

志邦家居(603801)

报告日期: 2021 年 8 月 30 日

收入增长动能强劲, 大宗扰动 Q2 利润率

——志邦家居半年报点评

分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
联系人: 傅嘉成
✉: shifanke@stocke.com.cn

报告导读

志邦家居发布 2021 半年度业绩: 21H1 实现收入 19.08 亿元 (+55.84%, 同比 19H1+66.09%), 归母净利 1.52 亿(+199.42%, 同比 19H1+37.75%), 扣非归母净利 1.46 亿 (+236.74%, 同比 19H1+47.47%)。

其中 21Q2 实现收入 12.26 亿 (+36.49%, 同比 19Q2+67%), 归母净利 1.01 亿 (+6.07%, 同比 19Q2+29%), 扣非净利 0.98 亿 (+10.91%, 同比 19Q2+32%), Q2 受到原料涨价、工程代理费增加较多利润率有所下滑。

投资要点

□ 强产品研发提升丰富度, 衣柜放量高增

期内公司持续调整优化产品结构, 研发开支 1.39 亿 (占总收入 7.26%), 针对不同渠道开发特供产品, 丰富度提升。同时加速厨衣门品类融合:

整体厨柜实现收入 10.87 亿元 (+33.90%), 毛利率为 41.81% (-0.86pct), 预计系受到原料涨价影响;

定制衣柜实现收入 6.81 亿元 (+97.98%), 是增长的主要拉动, 占收入比重上升至 35.67%, 毛利率为 33.17% (+5.15pct), 规模化效应下毛利率显著提升;

木门业务 0.3 亿 (+162.49%), 毛利率为 16.72% (+10.91pct), 工程渠道开始放量。

□ 线下开店超预期, 大宗客户结构持续优化

期内经销渠道收入 11.31 亿 (+53.60%, 同比 19H1+46.57%), 占比 59.29%; 直营业务收入 1.25 亿 (+79.66%, 同比 19H1+90.15%), 占比 6.55%。公司开展精准数字引流、线下转化全流程客户服务转化; 赋能加盟商新零售团队, 用新的引流、转化体系提高加盟商整体营销获客能力。线下强化厨柜业务下沉市场的店面布局, 完善衣柜业务空白市场的全国布局。2021H1 净开店 323 家, 其中厨柜、衣柜、木门分别净增 100 家 (21H1 末 1676 家)、162 家 (21H1 末 1528 家)、57 家 (21H1 末 260 家), 预计全年有望超额完成开店目标。整装方面公司重组渠道团队、重构产品体系, 以“志邦”和“IK”双品牌运营, 有望放量。

大宗渠道实现收入 5.22 亿 (+55%), 占比 27.34%, 毛利率 40.35% (-3.55pct), 主要系期内上游原材料涨价、合同履约价尚未调整, 且业内价格竞争加剧所致; 公司地产商客户资质较好、并持续优化结构, 账期管控较好。

□ 21Q2 工程代理费增加较多拖累盈利能力, 应收款增加较多

21H1 毛利率 36.99% (-0.05pct), 主要系产品结构变化、衣柜业务占比提升。期间费用率合计 27.60% (-4.16pct), 其中管理费用率减少至 12.53% (-1.42pct), 财务费用率 -0.28% (-0.26pct), 销售费用率 15.35% (-2.48pct), 规模化效应显现。综合来看 21H1 归母净利率 7.95% (+3.81pct)。21Q2 毛利率 37.27% (+0.47pct), 销售费用率 15.82% (+3.12pct), 主要系工程代理费增加较多所致, 管理费用率 10.76% (-0.04pct), 21Q2 归母净利率 8.25% (-2.37pct)。

21H1 账上预收款+合同负债合计 4.74 亿 (+5.41%); 应收款项及合同资产合计

评级

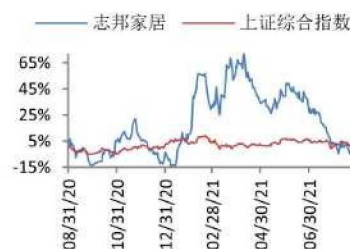
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥23.57

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.32
1Q/2021 0.23
4Q/2020 0.89
3Q/2020 0.66



公司简介

国内定制家居赛道龙头之一

相关报告

- 1 《【浙商轻工】志邦家居: Q1 业绩高增, 衣柜、大宗持续发力》2021.04.19
- 2 《【浙商轻工】志邦家居: 大宗+衣柜发力, 持续看好 21 年增长动能!》2021.03.23
- 3 《【浙商轻工】志邦家居: Q4 业绩超预期, 质地优秀的长跑选手》2021.02.04

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

8.34 亿(+66.47%)，主要系大宗业务放量较快；存货 4.63 亿(同比+47.92%)，主要系工程发生商品结存增加以及家居成品备货增加所致。综合来看 21H1 年经营现金流 1.66 亿(-8.29%)。

□ 盈利预测及估值

志邦注重线下零售赋能，在大宗渠道持续拓展优质地产客户，并通过股权激励激发管理活力，看好公司作为质地优秀的长跑选手！我们预计 21-23 年公司实现营收 50.59 亿(+31.73%)、63.16 亿(+24.84%)、77.77 亿(+23.13%)，归母净利润 5.25 亿(+32.87%)、6.53 亿(+24.36%)、8.13 亿(+24.43%)，对应 PE 分别为 14.02X/11.27X/9.06X，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**行业竞争加剧、业务拓展不达预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3840.44	5059.13	6316.03	7776.99
(+/-)	29.65%	31.73%	24.84%	23.13%
净利润	395.44	525.41	653.38	813.00
(+/-)	20.04%	32.87%	24.36%	24.43%
每股收益(元)	1.27	1.68	2.09	2.60
P/E	18.63	14.02	11.27	9.06

图 1：志邦家居季度财务数据一览

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营业总收入	414.18	734.73	809.06	1,004.17	326.42	898.02	1,147.83	1,468.17	682.51	1,225.72
YOY	5.20%	13.30%	16.94%	43.66%	-21.19%	22.22%	41.87%	46.21%	109.09%	36.49%
归母净利润	31.63	78.54	122.79	96.47	-44.69	95.37	147.06	197.70	50.60	101.17
YOY	4.91%	21.36%	13.06%	38.96%	-241.27%	21.44%	19.76%	104.93%	213.23%	6.07%
扣非归母净利润	24.71	74.45	103.69	82.40	(45.36)	88.64	142.41	173.06	47.43	98.31
YOY	-5.93%	29.35%	2.99%	19.46%	-283.56%	19.05%	37.35%	110.04%	204.58%	10.91%
毛利率	37.92%	37.30%	39.99%	38.52%	37.66%	36.80%	38.79%	38.38%	36.48%	37.27%
期间费用率	31.21%	23.16%	24.00%	26.21%	53.82%	23.73%	23.82%	23.56%	29.66%	26.45%
其中：销售费用	81.50	114.70	108.27	158.16	104.18	114.08	155.53	199.74	98.92	193.90
销售费用率	19.68%	15.61%	13.38%	15.75%	31.92%	12.70%	13.55%	13.60%	14.49%	15.82%
其中：管理费用	31.47	38.64	48.75	49.17	45.35	45.21	55.23	59.94	50.97	49.65
研发费用	15.36	17.90	38.43	62.74	28.43	51.82	60.47	85.04	56.42	82.21
管理+研发费用率	11.31%	7.70%	10.78%	11.14%	22.60%	10.80%	10.08%	9.88%	15.74%	10.76%
其中：财务费用	0.92	-1.05	-1.32	-6.91	-2.29	2.01	2.16	1.17	-3.85	-1.52
财务费用率	0.22%	-0.14%	-0.16%	-0.69%	-0.70%	0.22%	0.19%	0.08%	-0.56%	-0.12%
归母净利率	7.64%	10.69%	15.18%	9.61%	-13.69%	10.62%	12.81%	13.47%	7.41%	8.25%
存货	147.35	177.51	231.86	215.35	259.61	312.79	436.32	328.71	414.57	462.61
较上年同期增减	-20.42	38.24	71.39	61.03	112.26	135.29	204.66	113.36	154.96	149.82
应收票据	99.96	98.76	108.94	119.87	128.66	124.96	151.81	207.33	207.85	226.52
较上年同期增减	-95.94	44.85	36.57	9.71	28.70	26.20	42.87	87.45	79.20	101.56
应收账款	139.69	215.16	194.26	338.10	265.41	376.05	394.31	568.83	452.58	607.06
较上年同期增减	103.87	120.40	97.90	199.17	125.72	160.89	200.06	230.73	187.17	231.01
应付账款及应付票据	261.06	365.35	400.69	446.47	377.01	653.26	747.75	648.39	618.86	684.27
较上年同期增减	86.02	73.94	120.55	115.38	115.95	287.91	347.06	201.92	241.86	31.01
预收账款	255.31	355.26	336.55	369.64	257.80	449.99	474.89	465.58	334.96	474.31
较上年同期增减	-20.78	35.32	45.45	-6.94	2.50	94.73	138.34	95.94	77.16	24.32
经营性现金流净额	-127.84	244.89	84.33	143.00	-216.50	397.59	78.41	389.57	-197.90	363.77
较上年同期增减	31.37	-161.79	146.49	-41.51	-88.66	152.70	-5.91	246.56	18.60	-33.81
筹资性现金流净额	-33.70	-224.80	1.85	6.95	136.61	60.78	-5.64	-207.71	327.50	-115.65
较上年同期增减	-33.70	-129.85	2.85	10.43	170.32	285.58	-7.49	-214.66	190.88	-176.43
资本开支	81.26	75.21	48.94	128.50	153.33	84.61	95.83	87.43	208.84	63.46
较上年同期增减	-3.70	7.32	-13.21	-35.87	72.07	9.40	46.89	-41.07	55.51	-21.15
ROE	1.69%	4.38%	6.91%	5.13%	-2.34%	5.12%	7.65%	9.35%	2.23%	4.48%
YOY(±)	-0.07%	0.60%	0.71%	1.35%	-4.04%	0.74%	0.74%	4.23%	4.58%	-0.63%
资产负债率	26.09%	34.51%	34.12%	37.68%	36.48%	49.50%	49.86%	46.03%	45.77%	51.29%
YOY(±)	0.63%	2.73%	-4.95%	4.91%	10.39%	14.98%	15.74%	8.36%	9.29%	1.79%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2: 志邦家居收入结构一览(单位: 百万元)

单位: 百万元	2018A	2019H1	2019H2	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021H1
总收入	2432.99	1148.91	1813.23	2962.14	1224.45	2615.99	3840.44	1908.24
YOY	12.80%	10.24%	30.37%	21.75%	6.57%	44.27%	29.65%	55.84%
归母净利润	272.90	110.17	219.26	329.43	50.69	344.75	395.44	151.76
YOY	16.51%	16.13%	23.16%	20.71%	-53.99%	57.23%	20.04%	199.42%
整体厨柜收入	1928.18	855.00	1262.11	2117.11	811.81	1686.79	2498.60	1087.04
YOY	2.76%	-1.16%	18.71%	9.80%	-5.05%	33.65%	18.02%	33.90%
占比	79.25%	74.42%	69.61%	71.47%	66.30%	64.48%	65.06%	56.97%
毛利率(%)	38.32%	-	-	42.43%	-	-	41.54%	41.81%
门店数	1487	1545	1535	1535	1597	1576	1576	1676
定制衣柜收入	430.00	258 (含木门)	504.07 (含木门)	734.44	343.80	797.07	1,140.87	680.66
YOY	91.62%	74.32%	78.75%	70.80%	-	58.13%	55.34%	97.98%
占比	17.67%	22.46%	27.80%	24.79%	28.08%	30.47%	29.71%	35.67%
毛利率(%)	29.97%	-	-	31.62%	-	-	33.40%	33.17%
门店数	726	880	1078	1078	1237	1366	1366	1528
木门收入	7.79			27.63	11.44	31.93	43.37	30.02
占比	0.32%			0.93%	0.93%	1.22%	1.13%	1.57%
毛利率	(4.40)			(1.00)			15.98%	5.02
门店数	88	147	156	156			203	260

