

林纸产品/原材料

志邦家居 (603801)

工程渠道延续快速增长趋势，终端零售逐步回暖

——志邦家居 2020 年三季度快报点评

| | | | |
|---|----------------------|--------------------|----------------------|
|  | 穆方舟(分析师) | 林昕宇(分析师) | 张心怡(分析师) |
|  | 0755-23976527 | 010-83939845 | 010-83939817 |
|  | mufangzhou@gtjas.com | linxinyu@gtjas.com | zhangxinyi@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880512040003 | S0880518080003 | S0880520080003 |

本报告导读:

多品牌多品类战略稳步推进，零售渠道扩张与赋能积极布局，工程业务优质客户储备逐步转化，新品类及新增渠道有望逐步贡献新增长点。

投资要点:

维持目标价至 44.62 元，维持增持评级。公司 2020Q3 收入实现快速增长超出市场预期，随着多层次渠道布局及新培育品类贡献，中长期有望保持稳步增长。我们维持 2020~2022 年 EPS 预测为 1.70/1.94/2.18 元，维持目标价 44.62 元，对应 2021 年 23 倍 PE，维持增持评级

2020Q3 收入增长超出市场预期，业绩增长符合预期。公司发布业绩快报，2020 年前三季度实现营收 23.72 亿元同增 21.16%，实现归属净利润 1.98 亿元同减 15.12%，其中 2020Q3 营收同增 41.87% 超出市场预期，净利润同增 19.77%，扣非归属净利润同增 37.35%，收入和净利润增长主要来自于工程渠道快速推进，终端零售经销渠道逐步回暖，降本增效卓见成效。**工程业务快速发展，持续拓展优质客户。**公司通过改善大宗客户结构实现经营质量提升及经营风险降低，通过加强信息化建设及打造数字化管理能力等举措获得客户高度认可，截至 2020H1 公司的百强地产客户占比已达 30% 以上，随着新增订单有效转化工程业务有望延续稳步增长趋势。

多品牌多品类战略积极布局多层次市场。公司在定制的基础上扩充多种配套成品，定制衣柜从培育期进入收获期成为重要增长点，多品牌多品类战略稳步推进。截至 2020H1 公司整体厨柜、定制衣柜的门店数量分别为 1597 家、1237 家，此外公司通过与全国性家装企业、区域性头部整装企业合作的方式拓展渠道，在满足消费者一站式解决方案需求的同时，提升客单价及企业前端获客能力，中长期有望成为新增长点。

风险提示：原材料价格波动的风险，房地产市场波动对需求的影响

| 财务摘要 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,433 | 2,962 | 3,418 | 3,905 | 4,517 |
| (+/-)% | 13% | 22% | 15% | 14% | 16% |
| 经营利润 (EBIT) | 285 | 347 | 394 | 456 | 517 |
| (+/-)% | 6% | 22% | 14% | 16% | 13% |
| 净利润 (归母) | 273 | 329 | 380 | 433 | 487 |
| (+/-)% | 17% | 21% | 15% | 14% | 12% |
| 每股净收益 (元) | 1.22 | 1.48 | 1.70 | 1.94 | 2.18 |
| 每股股利 (元) | 0.86 | 0.66 | 0.66 | 0.66 | 0.66 |

| 利润率和估值指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 11.7% | 11.7% | 11.5% | 11.7% | 11.5% |
| 净资产收益率 (%) | 14.6% | 17.1% | 17.6% | 17.7% | 17.5% |
| 投入资本回报率 (%) | 21.4% | 27.6% | 36.8% | 46.6% | 60.0% |
| EV/EBITDA | 8.68 | 10.72 | 14.49 | 12.12 | 10.12 |
| 市盈率 | 28.25 | 23.40 | 20.27 | 17.79 | 15.84 |
| 股息率 (%) | 2.5% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 1.9% |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 44.62

