

志邦家居 (603801)

证券研究报告

2020年07月15日

Q2 收入利润稳健增长，盈利能力显著修复

公司发布半年度业绩快报，预计 2020 上半年实现营业收入 12.24 亿元，同比增长 6.57%，其中 Q1/Q2 分别实现收入 3.26 亿元/8.98 亿元，分别同比 -21.19%/+22.18%。2020H1 预计实现归母净利润 0.51 亿元，同比下滑 53.99%，实现扣非后归母净利润 0.43 亿元，同比下滑 56.35%，其中 Q1/Q2 归母净利润-0.45/0.96 亿元，分别同比-241.27%/+23.08%，Q1/Q2 扣非后归母净利润-0.45/0.88 亿元，分别同比- -283.56%/+19.3%。

上半年收入增速回正，Q2 收入同比增长 22.18%。Q1 公司营收及利润下滑主要系新冠疫情影响，公司春节后由于疫情复工复产延迟，产能利用率及物流有不同程度延后，需求方面由于全国抗疫情，家居消费被延迟所致，消费者足不出户，商场客流骤减。Q2 公司收入、归母净利润分别同比增长 22.18%/23.08%，主要由于（1）二季度随着疫情缓解及零售渠道恢复，公司复工复产；（2）2-4 月对加盟商补贴等策略效果凸显，今年国内疫情爆发后，2-4 月公司对经销商出厂价下降 10%；（3）大宗业务方面持续完善大宗客户结构，工程渠道销售规模不断提升。展望下半年，我们预计行业零售端需求将伴随新房竣工持续回暖稳步向好，工程端更直接受益于地产新开工及销售向好趋势，看好公司全年收入表现。

2020H1 公司净利率 4.17%，其中 Q2 净利率 10.69%，同比持平。二季度，随着公司生产端和销售端逐步恢复，费用率已经逐步恢复正常，单季度净利率 10.69%。一季度费用端拖累较为明显，Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 31.9%/13.8%/8.59%，分别同比提升 12.34pct/6.32pct/4.97pct。Q1 费用率提升主要由于：（1）Q1 疫情期间公司产能未能充分利用，而折旧费用按期平摊；（2）新增限制性股票的股份支付费用，根据公司公告，2020 年限制性股票的股份支付费用预计约为 4221.21 万元；（3）Q1 销售费用大幅提升主要为大宗工程代理服务费率提升所致。

盈利预测与估值：我们依旧强调行业层面竣工回暖周期从 19Q4 已经启动，2020 年零售渠道价值持续回归，且家居消费属于刚需，消费只会递延不会消失，公司或将持续受益于工程单增长和零售价值回归双轮驱动，我们维持对公司的盈利预测，预计 20/21/22 年归母净利润分别为 3.47 亿/3.92 亿/4.53 亿元，同比分别增长 5.3%/12.98%/15.52%，对应 PE 分别为 17.29X/15.30X/13.24X，维持增持评级。

风险提示：渠道拓展风险，交房不及预期，地产调控政策趋严，同业竞争加剧等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,432.99	2,962.14	3,414.94	3,908.53	4,514.86
增长率(%)	12.80	21.75	15.29	14.45	15.51
EBITDA(百万元)	453.45	577.04	436.64	494.69	563.90
净利润(百万元)	272.90	329.43	346.90	391.94	452.76
增长率(%)	16.51	20.72	5.30	12.98	15.52
EPS(元/股)	1.22	1.48	1.55	1.75	2.03
市盈率(P/E)	21.97	18.20	17.29	15.30	13.24
市净率(P/B)	3.20	3.11	2.66	2.43	2.21
市销率(P/S)	2.46	2.02	1.76	1.53	1.33
EV/EBITDA	6.58	7.28	10.66	8.87	6.84

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	26.85 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	223.33
流通 A 股股本(百万股)	217.29
A 股总市值(百万元)	5,996.50
流通 A 股市值(百万元)	5,834.35
每股净资产(元)	8.43
资产负债率(%)	36.48
一年内最高/最低(元)	32.98/16.75

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《志邦家居-公司深度研究:工程零售双轮驱动，开启全屋定制新篇章》 2020-06-14
- 《志邦家居-季报点评:零售受疫情影响较大，工程业务稳健增长》 2020-04-29
- 《志邦家居-年报点评报告:盈利能力提升，大宗业务放量》 2020-04-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	729.08	526.91	943.78	1,212.76	1,728.59
应收票据及应收账款	249.10	457.98	353.37	353.42	463.01
预付账款	43.82	45.09	51.99	65.69	69.37
存货	154.32	215.35	226.33	273.58	318.74
其他	500.57	552.29	740.12	697.28	656.51
流动资产合计	1,676.89	1,797.61	2,315.58	2,602.74	3,236.23
长期股权投资	37.23	33.50	33.50	33.50	33.50
固定资产	614.80	705.62	796.48	862.70	901.13
在建工程	193.75	259.99	192.00	163.20	127.92
无形资产	131.38	136.39	128.65	120.90	113.16
其他	130.53	162.28	107.02	108.85	110.74
非流动资产合计	1,107.69	1,297.79	1,257.64	1,289.15	1,286.45
资产总计	2,784.58	3,095.40	3,573.23	3,891.89	4,522.68
短期借款	0.00	11.16	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	331.09	446.47	389.02	591.26	564.94
其他	547.92	658.55	894.85	795.30	1,203.81
流动负债合计	879.01	1,116.17	1,283.87	1,386.56	1,768.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.26	50.03	31.78	38.36	40.06
非流动负债合计	33.26	50.03	31.78	38.36	40.06
负债合计	912.28	1,166.20	1,315.65	1,424.92	1,808.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	223.33	223.33	223.33	223.33
资本公积	940.55	878.54	878.54	878.54	878.54
留存收益	1,716.41	1,844.06	2,034.24	2,243.63	2,490.53
其他	(944.66)	(1,016.74)	(878.54)	(878.54)	(878.54)
股东权益合计	1,872.30	1,929.20	2,257.57	2,466.97	2,713.86
负债和股东权益总	2,784.58	3,095.40	3,573.23	3,891.89	4,522.68

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	272.90	329.43	346.90	391.94	452.76
折旧摊销	73.36	89.58	44.88	50.32	54.59
财务费用	(1.78)	(0.05)	(15.00)	(15.00)	(20.00)
投资损失	(23.00)	(13.49)	(22.37)	(12.90)	(11.38)
营运资金变动	127.84	218.86	82.81	84.97	277.86
其它	(79.49)	(279.95)	(31.96)	(4.30)	13.52
经营活动现金流	369.83	344.38	405.26	495.04	767.35
资本支出	328.12	216.31	78.25	73.42	48.30
长期投资	37.23	(3.73)	0.00	0.00	0.00
其他	(845.58)	(460.64)	(51.95)	(131.93)	(113.96)
投资活动现金流	(480.23)	(248.06)	26.30	(58.51)	(65.66)
债权融资	0.00	11.16	0.00	0.00	0.00
股权融资	13.28	(124.41)	153.20	15.00	20.00
其他	(112.70)	(136.44)	(167.88)	(182.55)	(205.86)
筹资活动现金流	(99.43)	(249.69)	(14.68)	(167.55)	(185.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(209.82)	(153.37)	416.87	268.98	515.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,432.99	2,962.14	3,414.94	3,908.53	4,514.86
营业成本	1,558.19	1,820.75	2,093.15	2,432.29	2,821.75
营业税金及附加	22.42	28.88	32.02	36.92	43.00
营业费用	333.76	462.64	512.02	586.03	676.94
管理费用	140.71	168.04	221.97	242.33	270.89
研发费用	92.47	134.42	149.98	171.66	216.71
财务费用	(17.39)	(8.37)	(15.00)	(15.00)	(20.00)
资产减值损失	10.72	(4.55)	4.45	3.54	1.15
公允价值变动收益	0.06	2.45	(31.96)	(4.30)	13.52
投资净收益	23.00	13.49	22.37	12.90	11.38
其他	(52.79)	(40.42)	19.19	(17.21)	(49.80)
营业利润	321.84	384.80	406.76	459.37	529.31
营业外收入	1.19	1.34	2.79	1.60	1.91
营业外支出	3.51	5.55	4.11	4.39	4.68
利润总额	319.51	380.59	405.44	456.57	526.54
所得税	46.61	51.16	58.54	64.63	73.78
净利润	272.90	329.43	346.90	391.94	452.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	272.90	329.43	346.90	391.94	452.76
每股收益(元)	1.22	1.48	1.55	1.75	2.03

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.80%	21.75%	15.29%	14.45%	15.51%
营业利润	14.97%	19.56%	5.71%	12.93%	15.23%
归属于母公司净利润	16.51%	20.72%	5.30%	12.98%	15.52%
获利能力					
毛利率	35.96%	38.53%	38.71%	37.77%	37.50%
净利率	11.22%	11.12%	10.16%	10.03%	10.03%
ROE	14.58%	17.08%	15.37%	15.89%	16.68%
ROIC	27.95%	32.18%	36.07%	41.61%	50.95%
偿债能力					
资产负债率	32.76%	37.68%	36.82%	36.61%	39.99%
净负债率	-38.94%	-26.73%	-41.81%	-49.16%	-63.69%
流动比率	1.91	1.61	1.80	1.88	1.83
速动比率	1.73	1.42	1.63	1.68	1.65
营运能力					
应收账款周转率	8.59	8.38	8.42	11.06	11.06
存货周转率	15.42	16.03	15.46	15.64	15.24
总资产周转率	0.90	1.01	1.02	1.05	1.07
每股指标(元)					
每股收益	1.22	1.48	1.55	1.75	2.03
每股经营现金流	1.66	1.54	1.81	2.22	3.44
每股净资产	8.38	8.64	10.11	11.05	12.15
估值比率					
市盈率	21.97	18.20	17.29	15.30	13.24
市净率	3.20	3.11	2.66	2.43	2.21
EV/EBITDA	6.58	7.28	10.66	8.87	6.84
EV/EBIT	7.64	8.36	11.88	9.88	7.57

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com