

## 中期成长动能充沛

2025年01月14日

## 报告内容摘要:

**事件: 12月出口数据表现靓丽, 重视出口个股结构性机遇。**2024年12月我国出口总值(美元值)高达3356.3亿美元(同比+10.7%), 其中家具及其零件出口额为0.71亿美元(同比+3.1%), 出口韧性仍存。我们认为, 出口链或在Q4业绩靓丽趋势下迎来反弹, 其中优质个股估值有望与EPS复苏共振。

**短期订单景气, 盈利能力稳步改善。**10月/11月美国成屋销量同比+2.9%/+6.1%(21年7月以来首次回正), 美国家具零售同比+1.5%/+0.7%(23年2月后首次回正), 叠加就业市场表现超预期, 海外终端需求韧性突出。我们判断公司Q4订单/出货仍呈现环比改善趋势、同比稳健增长。利润方面, 部分亏损项目Q4有望阶段性扭亏, 叠加汇兑助力, 预计盈利能力稳步提升。

**25年在手项目乐观, 长期成长动能充沛。**外销方面, 公司凭借批发商新渠道持续扩张新客户、提升原有客户份额(切入Costco、Sam's供应链)。此外, 公司加大新市场扩张, 持续增加海外办事处, 有望贡献重要增量。内销方面, 公司通过打造爆品, 品牌知名度持续提升, 有望凭借规模优势逐步提升盈利能力。我们预计公司25年收入端有望保持20%+稳健增长, 未来产品&地区扩张、份额提升逻辑持续加强, 估值有望中枢向上。

**海外产能加速扩张, 竞争优势显著。**公司前瞻性布局越南/罗马尼亚基地, 我们预计目前已可充分覆盖美国订单、关税风险可控。全球可承接中国办公椅产能转移的地区有限, 且新出海企业受原材料等限制, 我们预期前期处亏损状态。公司凭借前期原材料布局/管理持续优化, 竞争优势显著, 未来有望加速份额扩张。

**盈利预测及评级:** 预计24-26年公司归母净利润分别为3.2、4.2、5.3亿元, 对应PE分别为12.4X、9.4X、7.5X, 考虑到公司成长动能充沛, 维持“增持”评级。

**风险因素:** 海外需求复苏不及预期, 贸易摩擦加剧, 汇率波动超预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,055	3,538	4,790	5,828	7,035
增长率YoY%	-13.0%	-12.7%	35.4%	21.7%	20.7%
归属母公司净利润(百万元)	335	298	320	423	528
增长率YoY%	84.9%	-11.1%	7.3%	32.2%	24.8%
毛利率%	19.3%	22.9%	22.6%	23.1%	23.1%
净资产收益率ROE%	19.0%	13.8%	13.2%	15.3%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.90	0.97	1.28	1.59
市盈率P/E(倍)	11.86	13.34	12.43	9.40	7.53
市净率P/B(倍)	2.26	1.85	1.65	1.44	1.24

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2025年01月13日收盘价

邮编: 100031

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1,648	1,852	2,831	3,325	4,094	
货币资金	688	664	1,458	1,706	2,039	
应收票据	2	2	4	4	4	
应收账款	406	581	623	766	998	
预付账款	20	26	28	35	45	
存货	407	396	556	627	784	
其他	124	183	162	187	224	
<b>非流动资产</b>	1,339	1,525	1,437	1,334	1,231	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,051	998	944	865	773	
无形资产	209	370	370	370	370	
其他	79	157	123	99	88	
<b>资产总计</b>	2,987	3,377	4,268	4,659	5,325	
<b>流动负债</b>	1,131	1,168	1,794	1,829	2,047	
短期借款	328	252	752	552	452	
应付票据	135	55	91	129	132	
应付账款	488	603	703	837	1,076	
其他	180	259	248	312	387	
<b>非流动负债</b>	83	39	40	40	40	
长期借款	50	0	0	0	0	
其他	33	39	40	40	40	
<b>负债合计</b>	1,213	1,207	1,834	1,868	2,087	
少数股东权益	14	17	19	24	30	
归属母公司股东权益	1,760	2,154	2,415	2,768	3,208	
<b>负债和股东权益</b>	2,987	3,377	4,268	4,659	5,325	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,055	3,538	4,790	5,828	7,035	
同比(%)	-13.0%	-12.7%	35.4%	21.7%	20.7%	
归属母公司净利润	335	298	320	423	528	
同比(%)	84.9%	-11.1%	7.3%	32.2%	24.8%	
毛利率(%)	19.3%	22.9%	22.6%	23.1%	23.1%	
ROE%	19.0%	13.8%	13.2%	15.3%	16.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.01	0.90	0.97	1.28	1.59	
P/E	11.86	13.34	12.43	9.40	7.53	
P/B	2.26	1.85	1.65	1.44	1.24	
EV/EBITDA	6.76	10.31	7.24	5.08	3.64	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	4,055	3,538	4,790	5,828	7,035	
营业成本	3,271	2,729	3,710	4,484	5,407	
营业税金及附加	18	18	24	28	35	
销售费用	147	263	311	373	450	
管理费用	176	208	230	277	331	
研发费用	161	123	173	210	253	
财务费用	-14	-40	15	-11	-26	
减值损失合计	-14	-7	0	0	0	
投资净收益	-3	-8	2	-5	-6	
其他	107	113	14	12	14	
<b>营业利润</b>	388	335	343	475	593	
营业外收支	2	4	0	0	0	
<b>利润总额</b>	390	339	343	475	593	
所得税	52	37	21	47	59	
<b>净利润</b>	337	303	323	427	534	
少数股东损益	2	5	3	4	6	
<b>归属母公司净利润</b>	335	298	320	423	528	
EBITDA	392	322	459	566	671	
EPS(当年)(元)	1.11	0.95	0.97	1.28	1.59	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金</b>	739	324	375	555	551	
净利润	337	303	323	427	534	
折旧摊销	106	109	100	103	104	
财务费用	-9	-17	25	33	25	
投资损失	3	8	-2	5	6	
营运资金变动	370	1	-58	-12	-117	
其它	-68	-80	-13	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-30	-336	2	-5	-6	
资本支出	-64	-329	0	0	0	
长期投资	1	-6	0	0	0	
其他	33	-2	2	-5	-6	
<b>筹资活动现金流</b>	-456	-3	414	-303	-213	
吸收投资	0	196	0	0	0	
借款	-366	-126	500	-200	-100	
支付利息或股息	-86	-116	-78	-103	-113	
<b>现金流净增加额</b>	280	6	794	248	333	

## 研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

## 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。

## 评级说明

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 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。