, 同比降低 3.3pct。期间费用率为 24.4%, 同比增长 2.0pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.1%/4.2%/0.3%/8.8%, 同比变化 +2.0pct/+0.0pct/+0.3pct/-0.3pct。受外部特定因素影响, 线下促销活动减少, 公司所收取的临时促销费减少, 销售费用率有所增加; 同时, 公司持续加大对洞窝数字化研发的投入, 研发费用率有小幅增长。
- 租赁管理为主要业务, 商品销售营收实现增长。** 22 年。公司租赁及其管理业务/商品销售/加盟管理业务/装修/贷款保理业务/其他业务分别实现营收 72.4/42.2/6.3/3.6/0.9/4.5 亿元, 同比变化 -2.4%/+14.6%/-20.4%/-7.9%/-24.0%, 营收占比分别为 55.8%/32.5%/4.8%/2.8%/0.7%/3.4%。
- 加速渠道下沉进行连锁扩张, 直营卖场单位坪效提升。** 22 年, 公司主要以轻资产连锁加盟的方式, 持续巩固华北等核心区域的同时向西南、华东、华南等地区发力。三线及以下城市的下沉力度增大, 新开门店中 14 家位于三线及以下的城市。同时, 公司加强对连锁门店的管控, 严格比照直营店对加盟店实施管理, 促进了加盟店的提质增效。截至 22 年末, 公司直营卖场/加盟卖场分别有 91/337 家, 总计 428 家, 与 21 年末相比增加 7 家。公司另有现代百货店 6 家, 购物中心 2 家及各类超市 142 家。在直营卖场中, 租赁卖场 74 家, 自有商场 17 家, 共实现收入 69.2 亿元, 同比减少 1.8%, 但同时由于店铺面积减少, 平均实际单位面积经营收入 1497.9 元, 同比增长 3.9%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13071	12981	14613	16253	18077
(+/-)YoY(%)	44.9%	-0.7%	12.6%	11.2%	11.2%
净利润(百万元)	2303	1648	2327	2626	2940
(+/-)YoY(%)	69.8%	-28.4%	41.2%	12.8%	12.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.25	0.36	0.40	0.45
毛利率(%)	48.1%	44.9%	45.3%	45.1%	44.5%
净资产收益率(%)	12.0%	8.3%	10.5%	10.6%	10.6%

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

- 数字化转型开花结果，S2B2C 产业服务平台渐成雏形。**2022 年，公司打造的数字化产业服务平台“洞窝”逆势发展，在全面完成既定经营目标的基础上展现了产业数字化平台的强大力量，打造了营销全链路、会员全周期的核心能力。同时通过卖场数字化经营系统、直播招商开放平台、“洞见”系列 IP 等核心产品的商业化运营，对产业全链路做到了全方位赋能。截至 22 年底，“洞窝”累计实现平台交易 357 亿元，累计注册用户达到 1294 万人，上线 342 个卖场，5.1 万个商户以及 114 万件去重商品，其中外部的卖场及商户在平台上的占比均超过 35%。“洞窝”在服务公司自身的同时，在家居行业的整体影响力持续提升，逐渐具备了对外输出的数字化能力，逐渐显现出开放共赢的产业数字化平台的强大生命力。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 23-24 年归母净利润分别为 23.3/26.3 亿元，同增 41.2%/12.8%，4 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 12、10 倍。参考可比公司给予 23 年 12-13 倍 PE 估值及 1.40-1.45 倍 PB 估值，根据 PB 估值计算对应合理价值区间 4.74-4.91 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**终端需求不及预期，地产周期下行，流量分散化风险，新业务拓展不及预期。

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 (2023, 倍)
富森美	002818.SZ	大型建材家居卖场	14.2	11.4	1.74
美凯龙	601828.SH	大型建材家居卖场	5.2	11.1	0.46
王府井	600859.SH	百货业态的全国性连锁零售企业	22.3	25.4	1.47
平均			13.9	16.1	1.22

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：PE 为 Wind 一致预期，PB 为公司 2023 年一季报数据，收盘价为 2023 年 04 月 28 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	12981	14613	16253	18077
每股收益	0.25	0.36	0.40	0.45	营业成本	7158	7988	8919	10028
每股净资产	3.03	3.38	3.79	4.24	毛利率%	44.9%	45.3%	45.1%	44.5%
每股经营现金流	0.58	1.44	0.73	0.82	营业税金及附加	164	183	203	226
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	1445	1520	1658	1808
P/E	16.52	11.70	10.37	9.26	营业费用率%	11.1%	10.4%	10.2%	10.0%
P/B	1.38	1.23	1.10	0.98	管理费用	548	614	666	723
P/S	2.10	1.86	1.68	1.51	管理费用率%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
EV/EBITDA	7.69	8.15	6.79	5.42	EBIT	3529	4336	4864	5366
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1141	1205	1331	1410
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	8.8%	8.2%	8.2%	7.8%
毛利率	44.9%	45.3%	45.1%	44.5%	资产减值损失	-64	-7	-9	-10
净利润率	12.7%	15.9%	16.2%	16.3%	投资收益	-134	-73	-81	-90
净资产收益率	8.3%	10.5%	10.6%	10.6%	营业利润	2502	3275	3681	4110
资产回报率	3.1%	3.7%	4.0%	4.2%	营业外收支	-30	-59	-53	-47
投资回报率	5.5%	7.0%	7.3%	7.6%	利润总额	2472	3216	3628	4063
盈利增长 (%)					EBITDA	5972	4580	5089	5539
营业收入增长率	-0.7%	12.6%	11.2%	11.2%	所得税	751	804	907	1016
EBIT 增长率	-18.2%	22.9%	12.2%	10.3%	有效所得税率%	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-28.4%	41.2%	12.8%	12.0%	少数股东损益	72	84	95	107
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1648	2327	2626	2940
资产负债率	61.1%	62.7%	60.7%	59.0%					
流动比率	0.90	1.21	1.31	1.48	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.79	1.08	1.18	1.36	货币资金	4618	13187	16539	21217
现金比率	0.52	0.94	1.05	1.22	应收账款及应收票据	1083	478	540	620
经营效率指标					存货	586	277	308	347
应收账款周转天数	30.45	13.19	13.19	13.19	其它流动资产	1645	2906	3251	3644
存货周转天数	29.88	12.98	12.98	12.98	流动资产合计	7932	16847	20638	25828
总资产周转率	0.24	0.23	0.25	0.26	长期股权投资	857	857	857	857
固定资产周转率	4.53	4.84	5.08	5.45	固定资产	2863	3020	3202	3318
					在建工程	665	367	-135	-759
					无形资产	734	878	1023	1167
					非流动资产合计	45456	45371	45264	44884
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	53388	62218	65901	70712
净利润	1648	2327	2626	2940	短期借款	1094	1100	1300	1500
少数股东损益	72	84	95	107	应付票据及应付账款	506	1025	1144	1286
非现金支出	2661	301	282	216	预收账款	1075	2646	2943	3274
非经营收益	984	1300	861	1019	其它流动负债	6137	9199	10395	11339
营运资金变动	-1570	5376	903	1067	流动负债合计	8812	13971	15782	17399
经营活动现金流	3795	9388	4767	5349	长期借款	2464	2464	2464	2464
资产	-948	-152	57	323	其它长期负债	21333	22592	21743	21889
投资	-7	-112	-132	-145	非流动负债合计	23797	25056	24207	24353
其他	63	-173	153	58	负债总计	32609	39027	39989	41752
投资活动现金流	-892	-437	78	236	实收资本	6529	6529	6529	6529
债权募资	108	788	-316	283	归属于母公司所有者权益	19771	22099	24725	27665
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	1008	1093	1188	1295
其他	-4005	-1171	-1177	-1189	负债和所有者权益合计	53388	62218	65901	70712
融资活动现金流	-3895	-383	-1493	-906					
现金净流量	-992	8568	3352	4679					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 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,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,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,裕同科技,欧派家居

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。