

志邦家居（603801）：空白市场持续拓展，品类规模优势助力利润率提升

2023年4月28日

推荐/维持

志邦家居 公司报告

事件：公司发布 2022 年报与 2023 一季报。2022 年公司营业收入 53.9 亿元，同比+4.6%；归母净利润 5.4 亿元，同比+6.2%；扣非 5.0 亿元，同比+8.2%。其中 Q4 营业收入 18.7 亿元，同比+2.3%；归母净利润 2.2 亿元，同比 8.0%；扣非 2.0 亿元，同比+17.9%。2023 年 Q1 营业收入 8.1 亿元，同比+6.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比+0.5%；扣非 0.4 亿元，同比+8.7%。公司在 2022 全年以及 23Q1 均实现业绩稳定的增长。

分品类看，衣柜、木门快速覆盖空白市场，大家居布局持续推进。2022 全年厨柜、衣柜、木门分别实现营收 27.4 亿元、21.0 亿元、2.3 亿元，同比-6.7%、+19.5%、+34.2%；2023Q1 收入同比分别为-12.8%、+6.8%、79.5%。橱柜业务持续推进渠道下沉，门店数量保持扩张，截至 23Q1 末达 1731 家，较 22 年初净增 40 家，但橱柜受到线下消费不畅影响及大宗业务承压，收入呈现出下滑。**衣柜**对空白市场保持较高拓店速度，23Q1 达到 1741 家，相比 21 年末净开 122 家。公司持续推进整家战略，带动客单价提升，有效拉动衣柜业务增长。随着衣柜规模效应的持续体现，2022 年毛利率增加 4.1pct，23Q1 依然同比+1.6pct。**木门**在高速拓店阶段，截至 23Q1 已达到 780 家门店，对比 21 年末接近翻倍，推动收入高增。公司在 23Q1 门店数量达到 4287 家，相比与 21 年末净开 535 家，疫情的影响不改公司扩张逻辑，未来弹性可期。净增门店中多数为品类融合门店，并且公司不断强化产品套系化设计能力，从设计到渠道全方位推进多品类协同销售，未来有望不断带动客单价提升，持续为公司贡献业绩增量。

分渠道看，零售业务持续开拓，大宗业务保持稳健。2022 年直营业务收入 4.0 亿元，同比+23.0%；经销业务收入 29.0 亿元，同比+2.5%；大宗业务全年收入 16.6 亿元，同比+0.4%，2023Q1 基本延续了 22 年以来的变化趋势。**直营**业务受益广州直营分公司的落地，实现较高的增速。公司仅在合肥总部和广州市场为直营，广州直营公司有望逐步为公司打开华南市场。**经销**业务实现微增，优于行业，得益于衣柜、木门的拓店以及整装渠道开拓。整装渠道收入增速 20%。公司去年开始大力推进整装渠道，推出了超级邦体系强化与装企的合作，有望推动整装业务持续高增。从区域角度看，华东地区占经销业务收入 42%，22 年同比增速 4.4%，保持韧性；公司推动华东外区域的扩张，各区域均有小幅增长。**大宗**业务 22 年下半年以来受益于保交楼，全年实现持平，23Q1 大宗也稳步增长。公司持续优化客户结构控风险，开拓公寓等新业务，未来大宗有望稳健发展。此外，公司 22 年开始大力拓展海外渠道，目前收入达 1.1 亿元，同比+87%。公司在业务扩张上积极进取，在行业压力下保持渠道的拓展，为公司今年成长打下基础。展望未来，空白市场覆盖以及整装渠道的开拓，将持续为公司带来成长性。

衣柜毛利率提振公司净利率逆势上升。公司 2022 年毛利率 37.7%，同比+1.5pct；23Q1 毛利率 36.9%，同比+1.8pct。其中衣柜规模效应的显现，有效对冲 22 年原材料价格压力，推动公司整体毛利率逆势提升。今年至今原材料价格保持低位，23Q1 毛利率已有所提升，我们看好全年毛利率的向好。2022 年销售、管理、研发费用率分别+0.8、+0.5、-0.3pct，费用率整体呈现

公司简介：

志邦家居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规模级制造基地，从“更懂生活”的品牌理念出发，以定制设计和服务为优势，为全球亿万家庭提供从厨房到全屋的整体解决方案。公司主营业务为整体厨柜、衣柜等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售和安装服务。公司致力于为客户打造轻松、舒适、完备的整装家庭生活环境。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

52 周股价区间（元）	37.69-18.6
总市值（亿元）	99.35
流通市值（亿元）	99.35
总股本/流通 A 股（万股）	31,182/31,182
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.25

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044 shenyi@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480121050014

压力，主要因为疫情影响下收入有所不及预期，同时公司也积极投入营销费用推进多品类销售。综合来看，2022年净利率10.0%，同比+0.15pct，实现逆势上升。23Q1仍受疫情影响利润率有一定承压，展望全年在复苏态势下，费用率与毛利率均有望向好，我们看好公司利润率的上升。

