



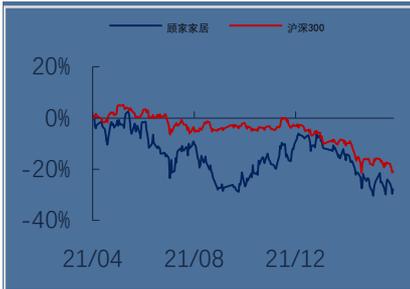
Research and
Development Center

零售运营品类融合，助力大家居进程

—顾家家居(603816)首次覆盖报告

2022年04月24日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
顾家家居 (603816)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	59.56
52 周内股价波动区间 (元)	86.00-56.50
最近一月涨跌幅 (%)	-6.65
总股本 (亿股)	6.32
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	376.55

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

零售运营品类融合，助力大家居进程

2022 年 04 月 24 日

报告内容摘要：

- ◆2021 年增速亮眼，过去六年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 31%、22%。**公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入为 183.42 亿元，同比增长 44.81%；归母净利润 16.64 亿元，同比增长 96.87%，如果剔除 2020 年计提商誉减值损失 4.84 亿元影响，调整后 2021 年归母净利润同比增长约 25%，业绩增长主要由内外销及多元化产品驱动稳健增长。分季度收入，公司 21 年 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 65%/65%/41%/24%，总体呈逐季增长趋势，净利润分别增长 26%/44%/7%/33% (Q4 剔除商誉减值影响估算)。
- ◆软体行业空间广阔，公司市场份额仍有较大提升空间。**根据历史地产销售、家具品类单值以及渗透率数据测算，我们估计 2021 年软体行业出厂规模约 1213 亿元，未来 3 年预计保持 5%~6% 的增长态势；其中，沙发行业出厂规模约 572 亿元、床具行业出厂规模约 641 亿元。近年来，顾家家居的市场份额呈较快提升态势，公司内销占软体家居行业的市占率从 2015 年的 3.6%，持续提升至 2021 年的 6.2%，但仍然明显偏低。未来随着公司渠道、品类持续扩张，预计市占率仍有较大提升空间。
- ◆品类融合快速推进，多品牌矩阵覆盖更多客户群。**按主要产品划分，公司 2021 年沙发/软床及床垫/配套产品/定制家具营业收入占比分别为 51%/18%/17%/4%，增速分别为 45%/43%/41%/45%，核心品类均实现 40% 以上亮眼增长。品牌端，公司 2021 年自主品牌收入占比为 76%，收入规模 139.85 亿元，同比显著增长 50.7%；目前公司拥有沙发/床垫/定制等八大产品系列、独立轻时尚品牌“天禧派”、自有品牌“东方荟”、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并在 18 年收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌 KUKA HOME，不断完善覆盖不同价值带与客户群体的品牌矩阵。
- ◆外销恢复快速增长，内销渠道升级融合大店成效显著。**1) **外销：**公司 2021 年外销收入占比约 38%，实现外销收入 69.18 亿元，同比增长 48.7%，通过进行海外产能布局、供应链优化及本土化布局优化业务运营。产品结构上，北美市场功能沙发向中低端系列扩展，促进向床垫等新产品扩展；产能上，建设越南、墨西哥两大制造基地，有效对冲关税及贸易政策相关风险并提升效率。2) **内销：**2021 年内销收入占比约 58%，实现外销收入 107.12 亿元，同比增长 40.0%，公司自 2018 年起开始渠道变革，主要聚焦区域零售中心、融合大店及门店数字化升级，形成 1+N+X 的渠道打法，2021 年公司国内总门店数为 6456 家，同比 2020 年减少 274 家，其中自有品牌经销店/直营店/其他品牌经销店分别为 4463 家/152 家/1841 家，分别变化-274 家/+42 家/-3 家，单店向融合大店的优化升级显著提升客单价及店效。
- ◆盈利预测与投资评级：**公司作为国内软体行业龙头，组织能力业内领先，通过经销商及高管激励绑定核心利益，彰显发展信心。近年持续零售渠道改革，融合大店模式下产品+渠道配合增长路径清晰，重视制造大后台效率提升。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 20.04 亿元、24.77 亿元、30.58 亿元，同比分别增长 20.4%、23.6%、23.5%，目前 (2022/4/22) 股价对应 2022 年 PE 为 18.8x，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12,666	18,342	22,113	26,353	31,093
增长率 YoY %	14.2%	44.8%	20.6%	19.2%	18.0%
归属母公司净利润 (百万元)	845	1,664	2,004	2,477	3,058
增长率 YoY%	-27.2%	96.9%	20.4%	23.6%	23.5%
毛利率%	30.0%	28.9%	28.7%	29.3%	30.0%
净资产收益率ROE%	12.5%	20.8%	22.2%	24.1%	25.8%
EPS(摊薄)(元)	1.34	2.63	3.17	3.92	4.84
市盈率 P/E(倍)	44.55	22.62	18.79	15.20	12.31
市净率 P/B(倍)	5.59	4.70	4.17	3.66	3.18

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价

目 录

一、软体行业空间广阔，龙头份额大有可为	5
二、内外销齐头并进，零售家居升级成效显著	6
2.1 软体+定制核心产品协同共进，自主品牌增速亮眼	7
2.2 外销恢复快速增长，内销融合大店成效显著	8
三、盈利预测与投资评级	9
四、风险因素	11

表 目 录

表 1：2021 年软体行业规模约 1213 亿元	5
表 2：利润预测简表	9
表 3：分季度利润表财务指标	10
表 4：可比公司 2022 年平均 PE 约 18 倍	10

图 目 录

图 1：顾家家居沙发、床具市场份额持续提升	6
图 2：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 31%	6
图 3：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 22%	6
图 4：分季度收入表现	7
图 5：分季度利润表现	7
图 6：公司产品结构多元化	7
图 7：公司自有品牌收入显著驱动增长	7
图 8：公司内外销结构整体稳定	8
图 9：2021 年公司外销收入增长显著回升	8
图 10：2015-2021 年公司各品类门店数量	8
图 11：融合大店下公司内销单店提货增长显著	8

一、软体行业空间广阔，龙头份额大有可为

2021 年软体行业规模约 1213 亿元，对应整体渗透率约 42%。1) 从消费者对于家装消费需要场景来看，我们分别对新房、二手房、存量房三类需求进行每年家装需求量的测算。其中，假设存量房翻新周期为 15 年、每年翻新 10%，假设新房和二手房需求量呈平稳略降趋势，对应得到 2022-2024 年家装需求量稳定在 2014-2023 万套左右。2) 根据软体家具三大品类，即沙发、床垫、软床的出厂均价以及渗透率趋势，我们估计 2021 年软体行业出厂规模约 1213 亿元，未来 3 年保持 5%~6% 的增长态势；其中，估计 2021 年沙发行业出厂规模约 572 亿元、床具行业出厂规模约 641 亿元。

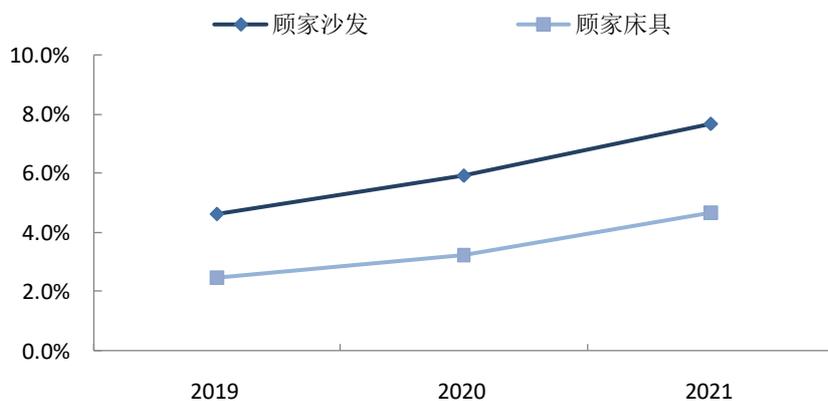
表 1：2021 年软体行业规模约 1213 亿元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1) 新房需求套数 (万套)	1225	1316	1329	1335	1349	1343	1316	1276
yoy	10%	7%	1%	0%	1%	0%	-2%	-3%
2) 二手房成交套数 (万套)	430	430	426	420	393	381	374	370
yoy	-15%	0%	-1%	-1%	-6%	-3%	-2%	-1%
假设存量房翻新周期 15 年、10% 当年翻新								
3) 存量房翻新套数 (万套)	186	199	220	243	269	299	332	368
yoy	6%	7%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
我国城镇人口 (亿人)	8.43	8.64	8.84	9.02	9.14	9.27	9.41	9.55
城市人均住宅面积 (平米)	37	39	40	41	42	43	43	44
城镇住宅存量面积 (亿平米)	314	337	354	368	382	395	408	422
家装需求量合计 (万套)	1842	1945	1975	1998	2011	2023	2022	2014
yoy	2%	6%	2%	1%	1%	1%	0%	0%
软体家具市场规模 (亿元)	958	1063	1133	1147	1213	1284	1351	1414
yoy	5%	11%	7%	1%	6%	6%	5%	5%
沙发								
平均每户购置沙发数 (个)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
沙发单价 (万元/个)	0.36	0.36	0.37	0.35	0.36	0.36	0.37	0.37
沙发渗透率	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
沙发市场规模	523	561	578	560	572	583	592	599
yoy	4%	7%	3%	-3%	2%	2%	1%	1%
床垫								
平均每户购置床垫数 (个)	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70
床垫单价 (万元/个)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11
床垫渗透率	0.62	0.63	0.64	0.64	0.65	0.67	0.68	0.69
床垫市场规模	226	259	286	302	329	360	390	418
yoy	6%	15%	10%	6%	9%	9%	8%	7%
软床								
平均每户购置软床数 (个)	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70
软床单价 (万元/个)	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15	0.15
软床渗透率	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48
软床市场规模	209	242	269	285	312	341	369	398
yoy	7%	16%	11%	6%	10%	9%	8%	8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

