开源证券

志邦家居（603801.SH） 2021Q4 营收略超预期，看好盈利能力修复

2022 年 03 月 14 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/14
当前股价(元)	26.47
一年最高最低(元)	65.40/19.28
总市值(亿元)	82.67
流通市值(亿元)	81.67
总股本(亿股)	3.12
流通股本(亿股)	3.09
近 3 个月换手率(%)	106.1

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021Q3 收入增长符合预期，单季度利润率承压》-2021.10.26

《公司信息更新报告-收入增长符合预期，Q2 费用率有所提升》-2021.8.31

《公司信息更新报告-Q1 营收高速增长，净利率稳定，趋势继续向好》-2021.4.19

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● 公司发布业绩快报，营收略超预期，看好盈利能力修复，维持“买入”评级

公司发布 2021 年业绩快报，2021 年营业收入 51.53 亿元，同比增长 34.17%，归母净利润 5.06 亿元，同比增长 27.84%，扣非归母净利润 4.60 亿元，同比增长 28.31%；公司 2021Q4 单季度营业收入 18.31 亿元，同比增长 24.69%，归母净利润 2.05 亿元，同比增长 3.92%，营业收入在高基数情况下增长略超预期，上调盈利预测，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 5.06/6.29/7.76 亿元（原为 5.05/6.28/7.67 亿元），对应 EPS 为 1.62/2.01/2.48 元，当前股价对应 PE 为 16.1/13.0/10.5 倍，地产适当放松预期下，看好盈利能力改善。维持“买入”评级。

● 橱柜业务稳定，衣柜业务延续高增，整装业务快速发展

分品类看，橱柜业务保持稳定增长，公司继续发挥品牌、营销、渠道优势，加快经销体系优化，依靠店面升级、信息化提升赋能经销商；2021 年衣柜业务延续高增，衣柜门店继续快速扩张，预计 2021 年公司衣柜门店数量增长 200 家以上；公司预计将家配部门提升到事业部层级，家配业务的拓展未来有望提升客单值、转化率，对公司收入提供重要贡献；木门业务 2021 年继续加大开店力度，发挥高潜品类的带动作用。分渠道来看，零售端继续发力，调整优化产品结构、深耕经销渠道、紧抓整装业务势能，整装业务方面，目前正处于高速发展阶段，预计公司 2021 年整装收入规模达到大约 3 亿元，同比增长约 200%，2022 年公司整装目标为收入达到约 5 亿元；工程业务方面，2021 年由于受到地产宏观因素的影响，2021Q4 工程业务端的订单收敛，公司继续聚焦精细化管理，进一步优化客户结构，携手战略客户多措施并举，降低应收账款风险。

● 成本端降本增效应对原材料价格上涨，看好未来盈利能力修复

公司 2021Q4 单季度净利率 11.20%，同比下降 2.27pcts，主要受地产行情影响公司大宗业务毛利率有所承压，同时毛利率较低的衣柜规模占比增长、原材料价格上涨等因素影响毛利率水平，2022 年公司加大降本力度，调整经销商返利制度，同时伴随衣柜业务店效增长、规模效应显现，公司未来盈利能力有望恢复。

● 风险提示：地产数据不及预期、疫情反复风险、品类拓展放缓。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,962	3,840	5,153	6,302	7,697
YOY(%)	21.7	29.7	34.2	22.3	22.1
归母净利润(百万元)	329	395	506	629	776
YOY(%)	20.7	20.0	28.2	24.2	23.3
毛利率(%)	38.5	38.1	38.5	38.4	38.4
净利率(%)	11.1	10.3	9.8	10.0	10.1
ROE(%)	17.1	17.7	19.8	21.3	22.2
EPS(摊薄/元)	1.05	1.27	1.62	2.01	2.48
P/E(倍)	24.7	20.6	16.1	13.0	10.5
P/B(倍)	4.2	3.7	3.2	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1798	2490	3159	3272	4274
现金	527	825	1026	1146	1582
应收票据及应收账款	458	324	725	558	1009
其他应收款	25	80	61	112	100
预付账款	45	65	83	98	123
存货	215	329	397	491	593
其他流动资产	527	867	867	867	867
非流动资产	1298	1639	1943	2173	2480
长期投资	34	39	45	51	57
固定资产	706	1191	1454	1660	1912
无形资产	136	136	143	150	160
其他非流动资产	422	273	302	312	352
资产总计	3095	4128	5102	5445	6754
流动负债	1116	1814	2460	2402	3173
短期借款	11	108	108	108	108
应付票据及应付账款	446	648	811	974	1207
其他流动负债	659	1057	1541	1319	1858
非流动负债	50	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	86	86	86	86
负债合计	1166	1900	2546	2488	3260
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	223	223	313	313	313
资本公积	879	919	830	830	830
留存收益	966	1214	1491	1828	2252
归属母公司股东权益	1929	2228	2556	2957	3494
负债和股东权益	3095	4128	5102	5445	6754

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2962	3840	5153	6302	7697
营业成本	1821	2378	3171	3879	4738
营业税金及附加	29	33	47	58	70
营业费用	463	574	817	982	1197
管理费用	168	206	284	343	421
研发费用	134	226	268	334	412
财务费用	-8	3	-3	3	-7
资产减值损失	-5	-21	0	0	0
其他收益	37	32	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	13	15	15	17	15
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	385	436	584	721	882
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	6	8	6	6	6
利润总额	381	429	581	716	878
所得税	51	34	74	87	102
净利润	329	395	506	629	776
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	329	395	506	629	776
EBITDA	455	523	690	851	1015
EPS(元)	1.05	1.27	1.62	2.01	2.48

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.7	29.7	34.2	22.3	22.1
营业利润(%)	19.6	13.3	34.0	23.3	22.4
归属于母公司净利润(%)	20.7	20.0	28.2	24.2	23.3
获利能力					
毛利率(%)	38.5	38.1	38.5	38.4	38.4
净利率(%)	11.1	10.3	9.8	10.0	10.1
ROE(%)	17.1	17.7	19.8	21.3	22.2
ROIC(%)	16.1	15.9	18.0	19.5	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	37.7	46.0	49.9	45.7	48.3
净负债比率(%)	-25.5	-30.2	-34.2	-33.6	-40.9
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.4	1.3
速动比率	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	8.4	9.8	9.8	9.8	9.8
应付账款周转率	4.7	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.27	1.62	2.01	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	2.08	2.55	2.32	3.62
每股净资产(最新摊薄)	6.18	7.13	8.18	9.47	11.19
估值比率					
P/E	24.7	20.6	16.1	13.0	10.5
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.1	13.7	10.1	8.0	6.3

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	344	649	796	725	1130
净利润	329	395	506	629	776
折旧摊销	90	112	130	160	172
财务费用	-8	3	-3	3	-7
投资损失	-13	-15	-15	-17	-15
营运资金变动	-94	99	178	-51	205
其他经营现金流	41	54	-1	-1	-1
投资活动现金流	-248	-484	-419	-373	-463
资本支出	334	421	298	224	301
长期投资	67	-51	-6	-7	-6
其他投资现金流	153	-114	-126	-155	-167
筹资活动现金流	-250	-16	-175	-232	-231
短期借款	11	97	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	63	0	89	0	0
资本公积增加	-62	41	-89	0	0
其他筹资现金流	-262	-154	-175	-232	-231
现金净增加额	-153	145	201	120	435

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn