

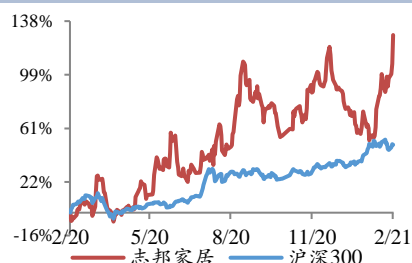
Q4 利润翻倍，降本增效逆势扩张表现大超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-02-03

收盘价（元）	45.51
近 12 个月最高/最低（元）	45.51/18.70
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	218
流通股比例（%）	97.53
总市值（亿元）	102
流通市值（亿元）	99

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 主动出击积极扩张，Q3 收入增速引领行业 2020-10-28

2. 多品类齐头并进，全渠道乘势争先 2020-09-29

主要观点：

● **事件：志邦家居发布 2020 年业绩快报，Q4 归母净利润同比增长 104.67%。**

公司发布 2020 年业绩快报，全年实现收入 38.4 亿元，同比增长 29.65%，实现归母净利润 3.95 亿元，同比增长 19.96%。剔除限制性股票费用摊销影响，全年实现净利润 4.23 亿元，同比增加 28.02%，实现扣非净利润 3.90 亿元，同比增加 36.09%。对应 2020 年 Q4，公司实现营业收入同比增长 46.21%，净利润同比增长 104.67%，扣除非经常性损益的净利润同比增长 113.67%。**Q4 增长引流行业，表现大超预期。**

● **年末预收款金额同比增长 42.14%，持续推进降本增效，2021 年表现可期。**

公司披露 2020 年末预收款金额达 5.25 亿元，同比增长 42.14%，原因主要是订单增长所致，预示着 2021 年 Q1 的收入端仍有望保持高速增长，全年保持快速增长可期。尽管 2020 年 Q1 在一定程度上受到疫情影响，但公司迅速做出调整主动帮扶经销商，股权激励绑定公司上下核心利益，于 Q2 和 Q3 公司均实现了收入和净利润的快速增长。

公司持续秉承成本领先战略，持续推进降本增效，成本管控和经营效率得到有效提升，我们认为也是全年业绩能实现预期较快增长的重要原因。

● **衣柜占比持续提升，B 端先发优势强，股权激励激发团队活力。**

志邦在管理上注重团队建设和干部年轻化，上市后实施 2 次股权激励来激发团队活力，公司在 2019 年实行了一系列涉及组织管理、人事、营销等方面的调整变革，公司上下精神面貌焕然一新。

近年来公司衣柜业务收入占比持续提升，我们估计 2020 年 1-9 月衣柜的收入占比或超过 30%，该业务的增长动力主要来自于渠道下沉以及客单值的提升，有望在未来持续保持高速增长。

公司是行业内最早展开大宗业务的公司之一，在大宗业务的项目承接和风险管控方面拥有丰富的经验，2021 年有望在木门工程业务方面实现新的突破。

● **投资建议。**

持续推荐，维持“买入”评级。预计公司 2020-2022 年分别实现营收 38.41/51.15/67.68 亿元，同比增长 29.7%/33.2%/32.3%，实现归母净利润 3.95/5.35/7.07 亿元，同比增长 20.0%/35.3%/32.1%。2021 年 2 月 3 日收盘价 45.51 元对应 PE 为 25.71X/18.99X/14.38X。2021 年对应 PE 不到 20 倍，继续推荐。

● **风险提示。**

地产销售及竣工回暖不达预期，渠道扩张速度不达预期，疫情反复导致居民购买力下降。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2962	3841	5115	6768
收入同比 (%)	21.7%	29.7%	33.2%	32.3%
归属母公司净利润	329	395	535	707
净利润同比 (%)	20.7%	20.0%	35.3%	32.1%
毛利率 (%)	38.5%	38.1%	37.8%	37.7%
ROE (%)	17.1%	18.1%	20.9%	22.9%
每股收益 (元)	1.48	1.77	2.40	3.17
P/E	30.85	25.71	18.99	14.38
P/B	5.27	4.66	3.98	3.30
EV/EBITDA	22.08	20.69	15.16	11.12

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	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1798	2268	3061	4144	营业收入	2962	3841	5115	6768
现金	527	728	1066	1580	营业成本	1821	2376	3181	4214
应收账款	338	474	659	909	营业税金及附加	29	36	49	65
其他应收款	25	32	42	56	销售费用	463	615	793	1049
预付账款	45	61	82	108	管理费用	168	211	281	372
存货	215	280	375	496	财务费用	-8	-12	-18	-26
其他流动资产	647	694	838	995	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	1298	1405	1514	1623	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	34	39	44	49	投资净收益	13	19	26	34
固定资产	706	736	756	766	营业利润	385	457	619	817
无形资产	136	140	144	148	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	422	490	570	660	营业外支出	6	4	5	5
资产总计	3095	3673	4575	5767	利润总额	381	454	615	813
流动负债	1116	1443	1970	2635	所得税	51	59	80	106
短期借款	11	0	0	0	净利润	329	395	535	707
应付账款	314	410	549	727	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	791	1033	1421	1908	归属母公司净利润	329	395	535	707
非流动负债	50	50	50	50	EBITDA	437	456	600	772
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.48	1.77	2.40	3.17
其他非流动负债	50	50	50	50					
负债合计	1166	1493	2020	2685					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	223	223	223	223	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	879	879	879	879	成长能力				
留存收益	827	1078	1453	1980	营业收入	21.7%	29.7%	33.2%	32.3%
归属母公司股东权益	1929	2180	2555	3082	营业利润	19.6%	18.9%	35.2%	32.0%
负债和股东权益	3095	3673	4575	5767	归属于母公司净利润	20.7%	20.0%	35.3%	32.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	38.5%	38.1%	37.8%	37.7%
					净利率 (%)	11.1%	10.3%	10.5%	10.4%
					ROE (%)	17.1%	18.1%	20.9%	22.9%
					ROIC (%)	15.5%	15.2%	17.5%	19.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.7%	40.7%	44.2%	46.6%
					净负债比率 (%)	60.5%	68.5%	79.1%	87.1%
					流动比率	1.61	1.57	1.55	1.57
					速动比率	1.36	1.32	1.31	1.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	1.05	1.12	1.17
					应收账款周转率	8.76	8.11	7.77	7.45
					应付账款周转率	5.80	5.79	5.79	5.79
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.48	1.77	2.40	3.17
					每股经营现金流薄)	1.54	3.02	3.46	4.34
					每股净资产	8.64	9.76	11.44	13.80
					估值比率				
					P/E	30.85	25.71	18.99	14.38
					P/B	5.27	4.66	3.98	3.30
					EV/EBITDA	22.08	20.69	15.16	11.12

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：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文件、个护和造纸包装板块。

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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；
- 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。市场基准指数为沪深 300 指数。