

美国市场增长亮眼，盈利能力保持稳健

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现收入 19.2 亿元 (+46%); 实现归母净利润 3 亿元 (+45.2%); 实现扣非归母净利润 3 亿元 (+50.5%)。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 4.4 亿元 (-1.9%); 实现归母净利润 6203.7 万元, 四季度受海运紧张、越南疫情影响, 收入暂时承压。2022 年 Q1 公司实现营业收入 4.6 亿元 (+1.1%); 实现归母净利润 7047.3 万元 (-15.8%); 实现扣非归母净利润 6168.1 万元 (-25.3%)。22Q1 经过公司快速调整, 收入增速转正。
- **汇兑损失收窄, 全年盈利能力稳定。** 2021 年公司整体毛利率为 28.8% (-6.6pp), 毛利率下降主要由于收入准则变化, 与收入合同履约义务相关的货代运输费本期调整至主营业务成本列示。分产品来看, 21 年公司智能电动沙发毛利率为 28.6% (-7.7pp), 智能电动床毛利率为 31.8% (-1.5pp), 配件毛利率为 22.2% (-9.6pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费用率为 10.7% (-7.2pp)。公司销售费用率为 2.2% (-4.9pp), 主要由收入准则变动引起; 管理费用率为 3.1% (-0.4pp); 研发费用率为 4.9% (-0.5pp); 财务费用率为 0.5% (-2.2pp), 主营系汇兑损失减少所致。综合来看, 公司净利率为 15.5%, 同比下降 0.1pp。此外, 经营活动产生的现金流量净额为 2.6 亿元, 同比增长 7.5%。
- **22Q1 销售费用投放力度加大, 海外业务进一步延伸。** 2022 年 Q1 公司整体毛利率为 27.3%, 同比下降 2.1pp, 主要系收入准则变化, 及部分原材料涨价所致。费用率方面, 2022 年一季度公司整体费用率为 10.6% (+2.3pp)。公司销售费用率为 2.6% (+0.4pp), 主要系美国高点展厅和仓库扩建、匠心新加坡新增销售人员所致; 管理费用率为 2.6% (-0.1pp); 研发费用率为 5.1% (+0.5%); 财务费用率为 0.4% (+1.5pp), 主要系汇兑损失增加所致。综合来看, 公司净利率为 15.2%, 同比下降 3pp。
- **受益于海外家具需求增长及产品结构优化, 公司核心产品全年保持高增。** 21 年公司业务稳步增长, 其中智能电动沙发实现营业收入 13.4 亿元, 同比增长 73.7%; 智能电动床实现营业收入 2.6 亿元, 同比下降 4.6%; 配件实现营业收入 2.8 亿元, 同比增长 16.1%; 其他产品实现营业收入 4170 万元, 同比增长 31.7%。受益于疫情后海外家具需求释放及客户备货需求增长, 公司电动沙发产品收入高增。此外自 2020 年开始, 公司重点开发、推广多人位沙发, 大量选用了真皮材料, 增收的效果较为显著。2021 年, 多人位沙发的销售收入同比增长 138.5%, 需求增长与产品结构优化共同拉动公司核心产品销售额增长。
- **美国市场表现亮眼, 非美市场开拓进程加快。** 分地区来看, 2021 年公司于境内实现营业收入 4400.9 万元, 同比增长 28.3%; 境外实现营业收入 18.8 亿元, 同比增长 46.5%, 其中美国市场的销售收入为 16.8 亿元, 同比增长 43.4%。公司持续专注于美国市场的开发与服务, 全年开发了 13 个新客户, 包括 COSTCO 和 Miskelly's Furniture 等头部零售商。同时公司也积极拓展美国以外的国际市场, 21 年公司对加拿大的销售收入同比增长了 62.3%, 对澳大利亚的销售收入同比增长 32.7%。2021 年 10 月, 公司成立全资孙公司匠心新加坡, 有望利用其优越的地理位置和丰富的人才资源为公司开拓更广泛的国际市场。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 4.24 元、5.32 元、6.44 元, 对应 PE 分别为 12 倍, 9 倍, 8 倍。考虑到公司大客户优质, 新客户拓展顺利, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险, 汇率大幅波动的风险, 国际贸易摩擦加剧的风险, 行业竞争加剧的风险, 新客户拓展不及预期的风险。

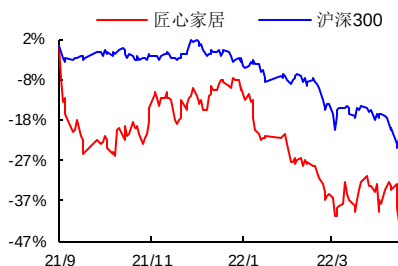
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1924.96	2401.06	2971.82	3652.90
增长率	46.04%	24.73%	23.77%	22.92%
归属母公司净利润(百万元)	298.44	339.52	425.82	514.95
增长率	45.15%	13.76%	25.42%	20.93%
每股收益 EPS(元)	3.73	4.24	5.32	6.44
净资产收益率 ROE	11.96%	11.93%	13.02%	13.60%
PE	13	12	9	8
PB	1.61	1.41	1.22	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.20
52 周内股价区间(元)	45.8-86.15
总市值(亿元)	40.06
总资产(亿元)	30.77
每股净资产(元)	30.54

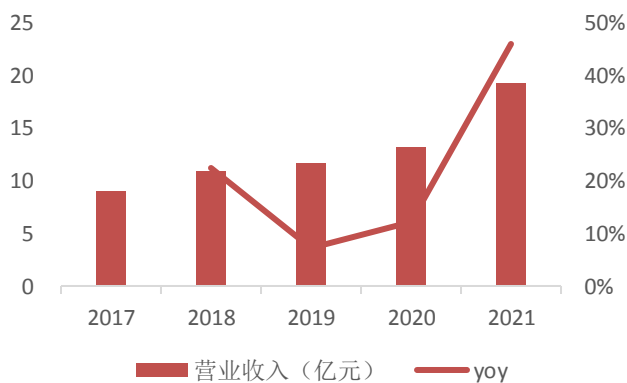
相关研究

1 深耕电动沙发出口业务，大客户优势明显

公司成立于 2002 年，是一家主要从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售的高新技术企业，深耕美国及国际市场多年，是全球智能电动沙发、智能电动床行业重要的 ODM 供应商。同时，公司拥有 MotoMotion、MotoSleep、HHC、Yourway 等具有一定国际知名度的自主品牌，大力开展自主品牌业务，并与 Ashley Furniture、Pride Mobility、HomeStretch、Raymours Furniture、R.C.Willey 等国际知名家具企业建立了良好的长期业务合作关系。目前，公司正积极拓展国内市场。

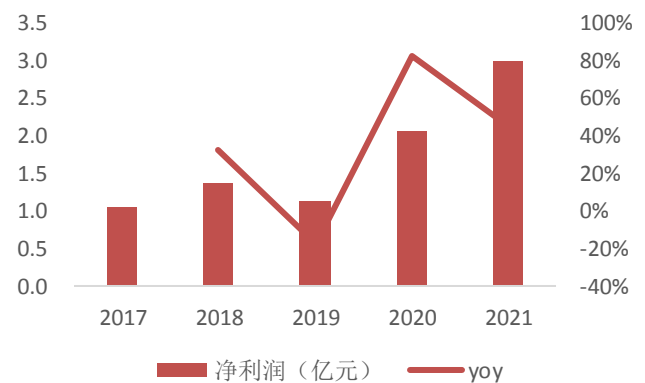
受益于疫情后海外家具需求释放，公司营业收入与净利润均保持高速增长。从收入端看，近年公司营业收入稳定增长，2017-2021 年收入复合增速为 21.1%，21 年收入规模达到 19.2 亿元。2021 年由于美国房地产销售景气，家居需求复苏，营业收入同比 20 年高增 46%。利润端来看，除 2019 年股份支付费用较高影响净利润水平，过去几年公司净利润整体较快增长，2017-2021 年复合增速 30.2%。2021 年公司净利润同比 20 年增长 45.2%，与收入增幅基本匹配。

