

志邦家居 (603801.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 收入略超预期，毛利率延续改善趋势

业绩简评

4月27日公司发布2023年一季度报告，公司23年Q1实现营收8.0亿元，同比+6.2%，归母净利润0.5亿元，同比+0.5%，扣非归母净利润0.4亿元，同比+8.7%，收入略超市场预期。

经营分析

Q1 经销渠道疫情仍存影响，木门品类表现优异：分渠道来看，23年Q1公司直营/经销/大宗分别同比+15.7%/-6.8%/+4.5%至0.9/4.7/1.3亿元，22年Q4疫情对于家居企业出货层面影响滞后反应于23年Q1，而公司直营渠道依托“整家”打法的坚定推进，客单价进一步提升，并且广州直营市场开拓效果逐步显现，Q1整体增长仍具韧性。分产品来看，公司23年Q1厨/衣/木营收分别同比-12.8%/+6.8%/+79.5%至3.2/3.5/0.4亿元，衣柜、木门品类增长势能延续。

Q1 毛利率延续改善趋势，规模效应越发明显：公司23年Q1毛利率同比+1.8pct至36.9pct，预计主因原材料成本压力缓解叠加衣柜品类规模效应进一步显现，Q1厨/衣毛利率分别同比+3.5/1.6pct至46.5%/35.6%。费用率方面，23年1Q公司期间费用率同比+0.3pct至31.2%，其中销售/管理/研发费用率分别同比+1.2/-0.4/-0.4pct至17.6%/7.4%/6.4%。

315 活动期间表现优异，增长逐季提速可期：根据渠道调研反馈，依托春节前充分准备叠加把握整装渠道发展趋势，公司315活动期间前端接单情况优异，并且在“整家”发展思路下，预计公司客单价仍将延续提升态势，整体来看，公司Q2业绩端有望迎来显著改善，在衣柜、木门品类强劲发展势能的支撑下，结合基数及需求释放节奏，后续有望呈现增长逐季提速趋势。此外，22年及23Q1公司南方市场开拓已初现成效，随着在前期弱势区域的发展突破，公司中长期成长驱动力依然充足。

盈利预测、估值与评级

我们维持此前盈利预测，预计公司2023/2024/2025年EPS分别为2.08/2.46/2.92元，当前股价对应PE为16/14/12倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨；竣工速度不及预期；整装渠道拓展不畅。

轻工组

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.57元

相关报告：

- 《志邦家居公司点评：衣柜发展势能强劲，盈利提升将持续》，2023.4.27
- 《志邦家居公司点评：4Q盈利较为优异，衣柜势能有望延续》，2023.3.12
- 《3Q业绩韧性凸显，盈利改善趋势有望延续-志邦家居三季报点评》，2022.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,458	7,646	9,002
营业收入增长率	34.17%	4.58%	19.85%	18.38%	17.74%
归母净利润(百万元)	506	537	648	768	909
归母净利润增长率	27.84%	6.17%	20.73%	18.49%	18.40%
摊薄每股收益(元)	1.619	1.721	2.078	2.462	2.915
每股经营性现金流净额	1.38	2.16	2.61	3.26	4.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.51%	18.65%	19.31%	20.12%	20.84%
P/E	18.79	15.62	16.15	13.63	11.52
P/B	3.67	2.91	3.12	2.74	2.40

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,840	5,153	5,389	6,458	7,646	9,002	货币资金	825	668	705	909	1,076	1,463
增长率		34.2%	4.6%	19.8%	18.4%	17.7%	应收款项	420	417	351	456	533	607
主营业务成本	-2,378	-3,285	-3,358	-4,013	-4,751	-5,611	存货	329	388	305	413	488	575
%销售收入	61.9%	63.8%	62.3%	62.1%	62.1%	62.3%	其他流动资产	916	1,314	1,596	1,182	1,319	1,506
毛利	1,462	1,867	2,031	2,445	2,894	3,391	流动资产	2,490	2,787	2,957	2,959	3,415	4,151
%销售收入	38.1%	36.2%	37.7%	37.9%	37.9%	37.7%	%总资产	60.3%	52.6%	51.2%	48.0%	50.1%	53.6%
营业税金及附加	-33	-40	-44	-58	-69	-81	长期投资	69	78	169	169	169	169
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,227	1,548	1,609	1,766	1,895	2,007
销售费用	-574	-756	-832	-988	-1,170	-1,368	%总资产	29.7%	29.2%	27.8%	28.6%	27.8%	25.9%
%销售收入	14.9%	14.7%	15.4%	15.3%	15.3%	15.2%	无形资产	173	269	296	321	345	378
管理费用	-206	-232	-268	-339	-398	-468	非流动资产	1,639	2,511	2,820	3,207	3,402	3,596
%销售收入	5.4%	4.5%	5.0%	5.3%	5.2%	5.2%	%总资产	39.7%	47.4%	48.8%	52.0%	49.9%	46.4%
研发费用	-226	-282	-279	-355	-413	-486	资产总计	4,128	5,298	5,777	6,167	6,817	7,747
%销售收入	5.9%	5.5%	5.2%	5.5%	5.4%	5.4%	短期借款	108	305	375	273	112	0
息税前利润 (EBIT)	424	559	609	705	845	988	应付款项	994	1,259	1,706	1,625	1,874	2,235
%销售收入	11.1%	10.8%	11.3%	10.9%	11.1%	11.0%	其他流动负债	712	862	694	799	901	1,036
财务费用	-3	7	18	-3	0	25	流动负债	1,814	2,426	2,775	2,696	2,886	3,272
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	-0.3%	长期贷款	0	200	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	7	0	0	其他长期负债	86	81	124	115	115	114
公允价值变动收益	1	5	5	0	0	0	负债	1,900	2,707	2,899	2,811	3,001	3,386
投资收益	15	-1	16	10	10	3	普通股股东权益	2,228	2,591	2,879	3,356	3,816	4,362
%税前利润	3.5%	n.a	2.8%	1.4%	1.1%	0.3%	其中：股本	223	312	312	312	312	312
营业利润	436	552	576	739	875	1,036	未分配利润	1,102	1,422	1,773	2,162	2,623	3,168
营业利润率	11.4%	10.7%	10.7%	11.4%	11.5%	11.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-7	-2	1	-3	-3	-3	负债股东权益合计	4,128	5,298	5,777	6,167	6,817	7,747
税前利润	429	550	577	736	872	1,033	比率分析						
利润率	11.2%	10.7%	10.7%	11.4%	11.4%	11.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-34	-44	-40	-88	-105	-124	每股指标						
所得税率	7.9%	8.0%	7.0%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	1.771	1.619	1.721	2.078	2.462	2.915
净利润	395	506	537	648	768	909	每股净资产	9.976	8.296	9.232	10.761	12.238	13.987
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.761	1.379	2.155	2.609	3.261	4.049
归属于母公司的净利润	395	506	537	648	768	909	每股股利	0.600	0.860	0.660	0.831	0.985	1.166
净利率	10.3%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.1%	回报率						
							净资产收益率	17.75%	19.51%	18.65%	19.31%	20.12%	20.84%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.58%	9.54%	9.29%	10.51%	11.26%	11.73%
							投入资本收益率	16.44%	16.48%	17.27%	17.00%	18.83%	19.82%
净利润	395	506	537	648	768	909	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	29.65%	34.17%	4.58%	19.85%	18.38%	17.74%
非现金支出	112	145	187	164	182	201	EBIT增长率	22.17%	31.70%	8.97%	15.72%	19.93%	16.82%
非经营收益	-18	9	-16	19	5	4	净利润增长率	20.04%	27.84%	6.17%	20.73%	18.49%	18.40%
营运资金变动	128	-229	-35	-17	62	149	总资产增长率	33.37%	28.34%	9.05%	6.73%	10.55%	13.64%
经营活动现金净流	617	431	672	814	1,017	1,262	资产管理能力						
资本开支	-391	-515	-379	-323	-378	-398	应收账款周转天数	21.6	9.3	12.0	12.0	12.1	12.2
投资	-51	-45	-102	0	0	0	存货周转天数	41.7	39.8	37.6	37.6	37.5	37.4
其他	-42	44	38	10	10	3	应付账款周转天数	55.2	49.4	57.9	54.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-484	-516	-443	-313	-368	-395	固定资产周转天数	113.2	103.7	101.0	87.5	75.3	64.4
股权募资	0	0	0	88	0	0	偿债能力						
债权募资	95	389	-129	-103	-161	-112	净负债/股东权益	-46.73%	-14.10%	-21.19%	-27.31%	-32.61%	-39.98%
其他	-116	-211	-298	-280	-320	-367	EBIT利息保障倍数	139.3	-78.9	-33.4	277.0	-8,409.1	-38.9
筹资活动现金净流	-20	178	-428	-295	-481	-479	资产负债率	46.03%	51.10%	50.17%	45.58%	44.02%	43.70%
现金净流量	112	92	-199	205	168	388							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-31	买入	23.57	N/A
2	2021-10-26	买入	22.26	N/A
3	2022-04-27	买入	22.11	N/A
4	2022-08-29	买入	20.71	N/A
5	2022-10-31	买入	20.91	N/A
6	2023-03-12	买入	32.40	N/A
7	2023-04-27	买入	31.86	N/A

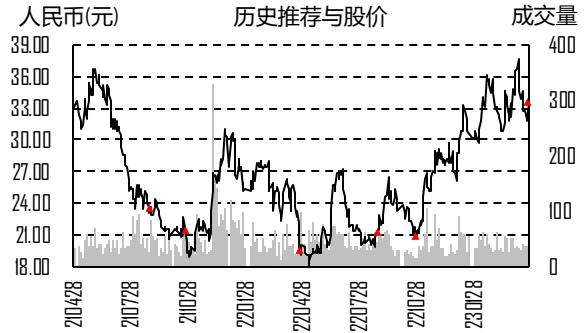
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402