

三季度表现承压，家居国补有望改善终端动销

核心观点

- 三季度营收同比延续下行趋势。**2024 年前三季度公司实现营收 27.32 亿元，同比下降 22.22%，实现归母净利润-1.14 亿元，同比转负。单三季度公司实现营收 10.22 亿元，同比下降 29.09%，实现归母净利润-0.08 亿元，同比转负。三季度公司仍处于渠道与组织结构调整阶段，叠加家居行业整体景气度较低、行业竞争加剧，导致收入同比延续下行趋势。展望后续，在家居国补陆续出台的背景下，家居消费市场有望逐步回暖、带动公司收入改善。
- 行业竞争加剧背景下公司盈利有所承压。**2024 年三季度公司毛利率为 34.18%，同比下降 1.0pct，推测主要系公司渠道结构调整后直营渠道收入占比下降，环比趋势上看，公司 2024 年毛利率呈现逐季度改善趋势。三季度公司期间费用率为 34.82%，同比提升 6.4pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别提升 3.3/0.8/1.9pct，费用率提升推测主要系公司收入规模同比有较大幅度的下降。三季度公司归母净利率为-0.81%，同比下降 5.5pct，盈利承压。
- 政企双补提升终端动销景气度，期待公司收入增速逐步修复。**近期各地家居产品以旧换新政策陆续出台，覆盖品类逐步扩展到定制领域，国补一方面有助于终端客流的提升、同时在消费者转化方面亦有一定促进作用。此外公司在国补的背景下加码补贴政策，推出甄选焕新全套套餐和局改焕新套餐，同时开通了国补线上支付渠道，进一步拓宽覆盖消费者区域，拉动全国终端景气度。在政企双补活动的拉动下，公司收入增速有望逐步修复。

盈利预测与投资建议

- 适当调整公司定制家具、配套产品收入增速假设，调整费用率与毛利率假设，预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为-0.68/0.51/0.58 亿元（此前预测 2024-2025 年为 1.01/1.08 亿元），给予 DCF 目标价 14.37 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 地产竣工不及预期；行业竞争加剧；加盟渠道转型、整装业务拓展不达预期的风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,314	4,900	4,040	4,205	4,427
同比增长(%)	-27.3%	-7.8%	-17.5%	4.1%	5.3%
营业利润(百万元)	29	57	(71)	58	65
同比增长(%)	-48.4%	92.5%	-226.0%	180.7%	12.2%
归属母公司净利润(百万元)	46	65	(68)	51	58
同比增长(%)	-48.4%	40.1%	-204.2%	176.0%	12.6%
每股收益(元)	0.21	0.29	(0.30)	0.23	0.26
毛利率(%)	34.6%	35.0%	34.2%	34.8%	34.9%
净利率(%)	0.9%	1.3%	-1.7%	1.2%	1.3%
净资产收益率(%)	1.3%	1.8%	-1.8%	1.4%	1.5%
市盈率	66.1	47.2	(45.3)	59.5	52.9
市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

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	增持（维持）
股价（2024年11月18日）	13.63 元
目标价格	14.37 元
52 周最高价/最低价	19.23/9.27 元
总股本/流通 A 股（万股）	22,452/15,597
A 股市值（百万元）	3,060
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 11 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.62	2.95	35.76	-22.34
相对表现%	-0.24	2.31	17.68	-33.05
沪深 300%	-4.38	0.64	18.08	10.71



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
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090001

相关报告

三季度盈利企稳回升，营收同比基本持平 2023-10-30

投资建议

结合公司渠道调整情况适当调整公司定制家具、配套产品收入增速假设，同时调整毛利率和销售费用率假设，预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为-0.68/0.51/0.58 亿元（此前预测 2024-2025 年为 1.01/1.08 亿元），对应 EPS 为-0.30/0.23/0.26 元。采用 DCF 估值法，给予公司 DCF 目标估值 14.37 元，维持“增持”评级。

图 1：给予公司 DCF 目标估值 14.37 元

目标价敏感性分析							估值假设						
		永续增长率Gn(%)											
		10%	20%	3.0%	4.0%	5.0%							
WACC (%)	14.37	6.46%	6.96%	7.46%	7.96%	8.46%	8.96%	9.46%	9.96%	10.46%	所得税税率T	25.00%	
	16.30	14.96%	13.83%	12.85%	12.00%	11.25%	10.59%	10.00%	9.47%	9.99%	永续增长率Gn(%)	3.00%	
	18.58	16.77%	15.29%	14.05%	13.00%	12.09%	11.30%	10.61%	10.66%	11.53%	无风险利率Rf	2.17%	
	22.17	19.50%	17.42%	15.74%	14.37%	13.21%	12.23%	11.39%	10.66%	11.53%	无杠杆影响的β系数	0.9537	
	28.69	24.07%	20.76%	18.28%	16.34%	14.79%	13.51%	12.44%	11.39%	11.53%	考虑杠杆因素的β系数	1.3544	
	44.11	33.29%	26.83%	22.54%	19.46%	17.16%	15.35%	13.90%	12.71%	11.53%	市场收益率Rm	9.20%	
												公司特有风险	0.00%
												股权投资成本(Ke)	11.69%
												债务比率D/(D+E)	35.91%
												债务利率rd	3.60%
											WACC	8.46%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 地产竣工不及预期。
- 行业竞争加剧。
- 加盟渠道转型、整装业务拓展不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,569	2,991	2,577	2,728	2,932	营业收入	5,314	4,900	4,040	4,205	4,427
应收票据、账款及款项融资	204	189	156	162	171	营业成本	3,475	3,186	2,657	2,741	2,883
预付账款	33	38	32	33	35	营业税金及附加	55	54	44	46	48
存货	883	777	648	668	703	营业费用	1,257	1,081	992	928	977
其他	960	437	422	424	425	管理费用及研发费用	478	480	377	388	409
流动资产合计	3,649	4,432	3,834	4,014	4,265	财务费用	67	48	72	76	78
长期股权投资	7	5	5	5	5	资产、信用减值损失	30	54	21	21	21
固定资产	2,022	1,960	2,479	2,939	3,342	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	264	301	302	302	303	投资净收益	29	3	3	3	3
无形资产	1,487	1,468	1,415	1,363	1,310	其他	48	55	49	49	49
其他	752	627	584	571	571	营业利润	29	57	(71)	58	65
非流动资产合计	4,532	4,360	4,784	5,180	5,531	营业外收入	7	5	5	5	5
资产总计	8,180	8,792	8,619	9,195	9,796	营业外支出	6	7	7	7	7
短期借款	1,077	2,105	2,105	2,105	2,105	利润总额	30	55	(73)	56	63
应付票据及应付账款	960	1,040	868	895	941	所得税	(16)	(10)	(6)	4	5
其他	1,638	1,223	579	579	579	净利润	46	65	(68)	51	58
流动负债合计	3,674	4,369	3,552	3,580	3,626	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	486	461	959	1,456	1,954	归属于母公司净利润	46	65	(68)	51	58
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.21	0.29	-0.30	0.23	0.26
其他	440	347	345	345	345						
非流动负债合计	926	808	1,303	1,801	2,298	主要财务比率					
负债合计	4,600	5,177	4,856	5,380	5,924		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	成长能力					
实收资本(或股本)	199	198	225	225	225	营业收入	-27.3%	-7.8%	-17.5%	4.1%	5.3%
资本公积	1,450	1,451	1,819	1,819	1,819	营业利润	-48.4%	92.5%	-226.0%	180.7%	12.2%
留存收益	1,931	1,966	1,720	1,772	1,830	归属于母公司净利润	-48.4%	40.1%	-204.2%	176.0%	12.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,580	3,615	3,763	3,814	3,872	毛利率	34.6%	35.0%	34.2%	34.8%	34.9%
负债和股东权益总计	8,180	8,792	8,619	9,195	9,796	净利率	0.9%	1.3%	-1.7%	1.2%	1.3%
						ROE	1.3%	1.8%	-1.8%	1.4%	1.5%
						ROIC	2.9%	2.1%	0.0%	1.7%	1.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	56.2%	58.9%	56.3%	58.5%	60.5%
净利润	46	65	(68)	51	58	净负债率	2.9%	0.0%	17.4%	26.2%	33.4%
折旧摊销	277	274	288	318	364	流动比率	0.99	1.01	1.08	1.12	1.18
财务费用	67	48	72	76	78	速动比率	0.75	0.84	0.90	0.93	0.98
投资损失	(29)	(3)	(3)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(165)	(181)	(633)	(2)	(1)	应收账款周转率	29.3	26.0	24.5	27.6	27.8
其它	(150)	596	(3)	0	0	存货周转率	3.9	3.8	3.7	4.2	4.2
经营活动现金流	47	799	(346)	440	496	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,060)	(99)	(712)	(714)	(715)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	2	0	0	0	每股收益	0.21	0.29	-0.30	0.23	0.26
其他	1,166	(59)	3	3	3	每股经营现金流	0.24	4.04	-1.54	1.96	2.21
投资活动现金流	104	(155)	(709)	(710)	(712)	每股净资产	15.95	16.10	16.76	16.99	17.25
债权融资	37	30	498	498	498	估值比率					
股权融资	(13)	(0)	394	0	0	市盈率	66.1	47.2	-45.3	59.5	52.9
其他	(131)	(905)	(250)	(76)	(78)	市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	(107)	(875)	641	421	420	EV/EBITDA	6.3	6.2	8.1	5.2	4.6
汇率变动影响	4	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.2	22.4	2,855.9	17.4	16.4
现金净增加额	48	(231)	(414)	151	204						

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。