顾家家居近年市场份额加快提升，未来仍然大有可为。从公司过去几年发展情况来看，公司占软体家居行业的市占率从2015年的3.6%，持续提升至2021年的6.2%，市场份额保持较快提升。但由于家居行业格局分散，目前公司市占率仍然明显偏低，未来随着公司渠道、品类持续扩张，预计市占率仍有较大提升空间。

图1：顾家家居沙发、床具市场份额持续提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、内外销齐头并进，零售家居升级成效显著

2021年增速亮眼，过去六年营业收入、归母净利润CAGR分别为31%、22%。公司发布2021年年报，2021年实现营业收入为183.42亿元，同比增长44.81%；归母净利润16.64亿元，同比增长96.87%，如果剔除2020年计提商誉减值损失4.84亿元影响，调整后2021年归母净利润同比增长约25%，业绩增长主要由内外销及多元化产品驱动稳健增长。分季度收入看，公司21年Q1/Q2/Q3/Q4收入分别同比增长65%/65%/41%/24%，净利润分别增长26%/44%/7%/33%（Q4剔除商誉减值影响估算），整体保持较快发展态势。

图2：2015-2021年公司收入CAGR为31%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图3：2015-2021年公司净利CAGR为22%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：分季度收入表现


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

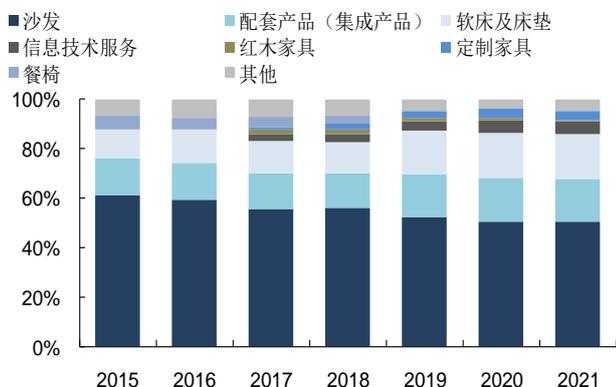
图 5：分季度利润表现


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2.1 软体+定制核心产品协同共进，自主品牌增速亮眼

目前，公司已形成沙发、床垫、定制三大核心品类，软体+定制产品矩阵实现客餐卧空间一体化。按主要产品划分，公司 2021 年沙发/软床及床垫/配套产品/定制家具营业收入占比分别为 51%/18%/17%/4%，增速分别为 45%/43%/41%/45%，核心品类优势稳固，均实现 40% 以上的快速增长。

产品研发端，持续贯彻满足消费者多元化需求原则，推动“软体+定制”融合一体化设计研发销售，为消费者提供风格统一的拎包入住解决方案。**品牌端**，公司 2021 年自主品牌收入占比为 76%，收入规模 139.85 亿元，同比显著增长 50.7%；目前公司拥有沙发、床垫、定制等八大产品系列，同时拥有独立轻奢时尚品牌“天禧派”，自有品牌“东方荟”（新中式风格家具）、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并在 18 年通过收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌 KUKA HOME，建立了覆盖不同价值带与客户群体的品牌矩阵。

图 6：公司产品结构多元化


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

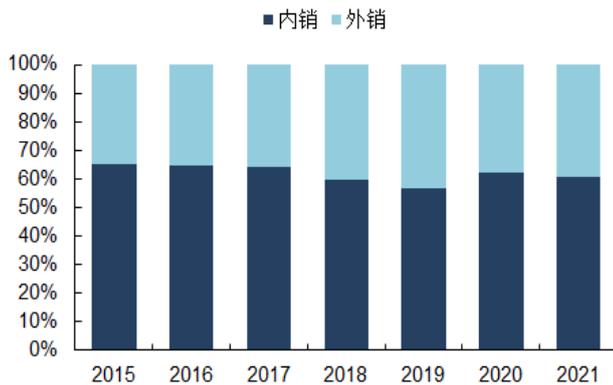
图 7：公司自有品牌收入显著驱动增长 (百万元)


资料来源：公司公告, 信达证券研发中心

2.2 外销恢复快速增长，内销融合大店成效显著

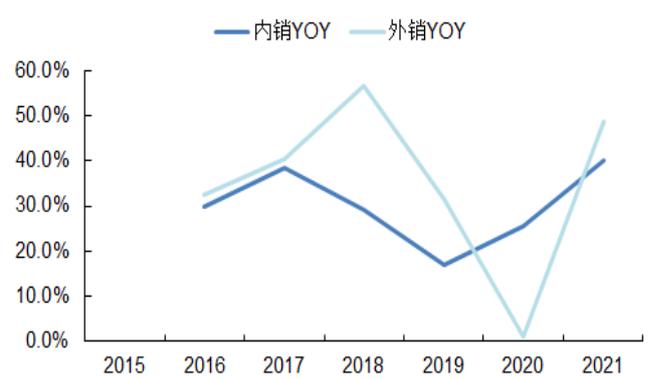
外销受益海外消费及出口强劲增长，本土化运营提质增效。公司 2021 年外销收入占比约 38%，实现外销收入 69.18 亿元，同比增长 48.7%。公司外销业务贯彻“软体产品全面领先、供应量效率驱动、从本土化营销到本土化经营”3 大业务主轴以及“国家战略、大客户战略、产品竞争力提升战略”3 大业务方向，通过进行海外产能布局、供应链优化及本土化布局优化业务运营。**产品结构上**，北美市场功能沙发向中低端系列扩展，固定产品线建立适合不同业务模式的产品系列促进床垫等新产品扩展；**产能上**，建设越南、墨西哥两大制造基地，有效对冲关税及贸易政策相关风险并提升效率。

图 8：公司内外销结构整体稳定



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2021 年公司外销收入增长显著回升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

内销零售运营、数字化建设升级，融合大店模式有效聚合软体+定制。公司 2021 年内销收入占比约 58%，实现外销收入 107.12 亿元，同比增长 40.0%。公司自 2018 年起开始渠道变革，主要聚焦精细化管理及品类融合模式创新。目前公司已形成多个区域零售中心，放权终端灵活决策，因地制宜精细化发展。公司探索出 1+N+X 的渠道打法，店态上向融合大店迭代，同时减少单品类门店形式，门店实现品类多元并以软体+定制带动整体客单价提升。

2021 年，公司国内总门店数为 6456 家，其中，自有品牌经销店/直营店/其他品牌经销店分别为 4463 家/152 家/1841 家，分别变化-274 家/+42 家/-3 家，单店向融合大店的优化升级，带动公司客单价及店效明显提升。数字化方面，公司同时为门店搭建信息化系统，精准掌握终端零售情况，并将仓储物流配送等环节标准化，提升服务标准化能力，逐渐从制造型向零售型家居企业转型。

图 10：2015-2021 年公司各品类门店数量



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 11：融合大店下公司内销单店提货增长显著



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

经销商及高管激励计划绑定核心利益，助力渠道业务发展。22年3月公司公告经销商增持股份二期计划，拟增持1-2亿元。此前，公司在20年发布的一期增持计划，增持1.02亿元，约占总股本0.4%。通过一、二期经销商股份增持计划，公司实现与经销商核心利益绑定，有助于公司实现内销渠道扩张。22年3月公司同期公告副总裁李云海先生或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划等在3月10日起6个月内，使用自有及自筹资金增持500-1000万元，增持价格不超过100元/股，高管增持计划彰显公司对未来发展的信心。

三、盈利预测与投资评级

主要收入假设：考虑到公司多品类融合快速推进，以及新品类持续门店扩张，假设2022-2024年内销沙发分别同比增长20%、15%、15%，床具分别同比增长30%、25%、25%，定制家具分别同比增长50%、30%、25%，假设2022-2024年外销收入分别同比增长20%、18%、15%。综合以上考虑，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为221.13亿元、263.53亿元、310.93亿元，同比分别增长20.6%、19.2%、18%。

毛利率和费用率假设：1) 考虑到公司内销已提价应对原材料成本上行压力，外销业务运营优化利润率修复，假设2022-2024年公司各项业务毛利率基本稳定，对应2022-2024年综合毛利率分别为28.7%、29.3%、30%。2) 假设2022-2024年销售费用率、管理、研发费用率基本稳定。3) 假设2022-2024年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑，我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为20.04亿元、24.77亿元、30.58亿元，同比分别增长20.4%、23.6%、23.45%。

表2：利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,094	12,666	18,342	22,113	26,353	31,093
%增长率	20.9%	14.2%	44.8%	20.6%	19.2%	18.0%
营业成本	7,226	8,870	13,048	15,770	18,619	21,778
%销售收入	65.1%	70.0%	71.1%	71.3%	70.7%	70.0%
毛利	3,867	3,796	5,294	6,343	7,734	9,314
%销售收入	34.9%	30.0%	28.9%	28.7%	29.3%	30.0%
销售费用	2,073	1,830	2,703	3,259	3,884	4,582
%销售收入	18.7%	14.4%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
管理费用	292	297	328	395	471	556
%销售收入	2.6%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	198	207	302	365	435	513
%销售收入	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用	104	132	72	50	32	38
%销售收入	0.9%	1.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	1,292	1,036	1,868	2,290	2,934	3,656
%增长率	11.5%	-19.8%	80.3%	22.6%	28.2%	24.6%
归属于母公司的净利润	1,161	845	1,664	2,004	2,477	3,058
净利率	10.5%	6.7%	9.1%	9.1%	9.4%	9.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 3：分季度利润表财务指标

(百万元)	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	4,121	3,782	4,234	5,209	5,117	4,540
营业毛利	1,469	1,249	1,063	1,504	1,478	1,355
营业费用	935	681	444	733	845	666
管理费用	59	74	90	95	69	79
财务费用	57	-6	21	-7	63	13
投资收益	28	13	15	33	27	18
营业利润	-86	434	449	602	383	507
所得税	50	144	67	135	22	115
税前利润	-141	528	465	611	464	573
归属母公司净利润	-164	385	387	465	427	443
EPS (元)	-0.26	0.61	0.61	0.74	0.67	0.70
主要比率						
毛利率	35.7%	33.0%	25.1%	28.9%	28.9%	29.9%
营业费用率	22.7%	18.0%	10.5%	14.1%	16.5%	14.7%
管理费用率	1.4%	2.0%	2.1%	1.8%	1.3%	1.7%
营业利润率	-2.1%	11.5%	10.6%	11.6%	7.5%	11.2%
有效税率	-35.7%	27.2%	14.4%	22.0%	4.8%	20.0%
净利率	-4.0%	10.2%	9.2%	8.9%	8.3%	9.8%
YoY						
收入	24%	65%	65%	41%	24%	20%
归属母公司净利润	-167%	26%	44%	7%	360%	15%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司作为国内软体行业龙头，组织能力业内领先，通过经销商及高管激励绑定核心利益，2020年、2022年相继发布经销商持股计划，2017-2021年多次发布员工持股计划，彰显发展信心。近年持续零售渠道改革，融合大店模式下产品+渠道配合增长路径清晰，重视制造大后台效率提升。预计2022-2024年归母净利润分别为20.04亿元、24.77亿元、30.58亿元，同比分别增长20.4%、23.6%、23.5%，目前(2022/4/22)股价对应2022年PE为18.8x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 2022 年平均 PE 约 18 倍

公司名称	股价	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
	2022/4/22	(亿元)	2021	2022E	21PE	22PE	
欧派家居*	121.06	737.4	26.7	32.3	27.7	22.8	5.1
喜临门	26.45	102.5	5.6	7.2	18.3	14.2	3.2
曲美家居	11.43	66.3	2.8	4.9	23.4	13.5	3.2
尚品宅配	27.87	55.4	1.7	2.6	32.2	21.3	1.5
平均					25.4	18.0	3.3
顾家家居*	59.56	376.6	16.6	20.0	22.6	18.8	4.5

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：*为信达证券研发中心预测，其他为 Wind 一致预期

四、风险因素

市场竞争加剧的风险：在新房销售趋缓、疫情反复、出口存在不确定性等外部环境影响下，中小型家居制造商、品牌商从品牌、渠道、产品质量、服务、管理等多方面不具备与龙头企业竞争的能力，短期可能采取低价倾销策略，导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。另外，中国巨大的家居消费市场吸引了跨界者和国外软体家具厂商进入。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

原材料成本大幅上涨风险：原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,360	8,441	10,650	13,261	16,427
货币资金	2,241	3,198	4,506	6,206	8,376
应收票据	1	1	1	1	1
应收账款	1,108	1,697	2,046	2,367	2,707
预付账款	89	108	131	155	181
存货	1,871	2,441	2,940	3,473	4,064
其他	1,050	996	1,026	1,059	1,097
非流动资产	6,678	7,498	7,560	7,622	7,459
长期股权投资	18	31	31	31	31
固定资产(合计)	2,691	3,206	3,712	3,984	3,967
无形资产	733	832	832	832	832
其他	3,237	3,429	2,985	2,775	2,628
资产总计	13,038	15,939	18,211	20,883	23,886
流动负债	5,405	7,008	8,220	9,586	10,976
短期借款	233	469	490	605	608
应付票据	54	46	55	65	76
应付账款	1,489	1,989	2,405	2,839	3,321
其他	3,629	4,504	5,270	6,076	6,971
非流动负债	529	528	528	528	528
长期借款	400	0	0	0	0
其他	129	528	528	528	528
负债合计	5,934	7,536	8,748	10,114	11,505
少数股东权益	364	384	428	482	549
归属母公司股东权益	6,740	8,019	9,035	10,288	11,832
负债和股东权益	13,038	15,939	18,211	20,883	23,886

会计年度	单位:百万				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,666	18,342	22,113	26,353	31,093
同比(%)	14.2%	44.8%	20.6%	19.2%	18.0%
归属母公司净利润	845	1,664	2,004	2,477	3,058
同比(%)	-27.2%	96.9%	20.4%	23.6%	23.5%
毛利率(%)	30.0%	28.9%	28.7%	29.3%	30.0%
ROE%	12.5%	20.8%	22.2%	24.1%	25.8%
EPS(摊薄)(元)	1.34	2.63	3.17	3.92	4.84
P/E	44.55	22.62	18.79	15.20	12.31
P/B	5.59	4.70	4.17	3.66	3.18
EV/EBITDA	21.00	15.66	13.39	10.24	7.83

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,666	18,342	22,113	26,353	31,093
营业成本	8,870	13,048	15,770	18,619	21,778
营业税金及附加	67	105	127	151	178
销售费用	1,830	2,703	3,259	3,884	4,582
管理费用	297	328	395	471	556
研发费用	207	302	365	435	513
财务费用	132	72	50	32	38
减值损失合计	-502	-10	-10	-10	-10
投资净收益	192	87	105	125	148
其他	83	6	47	58	70
营业利润	1,036	1,868	2,290	2,934	3,656
营业外收支	159	200	200	143	143
利润总额	1,195	2,068	2,490	3,078	3,800
所得税	328	367	442	547	675
净利润	867	1,701	2,048	2,531	3,125
少数股东损益	21	36	44	54	67
归属母公司净利润	845	1,664	2,004	2,477	3,058
EBITDA	1,722	2,297	2,591	3,232	3,949
EPS(当年)(元)	1.34	2.63	3.17	3.92	4.84

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	2,180	2,041	2,719	3,093	3,745
净利润	867	1,701	2,048	2,531	3,125
折旧摊销	253	443	393	438	463
财务费用	182	113	38	43	47
投资损失	-192	-87	-105	-125	-148
营运资金变动	646	-110	279	330	382
其它	426	-18	65	-124	-124
投资活动现金流	-1,444	-1,077	-396	-231	-8
资本支出	-1,075	-1,662	-399	-356	-156
长期投资	73	236	0	0	0
其他	-442	349	3	125	148
筹资活动现金流	-1,364	81	-1,015	-1,162	-1,567
吸收投资	1	2	0	0	0
借款	1,957	1,155	22	115	3
支付利息或股息	-776	-556	-1,036	-1,277	-1,570
现金流净增加额	-720	979	1,308	1,701	2,170

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，研究方向为轻工制造。2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。