

主品牌稳健增长，盈利能力有所提升

核心观点

事件：公司公告 2023 年年报，2023 年公司实现营收 116.66 亿元，同比增长 3.95%，实现归母净利润 12.61 亿元，同比增长 18.51%；四季度公司实现营收 34.65 亿元，同比增长 5.37%，实现归母净利润 3.09 亿元，同比增长 18.40%。

- 主品牌稳健增长，整装渠道持续发力。**分品牌来看，2023 年公司索菲亚品牌/米兰纳品牌分别实现营收 105.52/4.72 亿元，同比分别增长 11%/47%，其中四季度索菲亚/米兰纳品牌营收同比分别增长 15%/22%，整家模式带动索菲亚主品牌客单价同比增长 6%，营收实现稳健增长，性价比品牌米兰纳增速亮眼。分渠道来看，2023 年公司经销/直营/大宗渠道分别实现营收 96.27/3.15/14.51 亿元，同比分别 +4%/+14%/-5%。零售渠道在整装业务的驱动下实现较好增长，2024 年公司整装业务收入达 19.07 亿元，同比增长 68%，其中四季度同比增长 38%；公司大宗渠道仍处于客户结构优化、调整阶段，收入短期小幅下滑。
- 2023 年盈利能力改善，减值风险释放较为充分。**2023 年公司实现毛利率 36.15%，同比提升约 3.2pct，主要系公司持续推进降本增效，板材利用率、人效同比提升，制造费用率与原材料采购价格同比下降。同期公司期间费用率为 20.25%，同比下降 0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.3/-0.2/+0.4/-0.2pct。2023 年公司计提资产、信用减值合计约 3.1 亿元，其中包括针对部分地产客户计提的应收账款减值损失 1.6 亿元、存货减值 0.4 亿元、长期股权投资减值 0.2 亿元以及其他资产减值 0.65 亿元等，对恒大应收款的减值比例已达 95%。2023 年公司净利率为 10.81%，同比提升 1.3pct，盈利能力改善。
- 分红力度提升，员工持股深化利益协同。**2023 年公司每 10 股派发现金红利 10 元，分红总金额达 9.52 亿元，股利支付率达 75%，分红力度同比有所提升。同时公司于 3 月初发布员工持股计划草案，主要覆盖高管以及其他核心员工不超过 200 人，受让价格为 8.59 元/股，对应考核指标为以 2023 年收入为基数，2024/2025 年增长率不低于 10%/20%，或以 2023 年归母净利润为基数，2024/2025 年增长率不低于 10%/20%，收入或归母净利润指标完成其一即视为达成考核指标。本次员工持股计划充分彰显公司未来两年增长信心，有望充分调动员工积极性。

盈利预测与投资建议

- 预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.65/16.01/17.88 亿元（此前预测 2024-2025 年分别为 14.69/16.46 亿元）。根据 DCF 估值法给予目标估值 21.08 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 地产竣工、销售不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；大宗业务应收账款或应收票据大幅减值的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,223	11,666	12,881	14,418	16,067
同比增长(%)	7.8%	3.9%	10.4%	11.9%	11.4%
营业利润(百万元)	1,287	1,623	1,844	2,029	2,257
同比增长(%)	188.1%	26.1%	13.6%	10.1%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,064	1,261	1,465	1,601	1,788
同比增长(%)	768.3%	18.5%	16.1%	9.3%	11.6%
每股收益(元)	1.11	1.31	1.52	1.66	1.86
毛利率(%)	33.0%	36.2%	35.9%	35.8%	35.7%
净利率(%)	9.5%	10.8%	11.4%	11.1%	11.1%
净资产收益率(%)	18.6%	19.7%	20.0%	20.3%	21.1%
市盈率	15.3	12.9	11.1	10.2	9.1
市净率	2.8	2.3	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 04 月 19 日）	16.92 元
目标价格	21.08 元
52 周最高价/最低价	21.2/14.45 元
总股本/流通 A 股（万股）	96,305/63,879
A 股市值（百万元）	16,295
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 04 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.42	4.77	9.23	-13.32
相对表现%	3.53	5.78	0.91	0.81
沪深 300%	1.89	-1.01	8.32	-14.13



证券分析师

李雪君 021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001
香港证监会牌照：BSW124

联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

相关报告

营收延续稳健增长，盈利同比有所改善	2023-10-31
整装业务持续放量，客单值稳步提升	2022-10-31
客单值提升明显，大家居战略稳步推进	2022-09-07

盈利预测与投资建议

结合公司业务发展情况适当调整衣柜、橱柜业务增速假设，结合降本增效措施推进情况适当调整毛利率假设，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.65/16.01/17.88 亿元（此前预测 2024-2025 年分别为 14.69/16.46 亿元），对应的 EPS 分别 1.52/1.66/1.86 元。根据 DCF 估值法给予目标估值 21.08 元，维持“买入”评级。

图 1：我们给予公司 DCF 目标估值 21.08 元

目标价敏感性分析							估值假设	
WACC (%)	永续增长率Gn(%)						所得税税率T	25.00%
	21.08	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	永续增长率Gn(%)	2.00%
	9.25%	23.83	24.71	25.83	27.31	29.35	无风险利率Rf	2.27%
	9.75%	22.74	23.49	24.43	25.64	27.28	无杠杆影响的β系数	1.2889
	10.25%	21.76	22.39	23.19	24.20	25.53	考虑杠杆因素的β系数	1.5306
	10.75%	20.86	21.40	22.08	22.93	24.02	市场收益率Rm	9.49%
	11.25%	20.03	20.51	21.08	21.80	22.71	公司特有风险	0.00%
	11.75%	19.27	19.68	20.18	20.79	21.56	股权投资成本 (Ke)	13.32%
	12.25%	18.57	18.93	19.36	19.88	20.53	债务比率D/(D+E)	20.00%
	12.75%	17.93	18.24	18.61	19.06	19.61	债务利率rd	3.95%
	13.25%	17.33	17.60	17.93	18.31	18.79	WACC	11.25%

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 地产竣工、销售不及预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险。
- 大宗业务应收账款或应收票据大幅减值的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,114	3,495	4,783	5,854	6,826
应收票据、账款及款项融资	1,357	1,324	1,462	1,637	1,824
预付账款	50	45	49	55	61
存货	636	564	625	701	782
其他	497	957	969	983	999
流动资产合计	4,655	6,384	7,888	9,230	10,493
长期股权投资	85	66	66	66	66
固定资产	3,619	3,712	4,599	4,844	4,893
在建工程	524	765	456	2	2
无形资产	1,694	1,647	1,582	1,516	1,450
其他	1,481	1,980	1,158	1,142	1,142
非流动资产合计	7,402	8,171	7,861	7,569	7,552
资产总计	12,057	14,555	15,748	16,799	18,045
短期借款	872	2,022	2,022	2,022	2,022
应付票据及应付账款	1,576	1,670	1,850	2,076	2,317
其他	2,132	2,554	2,690	2,862	3,047
流动负债合计	4,580	6,246	6,562	6,960	7,385
长期借款	1,270	868	1,111	1,170	1,310
应付债券	0	0	0	0	0
其他	164	163	157	157	157
非流动负债合计	1,433	1,030	1,268	1,327	1,467
负债合计	6,013	7,276	7,830	8,287	8,852
少数股东权益	261	263	302	355	408
实收资本（或股本）	912	963	963	963	963
资本公积	868	1,424	1,524	1,524	1,524
留存收益	4,012	4,628	5,130	5,670	6,297
其他	(10)	0	0	0	0
股东权益合计	6,044	7,278	7,918	8,512	9,192
负债和股东权益总计	12,057	14,555	15,748	16,799	18,045

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,075	1,323	1,503	1,655	1,841
折旧摊销	441	464	502	524	559
财务费用	69	53	155	153	150
投资损失	(30)	(22)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(1,101)	502	(1)	(2)	(3)
其它	908	333	803	84	93
经营活动现金流	1,363	2,654	2,926	2,378	2,603
资本支出	(664)	(635)	(938)	(232)	(542)
长期投资	(33)	(26)	0	0	0
其他	(184)	(1,064)	81	81	81
投资活动现金流	(881)	(1,725)	(857)	(151)	(461)
债权融资	345	(495)	238	59	140
股权融资	(352)	606	100	0	0
其他	(1,120)	316	(1,119)	(1,215)	(1,310)
筹资活动现金流	(1,126)	427	(781)	(1,155)	(1,170)
汇率变动影响	1	2	-0	-0	-0
现金净增加额	(644)	1,357	1,288	1,071	972

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,223	11,666	12,881	14,418	16,067
营业成本	7,520	7,448	8,251	9,257	10,331
营业税金及附加	90	108	119	134	149
营业费用	1,116	1,127	1,244	1,393	1,552
管理费用及研发费用	1,116	1,183	1,306	1,462	1,629
财务费用	69	53	155	153	150
资产、信用减值损失	132	315	100	128	138
公允价值变动收益	36	88	44	44	44
投资净收益	30	22	37	37	37
其他	41	82	57	57	57
营业利润	1,287	1,623	1,844	2,029	2,257
营业外收入	9	1	1	1	1
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	1,291	1,619	1,839	2,025	2,253
所得税	215	296	336	370	412
净利润	1,075	1,323	1,503	1,655	1,841
少数股东损益	11	62	39	53	53
归属于母公司净利润	1,064	1,261	1,465	1,601	1,788
每股收益（元）	1.11	1.31	1.52	1.66	1.86

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.8%	3.9%	10.4%	11.9%	11.4%
营业利润	188.1%	26.1%	13.6%	10.1%	11.2%
归属于母公司净利润	768.3%	18.5%	16.1%	9.3%	11.6%
获利能力					
毛利率	33.0%	36.2%	35.9%	35.8%	35.7%
净利率	9.5%	10.8%	11.4%	11.1%	11.1%
ROE	18.6%	19.7%	20.0%	20.3%	21.1%
ROIC	13.5%	14.7%	15.3%	15.6%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	49.9%	50.0%	49.7%	49.3%	49.1%
净负债率	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.02	1.02	1.20	1.33	1.42
速动比率	0.87	0.92	1.10	1.22	1.31
营运能力					
应收账款周转率	7.3	5.9	6.4	6.4	6.4
存货周转率	10.3	11.6	12.8	12.9	12.8
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.11	1.31	1.52	1.66	1.86
每股经营现金流	1.49	2.76	3.04	2.47	2.70
每股净资产	6.00	7.28	7.91	8.47	9.12
估值比率					
市盈率	15.3	12.9	11.1	10.2	9.1
市净率	2.8	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	8.6	7.2	6.2	5.7	5.2
EV/EBIT	11.4	9.2	7.7	7.1	6.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。