

志邦家居 (603801.SH)

多渠道全品类扩张，奋进百亿成长目标

事件: 公司发布 2021 年年报与 2022 年一季报: 2021 年全年实现营业收入 51.53 亿元, 归母净利润 5.06 亿元, 扣非归母净利润 4.60 亿元, 同比分别增长 34.17%、27.84%、28.25%。2022 年一季度实现营业收入 7.59 亿元, 归母净利润 0.51 亿元, 扣非归母净利润 0.40 亿元, 同比分别变动 11.17%、1.37%、-15.97%。

□ **21 年收入同比增长 34.17%，三年实现营收翻倍。** 2021 年全年实现营业收入 51.53 亿元, 归母净利润 5.06 亿元, 扣非归母净利润 4.60 亿元, 同比分别增长 34.17%、27.84%、28.25%, 其中 Q4 实现营收 18.31 亿元、归母净利润 2.05 亿元。22 年 Q1 实现营收 7.59 亿元, 归母净利润 0.51 亿元, 扣非归母净利润 0.40 亿元, 同比分别变动 11.17%、1.37%、-15.97%。21 年公司在面临地产行业增量逐步放缓、大宗原材料上涨, 以及行业价格战洗牌的大环境下, 始终坚持围绕战略和全年经营目标, 通过规模化生产与柔性化定制相结合, 依托产品及渠道优势, 进一步提升市场渗透率, 实现业绩稳步增长。

□ **21 年毛利率略有下滑, 各项期间费用均有所优化。** 21 年公司营业成本 3.84 亿元, 同比增长 34.17%; 毛利率 36.24%, 同比降低 1.83pct, 主要是大宗原材料价格上涨所致; 净利率 9.81%, 同比下降 0.49pct。各项期间费用均得到优化: 销售费用率 14.66%, 同比下降 0.27pct; 管理费用率 4.50%, 同比下降 0.86pct; 财务费用率 -0.14%, 同比下降 0.22pct; 研发费用率 5.46%, 同比下降 0.42pct。

□ **品类协同效应显现, 渠道拓展成效显著。** 1) 品类方面: 21 年公司实现定制厨柜收入 29.37 亿元, 占营收比 56.94%, 同比增长 17.55%; 定制衣柜收入 17.60 亿元, 占比 34.15%, 同比增长 54.25%, 增速显著。公司逐步完善全屋定制家居品类, 多元产品品类共享渠道资源。木门重点开拓精装修工程业务渠道, 签约战略合约 13 家, 签订批量项目合同超 1 亿元。拓展日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具等高端品牌, 并新增软装墙布、卫阳空间产品, 满足用户一站式消费需求。厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现。2) 渠道方面: 21 年经销收入 27.53 亿元, 占比 56.61%, 同比增长 29.57%; 大宗收入 16.51 亿元, 占比 33.95%, 同比增长 40.59%; 直营收入 3.22 亿元, 同比增长 39.97%。截至 2021 年末, 公司已拥有整体厨柜经销商 1263 家, 店面 1691 家, 净增 115 家; 定制衣柜经销商 1211 家, 店面 1619 家, 净增 253 家, 覆盖全国 1300 个县市, 形成了“全屋定制”发展格局。同时, 公司通过与全国性、区域性头部整装企业合作的方式拓展整装渠道, 为下一轮整家模式竞争做好准备。

□ **多品类多渠道发展可期, 维持“强烈推荐-A”投资评级。** 公司积极推进数字化转型升级, 加快推进创新渠道模式和市场覆盖, 持续优化与房地产龙头企业的战略合作, 并着力发展整装业务。未来多元化品类和渠道布局值得期待, 预计 2022~2024 年归母净利润分别为 6.08 亿元、7.78 亿元、9.66 亿元, 同比分别增长 20%、28%、24%, 目前股价对应 2022 年 PE 为 11.4x, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示: 原材料价格剧烈波动风险, 品类拓展不及预期风险。**

强烈推荐-A (维持)

消费品/轻工时尚
目标估值: NA
当前股价: 22.11 元

基础数据

总股本 (万股)	31231
已上市流通股 (万股)	30853
总市值 (亿元)	69
流通市值 (亿元)	68
每股净资产 (MRQ)	8.2
ROE (TTM)	19.8
资产负债率	48.3%
主要股东	孙志勇
主要股东持股比例	20.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-2	-38
相对表现	-0	21	-12



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《志邦家居 (603801) —Q4 收入略超预期, 渠道品类拓展状态正佳》2022-03-13
- 2、《志邦家居 (603801) —三季度营收稳增利润放缓, 运营效率优化》2021-10-26
- 3、《志邦家居 (603801) —Q2 收入较快增长, 费用增加影响盈利》2021-08-31

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
毕先磊 研究助理
✉ bixianlei@cmschina.com.cn
王鹏 S1090522040002
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3840	5153	6312	8048	10004
同比增长	30%	34%	23%	27%	24%
营业利润(百万元)	436	552	663	848	1053
同比增长	13%	27%	20%	28%	24%
归母净利润(百万元)	395	506	608	778	966
同比增长	20%	28%	20%	28%	24%
每股收益(元)	1.27	1.62	1.95	2.49	3.09
PE	17.5	13.7	11.4	8.9	7.1
PB	3.1	2.7	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2490	2787	3125	3883	4954
现金	825	668	603	724	1076
交易性投资	325	202	202	202	202
应收票据	207	109	133	170	211
应收款项	117	147	159	202	252
其它应收款	80	149	183	233	289
存货	329	388	467	595	740
其他	607	1125	1378	1757	2184
非流动资产	1639	2511	2738	2945	3133
长期股权投资	39	36	36	36	36
固定资产	1191	1465	1723	1956	2168
无形资产商誉	136	232	208	188	169
其他	273	778	771	765	760
资产总计	4128	5298	5863	6828	8087
流动负债	1814	2426	2571	2940	3466
短期借款	108	295	124	14	0
应付账款	648	801	985	1256	1561
预收账款	466	532	654	834	1037
其他	592	798	807	836	868
长期负债	86	281	281	281	281
长期借款	0	200	200	200	200
其他	86	81	81	81	81
负债合计	1900	2707	2852	3221	3747
股本	223	312	312	312	312
资本公积金	790	738	738	738	738
留存收益	1215	1540	1961	2557	3289
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2228	2591	3011	3607	4340
负债及权益合计	4128	5298	5863	6828	8087

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	649	496	683	783	964
净利润	395	506	608	778	966
折旧摊销	112	155	170	191	210
财务费用	11	19	20	11	5
投资收益	(15)	1	(41)	(41)	(41)
营运资金变动	163	(179)	(80)	(167)	(188)
其它	(18)	(6)	6	11	12
投资活动现金流	(484)	(516)	(360)	(360)	(360)
资本支出	(421)	(524)	(400)	(400)	(400)
其他投资	(63)	8	41	41	41
筹资活动现金流	(16)	179	(388)	(303)	(253)
借款变动	64	300	(181)	(110)	(14)
普通股增加	0	89	0	0	0
资本公积增加	51	(52)	0	0	0
股利分配	(147)	(179)	(187)	(182)	(233)
其他	17	21	(20)	(11)	(5)
现金净增加额	149	159	(64)	121	352

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3840	5153	6312	8048	10004
营业成本	2378	3285	4040	5151	6402
营业税金及附加	33	40	49	62	77
营业费用	574	756	941	1199	1491
管理费用	206	232	297	378	470
研发费用	226	282	345	440	547
财务费用	3	(7)	20	11	5
资产减值损失	(34)	(55)	0	0	0
公允价值变动收益	1	5	5	5	5
其他收益	32	37	37	37	37
投资收益	15	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	436	552	663	848	1053
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	8	5	5	5	5
利润总额	429	550	661	846	1051
所得税	34	44	53	68	84
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	395	506	608	778	966

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	30%	34%	23%	27%	24%
营业利润	13%	27%	20%	28%	24%
归母净利润	20%	28%	20%	28%	24%
获利能力					
毛利率	38.1%	36.2%	36.0%	36.0%	36.0%
净利率	10.3%	9.8%	9.6%	9.7%	9.7%
ROE	19.0%	21.0%	21.7%	23.5%	24.3%
ROIC	18.9%	18.4%	19.5%	22.1%	23.3%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	51.1%	48.6%	47.2%	46.3%
净负债比率	2.6%	9.5%	5.5%	3.1%	2.5%
流动比率	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.3	1.3
存货周转率	8.7	9.2	9.5	9.7	9.6
应收账款周转率	9.8	17.8	23.1	24.3	24.0
应付账款周转率	4.3	4.5	4.5	4.6	4.5
每股资料(元)					
EPS	1.27	1.62	1.95	2.49	3.09
每股经营净现金	2.08	1.59	2.19	2.51	3.09
每股净资产	7.13	8.30	9.64	11.55	13.90
每股股利	0.57	0.60	0.58	0.75	0.93
估值比率					
PE	17.5	13.7	11.4	8.9	7.1
PB	3.1	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	17.5	13.6	10.7	8.7	7.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理 研究方向为轻工新消费

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。