开源证券

志邦家居（603801.SH） 2020Q3 业绩快速回暖，继续看好衣柜、工程弹性

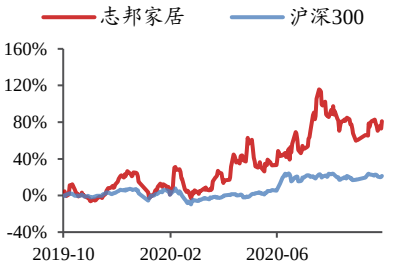
2020 年 10 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/28
当前股价(元)	35.00
一年最高最低(元)	42.90/18.22
总市值(亿元)	78.17
流通市值(亿元)	76.23
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.18
近 3 个月换手率(%)	113.1

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩超出市场预期，增长红利仍将持续释放》-2020.10.21

《公司首次覆盖报告-深耕厨柜二十余载，衣柜、工程渠道再领新征程》-2020.9.29

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

● 2020Q3 业绩快速增长，继续看好衣柜、工程弹性，维持“买入”评级

2020Q1-Q3 公司收入 23.7 亿元（+21.2%），归母净利润 1.98 亿元（-15.1%），扣非归母净利润 1.86 亿元（-8.46%）。2020Q3 单季度收入为 11.48 亿元（+41.87%），归母净利润 1.47 亿元（19.76%），扣非归母净利润 1.42 亿元（+37.35%）。维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 3.32/4.46/5.20 亿元，对应 EPS 分别为 1.49/2.00/2.33 元，当前股价对应 PE 为 24/18/15 倍，维持“买入”评级。

● 2020Q3 公司单季度毛利率环比有所修复，扣非后净利率降幅收窄

2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 37.88%，同比下降 0.66pct，其中 2020Q3 单季度公司毛利率为 38.79%，同比下降 1.20pct，但环比增长 1.99pct，有所提升。期间费用率中，研发费用率由于增加子公司而有所提升，管理费用率单季度看有所下降。整体来看，2020Q3 单季度扣非后净利率为 12.37%，同比降幅已收窄至 0.5pct。

● 2020Q3 公司经营性现金流良好，预收款和存货同比有较明显增长

公司在工程渠道占比提升较快的情况下，现金流依然良好。2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 2.59 亿元（+28.86%）。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 25.42 亿元（+25.41%）。2020Q3 应收账款周转率为 6.5 次，仍在可控范围内。而业绩前瞻指标中，2020Q3 期末预收账款为 4.75 亿元（+40.95%），期末存货则为 4.37 亿元（+88.3%），主要系工程渠道未确认收入的发出商品增加所致。

● 未来展望：衣柜扩张和工程渠道高速发展的红利仍将持续释放

我们认为志邦家居零售端衣柜扩品类的红利仍将持续，主要在于其仍有较大的下沉空间（2019 年厨柜、衣柜一二级城市收入占比分别为 19%、30%）。衣柜 2020 年全年的净开店计划预计约在 270 家。而工程渠道前瞻的战略转型布局则奠定了其大宗业务高速又高质量发展的基础。经过 2018 年调整优化后，公司工程渠道客户优质。因此，我们认为相对于竞争对手，公司面对近期地产政策调整时所受的影响相对较小。此外，公司工程木门扩品类的逻辑也在逐步兑现，带来增量。

● 风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,433	2,962	3,713	4,512	5,244
YOY(%)	12.8	21.7	25.4	21.5	16.2
归母净利润(百万元)	273	329	332	446	520
YOY(%)	16.5	20.7	0.7	34.4	16.6
毛利率(%)	36.0	38.5	37.5	37.9	37.9
净利率(%)	11.2	11.1	8.9	9.9	9.9
ROE(%)	14.6	17.1	15.7	18.3	18.5
EPS(摊薄/元)	1.22	1.48	1.49	2.00	2.33
P/E(倍)	28.6	23.7	23.6	17.5	15.0
P/B(倍)	4.2	4.1	3.7	3.2	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q3 业绩符合预期，单季业绩回暖速度亮眼 3
2、 盈利能力：单季度毛利率环比提升 3
3、 经营性现金流良好，预收款及存货同比增长较快 5
4、 未来展望：衣柜扩张和工程渠道的红利仍将持续释放 5
5、 盈利预测与投资建议 6
6、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

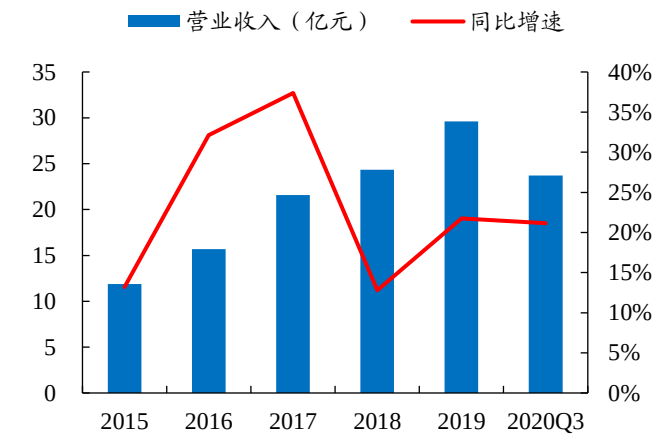
图 1： 2020Q1-Q3 公司收入同比增长 21.16% 3
图 2： 2020Q3 单季度公司收入同比增长 41.87% 3
图 3： 2020Q1-Q3 公司归母净利润同比下降 15.12% 3
图 4： 2020Q3 单季度公司归母净利润同比增长 19.76% 3
图 5： 2020Q1-Q3 公司整体毛利率为 37.88% 4
图 6： 2020Q3 公司毛利率达到 38.79% 4
图 7： 2020Q1-Q3 公司期间费用率为 27.91% 4
图 8： 2020Q1-Q3 公司净利率为 8.34% 4
图 9： 2019 年经销渠道公司橱柜收入占比约 19% 5
图 10： 2019 年经销渠道公司衣柜收入占比约 30% 5

表 1： 2020Q3 经营性现金流良好 5

1、 2020Q3 业绩快速回暖，Q3 单季收入增速达 41.9%

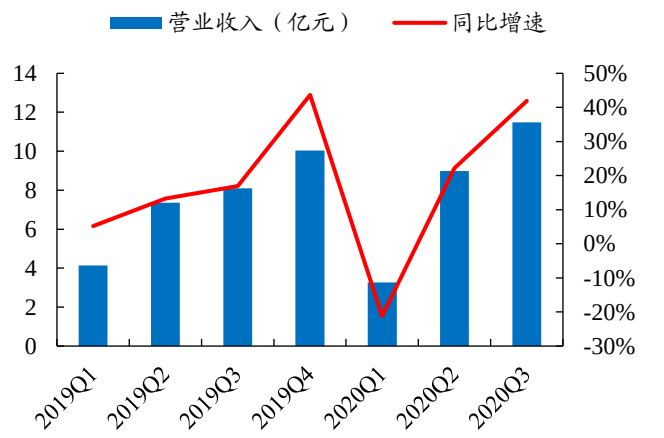
2020Q1-Q3 公司实现营收 23.72 亿元（+21.16%），归母净利润 1.98 亿元（-15.12%），扣非归母净利润 1.86 亿元（-8.46%）。其中 2020Q3 单季度收入为 11.48 亿元(+41.87%)，归母净利润 1.47 亿元(+19.76%)，扣非归母净利润 1.42 亿元(+37.35%)。扣非后净利润增速较快主要系 2019Q3 政府补助基数较高。

图1：2020Q1-Q3 公司收入同比增长 21.16%



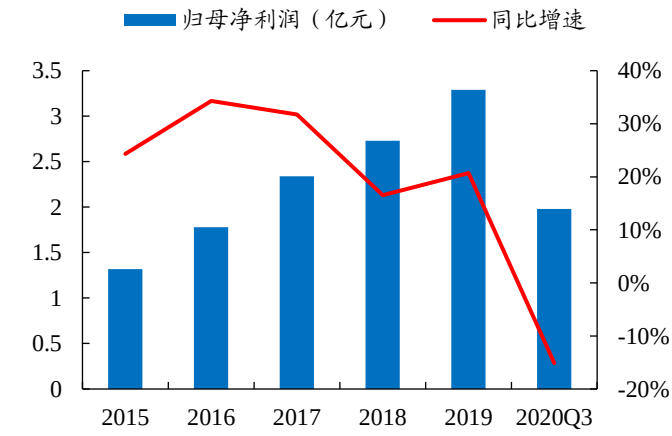
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q3 单季度公司收入同比增长 41.87%



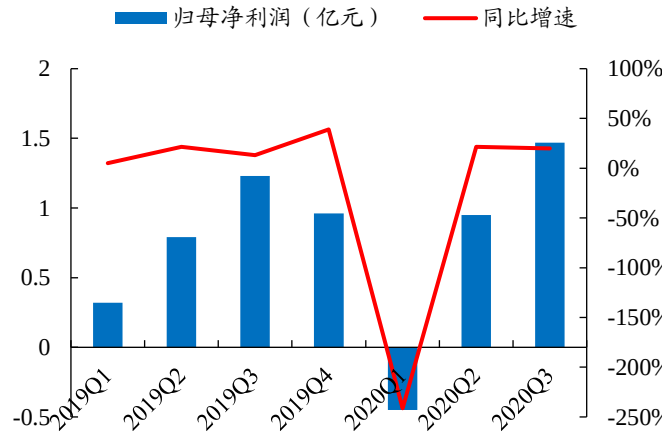
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q1-Q3 公司归母净利润同比下降 15.12%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q3 单季度公司归母净利润同比增长 19.76%

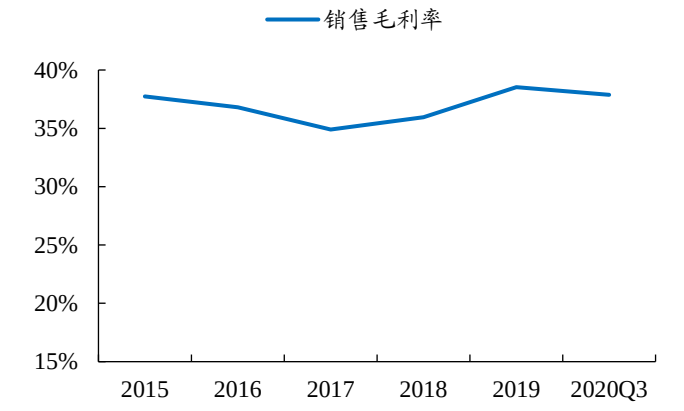


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 盈利能力：单季度毛利率环比提升，扣非净利率稳定

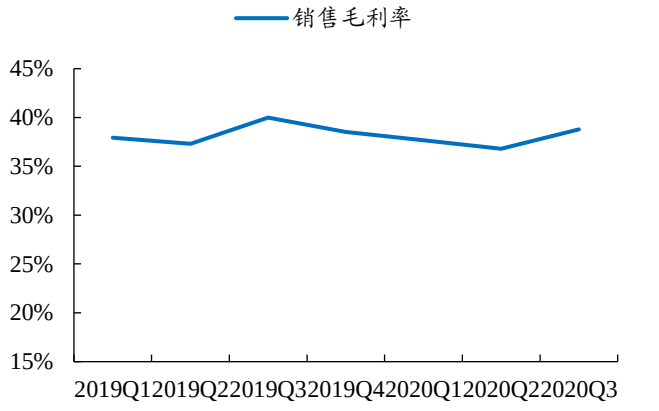
2020Q3 单季度毛利率环比有所提升。2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 37.88%，同比下降 0.66pct，其中 2020Q3 单季度公司毛利率为 38.79%，同比下降 1.20pct，但环比增长 1.99pct，有所提升。

图5：2020Q1-Q3 公司整体毛利率为 37.88%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q3 公司毛利率达到 38.79%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q1-Q3 公司期间费用率为 27.91%，同比增加 2.70pct，2020Q3 单季度期间费用率为 23.82%（-0.18pct）。

（1）销售费用率：2020Q1-Q3 为 15.76%（+0.21pct）。销售费用率有所提升主要系公司扩品类带来的渠道和营销投入，及大宗业务增长带来的工程服务费用增加。

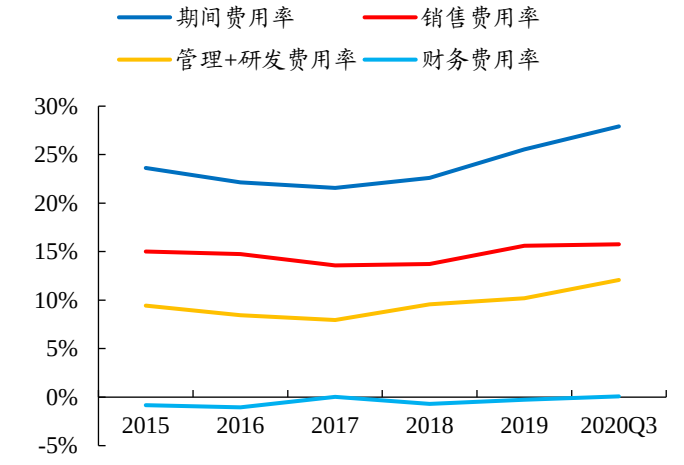
（2）管理费用率：2020Q1-Q3 为 12.08%（+2.35pct），主要由于公司股权激励费用以及疫情期间产能未充分利用，工厂的折旧费用等成本因素当期费用化所致。2020Q3 单季度管理费用率为 4.81%（-1.21pct），有所下降。

（3）研发费用率：2020Q1-Q3 为 5.93%（+2.27pct），由于公司增加子公司的研发投入，研发费用率有所增长。

（4）财务费用率：2020Q1-Q3 为 0.08%（+0.15pct）。

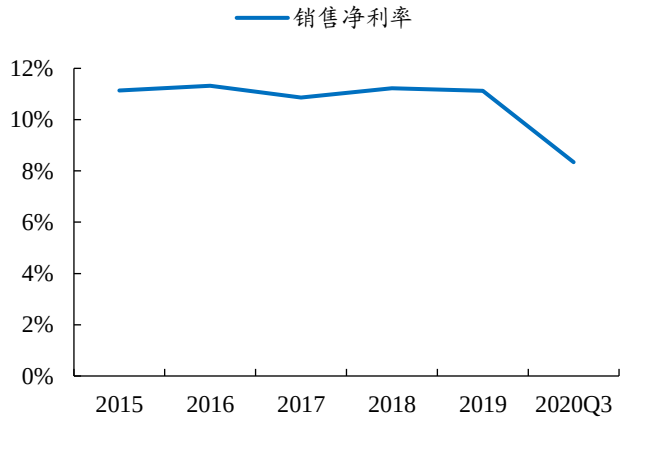
整体来看，2020Q1-Q3 公司净利率为 8.34%（-3.56pct），2020 Q3 单季度净利率为 12.81%（-2.37pct，）。但剔除非经常性损益影响后，2020Q3 单季度扣非后净利率为 12.37%，同比降幅已收窄至 0.5pct。

图7：2020Q1-Q3 公司期间费用率为 27.91%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q1-Q3 公司净利率为 8.34%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 经营性现金流良好，预收款及存货同比增长较快

公司在工程渠道占比提升较快的情况下，现金流依然良好。2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 2.59 亿元，同比 28.86%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 25.42 亿元，同比提升 25.41%。

表1：2020Q3 经营性现金流良好

	2019Q3	2020Q3	同比
经营性现金流量净额（单位：亿元）	2.01	2.59	28.86%
销售商品、提供劳务收到的现金（单位：亿元）	20.27	25.42	25.41%
经营活动流入小计（单位：亿元）	20.55	25.79	25.50%
购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）	11.56	14.76	27.68%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	18.54	23.19	25.08%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）其他营运指标

1）应收账款：2020Q3 期末，公司应收账款及应收票据为 5.46 亿元（+80.1%），主要系公司工程业务占比提升。2020Q3 应收账款周转率为 6.5 次，仍在可控范围内。

2）预收账款：作为经销渠道的业绩前瞻指标，2020 Q3 期末公司预收款为 4.75 亿元，同比增加 40.95%。

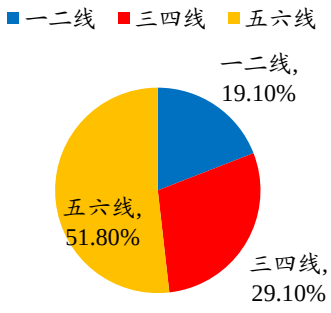
3）存货：2020Q3 期末，存货为 4.37 亿元，同比增长 88.3%，主要系工程渠道未确认收入的发出商品增加所致。

4、 未来展望：衣柜扩张和工程渠道的红利仍将持续释放

我们认为志邦家居零售端衣柜扩品类的红利仍将持续，而工程渠道前瞻的战略转型布局则奠定了其大宗业务高速又高质量发展的基础。

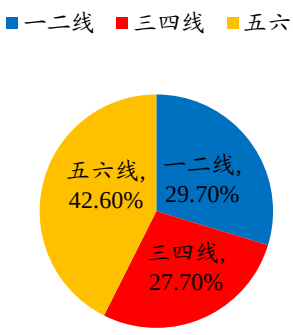
零售端：厨柜伴随线下客流恢复和一定的新开店带动，基本盘仍较为稳定。而衣柜红利仍有望持续，主要在于其仍有较大的下沉空间（2019 年厨柜、衣柜一二级城市收入占比分别为 19%、30%），衣柜 2020 年全年的净开店计划预计约在 270 家。此外，零售端还可关注公司计划通过直营的形式逐步开拓以广州为中心的华南市场。

图9：2019 年经销渠道公司橱柜收入占比约 19%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2019 年经销渠道公司衣柜收入占比约 30%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

工程渠道：2017-2018 年，公司前瞻性得对大宗客户结构进行优化。2020 年，公司工程渠道度过调整阵痛期，重回高速和高质量发展阶段。经过优化，公司大宗客户主要以绿地、中南、龙湖等现金流较好的头部地产商为主，回款风险较小的同时工程业务毛利率也领先行业。因此，我们认为相对于竞争对手，公司面对近期地产政策调整时所受的影响相对较小。此外，公司工程渠道采用阿米巴模式，成本管控能力具备优势；工程木门扩品类的逻辑也在逐步兑现。而从长期看，我国精装房渗透率与发达国家仍有较大的差距，精装市场规模长期增长的逻辑依然成立。

5、 盈利预测与投资建议

维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 3.32/4.46/5.20 亿元，对应 EPS 分别为 1.49/2.00/2.33 元，当前股价对应 PE 为 24/18/15 倍，维持“买入”评级。。

6、 风险提示

竣工数据和终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1677	1798	2060	2250	2729
现金	729	527	595	517	731
应收票据及应收账款	249	458	605	810	1020
其他应收款	10	25	11	14	14
预付账款	44	45	66	69	88
存货	154	215	256	313	348
其他流动资产	491	527	527	527	527
非流动资产	1108	1298	1448	1582	1690
长期投资	37	34	30	26	22
固定资产	615	706	884	1039	1151
无形资产	131	136	149	160	172
其他非流动资产	324	422	385	358	345
资产总计	2785	3095	3508	3832	4419
流动负债	879	1116	1344	1340	1556
短期借款	0	11	11	11	11
应付票据及应付账款	377	370	582	567	768
其他流动负债	502	735	752	762	777
非流动负债	33	50	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	50	26	26	26
负债合计	912	1166	1370	1366	1582
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	160	223	223	223	223
资本公积	941	879	879	879	879
留存收益	776	966	1184	1441	1737
归属母公司股东权益	1872	1929	2138	2466	2838
负债和股东权益	2785	3095	3508	3832	4419

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	370	344	451	290	600
净利润	273	329	332	446	520
折旧摊销	73	90	105	134	144
财务费用	-17	-8	-8	-3	2
投资损失	-23	-13	-11	-14	-15
营运资金变动	35	-94	34	-272	-49
其他经营现金流	29	41	-1	-1	-1
投资活动现金流	-480	-248	-243	-253	-236
资本支出	379	334	178	138	112
长期投资	-108	67	4	5	4
其他投资现金流	-209	153	-61	-111	-120
筹资活动现金流	-99	-250	-139	-115	-150
短期借款	0	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	63	0	0	0
资本公积增加	0	-62	0	0	0
其他筹资现金流	-99	-262	-139	-115	-150
现金净增加额	-208	-153	68	-78	214

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2433	2962	3713	4512	5244
营业成本	1558	1821	2321	2802	3256
营业税金及附加	22	29	35	42	49
营业费用	334	463	613	713	829
管理费用	141	168	212	255	288
研发费用	92	134	169	199	232
财务费用	-17	-8	-8	-3	2
资产减值损失	11	-5	0	0	1
其他收益	7	37	7	7	7
公允价值变动收益	0	2	1	1	1
投资净收益	23	13	11	14	15
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	322	385	391	525	610
营业外收入	1	1	3	2	2
营业外支出	4	6	4	4	4
利润总额	320	381	390	522	607
所得税	47	51	58	76	87
净利润	273	329	332	446	520
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	273	329	332	446	520
EBITDA	371	455	478	640	733
EPS(元)	1.22	1.48	1.49	2.00	2.33

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.8	21.7	25.4	21.5	16.2
营业利润(%)	15.0	19.6	1.6	34.3	16.2
归属于母公司净利润(%)	16.5	20.7	0.7	34.4	16.6
获利能力					
毛利率(%)	36.0	38.5	37.5	37.9	37.9
净利率(%)	11.2	11.1	8.9	9.9	9.9
ROE(%)	14.6	17.1	15.7	18.3	18.5
ROIC(%)	12.9	15.3	14.1	16.7	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.8	37.7	39.1	35.6	35.8
净负债比率(%)	-33.3	-19.9	-21.4	-15.3	-20.9
流动比率	1.9	1.6	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	249.1	458.0	605.0	810.0	1020.0
应付账款周转率	3.7	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.48	1.49	2.00	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.54	2.02	1.30	2.69
每股净资产(最新摊薄)	8.38	8.64	9.46	10.93	12.60
估值比率					
P/E	28.6	23.7	23.6	17.5	15.0
P/B	4.2	4.1	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.4	15.6	14.7	11.1	9.4

数据来源：贝格数据、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	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	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