

橱衣门三类联动 大宗有望快速增长

事件

4月3日晚间，志邦家居公布2018年年度报告。

公司2018年度实现营业收入24.33亿元，同比增长12.80%，实现归属于上市公司股东的净利润为2.73亿元，同比增长16.51%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.53亿元，同比增长12.61%。

分季来看，公司2018Q1/Q2/Q3/Q4单季度营收分别为3.94/6.48/6.92/6.99亿元，同比分别增长38.28%/19.10%/5.53%/4.00%；2018Q1/Q2/Q3/Q4单季度归母净利润分别为0.30/0.65/1.09/0.69亿元，同比分别增长48.23%/47.21%/20.11%/-12.67%。

我们的分析和判断

品牌覆盖、品类完备，橱柜增长趋缓，木门业务孵化

2018年公司拥有三大品牌，覆盖多层次群体需求。“ZBOM志邦”品牌的橱柜、全屋定制、木门/墙板等定制产品定位中高端家居消费者；“IK”品牌全屋定制产品覆盖互联网思维的刚需家居消费人群的；“FLY 法兰菲”提供配套家居成品。公司使用广告营销等手段实现“品销一体化”，提高志邦品牌影响力。

2018年公司继续巩固橱柜业务，业务方向由整体厨房、定制衣柜转向全屋定制，实现产品结构的调整，融合业务板块；同时孵化志邦木门业务，开拓木门销售渠道，形成品牌、生产、服务一体化。2018年公司实现整体橱柜收入19.28亿，同比增2.74%，实现定制衣柜收入4.30亿，同比大幅增长91.62%，实现木门收入0.07亿元。全年橱柜销售达到28.00万套，同比降低0.07%，衣柜销量11.37万套，同比增长85.36%，木门销量0.35万套。

线上线下多渠道开拓，门店销售增长稳健

2018年公司开拓销售渠道多元化，借助电子商务和消费习惯推广“线上预订+线下体验+实地测量”模式，发掘线上销售新亮点；通过社群营销实现客户引流，推动加盟零售渠道融合，门店销售稳定增长；同时，公司大力发展优质大宗业务代理商，开发优质大宗渠道客户，实现公司渠道的发展。

截至2018年12月31日，公司拥有整体橱柜经销商1220家，开设专卖店1487家；定制衣柜经销商595家，专卖店726家，

志邦家居 (603801)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019年04月10日

当前股价：39.94元

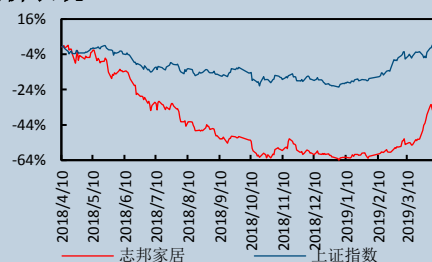
目标价格6个月：80.27元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
40.14/31.06	66.42/39.09	-35.93/-39.16	
12月最高/最低价(元)			65.76/22.44
总股本(万股)			16,000.0
流通A股(万股)			8,322.53
总市值(亿元)			63.9
流通市值(亿元)			33.24
近3月日均成交量(万)			248.79
主要股东			
孙志勇			20.74%

股价表现



相关研究报告

18.03.20

志邦股份(603801): 多渠道多品牌, 橱衣并进, 业绩稳增长

实现从单一品类走向全屋定制；志邦木门处于孵化阶段，拥有经销商 117 家，与其他产品融合类门店 88 家。2018 年，公司直营店渠道实现营业收入 1.57 亿元，同比下降 1.99%，毛利率为 63.83%；经销店实现营业收入 17.04 亿元，同比增长 14.82%，毛利率为 36.09%；大宗业务实现营业收入 3.91 亿元，同比下降 1.30%，毛利率为 30.22%。

橱柜、衣柜毛利率改善，期间费率稳定略增

毛利率上，2018 年公司整体橱柜毛利率同比提高 1.52pct 至 38.32%，定制衣柜毛利率同比提高 4.15pct 至 29.97%，木门业务营业收入小于成本，毛利率为-56.59%，公司综合毛利率同比提高 1.05pct 至 35.96%。期间费用率上，2018 年公司销售费用率提高 0.13pct 至 13.72%，管理费用率提高 0.91pct 至 5.78%，研发费用率提高 0.72pct 至 3.80%，财务费用率降低 0.75pct 至-0.71%。整体上，公司期间费用率控制良好，同比提高 1.02pct 至 22.59%。

