

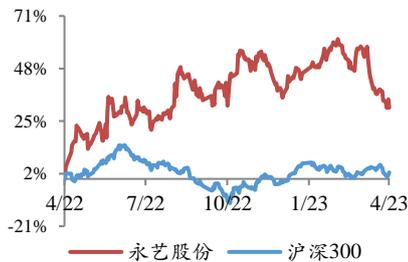
外销份额逆势提升，内销加大开拓力度

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	9.32
近12个月最高/最低(元)	11.44/7.49
总股本(百万股)	303
流通股本(百万股)	303
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	28

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.Q3 营收降幅收窄，补偿款增厚利润
2022-10-31

2.22Q2 收入环比提升，逆势提份额降
成本 2022-08-31

3.自有品牌增速靓丽，海外产能稀缺
性凸显 2022-05-04

主要观点：

- **公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**公司 2022 年营收 40.55 亿元，同比-12.95%，归母净利润 3.35 亿元，同比+84.86%，非经常性损益合计 9276 万元，主要系非流动资产处置损益（8939 万元）及所得税影响（1566 万元）。22Q4 公司营收 8.67 亿元，同比-27.91%，归母净利润 5028.94 万元，同比+142.99%；23Q1 公司营收 6.97 亿元，同比-30.9%，归母净利润 5172.71 万元，同比+9.46%。
- **欧美需求短期承压，海外产能布局逆势提份额。**2022 年在全球流动性收紧、地缘冲突、海运缓解货物集中到港累库影响下，短期内市场需求收缩，根据海关总署，2022 年我国办公椅出口额同比-30.15%，沙发出口额同比-19.02%。公司针对不同客户多措并举强化营销，提份额对冲需求下滑。**分产品看**，办公椅/沙发/按摩椅身 27.8/8.2/3.5 亿元，同比下滑 11.5%/15.4%/13.0%。办公椅、沙发降幅明显窄于行业平均水平，市场份额逆势提升。此外，公司加强海外优质产能建设（越南、罗马尼亚基地），承接新一轮欧美订单转移，有望进一步迎接份额提升。
- **内销加大开拓力度，线上线渠道持续深耕。****分地区看**，公司外销/内销营收 32.1/8.3 亿元，同比-13.5%/-9.9%。内销加大市场开拓力度，全力打造自主品牌，完成多款智能办公椅、升降桌等家具新品开发并广受好评。**分渠道看**，2022 年线上/线下渠道营收分别 2.85/37.5 亿元，同比+0.02%/-13.6%。线上提升主流电商平台知名度，积极布局新零售、私域平台打造差异化新品；线下继续加强区域经销商沟通服务，同时针对直营大客户打造灯塔标杆，提升 B 端项目获客能力。
- **成本压力缓解，供应链优化增效降本，汇兑短期增厚盈利。**公司 2022 年毛利率/净利率 19.34%/8.32%，同比+4.7/+4.4pct，盈利能力提升主因 1) 精益生产及供应链建设增效降本、2) 主要原材料价格水平同比下滑，成本压力缓解、3) 汇兑收益增厚盈利，2022 年公司汇兑收益 2935 万元（上年同期汇兑损失 1755 万元）、4) 土地房屋拆迁补偿收益（投资活动现金流净额同比+77.06%）。23Q1 公司毛利率 22.45%，同比/环比分别+5.8/+1.12pct，净利率 7.47%，同比/环比+2.71/1.66pct，盈利能力持续向上。费用方面，公司 2022 年期间费用 4.7%，同比-0.39pct，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率 1.47%/1.76%/1.61%/-0.14%。
- **投资建议。**预计 2023-2025E 公司归母净利润 3.11/3.48/4.04 亿元，同比-7.4%/+12.2%/+15.8%，对应 PE 为 9.33X/8.32X/7.18X，维持“买入”评级。

● **风险提示**原材料价格上行、海外去库节奏放缓、渠道开拓不及预期。

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	4055	4172	4655	5264
收入同比 (%)	-13.0%	2.9%	11.6%	13.1%
归属母公司净利润	335	311	348	404
净利润同比 (%)	84.9%	-7.4%	12.2%	15.8%
毛利率 (%)	19.3%	20.2%	20.9%	21.2%

ROE (%)	19.0%	14.8%	14.4%	14.3%
每股收益 (元)	1.11	1.03	1.15	1.33
P/E	8.78	9.33	8.32	7.18
P/B	1.68	1.38	1.20	1.03
EV/EBITDA	6.76	4.69	3.44	2.50

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1648	1615	1979	2475	营业收入	4055	4172	4655	5264
现金	688	586	874	1218	营业成本	3271	3327	3681	4148
应收账款	406	454	493	563	营业税金及附加	18	20	22	25
其他应收款	9	10	11	12	销售费用	147	150	159	183
预付账款	20	22	24	27	管理费用	176	171	191	216
存货	407	465	496	569	财务费用	-14	-3	41	49
其他流动资产	117	78	81	86	资产减值损失	-14	-10	-7	-6
非流动资产	1339	1396	1431	1454	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	8	5	7
固定资产	1051	1104	1142	1166	营业利润	388	360	402	466
无形资产	209	223	235	247	营业外收入	6	1	1	1
其他非流动资产	79	70	55	41	营业外支出	4	2	1	1
资产总计	2987	3011	3410	3929	利润总额	390	360	402	466
流动负债	1131	831	912	1025	所得税	52	47	51	60
短期借款	328	0	0	0	净利润	337	312	350	406
应付账款	488	551	590	672	少数股东损益	2	2	2	2
其他流动负债	315	280	322	353	归属母公司净利润	335	311	348	404
非流动负债	83	68	68	68	EBITDA	392	502	601	688
长期借款	50	45	45	45	EPS (元)	1.11	1.03	1.15	1.33
其他非流动负债	33	23	23	23					
负债合计	1213	899	979	1093					
少数股东权益	14	15	17	19	主要财务比率				
股本	303	303	303	303	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	564	564	564	564	成长能力				
留存收益	894	1231	1548	1951	营业收入	-13.0%	2.9%	11.6%	13.1%
归属母公司股东权益	1760	2097	2414	2817	营业利润	103.4%	-7.2%	11.6%	16.0%
负债和股东权益	2987	3011	3410	3929	归属于母公司净利	84.9%	-7.4%	12.2%	15.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	19.3%	20.2%	20.9%	21.2%
					净利率 (%)	8.3%	7.4%	7.5%	7.7%
					ROE (%)	19.0%	14.8%	14.4%	14.3%
					ROIC (%)	11.5%	14.3%	15.5%	15.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	40.6%	29.9%	28.7%	27.8%
					净负债比率 (%)	68.4%	42.6%	40.3%	38.5%
					流动比率	1.46	1.94	2.17	2.42
					速动比率	1.08	1.36	1.60	1.83
					营运能力				
					总资产周转率	1.36	1.39	1.37	1.34
					应收账款周转率	9.98	9.19	9.44	9.35
					应付账款周转率	6.70	6.04	6.24	6.17
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.11	1.03	1.15	1.33
					每股经营现金流薄)	2.44	1.39	1.70	1.78
					每股净资产	5.82	6.93	7.98	9.31
					估值比率				
					P/E	8.78	9.33	8.32	7.18
					P/B	1.68	1.38	1.20	1.03
					EV/EBITDA	6.76	4.69	3.44	2.50

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, 2022年水晶球轻工造纸行业(公募榜)第五名, 2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师, 2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。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达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。