

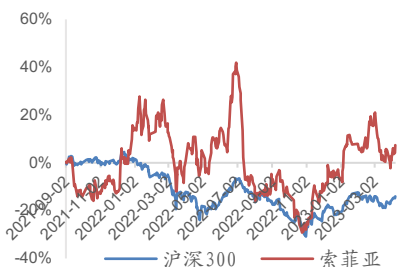
## 逆风韧性彰显，新势能动力充沛

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-10

收盘价(元) **20.80**  
近12个月最高/最低(元) **27.50/13.85**  
总股本(百万股) **912**  
流通股本(百万股) **639**  
流通股比例(%) **70.01**  
总市值(亿元) **190**  
流通市值(亿元) **133**

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

### 相关报告

1. 盈利逐季回暖，整装战略加速落地 2022-09-05
2. 整装渠道、米兰纳表现优异，零售增速环比改善 2022-04-29
3. 营收破百亿，整装定制打开战略空间 2022-04-13

### 主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年年报。**2022 年公司实现营收 112.23 亿元，同比+7.84%，归母净利润 10.64 亿元，同比+768.28%。22Q4 公司实现营收 32.89 亿元，同比+3.96%；归母净利润 2.61 亿元，同比+135.92%。
- **米兰纳下沉市场表现亮眼，整装战略下客单值提升明显。**2022A 公司“大家居”战略如期推进，新品牌、品类、渠道体现积极成长。**分产品**，22 年衣柜及配套/橱柜/木门营收分别 91.77/12.72/4.34 亿元，同比分别+10.98%/-10.41%/-5.26%，衣柜增速稳健。**分品牌**，索菲亚/司米/米兰纳/华鹤分别实现营收 95.09/10.40/3.20/1.69 亿元。其中米兰纳/华鹤同比+242.60%/+14.09%，索菲亚/米兰纳工厂端平均客单价分别同增 28%/17%。索菲亚品牌开拓橱柜、门窗市场，司米推出衣柜产品，华鹤提供全屋定制产品，进一步扩充整装战略品类。**门店方面**，截至年末索菲亚/司米/米兰纳/华鹤分别 2829/614/338/319 家，22H2 分别+177/-198/+33/+15 家。索菲亚主品牌门店持续翻新，省会城市收入短期占比下降至 24%。**分渠道**，22 年公司经销/大宗/直营渠道营收分别为 92.25/15.25/2.77 亿元，同比分别+10.34%/-4.91%/-19.06%。整装渠道营收同增 115.14%。整装战略带来的客单价提升，驱动经销渠道收入增长。大宗业务渠道客户结构不断优化，优质客户收入贡献提升至 55%。
- **客单值提升整体盈利修复、费用率改善。**公司 2022 年毛利率/净利率分别 32.99%/9.58%，同比-0.2pcts/+8.1pcts，22Q4 毛利率/净利率分别 33.35%/7.81%，同比+4.6/+30.7pct，整装战略持续深化，客单价有效提升，盈利整体修复；公司 2022 年销售/管理/财务费用率分别 9.94%/6.75%/0.62%，同比分别-0.24pcts/-0.26pcts/-0.03pcts。
- **投资建议。**整装拉动客单价，米兰纳业绩倍增成长持续兑现，整装延续高增长，公司高效全国布局的供应链，为整装战略提供坚实支撑，在全品类行业趋势下具备长期积累的护城河。地产边际复苏背景下，预计公司 23-25 年归母净利润 13.4/15.7/17.5 亿元，同比+26.2%、+16.9%、+11.2%，对应 PE 分别 14X/12X/11X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 地产复苏不及预期，原材料价格波动、渠道拓展不及预期等。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11223	13089	15046	16529
收入同比(%)	7.8%	16.6%	14.9%	9.9%
归属母公司净利润	1064	1343	1570	1747
净利润同比(%)	768.3%	26.2%	16.9%	11.2%
毛利率(%)	33.0%	33.1%	33.0%	33.0%
ROE(%)	18.4%	18.7%	17.8%	16.5%
每股收益(元)	1.17	1.47	1.72	1.91
P/E	17.83	14.13	12.09	10.87
P/B	3.28	2.64	2.16	1.79

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4655	5720	7705	9918	<b>营业收入</b>	11223	13089	15046	16529
现金	2114	2936	4653	6639	营业成本	7520	8763	10076	11074
应收账款	1306	1506	1731	1902	营业税金及附加	90	105	120	132
其他应收款	71	93	99	111	销售费用	1116	1309	1505	1653
预付账款	50	61	71	78	管理费用	758	884	1016	1116
存货	636	818	934	1014	财务费用	69	39	1	-17
其他流动资产	478	306	217	175	资产减值损失	-95	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7402	7434	7467	7500	公允价值变动收益	-36	0	0	0
长期投资	85	105	125	145	投资净收益	30	39	45	50
固定资产	3619	3671	3724	3776	<b>营业利润</b>	1287	1627	1901	2114
无形资产	1694	1655	1616	1577	营业外收入	9	1	1	1
其他非流动资产	2004	2003	2003	2002	营业外支出	6	3	2	2
<b>资产总计</b>	12057	13155	15172	17418	<b>利润总额</b>	1291	1625	1899	2113
<b>流动负债</b>	4580	4145	4714	5144	所得税	215	268	313	349
短期借款	872	0	0	0	<b>净利润</b>	1075	1357	1586	1764
应付账款	1511	1757	2011	2216	少数股东损益	11	14	16	18
其他流动负债	2196	2387	2703	2928	<b>归属母公司净利润</b>	1064	1343	1570	1747
<b>非流动负债</b>	1433	1557	1367	1367	EBITDA	1891	1968	2204	2382
长期借款	1270	1270	1270	1270	EPS (元)	1.17	1.47	1.72	1.91
其他非流动负债	164	288	98	98					
<b>负债合计</b>	6013	5702	6081	6511					
少数股东权益	261	275	291	308	<b>主要财务比率</b>				
股本	912	912	912	912	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	968	968	968	968	<b>成长能力</b>				
留存收益	3902	5297	6920	8719	营业收入	7.8%	16.6%	14.9%	9.9%
归属母公司股东权益	5782	7178	8800	10599	营业利润	188.1%	26.4%	16.8%	11.2%
<b>负债和股东权益</b>	12057	13155	15172	17418	归属于母公司净利	768.3%	26.2%	16.9%	11.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	33.0%	33.1%	33.0%	33.0%
					净利率 (%)	9.5%	10.3%	10.4%	10.6%
					ROE (%)	18.4%	18.7%	17.8%	16.5%
					ROIC (%)	13.6%	14.8%	14.6%	13.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	49.9%	43.3%	40.1%	37.4%
					净负债比率 (%)	99.5%	76.5%	66.9%	59.7%
					流动比率	1.02	1.38	1.63	1.93
					速动比率	0.86	1.17	1.42	1.72
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.93	1.00	0.99	0.95
					应收账款周转率	8.60	8.69	8.69	8.69
					应付账款周转率	4.98	4.99	5.01	5.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.17	1.47	1.72	1.91
					每股经营现金流(薄)	1.49	1.97	2.36	2.49
					每股净资产	6.34	7.87	9.65	11.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.83	14.13	12.09	10.87
					P/B	3.28	2.64	2.16	1.79
					EV/EBITDA	10.18	8.99	7.16	5.79

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 马远方,新加坡管理大学量化金融硕士,曾任职国盛证券研究所,2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所,以龙头白马确立研究框架,擅长挖掘成长型企业。

## 重要声明

### 分析师声明

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,以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,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,本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿,分析结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道,华安证券研究所力求准确、可靠,但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下,本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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,未经华安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。如欲引用或转载本文内容,务必联络华安证券研究所并获得许可,并需注明出处为华安证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内,证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准,A股以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。