

志邦家居(603801)

报告日期: 2023年04月27日

## 22Q4 毛利率提升超预期, 衣柜木门快速成长

### ——志邦家居点评报告

#### 投资要点

##### □ 志邦家居发布 2022 年报及 2023 年限制性股票激励计划

2022 年收入 53.89 亿 (+4.58%)、归母净利润 5.37 亿 (+6.17%)、扣非净利润 4.97 亿 (+8.15%)，其中 22Q4 收入 18.72 亿 (+2.25%)、归母净利润 2.22 亿 (+7.96%)、扣非净利润 2.01 亿 (+17.87%)。22Q4 计提减值损失 0.6 亿 (21Q4 为 0.35 亿)，剔除减值差异后我们预计 22Q4 扣非利润增长 25% 以上。

**发布 2023 年限制性股票激励计划:** 拟授予高管及中层管理人员 90 人 311.99 万股 (占公司股本总额 1%)，授予价格为 15.53 元/股 (50% 折价)。解锁条件为: 23-24 年营业收入/净利润增长率同比 22 年 12%/24%，制定稳健的激励目标、强化上下利益绑定。

##### □ 22Q4 盈利能力显著增强, 衣柜毛利率大幅提升

22Q1-Q4 公司毛利率分别变动 -1.39%、-0.31%、+1.98%、+3.36%，主要系: (1) 供应链降本增效，志邦近 2-3 年在精益生产上持续深耕，2020 年从美的引进一位高管做供应链管理，提高后端人效、降本增效，板材利用率提升。(2) 衣柜规模效应释放，分品类来看，22Q4 衣柜毛利率提升 9.14pct，高达 41.8%，全年毛利率达到 38.52% (+3.91pct); 22Q4 厨柜毛利率 +0.45pct。

##### □ 衣柜快速成长、木门开拓顺利, Q4 大宗增长环比提速

**1、分品类:** 22 年整体厨柜收入 27.37 亿 (-6.73%，22Q4 为 -6.7%)，净增门店 31 家、且新开店以厨衣融合店为主。定制衣柜收入 21.03 亿 (+19.49%，22Q4 为 +15.3%)，门店数净增加 107 家，持续开发空白城市。木门 2.28 亿 (+34.17%，22Q4 为 +11.7%)，新增 349 家融入店，后续持续放量。

**2、分渠道:** 22A 大宗收入 16.57 亿 (+0.36%)、22Q4 为 8.01 亿 (+10.77%)，志邦保持严格的风险内控机制，优化客户结构，环比提速。直营 22A 收入 3.97 亿 (+23.04%)、经销 29 亿 (+2.48%)，22Q4 直营 +5.02%，经销同比 -8.85%。随着广州清远工厂 23 年年底交付产线，服务效率与半径预期提升。海外渠道全年收入 1.13 亿 (+87.53%)，渠道布局逐渐从工程整装拓展至零售加盟领域。

##### □ 23 年看好整装、工程、Z7 多点发力, 增长动力充沛

23 年预期公司保持快速增长: 1) 22 年将整装渠道单独成立一个事业部，通过超级邦打造差异化服务体系，争夺市场份额。2) 营销端保持积极，Z7 计划推向更多城市，配套率与客单值会有明显提升; 同时渠道上计划新增更多的厨衣融合店和木门融入店。3) 工程业务志邦历来保持严格的风险内控机制，从而受地产风波影响较小，引进央企背景优质客户，且利润率较优。

##### □ 财务指标

22 年期间费用率合计 +0.75pct、22Q4 +1.48pct，系收入规模效应未释放。

22 年经营现金流净额 7.66 亿 (+54.42%)，系零售销售回款较好、采购支出下降; 22Q4 账上合同负债 4.36 亿 (环比 Q3 基本持平)、疫情背景下表现稳健。

##### □ 盈利预测与估值

志邦家居是积极求变的优质定制龙头，渠道端多点发力，产品套餐销售刚刚起步、潜力较大。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 63.6 亿/75.67 亿/89.91 亿元，分别增长 18.03%/18.97%/18.82%，归母净利润 6.45 亿/7.75 亿/9.02 亿，分

#### 投资评级: 买入(维持)

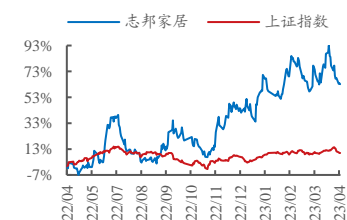
分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 31.86
总市值(百万元)	9,934.58
总股本(百万股)	311.82

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q4 利润率表现优异, 23 年增长动能充沛》2023.03.13
- 《Q3 毛利率显著提升, 衣柜木门快速扩张——志邦家居点评报告》2022.10.31
- 《Q2 利润表现超预期, 零售渠道逆势成长——志邦家居点评报告》2022.08.29

别同比+20.14%/20.18%/16.4%，对应当前 PE 15.41X/12.82X/11.01X，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**下游市场复苏不及预期，行业竞争加剧

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,389	6,360	7,567	8,991
(+/-) (%)	4.58%	18.03%	18.97%	18.82%
归母净利润	537	645	775	902
(+/-) (%)	6.17%	20.14%	20.18%	16.40%
每股收益(元)	1.72	2.07	2.49	2.89
P/E	18.51	15.41	12.82	11.01

资料来源：浙商证券研究所

表1：志邦家居季度数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业总收入	682.51	1,225.72	1,413.94	1,830.62	758.74	1,276.51	1,481.71	1,871.82
<b>YOY</b>	<b>109.09%</b>	<b>36.49%</b>	<b>23.18%</b>	<b>24.69%</b>	<b>11.17%</b>	<b>4.14%</b>	<b>4.79%</b>	<b>2.25%</b>
归母净利润	50.60	101.17	148.31	205.45	51.29	106.48	157.15	221.80
<b>YOY</b>	<b>213.23%</b>	<b>6.07%</b>	<b>0.85%</b>	<b>3.92%</b>	<b>1.37%</b>	<b>5.26%</b>	<b>5.96%</b>	<b>7.96%</b>
扣非归母净利润	47.43	98.31	144.12	170.25	39.86	100.84	156.22	200.67
<b>YOY</b>	<b>204.58%</b>	<b>10.91%</b>	<b>1.20%</b>	<b>-1.63%</b>	<b>-15.97%</b>	<b>2.57%</b>	<b>8.40%</b>	<b>17.87%</b>
毛利率	36.48%	37.27%	35.48%	36.05%	35.08%	36.96%	37.46%	39.42%
期间费用率	29.66%	26.45%	22.87%	22.49%	30.92%	25.99%	23.26%	23.98%
其中：销售费用	98.92	193.90	187.97	274.73	124.01	213.62	211.94	282.08
销售费用率	14.49%	15.82%	13.29%	15.01%	16.34%	16.73%	14.30%	15.07%
其中：管理费用	50.97	49.65	63.44	67.77	58.67	60.63	71.91	76.40
研发费用	56.42	82.21	76.39	66.49	51.52	65.98	70.31	91.06
管理+研发费用率	15.74%	10.76%	9.89%	7.33%	14.52%	9.92%	9.60%	8.95%
其中：财务费用	-3.85	-1.52	-4.50	2.78	0.44	-8.42	-9.51	-0.76
财务费用率	-0.56%	-0.12%	-0.32%	0.15%	0.06%	-0.66%	-0.64%	-0.04%
归母净利率	7.41%	8.25%	10.49%	11.22%	6.76%	8.34%	10.61%	11.85%
存货	414.57	462.61	519.98	387.65	414.90	344.19	371.96	305.06
较上年同期增减	154.96	149.82	83.46	58.94	0.33	-118.42	-148.02	-82.59
应收票据	207.85	226.52	243.04	108.54	55.63	48.76	23.64	17.69
较上年同期增减	79.20	101.56	91.23	-98.79	-152.22	-177.76	-219.40	-90.86
应收账款	452.58	607.06	678.11	1,081.99	867.41	893.19	866.57	1,210.86
较上年同期增减	187.17	231.01	283.80	513.16	414.83	286.13	188.46	128.87
应付账款及应付票据	618.86	684.27	795.19	801.12	795.89	763.18	1,075.42	1,087.85
较上年同期增减	241.86	31.01	47.45	152.73	177.03	78.91	280.22	286.73
预收账款	334.96	474.31	501.85	531.97	408.43	429.84	439.08	435.75
较上年同期增减	334.96	24.32	26.96	66.39	73.47	-44.47	-62.78	-96.23
经营性现金流净额	-197.90	363.77	168.06	162.09	-292.89	511.18	380.42	167.22
较上年同期增减	18.60	-33.81	89.65	-227.48	-94.98	147.41	212.36	5.13
筹资性现金流净额	327.50	-115.65	-13.32	-19.19	19.98	-84.04	-83.81	-285.61
较上年同期增减	190.88	-176.43	-7.68	188.52	-307.51	31.60	-70.49	-266.42
资本开支	208.84	63.46	85.87	166.01	44.11	171.19	53.09	131.02
较上年同期增减	55.51	-21.15	-9.96	78.58	-164.72	107.73	-32.78	-34.99
ROE	2.23%	4.48%	6.50%	8.32%	1.99%	4.23%	6.15%	8.04%
<b>YOY (±)</b>	<b>4.58%</b>	<b>-0.63%</b>	<b>-1.14%</b>	<b>-1.03%</b>	<b>-0.24%</b>	<b>-0.25%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>-0.27%</b>
资产负债率	45.77%	51.29%	51.37%	51.10%	48.31%	52.60%	53.72%	50.17%
<b>YOY (±)</b>	<b>9.29%</b>	<b>1.79%</b>	<b>1.51%</b>	<b>5.07%</b>	<b>2.54%</b>	<b>1.32%</b>	<b>2.35%</b>	<b>-0.92%</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 志邦家居收入拆分一览(单位: 百万元)

单位: 百万元	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A
<b>总收入</b>	<b>2962.14</b>	<b>1224.45</b>	<b>2615.99</b>	<b>3840.44</b>	<b>1908.24</b>	<b>3244.56</b>	<b>5152.80</b>	<b>2035.25</b>	<b>3353.53</b>	<b>5388.78</b>
YOY	21.75%	6.57%	44.27%	29.65%	55.84%	24.03%	34.17%	6.66%	3.36%	4.58%
<b>归母净利润</b>	<b>329.43</b>	<b>50.69</b>	<b>344.75</b>	<b>395.44</b>	<b>151.76</b>	<b>353.76</b>	<b>505.52</b>	<b>157.78</b>	<b>378.95</b>	<b>536.72</b>
YOY	20.71%	-53.99%	57.23%	20.04%	199.42%	2.61%	27.84%	3.96%	7.12%	6.17%
<b>整体厨柜</b>										
<b>收入</b>	<b>2117.11</b>	<b>811.81</b>	<b>1686.79</b>	<b>2498.60</b>	<b>1087.04</b>	<b>1847.12</b>	<b>2934.17</b>	<b>1016.68</b>	<b>1719.93</b>	<b>2736.61</b>
YOY	9.80%	-5.05%	33.65%	18.02%	33.90%	9.50%	17.43%	-6.47%	-6.89%	-6.73%
占比	71.47%	66.30%	64.48%	65.06%	56.97%	56.93%	56.94%	49.95%	51.29%	50.78%
毛利率(%)	42.43%	-	-	41.54%	41.81%	39.73%	40.50%	41.19%	41.32%	41.27%
门店数	1535	1597	1576	1576	1676	1691	1691	1745	1722	1722
<b>定制衣柜</b>										
<b>收入</b>	<b>734.44</b>	<b>343.80</b>	<b>797.07</b>	<b>1,140.87</b>	<b>680.66</b>	<b>1079.12</b>	<b>1,759.78</b>	<b>834.28</b>	<b>1268.46</b>	<b>2102.74</b>
YOY	70.80%	-	58.13%	55.34%	97.98%	35.39%	54.25%	22.57%	17.55%	19.49%
占比	24.79%	28.08%	30.47%	29.71%	35.67%	33.26%	34.15%	40.99%	37.82%	39.02%
毛利率(%)	31.62%	-	-	33.40%	33.17%	35.22%	34.43%	35.38%	40.59%	38.52%
门店数	1078	1237	1366	1366	1528	1619	1619	1718	1726	1726
<b>木门</b>										
<b>收入</b>	<b>27.63</b>	<b>11.44</b>	<b>31.93</b>	<b>43.37</b>	<b>30.02</b>	<b>139.80</b>	<b>169.82</b>	<b>74.06</b>	<b>153.80</b>	<b>227.86</b>
YOY	-	-	-	56.97%	162.49%	337.80%	291.57%	146.67%	10.02%	34.17%
占比	0.93%	0.93%	1.22%	1.13%	1.57%	4.31%	3.30%	3.64%	4.59%	4.23%
毛利率(%)	-3.62%	-	-	15.98%	-	-	13.04%	10.74%	10.19%	10.37%
门店数	156	-	-	203	260	399	399	654	748	748

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2,957	3,535	4,253	4,938
现金	705	729	1,451	1,117
交易性金融资产	280	280	280	280
应收账款	225	393	223	568
其它应收款	126	212	172	297
预付账款	58	78	82	102
存货	305	558	454	747
其他	1,259	1,284	1,590	1,827
<b>非流动资产</b>	2,820	3,081	4,201	4,803
金额资产类	28	28	28	28
长期投资	134	168	211	269
固定资产	1,491	1,682	2,708	3,223
无形资产	255	287	329	354
在建工程	118	117	117	117
其他	794	800	807	812
<b>资产总计</b>	5,777	6,616	8,453	9,741
<b>流动负债</b>	2,775	2,948	3,990	4,356
短期借款	367	496	625	735
应付款项	1,088	848	1,505	1,408
预收账款	0	0	0	0
其他	1,320	1,605	1,861	2,213
<b>非流动负债</b>	124	124	124	124
长期借款	0	0	0	0
其他	124	124	124	124
<b>负债合计</b>	2,899	3,073	4,115	4,480
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,879	3,543	4,338	5,260
<b>负债和股东权益</b>	5,777	6,616	8,453	9,741

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	766	322	1,979	387
净利润	537	645	775	902
折旧摊销	197	135	218	177
财务费用	13	17	22	27
投资损失	(16)	6	15	9
营运资金变动	(35)	(549)	888	(794)
其它	71	67	60	66
<b>投资活动现金流</b>	(443)	(409)	(1,363)	(804)
资本支出	(379)	(368)	(1,303)	(734)
长期投资	(98)	(35)	(45)	(61)
其他	34	(6)	(15)	(9)
<b>筹资活动现金流</b>	(433)	112	107	83
短期借款	71	129	129	110
长期借款	(200)	0	0	0
其他	(305)	(17)	(22)	(27)
<b>现金净增加额</b>	(105)	25	722	(335)

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5,389	6,360	7,567	8,991
营业成本	3,358	3,966	4,730	5,646
营业税金及附加	44	51	60	72
营业费用	832	955	1,138	1,363
管理费用	268	314	371	441
研发费用	279	350	407	481
财务费用	(18)	1	1	(2)
资产减值损失	(37)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动损益	5	0	0	0
投资净收益	16	(6)	(15)	(9)
其他经营收益	28	44	48	55
<b>营业利润</b>	576	693	833	970
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	577	693	833	970
所得税	40	48	58	67
<b>净利润</b>	537	645	775	902
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	537	645	775	902
EBITDA	753	943	1,157	1,250
EPS (最新摊薄)	1.72	2.07	2.49	2.89

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.58%	18.03%	18.97%	18.82%
营业利润	4.45%	20.26%	20.18%	16.40%
归属母公司净利润	6.17%	20.14%	20.18%	16.40%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.69%	37.65%	37.49%	37.20%
净利率	9.96%	10.14%	10.24%	10.03%
ROE	18.65%	18.20%	17.86%	17.15%
ROIC	15.87%	18.55%	17.55%	16.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.17%	46.44%	48.68%	46.00%
净负债比率	100.70%	86.71%	94.84%	85.17%
流动比率	1.07	1.20	1.07	1.13
速动比率	0.48	0.55	0.53	0.52
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	1.03	1.00	0.99
应收账款周转率	30.43	27.72	35.79	31.70
应付账款周转率	6.31	6.74	6.78	6.60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.72	2.07	2.49	2.89
每股经营现金	2.46	1.03	6.35	1.24
每股净资产	9.23	11.36	13.91	16.87
<b>估值比率</b>				
P/E	18.51	15.41	12.82	11.01
P/B	3.45	2.80	2.29	1.89
EV/EBITDA	10.70	10.31	7.88	7.65

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>