



渠道为王+定制发力，收入有望持续高增

2022 年 04 月 30 日

事件：

- **2021 年报：**2021 年实现营收 94.26 亿元，同比+45.78%，归母净利 7.12 亿元，同比+76.70%，扣非后归母净利 5.82 亿元，同比+39.66%。其中，单 4 季度实现营收 31.10 亿元，同比+18.43%，归母净利 1.88 亿元，同比-10.29%，扣非后归母 1.97 亿元，同比+10.57%。2021 年销售毛利率 17.70%，同比-1.27pct；净利率 7.82%，同比+0.96pct。
- **2022 年一季报：**一季度实现营收 16.27 亿，同比+18.97%；归母净利 0.95 亿元，同比-7.71%；扣非后归母净利 0.77 亿，同比+8.06%；销售毛利率为 18.51%，同比+2.08pct，净利率 6.00%，同比下降 1.59pct。

点评：

(1) 渠道为王，定制发力

- **分业务看：**装饰材料业务收入 65.82 亿，同比+51.45%，营收占比 69.83%；成品家居收入 26.87 亿，同比+35.09%，占比 28.51%；其他业务收入 1.57 亿，同比+19.85%，占比 1.66%。
- **分产品看：**装饰材料 63.19 亿，同比+53.41%；品牌使用费（含易装）2.76 亿，同比+15.00%（其中，板材品牌使用费（含易装）2.63 亿元，同比+15.60%）；柜类 22.92 亿，同比+42.36%；地板 3.72 亿，同比+15.53%；木门 0.39 亿，同比-13.33%；其他 1.27 亿，同比-3.05%。
- **渠道为王，小 B 发力，装饰材料高增长：**（1）九大分公司相继成立、精细管理，截止 2021 年底公司设立的分销、营销网点达到 1000 多家；（2）零售门店继续铺设，2021 年新增装饰材料专卖店 522 家，其中饰材专卖店 287 家，易装专卖店 235 家，期末装饰材料专卖店共 2635 家，其中易装专卖店 797 家。（3）小 B 渠道不断推进，重点是推动经销商开拓家具厂渠道，公司与经销商共服务家具厂客户约 5800 家。（4）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：**（1）打造“全屋定制+地板+木门”产品体系；（2）工程端完成业绩对赌，裕丰汉唐收入 18.94 亿，同比+31.23%，净利润 1.42 亿，完成业绩对赌（1.4 亿）。

(2) 成本及毛利率表现：2021 年毛利率 17.7%，同比-1.27pct。按行业划分，装饰材料业务毛利率为 13.68%，同比-1.68pct；定制家居业务毛利率为 25.82%，同比+0.03pct。从产品角度，装饰材料毛利率 10.13%，同比-0.62pct；柜类产品 27.06%，同比+0.09pct。

(3) 期间费用表现：2021 年销售费用率 3.42%，同比-0.35pct，销售费用同比+32.37%，疫后社保费用恢复。管理费用率 3.53%，同比+0.55pct，管理费用同比+72.36%。其中，股权激励费用 1.01 亿元，同比+0.96 亿元，占比达到 30.46%。若剔除股权激励费用影响，管理费用同比+23.30%，占营收比重 2.45%，同口径同比-0.45pct。财务费用率 0.42%，同比-0.6pct，财务费用同比-40.29%，主因归还部分并购贷款，支付利息相应减少，子公司保理费支出减少。期末短期借款 8.10 亿，上年末 7.37 亿；长期借款 0.60 亿，期初 2.40 亿，主因子公司归还并购贷款。资产负债率稳定在 60%。

(4) 一季报关注点包括：2022Q1 管理费用同比+65.04%，主因计提股权激励费用同比+0.24 亿元；投资收益同比-786 万元，同比-39.76%，主因投资项目转让收益及理财收益同比减少；信用减值损失同比+380 万元，同比+263.73%；公允价值变动收益同比-0.24 亿元，同比-100.00%，主因持有大自然股权公允价值变动损益同比减少。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.2 亿元、10.0 亿元、13.6 亿元，4 月 29 日股价对应动态 PE 分别为 9、7、5 倍，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9426	11702	14042	16875
增长率（%）	45.8	24.1	20.0	20.2
归属母公司股东净利润（百万元）	712	821	1001	1364
增长率（%）	76.7	15.4	21.9	36.4
每股收益（元）	0.92	1.06	1.29	1.77
PE	10	9	7	5
PB	3.3	2.6	2.1	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.50 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

1.【民生建材】兔宝宝 2021 年业绩快报点

评：收入高增靓丽，小 B 发力超预期

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9426	11702	14042	16875
营业成本	7757	9676	11581	13811
营业税金及附加	33	41	49	59
销售费用	323	401	481	557
管理费用	333	413	495	540
研发费用	71	88	105	118
EBIT	910	1083	1330	1790
财务费用	39	50	46	43
资产减值损失	-21	-20	-20	-20
投资收益	46	94	78	93
营业利润	944	1092	1333	1821
营业外收支	10	9	9	9
利润总额	954	1101	1342	1830
所得税	218	251	306	417
净利润	737	850	1036	1413
归属于母公司净利润	712	821	1001	1364
EBITDA	990	1177	1433	1901

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	604	1188	1816	2725
应收账款及票据	1460	1762	2125	2564
预付款项	55	68	82	98
存货	648	789	948	1134
其他流动资产	459	452	480	513
流动资产合计	3226	4260	5450	7033
长期股权投资	37	27	17	7
固定资产	503	580	638	691
无形资产	99	104	104	106
非流动资产合计	2386	2500	2601	2696
资产合计	5612	6760	8051	9730
短期借款	810	810	810	810
应付账款及票据	1371	1711	2048	2442
其他流动负债	1018	1256	1495	1776
流动负债合计	3199	3776	4352	5028
长期借款	60	60	90	110
其他长期负债	112	112	112	112
非流动负债合计	172	172	202	222
负债合计	3371	3948	4554	5249
股本	773	773	773	773
少数股东权益	111	141	176	224
股东权益合计	2242	2812	3497	4480
负债和股东权益合计	5612	6760	8051	9730

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	45.78	24.14	20.00	20.18
EBIT 增长率	28.71	19.09	22.74	34.64
净利润增长率	76.70	15.35	21.89	36.36
盈利能力（%）				
毛利率	17.70	17.31	17.52	18.16
净利润率	7.82	7.26	7.38	8.37
总资产收益率 ROA	12.68	12.14	12.43	14.02
净资产收益率 ROE	33.41	30.73	30.12	32.06
偿债能力				
流动比率	1.01	1.13	1.25	1.40
速动比率	0.76	0.88	0.99	1.13
现金比率	0.19	0.31	0.42	0.54
资产负债率（%）	60.06	58.41	56.56	53.95
经营效率				
应收账款周转天数	50.21	50.21	50.21	50.21
存货周转天数	30.51	30.51	30.51	30.51
总资产周转率	1.68	1.73	1.74	1.73
每股指标（元）				
每股收益	0.92	1.06	1.29	1.77
每股净资产	2.90	3.64	4.53	5.80
每股经营现金流	1.11	1.32	1.45	1.91
每股股利	0.47	0.36	0.45	0.56
估值分析				
PE	10	9	7	5
PB	3.3	2.6	2.1	1.6
EV/EBITDA	7.77	6.04	4.54	2.96
股息收益率（%）	4.95	3.81	4.77	5.86

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	737	850	1036	1413
折旧和摊销	80	94	103	111
营运资金变动	71	58	-57	-68
经营活动现金流	860	1024	1121	1480
资本开支	-136	-207	-202	-203
投资	53	7	5	6
投资活动现金流	152	-105	-118	-104
股权募资	145	0	0	0
债务募资	-525	0	30	20
筹资活动现金流	-1113	-334	-375	-467
现金净流量	-105	584	628	909

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