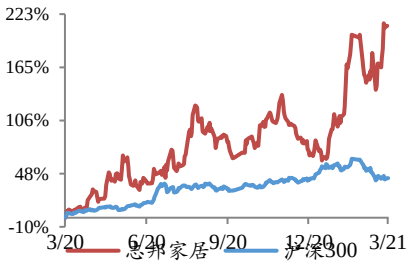
衣柜占比达 30%，经营性现金流高增，2020 表现靓丽

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-23

收盘价（元）	58.00
近 12 个月最高/最低（元）	58.50/19.20
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	218
流通股比例（%）	97.53
总市值（亿元）	130
流通市值（亿元）	126

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1.Q4 利润翻倍，降本增效逆势扩张表现大超预期 2021-02-03

2.主动出击积极扩张，Q3 收入增速引领行业 2020-10-28

3.多品类齐头并进，全渠道乘势争先 2020-09-29

主要观点：

● **事件：志邦家居发布 2020 年年报，Q4 收入利润大增，全年实现较快增长。**

公司发布 2020 年年报，全年实现收入 38.4 亿元，同比增长 29.65%，实现归母净利润 3.95 亿元，同比增长 20.04%，实现扣非净利润 3.59 亿元，同比增加 25.77%。对应 2020 年 Q4 营业收入同比增长 46.21%，净利润同比增长 104.93%，扣非净利润同比增长 110.04%。

● **综合毛利率平稳波动，衣柜收入占比达 30%后单品毛利率有望持续提升。**

公司 2020 年实现综合毛利率 38.9%，较去年同期下降了 0.3 个 pct。其中橱柜业务毛利率 41.8%，较去年同期下降了 0.59 个 pct；衣柜业务毛利率 33.4%，较去年同期增加了 1.8 个 pct；木门业务毛利率 15.98%，较去年同期增加了 19.60 个 pct。

2020 年厨衣木收入占比分别为 65.1%/29.7%/1.1%。秉承成本领先战略，伴随衣柜业务的放量和木门等新业务的增长，公司新业务的毛利率仍有较大提升空间。今年原材料价格的上涨有望通过新业务的毛利率提升弥补。

● **期间费用率保持平稳，研发投入高增。**

在股权激励以及年初应对疫情采取的三个月出厂价直降的背景下，公司 2020 年期间费用率 26.25%，较去年同期略增加 0.7 个 pct。其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 14.93%/11.24%/0.08%/5.88%，较去年同期分别-0.69%/+1.03%/+0.36%/+1.34%。2020 年公司实现研发费用投入 2.26 亿元，**研发投入高增主要用于新业务产品线的研发以及研发团队的扩充。公司目前共有研发人员 690 人，占总人数比例 17.7%。**

● **合同负债同增 42.15%，经营活动产生的现金流量净额同增 88.47%。**

公司 2020 年末合同负债达 4.66 亿元，同比增长 42.15%，主要系预收账款增长所致。**预示着 2020 年零售的改善以及 2021Q1 订单的持续增长。**2020 年末经营活动产生的现金流量净额 6.49 亿元，同比增长 88.47%，**主要系零售渠道回暖预收账款增加以及大宗业务风险控制所致。**2020 年，公司经销/大宗/直营渠道的收入分别同比增长 14.4%/84%/27%，经销和大宗的收入占比分别为 61%/32%，**未来大宗业务的收入占比有望控制在 40%以内。**

● **投资建议。**

志邦自 98 年创立以来，经过多年深耕，厨柜销量位居全国第二。公司自 2010 年布局大宗业务，过去四年该业务复合增长率高达 48%。2015 年起打造衣柜业务，过去四年复合增长率高达 88%。**公司上下利益一致，重视不同层次的团队建设，分权和分享的文化独特。团队合力是未来三年业绩增长的核心动力。持续推荐，维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年分别实现营收 51.65/68.85/89.71 亿元，同比增长 34.5%/33.3%/30.3%，实现归母净利润 4.87/6.50/8.43 亿元，同比增长 23.1%/33.6%/29.6%。2021 年 3 月 22 日收盘价 58 元对应 PE 为 26.62X，继续推荐。

● **风险提示。**

地产销售及竣工回暖不达预期，渠道扩张速度不达预期。

● 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	5165	6885	8971
收入同比（%）	29.7%	34.5%	33.3%	30.3%
归属母公司净利润	395	487	650	843
净利润同比（%）	20.0%	23.1%	33.6%	29.6%
毛利率（%）	38.1%	37.9%	37.8%	37.7%
ROE（%）	17.7%	18.5%	21.5%	23.9%
每股收益（元）	1.77	2.18	2.91	3.77
P/E	32.76	26.62	19.93	15.37
P/B	5.81	4.93	4.28	3.67
EV/EBITDA	22.82	30.39	22.73	17.31

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 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2490	3143	4183	5453
现金	825	951	1396	1943
应收账款	117	283	377	492
其他应收款	80	113	151	197
预付账款	65	85	113	149
存货	329	439	587	765
其他流动资产	1075	1271	1560	1908
非流动资产	1639	1710	1791	1862
长期投资	39	24	29	34
固定资产	1191	1221	1241	1251
无形资产	136	136	136	136
其他非流动资产	273	329	385	441
资产总计	4128	4852	5974	7315
流动负债	1814	2141	2862	3701
短期借款	108	0	0	0
应付账款	405	554	739	964
其他流动负债	1301	1587	2123	2736
非流动负债	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	86	86	86	86
负债合计	1900	2227	2949	3787
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	1393	1793	2296
归属母公司股东权	2228	2625	3025	3528
负债和股东权益	4128	4852	5974	7315

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	649	492	881	1073
净利润	395	487	650	843
折旧摊销	112	70	80	90
财务费用	11	3	0	0
投资损失	-15	-10	-14	-18
营运资金变动	128	-87	131	120
其他经营现金流	285	604	553	760
投资活动现金流	-484	-166	-186	-186
资本支出	-391	-160	-164	-168
长期投资	-51	-10	-30	-30
其他投资现金流	-42	4	8	12
筹资活动现金流	-16	-200	-250	-340
短期借款	97	-108	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	89	0	0
资本公积增加	41	0	0	0
其他筹资现金流	-154	-181	-250	-340
现金净增加额	145	126	445	547

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3840	5165	6885	8971
营业成本	2378	3208	4282	5588
营业税金及附加	33	46	60	80
销售费用	574	826	1102	1435
管理费用	206	279	372	484
财务费用	3	-3	-3	-3
资产减值损失	-21	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	15	10	14	18
营业利润	436	550	734	952
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	8	10	13	17
利润总额	429	541	722	936
所得税	34	54	72	94
净利润	395	487	650	843
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	395	487	650	843
EBITDA	536	566	736	936
EPS（元）	1.77	2.18	2.91	3.77

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	29.7%	34.5%	33.3%	30.3%
营业利润	13.3%	26.0%	33.6%	29.7%
归属于母公司净利	20.0%	23.1%	33.6%	29.6%
获利能力				
毛利率（%）	38.1%	37.9%	37.8%	37.7%
净利率（%）	10.3%	9.4%	9.4%	9.4%
ROE（%）	17.7%	18.5%	21.5%	23.9%
ROIC（%）	16.7%	17.0%	19.5%	21.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	46.0%	45.9%	49.4%	51.8%
净负债比率（%）	85.3%	84.8%	97.5%	107.4%
流动比率	1.37	1.47	1.46	1.47
速动比率	0.91	0.96	0.95	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.06	1.15	1.23
应收账款周转率	32.92	18.25	18.25	18.25
应付账款周转率	5.87	5.79	5.79	5.79
每股指标（元）				
每股收益	1.77	2.18	2.91	3.77
每股经营现金流薄）	2.91	2.20	3.95	4.81
每股净资产	9.98	11.75	13.55	15.80
估值比率				
P/E	19.49	26.62	19.93	15.37
P/B	3.46	4.93	4.28	3.67
EV/EBITDA	13.04	30.39	22.73	17.31

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

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；

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。