

20年靓丽收官，品类&渠道拓展助力业绩持续释放

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:	59.89/18.91
目标价格:		总市值(亿)	129.53
最新收盘价:	58	自由流通市值(亿)	126.33
		自由流通股数(百万)	217.81

事件概述

志邦家居发布2020年年报，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+20.04%；扣非后归母净利润3.59亿元，同比+25.77%。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1.98亿元，同比+104.93%；扣非后归母净利润为1.73亿元，同比+110.04%。Q4业绩延续高增长。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利8.0元（含税），每10股转增4股。

分析判断:

► 产品结构：衣柜业务增速显著，品类协同效应逐渐显现。

公司自2015年起逐渐从厨柜业务向衣柜业务拓展，开放多品类共享多渠道资源，不断丰富全屋定制家居品类，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现，2020年公司定制厨柜、定制衣柜、木门业务销售额分别为24.99、11.41、0.43亿元，同比分别+18.02%、+55.34%、+56.98%，衣柜业务增速显著，成为公司新的业绩贡献增长点；木门从2020年7月后重点开拓精装修工程业务渠道，签约地产战略合约10家，签约批量项目合同金融近1亿元，增长迅速。毛利率方面，随着规模效应的不断发挥、大宗业务客户结构的持续优化以及公司对供应链的科学管理，2020年公司定制厨柜、定制衣柜、木门业务毛利率分别为41.84%、33.40%、15.98%，同比分别-0.59pct、+1.78pct、+19.60pct，厨柜业务毛利率保持平稳，衣柜业务毛利率稳定提升。

► 渠道结构：大宗渠道表现亮眼，零售渠道稳步增长。

多渠道共同发力，2020年公司经销渠道、直营渠道、大宗业务销售额分别为22.30、2.32、11.75亿元，同比分别+14.39%、+27.29%、+83.67%，零售渠道方面，疫情背景下，公司迅速做出各项调整，采取创新管理机制激发团队、赋能加盟商，加大招募优质加盟商及开店力度，2020年公司厨柜、衣柜等新增门店41家、288家，根据公司公告，2021年公司预计厨柜、衣柜业务净开店分别为60家、290家，门店新增速度加快。大宗渠道方面，持续改善大宗业务客户结构，截至2020年底，公司大宗业务合作客户中，百强地产客户占比已达30%；此外，公司聚焦品质与最佳实践案例库，以超越客户期望为目标，提升经营质量，降低经营风险，大宗订单收入高速增长，截至2020年底，公司合同资产为4.52亿元，同比+114.56%。毛利率方面，通过优化大宗客户结构，持续打造供应链成本优势，2020年公司经销渠道、直营渠道、大宗业务毛利率分别为35.84%、63.00%、41.54%，同比分别-1.37pct、+0.09pct、-0.49pct，毛利率基本保持平稳。

► 经营活动现金流：得益于客户结构优化，经营活动现金流大幅增长。

2020年公司经营活动产生的现金流量净额为6.49亿元，同比+88.47%，增长迅速；分季度来看，Q4单季度经营活动产生的现金流量净额为3.90亿元，同比+172.42%，经营活动现金流大幅增长，主要得益于公司销售规模增长、公司大宗客户结构的优化以及加大对大宗销售结算回款力度。公司通过制定工程产品标准，建立风险管理体系，深度实践阿米巴经营及项目管理方式，加强信息化建设等举措，赢得了地产合作企业的高度认可，优质战略合作地产客户不断增加，随着大宗业务、零售业务的持续发展，公司经营活动现金流预计将保持良好的增长。

► **行业：竣工数据不断回暖，景气度向上。**

竣工数据的不断回暖，相较于 2019 年 1-2 月，2021 年 1-2 月全国住宅竣工面积增长 10.5%，竣工数据不断改善，相应带来家居消费需求持续释放，家居行业景气度向上。工程渠道方面，在商品房交付压力下，预计 2021 年竣工数据逐步回暖，中长期看，受国家政策、市场环境等多方面因素推动，国内精装房渗透率将持续提升，精装房市场有望保持高增长，据奥维云网预测，房地产精装修市场预计未来两年将继续保持 25% 的增速，2021 年预计超 400 万套，2022 年预计超 500 万套精装。精装房市场的持续发展，也将带来家居企业 B 端业务发展机会。龙头企业凭借渠道、产品、产能、信息化等方面的优势，将持续受益于行业景气度向上。

投资建议

考虑到公司大宗业务快速发展，零售渠道稳步增长以及大宗业务客户结构的优化，上调此前盈利预测，公司 2021-2022 年营收分别由 47.93、56.12 上调至 48.52、58.59 亿元；归母净利润分别由此前的 5.06、6.07 亿元上调至 5.11、6.30 亿元，对应 PE 分别为 25 倍、21 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,962	3,840	4,852	5,859	7,013
YoY (%)	21.7%	29.7%	26.3%	20.7%	19.7%
归母净利润(百万元)	329	395	511	630	764
YoY (%)	20.7%	20.0%	29.3%	23.2%	21.3%
毛利率 (%)	38.5%	38.1%	38.1%	38.4%	38.3%
每股收益 (元)	1.48	1.77	2.29	2.82	3.42
ROE	17.1%	17.7%	18.5%	18.4%	18.0%
市盈率	39.32	32.76	25.34	20.57	16.96

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,840	4,852	5,859	7,013	净利润	395	511	630	764
YoY (%)	29.7%	26.3%	20.7%	19.7%	折旧和摊销	112	5	8	11
营业成本	2,378	3,005	3,611	4,325	营运资金变动	128	309	45	113
营业税金及附加	33	44	54	63	经营活动现金流	649	835	692	896
销售费用	574	747	914	1,087	资本开支	-391	-114	-73	-53
管理费用	206	272	328	393	投资	-51	0	0	0
财务费用	3	-3	-10	-16	投资活动现金流	-484	-114	-73	-53
资产减值损失	-21	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0	债务募资	370	0	0	0
营业利润	436	559	687	832	筹资活动现金流	-16	-5	-5	-5
营业外收支	-7	-4	-3	-3	现金净流量	145	716	613	838
利润总额	429	555	684	829					
所得税	34	44	54	65	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	395	511	630	764	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	395	511	630	764	营业收入增长率	29.7%	26.3%	20.7%	19.7%
YoY (%)	20.0%	29.3%	23.2%	21.3%	净利润增长率	20.0%	29.3%	23.2%	21.3%
每股收益	1.77	2.29	2.82	3.42	盈利能力 (%)				
					毛利率	38.1%	38.1%	38.4%	38.3%
					净利率	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	9.6%	10.7%	11.0%	11.1%
货币资金	825	1,540	2,154	2,991	净资产收益率 ROE	17.7%	18.5%	18.4%	18.0%
预付款项	65	80	95	116	偿债能力 (%)				
存货	329	356	451	550	流动比率	1.37	1.56	1.74	1.93
其他流动资产	1,271	1,021	1,183	1,260	速动比率	0.91	1.34	1.49	1.67
流动资产合计	2,490	2,998	3,883	4,917	现金比率	0.45	0.80	0.96	1.18
长期股权投资	39	39	39	39	资产负债率	46.0%	42.0%	40.3%	38.3%
固定资产	1,191	1,262	1,320	1,372	经营效率 (%)				
无形资产	136	145	154	162	总资产周转率	0.93	1.02	1.02	1.02
非流动资产合计	1,639	1,769	1,866	1,946	每股指标 (元)				
资产合计	4,128	4,767	5,749	6,863	每股收益	1.77	2.29	2.82	3.42
短期借款	108	108	108	108	每股净资产	9.98	12.38	15.36	18.96
应付账款及票据	648	796	977	1,165	每股经营现金流	2.91	3.74	3.10	4.01
其他流动负债	1,057	1,012	1,147	1,269	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,814	1,916	2,233	2,542	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	32.76	25.34	20.57	16.96
其他长期负债	86	86	86	86	PB	3.46	4.68	3.78	3.06
非流动负债合计	86	86	86	86					
负债合计	1,900	2,002	2,319	2,629					
股本	223	223	223	223					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,228	2,765	3,430	4,234					
负债和股东权益合计	4,128	4,767	5,749	6,863					

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。