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 志邦家居大宗业务一览(单位: 百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2490	2783	3548	3417	营业收入	3840	5059	6316	7777
现金	825	691	659	819	营业成本	2378	3155	3963	4879
交易性金融资产	325	325	325	325	营业税金及附加	33	46	58	69
应收账款	324	0	923	1560	营业费用	574	802	991	1219
其它应收款	80	10	14	14	管理费用	206	221	296	355
预付账款	65	84	104	130	研发费用	226	278	316	389
存货	329	335	499	431	财务费用	3	(11)	(8)	(8)
其他	543	1337	1025	138	资产减值损失	(21)	11	15	13
非流动资产	1639	1804	2314	3086	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	1	0	0	投资净收益	15	15	15	15
长期投资	39	39	39	39	其他经营收益	31	24	30	28
固定资产	1191	1337	1696	2268	营业利润	490	597	733	904
无形资产	136	139	141	144	营业外收支	(7)	(4)	(5)	(5)
在建工程	37	109	247	438	利润总额	483	593	728	899
其他	237	180	190	198	所得税	34	67	75	86
资产总计	4128	4587	5862	6503	净利润	449	525	653	813
流动负债	1814	1889	2736	2800	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	108	0	398	0	归属母公司净利润	395	525	653	813
应付款项	648	768	1006	1252	EBITDA	611	709	865	1070
预收账款	0	471	459	430	EPS (最新摊薄)	1.27	1.68	2.09	2.60
其他	1057	649	874	1118	主要财务比率				
非流动负债	86	57	64	69		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	86	57	64	69	营业收入	29.65%	31.73%	24.84%	23.13%
负债合计	1900	1945	2800	2869	营业利润	18.51%	21.96%	22.83%	23.30%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	20.04%	32.87%	24.36%	24.43%
归属母公司股东权	2228	2641	3062	3634	获利能力				
负债和股东权益	4128	4587	5862	6503	毛利率	38.07%	37.64%	37.26%	37.26%
现金流量表					净利率	11.69%	10.39%	10.34%	10.45%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	19.02%	21.58%	22.91%	24.29%
经营活动现金流	649	395	419	1714	ROIC	19.89%	20.33%	19.15%	22.61%
净利润	449	525	653	813	偿债能力				
折旧摊销	112	103	126	162	资产负债率	46.03%	42.41%	47.77%	44.13%
财务费用	3	(11)	(8)	(8)	净负债比率	5.69%	0.00%	14.21%	0.00%
投资损失	(15)	(15)	(15)	(15)	流动比率	1.37	1.47	1.30	1.22
营运资金变动	334	(244)	(184)	687	速动比率	1.19	1.30	1.11	1.07
其它	(234)	37	(154)	75	营运能力				
投资活动现金流	(484)	(311)	(610)	(911)	总资产周转率	1.06	1.16	1.21	1.26
资本支出	(262)	(300)	(600)	(900)	应收帐款周转率	16.89	12.58	6.47	7.30
长期投资	(5)	(1)	1	(0)	应付帐款周转率	6.62	6.88	6.72	6.58
其他	(217)	(10)	(11)	(11)	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(16)	(209)	173	(632)	每股收益	1.27	1.68	2.09	2.60
短期借款	97	(108)	398	(398)	每股经营现金	2.08	1.77	1.87	7.68
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.98	11.83	13.71	16.27
其他	(113)	(101)	(224)	(234)	估值比率				
现金净增加额	149	(124)	(18)	171	P/E	18.63	14.02	11.27	9.06
					P/B	2.36	1.99	1.72	1.45
					EV/EBITDA	10.90	5.99	5.41	3.85

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn