

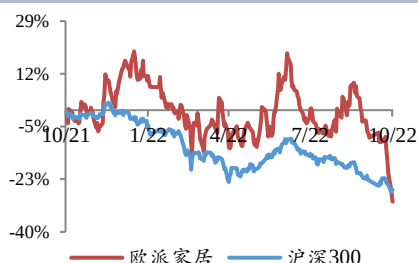
# 22Q4 收入有韧性，利润率改善明显

## 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-16

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 收盘价（元）          | 136.6        |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 154.12/81.00 |
| 总股本（百万股）        | 609          |
| 流通股本（百万股）       | 609          |
| 流通股比例（%）        | 100.00       |
| 总市值（亿元）         | 832          |
| 流通市值（亿元）        | 832          |

## 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. 整装继续快速增长，份额逆势持续提升 2022-08-31
2. 22Q2 营收逆势增长，压力下彰显龙头韧性 2022-08-12
3. 22Q1 收入超预期，龙头成长动力充沛 2022-04-29

## 主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年业绩预增公告。**公司 2022 年预计实现营收 214.64~235.08 亿元，同比+5%~15%，中位数 224.86 亿元，同比+10%。归母净利润 26.66~27.99 亿元，同比+0%~5%，中位数 27.32 亿元，同比+2.5%；其中 22Q4 预计实现营收 51.95~72.39 亿元，同比-14%至+19.86%，中位数 62.17 亿元，同比+2.94%。归母净利润 6.75~8.08 亿元，同比+22.5%~46.68%，中位数 7.42 亿元，同比+34.59%。
- **22Q4 收入有韧性，利润率改善明显。**收入端：受 12 月疫情及地产周期影响，公司 Q4 收入端增速略有边际放缓，但依然体现韧性，我们判断具备优于行业的增长水平。利润端：利润率明显改善，主要来自于：1）22 年 8 月公司对产品提价兑现；2）公司自 22H2 以来费用投放持续优化，根据市场实际情况，调整费用投放策略。21Q4 利润基数较低，主因部分计提减值约 1.08 亿元，在此基础上，22Q4 利润率依然提升明显。
- **整装大家居稳步推进，数据趋势向好。**公司品类融合与整装战略成效初显，前三季度衣柜及配套增速实现 20.9%，单 22Q3 衣柜及配套品实现收入 34.92 亿元，同比+32.72%。整家战略有效带动客单值提升，截至 22Q3，公司单店营收为 173.41 万元，同比+12.8%。此外，现金流方面，22Q3 公司经营性现金流实现 10.2 亿元，同比-2%，环比降幅收窄有所改善，整家战略及整装大家居持续有力驱动公司成长。
- **地产链修复+内需回暖，行业贝塔底部向上。**当前地产端政策宽松力度加码，地产销售增速有望转正。“保交楼”加速竣工回暖，推动家居消费需求释放。短期，自疫情优化以来国内二手房市场率先复苏。公司作为定制家居龙头，具备产品力、渠道、管理架构等优势，且持续深化整家战略逆势提升份额。在地产修复+内需改善大背景下，公司 23 年起将进入新一轮成长周期，迎来基本面与估值改善。预计 22-24 年净利润分别 27.36/31.54/38.63 亿元（前值 27.3/32.1/38 亿元），同比+2.6%、+15.3%、+22.5%，对应 PE 分别为 30.4X、26.4X、21.5X，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产政策不及预期、原材料成本大幅波动、行业竞争加剧、疫情反复风险。

## 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 20442 | 23352 | 26470 | 30882 |
| 收入同比（%）   | 38.7% | 14.2% | 13.4% | 16.7% |
| 归属母公司净利润  | 2666  | 2736  | 3154  | 3863  |
| 净利润同比（%）  | 29.2% | 2.6%  | 15.3% | 22.5% |
| 毛利率（%）    | 31.6% | 31.6% | 31.8% | 32.4% |
| ROE（%）    | 18.5% | 16.0% | 15.5% | 16.0% |
| 每股收益（元）   | 4.40  | 4.49  | 5.18  | 6.34  |
| P/E       | 33.52 | 30.41 | 26.39 | 21.54 |
| P/B       | 6.24  | 4.85  | 4.10  | 3.44  |
| EV/EBITDA | 23.88 | 21.36 | 17.81 | 13.95 |

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           | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 11243 | 11897 | 15747 | 20675 | <b>营业收入</b>     | 20442 | 23352 | 26470 | 30882 |
| 现金             | 6562  | 6972  | 10337 | 14704 | 营业成本            | 13978 | 15968 | 18055 | 20866 |
| 应收账款           | 1012  | 1088  | 1259  | 1459  | 营业税金及附加         | 143   | 168   | 188   | 220   |
| 其他应收款          | 96    | 93    | 112   | 128   | 销售费用            | 1386  | 1845  | 2038  | 2378  |
| 预付账款           | 148   | 160   | 185   | 212   | 管理费用            | 1131  | 1403  | 1615  | 1884  |
| 存货             | 1463  | 1564  | 1809  | 2074  | 财务费用            | -115  | -101  | -172  | -193  |
| 其他流动资产         | 1962  | 2020  | 2045  | 2097  | 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 12150 | 12875 | 13276 | 13564 | 公允价值变动收益        | 52    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 16    | 19    | 23    | 25    | 投资净收益           | 21    | 23    | 27    | 31    |
| 固定资产           | 6648  | 7331  | 7858  | 8299  | <b>营业利润</b>     | 3060  | 3156  | 3664  | 4481  |
| 无形资产           | 1064  | 983   | 866   | 713   | 营业外收入           | 32    | 30    | 27    | 27    |
| 其他非流动资产        | 4422  | 4542  | 4531  | 4527  | 营业外支出           | 17    | 17    | 15    | 15    |
| <b>资产总计</b>    | 23393 | 24772 | 29024 | 34239 | <b>利润总额</b>     | 3075  | 3169  | 3676  | 4493  |
| <b>流动负债</b>    | 8285  | 6683  | 7570  | 8713  | 所得税             | 411   | 434   | 523   | 632   |
| 短期借款           | 2389  | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 2664  | 2735  | 3152  | 3862  |
| 应付账款           | 2018  | 1969  | 2353  | 2670  | 少数股东损益          | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 其他流动负债         | 3877  | 4715  | 5218  | 6042  | <b>归属母公司净利润</b> | 2666  | 2736  | 3154  | 3863  |
| <b>非流动负债</b>   | 699   | 945   | 1157  | 1369  | EBITDA          | 3589  | 3582  | 4118  | 4962  |
| 长期借款           | 0     | 235   | 435   | 635   | EPS (元)         | 4.40  | 4.49  | 5.18  | 6.34  |
| 其他非流动负债        | 699   | 710   | 722   | 734   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 8984  | 7628  | 8727  | 10081 | <b>会计年度</b>     | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| 少数股东权益         | 0     | -1    | -2    | -4    | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 股本             | 609   | 609   | 609   | 609   | 营业收入            | 38.7% | 14.2% | 13.4% | 16.7% |
| 资本公积           | 4361  | 4361  | 4361  | 4361  | 营业利润            | 27.1% | 3.1%  | 16.1% | 22.3% |
| 留存收益           | 9438  | 12174 | 15328 | 19191 | 归属于母公司净利        | 29.2% | 2.6%  | 15.3% | 22.5% |
| 归属母公司股东权       | 14409 | 17145 | 20298 | 24161 | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 23393 | 24772 | 29024 | 34239 | 毛利率 (%)         | 31.6% | 31.6% | 31.8% | 32.4% |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 净利率 (%)         | 13.0% | 11.7% | 11.9% | 12.5% |
| 单位:百万元         |       |       |       |       | ROE (%)         | 18.5% | 16.0% | 15.5% | 16.0% |
| <b>会计年度</b>    | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | ROIC (%)        | 14.8% | 14.3% | 13.8% | 14.2% |
| <b>经营活动现金流</b> | 4046  | 4038  | 4319  | 5288  | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 净利润            | 2666  | 2736  | 3154  | 3863  | 资产负债率 (%)       | 38.4% | 30.8% | 30.1% | 29.4% |
| 折旧摊销           | 711   | 689   | 775   | 848   | 净负债比率 (%)       | 62.3% | 44.5% | 43.0% | 41.7% |
| 财务费用           | 144   | 105   | 22    | 35    | 流动比率            | 1.36  | 1.78  | 2.08  | 2.37  |
| 投资损失           | -21   | -23   | -27   | -31   | 速动比率            | 1.16  | 1.52  | 1.82  | 2.11  |
| 营运资金变动         | 502   | 543   | 403   | 581   | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 其他经营现金流        | 2208  | 2181  | 2742  | 3273  | 总资产周转率          | 0.87  | 0.94  | 0.91  | 0.90  |
| <b>投资活动现金流</b> | -2065 | -1380 | -1143 | -1098 | 应收账款周转率         | 20.21 | 21.45 | 21.02 | 21.16 |
| 资本支出           | -1231 | -550  | -358  | -262  | 应付账款周转率         | 6.93  | 8.11  | 7.67  | 7.81  |
| 长期投资           | -916  | -843  | -801  | -857  | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 82    | 13    | 17    | 21    | 每股收益            | 4.40  | 4.49  | 5.18  | 6.34  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -187  | -2249 | 190   | 177   | 每股经营现金流薄)       | 6.64  | 6.63  | 7.09  | 8.68  |
| 短期借款           | 763   | -2389 | 0     | 0     | 每股净资产           | 23.65 | 28.15 | 33.32 | 39.66 |
| 长期借款           | 0     | 235   | 200   | 200   | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| 普通股增加          | 8     | 0     | 0     | 0     | P/E             | 33.52 | 30.41 | 26.39 | 21.54 |
| 资本公积增加         | 618   | 0     | 0     | 0     | P/B             | 6.24  | 4.85  | 4.10  | 3.44  |
| 其他筹资现金流        | -1575 | -94   | -10   | -23   | EV/EBITDA       | 23.88 | 21.36 | 17.81 | 13.95 |
| <b>现金净增加额</b>  | 1783  | 410   | 3366  | 4367  |                 |       |       |       |       |

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。