

## 全年经营承压, Q1 环比恢复

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年公司实现营收18.3亿元, 同比下降15.2%; 归母净利润4.5亿元, 同比下降32%; 扣非后归母净利润4.2亿元, 同比下降33.6%。Q4单季度实现营收4.4亿元, 同比下降30.7%; 归母净利润0.8亿元, 同比下降62.8%; 扣非后归母净利润0.6亿元, 同比下降71.1%。公司拟每10股派发现金红利人民币6.2元, 分红率为88.6%。2023年Q1公司实现营收3.4亿元, 同比下降18%; 归母净利润1亿元, 同比下降17.2%; 扣非后归母净利润1亿元, 同比下降17.3%。
- 外部环境复杂严峻, 市场竞争加剧。** 2022年公司集成灶、橱柜分别实现营业收入16.4亿元/0.5亿元, 同比变动-16.7%/-19.2%。面对复杂严峻的外部环境, 公司所处的集成灶行业受国内外宏观经济形势、房地产调控政策等因素影响, 行业市场形势严峻, 市场消费能力下降。加之集成灶行业参与者逐渐增多, 行业竞争进一步加剧, 虽然渠道呈现多元化趋势, 但线下经销商仍是最主要的销售渠道, 受到较大影响。Q1营收仍呈下滑趋势, 但下滑幅度收窄, 预计后续重回增长趋势。
- 原材料价格导致利润率波动, Q1 环比恢复。** 2022年公司综合毛利率为44.1%, 同比下降7.6pp。其中集成灶毛利率46.9%, 同比下降7.2pp, 主要系原材料价格波动所致。费用率方面, 公司销售费用率为11.3%, 同比持平; 管理费用率为7.7%, 同比增加1.2pp, 主要系马桥人才公寓转固定资产后折旧增加所致; 财务费用率为-0.9%, 同比减少0.2pp。综合来看, 公司净利率为24.7%, 同比下降6.1pp。Q4单季度毛利率为42.5%, 同比下降8.3pp, 净利率为18.2%, 同比下降15.7pp。Q1公司主营业务毛利率47%, 同比下降2.8pp, 环比提升4.5pp, 净利率29.7%, 同比提升0.3pp, 环比大幅提升9.5pp。22Q1为营收高点, 因此23Q1虽营收仍有下滑, 但下滑幅度收窄, 盈利情况大幅改善。
- 盈利预测与投资建议。** 随着经营节奏逐渐恢复, 且基数下行, 预计后续公司重回增长渠道, 看好集成灶行业渗透率持续提升。预计2023-2025年公司EPS分别为0.88/0.98/1.09元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动风险, 终端销售不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1833.93	2050.12	2218.40	2400.56
增长率	-15.24%	11.79%	8.21%	8.21%
归属母公司净利润(百万元)	452.16	568.82	632.57	702.83
增长率	-31.97%	25.80%	11.21%	11.11%
每股收益EPS(元)	0.70	0.88	0.98	1.09
净资产收益率ROE	22.99%	24.29%	24.25%	24.18%
PE	17	13	12	11
PB	3.90	3.28	2.94	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤  
执业证号: S1250522080003  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.46
流通A股(亿股)	4.30
52周内股价区间(元)	10.05-14.85
总市值(亿元)	73.13
总资产(亿元)	24.36
每股净资产(元)	3.19

### 相关研究

- 浙江美大(002677): 短期因素扰动, Q2 增长承压 (2022-08-28)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：集成灶渗透率持续提升，假设未来五年之内集成灶行业渗透率做到 20% 以上；

假设 2：公司产品渠道布局持续完善，假设 2023-2025 年公司集成灶销量增速分别为 12%/8%/8%，产品均价几乎持平；

假设 3：公司强化品牌营销，加强渠道建设，假设公司 2023-2025 年销售费用率分别为 10.5%/10.8%/11%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
集成灶	收入	1639.95	1836.74	1983.68	2142.38
	增速	-16.68%	12.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	46.90%	51.00%	52.00%	53.00%
橱柜	收入	47.87	52.66	57.92	63.71
	增速	-19.27%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.64%	27.00%	27.50%	28.00%
其他业务	收入	146.11	160.72	176.79	194.47
	增速	7.39%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.61%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	1833.93	2050.12	2218.40	2400.56
	增速	-15.24%	11.79%	8.21%	8.21%
	毛利率	44.11%	48.35%	49.21%	50.07%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.5 亿元 (+11.8%)、22.2 亿元 (+8.2%) 和 24 亿元 (+8.2%)，归母净利润分别为 5.7 亿元 (+25.8%)、6.3 亿元 (+11.2%)、7 亿元 (+11.1%)，EPS 分别为 0.88/0.98/1.09 元，对应动态 PE 分别为 13.4/12.1/10.9 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300894.SZ	火星人	111.2	27.2	0.93	0.83	1.1	1.35	53	33.55	25.14	20.52
605336.SH	帅丰电器	29.87	16.18	1.16	1.38	1.58	1.75	12.76	11.74	10.22	9.27
300911.SZ	亿田智能	43.94	40.91	1.95	2.69	3.23	3.53	23.65	15.15	12.6	11.55
平均值								29.80	20.15	15.99	13.78
002677.SZ	浙江美大	70.9	10.97	0.70	0.88	0.98	1.09	16.97	13.49	12.13	10.92

