

收入高增靓丽，小 B 发力超预期

2022 年 03 月 02 日

➤ **收入高增超预期，扣非利润符合预期。**2月24日，公司发布2021年业绩快报，预计实现营收95.03亿元，同比+47.0%，归母净利润7.16亿元，同比+77.8%，扣非后归母净利润5.88亿元，同比+41.2%。据此推算，公司21Q4实现营收31.87亿元，同比+21.4%，归母净利润1.93亿元，同比-8.1%，扣非后归母净利润2.03亿元，同比+14.2%。

➤ **渠道为王，小 B 发力，装饰材料高增长。**业绩快报显示，2021年装饰材料业务营收约66.56亿元，同比+53.2%，主要受益：(1)深化分公司运营机制，2018年底公司营销体系全面导入销售分公司，2020-2021年九大分公司相继成立、精细管理，成熟市场落实渠道下沉、密集分销，外围市场加大空白开发；(2)小 B 不断推进，重点是推动经销商开拓家具厂渠道，截至2021年11月，经销商与5000多家地方中小家具厂签订供货合同，未来增长空间较大。21H1公司家具厂业务营收9亿+，同比+125%，我们预计全年延续高增。此外，公司同步开拓家装公司渠道、工程渠道，积极培育未来增长点。

➤ **定制家居模式确立，零售+工程双轮驱动。**业绩快报显示，2021年公司定制家居业务营收约26.87亿元，同比+35.1%；其中，工程板块（裕丰汉唐）营收约18.94亿元，同比+31.3%。(1)零售端持续发力，打造“全屋定制+地板+木门”产品体系，21H1本部零售营收3.3亿元，其中全屋定制营收1.55亿元，同比+134%，地板1.73亿元，同比+52%，我们预计下半年延续高增；(2)工程端完成业绩对赌，21H2相对承压：裕丰汉唐21H1、21H2收入分别同比+67.9%、21.1%，21H2受地产下行及原材料上涨影响，增速放缓；全年裕丰汉唐实现净利润1.42亿，完成业绩承诺（1.4亿）。

➤ 非经常性损益、股权激励费影响较大

全年角度，归母净利润7.16亿元、扣非后归母净利润5.88亿元，均略高于业绩预告中值。一方面得益收入高增长，但同样面临原材料如胶黏剂、装饰纸等涨价导致毛利率同比下降，以及2021年股权激励费用影响净利润约4028万元。另一方面，非经常性损益对净利润影响约1.28亿元，主因公司持有大自然家居股票产生1.17亿公允价值变动损益，2020年此项金额为-9324万元，以及董事长针对上市公司员工奖励的股份需计提股份支付费用，影响净利润0.48亿元。

单四季度，公司扣非后归母净利润2.03亿元，其中裕丰汉唐年末集中贡献业绩，预计除汉唐外扣非归母净利润约0.89亿元，主要受激励费影响。

➤ **投资建议：**我们预计2021-2023年归母净利润分别为7.16亿元、8.21亿元、10.01亿元，对应动态PE分别为13X、12X和10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**分公司运营机制、渠道拓展不及预期；地产政策调控的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6466	9503	11702	14042
增长率（%）	39.6	47.0	23.1	20.0
归属母公司股东净利润（百万元）	403	716	821	1001
增长率（%）	2.1	77.8	14.6	22.0
每股收益（元）	0.54	0.96	1.06	1.30
PE	23	13	12	10
PB	5.3	4.9	3.5	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2021年3月1日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.68 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyanyang@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6466	9503	11702	14042
营业成本	5239	7895	9676	11581
营业税金及附加	24	33	47	56
销售费用	244	338	426	524
管理费用	193	285	410	491
研发费用	59	76	105	126
EBIT	725	876	1038	1263
财务费用	66	55	68	65
资产减值损失	-15	-15	-15	-15
投资收益	77	110	80	80
营业利润	561	929	1066	1302
营业外收支	4	9	9	9
利润总额	565	938	1075	1311
所得税	121	202	231	282
净利润	443	736	844	1029
归属于母公司净利润	403	716	821	1001
EBITDA	773	950	1133	1361

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	703	860	1569	2719
应收账款及票据	962	1100	1358	1633
预付款项	56	55	93	105
存货	779	1124	1180	1239
其他流动资产	861	373	456	558
流动资产合计	3361	3512	4656	6254
长期股权投资	61	31	7	-20
固定资产	445	520	586	639
无形资产	108	116	122	129
非流动资产合计	1918	2094	2155	2159
资产合计	5280	5605	6811	8413
短期借款	737	956	956	956
应付账款及票据	1435	1565	1701	1937
其他流动负债	745	688	855	1172
流动负债合计	2917	3209	3511	4065
长期借款	240	200	230	250
其他长期负债	53	53	53	53
非流动负债合计	294	253	283	303
负债合计	3211	3462	3794	4368
股本	775	744	773	773
少数股东权益	208	228	252	280
股东权益合计	2069	2143	3016	4045
负债和股东权益合计	5280	5605	6811	8413

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.59	46.98	23.13	20.00
EBIT 增长率	80.41	20.88	18.51	21.64
净利润增长率	2.14	77.81	14.60	21.97
盈利能力 (%)				
毛利率	18.97	16.93	17.31	17.52
净利润率	6.86	7.75	7.21	7.33
总资产收益率 ROA	7.63	12.77	12.05	11.90
净资产收益率 ROE	21.64	37.40	29.69	26.58
偿债能力				
流动比率	1.15	1.09	1.33	1.54
速动比率	0.83	0.71	0.94	1.18
现金比率	0.24	0.27	0.45	0.67
资产负债率 (%)	60.82	61.77	55.72	51.92
经营效率				
应收账款周转天数	49.44	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	54.27	55.00	36.80	32.20
总资产周转率	1.22	1.70	1.72	1.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.96	1.06	1.30
每股净资产	2.40	2.57	3.58	4.87
每股经营现金流	1.05	0.58	1.04	1.59
每股股利	0.30	0.30	0.35	0.40
估值分析				
PE	23	13	12	10
PB	5.3	4.9	3.5	2.6
EV/EBITDA	13.07	10.24	8.31	6.09
股息收益率 (%)	2.37	2.37	2.76	3.15

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	443	736	844	1029
折旧和摊销	48	74	95	98
营运资金变动	184	-364	-148	90
经营活动现金流	813	428	801	1230
资本开支	-102	-278	-178	-128
投资	-842	37	31	34
投资活动现金流	-404	-131	-67	-14
股权募资	5	200	200	100
债务募资	-200	-40	30	20
筹资活动现金流	-536	99	155	43
现金净流量	-135	397	890	1260

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001