2020-08-17
公司点评报告
买入/维持

志邦家居(603801)

目标价：45

昨收盘：39.68

可选消费 耐用消费品与服装

Q2 业绩强势回暖，大宗渠道表现靓丽

■ 走势比较

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	223/217
总市值/流通(百万元)	8,862/8,622
12 个月最高/最低(元)	39.68/18.48

志邦家居（603801）《Q2 业绩大超预期，大宗+衣柜强势回暖》--2020/07/14

志邦家居（603801）《疫情扰动 Q1 业绩，全年有望逐季改善，衣柜&大宗业绩可期》--2020/04/27

志邦家居（603801）《Q4 业绩增速提升，大宗&衣柜发展可期》--2020/04/16

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL：chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

证券分析师：曹倩雯

电话：18653860177

E-MAIL：caoqw@tpyzq.com

事件：志邦发布 2020 中报，实现营收 12.24 亿元，同比增长 6.57%；归母净利 0.51 亿元，同比下滑 53.99%，扣非后同比下滑 56.35%。其中，Q2 营收 8.98 亿元，同比增长 22.2%；归母净利 0.95 亿元，同比增长 21.4%，扣非后增长 19.1%。志邦 Q2 业绩靓丽，与快报一致。

点评：

1）Q2 收入增速亮眼，大宗渠道增速超预期。

分品类看，衣柜 H1 同比增长 39%，Q2 同比增长 52%，品牌+渠道带单下处于高速扩张阶段，成为第二支柱；**橱柜** H1 同比下滑 5%，Q2 同比增长 9%，零售略有下滑但逐渐收窄，大宗持续高增。

分渠道看，①大宗 H1 同比增长 59%，Q2 同比增长 95%，其中橱柜大宗占比 90%+，大宗高增主要系精装行业红利，而志邦增速远超其他定制上市公司，主要因交付效率和 B 端口碑较好，战略客户充分兑现订单，而且衣柜和木门大宗配比率上升；**②零售** H1 同比下滑 4%，Q2 同比增长 8%，其中橱柜略有下滑，衣柜大幅增长；其一，公司做好战略等基础性调整，配套股权激励提升积极性；其二，积极赋能经销商，给以持续补贴和额外提货折扣，辅助现金流周转，免费提供新零售合作；其三，电商直播推进早、准备充分、频次和效率高，效果较好。

2）Q2 利润增速靓丽，降本控费实现利润恢复

毛利率：H1 毛利率同比下降 0.5pct，Q2 同比上升 1.5pct。公司 Q1 净亏主要因给经销商提货折扣，而 Q2 中仅约 40 天施行提货折扣，而且推动供应链和人工效能提升，同时衣柜因规模效应而毛利上升。

费用率：H1 销售/管理/研发费用率分别上升 0.8/1.3/3.6pct，主要是 Q1 规模下滑拖累。Q2 趋势好转，销售费用率下降 2.9pct，危机意识下志邦降本增效、精细化管理，费用控制得当；研发费用上升 3.3pct，研发渠道特供产品和门店系统，净利率与 19Q2 持平。

3）业绩逐季回暖，H2 有望维持强劲趋势

零售方面，全年净开店预计 340 家（橱柜 70+衣柜 270），基本都在 H2 兑现；继续赋能经销商并发力线上营销（例如 U 客系统、第九代展厅、云设计软件等），实现单店向上；整装合作有望贡献业绩。

大宗方面，保持先发优势+品牌口碑+交付效率，未来两年依托竣工与精装红利，继续拓展客户、保持高增，当前百强客户已占 30%，

执业资格证书编码：

在手订单充足，同时衣柜木门将在大宗领域协同拓展。

股权激励下公司上下积极性强。前期发布股权激励，将 478 万股股票(占总股本 2%)授予中层管理人员 212 人;并给出考核目标即 20/21 年收入同增 2%/13%，净利同增 3%/13%，激励公司提升积极性。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.63/1.91/2.09 元，对应 20-22 年 PE 分别为 25.6X/21.8X/20.0X，公司衣柜与大宗业务成长空间大，估值具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：疫情无法进一步控制，新品类拓展不及预期，大宗订单不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2962.14	3327.08	3847.10	4392.62
(+/-%)	21.75	12.32	15.63	14.18
净利润(百万元)	329.43	363.31	426.38	466.46
(+/-%)	20.72	10.28	17.36	9.40
摊薄每股收益(元)	1.48	1.63	1.91	2.09
市盈率(PE)	16.61	25.63	21.84	19.96

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1677	1798	2992	2553	3161
现金	729	527	1734	1181	1660
应收账款	139	338	210	252	294
预付账款	44	45	52	61	69
存货	154	215	211	241	273
非流动资产	1108	1298	1383	1457	1526
长期投资	40	36	51	68	84
固定资产	809	966	1043	1100	1156
无形资产	156	168	161	160	159
其他	103	128	128	128	128
资产总计	2785	3095	4375	4010	4687
流动负债	879	1116	1651	1382	1592
短期借款	0	11	466	0	0
应付账款	226	314	281	330	379
其他	653	791	904	1052	1213
非流动负债	33	50	431	-90	-90
长期借款	0	0	381	-119	-119
其他	33	50	50	29	29
负债合计	912	1166	2082	1291	1502
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	1329	1755	2222
归属母公司股东权益	1872	1929	2293	2719	3185
负债和股东权益	2785	3095	4375	4010	4687

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	370	344	572	605	624
投资性现金流	-480	-248	-153	-148	-153
融资性现金流	-99	-250	788	-1010	8
现金增加额	-210	-153	1207	-553	478

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2433	2962	3327	3847	4393
营业成本	1558	1821	2030	2366	2701
营业税金及附加	22	29	32	38	43
营业费用	334	463	516	623	725
管理费用	141	168	183	212	242
财务费用	-17	-8	48	-29	-53
资产减值损失	11	-5	0	0	0
投资净收益	23	13	15	17	15
营业利润	322	385	420	493	539
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	4	6	0	0	0
利润总额	320	381	420	493	539
所得税	47	51	56	66	72
净利润	273	329	363	426	466
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	329	363	426	466

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.0%	38.5%	39.0%	38.5%	38.5%
销售净利率	11.2%	11.1%	10.9%	11.1%	10.6%
销售收入增长率	12.8%	21.7%	12.3%	15.6%	14.2%
营业利润增长率	15.0%	19.6%	9.1%	17.4%	9.4%
净利润增长率	16.5%	20.7%	10.3%	17.4%	9.4%
ROE	14.6%	17.1%	15.8%	15.7%	14.6%
ROIC	22.0%	27.8%	34.1%	34.9%	37.9%
资产负债率	32.8%	37.7%	47.6%	32.2%	32.0%
净负债比率	0.0%	0.6%	37.0%	-5.2%	-4.4%
流动比率	1.9	1.6	1.8	1.8	2.0
PE(X)	25.7	18.2	25.6	21.8	20.0
PB(X)	3.2	3.1	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA(X)	10.5	12.5	10.2	9.2	7.8

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。