

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家具

志邦家居 (603801.SH)

维持评级

报告原因：业绩点评

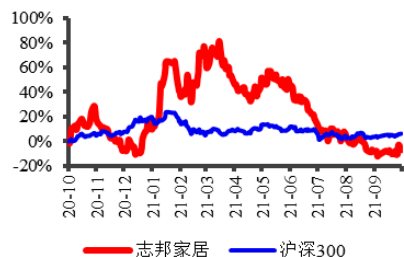
净利率小幅提升，大宗及衣柜业务有望延续高增长

买入

2021年10月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月25日

收盘价(元):	22.26
年内最高/最低(元):	45.99/21.00
流通 A 股/总股本(亿):	3.12/3.05
流通 A 股市值(亿):	70
总市值(亿):	70

基础数据：2020年9月30日

基本每股收益	0.95
摊薄每股收益:	0.95
每股净资产(元):	7.51
净资产收益率:	13.11%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】志邦家居 (603801.SH): 21HI 衣柜收入同比增长 98%，多品类协同效应显现》2021-8-31

事件描述

➢ 公司发布 2021 年第三季度报告：报告期内，公司实现营业收入 33.22 亿元，同比增长 40.04%；归属于上市公司股东的净利润 3.00 亿元，同比增长 51.75%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.90 亿元，同比增长 56.10%。业绩符合预期。

事件点评

➢ 2021Q3，公司营收、归母净利润同比分别增长 23.18%、0.85%，大幅超越疫情前表现。当前在手订单较为充足，Q4 有望延续高增长。2021Q3，公司实现营业收入 14.14 亿元，同比增长 23.18%，相对 2019Q3 增长 74.78%；归母净利润 1.48 亿元，同比增长 0.85%，相对 2019Q3 增长 20.33%；扣非后归母净利润 1.44 亿元，同比增长 1.20%，相对 2019Q3 增长 38.46%。截至三季度末，公司合同负债为 5.02 亿元，较年初提升了 0.36 亿元，四季度业绩持续增长可期。

➢ 期间费用率显著下降，净利率实现小幅提升，产品收入结构调整、原材料价格上涨等因素导致毛利率承压下行。报告期内，公司毛利率同比下滑 1.53pct 至 36.35%，净利率同比提升 0.69pct 至 9.03%，毛利率承压下降，主要原因系毛利率较低的衣柜品类收入占比提升，大宗商品上涨较快，大宗业务毛利率有所降低等。费用端看，公司期间费用率同比下降 2.32pct 至 25.59%，其中，销售费用率 14.47% (-1.29pct)；管理费用率 11.41% (-0.67pct)，其中研发费用占营业收入的比重提升 0.54pct 至 6.47%；财务费用率 -0.30% (-0.38pct)。

➢ 多品类共享渠道资源，全屋定制版图逐步完善，厨柜、衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。2021 上半年，公司厨柜业务实现收入 10.87 亿元，同比增长 33.90%，新开店 185 家，调整关闭店面 85 家，净增加 100 家；衣柜业务实现营业收入 6.81 亿元，同比增长 97.98%，行业规模排名迅速升位，店面新开 233 家，调整关闭店面 71 家，净增加 162 家；拓展日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具、爱依瑞斯等高端品牌，覆盖不同消费群体，扩充了多种成品家具，并新增软装墙布、卫浴空间产品，满足用户一站式消费需求；实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发，定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。公司开放多品



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

类共享多渠道资源，丰富全屋定制家居品类，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现。

➤ **多渠道发展，持续优化线上新零售渠道、线下渠道和大宗渠道。**报告期内，公司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。截止到 2021 年 6 月 30 日，公司整体厨柜经销商 1325 家，店面 1676 家；定制衣柜经销商 1215 家，店面 1528 家；木门经销商 232 家，木门店面 260 家。工程大宗业务渠道，积极扩大地产战略客户的开发与运营，深化已有地产战略客户的合作；开发培养更多的工程代理商，迭代代理商合作模式，完善工程代理渠道结构；开展工程业务渠道的木门品类和地产精装加载业务，保障经营业绩目标达成；大力拓展优质战略合作地产客户，通过改善公司大宗业务客户结构，聚焦品质与最佳实践案例库，提升了经营质量，降低了经营风险，也带来了报告期的订单收入的高速增长。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 5.22、6.80、9.22 亿元，同比增长 32.12%、30.19%、35.51%，对应 EPS 为 1.67/2.18/2.95 元，PE 为 13.31、10.22、7.54 倍，维持“买入”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新品推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；大宗业务回款风险；大宗业务竞争加剧等。

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,962.14	3,840.44	4,996.42	6,020.68	6,935.83
同比增长	21.75%	29.65%	30.10%	20.50%	15.20%
归母净利润（百万元）	329.43	395.44	522.46	680.19	921.73
同比增长	20.72%	20.04%	32.12%	30.19%	35.51%
每股收益（元）	1.48	1.77	1.67	2.18	2.95
PE	15.09	12.57	13.31	10.22	7.54
PB	2.58	2.23	2.33	1.90	1.55

数据来源：wind、山西证券研究所



利润表						财务指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,962.1	3,840.4	4,996.4	6,020.7	6,935.8	成长性					
减:营业成本	1,820.8	2,378.4	3,150.2	3,795.4	4,371.0	营业收入增长率	21.7%	29.7%	30.1%	20.5%	15.2%
营业税费	28.9	32.6	43.0	53.9	60.9	营业利润增长率	19.6%	13.3%	38.9%	30.4%	35.2%
销售费用	462.6	573.5	740.5	918.2	1,061.2	净利润增长率	27.3%	35.3%	-13.2%	27.2%	47.4%
管理费用	168.0	205.7	267.3	334.1	382.9	EBITDA增长率	28.7%	36.8%	-11.8%	30.4%	35.2%
财务费用	-8.4	3.0	-0.0	-	-	EBIT增长率	25.3%	24.2%	29.7%	30.4%	35.2%
资产减值损失	-4.5	-21.0	-15.0	9.0	-7.9	NOPLAT增长率	20.7%	20.0%	32.1%	30.2%	35.5%
加:公允价值变动收益	2.5	1.3	-204.7	-120.0	-	投资资本增长率	-8.2%	2.0%	-8.9%	59.0%	12.1%
投资和汇兑收益	13.5	14.9	0.3	0.2	0.3	净资产增长率	3.0%	15.5%	33.7%	22.8%	22.4%
营业利润	384.8	436.2	606.0	790.3	1,068.1	利润率					
加:营业外净收支	-4.2	-6.9	-2.8	-4.8	-3.8	毛利率	38.5%	38.1%	37.0%	37.0%	37.0%
利润总额	380.6	429.3	603.2	785.4	1,064.3	营业利润率	13.0%	11.4%	12.1%	13.1%	15.4%
减:所得税	51.2	33.9	80.8	105.2	142.6	净利润率	11.1%	10.3%	10.5%	11.3%	13.3%
净利润	329.4	395.4	522.5	680.2	921.7	EBITDA/营业收入	19.5%	20.3%	13.6%	14.3%	18.3%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	17.0%	17.9%	12.1%	13.1%	15.4%
货币资金	526.9	824.7	1,812.6	2,114.0	2,768.7	投资回报率					
交易性金融资产	322.0	324.7	120.0	-	-	ROE	17.1%	17.7%	17.5%	18.6%	20.6%
应收帐款	361.3	196.9	343.1	413.4	476.2	ROA	10.6%	9.6%	9.6%	10.7%	12.3%
应收票据	119.9	207.3	-	-	-	ROIC	32.2%	43.5%	55.4%	79.3%	67.4%
预付帐款	45.1	64.8	82.2	99.0	114.0	费用率					
存货	215.3	328.7	431.5	519.9	598.8	销售费用率	15.6%	14.9%	14.8%	15.3%	15.3%
其他流动资产	207.1	540.7	556.9	573.6	590.8	管理费用率	5.7%	5.4%	5.4%	5.6%	5.5%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	21.0%	20.4%	20.2%	20.8%	20.8%
长期股权投资	33.5	38.7	38.7	38.7	38.7	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	80	89	100	108	113
固定资产	705.6	1,190.9	1,598.1	2,014.0	2,325.1	流动资产周转天数	211	201	210	211	215
在建工程	260.0	36.6	116.1	237.1	232.3	应收帐款周转天数	31	26	53	53	44
无形资产	136.4	135.6	127.4	119.3	111.2	存货周转天数	37	41	43	45	43
其他非流动资产	131.0	199.5	205.5	211.7	218.0	总资产周转天数	357	339	345	353	359
资产总额	3,095.4	4,128.2	5,450.3	6,342.2	7,475.3	偿债能力					
短期借款	11.2	108.2	39.8	39.8	49.7	资产负债率	37.7%	46.0%	45.3%	42.3%	40.1%
应付票据	132.7	243.2	316.5	381.3	439.3	负债权益比	60.5%	85.3%	82.9%	73.3%	66.9%
应付账款	313.8	405.1	486.8	586.6	675.5	流动比率	1.61	1.37	1.41	1.44	1.57
其他流动负债	50.0	86.4	90.7	95.2	100.0	速动比率	1.42	1.19	1.22	1.24	1.36
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	50.0	86.4	90.7	95.2	100.0	业绩和估值指标					
负债总额	1,166.2	1,900.2	2,470.8	2,682.5	2,997.6	EPS(元)	1.48	1.77	1.67	2.18	2.95
股本	223.3	223.3	312.3	312.3	312.3	BVPS(元)	8.64	9.98	9.54	11.72	14.34
资本公积与留存收益	965.5	1,213.9	1,736.4	2,416.6	3,246.1	PE(X)	15.1	12.6	13.3	10.2	7.5
少数股东权益	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.2	2.3	1.9	1.6
股东权益	1,929.2	2,228.0	2,979.5	3,659.7	4,477.7	P/FCF	11.7	10.5	12.9	40.7	9.1
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	1.7	1.3	1.4	1.2	1.0
净利润	329.4	395.4	522.5	680.2	921.7	EV/EBITDA	7.3	8.2	7.1	5.4	3.2
加:折旧和摊销	23.8	21.0	-	-	-	CAGR(%)	27.3%	32.6%	24.2%	27.3%	32.6%
资产减值准备	89.6	111.8	71.5	71.5	202.1	PEG	55.2%	38.6%	55.1%	37.4%	23.1%
公允价值变动损失	-2.5	-1.3	-204.7	-120.0	-						
财务费用	-0.1	11.3	-0.0	-	-						
投资收益	-13.5	-14.9	-0.3	-0.2	-0.3						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	218.4	322.2	577.9	30.5	124.9						
经营活动产生现金流量	344.4	649.1	966.8	661.9	1,248.5						
投资活动产生现金流量	-248.1	-483.8	-139.6	-360.5	-500.0						
融资活动产生现金流量	-249.7	-16.0	229.1	0.0	-103.8						

数据来源: wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