图 1：2017-2021 公司营收及增速



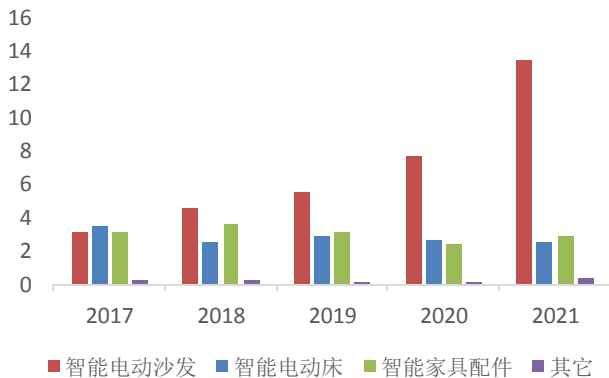
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2017-2021 公司归母净利润及增速

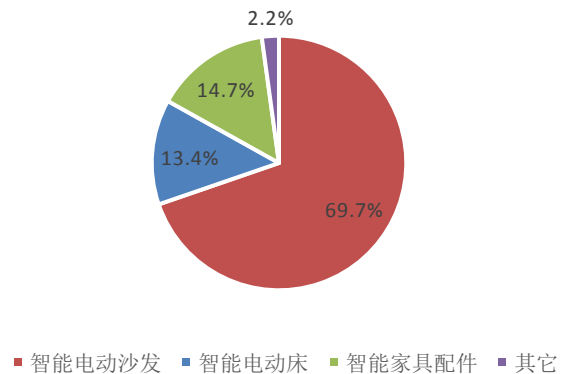


数据来源：公司公告，西南证券整理

电动沙发规模增长较快，占比逐渐提升。分产品看，近年智能电动沙发收入增长较快，智能家具配件和智能电动床收入维持相对稳定，2017-2021 年公司电动沙发/电动床/家具配件收入复合增速分别为 62.1%/15.9%/5.7%。电动沙发已经成为公司占比最高的品类，2021 年电动沙发/电动床/配件收入分别为 13.4/2.6/2.8 亿元，占比分别达到 69.7%/13.4%/14.7%。

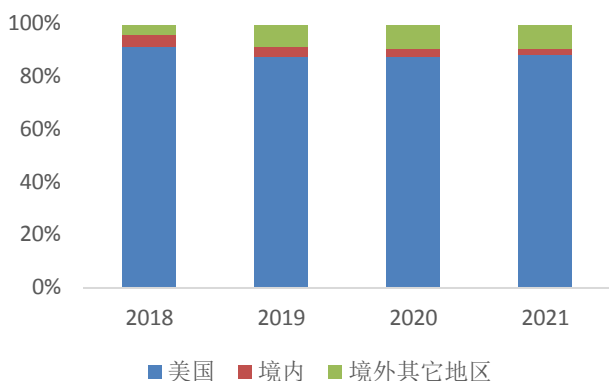
图 3：2017-2021 匠心家居营收产品结构变化（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

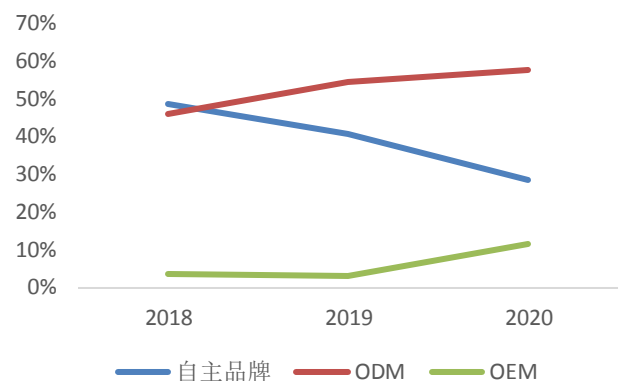
图 4：2021 年匠心家居营收结构


数据来源：公司年报，西南证券整理

产品以 ODM 外销为主，销售区域集中在美国。2021 年公司在美国收入占比约为 87.7%，2018-2021 年美国收入占比均维持在 85%以上，为公司主要销售市场。按销售模式看，公司销售以 ODM 为主，公司大客户多为海外头部家具零售商或综合超市，与头部客户合作关系稳定。2020 年公司自主品牌/ODM/OEM 收入分别为 3.7/7.6/1.5 亿元，占比分别为 28.7%/57.8%/11.6%。近年公司大客户采购金额较快增长，核心客户包括 Ashley、Pride Mobility 等美国头部家居渠道商/品牌商，前五大客户合计销售收入占比在 60%以上。

图 5：2018-2021 公司分销售区域营收占比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2018-2020 公司自主品牌/ODM/OEM 收入占比


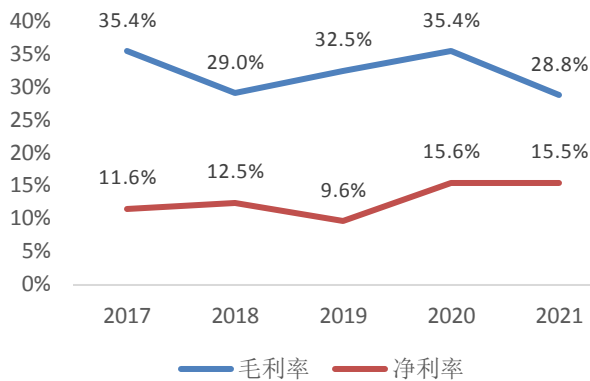
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司前五大客户销售额及占比

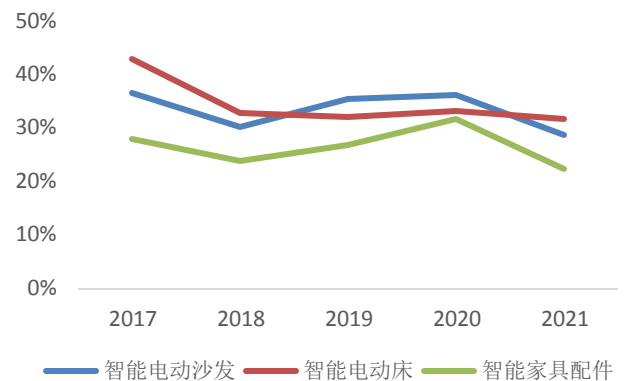
客户名称	2019 年度		2020 年度		2021 年度	
	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）
第一名	35120.3	29.9	40526.6	30.8	50256.2	26.1
第二名	12631.6	10.8	20766.3	15.8	33590.8	17.5
第三名	11732.9	10.0	9816.2	7.5	17734.9	9.2
第四名	6396.7	5.5	9984.8	7.6	11136.1	5.8
第五名	5331.9	4.5	8005.5	6.1	10911.1	5.7

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司毛利率主要受原材料价格波动影响。公司主要原材料为面料、钢材、木板、海绵等，2018-2020 年由于大宗原材料价格下行，公司毛利率有所回升，2021 年公司毛利率为 28.8% (-6.6pp)，剔除收入准则调整对毛利率的影响约 4.2pp 外，原材料及汇率波动对公司毛利率影响约 2pp。在 2021 年原材料价格大幅上涨情况下，公司通过自制零部件控制成本，同时及时对下游客户提价共同分担成本，毛利率受影响程度小。分产品来看，公司智能电动沙发和电动床的毛利率均较高，2021 年分别为 28.6%/31.8%。

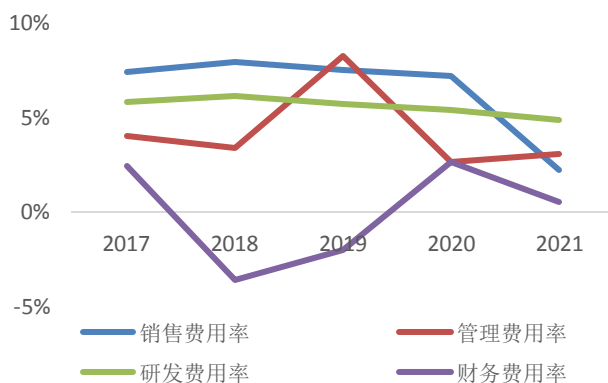
图 7：2017-2021 公司毛利率/净利率变化


数据来源：公司年报，西南证券整理

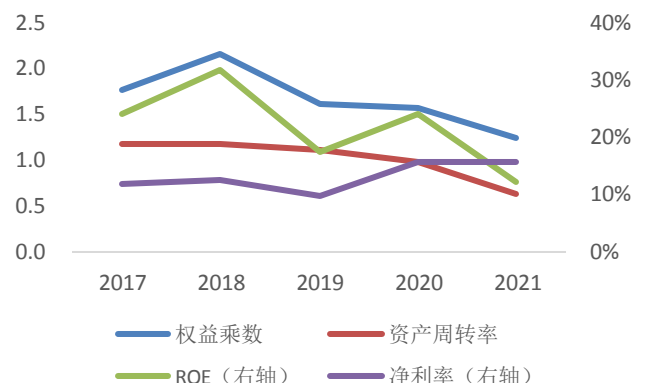
图 8：2017-2021 公司主营产品毛利率变化


数据来源：公司年报，西南证券整理

控费能力强，盈利能力保持稳定。2017-2020 年公司总费用率从 19.6% 下降至 17.9%，21 年由于收入准则变动，总费用率进一步降至 10.7%。其中销售费用率降至 2.2%，销售费用率较同业较低，主要由于公司直接与海外大客户建立合作关系，销售层级较少。17-21 年公司管理费用率从 4% 下降至 3.1%，由于人效提升、股份支付费用减少，管理费用率下降。17-21 年公司研发费用率从 5.9% 下降至 4.9%，21 年研发费用同比增长 31.5%，研发费用保持较高投放；财务费用率受汇率变化影响波动较大。总体来看，过去几年公司费用控制效果良好。在公司降本控费下近两年盈利能力较强，2021 年净利率为 15.6%。在软体家居出口企业中，公司盈利能力也较为突出，主要由于公司产品定位中高端，下游利润空间充分，以及公司向上整合供应链，充分打开上游利润空间。

图 9：2017-2021 公司各项费用率对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2017-2021 公司摊薄 ROE 拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1: 随着原材料价格下行及人民币汇率恢复常态, 及公司产品结构不断优化, 2022-2024 年智能电动沙发毛利率分别达到 28.5%、28.8%、29%;

假设 2: 电动沙发中组合沙发占比逐渐提升, 2022-2024 年组合沙发收入占比分别为 25%、27.5%、30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 2: 公司分业务收入与成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	1925.0	2401.1	2971.8	3652.9
yoy	46.0%	24.7%	23.8%	22.9%
营业成本	1371.0	1714.4	2114.2	2591.4
毛利率	28.8%	28.6%	28.9%	29.1%
智能电动沙发				
收入	1,342.2	1718.0	2164.7	2705.9
yoy	73.7%	28%	26%	25%
成本	957.8	1,228.4	1541.3	1921.2
毛利率	28.6%	28.5%	28.8%	29.0%
智能电动床				
收入	257.4	308.8	376.8	452.1
yoy	-4.6%	20%	22%	20%
成本	175.6	210.0	255.5	305.2
毛利率	31.8%	32.0%	32.2%	32.5%
智能家具配件				
收入	283.7	326.3	375.2	431.5
yoy	16.1%	15%	15%	15%
成本	220.7	254.5	292.7	336.6
毛利率	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%
其他				
收入	41.7	48.0	55.1	63.4
yoy	31.7%	15%	15%	15%
成本	16.8	21.6	24.8	28.5
毛利率	59.8%	55%	55%	55%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面, 我们选取智能电动床出口企业麒盛科技、床垫出口企业梦百合为可比公司, 考虑到公司大客户优质, 新客户拓展顺利, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603610.SH	麒盛科技	17.05	1.57	1.88	2.23	10.89	9.08	7.64
603313.SH	梦百合	9.93	1.05	1.58	1.90	9.45	6.27	5.23
平均值			1.31	1.73	2.07	10.17	7.68	6.43

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1924.96	2401.06	2971.82	3652.90	净利润	298.44	339.52	425.82	514.95
营业成本	1370.96	1714.45	2114.19	2591.45	折旧与摊销	24.72	19.11	19.11	19.11
营业税金及附加	5.34	11.09	12.03	25.21	财务费用	10.51	41.01	41.22	54.05
销售费用	42.67	60.03	89.15	116.89	资产减值损失	-0.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.17	187.28	228.83	277.62	经营营运资本变动	-539.01	-118.06	-168.82	-217.55
财务费用	10.51	41.01	41.22	54.05	其他	461.38	-0.21	-0.24	-0.23
资产减值损失	-0.92	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	255.12	281.38	317.08	370.33
投资收益	1.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-34.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.31	0.21	0.24	0.23	其他	-1287.54	0.21	0.24	0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1322.24	0.21	0.24	0.23
营业利润	344.13	387.40	486.64	587.91	短期借款	-42.56	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.05	-1.49	-1.75	-1.88	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	341.08	385.91	484.89	586.03	股权融资	1352.61	0.00	0.00	0.00
所得税	42.64	46.39	59.07	71.08	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	298.44	339.52	425.82	514.95	其他	-20.96	-58.50	-41.22	-54.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1289.09	-58.50	-41.22	-54.05
归属母公司股东净利润	298.44	339.52	425.82	514.95	现金流量净额	211.85	223.08	276.10	316.51
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	872.02	1095.10	1371.21	1687.72	成长能力				
应收和预付款项	196.47	294.63	351.82	426.98	销售收入增长率	46.04%	24.73%	23.77%	22.92%
存货	393.43	516.17	626.59	772.10	营业利润增长率	48.90%	12.57%	25.62%	20.81%
其他流动资产	1346.42	1470.36	1618.94	1796.23	净利润增长率	45.15%	13.76%	25.42%	20.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.52%	17.97%	22.22%	20.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	134.78	120.97	107.17	93.36	毛利率	28.78%	28.60%	28.86%	29.06%
无形资产和开发支出	35.01	31.00	27.00	22.99	三费率	5.84%	12.01%	12.09%	12.28%
其他非流动资产	119.34	118.04	116.74	115.44	净利率	15.50%	14.14%	14.33%	14.10%
资产总计	3097.47	3646.28	4219.46	4914.82	ROE	11.96%	11.93%	13.02%	13.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.63%	9.31%	10.09%	10.48%
应付和预收款项	478.74	710.60	856.22	1034.55	ROIC	41.66%	33.08%	34.10%	34.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.71%	18.64%	18.41%	18.10%
其他负债	123.41	90.07	91.81	93.89	营运能力				
负债合计	602.15	800.66	948.03	1128.44	总资产周转率	0.87	0.71	0.76	0.80
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	15.10	18.92	26.28	36.80
资本公积	1717.86	1717.86	1717.86	1717.86	应收账款周转率	10.98	10.55	9.83	10.07
留存收益	708.24	1047.76	1473.57	1988.52	存货周转率	4.07	3.77	3.70	3.71
归属母公司股东权益	2495.32	2845.62	3271.43	3786.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.77%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2495.32	2845.62	3271.43	3786.38	资产负债率	19.44%	21.96%	22.47%	22.96%
负债和股东权益合计	3097.47	3646.28	4219.46	4914.82	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.41	4.70	4.59	4.48
					速动比率	4.65	3.98	3.86	3.74
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	3.73	4.24	5.32	6.44
					每股净资产	31.19	35.57	40.89	47.33
					每股经营现金	3.19	3.52	3.96	4.63
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	379.36	447.53	546.97	661.07					
PE	13.42	11.80	9.41	7.78					
PB	1.61	1.41	1.22	1.06					
PS	2.08	1.67	1.35	1.10					
EV/EBITDA	5.83	4.38	3.08	2.07					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn