

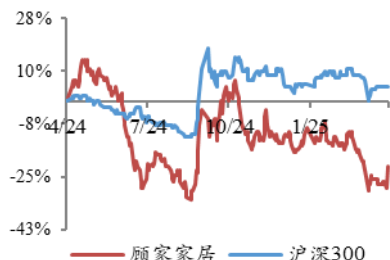
25Q1 业绩亮眼，以变革赢挑战

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	25.07
近 12 个月最高/最低（元）	39.18/21.44
总股本（百万股）	822
流通股本（百万股）	812
流通股比例（%）	98.82
总市值（亿元）	206
流通市值（亿元）	204

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：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 多元品类品牌布局，加速渠道市场变革 2024-12-30

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 184.8 亿元，同比下降 3.81%；实现归母净利润 14.17 亿元，同比下降 29.38%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 46.78 亿元，同比下降 7.84%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比下降 88.53%。2025 年第一季度实现营业收入 49.14 亿元，同比增长 12.95%；实现归母净利润 5.19 亿元，同比增长 23.53%。

● 内贸传统业务承压，外贸业务实现中高速增长

分产品来看，2024 年沙发/卧室产品/集成产品/定制家具/信息技术服务分别实现营业收入 102.04/32.5/24.37/9.92/7.02 亿元，同比+9.14%/-2.08%/-19.52%/+12.69%/-19.26%；毛利率分别为 35.37%/40.81%/29.45%/28.12%/81.47%，同比-0.31/+3.87/+1.45/+0.83/-2.78pct。分地区来看，2024 年境内/境外分别实现营业收入 93.61/83.67 亿元，同比-14.40%/+11.33%；毛利率分别为 37.03%/27.15%，同比-0.35/+1.86pct。公司原外贸价值链事业本部全年实现了收入和利润的较好增长，且利润增速优于收入增速，经营质量稳步提升，进一步提升了行业领先地位。在巩固原有固定类沙发优势的基础上，加快发展了功能沙发、单椅、餐吧椅、沙发床等品类，新品市场表现良好。除美国市场增长较好外，澳洲、西欧、中东、日韩等市场都取得了历史性的业务突破。

● 25Q1 销售费用率控制得当，净利率同比提升

2024 年公司毛利率为 32.72%，同比-0.11pct；销售/管理/研发/财务费用率为 17.82%/1.99%/1.52%/-0.2%，同比+0.3/+0.2/+0.15/-0.19pct；归母净利率为 7.67%，同比-2.78pct。2024 年第四季度公司毛利率为 35.2%，同比+1.02pct；销售/管理/研发/财务费用率为 23.36%/1.5%/0.61%/-1.22%，同比+2.23/+0.8/-0.75/-1.37pct；归母净利率为 1.24%，同比-8.71pct。2025 年第一季度公司毛利率为 32.39%，同比-0.69pct；销售/管理/研发/财务费用率为 15.21%/2.39%/1.54%/-0.15%，同比-2.20/-0.93/+0.11/+0.04pct；归母净利率为 10.56%，同比+0.9pct。

● 外销产能加速向海外制造基地转移，积极培育“第二曲线”

公司海外制造基地总产量不断提升，其中越南基地综合成本已低于中国基地，战略价值凸显；墨西哥、美国制造基地的综合能力稳步提升；为持续完善全球供应网络，公司仍在论证新的海外基地布局方案。此外，公司新兴业务高速发展，“以软促定”的整装发展模式在市场上初步形成了差异化的竞争力；跨境电商瞄准美国线上业务的市场发展机遇，积极拓展多元渠道，丰富品类矩阵，次新品和新品增长贡献明显，实现规模高速增长的同时提升了盈利能力；OBM 业务各项基础工作得到夯实，在部分亚洲国家表现出良好的发展势头。

● 投资建议

品类方面，公司全品类矩阵持续丰富，传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期。渠道方面，公司持续推进 1+N+X 渠道战略和区域零售中心改革，并及时调整渠道组织架构，增强渠道发展活力。供应链方面，公司积极推进海外产能布局，深化全球市场发展。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 199.68/214.03/228.74 亿元（25-26 年前值为 204.65/218.72 亿元），分别同比增长 8.1%/7.2%/6.9%；归母净利润分别为 18.25/19.78/21.3 亿元（25-26 年前值为 20.57/22.41 亿元），分别同比增长 28.9%/8.4%/7.7%。截至 2025 年 4 月 29 日，EPS 分别为 2.22/2.41/2.59 元，对应 PE 分别为 11.29/10.42/9.67 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济与市场波动风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动风险，经销网络管理风险，国际贸易摩擦风险，汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18480	19968	21403	22874
收入同比（%）	-3.8%	8.1%	7.2%	6.9%
归属母公司净利润	1417	1825	1978	2130
净利润同比（%）	-29.4%	28.9%	8.4%	7.7%
毛利率（%）	32.7%	33.7%	33.9%	34.1%
ROE（%）	14.4%	17.8%	18.5%	19.2%
每股收益（元）	1.74	2.22	2.41	2.59
P/E	15.85	11.29	10.42	9.67
P/B	2.30	2.00	1.93	1.86
EV/EBITDA	8.87	6.19	5.78	5.38

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 28 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7418	7373	7494	7625	营业收入	18480	19968	21403	22874
现金	2550	2623	2655	2711	营业成本	12433	13230	14146	15078
应收账款	1477	1442	1486	1525	营业税金及附加	136	150	161	172
其他应收款	187	183	190	197	销售费用	3294	3594	3842	4094
预付账款	103	112	111	124	管理费用	368	419	439	457
存货	2211	2122	2161	2178	财务费用	-37	6	0	9
其他流动资产	890	890	890	890	资产减值损失	-70	2	1	1
非流动资产	10074	10861	11655	12398	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	43	44	45	47	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	5947	6378	6766	7146	营业利润	1745	2301	2506	2710
无形资产	942	1017	1103	1184	营业外收入	170	170	170	170
其他非流动资产	3142	3422	3741	4021	营业外支出	22	20	20	20
资产总计	17493	18233	19149	20023	利润总额	1893	2451	2656	2860
流动负债	6998	7265	7746	8151	所得税	445	588	637	686
短期借款	1285	1285	1285	1285	净利润	1448	1862	2019	2174
应付账款	1776	1872	1923	2112	少数股东损益	31	37	40	43
其他流动负债	3936	4108	4538	4753	归属母公司净利润	1417	1825	1978	2130
非流动负债	408	409	409	409	EBITDA	2442	3152	3374	3613
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.74	2.22	2.41	2.59
其他非流动负债	408	409	409	409	主要财务比率				
负债合计	7405	7674	8155	8560	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	243	280	320	364	成长能力				
股本	822	822	822	822	营业收入	-3.8%	8.1%	7.2%	6.9%
资本公积	3315	3333	3333	3333	营业利润	-23.7%	31.8%	8.9%	8.1%
留存收益	5708	6124	6519	6944	归属于母公司净利	-29.4%	28.9%	8.4%	7.7%
归属母公司股东权	9845	10280	10674	11099	获利能力				
负债和股东权益	17493	18233	19149	20023	毛利率 (%)	32.7%	33.7%	33.9%	34.1%
现金流量表					净利率 (%)	7.7%	9.1%	9.2%	9.3%
单位:百万元					ROE (%)	14.4%	17.8%	18.5%	19.2%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	11.6%	15.4%	16.1%	16.8%
经营活动现金流	2680	2800	2986	3105	偿债能力				
净利润	1448	1862	2019	2174	资产负债率 (%)	42.3%	42.1%	42.6%	42.8%
折旧摊销	680	695	718	744	净负债比率 (%)	73.4%	72.7%	74.2%	74.7%
财务费用	-17	9	9	9	流动比率	1.06	1.01	0.97	0.94
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.70	0.68	0.64	0.63
营运资金变动	221	393	391	330	营运能力				
其他经营现金流	1576	1309	1476	1692	总资产周转率	1.08	1.12	1.15	1.17
投资活动现金流	-2316	-1322	-1362	-1335	应收账款周转率	13.07	13.68	14.62	15.19
资本支出	-1075	-1186	-1298	-1333	应付账款周转率	7.37	7.25	7.46	7.47
长期投资	120	-85	-64	-2	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1362	-51	0	0	每股收益	1.74	2.22	2.41	2.59
筹资活动现金流	-1466	-1425	-1593	-1714	每股经营现金流薄)	3.26	3.41	3.63	3.78
短期借款	-216	0	0	0	每股净资产	11.98	12.51	12.99	13.50
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	15.85	11.29	10.42	9.67
资本公积增加	-238	18	0	0	P/B	2.30	2.00	1.93	1.86
其他筹资现金流	-1012	-1443	-1593	-1714	EV/EBITDA	8.87	6.19	5.78	5.38
现金净增加额	-1039	73	31	56					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 29 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。