



买入 (维持)

所属行业: 轻工制造/家用轻工
当前价格(元): 66.73

证券分析师

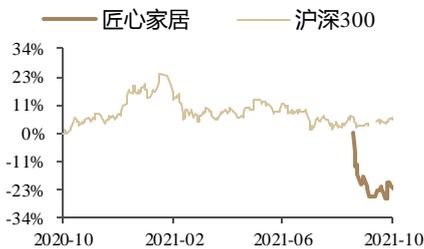
花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.83	-8.20	-8.20
相对涨幅(%)	-8.17	-9.53	-5.72

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《匠心家居 (301061.SZ): 匠人之心, 创造智能家居无限可能》, 2021.9.22

匠心家居 (301061.SZ): Q3 较超预期, 订单充裕, 产能释放, 保障 2022 成长

投资要点

- 事件:** 公司 2021 年三季报业绩超预期, 前三季度实现营业收入 14.90 亿元, 同比增长 70.38%, 归母净利润 2.36 亿元, 同比增长 53.06%, 扣非归母净利润 2.35 亿元, 同比增长 57.75%; 其中, 2021Q3 单季营业收入 5.08 亿元, 同比增长 21.85%, 归母净利润 0.86 亿元, 同比增长 28.95%, 扣非归母净利润 0.85 亿元。
- 受益海外软体需求旺盛, 公司业绩延续成长。** 公司超 90% 的产品销往以美国为主的海外市场, 受海外房地产景气度上行驱动, 软体家居订单量大幅提升, 带动公司 Q3 收入维持高增趋势。公司 21Q3 毛利率、净利率分别为 34.78%、16.93%, 较 20Q3 变动 -2.46pct、+0.93pct, 其中毛利率变动主要为原材料价格上涨影响。21Q3 销售费用率、管理费用率分别 8.65%、3.02%, 较 20Q3 分别变动 2.04pct、1.04pct。考虑到中美贸易战预期及原材料影响改善, 公司规模效应逐步体现, 为盈利能力改善带来利好。
- 研发壁垒深厚, 供应链内部垂直一体化。** 研发技术护城河深厚, 对海外软体消费者喜好理解深刻, 创新能力强, 电动沙发应用 1-5 个电机, 用户舒适度和体验感强。同时, 由于电动沙发、电动床高度依赖核心零配件的技术参数及设计工艺, 公司自主研发机构件、电机、电控装置等核心配件, 已形成内部核心供应链体系的开发闭环及全部自产, 缩短产品开发周期快速响应市场需求。
- 深度绑定高成长性客户, 产能投放打开成长空间。** 公司为下游家居企业核心供应商, 其中第一大客户 Ashley Furniture 与公司自 15 年开展合作, 粘性强。根据欧睿数据, Ashley Furniture 18 年美国功能沙发市占率达 10.6% 排名第三, 马太效应下, 头部品牌优势愈加明显, 享受需求端放量红利, 将带动公司订单增加。公司于常州、越南布局两大生产基地, 形成中越协同供应网络, 有效降低关税成本, 保障供应链稳定, 预计募投项目投产后将新增 45 万张智能电动沙发产能, 28 万套智能电动床产能, 以及 35 万张床垫产能。
- 盈利预测及投资建议:** 考虑到公司技术壁垒深厚, 优质客户粘性强, 下游需求旺盛, 北美及澳洲市场拓展超预期, 伴随未来产能逐步投放, 公司未来有望延续业绩高速增长趋势, 我们上调公司盈利预测, 预测 2021~2023 年营业总收入分别为 19.04、22.57、27.61 亿元, 同比增长 44.5%、18.5%、22.3%, 2021~2023 年归母净利润分别为 2.81、3.44、4.28 亿元, 同比增长 36.5%、22.6%、24.4%, 对应 21-23 年 PE 分别为 19.02X、15.51X、12.47X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球新冠疫情反复风险; 原材料价格大幅波动风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	80.00		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	20.00	营业收入(百万元)	1,175	1,318	1,904	2,257	2,761
52 周内股价区间(元):	63.63-86.15	(+/-)YOY(%)	7.1%	12.2%	44.5%	18.5%	22.3%
总市值(百万元):	5,338.40	净利润(百万元)	113	206	281	344	428
总资产(百万元):	3,076.92	(+/-)YOY(%)	-17.9%	82.0%	36.5%	22.6%	24.4%
每股净资产(元):	30.54	全面摊薄 EPS(元)	1.92	3.43	3.51	4.30	5.35
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	32.5%	35.4%	35.2%	35.9%	36.1%
		净资产收益率(%)	17.2%	24.1%	24.3%	23.0%	22.2%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.43	3.51	4.30	5.35
每股净资产	14.22	14.42	18.73	24.08
每股经营现金流	3.96	5.56	3.98	6.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	19.02	15.51	12.47
P/B	0.00	4.63	3.56	2.77
P/S	3.04	2.80	2.37	1.93
EV/EBITDA	-29.51	12.00	9.52	7.46
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.4%	35.2%	35.9%	36.1%
净利润率	15.6%	14.7%	15.2%	15.5%
净资产收益率	24.1%	24.3%	23.0%	22.2%
资产回报率	15.3%	14.9%	15.0%	14.7%
投资回报率	0.0%	25.0%	23.4%	22.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.2%	44.5%	18.5%	22.3%
EBIT 增长率	—	—	21.3%	21.0%
净利润增长率	82.0%	36.5%	22.6%	24.4%
偿债能力指标				
资产负债率	36.5%	38.6%	34.9%	33.7%
流动比率	2.4	2.2	2.4	2.3
速动比率	1.8	1.8	1.9	1.8
现金比率	1.3	1.3	1.3	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	47.7	49.5	50.9	49.3
存货周转天数	120.2	92.7	103.6	105.5
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	10.9	10.7	9.1	7.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	206	281	344	428
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	23	23	31	45
非经营收益	48	28	27	27
营运资金变动	-39	113	-84	11
经营活动现金流	237	444	318	511
资产	-43	-135	-156	-316
投资	-46	0	0	0
其他	0	0	0	1
投资活动现金流	-89	-135	-156	-315
债权募资	42	0	0	0
股权募资	0	20	0	0
其他	-3	-28	-28	-28
融资活动现金流	39	-8	-28	-28
现金净流量	147	302	135	168

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,318	1,904	2,257	2,761
营业成本	851	1,234	1,447	1,763
毛利率%	35.4%	35.2%	35.9%	36.1%
营业税金及附加	6	13	16	17
营业税金率%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%
营业费用	94	159	190	229
营业费用率%	7.1%	8.3%	8.4%	8.3%
管理费用	35	50	65	91
管理费用率%	2.7%	2.6%	2.9%	3.3%
研发费用	71	109	127	152
研发费用率%	5.4%	5.7%	5.6%	5.5%
EBIT	0	348	423	511
财务费用	35	21	18	17
财务费用率%	2.7%	1.1%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	0	0	1
营业利润	231	327	404	494
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	231	327	404	494
EBITDA	20	371	454	556
所得税	26	46	60	66
有效所得税率%	11.1%	14.2%	14.9%	13.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	206	281	344	428

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	626	928	1,063	1,231
应收账款及应收票据	172	259	315	374
存货	280	313	411	510
其它流动资产	100	103	109	116
流动资产合计	1,179	1,603	1,898	2,231
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	121	178	247	363
在建工程	1	51	101	251
无形资产	16	21	27	33
非流动资产合计	165	277	402	673
资产总计	1,344	1,880	2,300	2,904
短期借款	43	43	43	43
应付票据及应付账款	387	543	647	788
预收账款	1	2	3	3
其它流动负债	54	133	104	138
流动负债合计	484	720	796	972
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债总计	490	726	802	978
实收资本	60	80	80	80
普通股股东权益	853	1,154	1,498	1,926
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,344	1,880	2,300	2,904

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。