数据来源：Wind, 西南证券整理

综合考虑业务范围，选取了集成灶行业 3 家上市公司作为估值参考。从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 14 倍，行业平均值为 20 倍，显著低于行业平均估值水平。随着公司渠道建设逐步完善，公司经营有望逐步恢复，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1833.93	2050.12	2218.40	2400.56	净利润	452.16	568.82	632.57	702.83
营业成本	1025.00	1058.98	1126.76	1198.65	折旧与摊销	66.41	122.62	129.13	132.09
营业税金及附加	17.87	19.01	20.85	22.51	财务费用	-17.10	-34.13	-45.58	-55.77
销售费用	206.35	215.26	239.59	264.06	资产减值损失	-0.49	0.00	0.00	0.00
管理费用	79.74	143.51	155.29	168.04	经营营运资本变动	-134.14	105.96	65.80	27.57
财务费用	-17.10	-34.13	-45.58	-55.77	其他	2.89	-9.16	-10.03	-10.01
资产减值损失	-0.49	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>369.73</b>	<b>754.11</b>	<b>771.89</b>	<b>796.71</b>
投资收益	34.78	10.00	10.00	10.00	资本支出	68.48	-65.00	-89.00	-18.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	443.33	10.30	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>511.82</b>	<b>-54.70</b>	<b>-79.00</b>	<b>-8.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>528.66</b>	<b>657.48</b>	<b>731.50</b>	<b>813.08</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.65	3.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>525.02</b>	<b>660.48</b>	<b>734.50</b>	<b>816.08</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	72.86	91.66	101.93	113.25	支付股利	-426.39	-290.06	-364.90	-405.79
净利润	452.16	568.82	632.57	702.83	其他	-1.80	128.63	45.58	55.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-428.19</b>	<b>-161.43</b>	<b>-319.32</b>	<b>-350.02</b>
归属母公司股东净利润	452.16	568.82	632.57	702.83	<b>现金流量净额</b>	<b>453.35</b>	<b>537.98</b>	<b>373.57</b>	<b>438.68</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1099.19	1637.18	2010.75	2449.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	23.56	27.35	28.65	31.23	销售收入增长率	-15.24%	11.79%	8.21%	8.21%
存货	119.11	123.03	130.90	139.26	营业利润增长率	-31.77%	24.37%	11.26%	11.15%
其他流动资产	62.46	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-31.97%	25.80%	11.21%	11.11%
长期股权投资	59.82	59.82	59.82	59.82	EBITDA 增长率	-29.53%	29.07%	9.26%	9.12%
投资性房地产	15.19	15.19	15.19	15.19	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	703.64	654.80	620.94	509.12	毛利率	44.11%	48.35%	49.21%	50.07%
无形资产和开发支出	155.78	147.16	142.54	141.92	三费率	14.67%	15.84%	15.75%	15.68%
其他非流动资产	41.95	56.50	54.84	53.18	净利率	24.66%	27.75%	28.51%	29.28%
<b>资产总计</b>	<b>2280.70</b>	<b>2721.02</b>	<b>3063.63</b>	<b>3399.17</b>	ROE	22.99%	24.29%	24.25%	24.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.83%	20.90%	20.65%	20.68%
应付和预收款项	133.85	223.68	288.63	300.83	ROIC	53.52%	69.86%	91.75%	122.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.52%	36.39%	36.74%	37.05%
其他负债	180.33	155.93	165.93	192.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>314.18</b>	<b>379.62</b>	<b>454.57</b>	<b>493.06</b>	总资产周转率	0.79	0.82	0.77	0.74
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	固定资产周转率	2.49	3.05	3.58	4.44
资本公积	104.92	104.92	104.92	104.92	应收账款周转率	113.14	123.22	123.12	122.50
留存收益	1311.67	1590.43	1858.10	2155.13	存货周转率	8.54	8.75	8.87	8.87
归属母公司股东权益	1966.53	2341.40	2609.07	2906.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.44%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1966.53</b>	<b>2341.40</b>	<b>2609.07</b>	<b>2906.10</b>	资产负债率	13.78%	13.95%	14.84%	14.51%
负债和股东权益合计	2280.70	2721.02	3063.63	3399.17	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.53	5.05	5.06	5.61
					速动比率	4.11	4.71	4.76	5.31
					股利支付率	94.30%	50.99%	57.69%	57.74%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	577.97	745.97	815.05	889.40	每股收益	0.70	0.88	0.98	1.09
PE	16.97	13.49	12.13	10.92	每股净资产	3.04	3.62	4.04	4.50
PB	3.90	3.28	2.94	2.64	每股经营现金	0.57	1.17	1.19	1.23
PS	4.19	3.74	3.46	3.20	每股股利	0.66	0.45	0.56	0.63
EV/EBITDA	11.23	7.98	6.84	5.78					
股息率	5.56%	3.78%	4.75%	5.29%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn