

衣柜&大宗业务驱动，Q1 业绩增长超预期

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:	65.4/22.12
目标价格:		总市值(亿)	121.94
最新收盘价:	54.6	自由流通市值(亿)	118.92
		自由流通股数(百万)	217.81

事件概述

志邦家居发布 2021 年一季度报，2021Q1 公司实现营业收入 6.83 亿元，同比+109.09%；归母净利润 0.51 亿元，同比+213.23%；扣非后归母净利润 0.47 亿元，同比+204.58%。Q1 业绩高增长，利润端增速显著高于收入端。

分析判断:

► 衣柜、大宗持续发力，Q1 业绩延续高增长。

受益于公司衣柜品类以及大宗渠道的持续高增长，公司 Q1 业绩延续此前高增长态势，21Q1 收入、归母净利润较 20 年同期分别+109.09%、+213.23%；较 2019 年同期收入、归母净利润分别+64.98%、+59.38%。从品类来看，定制衣柜品类收入占比由 2016 年的 5.8%提升至 2020 年的 29.7%，收入年复合增速达 88%，增长显著且逐渐成为公司新的业绩增长点。从渠道来看，公司大宗渠道发展显著，大宗渠道收入由 2016 年 2.48 亿元的提升至 2020 年的 11.75 亿元，收入年复合增速达 48%。衣柜及大宗渠道的持续发力，带动公司整体业绩的高速发展。且截至 2020 年 3 月底，公司其他应收款约 1.76 亿元，同比增长 119.09%，主要为大宗业务快速发展，工程项目保证金增加；合同负债金额约 3.35 亿元，同比下降 28.05%，主要为工程项目回款影响，工程项目订单充裕，有助于公司全年业绩的增长。此外，公司积极发展木门等其他品类，融合厨衣木业务板块，并且渠道方面，紧抓整装业务势能，全面布局整装渠道合作，为公司长期业绩增长奠定良好基础。

► 低毛利率产品占比提升，盈利能力略有下滑。

盈利能力方面，21Q1 公司毛利率、净利率分别为 36.48%、7.41%，较 20 年同期分别-1.18pct、+21.10pct，较 19 年同期分别-1.44pct、-0.23pct，毛利率、净利率略有下滑，主要为公司低毛利率的衣柜及木门产品收入占比提升，20 年公司整体厨柜、定制衣柜、木门毛利率分别为 41.84%、33.40%、15.98%，随着低毛利率的定制衣柜及木门等产品收入占比的提升，公司整体毛利率水平略有下降。费用端，21Q1 公司期间费用率为 29.66%，较 20 年同期-24.16pct，较 19 年同期-1.55pct，期间费用管控良好。细分来看，21Q1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.49%、7.47%、8.27%、-0.56%，较 20 年同期分别-17.43pct、-6.42pct、-0.44pct、+0.14pct，较 19 年同期分别-5.19pct、-0.13pct、+4.56pct、-0.78pct，销售费用率下降较为明显，主要为公司优化销售费用投入，有效提升销售费用投入效用。

► 加大回款力度，经营活动现金流同比有所增长。

2021Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为-1.98 亿元，较 20 年同期+8.59%，现金流有所增长，主要为销售规模的持续扩大、加大对应收款的回款力度等。公司对于大宗渠道，持续优化大宗客户结构，目前大宗业务合作客户中百强地产客户占比已达 30%，且持续加大对大宗渠道的回款力度，截至 2021 年 3 月底，公司应收账款为 0.82 亿元，同比-29.66%。随着公司零售及大宗业务持续发展、大宗业务客户结构持续优化以及对应收账款加大回款力度，公司经营活动现金流预计将保持良好的增长。

► 销售、竣工数据不断回暖，家居景气度持续向上。

受低基数影响，2021 年 1-3 月住宅新开工、竣工、销售面积以及房地产开发投资完成额同比延续高增长态势，1-3 月全国住宅竣工面积、销售面积较 20 年同期增速分别为+27.1%、+68.1%，较 19 年同期增速分别+6.5%、

+24.6%，春节以来竣工及销售数据持续向好，尤其是3月加快房企推盘节奏，销售数据表现靓丽，从而带来家居消费需求不断释放，家居市场恢复明显加快。从全年来看，在商品房交付压力下，2021年有望迎来竣工大年，家居板块景气度持续向上。行业竞争方面，20年受疫情影响，行业内部分中小企业逐渐退出，市场份额加速集中于龙头企业，预计龙头企业凭借渠道、产品、产能、信息化等方面优势，将持续受益行业景气度向上。

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，维持此前盈利预测，预计公司2021-2023年营收分别为48.52、58.59、70.13亿元；归母净利润分别为5.11、6.30、7.64亿元，对应PE分别为24倍、19倍、16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%	23.3%	21.2%
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	37.02	30.84	23.86	19.35	15.96

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	153	156	159
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	65	经营活动现金流	649	982	841	1,045
销售费用	574	747	914	1,087	资本开支	-391	-114	-74	-54
管理费用	206	272	328	393	投资	-51	0	0	0
财务费用	3	-3	-11	-19	投资活动现金流	-484	-114	-74	-54
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	688	833	筹资活动现金流	-16	-5	-5	-5
营业外收支	-7	-4	-4	-4	现金净流量	145	863	762	986
利润总额	429	555	684	830	主要财务指标				
所得税	34	44	54	65	成长能力 (%)				
净利润	395	511	630	764	营业收入增长率	29.7%	26.3%	20.7%	19.7%
归属于母公司净利润	395	511	630	764	净利润增长率	20.0%	29.3%	23.3%	21.2%
YoY (%)	20.0%	29.3%	23.3%	21.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.77	2.29	2.82	3.42	毛利率	38.1%	38.1%	38.4%	38.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	10.3%	10.5%	10.8%	10.9%
货币资金	825	1,688	2,450	3,436	总资产收益率 ROA	9.6%	10.7%	11.0%	11.1%
预付款项	65	80	95	116	净资产收益率 ROE	17.7%	18.5%	18.4%	18.0%
存货	329	356	451	550	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,271	1,021	1,183	1,260	流动比率	1.37	1.64	1.87	2.11
流动资产合计	2,490	3,146	4,179	5,361	速动比率	0.91	1.41	1.63	1.85
长期股权投资	39	39	39	39	现金比率	0.45	0.88	1.10	1.35
固定资产	1,191	1,125	1,044	959	资产负债率	46.0%	42.0%	40.3%	38.3%
无形资产	136	135	134	132	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,639	1,622	1,571	1,503	总资产周转率	0.93	1.02	1.02	1.02
资产合计	4,128	4,767	5,750	6,864	每股指标 (元)				
短期借款	108	108	108	108	每股收益	1.77	2.29	2.82	3.42
应付账款及票据	648	796	977	1,165	每股净资产	9.98	12.38	15.36	18.96
其他流动负债	1,057	1,012	1,147	1,269	每股经营现金流	2.91	4.40	3.76	4.68
流动负债合计	1,814	1,916	2,233	2,542	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	86	86	86	86	PE	30.84	23.86	19.35	15.96
非流动负债合计	86	86	86	86	PB	3.46	4.41	3.55	2.88
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	4,235					
负债和股东权益合计	4,128	4,767	5,750	6,864					

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。