投资建议：

我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 28.83 亿元和 33.88 亿元，同比增长分别为 18.50%和 17.50%；归母净利润分别为 3.22 亿元和 3.77 亿元，同比增长分别为 18.00%和 17.20%；PE 为 20.02x 和 17.08x，维持“买入”评级。

图表 1：志邦家居财务数据（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
总收入	10.50	11.88	15.70	21.57	24.33
同比 (%)	8.27	13.21	32.11	37.38	12.80
归母净利润	1.07	1.32	1.78	2.34	2.73
同比 (%)	43.88	24.30	34.30	31.74	16.51
综合毛利率 (%)	38.12	37.74	36.80	34.90	35.96
净利润率 (%)	10.15	11.14	11.32	10.86	11.22
净资产收益率 (%) (摊薄)	24.90	25.35	26.68	13.78	14.58
销售费用率	13.72	15.02	14.76	13.58	13.72
管理费用率	11.47	9.44	8.44	4.87	5.78
财务费用率	-0.17	-0.83	-1.05	0.03	-0.71
研发费用率				3.08	3.80
费用率合计 (%)	25.02	23.64	22.15	21.57	22.59

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

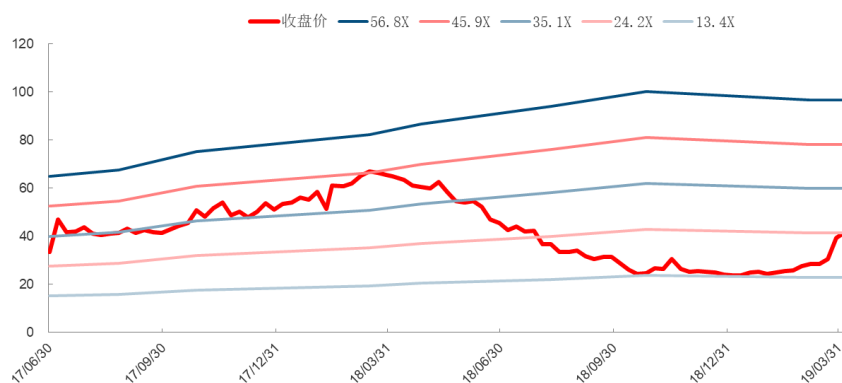
表 2：志邦家居历史业务拆分数据（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
整体橱柜					
收入	10.19	11.20	14.19	18.76	19.28
占比	97.05%	94.25%	90.38%	87.00%	79.25%
同比	7.22%	9.94%	27.74%	36.60%	2.74%
渠道数量	813	841	933	1086	1220
毛利率	38.76%	39.30%	38.80%	36.78%	38.32%
定制衣柜					
收入		0.22	0.91	2.25	4.30

占比	1.89%	5.81%	10.42%	17.67%
同比		306.32%	146.35%	91.62%
渠道数量	78	128	314	595
毛利率		19.46%	25.98%	29.97%
木门				
收入				0.08
占比				0.32%
同比				-
渠道数量				117
毛利率				-56.59%

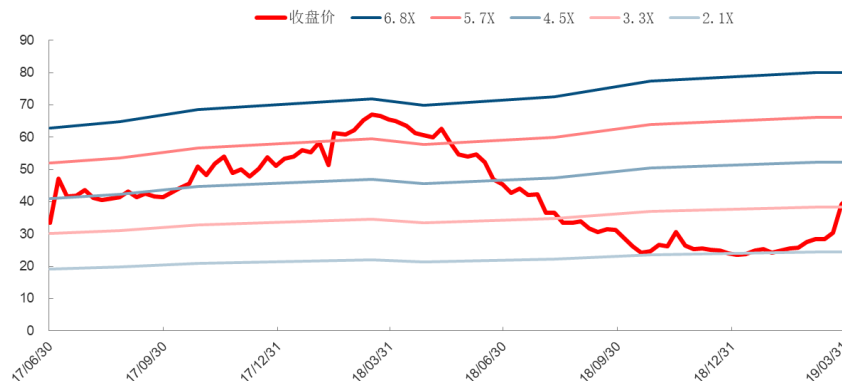
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 1: 公司历史估值 (PE-Band)



资料来源: Wind 中信建投研究发展部

图 2: 公司历史估值 (PB-Band)



资料来源: Wind 中信建投研究发展部
单击此处输入文字。

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

报告贡献人

罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859