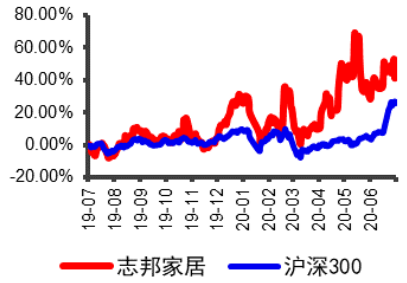
轻工/家具 志邦家居（603801.SH） 首次评级

报告原因：公司公告 **Q2 业绩超预期，衣柜+大宗贡献高增长点** **买入**

2020 年 7 月 14 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 7 月 14 日

收盘价(元)：	26.85
年内最高/最低（元）：	18.12/32.29
流通 A 股/总股本（亿）：	2.17/2.23
流通 A 股市值（亿）：	59.97
总市值（亿）：	58.34

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	-0.20
摊薄每股收益：	-0.19
每股净资产(元)：	8.43
净资产收益率：	-2.34%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel：15011180295

Email：yangjingjing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 7 月 14 日，公司发布 2020 年半年度业绩快报：报告期内，公司实现营业收入 12.24 亿元，同比增长 6.57%；归母净利润 0.51 亿元，同比下降 53.99%；扣非后归母净利润 0.43 亿元，同比下降 56.35%。

事件点评

- **新冠肺炎疫情影响下，二季度业绩增长超预期：2020Q2 营业收入同比增长 22.22%，净利润同比增长 21.44%。作为定制家具第二、三阵营成员，公司业绩增速大幅跑赢行业整体水平。**2017-2019 年，公司营业收入年均复合增长率为 17.19%，归母净利润年均复合增长率为 18.60%，同期定制家具 9 家上市公司合计营收年均复合增长率为 16.33%，合计净利润年均复合增长率为 15.38%。

- **衣柜业务拓展顺利、增速亮眼、盈利能力不断提升，已成为新的业绩贡献增长点。**公司自 2015 年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，2017-2019 年，公司衣柜业务收入年均复合增长率达到 80.62%，占主营业务收入的比重由 10.42%提升 14.37pct 至 24.79%，毛利率由 25.98%提升至 31.62%。其中，2019 年公司定制衣柜业务实现收入 7.34 亿元，同比增长 70.8%。

- **厨柜业务稳健增长，木门重点发力精装修工程渠道，全屋定制版图逐步完善，多品类共享渠道资源，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现，研发投入持续加大，新品开发不断加码。**2017-2019 年，公司厨柜业务收入年均复合增长率为 6.23%，其中，2019 年，公司整体厨柜业务实现收入 21.17 亿元，同比增长 9.8%；木门业务实现收入 0.28 亿元，同比增长 254.91%。2020 年木门将重点开拓精装修工程业务渠道。产品研发方面，公司针对不同渠道特性开发渠道特供产品，2019 年共开发 27 套系全屋产品及 33 套厨柜产品；另有整装渠道以“志邦”和“IK”双品牌运营，开发 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品。2019 年公司研发费用为 1.34 亿元，同比增长 64.02%，占营业收入 4.54%，研发人员 443 人，占总人数比例 12.7%。

- **大宗业务收入快速增长，盈利能力和现金流表现优秀，积极开拓优质百强地产客户。**2019 年公司大宗业务渠道收入 6.39 亿元，同比增长 63.7%，占主营业务收入比重 22.2%，毛利率达到 42.03%，同比提升 11.81pct，处

于行业领先水平。现金流量方面，大宗业务快速增长导致应收账款大幅增加，2020Q1 应收票据及应收账款 3.94 亿元，同比增加 64.43%，但是公司回款情况良好，Q1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比重为 90.55%，同比提升 14.23pct。公司自 2010 年以事业部制布局国内精装修地产项目的 B2B 业务，在大宗工程业务已有合作的客户中，多为百强头部地产、主板上市公司和地区龙头地产公司，已与绿地、中南、龙湖等头部地产商建立了深度合作关系。2019 年，公司百强地产客户占比已达 30%，其中前 10 占比 60%，前 20 占比 60%。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 3.79、4.49、5.29 亿元，同比增长 15.12%、18.45%、17.80%，对应 EPS 为 1.70/2.01/2.37 元，PE 为 15.81/13.35/11.33 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

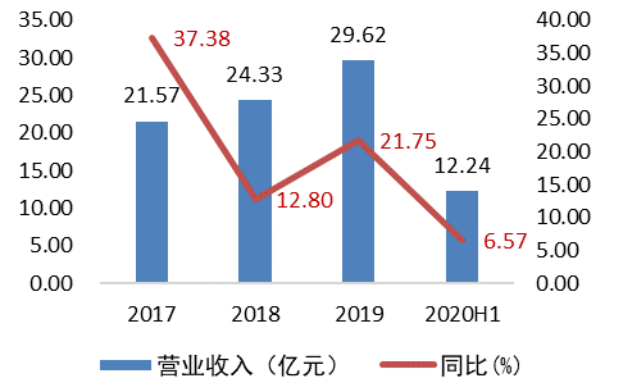
存在风险

- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新品推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		2,432.99	2,962.14	3,376.84	3,967.79	4,507.41
	同比增长	12.80%	21.75%	14.00%	17.50%	13.60%
归母净利润（百万元）		272.90	329.43	379.25	449.20	529.17
	同比增长	16.51%	20.72%	15.12%	18.45%	17.80%
每股收益（元）		1.71	1.48	1.70	2.01	2.37
PE		15.74	18.20	15.81	13.35	11.33
PB		2.29	3.11	2.44	2.06	1.78

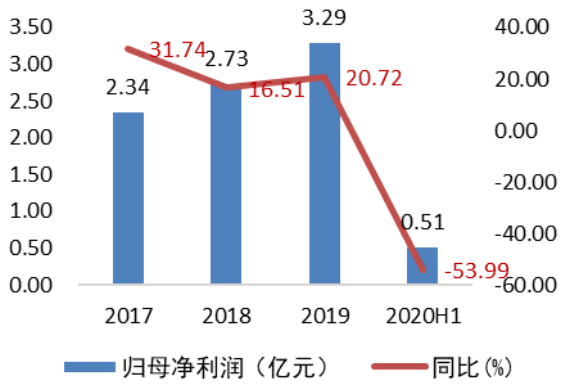
数据来源：wind、山西证券研究所

图 1：志邦家居近三年一期营业收入及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：志邦家居近三年一期净利润及同比增长率



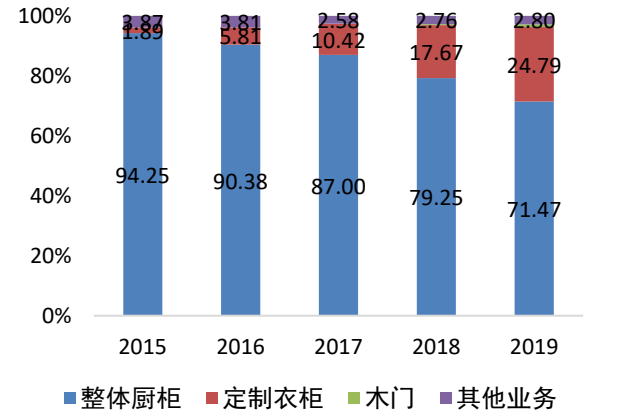
数据来源：山西证券研究所、wind

表 1：志邦家居 2019 年各销售渠道收入和毛利率

销售渠道	营业收入（亿元）	营业收入比上年增减（%）	毛利率（%）	毛利率比上年增减（%）
门店合计	21.31	14.52	39.40	0.98
直营店	1.82	16.25	62.92	-0.91
经销店	19.49	14.36	37.21	1.12
大宗业务	6.39	63.65	42.03	11.81
其他	1.91	5.61	17.13	-5.86

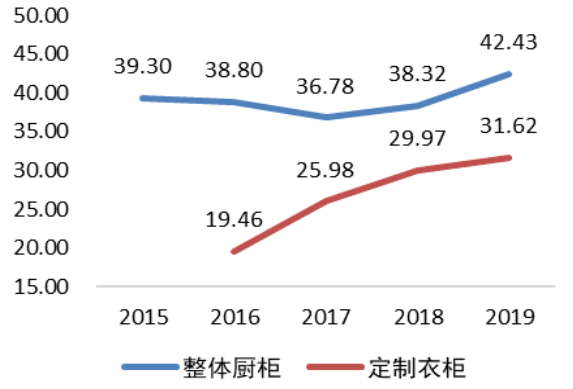
资料来源：山西证券研究所、志邦家居 2019 年报

图 3：志邦家居分品类收入占比



数据来源：山西证券研究所、wind

图 4：志邦家居各品类毛利率



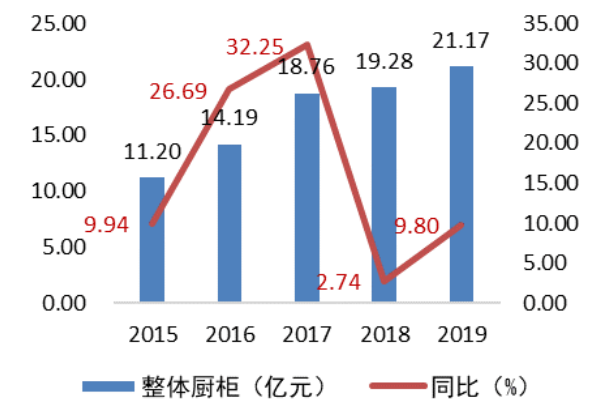
数据来源：山西证券研究所、wind

表 2：志邦家居 2019 年门店类型及数量

门店类型	2018 年末数量（家）	2019 年度新开（家）	2019 年度关闭（家）	2019 年末数量（家）
志邦厨柜	1,487	317	269	1,535
志邦衣柜	726	462	110	1,078
志邦木门	117	78	39	156
IK 全屋定制	33	36	11	58

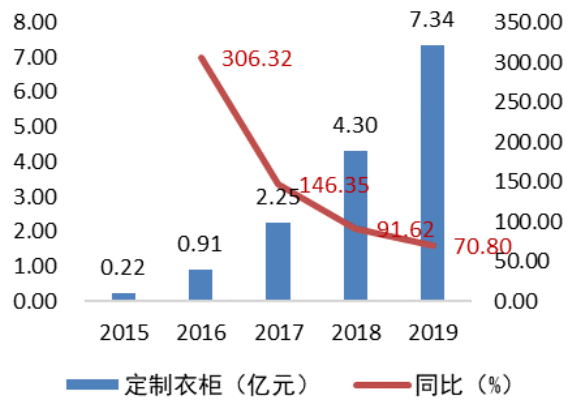
资料来源：山西证券研究所、志邦家居 2019 年报

图 5：志邦家居整体厨柜收入同比增速



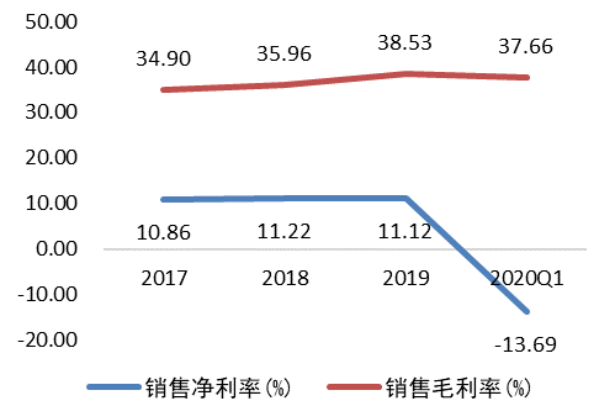
数据来源：山西证券研究所、wind

图 6：志邦家居定制衣柜收入同比增速



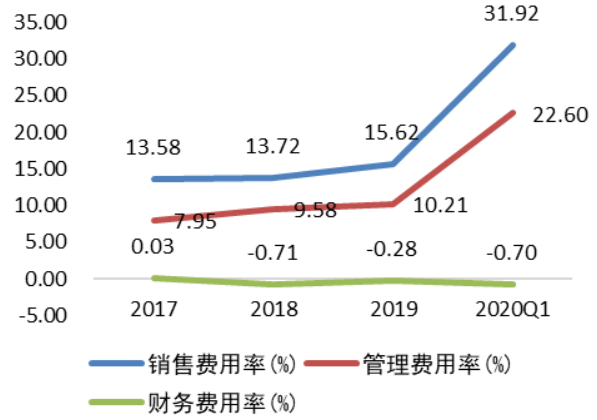
数据来源：山西证券研究所、wind

图 7：志邦家居毛利率、净利率



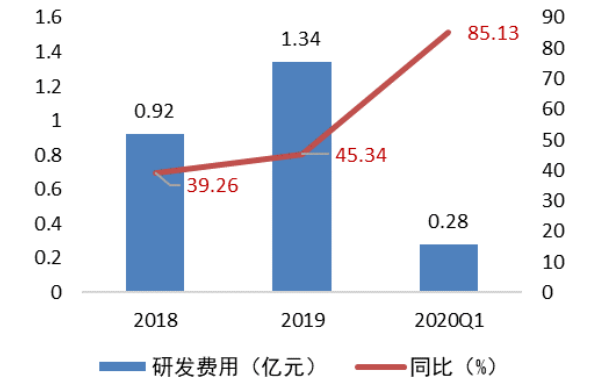
数据来源：山西证券研究所、wind

图 8：志邦家居期间费用率



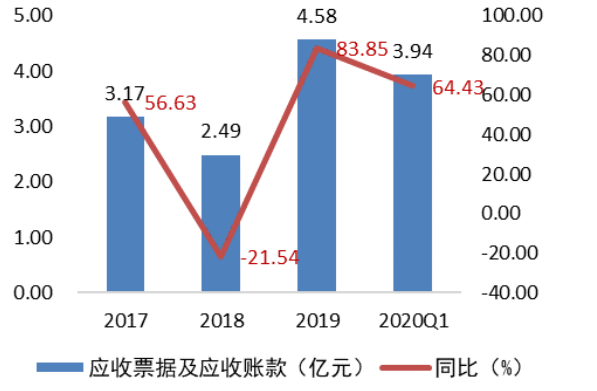
数据来源：山西证券研究所、wind

图 9：志邦家居研发费用及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 10：志邦家居应收账款及票据大幅增长



数据来源：山西证券研究所、wind

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,433.0**	**2,962.1**	**3,376.8**	**3,967.8**	**4,507.4**
减:营业成本	1,558.2	1,820.8	2,080.1	2,452.1	2,799.1
营业税费	22.4	28.9	32.1	38.2	43.1
销售费用	333.8	462.6	535.2	630.9	715.8
管理费用	140.7	168.0	196.5	227.0	255.1
财务费用	-17.4	-8.4	-10.0	1.0	1.0
资产减值损失	10.7	-4.5	-10.0	9.0	1.3
加:公允价值变动收益	**0.1**	**2.5**	-112.0	-94.0	-81.0
投资和汇兑收益	23.0	13.5	0.3	6.9	3.6
营业利润	**321.8**	**384.8**	**441.1**	**522.5**	**614.6**
加:营业外净收支	-2.3	-4.2	-3.3	-3.7	-3.5
利润总额	**319.5**	**380.6**	**437.9**	**518.8**	**611.1**
减:所得税	46.6	51.2	58.6	69.6	81.9
净利润	**272.9**	**329.4**	**379.2**	**449.2**	**529.2**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	729.1	526.9	1,024.1	1,086.6	1,440.6
交易性金融资产	0.3	322.0	210.0	116.0	35.0
应收帐款	146.8	361.3	269.3	316.4	359.4
应收票据	110.2	119.9	-	-	-
预付帐款	43.8	45.1	52.0	61.3	70.0
存货	154.3	215.3	285.0	335.9	383.4
其他流动资产	492.4	207.1	213.3	219.7	226.3
可供出售金融资产	3.0	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	37.2	33.5	33.5	33.5	33.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	614.8	705.6	1,147.2	1,611.4	1,949.1
在建工程	193.7	260.0	306.0	379.5	317.7
无形资产	131.4	136.4	128.6	120.9	113.2
其他非流动资产	103.2	131.0	134.9	138.9	143.1
资产总额	**2,784.6**	**3,095.4**	**3,818.8**	**4,420.9**	**5,071.6**
短期借款	-	11.2	3.7	3.7	4.6
应付票据	105.5	132.7	151.2	177.7	201.9
应付账款	225.6	313.8	336.3	396.5	452.6
其他流动负债	33.3	50.0	52.5	55.2	57.9
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	33.3	50.0	52.5	55.2	57.9
负债总额	**912.3**	**1,166.2**	**1,360.6**	**1,513.4**	**1,699.5**
股本	160.0	223.3	223.3	223.3	223.3
资本公积与留存收益	775.9	965.5	1,344.8	1,794.0	2,270.2
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	**1,872.3**	**1,929.2**	**2,458.2**	**2,907.4**	**3,372.1**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	272.9	329.4	379.2	449.2	529.2
加:折旧和摊销	10.7	23.8	-	-	-
资产减值准备	73.4	89.6	70.2	70.2	232.2
公允价值变动损失	-0.1	-2.5	-112.0	-94.0	-81.0
财务费用	-1.8	-0.1	-10.0	1.0	1.0
投资收益	-23.0	-13.5	-0.3	-6.9	-3.6
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	127.3	218.4	343.8	49.6	75.2
经营活动产生现金流量	**369.8**	**344.4**	**671.1**	**469.2**	**753.0**
投资活动产生现金流量	**-480.2**	**-248.1**	**-326.3**	**-405.6**	**-334.4**
融资活动产生现金流量	**-99.4**	**-249.7**	**159.8**	**-1.0**	**-65.5**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	12.8%	21.7%	14.0%	17.5%	13.6%
营业利润增长率	15.0%	19.6%	14.6%	18.5%	17.6%
净利润增长率	42.0%	27.3%	-13.1%	18.4%	42.8%
EBITDA增长率	42.5%	28.7%	-14.2%	21.4%	17.6%
EBIT增长率	9.4%	25.3%	14.6%	21.4%	17.6%
NOPLAT增长率	16.5%	20.7%	15.1%	18.4%	17.8%
投资资本增长率	8.8%	-8.2%	16.1%	45.5%	12.0%
净资产增长率	10.2%	3.0%	27.4%	18.3%	16.0%
利润率					
毛利率	36.0%	38.5%	38.4%	38.2%	37.9%
营业利润率	13.2%	13.0%	13.1%	13.2%	13.6%
净利润率	11.2%	11.1%	11.2%	11.3%	11.7%
EBITDA/营业收入	18.6%	19.5%	14.8%	15.0%	18.8%
EBIT/营业收入	16.0%	17.0%	12.8%	13.2%	13.7%
投资回报率					
ROE	14.6%	17.1%	15.4%	15.5%	15.7%
ROA	9.8%	10.6%	9.9%	10.2%	10.4%
ROIC	27.9%	32.2%	40.2%	42.0%	34.0%
费用率					
销售费用率	13.7%	15.6%	15.9%	15.9%	15.9%
管理费用率	5.8%	5.7%	5.8%	5.7%	5.7%
财务费用率	-0.7%	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	18.8%	21.0%	21.4%	21.6%	21.6%
运营效率					
固定资产周转天数	90	80	99	125	142
流动资产周转天数	263	211	205	190	186
应收帐款周转天数	17	31	53	53	45
存货周转天数	36	37	43	46	42
总资产周转天数	400	357	369	374	379
偿债能力					
资产负债率	32.8%	37.7%	35.6%	34.2%	33.5%
负债权益比	48.7%	60.5%	55.3%	52.1%	50.4%
流动比率	1.91	1.61	1.57	1.46	1.53
速动比率	1.73	1.42	1.35	1.23	1.30
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.71	1.48	1.70	2.01	2.37
BVPS(元)	11.70	8.64	11.01	13.02	15.10
PE(X)	15.7	18.2	15.8	13.3	11.3
PB(X)	2.3	3.1	2.4	2.1	1.8
P/FCF	22.5	14.1	26.9	-142.8	17.6
P/S	1.8	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.6	7.3	9.2	7.8	5.2
CAGR(%)	18.1%	17.1%	17.4%	18.1%	17.1%
PEG	87.1%	106.4%	90.7%	73.9%	66.2%

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336