志邦家居（603801）

公司研究/点评报告

零售复苏+大宗驱动，二季度业绩大幅改善

—志邦家居（603801）2020 年半年度报告

点评报告/轻工制造　　2020 年 08 月 18 日

一、事件概述

8 月 18 日，公司公布 2020 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 12.24 亿，同比增长 6.57%；实现归母净利润 5,068 万元，同比下降 53.99%。实现基本每股收益 0.23 元。其中，第二季度实现营业收入 8.89 亿元，同比增长 22.22%；实现归母净利润 9,537 万元，同比增长 21.44%。

二、分析与判断

➢ 补贴经销商、完善渠道布局及大宗业务放量，带动公司上半年收入稳健增长

报告期内，公司营收 12 亿+，增速 6%+，相较行业而言表现优异。其中二季度收入 8.89 亿元，同比增长 22%，实现了较好的营收增速。我们认为，公司二季度能够实现优异表现主要有以下 3 点原因：1、随着疫情逐步稳定及复工复产，公司加大了对加盟商补贴力度，对终端销售的帮扶作用凸显；2、进一步下沉橱柜市场，完善衣柜空白市场全国布局，报告期内，公司拥有整体厨柜经销商 1294 家，店面 1597 家；定制衣柜经销商 1004 家，店面 1237 家，预计全年净开店厨柜 70 家，衣柜 270 家；3、报告期内，公司大力拓展优质战略合作地产客户，其中百强地产客户占比已达 30%以上，带动公司大宗业务收入 3.37 亿元，增幅高达 59%。

➢ 期间费用增幅较大，致净利润下滑明显

报告期内，公司期间费用率为 31.75%，较去年同期增加 5.69pct。其中，销售费用率为 17.83%，同比增加 0.75pct，主要是由于薪酬增长、广告费用大幅增加以及大宗业务带来的工程服务费用增加所致；管理费用率为 13.95%，较去年同期增加 4.95pct，主要是由于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，以及新增限制性股票的股份支付费用所致；研发费用率为 6.55%，较去年同期增加 3.66pct，主要是研发投入同比增加。期间费用率大幅增长，致使报告期内公司净利率下滑 5.45pct 至 4.14%。

➢ 竣工改善叠加精装房比列持续提升，有望驱动公司收入及利润快速增长

根据国家统计局数据显示，2016-2019 年累计 19.2 亿平方米交房缺口，2018 年起竣工面积开始修复，月度累计增速降幅收窄，并在 2019 年实现了正向增速。预计竣工情况将继续改善，交房量增长对定制家居行业短期内有较高推动作用。另外，随着 2019 年住建部出台的《住宅项目规范》，国内商品房住宅精装修开盘套数约为 340 万套，精装修渗透率达到 32%，但对比发达国家 80%以上的全装修比例，还有很大的发展空间。在此背景下，定制家具行业尤其是含在硬装范畴的厨柜行业，与房地产开发商合作的工装业务占比将有明显提升，大宗业务渠道重要性凸显。我们预计，随着竣工持续改善及精装房渗透率进一步提升，公司未来有望明显从中受益。

三、投资建议

预计公司 2020、21、22 年能够实现基本每股收益 1.63、1.95、2.22 元，对应 PE 为 26X、21X、19X。考虑到家具板块 TTM 市盈率为 38X，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

四、风险提示：

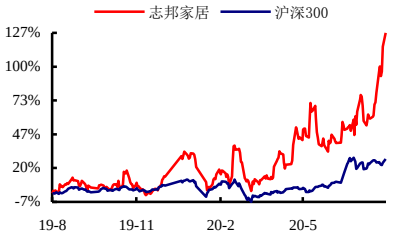
行业竞争加剧、房地产调控政策、原材料价格波动。

推荐　　首次评级

当前价格：　41.69 元

交易数据	2020-8-17
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）	217
流通股比例（%）	97.30
总市值（亿元）	93
流通市值（亿元）	91

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：　S0100512100003

电话：　010-85127729

邮箱：　chenbairu@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,962	3,416	4,016	4,619
增长率（%）	21.7%	15.3%	17.6%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	329	364	435	495
增长率（%）	20.7%	10.4%	19.6%	13.8%
每股收益（元）	1.49	1.63	1.95	2.22
PE（现价）	27.9	25.6	21.4	18.8
PB	4.8	4.1	3.4	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,962	3,416	4,016	4,619
营业成本	1,821	2,112	2,455	2,812
营业税金及附加	29	32	38	44
销售费用	463	530	634	739
管理费用	168	193	226	259
研发费用	134	147	179	212
EBIT	347	402	483	552
财务费用	(8)	0	0	0
资产减值损失	(5)	0	0	0
投资收益	13	16	16	16
营业利润	385	424	506	574
营业外收支	(4)	(4)	(5)	(5)
利润总额	381	420	501	569
所得税	51	56	66	74
净利润	329	364	435	495
归属于母公司净利润	329	364	435	495
EBITDA	437	483	574	652

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	527	916	1253	1764
应收账款及票据	458	464	548	644
预付款项	45	54	63	72
存货	215	222	281	296
其他流动资产	193	193	193	193
流动资产合计	1785	2179	2693	3305
长期股权投资	34	49	65	81
固定资产	706	793	868	950
无形资产	136	162	181	198
非流动资产合计	1298	1434	1558	1668
资产合计	3095	3622	4261	4982
短期借款	11	0	0	0
应付账款及票据	446	475	564	649
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1116	1279	1483	1709
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	50	50	50	50
非流动负债合计	50	50	50	50
负债合计	1166	1329	1533	1759
股本	223	223	223	223
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1929	2293	2728	3223
负债和股东权益合计	3095	3622	4261	4982

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.7%	15.3%	17.6%	15.0%
EBIT 增长率	21.7%	15.7%	20.1%	14.3%
净利润增长率	20.7%	10.4%	19.6%	13.8%
盈利能力				
毛利率	38.5%	38.2%	38.9%	39.1%
净利润率	11.1%	10.6%	10.8%	10.7%
总资产收益率 ROA	10.6%	10.0%	10.2%	9.9%
净资产收益率 ROE	17.1%	15.9%	15.9%	15.4%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.8
现金比率	0.8	1.0	1.1	1.2
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	29.0	23.0	23.9	24.5
存货周转天数	36.5	37.2	36.9	36.9
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
每股指标（元）				
每股收益	1.5	1.6	1.9	2.2
每股净资产	8.6	10.3	12.2	14.4
每股经营现金流	1.5	2.7	2.4	3.2
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	27.9	25.6	21.4	18.8
PB	4.8	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	15.4	13.3	10.7	8.7
股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	329	364	435	495
折旧和摊销	94	81	91	100
营运资金变动	(92)	170	26	126
经营活动现金流	325	603	540	710
资本开支	333	203	204	199
投资	67	0	0	0
投资活动现金流	(248)	(203)	(204)	(199)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	11	0	0	0
筹资活动现金流	(250)	(11)	0	0
现金净流量	(173)	389	337	512

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。