



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-10-31

公司点评报告

买入/维持

志邦家居(603801)

目标价: 24.8

昨收盘: 20.6

轻工制造

## Q3 收入增速提升, 衣柜、大宗持续发力

### 股票数据

总股本/流通(百万股)	223/116
总市值/流通(百万元)	4,601/2,386
12 个月最高/最低(元)	42.93/17.45

### 相关研究报告:

志邦家居(603801)《志邦家居: 经销业务环比改善明显, 橱柜增速 Q2 触底反弹》--2019/08/28

志邦家居(603801)《志邦家居: 股份回购彰显发展信心, 橱衣木联动助力大家居发力》--2019/06/13

志邦家居(603801)《志邦家居: 橱柜零售增速承压, 大宗业务调整后有望放量》--2019/04/30

### 证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

### 研究助理: 庞盈盈

电话: 18801904361

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

### 事件:

**公司发布 2019 年三季报:** 2019Q1-Q3 公司营收 19.58 亿元, 同比+12.92%, 归母净利润 2.33 亿元, 同比+14.49%, 扣非净利润 2.03 亿元, 同比+9.94%。经营性现金流净额 2.01 亿元, 同比增长 8.65%。

Q1/Q2/Q3 单季营收分别为 4.14、7.35、8.09 亿元, 同比+5.2%、13.3%、16.94%, 归母净利润分别为 0.32、0.79、1.23 亿元, 同比+4.91%、21.36%、13.06%, 扣非净利润分别为 0.25、0.74、1.04 亿元, 同比-5.93%、+29.35%、+2.99%。

### 点评:

**橱柜恢复正增长, 发力全屋定制衣柜高速增长。** 2019Q1-Q3 橱柜恢复正增长, 同比增长 0.57%, 橱柜收入 14 亿元, 占比 72%, 衣柜保持快速增长, 同比增长 69%, 衣柜收入 4.7 亿元, 占比 24%。公司发力全屋定制, 拓展全屋定制家居品类, 橱衣木协同效应逐渐显现, 贡献业绩增量。

**零售增长提速, 大宗业务快速增长。** 分渠道看, 2019Q1-Q3 零售端(经销+直营)同比增长 7.9%, Q3 单季零售同比+12.9%, 相比上半年 4.2%的同比增速有所提升。大宗业务保持快速增长, 2019Q1-Q3, 大宗业务同比增长 35.3%, H1/Q3 分别同比增长 24.4%、55.8%。

**盈利能力持续优化, 费用率有所提升。** 2019Q1-Q3 毛利率同比+1.23pct 至 38.54%, 净利率同比+0.17pct 至 11.9%, 期间费用率同比+1.47pct 至 25.21%, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.55%、6.07%、3.66%、-0.07%, 分别同比变动+1.44%、+0.18%、-0.3%、+0.16pct。Q3 单季毛利率 39.99%, 同比+1.44pct, 净利率 15.18%, 同比-0.52pct。销售费用增加主要系品类拓展、加大营销、工程服务费增加所致。

**推动零售渠道融合, 开发优质大宗客户。** 1) 继续完善橱衣门店店面布局, 推动加盟零售渠道融合, 助力全国加盟商拓展 b 端整装公司合作模式。公司计划 2019 年新开橱柜门店 150 家、木门店 100 家、定制衣柜和全屋定制门店 350 家。2) 大宗业务导入阿米巴经营提升工程项目交付的质量和转化效率, 加强与百强头部地产、主板上市公司和地区龙头地产公司合作, 其中百强地产客户占比已达 30%。3) 国际业务创新澳洲 IJF 股权合作模式, 成立美洲市场项目组, 探索全球化发展路径。

我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.41、1.61 元, 对应 2019-2020 年 PE 分别为 14.63、12.8 倍, 考虑公司全品类、多品牌布

:

局孕育新营收增长点，维持“买入”评级。

**风险提示：**房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2433	2798	3190	3509
(+/-%)	12.80	15.00	14.01	10.00
净利润(百万元)	273	315	359	401
(+/-%)	16.51	15.25	14.28	11.70
摊薄每股收益(元)	1.71	1.41	1.61	1.80
市盈率(PE)	14.08	14.63	12.80	11.46

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	713	729	1201	1452	1708
应收和预付款项	116	183	268	305	336
存货	161	154	189	214	235
其他流动资产	883	611	605	620	633
流动资产合计	1873	1677	2263	2591	2912
长期股权投资	0	37	37	37	37
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	607	615	613	597	571
在建工程	10	194	188	184	181
无形资产开发支出	73	131	125	119	113
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	747	1108	1108	1145	1174
资产总计	2620	2785	3371	3736	4085
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	657	602	865	988	1085
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	263	310	482	543	564
负债合计	921	912	1347	1531	1648
股本	160	160	223	223	223
资本公积	941	941	941	941	941
留存收益	599	776	927	1109	1340
归母公司股东权益	1700	1872	2087	2269	2500
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1700	1872	2087	2269	2500
负债和股东权益	2620	2785	3434	3800	4149

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	396	370	535	503	517
投资性现金流	-903	-480	-51	-106	-101
融资性现金流	793	-99	-12	-147	-160
现金增加额	-3	2	0	0	0

利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2157	2433	2798	3190	3509
营业成本	1404	1558	1795	2057	2253
营业税金及附加	20	22	28	32	35
销售费用	293	334	378	431	474
管理费用	172	233	229	255	274
财务费用	1	-17	-9	-11	-2
资产减值损失	3	11	7	3	3
投资收益	8	23	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	280	322	370	423	473
其他非经营损益	-3	-2	2	2	2
利润总额	276	320	372	425	475
所得税	42	47	58	66	74
净利润	234	273	315	359	401
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	234	273	315	359	401

预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	34.90%	35.96%	35.84%	35.52%	35.80%
销售净利率	10.86%	11.22%	11.24%	11.27%	11.44%
销售收入增长率	37.38%	12.80%	15.00%	14.00%	10.00%
EBIT 增长率	42.17%	9.01%	20.23%	14.15%	14.18%
净利润增长率	31.74%	16.51%	15.25%	14.28%	11.70%
ROE	13.78%	14.58%	15.07%	15.84%	16.06%
ROA	8.94%	9.80%	9.16%	9.46%	9.68%
ROIC	23.80%	23.27%	36.04%	44.75%	52.75%
EPS (X)	1.67	1.71	1.41	1.61	1.80
PE (X)	30.89	14.08	14.63	12.80	11.46
PB (X)	4.87	2.05	2.20	2.03	1.84
PS (X)	3.83	1.58	1.64	1.44	1.31
EV/EBITDA (X)	22.92	8.29	7.94	6.48	5.28

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。