

# 志邦家居 (603801)

证券研究报告

2021年03月25日

## 20年业绩完美收官，衣柜及大宗业务增长亮眼

公司发布2020年年度报告，2020年实现收入38.4亿元，同比增长29.65%，其中Q1/Q2/Q3分别实现营业收入3.26/8.98/11.48亿元，同比分别增长-21.19%/+22.22%/+41.87%，年初面对疫情带来的较大冲击，公司率先开展线下直播营销，降低供价政策，动员全员共渡难关，Q2开始收入实现快速增长，Q4实现营业收入14.68亿元，同比+46.21%，全年收入亮眼收官。20年全年实现归母净利润3.95亿元，同比+20.04%，其中，其中Q1/Q2/Q3分别实现归母净利润-0.45/0.95/1.47亿元，同比分别-241.27%/+21.44%/+19.76%，Q4实现归母净利润1.98亿元，同比+104.93%。20年全年实现扣非后归母净利润3.59亿元，同比+25.77%，其中Q1/Q2/Q3分别实现扣非后归母净利润-0.45/0.89/1.42亿元，同比分别-283.56%/19.05%/37.35%，Q4实现扣非后净利润1.73亿元，+110.04%。

**20年大宗业务同比增长83.7%，回款良好。**20年公司经销业务渠道实现21.25亿元，同比增长10.8%，直营渠道实现收入2.32亿元，占主营业务收入的6.3%，同比增长27.3%。经销厨柜业务更加下沉，一二线/三四线/五六线城市收入占比分别为17.3%/28.2%/54.5%，经销衣柜业务一二线/三四线/五六线城市收入占比分别为25.5%/28.3%/46.2%。**20年公司大宗业务实现11.75亿元，同比增长83.7%，占主营业务的31.9%，**公司大宗业务客户结构优质，回款情况良好并同比改善，20年末公司应收账款及票据共计3.24亿元，同比去年减少1.34亿元，截至20年末，百强房企占比已达30%。

**定制厨柜业务稳定增长，定制衣柜业务高速增长打开发展空间，整装业务更待放量。**20年公司定制厨柜业务实现收入24.99亿元，同比增长18.02%，定制衣柜业务实现11.41亿元，同比增长55.34%，公司自2015年开始从厨柜向衣柜、木门行业拓展，定制衣柜占比已经达到31%。整装业务实现收入1.05亿元，较上年显著增长。门店布局方面，截至20年末，公司整体线下门店3232家，其中厨柜/衣柜/木门/IK全屋定制/直销店分别为1576/1366/203/58/29家，分别净增加41/288/47/0/2家，其中20年衣柜门店增长最显著。

**大宗业务毛利率业内领先，公司盈利能力维持平稳。**公司20年公司综合毛利率为38.07%，在上半年疫情影响下同比基本持平，较19年下滑0.46pct，其中Q1/Q2/Q3/Q4毛利率分别为37.66%/36.80%/38.79%/38.38%。其中，厨柜毛利率41.8%，同比-0.59pct，衣柜毛利率33.4%，同比+1.78pct，伴随未来衣柜业务放量，公司衣柜毛利率还有提升空间。另外，公司大宗业务20年毛利率41.54%，同比-0.49pct，经销及直营毛利率分别为35.84%/63.00%，同比-1.37pct/+0.09pct。

**加大研发投入，重构产品力。**20年公司销售费用率为14.93%，同比-0.68pct，管理费用率5.36%，同比-0.32pct，研发费用率5.88%，同比+1.34%，公司持续加大了研发方面的投入，20年研发投入2.26亿元，研发人员690人，占总人数的比例17.7%。一方面，研发重构产品力，聚焦客户需求市场变化，开发16套全屋产品及3件单品产品，另有整装渠道以“志邦”“IK”双品牌运营。另一方面，提升设计竞争力，赋能一线设计师，搭建设计平台“志邦设计谷”，目前设计谷在职设计师约7000人，通过平台管理设计团队，实现海量案例共享，赋能加盟商设计能力，解决加订单消化问题。

**盈利预测与评级：**行业层面竣工回暖周期依旧可观，且家居消费属于刚需，零售端看好伴随竣工高增长持续回暖，工程端看好头部房企销售持续超预期带来的订单增长，我们认为公司或将持续受益于工程单增长和零售价值回归双轮驱动，20年公司业绩超预期，我们上调公司盈利预测，预计21/22年归母净利润分别5.15/6.24亿元（原分别为4.91/6.0亿元），同比分别增长30%/21%，对应PE分别为26X/21X，维持“买入”评级。

**风险提示：**渠道拓展风险，交房不及预期，地产调控政策趋严，同业竞争加剧等

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	59.35元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	223.33
流通A股股本(百万股)	217.81
A股总市值(百万元)	13,254.83
流通A股市值(百万元)	12,927.04
每股净资产(元)	9.98
资产负债率(%)	46.03
一年内最高/最低(元)	62.00/19.60

### 作者

范张翔	分析师
SAC执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《志邦家居-公司点评:20年业绩超预期，Q4利润翻倍增长，弯道超车典范》 2021-02-04
- 2 《志邦家居-季报点评:Q3收入利润均超预期，看好公司全年业绩表现》 2020-10-29
- 3 《志邦家居-公司点评:Q3收入利润均超预期，继续领衔家居板块复苏》 2020-10-22

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,962.14	3,840.44	4,725.91	5,846.93	7,246.53
增长率(%)	21.75	29.65	23.06	23.72	23.94
EBITDA(百万元)	604.37	780.69	615.44	738.25	892.72
净利润(百万元)	329.43	395.44	515.45	623.88	763.47
增长率(%)	20.72	20.04	30.35	21.04	22.38
EPS(元/股)	1.48	1.77	2.31	2.79	3.42
市盈率(P/E)	40.24	33.52	25.72	21.25	17.36
市净率(P/B)	6.87	5.95	4.89	4.17	3.49
市销率(P/S)	4.47	3.45	2.80	2.27	1.83
EV/EBITDA	6.95	8.23	18.43	15.15	10.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	526.91	824.68	1,357.13	1,569.86	3,096.34
应收票据及应收账款	457.98	324.00	726.20	573.11	1,037.23
预付账款	45.09	64.80	76.59	95.71	116.95
存货	215.35	328.71	289.96	483.14	467.41
其他	552.29	945.68	768.08	818.93	865.33
<b>流动资产合计</b>	<b>1,797.61</b>	<b>2,487.86</b>	<b>3,217.97</b>	<b>3,540.76</b>	<b>5,583.25</b>
长期股权投资	33.50	38.72	38.72	38.72	38.72
固定资产	705.62	1,190.85	1,192.28	1,207.49	1,217.97
在建工程	259.99	36.60	57.96	82.78	79.67
无形资产	136.39	135.56	127.43	119.29	111.16
其他	162.28	236.83	161.71	158.33	167.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,297.79</b>	<b>1,638.56</b>	<b>1,578.11</b>	<b>1,606.62</b>	<b>1,614.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,095.40</b>	<b>4,128.24</b>	<b>4,796.69</b>	<b>5,148.19</b>	<b>7,199.32</b>
短期借款	11.16	108.21	(60.00)	0.00	0.00
应付票据及应付账款	446.47	648.39	590.52	984.98	988.57
其他	658.55	1,057.30	1,500.14	923.93	2,348.06
<b>流动负债合计</b>	<b>1,116.17</b>	<b>1,813.90</b>	<b>2,030.65</b>	<b>1,908.92</b>	<b>3,336.63</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.03	86.35	56.55	64.31	69.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>50.03</b>	<b>86.35</b>	<b>56.55</b>	<b>64.31</b>	<b>69.07</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,166.20</b>	<b>1,900.25</b>	<b>2,087.20</b>	<b>1,973.22</b>	<b>3,405.70</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	223.33	223.33	223.33	223.33	223.33
资本公积	878.54	919.21	919.21	919.21	919.21
留存收益	1,844.06	2,133.15	2,486.15	2,951.63	3,570.29
其他	(1,016.74)	(1,047.71)	(919.21)	(919.21)	(919.21)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,929.20</b>	<b>2,227.99</b>	<b>2,709.48</b>	<b>3,174.97</b>	<b>3,793.62</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,095.40</b>	<b>4,128.24</b>	<b>4,796.69</b>	<b>5,148.19</b>	<b>7,199.32</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	329.43	395.44	515.45	623.88	763.47
折旧摊销	89.58	111.84	45.34	48.10	50.76
财务费用	(0.05)	11.27	(15.00)	(15.00)	(20.00)
投资损失	(13.49)	(14.92)	(22.37)	(12.90)	(11.38)
营运资金变动	218.86	320.11	239.11	(274.03)	914.09
其它	(279.95)	(174.67)	6.49	6.62	6.76
<b>经营活动现金流</b>	<b>344.38</b>	<b>649.06</b>	<b>769.02</b>	<b>376.68</b>	<b>1,703.69</b>
资本支出	216.31	323.21	89.80	72.24	45.24
长期投资	(3.73)	5.22	0.00	0.00	0.00
其他	(460.64)	(812.20)	(139.21)	(152.79)	(97.64)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(248.06)</b>	<b>(483.77)</b>	<b>(49.40)</b>	<b>(80.55)</b>	<b>(52.40)</b>
债权融资	11.16	108.21	(60.00)	0.00	0.00
股权融资	(124.41)	47.34	143.49	15.00	20.00
其他	(136.44)	(171.51)	(270.66)	(98.40)	(144.82)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(249.69)</b>	<b>(15.95)</b>	<b>(187.17)</b>	<b>(83.40)</b>	<b>(124.82)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(153.37)</b>	<b>149.34</b>	<b>532.45</b>	<b>212.73</b>	<b>1,526.47</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,962.14</b>	<b>3,840.44</b>	<b>4,725.91</b>	<b>5,846.93</b>	<b>7,246.53</b>
营业成本	1,820.75	2,378.37	2,925.92	3,605.76	4,482.94
营业税金及附加	28.88	32.63	43.26	53.40	64.69
营业费用	462.64	573.53	698.70	888.73	1,101.47
管理费用	140.71	205.73	255.20	309.89	384.07
研发费用	92.49	225.76	264.65	321.58	398.56
财务费用	(8.37)	3.05	(15.00)	(15.00)	(20.00)
资产减值损失	(4.55)	(20.96)	(3.06)	(3.06)	(9.02)
公允价值变动收益	2.45	1.31	6.49	6.62	6.76
投资净收益	13.49	14.92	22.37	12.90	11.38
其他	28.84	(10.04)	(57.73)	(39.05)	(36.27)
<b>营业利润</b>	<b>384.80</b>	<b>436.15</b>	<b>585.09</b>	<b>705.15</b>	<b>861.96</b>
营业外收入	1.34	1.55	1.34	1.27	1.39
营业外支出	5.55	8.41	5.55	6.50	6.82
<b>利润总额</b>	<b>380.59</b>	<b>429.30</b>	<b>580.88</b>	<b>699.92</b>	<b>856.53</b>
所得税	51.16	33.86	65.43	76.04	93.06
<b>净利润</b>	<b>329.43</b>	<b>395.44</b>	<b>515.45</b>	<b>623.88</b>	<b>763.47</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>329.43</b>	<b>395.44</b>	<b>515.45</b>	<b>623.88</b>	<b>763.47</b>
每股收益(元)	1.48	1.77	2.31	2.79	3.42

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.75%	29.65%	23.06%	23.72%	23.94%
营业利润	19.56%	13.35%	34.15%	20.52%	22.24%
归属于母公司净利润	20.72%	20.04%	30.35%	21.04%	22.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.53%	38.07%	38.09%	38.33%	38.14%
净利率	11.12%	10.30%	10.91%	10.67%	10.54%
ROE	17.08%	17.75%	19.02%	19.65%	20.13%
ROIC	32.18%	43.54%	53.35%	77.01%	67.73%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37.68%	46.03%	43.51%	38.33%	47.31%
净负债率	-26.73%	-32.16%	-52.30%	-49.45%	-81.62%
流动比率	1.61	1.37	1.58	1.86	1.67
速动比率	1.42	1.19	1.44	1.60	1.53
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.38	9.82	9.00	9.00	9.00
存货周转率	16.03	14.12	15.28	15.13	15.25
总资产周转率	1.01	1.06	1.06	1.18	1.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.48	1.77	2.31	2.79	3.42
每股经营现金流	1.54	2.91	3.44	1.69	7.63
每股净资产	8.64	9.98	12.13	14.22	16.99
<b>估值比率</b>					
市盈率	40.24	33.52	25.72	21.25	17.36
市净率	6.87	5.95	4.89	4.17	3.49
EV/EBITDA	6.95	8.23	18.43	15.15	10.80
EV/EBIT	7.93	9.35	19.90	16.21	11.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com