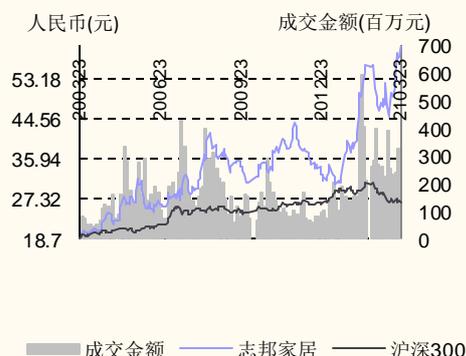


市场价格 (人民币): 60.31 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.23
已上市流通 A 股(亿股)	2.18
总市值(亿元)	134.69
年内股价最高最低(元)	60.31/18.70
沪深 300 指数	5009
上证指数	3412



相关报告

- 《从二线向头部阵营挺进，长期成长可期-志邦家居深度报告》，2020.11.29

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人

高质量增长显能力，继续向头部阵营迈进

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,962	3,840	4,919	6,080	7,356
营业收入增长率	21.75%	29.65%	28.08%	23.61%	20.98%
归母净利润(百万元)	329	395	519	628	774
归母净利润增长率	20.72%	20.04%	31.25%	21.08%	23.21%
摊薄每股收益(元)	1.475	1.771	2.324	2.814	3.467
每股经营性现金流净额	1.46	2.67	2.71	4.09	4.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.08%	17.75%	19.45%	20.63%	22.06%
P/E	15.79	19.49	25.95	21.43	17.40
P/B	2.70	3.46	5.05	4.42	3.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年报，全年实现收入 38.4 亿元，同比+29.7%；全年归母净利润为 4.0 亿元，同比+20.0%；全年扣非归母净利润为 3.6 亿元，同比+26.8%。其中 4Q 公司实现营收 14.7 亿元，同比+46.2%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比+104.9%。此外，公司现金流表现亮眼，经营现金流量净额达 6.5 亿，同比+88.5%。分红方案为每 10 股转增 4 股派 8 元（含税）。

经营分析

- 衣柜增长亮眼，大宗业务保持强势：公司 20 年厨柜/衣柜营收分别同比增长 18.0%/55.3%至 25.0 亿/11.4 亿，其中 4Q 分别同比增长 38.8%/61.3%。20 年衣柜门店净增 288 家至 1366 家，并且 21 年制定 290 家净增目标，衣柜业务已步入渠道红利释放与同店增长双重驱动阶段。分渠道来看，20 年经销/直营/大宗分别同比增长 14.4%/27.3%/83.7%，其中 4Q 分别同比增长 26.1%/40.8%/91.3%，各渠道全面回暖，大宗业务保持强劲增长态势。
- 毛利率相对稳定，4Q 费用率管控优异：公司 20 年整体毛利率同比-0.5pct 至 38.1%。其中 20 年衣柜毛利率同比+1.8pct 至 33.4%，衣柜毛利率趋势性提升逻辑进一步兑现。厨柜毛利率同比-0.6pct 至 41.8%，预计主要由于渠道结构变化所致。期间费用率方面，20 年整体同比提升 0.7pct 至 26.3%，其中 4Q 同比下降 2.6pct 至 23.6%，4Q 费用管控优异。20 年销售费用率同比下降 0.7pct 至 14.9%，管理费用率（含研发费用）提升 1.0pct 至 11.2%，主要是由于研发费用同比+67.9%，20 年公司“云设计软件”已实现前后端全流程打通。
- 21 年外部经营环境改善明显，多渠道+全品类驱动公司迈上新高度：2021 年竣工回暖确立（1-2 月商品房住宅竣工面积同比 19 年增 10.5%）并且在疫情催化下一二线品牌份额将迎来明显提升，整体经营环境将迎来明显改善。从公司层面来看，工程渠道已迎来趋势性增长阶段，公司传统零售渠道中经销商结构逐步优化，公司从“引流-设计-交付”全流程为经销商提供深度赋能，提升渠道效率的同时进一步绑定经销商，衣柜渠道红利有望在 21 年释放更为明显。整装渠道方面，公司已重组团队并重构产品体系，在多渠道的布局结构下全品类的协同效应将逐渐显现，进一步提升原点市场外品牌竞争力，驱动公司迈上新高度。

盈利调整和投资建议

- 考虑到公司经营环境改善叠加自身增长路径清晰，我们将 2021-2022 年公司 EPS 分别上调 14.7%/10.5%至 2.32/2.81 元，并预计 2023 年公司 EPS 为 3.47 元，当前股价对应 PE 分别为 26、21、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复；竣工回暖不及预期；精装房渗透率提升不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,433	2,962	3,840	4,919	6,080	7,356	货币资金	729	527	825	915	1,220	1,658
增长率	21.7%	29.7%	28.1%	23.6%	21.0%		应收款项	259	496	420	572	684	816
主营业务成本	-1,558	-1,821	-2,378	-3,055	-3,770	-4,555	存货	154	215	329	335	403	474
%销售收入	64.0%	61.5%	61.9%	62.1%	62.0%	61.9%	其他流动资产	535	560	916	773	860	955
毛利	875	1,141	1,462	1,864	2,310	2,801	流动资产	1,677	1,798	2,490	2,595	3,167	3,904
%销售收入	36.0%	38.5%	38.1%	37.9%	38.0%	38.1%	%总资产	60.2%	58.1%	60.3%	58.2%	60.5%	63.5%
营业税金及附加	-22	-29	-33	-44	-55	-66	长期投资	40	36	69	69	69	69
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	809	966	1,227	1,509	1,699	1,867
销售费用	-334	-463	-574	-738	-912	-1,103	%总资产	29.0%	31.2%	29.7%	33.8%	32.5%	30.4%
%销售收入	13.7%	15.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	无形资产	156	168	173	178	188	197
管理费用	-141	-168	-206	-271	-334	-405	非流动资产	1,108	1,298	1,639	1,865	2,066	2,242
%销售收入	5.8%	5.7%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	39.8%	41.9%	39.7%	41.8%	39.5%	36.5%
研发费用	-92	-134	-226	-285	-353	-427	资产总计	2,785	3,095	4,128	4,460	5,232	6,146
%销售收入	3.8%	4.5%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	短期借款	0	11	108	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	285	347	424	526	657	800	应付款项	417	612	994	1,074	1,325	1,602
%销售收入	11.7%	11.7%	11.1%	10.7%	10.8%	10.9%	其他流动负债	462	493	712	635	786	954
财务费用	17	8	-3	16	15	33	流动负债	879	1,116	1,814	1,709	2,111	2,555
%销售收入	-0.7%	-0.3%	0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-11	-24	32	7	0	0	其他长期负债	33	50	86	82	75	80
公允价值变动收益	0	2	1	0	0	0	负债	912	1,166	1,900	1,791	2,186	2,635
投资收益	23	13	15	13	13	13	普通股股东权益	1,872	1,929	2,228	2,669	3,046	3,511
%税前利润	7.2%	3.5%	3.5%	2.2%	1.8%	1.5%	其中：股本	160	223	223	223	223	223
营业利润	322	385	436	598	725	894	未分配利润	696	855	1,102	1,414	1,791	2,255
%营业收入	13.2%	13.0%	11.4%	12.1%	11.9%	12.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-4	-7	-3	-3	-3	负债股东权益合计	2,785	3,095	4,128	4,460	5,232	6,146
税前利润	320	381	429	595	722	891	比率分析						
利润率	13.1%	12.8%	11.2%	12.1%	11.9%	12.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-47	-51	-34	-76	-94	-117	每股指标						
所得税率	14.6%	13.4%	7.9%	12.7%	13.0%	13.1%	每股收益	1.706	1.475	1.771	2.324	2.814	3.467
净利润	273	329	395	519	628	774	每股净资产	11.702	8.638	9.976	11.950	13.638	15.719
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.311	1.456	2.667	2.709	4.093	4.911
归属于母公司的净利润	273	329	395	519	628	774	每股股利	0.600	0.860	0.660	0.930	1.126	1.387
净利率	11.2%	11.1%	10.3%	10.6%	10.3%	10.5%	回报率						
							净资产收益率	14.58%	17.08%	17.75%	19.45%	20.63%	22.06%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.80%	10.64%	9.58%	11.64%	12.01%	12.60%
							投入资本收益率	12.98%	15.29%	16.44%	16.94%	18.48%	19.52%
							增长率						
净利润	273	329	395	519	628	774	主营业务收入增长率	12.80%	21.75%	29.65%	28.08%	23.61%	20.98%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT增长率	6.29%	21.72%	22.17%	23.96%	24.79%	21.84%
非现金支出	84	94	91	133	155	179	净利润增长率	16.51%	20.72%	20.04%	31.25%	21.08%	23.21%
非经营收益	-23	-6	-18	-35	-4	-2	总资产增长率	6.27%	11.16%	33.37%	8.04%	17.31%	17.46%
营运资金变动	35	-92	128	-13	135	145	资产管理能力						
经营活动现金净流	370	325	596	605	914	1,097	应收账款周转天数	16.5	29.4	21.6	22.0	22.0	22.0
资本开支	-378	-333	-391	-334	-361	-362	存货周转天数	37.0	37.1	41.7	40.0	39.0	38.0
投资	-108	67	-51	0	0	0	应付账款周转天数	47.9	54.1	55.2	56.0	56.0	56.0
其他	6	18	-42	13	13	13	固定资产周转天数	92.2	86.9	113.2	94.4	83.0	73.0
投资活动现金净流	-480	-248	-484	-321	-348	-349	偿债能力						
股权募资	0	0	0	129	0	0	净负债/股东权益	-38.95%	-43.42%	-46.73%	-46.46%	-50.71%	-56.49%
债权募资	0	11	95	-112	-10	0	EBIT利息保障倍数	-16.4	-41.5	139.3	-31.9	-45.1	-24.2
其他	-98	-261	-116	-211	-251	-310	资产负债率	32.76%	37.68%	46.03%	40.16%	41.79%	42.88%
筹资活动现金净流	-98	-250	-20	-194	-261	-310							
现金净流量	-208	-172	91	90	305	439							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	21	26	61
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

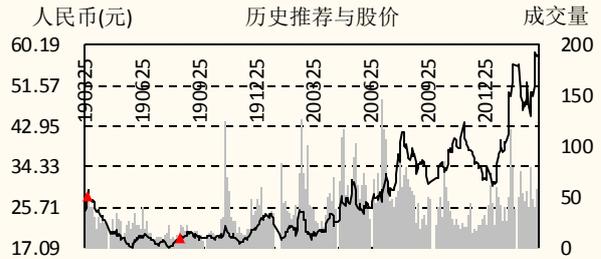
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-03	买入	42.93	N/A
2	2019-08-28	买入	20.08	N/A
3	2020-11-29	买入	39.08	50.80~50.80

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402