

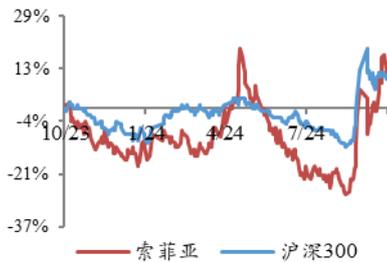
2024Q3 业绩承压，期待刺激政策成效

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价(元)	19.01
近12个月最高/最低(元)	21.54/12.36
总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	651
流通股比例(%)	67.65
总市值(亿元)	183
流通市值(亿元)	124

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 深耕整家定制，多品牌、全品类、全渠道发展 2024-10-28

主要观点：

● 事件：公司发布2024年第三季度报告，业绩承压

公司发布2024年第三季度报告，2024年前三季度实现营业收入76.56亿元，同比下降6.64%；实现归母净利润9.22亿元，同比下降3.24%；实现归母扣非净利润8.74亿元，同比下降3.55%。单季度来看，2024Q3实现营业收入27.26亿元，同比下降21.13%；实现归母净利润3.57亿元，同比下降21.16%；实现扣非归母净利润3.43亿元，同比下降21.70%。

● 四大品牌覆盖家居市场多元化需求，米兰纳品牌实现较快增速

(1) **索菲亚品牌**：拥有经销商1,805个，专卖店2,543家。2024年1至9月，索菲亚品牌实现营业收入68.90亿元，同比下降6.84%，索菲亚工厂端平均客单价23,679元/单。(2) **米兰纳品牌**：拥有经销商554个，专卖店579家。2024年1至9月，米兰纳品牌实现营业收入3.67亿元，同比增长14.87%，米兰纳工厂端平均客单价14,731元/单。(3) **司米品牌**：拥有经销商156个，专卖店161家。2024年1至9月，在公司“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率进一步降低，终端门店正逐步向整家门店转型，整家策略提升客单值的效果持续体现。(4) **华鹤品牌**：拥有经销商275个，专卖店282家。未来，华鹤品牌将继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设来开拓新流量。公司的品牌架构实现了高中低市场的全覆盖，满足不同消费者的需求差异。

● 借款结构优化推动财务费用率下降，盈利能力稳定

2024前三季度毛利率为35.79%，同比提升0.17pct；第三季度毛利率为35.86%，同比下降0.90pct。2024前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为9.60%/6.92%/3.75%/-0.08%，分别同比-0.23/+0.33/+0.10/-0.54pct；第三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为8.85%/6.83%/3.49%/-0.17%，分别同比-0.56/+0.75/+0.30/-0.44pct。财务费用率下降主要是优化借款结构，利息支出减少，以及定期存单利息收入增加所致。2024前三季度归母净利率为12.04%，同比增长0.42pct；第三季度归母净利率为13.10%，同比-0.004pct。

● 投资建议

公司旗下四大品牌定位清晰，能够满足不同层次消费者的需求，并围绕“大家居”战略进行品类扩充升级，以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间。我们预计公司2024-2026年营收分别为108.88/116.83/125.29亿元，分别同比-6.7%/+7.3%/+7.2%；归母净利润分别为11.90/13.55/14.94亿元（前值为13.69/15.28/16.78亿元），分别同比-5.6%/+13.8%/+10.3%。截至2024年10月30日，对应EPS分别为1.24/1.41/1.55元，对应PE分别为15.38/13.51/12.25倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境与房地产行业形势的风险，市场竞争加剧的风险，劳动力成本上升的风险，应收账款、应收票据无法收回的风险，原材料价格上涨的风险，管理的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11666	10888	11683	12529
收入同比 (%)	3.9%	-6.7%	7.3%	7.2%
归属母公司净利润	1261	1190	1355	1494
净利润同比 (%)	18.5%	-5.6%	13.8%	10.3%
毛利率 (%)	36.2%	35.8%	36.0%	36.1%
ROE (%)	18.0%	14.7%	14.3%	13.6%
每股收益 (元)	1.38	1.24	1.41	1.55
P/E	11.56	15.38	13.51	12.25
P/B	2.19	2.26	1.93	1.67
EV/EBITDA	6.72	7.21	5.94	4.94

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算)

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6384	7509	9768	11914	营业收入	11666	10888	11683	12529
现金	3495	4820	6845	8920	营业成本	7448	6994	7481	8012
应收账款	995	972	1052	1127	营业税金及附加	108	101	105	110
其他应收款	67	61	76	71	销售费用	1127	1051	1110	1184
预付账款	45	42	47	49	管理费用	769	735	759	808
存货	564	485	603	574	财务费用	53	50	62	65
其他流动资产	1220	1129	1146	1174	资产减值损失	-129	-24	-21	-9
非流动资产	8171	8615	8807	8979	公允价值变动收益	88	0	0	0
长期投资	66	75	79	77	投资净收益	22	21	22	24
固定资产	3712	3912	4095	4157	营业利润	1623	1533	1743	1922
无形资产	1647	2011	2096	2230	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	2745	2617	2538	2515	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	14555	16124	18575	20893	利润总额	1619	1528	1739	1918
流动负债	6246	6661	7691	8441	所得税	296	279	318	351
短期借款	2022	2522	3022	3522	净利润	1323	1249	1421	1567
应付账款	1501	1491	1751	1766	少数股东损益	62	58	66	73
其他流动负债	2723	2648	2918	3154	归属母公司净利润	1261	1190	1355	1494
非流动负债	1030	1030	1030	1030	EBITDA	2217	2358	2606	2817
长期借款	868	868	868	868	EPS (元)	1.38	1.24	1.41	1.55
其他非流动负债	163	163	163	163					
负债合计	7276	7691	8721	9472					
少数股东权益	263	321	388	461					
股本	963	963	963	963					
资本公积	1524	1430	1430	1430					
留存收益	4528	5719	7074	8568					
归属母公司股东权益	7015	8112	9467	10961					
负债和股东权益	14555	16124	18575	20893					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2654	2046	2471	2558	成长能力				
净利润	1323	1249	1421	1567	营业收入	3.9%	-6.7%	7.3%	7.2%
折旧摊销	563	593	643	686	营业利润	26.1%	-5.6%	13.7%	10.2%
财务费用	90	102	125	147	归属于母公司净利	18.5%	-5.6%	13.8%	10.3%
投资损失	-22	-21	-22	-24	获利能力				
营运资金变动	678	5	201	89	毛利率 (%)	36.2%	35.8%	36.0%	36.1%
其他经营现金流	665	1362	1324	1570	净利率 (%)	10.8%	10.9%	11.6%	11.9%
投资活动现金流	-1725	-1024	-822	-836	ROE (%)	18.0%	14.7%	14.3%	13.6%
资本支出	-759	-997	-794	-812	ROIC (%)	13.1%	12.1%	11.6%	10.9%
长期投资	-989	-45	-46	-45	偿债能力				
其他投资现金流	23	18	19	21	资产负债率 (%)	50.0%	47.7%	46.9%	45.3%
筹资活动现金流	427	304	375	353	净负债比率 (%)	100.0%	91.2%	88.5%	82.9%
短期借款	1150	500	500	500	流动比率	1.02	1.13	1.27	1.41
长期借款	-402	0	0	0	速动比率	0.91	1.03	1.17	1.32
普通股增加	51	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	556	-94	0	0	总资产周转率	0.88	0.71	0.67	0.63
其他筹资现金流	-927	-102	-125	-147	应收账款周转率	10.14	10.59	10.65	10.71
现金净增加额	1357	1326	2024	2075	应付账款周转率	4.95	4.68	4.62	4.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.38	1.24	1.41	1.55
					每股经营现金流 (摊)	2.76	2.12	2.57	2.66
					每股净资产	7.28	8.42	9.83	11.38
					估值比率				
					P/E	11.56	15.38	13.51	12.25
					P/B	2.19	2.26	1.93	1.67
					EV/EBITDA	6.72	7.21	5.94	4.94

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师: 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工, 大消费, 中小市值研究。2023年10月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师: 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024年4月加入华安证券。

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。