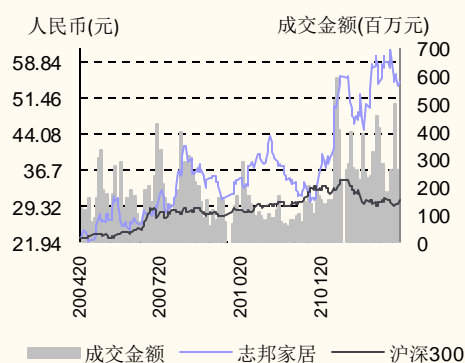


市场价格 (人民币): 54.60 元

开局亮眼，增长路径越发清晰

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)	121.94
年内股价最高最低(元)	61.67/21.94
沪深 300 指数	5087
上证指数	3478



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	23.49	19.40	15.75
P/B	2.70	3.46	4.57	4.00	3.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月19日公司发布2021年一季报，Q1实现营收6.8亿元，同比+109.1%（较19年同期+64.8%）；归母净利润为5059.9万元，同比+213.2%（较19年同期+60.0%），整体业绩亮眼，延续2020年下半年强劲增长态势。

经营分析

- 外部环境改善+自身持续深耕，驱动亮眼开局：**公司Q1营收取得亮眼增长，我们认为主要由于内外两方面原因：（1）随着疫苗普及率逐渐提升，国内疫情影响已基本消散，去年部分压制的装修需求延续至Q1释放叠加竣工回暖逻辑兑现驱动终端需求明显提升。（2）公司自身衣柜+工程持续发力。衣柜业务已进入良性循环阶段，今年制定290家门店净增目标，渠道加速拓展与同店增长双重驱动衣柜业务延续高速增长，此外渠道方面，由于在手订单充足，预计工程渠道仍保持强劲增长态势。
- 毛利率小幅下探，费用率管控优异：**公司Q1毛利率为36.5%，较20年/19年同期分别-1.2pct/-1.4pct，主要是由于衣柜高速增长使其收入占比提升所致（衣柜/橱柜2020年毛利率分别为33.4%/41.8%），预计随着衣柜生产效率提升，规模效应逐渐体现将带动毛利率趋势上行。费用率方面，公司Q1费用管控优异，期间费用率较19年同期下降1.6pct至29.7%，其中销售费用率为14.5%，较19年同期下降5.2pct，公司精准营销举措成果逐步显现，管理费用率（含研发）较19年同期上升4.4pct至15.7%，主要由于公司主动加大研发投入，Q1研发费用较19年同期提升98.5%。
- 中短期增长路径清晰，中长期成长空间逐渐打开：**2021年Q1商品房住宅竣工面积较20年/19年分别+27%/+6.5%，且交房前置指标（玻璃、电梯等）也释放积极信号，竣工持续回暖与疫情催化集中度提升逻辑逐步兑现。从公司层面来看，完善的渠道布局下全品类协同效应将逐渐显现。工程渠道在手订单充足，已迎来趋势性增长阶段，传统零售渠道方面，公司持续优化经销商结构，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，带动衣柜零售进入快速增长阶段。整装渠道方面，公司已重组团队并重构产品体系。此外从中长期角度看，公司已明确提出做大华南市场，我们相信依托公司优异的渠道管控+全品类布局，可逐步提升公司原点市场外品牌力，打开中长期成长空间。

盈利调整和投资建议

- 公司外部经营环境改善叠加自身增长路径清晰，我们预计2021-2023年公司EPS分别为2.32元/2.81元/3.47元，当前股价对应PE分别为24、19、16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。

相关报告

- 《高质量增长显能力，继续向头部阵营迈进-志邦家居-年报点评》，2021.3.24
- 《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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,433	2,962	3,840	4,919	6,080	7,356
增长率		21.7%	29.7%	28.1%	23.6%	21.0%
主营业务成本	-1,558	-1,821	-2,378	-3,055	-3,770	-4,555
%销售收入	64.0%	61.5%	61.9%	62.1%	62.0%	61.9%
毛利	875	1,141	1,462	1,864	2,310	2,801
%销售收入	36.0%	38.5%	38.1%	37.9%	38.0%	38.1%
营业税金及附加	-22	-29	-33	-44	-55	-66
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-334	-463	-574	-738	-912	-1,103
%销售收入	13.7%	15.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-141	-168	-206	-271	-334	-405
%销售收入	5.8%	5.7%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-92	-134	-226	-285	-353	-427
%销售收入	3.8%	4.5%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	285	347	424	526	657	800
%销售收入	11.7%	11.7%	11.1%	10.7%	10.8%	10.9%
财务费用	17	8	-3	16	15	33
%销售收入	-0.7%	-0.3%	0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-11	-24	32	7	0	0
公允价值变动收益	0	2	1	0	0	0
投资收益	23	13	15	13	13	13
%税前利润	7.2%	3.5%	3.5%	2.2%	1.8%	1.5%
营业利润	322	385	436	598	725	894
营业利润率	13.2%	13.0%	11.4%	12.1%	11.9%	12.2%
营业外收支	-2	-4	-7	-3	-3	-3
税前利润	320	381	429	595	722	891
利润率	13.1%	12.8%	11.2%	12.1%	11.9%	12.1%
所得税	-47	-51	-34	-76	-94	-117
所得税率	14.6%	13.4%	7.9%	12.7%	13.0%	13.1%
净利润	273	329	395	519	628	774
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	273	329	395	519	628	774
净利率	11.2%	11.1%	10.3%	10.6%	10.3%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	273	329	395	519	628	774
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	84	94	91	133	155	179
非经营收益	-23	-6	-18	-35	-4	-2
营运资金变动	35	-92	128	-13	135	145
经营活动现金净流	370	325	596	605	914	1,097
资本开支	-378	-333	-391	-334	-361	-362
投资	-108	67	-51	0	0	0
其他	6	18	-42	13	13	13
投资活动现金净流	-480	-248	-484	-321	-348	-349
股权募资	0	0	0	129	0	0
债权募资	0	11	95	-112	-10	0
其他	-98	-261	-116	-211	-251	-310
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

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	729	527	825	915	1,220	1,658
应收款项	259	496	420	572	684	816
存货	154	215	329	335	403	474
其他流动资产	535	560	916	773	860	955
流动资产	1,677	1,798	2,490	2,595	3,167	3,904
%总资产	60.2%	58.1%	60.3%	58.2%	60.5%	63.5%
长期投资	40	36	69	69	69	69
固定资产	809	966	1,227	1,509	1,699	1,867
%总资产	29.0%	31.2%	29.7%	33.8%	32.5%	30.4%
无形资产	156	168	173	178	188	197
非流动资产	1,108	1,298	1,639	1,865	2,066	2,242
%总资产	39.8%	41.9%	39.7%	41.8%	39.5%	36.5%
资产总计	2,785	3,095	4,128	4,460	5,232	6,146
短期借款	0	11	108	0	0	0
应付款项	417	612	994	1,074	1,325	1,602
其他流动负债	462	493	712	635	786	954
流动负债	879	1,116	1,814	1,709	2,111	2,555
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	50	86	82	75	80
负债	912	1,166	1,900	1,791	2,186	2,635
普通股股东权益	1,872	1,929	2,228	2,669	3,046	3,511
其中：股本	160	223	223	223	223	223
未分配利润	696	855	1,102	1,414	1,791	2,255
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,785	3,095	4,128	4,460	5,232	6,146

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.706	1.475	1.771	2.324	2.814	3.467
每股净资产	11.702	8.638	9.976	11.950	13.638	15.719
每股经营现金净流	2.311	1.456	2.667	2.709	4.093	4.911
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.930	1.126	1.387
回报率						
净资产收益率	14.58%	17.08%	17.75%	19.45%	20.63%	22.06%
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						
主营业务收入增长率	12.80%	21.75%	29.65%	28.08%	23.61%	20.98%
EBIT增长率	6.29%	21.72%	22.17%	23.96%	24.79%	21.84%
净利润增长率	16.51%	20.72%	20.04%	31.25%	21.08%	23.21%
总资产增长率	6.27%	11.16%	33.37%	8.04%	17.31%	17.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.5	29.4	21.6	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	37.0	37.1	41.7	40.0	39.0	38.0
应付账款周转天数	47.9	54.1	55.2	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	92.2	86.9	113.2	94.4	83.0	73.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.95%	-43.42%	-46.73%	-46.46%	-50.71%	-56.49%
EBIT利息保障倍数	-16.4	-41.5	139.3	-31.9	-45.1	-24.2
资产负债率	32.76%	37.68%	46.03%	40.16%	41.79%	42.88%

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	0	18	21	38	75
增持	0	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.13	1.07	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。

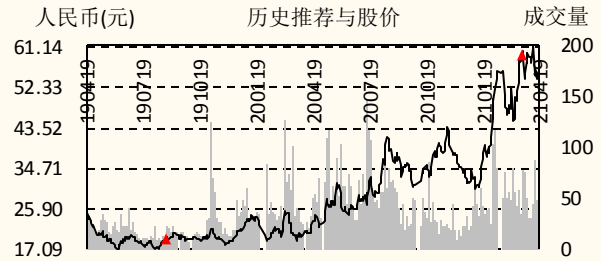
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-08-28	买入	20.08	N/A
2	2020-11-29	买入	39.08	50.80~50.80
3	2021-03-24	买入	60.31	N/A

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