

2023年4月28日

# 衣柜、木门业务放量，盈利能力持续提升

## 志邦家居(603801)

评级:	买入	股票代码:	603801
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	38.18/18.4
目标价格:		总市值(亿)	104.68
最新收盘价:	32.73	自由流通市值(亿)	104.68
		自由流通股数(百万)	311.82

### 事件概述

公司发布2022年年报及2023年度一季报：2022年公司实现53.89亿元，同比+4.58%，归母净利润5.37亿元，同比+6.17%，扣非后归母净利4.98亿元，同比+8.15%，整体经营目标全面完成。2023Q1公司实现营收8.06亿元，同比+6.20%，归母净利润0.52亿元，同比+0.49%，扣非后归母净利0.43亿元，同比+8.69%。

**现金流方面**，22年经营现金流净额为7.66亿元，同比+54.42%，主要系零售销售增长带动现金流入增长，材料采购支出同比下降使得现金流出减少所致；23Q1经营现金流净额为-1.06亿元，同比+63.87%，主要是因为销售增长致回款增加及支付其他与经营活动有关的现金下降所致。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利7元（含税）；同时以资本公积转增股本方式向全体股东每10股转增4股。

### 分析判断：

#### ► 产品端：衣柜业务保持快速增长，木门开拓顺利

**分产品看**，2022年公司整体厨柜/定制衣柜/木门分别实现营收27.37/21.03/2.28亿元，同比分别-6.73%/+19.49%/+34.17%，占主营业务收入比例分别为50.78%/39.02%/4.23%，占比较21年分别-6.16pct/+4.87pct/+0.93pct，公司衣柜体量不断提升成为重要的业绩增长点。公司立足安徽发展华东并布局全国，截至22年年末，公司覆盖1300+个县市，拥有各品类经销商共2500+家，各品类店面共4000+家，已形成整家销售格局；22年门店数净增489家至4231家，其中经销门店中厨柜/衣柜/木门分别净增31/107/349家至1722/1726/748家，而直营门店净增2家至35家。2023Q1公司整体厨柜/定制衣柜/木门分别实现营收3.18/3.53/0.40亿元，同比分别-18.07%/+4.28%/+81.84%。截至2023Q1公司门店数4287家，较22年末净增56家，其中经销门店中厨柜/定制衣柜/木门分别净增9/15/32家至1731/1741/780家，直营门店数量与22年底持平。

**分渠道看**，公司经销店/直营店/大宗业务/海外业务分别实现营收29.00/3.97/16.57/1.13亿元，同比分别+2.48%/+23.04%/0.36%/87.53%，占主营业务收入比例分别为53.81%/7.36%/30.75%/2.11%，公司以经销、大宗业务为主，直营、海外业务渠道为辅。2023Q1公司经销店/直营店/大宗业务/其他业务分别实现营收4.66/0.86/1.34/1.21亿元，同比分别-6.78%/+15.68%/+4.46%/+111.20%。

#### ► 利润端：毛利率同比均有所提升，期间费用管控较好

**盈利能力方面**，2022年公司毛利率、净利率分别为37.69%、9.96%，同比分别+1.44pct、+0.15pct；2023Q1公司毛利率、净利率分别为36.89%、6.40%，同比分别+1.81pct、-0.36pct。毛利率提升系衣柜业务规模效应发挥，分产品看，2022年公司整体厨柜/定制衣柜/木门业务毛利率分别为41.27%/38.52%/10.37%，同比分别+0.77/+4.09/-2.67pct。**期间费用方面**，2022年公司期间费用率为25.24%，同比+0.75pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为15.43%/4.97%/5.18%/-0.34%，同比+0.77/+0.47/-0.29/-0.20pct。2023Q1公司期间费用率为31.24%，同比+0.31pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为17.55%/7.36%/6.39%/-0.06%，同比分别+1.21/-0.37/-0.40/-0.12pct。

#### ► 发布2023限制性股票激励计划，激发团队活力

公司发布2023年限制性股票激励计划，公司拟向董事及中层管理人员在内的90人授予311.99万股（占总股本1%），授予价格15.53元/股，业绩考核目标以22年业绩为基数，23、24年营收增长率分别不低于12%、

24%，净利润增长率分别不低于 12%、24%，本激励计划有望充分调动公司管理人员积极性和创造性，有效提升团队凝聚力和企业竞争力。

### 投资建议

持续看好公司零售渠道稳步增长以及大宗业务客户结构的优化，公司橱柜、衣柜、木门对品类协同助推成长，渠道多点发力，我们调整此前的盈利预测，23、24 年公司营收分别由 66.28、77.43 亿元调整至 62.43、72.51 亿元，预计 25 年营收为 84.47 亿元；23、24 年 EPS 分别由 2.04、2.31 元调整至 1.99、2.29 元，预计 25 年 EPS 为 2.66 元，按照 2023 年 4 月 28 日收盘价 32.73 元/股，对应 PE 分别为 17/15/13 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧风险；房地产行业政策不确定性风险；原材料价格波动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,243	7,251	8,447
YoY (%)	34.2%	4.6%	15.8%	16.2%	16.5%
归母净利润(百万元)	506	537	619	715	830
YoY (%)	27.8%	6.2%	15.4%	15.5%	16.1%
毛利率 (%)	36.2%	37.7%	37.4%	37.3%	37.1%
每股收益 (元)	1.62	1.76	1.99	2.29	2.66
ROE	19.5%	18.6%	17.7%	17.0%	16.5%
市盈率	20.72	19.12	16.91	14.63	12.61

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

研究助理：宋妹旺

邮箱：xulf@hx168.com.cn

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,389	6,243	7,251	8,447	净利润	537	619	715	830
YoY (%)	4.6%	15.8%	16.2%	16.5%	折旧和摊销	197	157	163	167
营业成本	3,358	3,908	4,543	5,313	营运资金变动	-35	-380	255	256
营业税金及附加	44	50	58	68	经营活动现金流	766	376	1,100	1,233
销售费用	832	974	1,117	1,292	资本开支	-379	-90	-66	-52
管理费用	268	325	387	440	投资	-102	0	0	0
财务费用	-18	-20	-32	-45	投资活动现金流	-443	-71	-46	-29
研发费用	279	362	428	490	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-37	0	0	0	债务募资	-129	-367	0	0
投资收益	16	19	20	23	筹资活动现金流	-433	-376	0	0
营业利润	576	694	799	945	现金净流量	-105	-71	1,053	1,203
营业外收支	1	10	14	-2					
利润总额	577	704	813	943	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	40	84	98	113	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	537	619	715	830	营业收入增长率	4.6%	15.8%	16.2%	16.5%
归属于母公司净利润	537	619	715	830	净利润增长率	6.2%	15.4%	15.5%	16.1%
YoY (%)	6.2%	15.4%	15.5%	16.1%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.76	1.99	2.29	2.66	毛利率	37.7%	37.4%	37.3%	37.1%
					净利率	10.0%	9.9%	9.9%	9.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	9.3%	10.2%	9.9%	9.8%
货币资金	705	634	1,687	2,890	净资产收益率 ROE	18.6%	17.7%	17.0%	16.5%
预付款项	58	59	68	80	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	305	482	560	655	流动比率	1.07	1.35	1.58	1.78
其他流动资产	1,890	2,160	2,205	2,311	速动比率	<b>0.49</b>	<b>0.58</b>	<b>0.89</b>	<b>1.16</b>
流动资产合计	2,957	3,334	4,520	5,936	现金比率	0.25	0.26	0.59	0.87
长期股权投资	134	134	134	134	资产负债率	50.2%	42.6%	41.5%	40.7%
固定资产	1,491	1,458	1,394	1,293	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	255	255	255	255	总资产周转率	0.93	1.02	1.01	0.99
非流动资产合计	2,820	2,763	2,681	2,564	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,777	6,097	7,200	8,500	每股收益	1.76	1.99	2.29	2.66
短期借款	367	0	0	0	每股净资产	9.23	11.22	13.51	16.17
应付账款及票据	1,088	953	1,108	1,295	每股经营现金流	2.46	1.21	3.53	3.95
其他流动负债	1,320	1,522	1,755	2,037	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,775	2,475	2,863	3,332	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.12	16.91	14.63	12.61
其他长期负债	124	124	124	124	PB	2.91	2.99	2.48	2.08
非流动负债合计	124	124	124	124					
负债合计	2,899	2,599	2,987	3,457					
股本	312	312	312	312					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,879	3,498	4,213	5,043					
负债和股东权益合计	5,777	6,097	7,200	8,500					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。