

公司研究/季报点评

2019年11月01日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.77
合理价格区间(元): 21.30~22.72

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

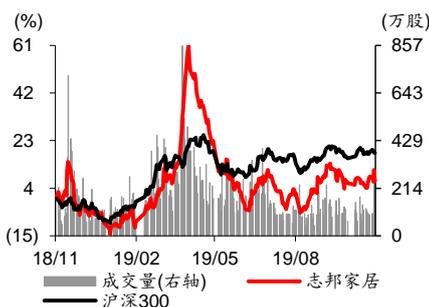
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

1 《志邦家居(603801,增持): 渠道快速布局, 加强橱衣木融合》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

收入增长提速, 股权激励激发凝聚力

志邦家居(603801)

2019年前三季度归母净利润同比增长 14.5%

志邦家居前三季度实现收入 19.58 亿元, 同比增长 12.9%; 实现归母净利润 2.33 亿元, 同比增长 14.5%, 符合我们此前预期; 扣非归母净利润同比增长 9.9%至 2.03 亿元。19Q3 单季度营收同比增长 16.9%至 8.09 亿元, 归母净利润同比增长 13.1%至 1.23 亿元。我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.42、1.63、1.90 元, 维持“增持”评级。

大宗业务提速带动橱柜业务单季收入增速回升

分季度看, 公司 19Q1/Q2/Q3 营收同比分别增长 5%/13%/17%, 收入增速进一步回升, 分品类看, 我们判断单三季度橱柜业务主要受益于大宗业务提速增长, 收入增速较上半年有所回升, 恢复至正增长; 衣柜渠道如期拓展, 有望延续上半年高增速。利润率方面, 随着衣柜及木门产能利用率提升、规模效应显现, 前三季度毛利率同比提升 1.2pct 至 38.5%。

加强品类拓展、加大广告费用投入, 期间费用率小幅上升

衣柜及木门产能利用率提升, 前三季度毛利率同比提升 1.2pct 至 38.5%。期间费用率同比提升 1.5pct 至 25.2%, 其中销售/管理+研发/财务费用率同比分别变动+1.44/-0.13/+0.16pct 至 15.6%/9.7%/-0.1%, 销售费用率提升主要系品类拓展带动薪酬增长, 广告费用大幅增加以及拓展大宗业务导致工程服务费用增加所致。应收账款较 18 年末增长 38.8%, 主要系大宗业务及海外业务增长所致; 预付账款较 18 年末增长 57%, 主要系海外采购周期较长、为保证供应增加预付所致; 存货较 18 年末增长 50%, 主要系原材料及大宗订单同比增长所致。

推出限制性股票激励计划, 提升核心团队凝聚力

9月28日公司公告了2019年限制性股票激励计划, 此次用于股权激励的限制性股票数量为129万股, 占公司总股本的0.58%, 激励对象为程昊等4位副总裁以及财务总监周珍芝, 考核目标以2018年为基数, 2019-2021年营收与净利润增长率均不低于12%/24%/40%, 以考核目标增长率下限计算, 公司2019-2021年营收与净利润同比增长不低于12.00%/10.71%/12.90%。我们认为此次股权激励有望提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力, 利于公司长远发展目标的实现。

收入增长提速, 维持“增持”评级

考虑到地产景气下行阶段行业竞争加剧、获客难度加大, 略微下调橱柜零售渠道单店收入增速, 我们预计2019~2021年公司归母净利润3.2、3.6、4.3亿元(前值3.3、4.0、4.7亿元), 对应EPS为1.42、1.63、1.90元。参照可比公司2019年平均18倍PE估值, 考虑到公司ROE略低于可比公司均值, 给予公司2019年15~16倍PE估值, 对应合理价格区间为21.30~22.72元, 维持“增持”评级。

风险提示: 地产销售超预期下滑, 大宗业务拓展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	223.33
流通A股(百万股)	115.85
52周内股价区间(元)	17.45-42.93
总市值(百万元)	4,415
总资产(百万元)	2,785
每股净资产(元)	8.21

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,157	2,433	2,832	3,333	3,910
+/-%	37.38	12.80	16.40	17.69	17.31
归属母公司净利润(百万元)	234.22	272.90	316.23	364.25	425.25
+/-%	31.74	16.51	15.88	15.18	16.75
EPS(元, 最新摊薄)	1.05	1.22	1.42	1.63	1.90
PE(倍)	18.85	16.18	13.96	12.12	10.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

