

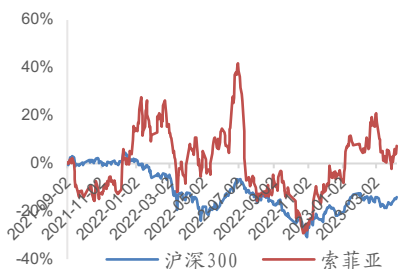
利润率改善，23Q1 整装渠道收入同增 78.4%

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价（元）	18.92
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）	173
流通市值（亿元）	121

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

主要观点：

- **事件：公司发布 2023 年一季报。**23Q1 公司实现营收 18.05 亿元，同比-9.07%；归母净利润 1.04 亿元，同比-8.86%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比-15.09%。
- **经销韧性凸显，整装渠道势能向上延续高增。**23Q1 营收下滑主因 22Q4 疫情影响接单。整装、米兰纳贡献增长。**分渠道**，23Q1 经销/大宗/直营零售渠道营收分别为 14.49/2.97/0.50 亿元，同比-9.27%/ -11.34%/ -19.35%；占比分别为 80.28%/16.45%/2.78%，同比+0.37pct/-0.29pct/-0.32pct。**整装渠道延续高增长，23Q1 势能向上，营收同比+78.42%。****分品牌**，23Q1 米兰纳增长贡献较大，2 月以来客流、订单环比逐月恢复，预计收入端于 23Q2 开始反弹，索菲亚零售弹性较大。索菲亚品牌去年策略效果逐渐显现，整家定制模式推动客单值提升，预计 2023 年订单增长趋势向好；米兰纳持续下沉，预计全年延续高增；司米全新战略升级为“高端整家定制”，全面推进整家定制的深度转型，重新招商改革发力；华鹤加快“整家定制”战略转型升级，强化招商、建店。
- **23Q1 毛利率显著改善，存货减少、合同负债大幅增加。**23Q1 毛利率为 33.25%，同比+1.93pct，毛利率显著改善主因 1) 板材等原材料价格下降；2) 公司 22H2 开始降本增效逐渐显现。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别 11.28%/8.94%/4.38%/1.14%，同比 -0.90pct/+1.29pct/+1.09pct/+0.30pct，公司加强控费，对广告宣传费用投放节奏调整，投放更加精准，预计今年公司营销策略调整销售费用率优化。截至 23Q1 末存货同比减少 22.82%，较 2022 年末减少 11.32%。23Q1 存货周转天数 44.86 天，同比-3.41 天。截至 23Q1 末合同负债 9.98 亿元，同比+5.82%，较 2022 年末+42.17%。此外，23Q1 经营活动现金流净额 1.93 亿元，同比由负转正，增长 167.94%。
- **投资建议。**整家拉动客单价，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，为整家战略提供坚实支撑，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。

相关报告

1. 顺风韧性彰显，新势动力充沛
2023-04-10
2. 盈利逐季回暖，整家战略加速落地
2022-09-05
3. 整装渠道、米兰纳表现优异，零售增速环比改善
2022-04-29

● 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
流动资产	4655	5720	7705	9918	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	12057	13155	15172	17418	利润总额	1291	1625	1899	2113
流动负债	4580	4145	4714	5144	所得税	215	268	313	349
短期借款	872	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	1064	1343	1570	1747
非流动负债	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					
负债合计	6013	5702	6081	6511					
少数股东权益	261	275	291	308					
股本	912	912	912	912					
资本公积	968	968	968	968					
留存收益	3902	5297	6920	8719					
归属母公司股东权	5782	7178	8800	10599					
负债和股东权益	12057	13155	15172	17418					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1363	1798	2151	2275
净利润	1064	1343	1570	1747
折旧摊销	511	358	356	357
财务费用	90	77	51	51
投资损失	-30	-39	-45	-50
营运资金变动	-316	44	202	152
其他经营现金流	1424	1315	1386	1613
投资活动现金流	-881	-151	-193	-239
资本支出	-870	-317	-315	-315
长期投资	-185	130	80	30
其他投资现金流	174	36	42	47
筹资活动现金流	-1126	-825	-241	-51
短期借款	-430	-872	0	0
长期借款	253	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-352	0	0	0
其他筹资现金流	-597	47	-241	-51
现金净增加额	-644	822	1717	1986

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	7.8%	16.6%	14.9%	9.9%
营业利润	188.1%	26.4%	16.8%	11.2%
归属于母公司净利	768.3%	26.2%	16.9%	11.2%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.47	1.72	1.91
每股经营现金流	1.49	1.97	2.36	2.49
每股净资产	6.34	7.87	9.65	11.62
估值比率				
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。