上次预测: 44.62

当前价格: 34.52

2020.10.22

交易数据

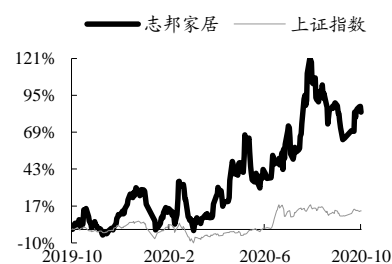
| | |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元) | 18.48-41.69 |
| 总市值 (百万元) | 7,709 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 223/218 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | 0/0 |
| 流通股比例 | 98% |
| 日均成交量 (百万股) | 4.16 |
| 日均成交值 (百万元) | 144.46 |

资产负债表摘要

| | |
|------------|---------|
| 股东权益 (百万元) | 1,845 |
| 每股净资产 | 8.26 |
| 市净率 | 4.2 |
| 净负债率 | -46.24% |

| EPS (元) | 2019A | 2020E |
|---------|-------|-------|
| Q1 | 0.14 | -0.20 |
| Q2 | 0.35 | 0.43 |
| Q3 | 0.55 | 0.66 |
| Q4 | 0.43 | 0.81 |
| 全年 | 1.48 | 1.70 |

52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|-----|----|-----|
| 绝对升幅 | -2% | 6% | 83% |
| 相对指数 | -3% | 6% | 70% |

相关报告

工程渠道快速发展，多品牌多品类战略稳步推进 2020.08.22

渠道布局优化积极推进，多品类稳步发展 2020.04.17

业绩增长超出预期，多渠道多品类布局稳步推进 2020.03.03

推出面向中层的股权激励，进一步扩大覆盖范围 2020.02.11

品类扩张稳步推进，大宗业务快速发展 2019.12.11

模型更新时间: 2020.10.21

股票研究

原材料
林纸产品

志邦家居(603801)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **44.62**

上次预测: 44.62

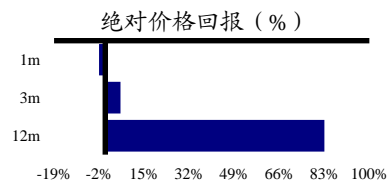
当前价格: 34.52

公司网址

www.zbom.com

公司简介

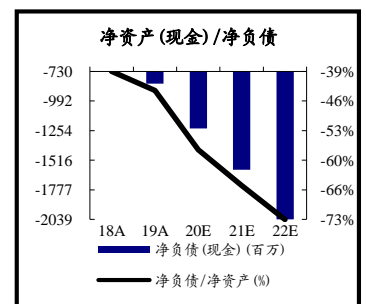
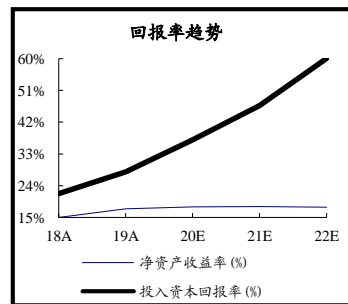
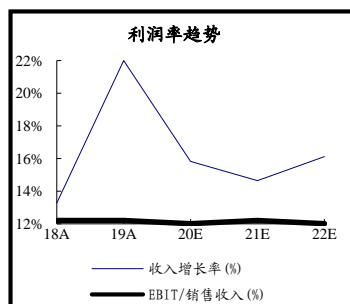
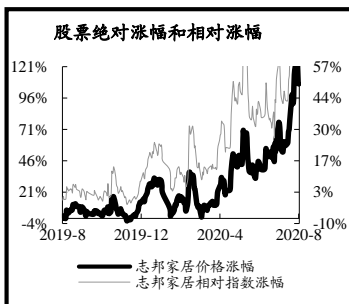
公司专注于全屋定制家居的研发、生产与销售。拥有国内为数不多的规模级制造基地,从“更懂生活”的品牌理念出发,以定制设计和服务为优势,为全球亿万家庭提供从厨房到全屋的整体解决方案。



52周内价格范围 18.48-41.69
市值(百万) 7,709

财务预测 (单位: 百万元)

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 损益表 | | | | | |
| 营业总收入 | 2,433 | 2,962 | 3,418 | 3,905 | 4,517 |
| 营业成本 | 1,558 | 1,821 | 2,107 | 2,402 | 2,779 |
| 税金及附加 | 22 | 29 | 33 | 38 | 44 |
| 销售费用 | 334 | 463 | 534 | 610 | 707 |
| 管理费用 | 141 | 168 | 194 | 222 | 262 |
| EBIT | 285 | 347 | 394 | 456 | 517 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 23 | 13 | 22 | 22 | 22 |
| 财务费用 | -17 | -8 | 2 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 322 | 385 | 439 | 501 | 562 |
| 所得税 | 47 | 51 | 59 | 67 | 76 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 273 | 329 | 380 | 433 | 487 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 729 | 849 | 1,244 | 1,611 | 2,051 |
| 其他流动资产 | 948 | 936 | 887 | 985 | 1,109 |
| 长期投资 | 37 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 固定资产合计 | 615 | 706 | 639 | 571 | 504 |
| 无形及其他资产 | 456 | 559 | 617 | 676 | 735 |
| 资产合计 | 2,785 | 3,083 | 3,420 | 3,877 | 4,433 |
| 流动负债 | 879 | 1,116 | 1,222 | 1,392 | 1,609 |
| 非流动负债 | 33 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 股东权益 | 1,872 | 1,929 | 2,161 | 2,447 | 2,786 |
| 投入资本(IC) | 1,140 | 1,091 | 928 | 847 | 746 |
| 现金流量表 | | | | | |
| NOPLAT | 244 | 301 | 341 | 394 | 448 |
| 折旧与摊销 | 73 | 90 | 75 | 75 | 75 |
| 流动资金增量 | -34 | 61 | -155 | -72 | -92 |
| 资本支出 | -378 | -333 | -66 | -66 | -66 |
| 自由现金流 | -95 | 118 | 195 | 331 | 364 |
| 经营现金流 | 370 | 344 | 588 | 559 | 632 |
| 投资现金流 | -480 | -248 | -44 | -44 | -44 |
| 融资现金流 | -99 | -250 | -149 | -147 | -147 |
| 现金流净增加额 | -210 | -153 | 395 | 367 | 440 |
| 财务指标 | | | | | |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 12.8% | 21.7% | 15.4% | 14.2% | 15.7% |
| EBIT 增长率 | 6.3% | 21.7% | 13.5% | 15.6% | 13.5% |
| 净利润增长率 | 16.5% | 20.7% | 15.4% | 14.0% | 12.3% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 36.0% | 38.5% | 38.3% | 38.5% | 38.5% |
| EBIT 率 | 11.7% | 11.7% | 11.5% | 11.7% | 11.5% |
| 净利润率 | 11.2% | 11.1% | 11.1% | 11.1% | 10.8% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 14.6% | 17.1% | 17.6% | 17.7% | 17.5% |
| 总资产收益率(ROA) | 9.8% | 10.7% | 11.1% | 11.2% | 11.0% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 21.4% | 27.6% | 36.8% | 46.6% | 60.0% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 应收账款周转天数 | 42 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 总资产周转天数 | 405 | 362 | 347 | 341 | 336 |
| 净利润现金含量 | 135.5% | 104.5% | 154.7% | 128.9% | 129.8% |
| 资本支出/收入 | 15.5% | 11.2% | 1.9% | 1.7% | 1.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 32.8% | 37.8% | 37.2% | 37.2% | 37.4% |
| 净负债率 | -39.0% | -43.4% | -57.1% | -65.4% | -73.2% |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 28.25 | 23.40 | 20.27 | 17.79 | 15.84 |
| PB | 2.86 | 2.70 | 3.57 | 3.15 | 2.77 |
| EV/EBITDA | 8.68 | 10.72 | 14.49 | 12.12 | 10.12 |
| P/S | 2.27 | 2.60 | 2.26 | 1.97 | 1.71 |
| 股息率 | 2.5% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 1.9% |



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 地址 | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编 | 200041 | 518026 | 100032 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 83939888 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |