

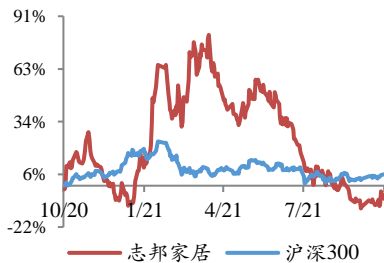
Q3 利润增长放缓，衣柜收入高增，大宗盈利承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-26

收盘价（元）	22.26
近 12 个月最高/最低（元）	43.36/21.01
总股本（百万股）	312
流通股本（百万股）	305
流通股比例（%）	97.75
总市值（亿元）	70
流通市值（亿元）	68

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1.上半年利润同比增 199%，衣柜持续高增 2021-08-30

2.大宗与衣柜驱动，Q1 归母净利较 19 年同期增 59% 2021-04-20

3.衣柜占比达 30%，经营性现金流高增，全年表现靓丽 2021-03-23

主要观点：

- **事件：公司发布三季报，前三季度实现归母净利润同比增长 51.7%，Q3 利润增长放缓。**
公司发布 2021 年三季报，前三季度共实现收入 33.22 亿元，yoy40.0%，归母净利润 3 亿元，yoy51.7%，扣非归母净利润 2.9 亿元，yoy56.1%；2021Q3 实现收入 14.14 亿元，yoy23.2%，归母净利润 1.48 亿元，yoy0.9%，扣非归母净利润 1.44 亿元，yoy1.2%。Q3 归母净利润与扣非归母净利润增速环比 Q2 下降了 5.22 和 9.71 个 pct，增长放缓。
- **衣柜业务实现快速增长，公司 Q3 毛利率持续承压，净利率环比提升。**
志邦立足华东、布局全国，已形成厨衣木的“大定制”发展格局。衣柜业务收入上半年占比达 35.67%，是拉动公司业绩增长的重要一极。Q3 志邦的衣柜业务收入仍有较快发展，估计其收入占比有望环比继续提升。不过，衣柜业务的毛利率相对橱柜业务较低，收入结构的变化是公司综合毛利率被压制的重要原因之一。Q3 公司毛利率与净利率分别同比下降了 3.31/2.32 个 pct，但净利率环比 Q2 增加了 2.24 个 pct。
- **Q3 大宗业绩保持较快增长，但工程服务费增加，大宗业绩整体盈利承压。**
公司大宗业务在 Q3 仍保持了中高速增长。但 Q3 因地产相关事件的爆发以及今年地产政策方面的持续收紧，一方面同期原材料价格上涨而合约价格前期签订无法更改对家居供应商的毛利率造成压力，另一方面，大宗业务回款的不确定性加大，市场对该业务的担忧加剧。我们看到志邦以及可比公司的大宗业务毛利率今年普遍下滑，预计 Q3 该趋势仍未转变，且工程服务费的增长也对 Q3 盈利增长产生了压制。不过，志邦于 2010 年全面布局大宗业务，已形成成熟的业务模式和丰富的实战经验，风险管理经验丰富，前期对风险大客户的业务控制也印证了其在风控方面的能力。

投资建议

预计公司 2021-2023 年分别实现营收 50.01/62.69/76.62 亿元，同比增长 30.2%/25.3%/22.2%，实现归母净利润 5.05/6.24/7.40 亿元，同比增长 27.7%/23.6%/18.6%。近期地产行业景气度下行，9 月地产销售、竣工数据双杀，市场对板块业绩持续性和确定性的担忧加剧。从 Q2、Q3 的表现来看，公司业绩受到了原材料成本上涨、前端地产景气低迷、大宗业务毛利率下降等多重因素的压制。但我们目前看到，政策端对地产的压制或已见底，预计地产行业景气度的修复仍需一段时间。志邦相对中小企业在渠道、产品、品牌等方面的竞争优势明显，抵御行业寒冬的能力更强。公司 2021 年 10 月 25 日收盘价 22.26 元对应 PE 为

13.77X/11.14X/9.40X，估值已进入历史底部区间，维持“买入”评级。

● 风险提示

地产销售大幅失速影响行业需求，渠道扩张速度不达预期，异地扩张速度不达预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3840	5001	6269	7662
收入同比 (%)	29.7%	30.2%	25.3%	22.2%
归属母公司净利润	395	505	624	740
净利润同比 (%)	20.0%	27.7%	23.6%	18.6%
毛利率 (%)	38.1%	37.4%	37.1%	36.7%
ROE (%)	17.7%	19.1%	20.7%	21.6%
每股收益 (元)	1.78	1.62	2.00	2.37
P/E	27.25	13.77	11.14	9.40
P/B	4.84	2.63	2.30	2.03
EV/EBITDA	13.04	10.17	8.10	6.88

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2490	3010	3603	4059	营业收入	3840	5001	6269	7662
现金	825	870	1020	985	营业成本	2378	3130	3944	4847
应收账款	117	274	344	420	营业税金及附加	33	45	55	68
其他应收款	80	110	137	168	销售费用	574	740	928	1134
预付账款	65	83	104	129	管理费用	206	268	332	398
存货	329	429	540	664	财务费用	3	-2	1	10
其他流动资产	1075	1244	1458	1693	资产减值损失	-21	-20	-20	-20
非流动资产	1639	1810	2141	2662	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	39	24	29	34	投资净收益	15	10	13	15
固定资产	1191	1321	1541	1851	营业利润	436	570	705	838
无形资产	136	136	136	136	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	273	329	435	641	营业外支出	8	10	13	17
资产总计	4128	4819	5744	6720	利润总额	429	561	693	822
流动负债	1814	2089	2640	3217	所得税	34	56	69	82
短期借款	108	0	0	0	净利润	395	505	624	740
应付账款	405	540	681	837	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1301	1549	1959	2380	归属母公司净利润	395	505	624	740
非流动负债	86	86	86	86	EBITDA	536	599	733	868
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.78	1.62	2.00	2.37
其他非流动负债	86	86	86	86					
负债合计	1900	2176	2726	3303					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	223	313	313	313					
资本公积	919	919	919	919					
留存收益	1085	1412	1786	2185					
归属母公司股东权益	2228	2644	3018	3417					
负债和股东权益	4128	4819	5744	6720					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	649	512	837	944	成长能力				
净利润	395	505	624	740	营业收入	29.7%	30.2%	25.3%	22.2%
折旧摊销	112	70	80	90	营业利润	13.3%	30.7%	23.7%	18.8%
财务费用	11	3	0	0	归属于母公司净利	20.0%	27.7%	23.6%	18.6%
投资损失	-15	-10	-13	-15	获利能力				
营运资金变动	128	-86	112	92	毛利率 (%)	38.1%	37.4%	37.1%	36.7%
其他经营现金流	285	621	546	686	净利率 (%)	10.3%	10.1%	10.0%	9.7%
投资活动现金流	-484	-266	-437	-639	ROE (%)	17.7%	19.1%	20.7%	21.6%
资本支出	-391	-260	-414	-618	ROIC (%)	16.7%	18.0%	19.5%	20.5%
长期投资	-51	-10	-30	-30	偿债能力				
其他投资现金流	-42	4	7	9	资产负债率 (%)	46.0%	45.1%	47.5%	49.1%
筹资活动现金流	-16	-200	-250	-340	净负债比率 (%)	85.3%	82.3%	90.4%	96.7%
短期借款	97	-108	0	0	流动比率	1.37	1.44	1.36	1.26
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.91	0.93	0.86	0.75
普通股增加	0	89	0	0	营运能力				
资本公积增加	41	0	0	0	总资产周转率	0.93	1.04	1.09	1.14
其他筹资现金流	-154	-181	-250	-340	应收账款周转率	32.92	18.25	18.25	18.25
现金净增加额	145	45	150	-35	应付账款周转率	5.87	5.79	5.79	5.79

每股指标 (元)				
每股收益	1.78	1.62	2.00	2.37
每股经营现金流薄)	2.08	1.64	2.68	3.02
每股净资产	7.13	8.46	9.66	10.94

估值比率				
P/E	27.25	13.77	11.14	9.40
P/B	4.84	2.63	2.30	2.03
EV/EBITDA	13.04	10.17	8.10	6.88

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。