

可选消费 耐用消费品与服装

Q4 继续高速增长，21 年业绩弹性巨大，上调目标价至 75 元

事件：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+20%；扣非后归母净利润 3.62 亿元，同比+27%。其中，Q4 单季度营业收入为 14.68 亿元，同比 +46.2%；归母净利润为 1.97 亿元，同比+105%；扣非后归母净利润为 1.76 亿元，同比+114%，合同负债同比增长 26% 至 4.66 亿。

点评：

分品类看，公司定制厨柜业务的收入 24.99 亿元，占主营业务收入比重 67.84%，同比增长 18.02%；定制衣柜业务的收入 11.41 亿元，占主营业务收入占比提升至 30.98%，同比增长 55.34%。木门业务收入同比增长 57% 至 4337 万元。公司自 2015 年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务增速显著，成为新的业绩贡献增长点。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。

分渠道看，公司经销业务渠道收入 21.25 亿元，占主营业务收入比重 57.7%，同比增长 10.8%，公司大宗业务渠道收入 11.75 亿元，占主营业务收入比重 31.9%，同比增长 83.7%；公司直营业务渠道收入 2.32 亿元，占主营业务收入比 6.3%，同比增长 27.3%。按城市级别来看，经销渠道厨柜业务中，一二线城市收入占 17.3%，三四线城市收入占 28.2%，五六线城市收入 54.5%；经销渠道衣柜业务中，一二线城市收入占 25.5%，三四线城市收入占 28.3%，五六线城市收入占 46.2%。

开店方面，截止到 2020 年 12 月 31 日，公司整体厨柜经销商 1253 家，店面 1576 家；定制衣柜经销商 1097 家，店面 1366 家；木门经销商 175 家，木门店面 203 家。20 年全年公司衣柜店新开 506 家，调整关闭店面 218 家，净增加 288 家；2020 年 7 月后木门重点开拓精装修工程业务渠道，签约地产战略合约 10 家，签订批量项目合同金额近 1 亿元。2021 年公司计划净开店厨柜 60 家，衣柜 290 家。

盈利能力方面，公司全年毛利率为 38.92%，较 2019 年同期减少 0.31 个百分点。报告期内，定制厨柜毛利率 41.8%，同比减少 0.59 个百分点；定制衣柜毛利率 33.4%，同比增加 1.78 个百分点。一方面公司通过产品品类的拓展，跟随业务增长节奏有序释放产能，强化规模效应带来的盈利能力的提升；另一方面，公司通过优化大宗业务客户结构，提升大宗业务项目的经营质量带来综合盈利能力提升，同时，

股票数据

总股本/流通(百万股)	223/218
总市值/流通(百万元)	12,857/12,539
12 个月最高/最低(元)	58.50/19.10

志邦家居(603801)《前瞻指标表现优异，Q4 高增长可期》--2020/10/28
志邦家居(603801)《Q3 收入大超预期，零售工程双轮驱动》--2020/10/21

志邦家居(603801)《Q2 业绩强势回暖，大宗渠道表现靓丽》--2020/08/17

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

公司通过对供应链的科学管理，推进精细化连续流生产，结合降本增效策略，提高运营效率，实现毛利率的持续稳健。

中期来看，我们认为公司依旧处于快速发展期，不管是多元化的渠道：整装、大宗，亦或是衣柜业务，木门业务（2B 渠道）未来有望继续推升公司的收入增速，我们认为未来 2-3 年公司的收入和利润增速将依旧是行业最快的公司之一。

盈利预测：我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 2.64/3.33/4.11 元，对应 21-23 年 PE 分别为 22X/17X/14X，公司衣柜与大宗业务成长空间大，我们估值具备吸引力，长期来看和龙头欧派之间的估值差有望收窄，上调目标价至 75 元，维持“买入”评级。

风险提示：新品类拓展不及预期，大宗订单不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3840.44	4900.41	6140.21	7534.04
(+/-%)	29.65	27.60	25.30	22.70
净利润(百万元)	395.44	590.44	743.35	917.04
(+/-%)	20.04	49.31	25.90	23.37
摊薄每股收益(元)	1.77	2.64	3.33	4.11
市盈率(PE)	32.76	21.94	17.43	14.13

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表					利润表				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1302	1618	—	—	营业收入	2952	3940	4900	6140
现金	527	825	—	—	营业成本	1821	2378	2989	3776
应收账款	338	117	—	177	营业税金及附加	29	33	42	52
其他应收款	0	0	—	—	营业费用	463	571	725	878
预付账款	45	65	0	50	管理费用	168	206	270	338
存货	215	329	0	181	财务费用	-8	3	59	25
其他	176	283	—	—	资产减值损失	-5	-21	0	0
非流动资产	1295	1616	1859	2154	2365	公允价值变动收益	2	1	0
长期投资	34	46	56	68	81	投资净收益	13	15	9
固定资产	966	1227	1470	1755	1958	营业利润	385	436	641
无形资产	168	173	164	162	158	营业外收入	1	2	0
其他	128	169	169	169	169	营业外支出	6	8	0
资产总计	2597	3233	—	—	—	利润总额	381	429	641
流动负债	504	365	859	365	468	所得税	51	31	51
短期借款	11	108	563	0	0	净利润	329	395	590
应付账款	314	405	—	241	263	少数股东损益	0	0	0
其他	179	-159	—	124	205	归属母公司净利润	329	395	590
非流动负债	50	86	467	-54	-54	EBITDA	571	762	763
长期借款	0	0	381	-119	-119	EPS (元)	1	2	3
其他	50	86	86	65	65				
负债合计	554	441	1327	311	414	主要财务比率	2020	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力			
股本	223	223	223	223	223	营业收入	—	29.7%	27.6%
资本公积	879	919	919	919	919	营业利润	—	13.3%	47.0%
留存收益	966	1214	1804	2546	3465	归属母公司净利润	—	20.0%	49.3%
归属母公司股东权益	1929	2228	2818	3562	4479	获利能力			
负债和股东权益	2493	2669	4145	3873	4893	毛利率	38.5%	38.1%	39.0%
						净利率	11.1%	10.3%	12.0%
						ROE	17.1%	17.7%	20.9%
						ROIC	38.5%	50.6%	—
						偿债能力			
						资产负债率	22.3%	16.5%	32.0%
						净负债比率	0.6%	4.9%	33.5%
						流动比率	2.6	4.6	—
						速动比率	215.5%	363.4%	—
						营运能力			
						总资产周转率	1.2	1.3	—
						应收账款周转率	11.1	16.9	—
						应付账款周转率	10.2	10.7	—
						每股指标(元)			
						每股收益	0.9	1.8	2.6
						每股经营现金	1.5	2.7	—
						每股净资产	8.6	10.0	12.6
						估值比率			
						P/E	39.0	32.8	21.9
						P/B	4.0	5.8	4.6
						EV/EBITDA	12.2	16.1	—

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。