

志邦家居加餐

一、企业分析

(一)、公司简介

志邦家居股份有限公司创立于 1998 年，是中国厨柜行业早期的开拓者之一。志邦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 4 大智能化大型生产基地，主要产品为整体厨柜和定制衣柜，整体厨柜分为美厨、名仕、御庭、维也纳、凡尔赛五大产品系列，定制衣柜分为名仕、维也纳、凡尔赛三大产品系列，能够满足不同客户个性化的消费需求，也为全球亿万家庭提供从厨房到全屋的整体解决方案。

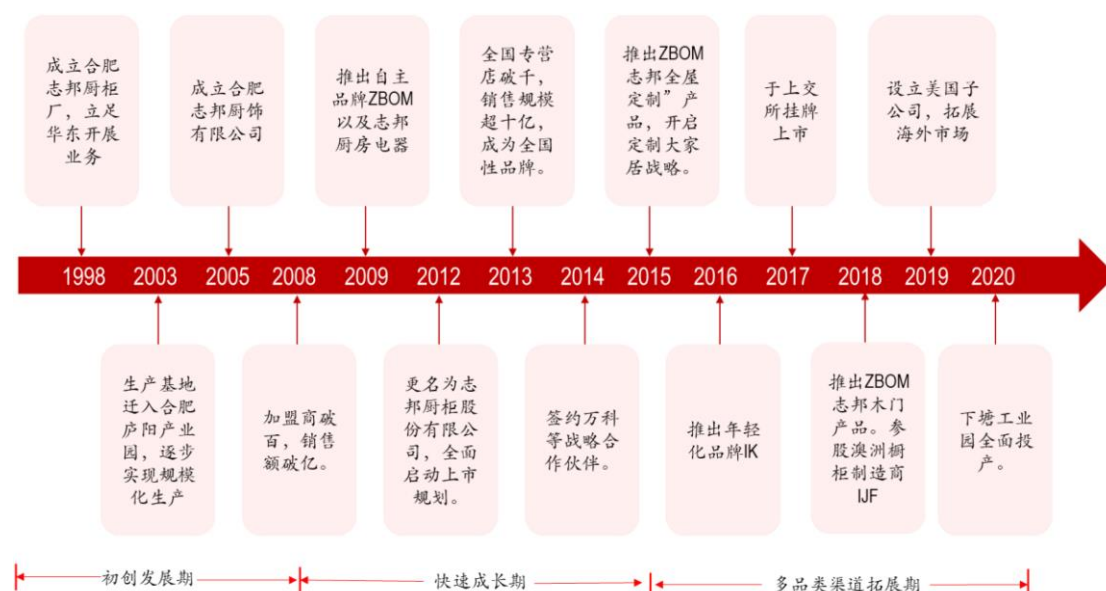
产品	品牌	产品图示	发展概况
定制厨柜	志邦厨柜		公司自创立以来深耕厨柜业务，厨柜收入连续多年位居行业第二，截止到 2020 年拥有经销商 1253 家，店面 1576 家
定制衣柜	志邦衣柜		公司自 2015 年起进军定制衣柜业务，截止到 2020 年拥有经销商 1097 家，店面 1366 家。
木门	志邦木门		2018 年起开始孵化木门业务板块，目前处于起步阶段，截止到 2020 年拥有经销商 175 家，店面 203 家

(二)、发展历程

第一阶段（1998-2008）：初创发展期。公司在初创期聚焦厨柜产品，积极建造生产基地，努力实现量产。受益于地产行业高速增长，公司规模迅速壮大，业务范围从华东逐步拓展至全国。截至 2008 年底，公司拥有加盟商超一百家，实现销售额超 1 亿元，已形成一定规模。

第二阶段（2009-2014）：快速成长期。在厨柜产品逐步实现量产后，公司发力零售端，拓展门店数量以及培养自主品牌“ZBOM”并持续打造品牌力。截止 2013 年底，公司拥有加盟商超一千家，实现销售额超 10 亿元，迈入全国性品牌行列。2014 年，公司签约万科等实力地产公司，布局工程渠道，为多渠道拓展奠定基础。

第三阶段（2015-至今）：多品类渠道拓展期。随着行业竞争逐步加大，公司拓宽产品和渠道以顺应行业趋势，加强竞争力。公司分别于 2015 年和 2018 年进军衣柜和木门业务。目前已形成厨柜业务稳健增长，衣柜、木门和大宗业务快速发展的多品类多渠道布局。



（三）、行业分析

1、行业发展前景

回顾定制家居行业过往发展，一方面，受益于早年的房地产后周期、人口中年化再来二次置业、家装个性化、空间利用最大化需求兴起等，使我国家居行业尤其是定制行业也迎来了新一轮增长需求；另一方面，定制模式的出现，全屋定制让家装变得更加便捷高效，在住房定制化需求增加让家具购买的频率更高。因此，也进一步带动了当年定制渗透率提升和行业规模扩容。

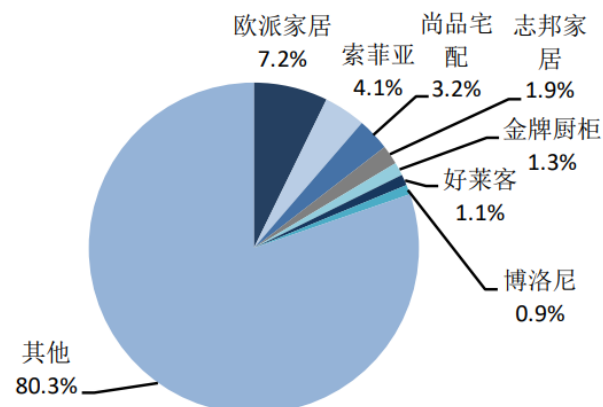
2021 年我国定制橱柜、衣柜渗透率分别约 61%、45%，考虑到除衣柜外的其他全屋柜类渗透率相对略低估计在 28%左右。以 2021 年约 2307 亿元国内定制市场规模测算，估计目前定制整体渗透率约 42%左右。

随着当下工作、生活节奏的加快，消费者的时间观念越来越强，其时间、精力成为稀缺资源。另外，当下主流用户为“80 后”和“90 后”人群，这类消费群体更愿意花钱买舒适、便捷和追求品质的生活。所以在整个购买家居产品的过程中高品质和好体验是消费者的核心诉求。因此，满足消费者一站式购齐的整体家居模式已经成为重要的产业

形态。

2、行业竞争格局

整体来看，目前定制行业市场格局仍较分散，以欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、博洛尼为代表的 CR7 整体市场份额仅约 20%，未来仍有较大提升空间。



（四）、护城河

1、品牌优势

公司用“品销结合”促销落地品牌，目前已在全国形成从面到点、自上而下的结构化整合营销传播矩阵。

①广告投放布局全球：在纽约时代广场、CCTV 新闻频道、全国包括北京、上海、广州等在内的近 70 个大中型城市的机场、高铁站高频投放广告，提高品牌曝光度，同时联合加盟商在当地省区和城市进行投放，强化品牌落地，目前已覆盖全国一千余个城市。

②“男人下厨节”：从 IP 营销到 IP 战略，构建品牌专属场域。创新传播男人下厨节、天网行动两大强势 IP，通过关联的模式，制造统一的期待，将一个一次性的 IP 营销变成了一个持续更迭的系列 IP，从而让这个 IP 成为可长期演化赋能的品牌印记。

③海外业务双轮驱动：公司连续 7 年登陆美国纽约时代广场，凭借强有力的品牌影响力、高品质的产品和优质履约服务能力，产品已远销澳洲、北美、东南亚、中东等多个国家和地区。

2、技术优势

公司设有独立的研发中心，坚持原创设计和技术创新。公司获得“高新技术企业”等奖项称号，是整体厨柜行业《家用厨房设备》GB/T18884-2015 及《全装修行业法规标准规范汇编》国家标准起草单位之一。

志邦在应用设计领域，获得“中国优秀工业设计奖”、“中国橱柜行业时尚设计金奖”、“中国橱柜行业产品原创设计金奖”等。

3、渠道优势

新媒体营销方面，公司以技术驱动营销，与移动端头部流量媒体（腾讯、百度、头条，抖音等）以及圈层 kol 紧密合作，精准曝光，精准引流，有效转化，同步提升与消费者的互动。

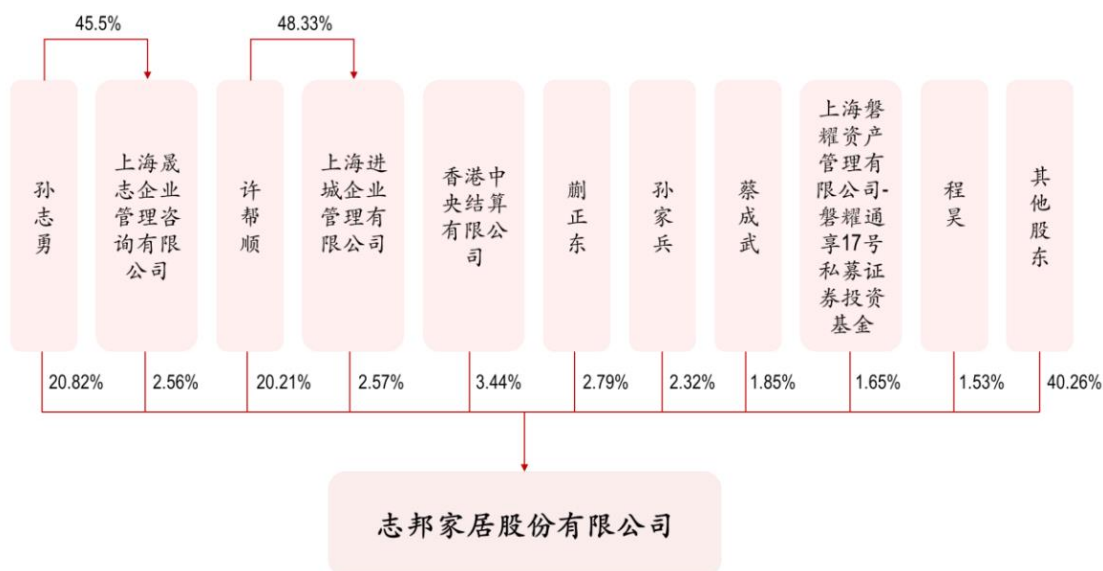
公司通过多品牌、多品类的战略，布局多层次市场。通过立足华东区域、布局全国市场，拥有强大的零售营销网络。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有整体厨柜经销商 1263 家，店面 1691 家；定制衣柜经销商 1211 家，店面 1619 家，已形成“全屋定制”发展格局。

覆盖 **1300⁺** 个县市 **2500⁺** 个分类产品加盟商 **3000⁺** 家全国各地经营门店



（五）股权结构

志邦家居创始人孙志勇和许帮顺出生于 1972 年。1998 年，二人于合肥创立公司，并且自公司成立以来始终共同控制公司。截至 2021 年 11 月，孙志勇和许帮顺直接和间接持有公司股份达 43.4%，股权结构长期保持稳定。



公司自 2012 年开始实施了多次股权激励，激励效果显著。公司分别于 2019 年 9 月和 2020 年 2 月向高管 5 人和中层管理人员等 210 人授予限制性股票 129.0 万股和 474.9 万股。公司通过股权激励措施将业绩与核心员工利益绑定，加强了团队的凝聚力和战斗力，推动公司业绩快速增长。

二、财务报表分析

（一）、资产负债表分析

1、总资产

年度	总资产	同比增长率
2021	52.98亿	28.34%
2020	41.28亿	33.37%
2019	30.95亿	11.16%
2018	27.85亿	6.27%
2017	26.20亿	86.53%

近五年志邦家居资产规模持续增长，且在经历过 2018 年和 2019 年的短暂增速下滑外，2020 年起又有着 30%左右的增速，说明有着依然有着较大发展潜力。

2、资产负债率

年度	负债	负债率
2021	27.07亿	51.10%
2020	19.00亿	46.03%
2019	11.66亿	37.68%
2018	9.12亿	32.76%
2017	9.21亿	35.14%

年度	准货币资金与有息负债总额差额	货币资金减短期有息负债的差额
2021	3.65亿	3.63亿
2020	10.41亿	7.16亿
2019	8.38亿	5.16亿
2018	7.29亿	7.29亿
2017	7.13亿	7.13亿

志邦家居 2017-2021 年的资产负债率分别为：35.14%、32.76%、37.68%、46.03%、51.10%，低于 60%，公司长期偿债风险不算太大。不过呈现持续增长态势，需要重点留意观察。