盈利预测与投资评级：志邦家居在行业压力下保持了收入利润的双增长，展现出较强的业绩稳定性。公司管理团队年轻化，经营积极进取，同时持续投入中台建设，稳步推进大家居布局，我们看好公司在未来持续强化竞争力，凭借渠道与品类的扩张提升行业份额。预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.5、7.9、9.4亿元人民币，EPS为2.1、2.5、3.0元，目前股价对应PE分别为16.0、13.2、11.2倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产复苏不及预期；家居消费不及预期；原材料价格上涨超预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,152.80	5,388.78	6,451.36	7,644.85	8,982.61
增长率（%）	34.17%	4.58%	19.72%	18.50%	17.50%
归母净利润（百万元）	505.52	536.72	653.93	793.55	939.03
增长率（%）	27.84%	6.17%	21.84%	21.35%	18.33%
净资产收益率（%）	19.51%	18.65%	18.88%	19.63%	19.81%
每股收益（元）	1.62	1.76	2.10	2.54	3.01
PE	20.72	19.12	16.01	13.19	11.15
PB	4.05	3.64	3.02	2.59	2.21

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	2787	2957	3434	4310	5195	营业收入	5153	5389	6451	7645	8983						
货币资金	668	705	1188	1770	2476	营业成本	3285	3358	4098	4887	5740						
应收账款	147	207	177	209	246	营业税金及附加	40	44	53	63	74						
其他应收款	149	116	138	164	193	营业费用	756	832	955	1124	1311						
预付款项	49	58	53	56	62	管理费用	232	268	319	348	409						
存货	388	305	651	843	944	财务费用	-7	-18	4	-12	-19						
其他流动资产	127	12	23	35	35	研发费用	282	279	352	413	485						
非流动资产合计	2511	2820	2567	2601	2637	资产减值损失	43.33	36.94	-1.00	-1.00	-1.00						
长期股权投资	36	134	0	0	0	公允价值变动收益	5.28	5.00	5.14	0.00	0.00						
固定资产	1465	1491	1449	1556	1800	投资净收益	-1.34	16.36	7.51	11.94	9.73						
无形资产	232	255	245	235	226	加:其他收益	36.81	27.75	32.28	30.01	31.15						
其他非流动资产	538	642	437	300	100	营业利润	552	576	708	858	1016						
资产总计	5298	5777	6001	6911	7832	营业外收入	2.98	4.49	3.73	4.11	3.92						
流动负债合计	2426	2775	2421	2752	2974	营业外支出	5.08	3.95	4.51	4.23	4.37						
短期借款	295	367	0	0	0	利润总额	550	577	707	858	1015						
应付账款	485	580	647	802	924	所得税	44	40	53	64	76						
预收款项	0	0	0	0	9	净利润	506	537	654	794	939						
一年内到期的非流	10	8	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	281	124	117	118	117	归属母公司净利润	506	537	654	794	939						
长期借款	200	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
负债合计	2707	2899	2538	2870	3091	成长能力											
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	34.17%	4.58%	19.72%	18.50%	17.50%						
实收资本(或股本)	312	312	312	312	312	营业利润增长	26.50%	4.45%	22.79%	21.23%	18.37%						
资本公积	806	766	766	766	766	归属于母公司净利	27.84%	6.17%	21.84%	21.35%	18.33%						
未分配利润	1422	1773	2268	2845	3541	获利能力											
归属母公司股东权	2591	2879	3464	4042	4741	毛利率(%)	36.24%	37.69%	36.47%	36.08%	36.09%						
负债和所有者权益	5298	5777	6001	6911	7832	净利率(%)	9.81%	9.96%	10.14%	10.38%	10.45%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.54%	9.29%	10.90%	11.48%	11.99%						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	19.51%	18.65%	18.88%	19.63%	19.81%						
经营活动现金流	496	766	495	988	1129	偿债能力											
净利润	506	537	654	794	939	资产负债率(%)	51%	50%	42%	42%	39%						
折旧摊销	144.64	186.99	143.57	153.23	174.26	流动比率	1.15	1.07	1.42	1.57	1.75						
财务费用	-7	-18	4	-12	-19	速动比率	0.99	0.96	1.15	1.26	1.43						
应收账款减少	-30	-60	30	-33	-37	营运能力											
预收帐款增加	0	0	0	0	9	总资产周转率	1.09	0.97	1.10	1.18	1.22						
投资活动现金流	-516	-443	433	-206	-206	应收账款周转率	39	30	34	40	39						
公允价值变动收益	5	5	5	0	0	应付账款周转率	11.58	10.12	10.52	10.55	10.41						
长期投资减少	0	0	377	0	0	每股指标(元)											
投资收益	-1	16	8	12	10	每股收益(最新摊	1.62	1.76	2.10	2.54	3.01						
筹资活动现金流	179	-433	-445	-200	-218	每股净现金流(最	0.51	-0.36	1.55	1.87	2.26						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.30	9.23	11.11	12.96	15.21						
长期借款增加	200	-200	0	0	0	估值比率											
普通股增加	89	0	0	0	0	P/E	20.72	19.12	16.01	13.19	11.15						
资本公积增加	-113	-40	0	0	0	P/B	4.05	3.64	3.02	2.59	2.21						
现金净增加额	159	-111	483	582	705	EV/EBITDA	15.41	14.14	10.92	8.75	6.85						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业研究助理, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526