

利润高速增长，各品类间协同效应凸显

——志邦家居(603801)2021年半年报点评

核心观点:

- **事件:** 8月30日,公司发布2021年半年度报告。报告期内,公司实现总营业收入19.08亿元,同比增长55.84%;实现归母净利润1.52亿元,同比增长199.42%;基本每股收益0.46元。
- **大宗业务占比增加致营收成本大幅增长,毛利率小幅度波动。** 其中,Q2单季公司实现营收12.26亿元,同比增长36.49%,实现归母净利润1.01亿元,同比增长6.07%。公司扩张衣柜品类以及大宗渠道显著增长导致营收快速增长。报告期内,公司综合毛利率为36.99%,较去年同期下跌0.04%。Q2单季公司毛利率为37.27%,同比增长0.47%,环比增长0.79%。大宗业务占比增加导致营业成本增加,报告期内成本同比增长55.96%,收入变动与成本变动持平,毛利率出现小幅波动。
- **公司期间费用降低,净利率上行。** 公司期间费用率为27.60%,较去年同期减少4.15pct。其中,销售费用率为15.35%,同比减少2.48pct;管理费用率为5.27%,较去年同期降低2.12pct;财务费用率为-0.28%,较去年同期降低0.26pct;研发费用率为7.26%,较去年同期增加0.71pct,主要由于研发投入同比增加导致。报告期内公司销售净利率为7.95%,同比增长3.81%,其中Q2销售净利率为8.25%,同比下降2.37%,环比Q1上升0.84%。公司期间费用管控良好,净利率上行。
- **衣柜、木门成新增长点,全品类扩展创营收佳绩。** 报告期内,公司整体橱柜/定制衣柜/木门/其他产品分别实现营收10.87/6.81/0.30/1.11亿元,同比增长33.90%/97.98%/162.49%/92.51%。公司着力布局衣柜市场,报告期内增加定制衣柜经销商数量162家,实现97.98%的营收增长。新增的木门工程业务渠道,实现了162.49%的增速。同时加强产品品类拓展,激发个品类之间的协同效应,共同实现业绩增长。
- **多渠道齐头并进,精装市场发展利好大宗业务。** 经销商方面,公司甄选优质加盟商,协助其提升盈利能力,报告期内实现营收11.31亿,同比增长53.60%,占总营收的59.29%。上半年新增门店数量319家,总计3,522家。直营店方面,报告期内创营收1.25亿元,同比增长79.66%。新增门店数量4家,总计33家。大宗业务方面,营业收入为5.22亿元,同比增长55.00%,占总营收的27.34%。自2016年以来积累了26.6亿平方米的交房缺口,预计未来交房数量的增加,家居行业将迎来新一轮增长。在国家环保政策的驱动下精装市场将迎来持续高增,预计未来两年将继续保持25%的增速,推动了大宗业务的发展。
- **投资建议:** 公司从品类、渠道方面积极拓展,各品类之间的协同效应凸显,看好未来衣柜业务与大宗工程业务的发展,预计公司2021/22/23年能够实现基本每股收益1.69/2.11/2.58元,对应PE为14X、11X、9X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

志邦家居 (603801.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

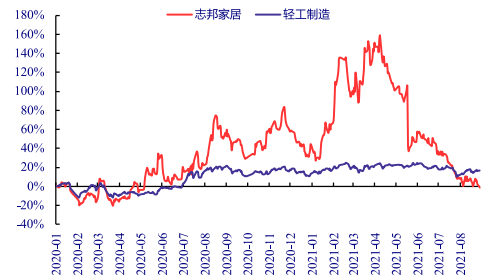
陈柏儒

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

公司数据时间

2021.08.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

● **盈利预测**

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
总营业收入	3840.44	4938.47	6128.72	7484.87
同比增速 (%)	29.65	28.59	24.10	22.13
归母净利润	395.44	527.64	658.86	804.94
同比增速 (%)	20.04	33.43	24.87	22.17
EPS (元/股)	1.78	1.69	2.11	2.58
PE	19.44	13.96	11.18	9.15

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2021/8/30 收盘价）

风险提示：经济增长不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3840.44	4938.47	6128.72	7484.87	流动资产	2489.68	3743.32	4295.05	7277.47
营业成本	2378.37	3030.19	3676.71	4534.30	现金	824.68	1987.32	1990.72	4599.98
营业税金及附加	32.63	39.51	49.03	59.88	应收账款	116.67	241.65	323.23	312.52
营业费用	573.53	765.46	992.85	1152.67	其它应收款	80.26	129.35	188.73	292.22
管理费用	205.73	271.62	349.34	411.67	预付账款	64.80	75.75	91.92	113.36
财务费用	3.05	5.52	6.88	10.36	存货	328.71	484.41	667.25	934.69
资产减值损失	-20.96	-0.50	0.80	-0.70	其他	1074.56	824.84	1033.21	1024.71
公允价值变动收益	1.31	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1638.56	1731.90	1630.72	1243.47
投资净收益	14.92	17.28	18.39	23.95	长期投资	38.72	40.85	43.63	45.52
营业利润	436.15	580.24	723.15	880.43	固定资产	1190.85	1374.23	1351.17	1094.98
营业外收入	1.55	1.68	1.80	2.10	无形资产	135.56	131.39	125.49	117.54
营业外支出	8.41	11.50	14.20	17.00	其他	273.43	185.43	110.43	-14.57
利润总额	429.30	570.42	710.75	865.53	资产总计	4128.24	5475.22	5925.77	8520.95
所得税	33.86	42.78	51.88	60.59	流动负债	1813.90	2514.09	2285.78	4091.01
净利润	395.44	527.64	658.86	804.94	短期借款	108.21	321.21	197.21	597.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	405.14	514.72	624.54	770.21
归属母公司净利润	395.44	527.64	658.86	804.94	其他	1300.54	1678.16	1464.03	2723.59
EBITDA	548.83	1060.76	1451.39	1882.57	非流动负债	86.35	116.35	136.35	121.35
EPS (元)	1.78	1.69	2.11	2.58	长期借款	0.00	30.00	50.00	35.00
					其他	86.35	86.35	86.35	86.35
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	负债合计	1900.25	2630.44	2422.13	4212.36
经营活动现金流	649.06	1508.20	790.69	2697.94	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	395.44	527.64	658.86	804.94	归属母公司股东权益	2227.99	2844.78	3503.64	4308.58
折旧摊销	111.84	484.82	733.76	1006.68	负债和股东权益	4128.24	5475.22	5925.77	8520.95
财务费用	11.27	5.52	6.88	10.36					
投资损失	-14.92	-17.28	-18.39	-23.95	主要财务比率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	127.73	496.19	-602.64	882.07	营业收入	29.65%	28.59%	24.10%	22.13%
其它	17.71	11.31	12.21	17.85	营业利润	13.35%	33.04%	24.63%	21.75%
投资活动现金流	-483.77	-672.18	-676.41	-463.33	归属母公司净利润	20.04%	33.43%	24.87%	22.17%
资本支出	-390.56	-575.34	-617.01	-660.40	毛利率	38.07%	38.64%	40.01%	39.42%
长期投资	-51.10	-122.13	-82.78	163.11	净利率	10.30%	10.68%	10.75%	10.75%
其他	-42.11	25.28	23.39	33.95	ROE	17.75%	18.55%	18.81%	18.68%
筹资活动现金流	-15.95	326.63	-110.88	374.64	ROIC	17.23%	16.67%	17.74%	16.49%
短期借款	97.05	213.00	-124.00	400.00	P/E	19.44	13.96	11.18	9.15
长期借款	0.00	30.00	20.00	-15.00	P/B	3.46	2.59	2.10	1.71
其他	-113.00	83.63	-6.88	-10.36	EV/EBITDA	12.74	5.40	3.87	1.80
现金净增加额	144.81	1162.64	3.40	2609.25	PS	1.37	1.49	1.20	0.98

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

章鹏，轻工行业研究员，美国哥伦比亚大学硕士，2年从业经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn