

梦天家居 (603216)

证券研究报告

2022年04月25日

21年业绩符合预期，营销网点逐步下沉，持续推进门墙柜一体化

公司发布年报，2021年实现收入15.20亿元，同比+23.90%，其中Q3/Q4单季度收入分别为4.23/5.58亿元，同比分别+20.48%/+11.09%。21年实现归母净利润1.83亿元，同比+7.04%，其中Q3/Q4单季度分别实现0.52/0.77亿元，同比分别+9.6%/-26.73%。21年扣非后归母净利润1.79亿元，同比+10.53%，其中Q3/Q4单季度分别实现0.51/0.76亿元，同比分别+11.4%/-23.96%。

贯彻“从木门到木作”的战略，共建个性化、定制化的整木定制家居。分产品来看，21年公司主要产品门类/墙板/柜类/其他家具分别实现收入9.61/1.92/2.55/0.44亿元，同比+16.55%/+33.38%/+27.77%/+36.79%，毛利率分别为29.52%/38.41%/30.08%/43.36%，同比-3.54/+3.22/-5.31/+0.83pct，毛利率受原材料价格上涨影响较大。生产端，公司优化多条生产线、实行自动化改造，推进“机械换人”工作；优化多种工艺，降本增效，大幅缩短产品交期，提升快速交付能力。产品端，在门墙柜一体化的方向上持续创新，推出紧跟时代潮流与需求的定制家居产品。产能方面，21年大幅扩建柜类产能，优化及增设平板门产线，21年门类/柜类/墙板产量分别为50.28万樘/85.27万平米/40.84万平米，同比分别提升19.04%/40.19%/28.1%。

深耕零售渠道，营销网点布局逐步下沉。21年公司的经销商渠道实现收入13.08亿元，同比+17.36%，贡献收入86.06%，毛利率为32.24%，同比-1.91pct。截至21年末，经销商专卖店已达968家，营销网点下沉至低线城市，细化市场终端营销。分地区来看，营收前三的销区依次是华北/山东/浙江销区，分别实现收入1.91/1.65/1.48亿元，同比+32.77%/+26.87%/+11.01%。其中华北销区受北京作为政治、经济中心影响，其辐射范围不断向河北省等周边地区扩散，带动房地产市场兴起，公司将经销商网点“下沉”到基层乡镇，使得华北销区经销业务快速发展。同时公司借助木门的销售终端，进行整体品牌运作，带动门墙柜一体化发展。

不断优化工程渠道，积极探索布局家装公司渠道。21年大宗工程业务/家装公司模式分别实现收入1.29/0.15亿元，同比+80.48%/+6.01%，毛利率分别为23.08%/10.96%，同比-10.96/-9.03pct。工程业务方面，直营工程聚焦大型国企、央企及稳健房地产头部企业，继续助力零售经销商拓展工程业务，开发和扶持优质工程经销商，21年针对恒大计提应收账款及票据坏账准备2223万元，计提比例50%。此外，逐步探索可复制的家装业务模式，通过样板市场的运营，研发设计了专用的“整装渠道产品系列”，并结合木门交付情况确立了“产品+服务”的双轮驱动模式。

原材料价格上涨背景下，盈利水平短期承压，各项费用管控有效。21年公司毛利率为31.89%，由于会计准则变更，将20年运输成本调整至营业成本后，可比口径下毛利率同比-2.57pct，归母净利润率12.04%，同比-1.90pct，原材料涨价影响下盈利能力短期承压。调整后21年销售费用率为6.79%，同比-2.11pct，广告投放费用有所控制；21年管理/研发/财务费用率分别为4.63%/4.58%/-0.37%，同比分别-0.60/-0.56/-0.36pct，各项费用总体管控有效。

盈利预测与估值：公司为木门零售赛道稀缺标的，“梦天”品牌影响力强，渠道管理能力为业内领先，我们看好公司长远发展，预计公司22-24年归母净利润为2.21/2.70/3.25亿元，同比分别+21%/+22%/+20%，对应PE分别为16X/13X/11X，维持“增持”评级。

风险提示：应收账款及票据计提风险；行业竞争加剧；地产交付不及预期；原材料价格上涨等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.55元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	221.36
流通A股股本(百万股)	55.36
A股总市值(百万元)	3,663.51
流通A股市值(百万元)	916.21
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	30.11
一年内最高/最低(元)	43.02/15.65

作者

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《梦天家居-首次覆盖报告:从木门到全屋木作，上市后进入新发展阶段》
2022-01-19

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,226.75	1,519.89	1,823.12	2,176.36	2,603.53
增长率(%)	(9.00)	23.90	19.95	19.38	19.63
EBITDA(百万元)	322.54	393.33	339.64	388.67	451.90
净利润(百万元)	170.97	183.00	221.45	270.25	324.81
增长率(%)	(9.01)	7.04	21.01	22.04	20.19
EPS(元/股)	0.77	0.83	1.00	1.22	1.47
市盈率(P/E)	20.60	19.25	15.90	13.03	10.84
市净率(P/B)	5.87	2.22	1.95	1.70	1.47
市销率(P/S)	2.87	2.32	1.93	1.62	1.35
EV/EBITDA	0.00	10.74	4.18	2.98	1.40

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	368.90	1,348.40	2,080.12	2,342.78	2,866.17
应收票据及应收账款	27.59	55.86	18.34	77.78	43.51
预付账款	15.23	17.31	31.54	26.47	37.66
存货	98.28	112.88	155.99	154.78	212.66
其他	75.66	10.20	17.99	12.87	20.29
流动资产合计	585.65	1,544.64	2,303.99	2,614.69	3,180.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	662.20	606.81	534.67	462.53	390.40
在建工程	6.87	40.31	40.31	40.31	40.31
无形资产	52.21	48.12	40.12	32.13	24.13
其他	17.76	24.87	20.87	21.17	22.30
非流动资产合计	739.03	720.10	635.97	556.14	477.14
资产总计	1,324.69	2,264.75	2,939.96	3,170.83	3,657.43
短期借款	50.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	314.26	327.47	582.28	461.84	737.88
其他	150.04	167.19	544.67	625.62	511.22
流动负债合计	514.30	494.67	1,126.96	1,087.47	1,249.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.70	11.46	8.92	9.36	9.91
非流动负债合计	7.70	11.46	8.92	9.36	9.91
负债合计	724.69	681.81	1,135.88	1,096.82	1,259.01
少数股东权益	0.05	(0.15)	(0.45)	(0.77)	(1.17)
股本	166.00	221.36	221.36	221.36	221.36
资本公积	87.39	873.66	873.66	873.66	873.66
留存收益	346.57	488.06	709.51	979.76	1,304.57
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	600.00	1,582.93	1,804.08	2,074.00	2,398.43
负债和股东权益总计	1,324.69	2,264.75	2,939.96	3,170.83	3,657.43

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	170.75	182.80	221.45	270.25	324.81
折旧摊销	78.50	83.76	80.13	80.13	80.13
财务费用	1.37	0.02	(12.03)	(15.53)	(18.28)
投资损失	(0.59)	(0.96)	(0.68)	(0.75)	(0.80)
营运资金变动	62.86	(22.61)	430.44	(87.39)	118.84
其它	(17.02)	21.21	(0.30)	(0.33)	(0.39)
经营活动现金流	295.87	264.22	719.00	246.39	504.31
资本支出	71.49	53.96	2.54	(0.44)	(0.55)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(219.82)	(76.35)	(1.85)	1.19	1.35
投资活动现金流	(148.34)	(22.39)	0.68	0.75	0.80
债权融资	(3.88)	(44.33)	12.03	15.53	18.28
股权融资	0.00	841.63	0.00	0.00	0.00
其他	(34.96)	(38.61)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(38.84)	758.69	12.03	15.53	18.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	108.69	1,000.52	731.72	262.66	523.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,226.75	1,519.89	1,823.12	2,176.36	2,603.53
营业成本	760.64	1,035.19	1,235.84	1,451.29	1,734.11
营业税金及附加	6.97	11.03	11.36	13.90	17.25
销售费用	152.52	103.16	145.85	195.87	234.32
管理费用	64.25	70.43	89.98	107.42	130.18
研发费用	63.12	69.65	87.19	105.27	123.25
财务费用	(0.15)	(5.68)	(12.03)	(15.53)	(18.28)
资产/信用减值损失	(0.72)	(32.68)	(15.93)	(15.17)	(16.54)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.59	0.96	0.68	0.75	0.80
其他	(9.90)	59.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	189.44	208.71	249.69	303.71	366.97
营业外收入	0.36	0.09	0.88	0.44	0.47
营业外支出	1.63	0.43	1.63	1.23	1.10
利润总额	188.16	208.37	248.94	302.92	366.34
所得税	17.41	25.56	27.79	33.00	41.92
净利润	170.75	182.80	221.15	269.92	324.42
少数股东损益	(0.21)	(0.19)	(0.30)	(0.33)	(0.39)
归属于母公司净利润	170.97	183.00	221.45	270.25	324.81
每股收益(元)	0.77	0.83	1.00	1.22	1.47

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-9.00%	23.90%	19.95%	19.38%	19.63%
营业利润	-12.50%	10.17%	19.64%	21.64%	20.83%
归属于母公司净利润	-9.01%	7.04%	21.01%	22.04%	20.19%
获利能力					
毛利率	38.00%	31.89%	32.21%	33.32%	33.39%
净利率	13.94%	12.04%	12.15%	12.42%	12.48%
ROE	28.50%	11.56%	12.27%	13.03%	13.54%
ROIC	69.68%	87.59%	100.70%	-86.49%	-106.50%
偿债能力					
资产负债率	54.71%	30.11%	38.64%	34.59%	34.42%
净负债率	-53.15%	-85.18%	-115.30%	-112.96%	-119.50%
流动比率	0.82	2.30	2.04	2.40	2.55
速动比率	0.68	2.14	1.91	2.26	2.38
营运能力					
应收账款周转率	54.19	36.43	49.14	45.28	42.93
存货周转率	14.60	14.40	13.56	14.01	14.17
总资产周转率	1.00	0.85	0.70	0.71	0.76
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.83	1.00	1.22	1.47
每股经营现金流	1.34	1.19	3.25	1.11	2.28
每股净资产	2.71	7.15	8.15	9.37	10.84
估值比率					
市盈率	20.60	19.25	15.90	13.03	10.84
市净率	5.87	2.22	1.95	1.70	1.47
EV/EBITDA	0.00	10.74	4.18	2.98	1.40
EV/EBIT	0.00	13.65	5.47	3.75	1.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com