

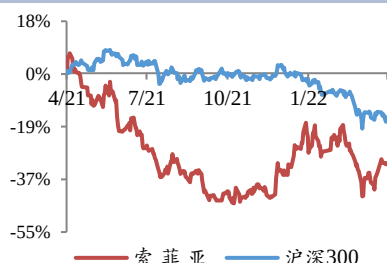
营收破百亿，整家定制打开战略空间

投资评级：买入（上调）

报告日期：2022-04-13

收盘价（元） 20.53
近 12 个月最高/最低（元） 32.00/16.32
总股本（百万股） 912
流通股本（百万股） 637
流通股比例（%） 69.84
总市值（亿元） 187
流通市值（亿元） 131

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **事件：公司发布 2021 年年报，营收突破百亿大关。**公司 2021 年实现营收 104.07 亿元，同比+24.59%；归母净利润 1.23 亿元，同比-89.72%；其中 Q4 营收 31.63 亿元，同比-2.92%；归母净利润-7.26 亿元，主因对恒大计提 9.09 亿元减值，调整后 Q4 净利润 1.83 亿元，同比-63%。Q4 受原材料涨价、费用与经销商补贴开支增加等因素盈利短期承压。
- **衣橱木稳健发力，米兰纳、整装渠道持续拓展。**公司持续推进“全渠道、多品牌、全品类”战略布局，品牌及产品定位覆盖面广，深入推进零售及整装等全渠道建设。**分产品来看**，公司 21 年衣柜及配套/橱柜/木门营收分别为 82.7/14.2/4.58 亿元，同比分别+23%/+17.3%/+56.9%；其中木门增速亮眼，衣柜、橱柜稳健发力。**分渠道来看**，公司 21 年**经销渠道**营收 83.6 亿元，同比+28%，索菲亚/司米/索菲亚木门/华鹤经销商数量分别+82/-29/+141/+84 位，门店数量分别+11/+14/+195/+22 家，其中米兰纳作为轻时尚高性价比品牌表现亮眼，21 年底门店数量达 212 家，经销商 360 位。**整装渠道**增速迅猛，营收 5.29 亿元，较 20 年实现约 3 倍增长，公司与星艺装饰、圣都家装等头部装修企业进行深度合作，同时推动经销商和当地小型整装公司等合作，进一步发力整装渠道建设。**大宗渠道**营收 16.04 亿元，同比+6.6%，公司将持续优化客户结构，充分计提减值，加强应收款项与风险管控。
- **轻装上阵，整家定制有望提升客单价，深化改革成效可期。**公司 12 月提出整家定制战略，品牌定位升级为“衣柜|整家定制”，推出七大品类与 8 大空间整体解决方案，品类从定制家居进一步延伸至软体与家电品类，有望提升客单值；此外，在管理团队方面，杨鑫总加盟后推动一系列深化改革措施，有望在 22 年起逐步兑现。我们预计公司 22-24 年营收 122.19/141.15/170.44，分别+17.4%/15.5%/20.7%，归母净利润 14.42/17.55/21.03 亿元，同比+1076.6%/21.7%/19.8%，公司 22 年轻装上阵，改革成效可期，给予“买入”评级。

风险提示

房地产政策调控风险、原材料上涨风险、竞争加剧风险，疫情反复风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10407	12219	14115	17044
收入同比 (%)	24.6%	17.4%	15.5%	20.7%
归属母公司净利润	123	1442	1755	2103
净利润同比 (%)	-89.7%	1076.6%	21.7%	19.8%
毛利率 (%)	33.2%	34.8%	34.9%	34.8%
ROE (%)	2.2%	20.4%	19.9%	19.2%
每股收益 (元)	0.13	1.58	1.92	2.30
P/E	170.77	12.91	10.60	8.85
P/B	3.59	2.63	2.11	1.70
EV/EBITDA	17.48	8.14	6.02	4.31

