

# 志邦家居 (603801)

证券研究报告

2021年08月31日

## 品类协同效应显现，衣柜及大宗业务持续高增

21H1 实现收入 19.08 亿元，同比+55.8%，较 19H1 增长 66.1%，其中 Q1/Q2 收入分别为 6.83/12.26 亿元，同比分别+109.1%/+36.5%，较 19 同期分别+64.8%/+66.8%；21H1 实现归母净利 1.52 亿元，同比+199.4%，较 19H1 增长 37.8%，其中 Q1/Q2 归母净利润分别为 0.51/1.01 亿元，同比分别+213.2%/+6.1%，较 19 同期分别+60%/+28.8%。

### 全品类扩展协同效应逐步显现，加大研发投入开发套系化产品。

21H1 公司厨柜收入为 10.87 亿元，同比+33.9%，较 19H1+27.2%，其中 Q1/Q2 收入分别为 3.60/7.27 亿元，同比分别+78.1%/+19.2%，较 19 同期分别+14.4%/+34.6%；21H1 厨柜毛利率为 41.8%，同比-0.86pct，其中 Q1/Q2 分别为 41.6%/41.9%，逐季度提升。21H1 衣柜收入为 6.81 亿元，同比+98%，较 19H1+174.4%，其中 Q1/Q2 收入分别为 2.76/4.05 亿元，同比分别+179.4%/+65.2%，较 19 同期分别+190.3%/+164.5%，21H1 衣柜毛利率为 33.2%，同比+5.15pct，其中 Q1/Q2 分别为 33.3%/33.1%，基本稳定。21H1 木门收入约 3000 万，同比+162.5%，21H1 木门毛利率 16.7%，同比+10.91pct，毛利率大幅提升。公司以套系化模式进行产品开发，并针对不同渠道开发特供产品，21H1 研发费用投入 1.39 亿元，研发费用率 7.3%，同比+0.7pct，通过持续的研发投入，提升核心竞争力。

### 经销渠道线上线下同步推进，通过数字化手段主动赋能加盟商。

21H1 公司经销渠道实现收入 11.31 亿元，同比+53.6%，较 19H1+46.6%，21H1 经销渠道毛利率为 35.1%，同比+1.22pct，其中 Q1/Q2 分别为 33.9%/36%，逐季度回升。截至 21H1 公司拥有厨柜门店 1676 家，其中净增 100 家；衣柜门店 1528 家，其中净增 162 家；木门门店 260 家，其中净增 57 家。公司紧跟新零售趋势，抓住直播风口，打造全场景直播间和专业的团队，建立自媒体营销矩阵，提升品牌力，为经销商提升引流效率、降低获客成本，并通过云设计软件提升终端设计效率，通过管家服务模式增强加盟商安装交付能力，通过在线学习平台提供培训，持续提升加盟商经营管理水平和盈利能力。

### 紧抓精装红利大宗渠道高增，整装双品牌运营未来可期。

21H1 大宗渠道实现收入 5.22 亿元，同比+55.0%，较 19H1+146.9%，21H1 毛利率 40.4%，同比-3.55pct，其中 Q1/Q2 分别为 42.1%/39.8%，大宗业务毛利率承压。工程业务方面，公司大力拓展优质战略客户，通过改善大宗业务客户结构，提升了经营质量，降低了经营风险，并将木门加入工程渠道，大宗订单收入高速增长。整装渠道方面，公司采用“志邦”和“IK”双品牌运营，重新组建团队，对整装产品体系进行重构，并与第三方共同开发整装渠道专用软件，为整装业务的发展打下坚实的基础。

### 践行南下发展战略新建广州清远基地，提高产能水平，优化全国性布局。

截至 21H1 公司拥有三大在产厂区及两个在建厂区，均位于安徽合肥。2021 年 7 月，公司发布公告，拟投资 16 亿元在广东清远新建生产基地，进一步提高全国性布局和产能水平，贯彻南下发展战略，加强公司在华南地区的供应链，为销售网络提供支持。

### 毛利率保持稳定，销售/管理/财务费用管控有效。

21H1 毛利率为 37.0%，同比基本持平，其中 Q1/Q2 分别为 36.5%/37.3%，逐季度提升；21H1 归母净利率为 8.0%，其中 Q1/Q2 分别为 7.4%/8.3%，逐季度好转。21H1 销售/管理/财务费用率分别为 15.3%/5.3%/-0.3%，同比分别-2.5pct/-2.1pct/-0.3pct。

### 盈利预测与评级：公司坚持多渠道发展，经销渠道紧跟新零售趋势降低获

#### 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	23.57 元
目标价格	元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	312.48
流通 A 股股本(百万股)	304.75
A 股总市值(百万元)	7,365.21
流通 A 股市值(百万元)	7,182.96
每股净资产(元)	7.08
资产负债率(%)	51.29
一年内最高/最低(元)	65.40/23.30

#### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 《志邦家居-季报点评:Q1 业绩超预期，衣柜及大宗业务高速增长》  
2021-04-20
- 《志邦家居-年报点评报告:20 年业绩完美收官，衣柜及大宗业务增长亮眼》  
2021-03-25
- 《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

客成本，提升引流效率，线下门店规模持续扩大，大宗渠道或将持续受益于精装红利；产品端加强套系化研发，品类间协同效应逐步显现，预计21/22年归母净利润分别5.3/6.6亿元，同比分别+33.6%/+24.5%，对应PE分别为14X/11X，维持“买入”评级。

**风险提示：**整装渠道拓展不及预期；生产基地建设不及预期；地产竣工不及预期；

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	5,122.88	6,383.65	7,755.51
增长率(%)	21.75	29.65	33.39	24.61	21.49
EBITDA(百万元)	577.04	780.69	663.18	805.28	949.09
净利润(百万元)	329.43	395.44	528.31	657.46	789.47
增长率(%)	20.72	20.04	33.60	24.45	20.08
EPS(元/股)	1.05	1.27	1.69	2.10	2.53
市盈率(P/E)	22.36	18.63	13.94	11.20	9.33
市净率(P/B)	3.82	3.31	2.70	2.39	2.10
市销率(P/S)	2.49	1.92	1.44	1.15	0.95
EV/EBITDA	7.28	8.23	8.11	6.17	4.08

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	1,563.33	1,929.35	3,001.06
应收票据及应收账款	457.98	324.00	828.98	236.48	1,057.95
预付账款	45.09	64.80	89.19	101.38	129.52
存货	215.35	328.71	345.10	509.94	522.10
其他	552.29	945.68	776.58	787.57	852.51
<b>流动资产合计</b>	<b>1,797.61</b>	<b>2,487.86</b>	<b>3,603.19</b>	<b>3,564.72</b>	<b>5,563.14</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>5,181.90</b>	<b>5,172.15</b>	<b>7,179.21</b>
短期借款	11.16	108.21	64.93	19.48	0.00
应付票据及应付账款	446.47	648.39	700.93	1,041.55	1,101.20
其他	658.55	1,057.30	1,631.61	960.42	2,494.21
<b>流动负债合计</b>	<b>1,116.17</b>	<b>1,813.90</b>	<b>2,397.47</b>	<b>2,021.45</b>	<b>3,595.40</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>2,454.02</b>	<b>2,085.76</b>	<b>3,664.47</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	223.33	223.33	312.48	312.48	312.48
资本公积	878.54	919.21	919.21	919.21	919.21
留存收益	1,844.06	2,133.15	2,415.40	2,773.91	3,202.26
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>2,727.88</b>	<b>3,086.39</b>	<b>3,514.74</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,095.40</b>	<b>4,128.24</b>	<b>5,181.90</b>	<b>5,172.15</b>	<b>7,179.21</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	329.43	395.44	528.31	657.46	789.47
折旧摊销	89.58	111.84	45.34	48.10	50.76
财务费用	(0.05)	11.27	(8.17)	(21.48)	(35.95)
投资损失	(13.49)	(14.92)	(17.14)	(17.14)	(17.14)
营运资金变动	218.86	320.11	295.49	85.06	662.35
其它	(279.95)	(174.67)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>344.38</b>	<b>649.06</b>	<b>843.84</b>	<b>752.00</b>	<b>1,449.49</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)	(131.45)	(135.30)	(78.37)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(248.06)</b>	<b>(483.77)</b>	<b>(41.65)</b>	<b>(63.06)</b>	<b>(33.13)</b>
债权融资	11.16	108.21	64.93	19.48	0.00
股权融资	(124.41)	47.34	225.81	21.48	35.95
其他	(136.44)	(171.51)	(354.28)	(363.87)	(380.60)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(249.69)</b>	<b>(15.95)</b>	<b>(63.54)</b>	<b>(322.91)</b>	<b>(344.65)</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>738.65</b>	<b>366.03</b>	<b>1,071.71</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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>5,122.88</b>	<b>6,383.65</b>	<b>7,755.51</b>
营业成本	1,820.75	2,378.37	3,186.70	3,987.95	4,867.29
营业税金及附加	28.88	32.63	46.89	58.30	69.23
营业费用	462.64	573.53	727.45	906.48	1,101.28
管理费用	168.04	205.73	274.07	331.95	403.29
研发费用	134.42	225.76	292.00	363.87	442.06
财务费用	(8.37)	3.05	(8.17)	(21.48)	(35.95)
资产减值损失	(4.55)	(20.96)	(4.93)	(4.93)	(8.84)
公允价值变动收益	2.45	1.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.49	14.92	17.14	17.14	17.14
其他	(40.42)	(10.04)	(34.28)	(34.28)	(34.28)
<b>营业利润</b>	<b>384.80</b>	<b>436.15</b>	<b>626.01</b>	<b>778.66</b>	<b>934.28</b>
营业外收入	1.34	1.55	1.36	1.42	1.45
营业外支出	5.55	8.41	5.82	6.59	6.94
<b>利润总额</b>	<b>380.59</b>	<b>429.30</b>	<b>621.54</b>	<b>773.49</b>	<b>928.79</b>
所得税	51.16	33.86	93.23	116.02	139.32
<b>净利润</b>	<b>329.43</b>	<b>395.44</b>	<b>528.31</b>	<b>657.46</b>	<b>789.47</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>528.31</b>	<b>657.46</b>	<b>789.47</b>
每股收益(元)	1.05	1.27	1.69	2.10	2.53

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%	33.39%	24.61%	21.49%
营业利润	19.56%	13.35%	43.53%	24.39%	19.99%
归属于母公司净利润	20.72%	20.04%	33.60%	24.45%	20.08%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.53%	38.07%	37.79%	37.53%	37.24%
净利率	11.12%	10.30%	10.31%	10.30%	10.18%
ROE	17.08%	17.75%	19.37%	21.30%	22.46%
ROIC	32.18%	43.54%	55.39%	86.69%	110.24%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.68%	46.03%	47.36%	40.33%	51.04%
净负债率	-26.73%	-32.16%	-54.93%	-61.88%	-85.39%
流动比率	1.61	1.37	1.50	1.76	1.55
速动比率	1.42	1.19	1.36	1.51	1.40
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.38	9.82	8.89	11.98	11.98
存货周转率	16.03	14.12	15.21	14.93	15.03
总资产周转率	1.01	1.06	1.10	1.23	1.26
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.05	1.27	1.69	2.10	2.53
每股经营现金流	1.10	2.08	2.70	2.41	4.64
每股净资产	6.17	7.13	8.73	9.88	11.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.36	18.63	13.94	11.20	9.33
市净率	3.82	3.31	2.70	2.39	2.10
EV/EBITDA	7.28	8.23	8.11	6.17	4.08
EV/EBIT	8.36	9.35	8.71	6.57	4.31

### 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