近五年公司准货币资金与有息负债总差额、货币资金减短期有息负债的差额均为正数，偿债风险小。

3、应收预付与应付预收

年度	应付预收	应收预付	差额
2021	13.33亿	12.44亿	8954万
2020	11.14亿	8.57亿	2.57亿
2019	8.16亿	5.15亿	3.01亿
2018	7.08亿	2.93亿	4.15亿
2017	7.39亿	3.51亿	3.88亿

志邦家居近 5 年的【应付预收-应收预付】基本为正，说明企业无偿占用上下游用资金，在产业链中的话语权较大。

4、应收账款占比

年度	应收账款与合同资产之和	占比
2021	10.82亿	20.42%
2020	5.69亿	13.78%
2019	3.38亿	10.92%
2018	1.39亿	4.99%
2017	8166万	3.12%

志邦家居近 5 年的应收账款占比只需增长，已由 3.12% 上升至 20.42%，说明产品销售不太顺畅。

5、固定资产占比

年度	固定资产	在建工程	工程物资	占比
2021	14.65亿	8385万	0元	29.23%
2020	11.91亿	3660万	0元	29.73%
2019	7.06亿	2.60亿	0元	31.20%
2018	6.15亿	1.94亿	0元	29.04%
2017	6.07亿	1024万	0元	23.57%

志邦家居近 5 年固定资产占比分别为 23.57%、29.04%、31.20%、29.73%、29.23%，基本维持在 30% 左右水平，公司保持竞争力的成本相对较小。

6、投资类资产占比

年度	投资类资产	总资产	占比
2021	7369万	52.98亿	1.39%
2020	6171万	41.28亿	1.49%
2019	3649万	30.95亿	1.18%
2018	4047万	27.85亿	1.45%
2017	0元	26.20亿	0.00%

志邦家居近5年投资类资产占比非常小，说明公司专注于主业。

7、商誉及存货占比

年度	应收账款占比	存货占比	商誉占比
2021	2.78%	7.32%	0.00%
2020	2.83%	7.96%	0.00%
2019	10.92%	6.96%	0.00%
2018	4.99%	5.54%	0.00%
2017	3.12%	6.16%	0.00%

志邦家居近5年商誉为0，没有商誉暴雷的风险。存货占比稳定在7%左右，低于存货15%占比的标准，说明其存货没有明显的积压情况，结合其占用上下游资金的情况及应收账款占比，说明其产品比较好卖，存货爆雷的风险小。

（二）、利润表分析

1、营收增长率及收入含“钱”量

年度	营业收入	增长率	营业收入含金量
2021	51.53亿	34.17%	103.20%
2020	38.40亿	29.65%	103.54%
2019	29.62亿	21.75%	104.19%
2018	24.33亿	12.80%	113.89%
2017	21.57亿	37.38%	118.32%

志邦家居近5年营收呈上升趋势，总体增长态势较好，且2020年和2021年能够保持30%左右的增长率。

与此同时，营业收入含金量长期维持在100%以上，说明公司赚取的利润基本都变成真金白银回到自己手里了，利润质量很高。

2、毛利率

年度	毛利率	波动幅度
2021	36.24%	-4.80%
2020	38.07%	-1.20%
2019	38.53%	7.17%
2018	35.96%	3.02%
2017	34.90%	-5.14%

志邦家居近5年毛利率均在30%以上，非常稳定。尽管毛利率没有达到40%，但属于尚能接受的范围内。

3、费用率/毛利率

年度	期间费用率	期间费用率/毛利率
2021	24.62%	67.95%
2020	26.25%	68.95%
2019	25.83%	67.03%
2018	23.30%	64.81%
2017	21.57%	61.79%

志邦家居费用率在 20%-30%左右，较为偏高。期间费用率/毛利率长期高于 60%，在成本控制方面存在一定不足。

4、销售费用率

年度	销售费用	销售费用率
2021	7.56亿	14.66%
2020	5.74亿	14.93%
2019	4.63亿	15.62%
2018	3.34亿	13.72%
2017	2.93亿	13.58%

近 5 年销售费用率稳定在 13%-16%之间，在安全范围内，销售风险较小，销售风险较小。

5、主营利润率及主营业务质量

年度	主营利润率	主营利润/营业利润
2021	10.85%	101.31%
2020	10.97%	96.62%
2019	11.73%	90.28%
2018	11.73%	88.69%
2017	12.42%	95.69%

志邦家居主营利润率均未达到 15% 的好公司标准，说明定制家居行业并不是非常赚钱。不过公司主营利润占营业利润比例均在 80% 以上，说明其利润额中大多都是主营业务产生的，还是很专注主业的。

6、净利润增长率及净利润现金比率

年度	净利润现金比率
2021	98.12%
2020	164.14%
2019	104.54%
2018	135.52%
2017	169.10%

公司近 5 年的净利润现金含量均值大于 100%，这说明志邦家居的利润中都是实实在在的现金，利润质量非常高。

2021 年净利润现金比率低于 100%，是因为采购及费用支出以及原材料上涨等因素，使得经营活动产生的现金流出现较大下滑。

1. 利润表及现金流量表相关科目变动分析表

单位：元 币种：人民币

科目	本期数	上年同期数	变动比例（%）
营业收入	5,152,797,815.61	3,840,444,626.70	34.17
营业成本	3,285,342,764.76	2,378,368,478.98	38.13
销售费用	755,521,176.35	573,528,102.72	31.73
管理费用	231,832,555.54	205,728,293.67	12.69
财务费用	-7,083,910.29	3,046,042.53	-332.56
研发费用	281,506,217.33	225,756,216.03	24.69
经营活动产生的现金流量净额	496,020,769.67	649,064,563.04	-23.58
投资活动产生的现金流量净额	-516,425,394.28	-483,771,054.23	-6.75
筹资活动产生的现金流量净额	179,344,898.46	-15,954,748.37	1,224.08

经营活动产生的现金流量净额变动原因说明：主要系销售增长，采购及费用支出增加以及为应对疫情和原材料上涨等因素，适当增加了原材料的库存，导致本期采购额与同期有较大上升；

7、ROE 净资产收益率

年度	ROE	归母净利润增长率
2021	21.16%	27.84%
2020	19.17%	20.04%
2019	17.59%	20.72%
2018	15.42%	16.51%
2017	20.01%	31.74%

2017 年至 2021 年，志邦家居 ROE 保持在 15%以上，且归母净利润多年保持 20%以上增速，非常不错。

（三）、现金流量表分析

年度	经营活动产生的现金流量净额	增长率
2021	4.96亿	-23.58%
2020	6.49亿	88.47%
2019	3.44亿	-6.88%
2018	3.70亿	-6.63%
2017	3.96亿	33.15%

近五年志邦家居经营活动现金流净额均为正数，意味着主营业务能够为公司持续造血。

三、风险提示

地产销售下滑风险：家居板块消费受地产销售影响，若地产销售大幅下滑，家居板块企业收入及利润均将受到较大影响，提示地产销售大幅下滑的风险。

原材料成本大幅上涨风险：原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

四、估值与总结

（一）、合理估值

通过上述分析，可以给出志邦家居 25 倍市盈率，我们对预测券商和结合合理价格均打 8 折，计算结果如下：

5年前归母净利润	2.34 亿
近1年归母净利润	5.06 亿
3年后归母净利润复合增速 [?]	20.33 %
预测券商打折	80 %
合理市盈率	25
给合理价格打折	80 %
<div>计算 清空</div>	
计算结果	
过去5年复合增长率	21.21 %
3年后归母净利润 [?]	9 亿元
归母净利润取小值	7.94 亿元 <div>返回</div>
3年后合理股价	63.56 元
好价格	50.85 元

特别说明：教学案例，不作为直接投资依据，不能保证投资收益。

（二）、总结

公司以厨柜业务起家，分别于 2015 年和 2018 年进军衣柜和木门业务，衣柜木门发展迅速。同时，公司发力大宗业务及整装业务，推动公司收入提速。公司已逐步构建多品类多渠道布局，保障公司长期成长潜力。

在地产增速放缓背景下，家居行业竞争格局不断优化，公司基本面情况在行业内较为优秀，依托产品及渠道优势不断扩大市场份额。未来在持续拓店，优化经销商，发展工程及整装业务下，有望维持健康增长。

以上关于企业分析的内容，仅作为教学案例，帮助大家掌握投资技能，不作为投资建议！