

志邦家居(603801)

报告日期: 2021年2月3日

Q4 业绩超预期, 质地优秀的长跑选手

——志邦家居点评报告

✍️ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ☎️ 联系人: 傅嘉成、姜文镪
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

志邦家居发布 20 年业绩快报: 20A 实现营收 38.4 亿 (+29.65%)、归母净利润 3.95 亿 (+19.96%)、扣非归母净利润 3.62 亿 (+26.82%), 期内股权激励费用摊销达 3700 万 (税前), 剔除此影响净利润为 4.23 亿 (+28.02%)。从 20Q4 单季度来看, 实现营收 14.68 亿 (+46.21%)、归母净利 1.97 亿 (+104.75%), 在 Q4 激励费用摊销约 774 万的背景下实现了翻倍增长, 预计系公司严控费用。综合来看, 公司 20Q4 业绩表现超出市场预期。

投资要点

□ 大宗、衣柜 Q4 持续发力, 厨柜零售业务经营向好

按 20Q1-Q3 公司厨柜零售占比 41%、大宗占比 27%、衣柜占比 32% 的结构测算, 我们估计 20Q4 单季度公司厨柜零售 (含整装口径) 增长约 10%、大宗增长约 70-80%、衣柜增长约 60-70%。

(1) **零售端:** 进入 Q4 以来, 前期积压的滞后需求持续释放, 叠加公司 20 年疫情背景下高度重视终端经销商赋能 (总部管理人员多次前往一线门店输出管理和营销打法), 零售订单显著向好。20 年疫情下公司逆势扩张门店, 前三季度提前完成全年开店计划 (350 家), 厨柜、衣柜、木门分别新增约 80+家、240+家、30+家, 我们估计公司 20 年全年净增门店接近 400 家, 巩固 21 年增长。公司零售端收款情况亮眼, 20 年底预收账款 5.25 亿 (+42.14%), 保障 21Q1 业绩兑现。

(2) **工程端:** 客户体系良性健康, 以中南、新城控股、绿地、阳光城等颈部和腰部 Top30 地产商为主要客户, 盈利能力较强; 且公司有完善的五级风控机制, 强管控 (区域地产商、港资上市公司、装饰装修公司)、弱管控 (央企、国企、主板上市公司) 客户分级精细化管理, 现金流回款情况较好。20 年公司重点培育木门工程业务, 预计 21 年将收获成效。

(3) **行业景气:** 21 年春节较晚 (20 年 1 月中下旬已经开始放假), 叠加开门红营销活动前置, 我们跟踪包含志邦家居在内的定制龙头 1 月订单数据普遍非常靓丽。展望 21 年, 我们认为竣工景气必将贯穿, 持续看好公司业绩增长动力。

□ 盈利预测及估值

志邦注重线下零售扶持, 在大宗渠道持续拓展优质地产客户, 并通过股权激励激发管理活力, 看好公司作为质地优秀的长跑选手! 我们预计 20-22 年公司实现营收 38.4 亿 (+29.65%)、49.85 亿 (+29.8%)、61.89 亿 (+24.16%), 归母净利润 3.95 亿 (+19.96%)、5.22 亿 (+32.07%)、6.45 亿 (+23.5%), 对应 PE 分别为 25.72X/19.47X/15.77X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 行业竞争加剧、业务拓展不达预期

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥45.51

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.66
2Q/2020	0.43
1Q/2020	-0.20
4Q/2019	0.43



公司简介

相关报告

- 1 《【浙商轻工】志邦家居: Q3 业绩增长超预期, 衣柜、大宗持续发力!》 2020.10.23
- 2 《【浙商轻工】志邦家居: 预收款高位保障 Q3 零售增长, 现金流表现亮眼》 2020.08.18
- 3 《志邦家居: Q2 业绩修复超预期, 看好下半年持续提振》 2020.07.15

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成、姜文镪

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造 II 行业

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2962.14	3840.37	4984.76	6189.18
(+/-)	21.75%	29.65%	29.80%	24.16%
净利润	329.43	395.18	521.92	644.59
(+/-)	20.71%	19.96%	32.07%	23.50%
每股收益(元)	1.48	1.77	2.34	2.89
P/E	30.85	25.72	19.47	15.77

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1798	2479	3032	2837	营业收入	2962	3840	4985	6189
现金	527	648	617	576	营业成本	1821	2392	3115	3892
交易性金融资产	322	322	322	322	营业税金及附加	29	36	47	59
应收账款	458	0	702	1247	营业费用	463	565	733	912
其它应收款	23	10	14	14	管理费用	168	206	261	302
预付账款	45	61	82	99	研发费用	134	211	249	309
存货	215	288	368	374	财务费用	(8)	(12)	(11)	(11)
其他	207	1149	927	204	资产减值损失	24	11	15	13
非流动资产	1298	1509	2054	2845	公允价值变动损益	2	2	2	2
金额资产类	0	1	1	1	投资净收益	13	13	13	13
长期投资	34	34	34	34	其他经营收益	37	17	20	24
固定资产	706	925	1347	1971	营业利润	385	465	611	753
无形资产	136	141	145	149	营业外收支	(4)	(3)	(3)	(4)
在建工程	260	288	390	552	利润总额	381	462	608	750
其他	162	121	137	138	所得税	51	67	86	105
资产总计	3095	3988	5085	5682	净利润	329	395	522	645
流动负债	1116	1650	2385	2492	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	11	211	577	228	归属母公司净利润	329	395	522	645
应付款项	446	516	699	889	EBITDA	480	544	714	894
预收账款	370	639	741	908	EPS (最新摊薄)	1.48	1.77	2.34	2.89
其他	289	285	367	468	主要财务比率				
非流动负债	50	32	38	40		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	50	32	38	40	营业收入	21.75%	29.65%	29.80%	24.16%
负债合计	1166	1682	2423	2532	营业利润	19.56%	20.88%	31.40%	23.23%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	20.71%	19.96%	32.07%	23.50%
归属母公司股东权益	1929	2306	2662	3150	获利能力				
负债和股东权益	3095	3988	5085	5682	毛利率	38.53%	37.73%	37.50%	37.11%
					净利率	11.12%	10.29%	10.47%	10.41%
					ROE	17.33%	18.66%	21.01%	22.18%
					ROIC	17.41%	16.17%	16.44%	19.39%
					偿债能力				
					资产负债率	37.68%	42.18%	47.65%	44.57%
					净负债比率	0.96%	12.54%	23.83%	8.99%
					流动比率	1.61	1.50	1.27	1.14
					速动比率	1.42	1.33	1.12	0.99
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	1.08	1.10	1.15
					应收帐款周转率	12.42	9.71	6.88	6.95
					应付帐款周转率	6.75	7.13	7.41	7.06
					每股指标(元)				
					每股收益	1.48	1.77	2.34	2.89
					每股经营现金	1.54	1.09	1.69	6.15
					每股净资产	8.64	10.33	11.92	14.10
					估值比率				
					P/E	30.85	25.72	19.47	15.77
					P/B	5.27	4.41	3.82	3.23
					EV/EBITDA	9.10	17.28	13.72	10.62

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	344	243	378	1374
净利润	329	395	522	645
折旧摊销	90	69	94	132
财务费用	(8)	(12)	(11)	(11)
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	284	(156)	(133)	616
其它	(336)	(38)	(80)	6
投资活动现金流	(248)	(308)	(609)	(908)
资本支出	(157)	(300)	(600)	(900)
长期投资	7	(1)	(0)	1
其他	(98)	(7)	(9)	(9)
筹资活动现金流	(250)	194	212	(496)
短期借款	11	200	367	(350)
长期借款	0	0	0	0
其他	(261)	(6)	(155)	(146)
现金净增加额	(153)	129	(19)	(31)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>