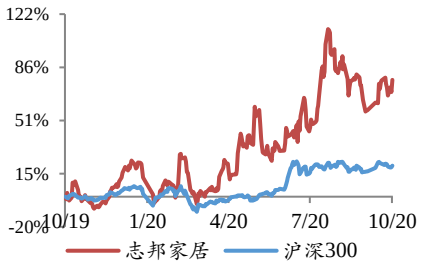
主动出击积极扩张，Q3 收入增速引领行业

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2020-10-28

收盘价（元）	35.00
近 12 个月最高/最低（元）	41.69/18.48
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）	78
流通市值（亿元）	76

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

1.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 年三季报，Q3 收入高增 41.87%。**

公司发布三季报，2020 年前三季度实现营业总收入 23.72 亿元，同比增长 21.16%；净利润 1.98 亿元，同比下降 15.12%。对应 2020 年 Q3，公司实现营业收入同比增长 41.87%，净利润同比增长 19.77%，扣非净利润同比增长 37.35%，期间费用率较去年同期下降了 0.18 个 pct，表现亮眼。

- **衣柜和大宗仍然延续高速增长态势，收入占比或分别接近 30%。**

分品类，我们估计 1-9 月衣柜占比或超过 30%，衣柜仍然延续往年超过 50%以上的高速增长，该业务的增长动力主要来自于渠道下沉以及客单值的提升。木门业务今年主攻工程渠道，公司凭借丰富的工程项目管理经验，整合原有的工程渠道资源和能力突破工程木门业务，预计今年底或明年该部分收入能有所放量。

分渠道，经销和直营渠道 1-9 月整体呈现正增长，但估计 Q3 厨柜经销业务仍略有负增长。我们预计到年底大宗业务的收入占比能接近 30%。1-9 月志邦的大宗业务呈高速增长态势，尤其是 Q2,Q3，单季度增速较 Q1 也有明显提升。公司是行业内较早拓展大宗业务的生产商，大宗业务于 2018 年调整客户结构，目前工程的客户结构良好。此外，今年志邦的出口业务受疫情与美国影响呈现负增长，不过出口的收入占比小对公司整体影响不大。

- **调整变革，主动出击，公司持续扩张可期。**

志邦于 2019 年执行了一系列设计组织管理、人事、营销和帮扶等方面的调整变革，公司上下精神面貌焕然一新。今年面对疫情反应迅速，是行业内较早开展直播，较早实行全员走到一线帮扶经销商的企业。体现了公司主动出击，积极扩张的文化和态度。公司在华南地区设立了直营子公司，未来将持续区域扩张完善全国布局，加大对 C 端市场的投入，保持 B 端市场的领先优势，成长可期。

- **投资建议。**

持续推荐，维持“买入”评级。预计公司 2020-2022 年分别实现营收 34.43/45.97/60.92 亿元，同比增长 16.2%/33.5%/32.5%，实现归母净利润 3.65/4.30/5.56 亿元，同比增长 10.8%/17.9%/29.2%。2020 年 10 月 28 日收盘价 35.00 元对应 PE 为 21.42X/18.17X/14.06X。

行业层面家居零售于 2020 年 Q3 回暖的态势比较明显。且 2019 年 Q4 的竣工面积占到全年累计竣工面积的 51.35%，维持 2020 年 Q4 乃至全年地产竣工修复的判断。

公司层面，志邦在管理上注重团队建设和干部年轻化，上市后实施 2 次股权激励来激发团队活力。公司拥有主动赋能经销商的基因，面对疫情积极帮扶经销商，有望在行业加速集中的过程中攫取更大的市场份额。成长性方面，厨柜业务规模第二，衣柜和大宗业务是中期成长的重要支撑点。长期看好公司加速扩张跻身国内一线定制龙头的发展潜力。

- **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，疫情反复导致居民购买力下降。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020	2021	2022
营业收入	2962	3443	4597	6092
收入同比（%）	21.7%	16.2%	33.5%	32.5%
归属母公司净利润	329	365	430	556
净利润同比（%）	20.7%	10.8%	17.9%	29.2%
毛利率（%）	38.5%	38.0%	37.6%	37.3%
ROE（%）	17.1%	17.0%	17.8%	19.9%
每股收益（元）	1.48	1.63	1.93	2.49
P/E	23.73	21.42	18.17	14.06
P/B	4.05	3.64	3.23	2.80
EV/EBITDA	16.71	16.72	14.15	10.73

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	2019	2020	2021	2022
流动资产	1798	2090	2730	3604
现金	527	652	870	1218
应收账款	338	424	592	818
其他应收款	25	28	38	50
预付账款	45	55	74	98
存货	215	252	338	450
其他流动资产	647	679	818	971
非流动资产	1298	1405	1514	1623
长期投资	34	39	44	49
固定资产	706	736	756	766
无形资产	136	140	144	148
其他非流动资产	422	490	570	660
资产总计	3095	3495	4244	5227
流动负债	1116	1295	1775	2382
短期借款	11	0	0	0
应付账款	314	368	495	660
其他流动负债	791	927	1279	1722
非流动负债	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	50	50	50
负债合计	1166	1345	1825	2432
少数股东权益	0	0	0	0
股本	223	223	223	223
资本公积	879	879	879	879
留存收益	827	1047	1317	1693
归属母公司股东权	1929	2149	2419	2795
负债和股东权益	3095	3495	4244	5227

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	344	600	654	807
净利润	329	365	430	556
折旧摊销	90	76	86	96
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-13	-17	-23	-30
营运资金变动	-92	173	157	181
其他经营现金流	453	195	277	380
投资活动现金流	-248	-319	-276	-279
资本支出	-333	-183	-194	-205
长期投资	67	-155	-105	-105
其他投资现金流	18	19	23	30
筹资活动现金流	-250	-156	-160	-180
短期借款	11	-11	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	63	0	0	0
资本公积增加	-62	0	0	0
其他筹资现金流	-262	-145	-160	-180
现金净增加额	-153	125	219	348

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	2962	3443	4597	6092
营业成本	1821	2135	2870	3821
营业税金及附加	29	33	44	58
销售费用	463	541	735	975
管理费用	168	196	276	366
财务费用	-8	-12	-15	-21
资产减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	13	17	23	30
营业利润	385	422	498	643
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	4	5	5
利润总额	381	419	494	639
所得税	51	55	64	83
净利润	329	365	430	556
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	365	430	556
EBITDA	437	429	491	615
EPS（元）	1.48	1.63	1.93	2.49

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	21.7%	16.2%	33.5%	32.5%
营业利润	19.6%	9.8%	17.9%	29.1%
归属于母公司净利	20.7%	10.8%	17.9%	29.2%
获利能力				
毛利率（%）	38.5%	38.0%	37.6%	37.3%
净利率（%）	11.1%	10.6%	9.4%	9.1%
ROE（%）	17.1%	17.0%	17.8%	19.9%
ROIC（%）	15.5%	14.3%	14.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	37.7%	38.5%	43.0%	46.5%
净负债比率（%）	60.5%	62.6%	75.4%	87.0%
流动比率	1.61	1.61	1.54	1.51
速动比率	1.36	1.36	1.29	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.99	1.08	1.17
应收账款周转率	8.76	8.11	7.77	7.45
应付账款周转率	5.80	5.79	5.79	5.79
每股指标（元）				
每股收益	1.48	1.63	1.93	2.49
每股经营现金流薄）	1.54	2.69	2.93	3.61
每股净资产	8.64	9.62	10.83	12.52
估值比率				
P/E	23.73	21.42	18.17	14.06
P/B	4.05	3.64	3.23	2.80
EV/EBITDA	16.71	16.72	14.15	10.73

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。市场基准指数为沪深 300 指数。