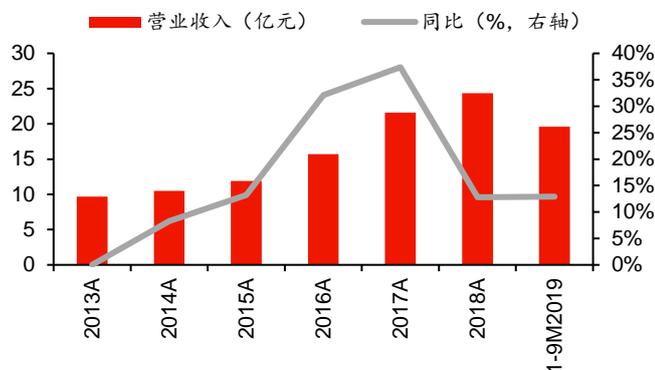
图表1：可比公司估值对比（截至2019年10月31日）

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	2019年 ROE 预测值	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	110.40	463.87	20%	18.59	22.18	25.96	25	21	18
300616.SZ	尚品宅配	72.00	143.05	16%	5.71	6.77	7.92	25	21	18
603898.SH	好莱客	13.98	43.28	15%	3.90	4.32	4.87	11	10	9
002572.SZ	索菲亚	17.34	158.20	19%	10.55	11.99	13.62	15	13	12
603180.SH	金牌厨柜	57.49	38.64	20%	2.44	2.85	3.27	16	14	12
603326.SH	我乐家居	12.91	29.17	13%	1.32	1.68	2.04	22	17	14
002853.SZ	皮阿诺	17.14	26.63	15%	1.82	2.29	2.80	15	12	10
	平均值			17%				18	15	13
603801.SH	志邦家居	19.77	44.15	14%	3.16	3.64	4.25	14	12	10

注：可比公司参考 Wind 一致预期，志邦家居为华泰轻工预测值

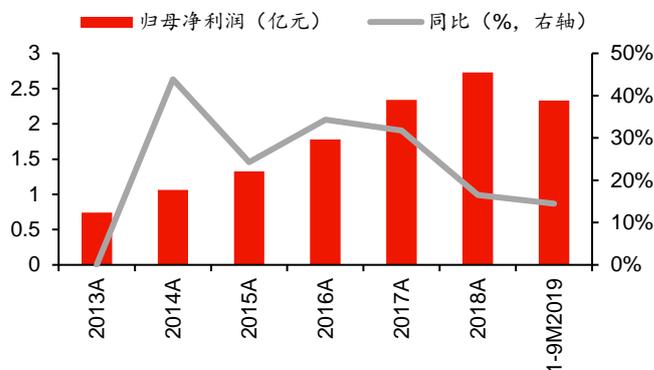
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：志邦家居 2013 年以来营业收入及增速



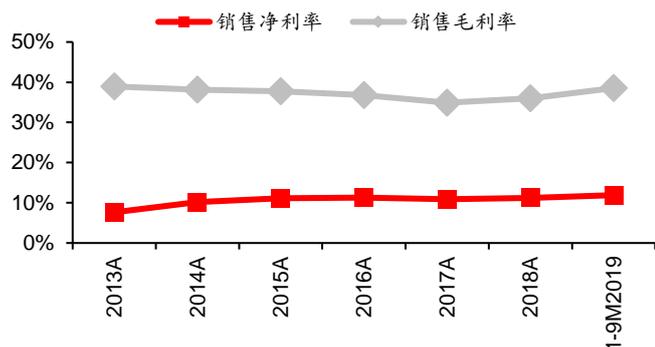
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：志邦家居 2013 年以来归母净利润及增速



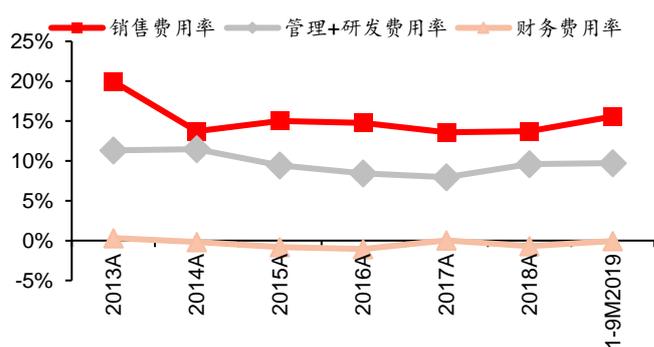
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：志邦家居 2013 年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

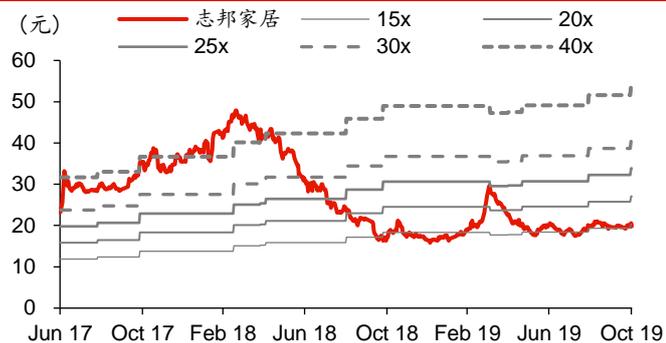
图表5：志邦家居 2013 年以来各项费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

PE/PB – Bands

图表6: 志邦家居历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 志邦家居历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,873	1,677	1,742	1,942	2,259
现金	712.98	729.08	563.25	640.56	817.46
应收账款	317.49	249.10	452.15	532.13	624.25
其他应收账款	6.89	7.87	9.16	10.78	12.64
预付账款	33.98	43.82	49.79	58.75	68.89
存货	161.30	154.32	175.33	206.88	242.57
其他流动资产	640.53	492.70	492.70	492.70	492.70
非流动资产	747.15	1,108	1,489	1,834	2,149
长期投资	0.00	40.22	40.22	40.22	40.22
固定投资	607.49	614.80	1,128	1,433	1,700
无形资产	73.28	131.38	186.89	239.92	290.59
其他非流动资产	66.38	321.30	134.09	121.64	118.01
资产总计	2,620	2,785	3,232	3,776	4,407
流动负债	908.77	879.01	1,009	1,189	1,395
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	265.51	331.09	376.18	443.86	520.44
其他流动负债	643.25	547.92	633.00	745.56	874.49
非流动负债	12.05	33.26	33.26	33.26	33.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	12.05	33.26	33.26	33.26	33.26
负债合计	920.82	912.28	1,042	1,223	1,428
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	160.00	223.33	223.33	223.33
资本公积	940.55	937.13	937.13	937.13	937.13
留存公积	598.96	775.85	1,029	1,393	1,818
归属母公司股东权益	1,700	1,873	2,189	2,553	2,979
负债和股东权益	2,620	2,785	3,232	3,776	4,407

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	396.07	369.83	151.20	399.18	497.99
净利润	234.22	272.90	316.23	364.25	425.25
折旧摊销	52.44	73.36	95.91	131.72	162.76
财务费用	0.66	(17.39)	(15.85)	(11.00)	(11.80)
投资损失	(7.97)	(23.00)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(586.41)	182.89	(101.16)	58.14	65.70
其他经营现金	703.12	(118.93)	(118.93)	(118.93)	(118.93)
投资活动现金	(903.08)	(480.23)	(332.88)	(332.88)	(332.88)
资本支出	275.19	379.36	357.88	357.88	357.88
长期投资	627.89	100.86	(25.00)	(25.00)	(25.00)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	793.41	(99.43)	15.85	11.00	11.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.00	0.00	63.33	0.00	0.00
资本公积增加	809.37	(3.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(55.96)	(96.00)	(47.48)	11.00	11.80
现金净增加额	286.40	(209.82)	(165.83)	77.30	176.91

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,157	2,433	2,832	3,333	3,910
营业成本	1,404	1,558	1,770	2,089	2,449
营业税金及附加	19.77	22.42	25.96	30.71	35.83
营业费用	292.98	333.76	421.95	489.92	574.73
管理费用	171.53	140.71	167.08	196.64	230.68
财务费用	0.66	(17.39)	(15.85)	(11.00)	(11.80)
资产减值损失	2.56	10.72	10.72	10.72	10.72
公允价值变动收益	0.00	(0.06)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.97	23.00	25.00	25.00	25.00
营业利润	279.94	321.84	373.97	430.19	501.61
营业外收入	1.27	1.19	1.27	1.27	1.27
营业外支出	4.72	3.51	5.00	5.00	5.00
利润总额	276.49	319.51	370.24	426.46	497.88
所得税	42.27	46.61	54.01	62.21	72.63
净利润	234.22	272.90	316.23	364.25	425.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	234.22	272.90	316.23	364.25	425.25
EBITDA	320.98	451.27	542.40	658.33	781.93
EPS (元, 基本)	1.05	1.22	1.42	1.63	1.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	37.38	12.80	16.40	17.69	17.31
营业利润	12.98	13.23	13.21	12.91	12.83
归属母公司净利润	31.74	16.51	15.88	15.18	16.75
获利能力 (%)					
毛利率	34.90	35.96	37.48	37.32	37.35
净利率	10.86	11.22	11.17	10.93	10.88
ROE	13.78	14.58	14.44	14.26	14.28
ROIC	13.77	14.58	14.44	14.26	14.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.14	32.76	32.26	32.38	32.41
净负债比率 (%)	(41.95)	(38.94)	(25.73)	(25.09)	(27.44)
流动比率	2.06	1.91	1.73	1.63	1.62
速动比率	1.88	1.73	1.55	1.46	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.87	0.88	0.88	0.89
应收账款周转率	23.18	8.21	8.21	8.21	8.21
应付账款周转率	5.16	5.22	5.01	5.09	5.08
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.22	1.42	1.63	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.31	0.95	2.49	3.11
每股净资产(最新摊薄)	10.62	11.70	13.68	15.96	18.62
估值比率					
PE (倍)	18.85	16.18	13.96	12.12	10.38
PB (倍)	1.86	1.69	1.44	1.24	1.06
EV_EBITDA (倍)	13.76	9.78	8.14	6.71	5.65

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com