资料来源：wind，华安证券研究所

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5543	7585	10071	13277	营业收入	10407	12219	14115	17044
现金	2710	3429	5637	8113	营业成本	6951	7971	9189	11110
应收账款	1028	1222	1411	1704	营业税金及附加	94	110	127	153
其他应收款	61	70	81	98	销售费用	1009	1161	1299	1568
预付账款	92	0	0	0	管理费用	730	880	988	1210
存货	741	830	957	1157	财务费用	68	126	121	104
其他流动资产	911	2034	1984	2205	资产减值损失	-277	0	0	0
非流动资产	6884	6821	6730	6609	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	61	61	61	61	投资净收益	59	61	71	85
固定资产	3162	3118	3046	2944	营业利润	447	1752	2144	2600
无形资产	1757	1757	1757	1757	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	1903	1884	1865	1846	营业外支出	3	3	2	2
资产总计	12428	14406	16800	19886	利润总额	446	1749	2143	2599
流动负债	5293	5785	6379	7308	所得税	292	262	343	442
短期借款	1302	1302	1302	1302	净利润	154	1487	1800	2157
应付账款	1347	1550	1787	2161	少数股东损益	31	45	45	54
其他流动负债	2644	2932	3289	3844	归属母公司净利润	123	1442	1755	2103
非流动负债	1198	1198	1198	1198	EBITDA	1146	2171	2571	3012
长期借款	1017	1017	1017	1017	EPS (元)	0.13	1.58	1.92	2.30
其他非流动负债	181	181	181	181					
负债合计	6491	6983	7577	8506					
少数股东权益	296	340	385	439					
股本	912	912	912	912					
资本公积	1320	1320	1320	1320					
留存收益	3408	4850	6606	8709					
归属母公司股东权益	5641	7083	8838	10941					
负债和股东权益	12428	14406	16800	19886					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1419	1048	2526	2779	成长能力				
净利润	123	1442	1755	2103	营业收入	24.6%	17.4%	15.5%	20.7%
折旧摊销	462	404	433	461	营业利润	-70.7%	292.0%	22.4%	21.2%
财务费用	88	146	146	146	归属于母公司净利	-89.7%	1076.6%	21.7%	19.8%
投资损失	-59	-61	-71	-85	获利能力				
营运资金变动	488	-930	216	99	毛利率 (%)	33.2%	34.8%	34.9%	34.8%
其他经营现金流	-47	2420	1586	2060	净利率 (%)	1.2%	11.8%	12.4%	12.3%
投资活动现金流	-1767	-182	-172	-157	ROE (%)	2.2%	20.4%	19.9%	19.2%
资本支出	-1971	-362	-361	-361	ROIC (%)	2.8%	15.2%	15.3%	15.3%
长期投资	70	119	119	119	偿债能力				
其他投资现金流	134	61	71	85	资产负债率 (%)	52.2%	48.5%	45.1%	42.8%
筹资活动现金流	493	-146	-146	-146	净负债比率 (%)	109.4%	94.1%	82.2%	74.7%
短期借款	323	0	0	0	流动比率	1.05	1.31	1.58	1.82
长期借款	920	0	0	0	速动比率	0.88	1.16	1.42	1.65
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	16	0	0	0	总资产周转率	0.84	0.85	0.84	0.86
其他筹资现金流	-765	-146	-146	-146	应收账款周转率	10.12	10.00	10.00	10.00
现金净增加额	143	719	2208	2476	应付账款周转率	5.16	5.14	5.14	5.14

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.13	1.58	1.92	2.30	P/E	170.77	12.91	10.60	8.85
每股经营现金流薄)	1.56	1.15	2.77	3.05	P/B	3.59	2.63	2.11	1.70
每股净资产	6.18	7.76	9.69	11.99	EV/EBITDA	17.48	8.14	6.02	4.31

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方 新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020 年新财富轻工纺服第 4 名团队。2021 年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业

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。