

2021年02月04日

业绩超预期，Q4 利润翻倍增长

志邦家居(603801)

评级:	买入	股票代码:	603801
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	45.52/18.5
目标价格:		总市值(亿)	101.64
最新收盘价:	45.51	自由流通市值(亿)	99.13
		自由流通股数(百万)	217.81

事件概述

志邦家居发布 2020 年业绩快报，2020 年公司实现营业收入 38.40 亿元，同比+29.65%；归母净利润 3.95 亿元，同比+19.96%；扣非后归母净利润 3.62 亿元，同比+26.82%。其中，Q4 单季度营业收入为 14.68 亿元，同比+46.21%；归母净利润为 1.97 亿元，同比+104.67%；扣非后归母净利润为 1.76 亿元，同比+113.67%。Q4 业绩延续高增长，业绩增长超市场预期。

分析判断:

► Q4 利润翻倍增长，业绩增长超预期。

受疫情影响，公司 Q1 业绩有所下滑，公司应时而变，迅速做出各项调整，渠道方面加大招募优质加盟商及开店力度、大力拓展优质战略合作地产客户以及木门精装修工程渠道，产品方面不断丰富全屋定制家居品类以及开放多品类共享多渠道资源，业绩从 Q2 开始表现好转，业绩增长逐季提速，Q4 业绩增长超市场预期，全年收入、归母净利润同比分别实现 30%、20% 增长，业绩增长超市场预期。且 2020Q4 净利润增速超收入增速，主要得益于公司持续推进降本增效，成本管控及经营效率得以有效提升。

► 受益于竣工回暖，在手订单充足。

受益于竣工数据的不断回暖，公司目前在手订单充足。2020 年 1-12 月全国住宅新开工面积、竣工面积、销售面积同比分别为 -1.9%、-3.1%、+3.2%，同比增速较 1-11 月分别变化 +0.8pct、+2.7pct、+1.3pct，新开工、竣工以及销售数据不断改善，家居消费需求持续释放。公司积极开展各项工作，业务发展快速，在手订单充足，带来预收款等往来有所提升，据公司公告，2020 年底公司预收款金额约 5.25 亿元，同比增长 42.14%。

► 行业景气度向上，市场份额集中于龙头企业。

目前来看，新开工面积增速与竣工面积增速已经背离超过 2 年，预计在商品房交付压力下，2021 年有望迎来竣工的集中交付，竣工数据持续回升，从而带来家居行业需求的不断回暖，家居行业景气度向上。此外，在疫情和行业转型升级的双重压力下，行业内企业分化速度明显加速，主动变革的头部定制家居企业积极把握机遇，通过直播电商等线上营销模式进行渠道分流以及加大无醛产品推广，20 年实现了稳健的增长，行业洗牌加快，马太效应凸显。21 年龙头企业预计将持续受益于行业景气度向上以及公司自身在渠道、产品、产能、信息化等方面的优势。

投资建议

公司大宗业务快速发展，零售渠道持续改善，Q4 延续良好增长态势。考虑到公司恢复情况超预期，上调此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年营收分别由此前的 36.56、43.95、51.36 上调至 38.40、47.93、56.12 亿元；归母净利润分别由此前的 3.58、4.31、5.05 亿元上调至 3.95、5.06、6.07 亿元，对应 PE 分别为 26 倍、20 倍、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

竣工数据不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧风险；原材料价格大幅上涨风险；汇率波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,433	2,962	3,840	4,793	5,612
YoY (%)	12.8%	21.7%	29.7%	24.8%	17.1%
归母净利润(百万元)	273	329	395	506	607
YoY (%)	16.5%	20.7%	20.0%	28.0%	20.0%
毛利率 (%)	36.0%	38.5%	38.0%	38.6%	38.3%
每股收益 (元)	1.22	1.48	1.77	2.26	2.72
ROE	14.6%	17.1%	16.3%	16.7%	16.2%
市盈率	37.24	30.85	25.72	20.09	16.75

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,962	3,840	4,793	5,612	净利润	329	395	506	607
YoY (%)	21.7%	29.7%	24.8%	17.1%	折旧和摊销	90	102	105	108
营业成本	1,821	2,381	2,944	3,464	营运资金变动	-92	255	108	88
营业税金及附加	29	36	45	53	经营活动现金流	344	756	723	806
销售费用	463	591	757	870	资本开支	-333	-114	-73	-53
管理费用	168	215	268	309	投资	67	0	0	0
财务费用	-8	-5	-11	-18	投资活动现金流	-248	-114	-73	-53
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	13	0	0	0	债务募资	16	0	0	0
营业利润	385	460	587	704	筹资活动现金流	-250	-1	-1	-1
营业外收支	-4	-4	-3	-3	现金净流量	-153	642	650	752
利润总额	381	457	584	701	主要财务指标				
所得税	51	61	79	94	成长能力 (%)				
净利润	329	395	506	607	营业收入增长率	21.7%	29.7%	24.8%	17.1%
归属于母公司净利润	329	395	506	607	净利润增长率	20.7%	20.0%	28.0%	20.0%
YoY (%)	20.7%	20.0%	28.0%	20.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.48	1.77	2.26	2.72	毛利率	38.5%	38.0%	38.6%	38.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	11.1%	10.3%	10.6%	10.8%
货币资金	527	1,169	1,818	2,571	总资产收益率 ROA	10.6%	10.0%	10.4%	10.3%
预付款项	45	61	77	89	净资产收益率 ROE	17.1%	16.3%	16.7%	16.2%
存货	215	264	322	391	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,010	1,065	1,181	1,350	流动比率	1.61	1.72	1.90	2.07
流动资产合计	1,798	2,559	3,399	4,400	速动比率	1.36	1.48	1.66	1.83
长期股权投资	34	34	34	34	现金比率	0.47	0.78	1.02	1.21
固定资产	706	757	794	826	资产负债率	37.7%	38.9%	37.8%	36.8%
无形资产	136	136	136	134	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,298	1,399	1,466	1,516	总资产周转率	0.96	0.97	0.99	0.95
资产合计	3,095	3,958	4,864	5,916	每股指标 (元)				
短期借款	11	11	11	11	每股收益	1.48	1.77	2.26	2.72
应付账款及票据	446	529	672	803	每股净资产	8.64	10.82	13.55	16.75
其他流动负债	659	950	1,106	1,311	每股经营现金流	1.54	3.39	3.24	3.61
流动负债合计	1,116	1,490	1,789	2,126	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	50	50	50	50	PE	30.85	25.72	20.09	16.75
非流动负债合计	50	50	50	50	PB	2.70	3.19	2.55	2.06
负债合计	1,166	1,540	1,839	2,176					
股本	223	223	223	223					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,929	2,417	3,025	3,740					
负债和股东权益合计	3,095	3,958	4,864	5,916					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。