



Research and
Development Center

我们为什么看好志邦

—志邦家居(603801)公司跟踪报告

2023年06月27日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

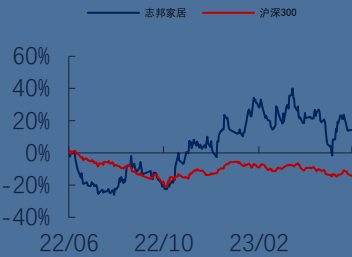
公司研究

公司跟踪报告

志邦家居 (603801)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	33.83
52 周内股价波动区间 (元)	37.69-19.90
最近一月涨跌幅 (%)	8.97
总股本 (亿股)	3.12
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	105.49

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

我们为什么看好志邦

2023 年 06 月 27 日

报告内容摘要：

- 规模扩张路径清晰，衣柜单店连续 2 年迈过百万门槛。**我们认为，志邦家居是一家稳健的企业，公司产品打法错位竞争、渠道打法聚焦激励赋能，成长路径清晰。2017-2022 年公司营收、净利 CAGR 分别为 20%、18%，2H19 以来单季收入增速维持行业较好水平，从渠道收入驱动来看：
 - 零售渠道：**门店数量&单店提货均稳步提升，华东地区营收占比 40%以上，南下布局稳步推进。截至 22 年底，公司门店数量合计 4231 家，相较于龙头企业仍有开店空间。分品类，其中 22 年橱柜、衣柜、木门的门店数分别 1722 家、1726 家、748 家，衣柜单店表现优异，22 年衣柜单店提货约 118 万元（同比+4.6%），终端店效持续提升。
 - 工程渠道：**2021 年以前工程和衣柜零售是公司增长主驱动，21 年以后随着地产环境的变化，公司工程渠道营收占比趋于稳定，22 年工程渠道营收占比为 31%，营收占比稳定，我们预计未来稳定发展趋势有望延续。
- 同店提升的基础是主动获客&扩单能力，重帮扶重激励。**同店=客户数*客单值：
 - 客户数，**在定制行业渠道快速分流的背景下，我们认为公司贴近消费者布局的渠道策略、以及重帮扶重激励的渠道管理，是支撑近年渠道快速成长的核心。公司曾开展全员下市场定点帮扶各级市场，通过稳步持续优化组织架构提升对终端的帮扶效率，并通过机制设置鼓励代理商加强主动营销获客。同时，加速整装能力构建，发布“超级邦”装企服务战略，打造总部、装企、加盟商共赢生态圈，拓展新渠道获客。
 - 客单值，**定制家居尤其橱柜在装修消费链条里次序靠前，公司橱柜起家，2015 年开始橱柜带衣顺利扩张，并布局木门墙板、卫浴产品、成品家居等品类。由于公司厨衣融合商占比高，在整家战略推进过程中具备产品研发一体化、营销策略一体化、终端服务一体化的优势，强化全案设计能力，促进整家单值提升。
- 成长兼具速度与质量，盈利稳健，规模效应释放或仍有降本空间。**虽然过去公司规模较快发展，但净利率水平基本稳定在 10%~11%，我们认为，主要因公司处于成长期，战略考虑规模优先、盈利稳健，且对标同行企业，未来净利率仍有提升空间。
 - 毛利率，**17 年以来综合毛利率稳定略升，其中衣柜业务规模效应持续释放，22 年综合毛利率 37.69%，同比+1.45pct，橱衣木毛利率分别为 40.76%/37.02%/13.29%，同比分别变动+0.77pct/+4.09pct/-2.67pct。未来来看，我们认为随着整家战略带动客单值增加，小品类毛利率均有望持续提升。
 - 费控人效，**17-22 年公司期间费用率平稳略增，从销售人员人效看，志邦的销售人均管理门店数量高于同行业公司，2019-2022 年销售人均门店管理数量约在 3-3.5 家左右，高于行业平均水平；从总体人效看，22 年员工人均创收、人均创利分别达 105 万元、10.4 万元，2017 年至今呈波动向上趋势。
 - ROE 和运营效率稳步提升，**近年 ROE 维持在 20%左右。随着大宗业务客户结构优化和代理工程比例增加，反映到公司的应收款和应收票据周转率提升。2017-2022 年收

现比维持在 1.04 左右，净利润现金含量维持在 1.3 左右。

- **多次股权激励激发团队活力，维持“买入”评级。**公司整装渠道拓展加速、零售渠道扩品类、提客单价，大宗客户结构优化，未来随着规模效应进一步释放，供应链提效降本或仍有空间。上市以来进行多轮股权激励，23 年面向中高管发布新一轮股权激励，激发团队活力。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.46 亿元、7.35 亿元、8.39 亿元，同比分别增长 20.4%、13.7%、14.2%，目前（2023 年 6 月 27 日）股价对应 2023 年 PE 为 16x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**经济环境波动风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,153	5,389	6,347	7,279	8,335
增长率 YoY%	34.2%	4.6%	17.8%	14.7%	14.5%
归属母公司净利润 (百万元)	506	537	646	735	839
增长率 YoY%	27.8%	6.2%	20.4%	13.7%	14.2%
毛利率%	36.2%	37.7%	37.0%	36.8%	36.6%
净资产收益率 ROE%	19.5%	18.6%	19.3%	18.9%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	1.62	1.72	2.07	2.36	2.69
市盈率 P/E(倍)	18.79	15.62	16.33	14.36	12.57
市净率 P/B(倍)	3.67	2.91	3.15	2.71	2.34

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 06 月 27 日收盘价

目录

一、规模扩张路径清晰.....	5
1.1 工程渠道稳健，零售同店增长接力.....	5
1.2 同店提升的基础是主动获客&扩单能力.....	7
二、盈利稳健，规模效应释放或仍有降本空间.....	10
三、投资建议.....	13
3.1 盈利预测.....	13
3.2 估值与投资评级.....	14
四、风险因素.....	16

表目录

表 1: 收入预测简表.....	13
表 2: 利润预测简表.....	13
表 3: 可比公司 2023 年平均 PE 约 15 倍.....	15

图目录

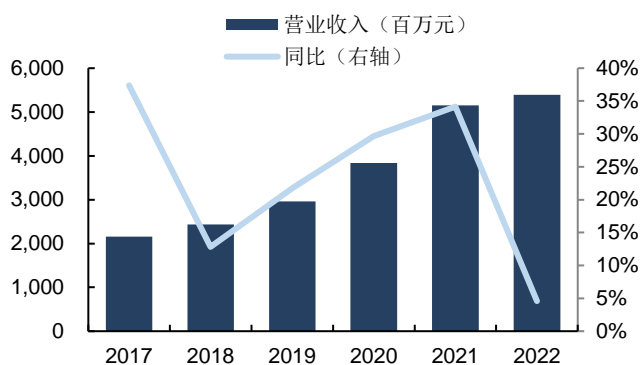
图 1: 2017-2022 年收入 CAGR 为 20%.....	5
图 2: 2H19 以来公司单季收入增速维持行业较好水平.....	5
图 3: 2017-2022 年归母净利 CAGR 为 18%.....	5
图 4: 2017-2022 年扣非净利 CAGR 为 23%.....	5
图 5: 2016-2021 年公司收入主要增量来自于零售衣柜&大宗.....	6
图 6: 2021 年以后大宗业务营收占比稳定.....	6
图 7: 零售渠道近年门店数量增长.....	6
图 8: 华东地区销售占比较高.....	6
图 9: 截止 23Q1 志邦门店数量相比龙头相比仍有开店空间.....	7
图 10: 衣柜单店表现亮眼，提货已连续两年迈过 100 万元门槛.....	7
图 11: 2022 年发布“超级邦”装企服务战略.....	7
图 12: 新零售助力终端获客.....	8
图 13: 多品类布局初步成型.....	8
图 14: 志邦产品展示.....	9
图 15: 2017-2022 年公司净利率水平稳定在 10%~11%.....	10
图 16: 对比同行，净利率仍有提升空间.....	10
图 17: 公司毛利率消耗分解.....	10
图 18: 公司 ROE 杜邦分析.....	10
图 19: 公司衣柜毛利率提升显著.....	11
图 20: 公司分渠道毛利率稳中有增.....	11
图 21: 公司 2017-2022 年各项期间费用率平稳.....	11
图 22: 组织优化人效提升，销售人员人均管理门店数高于同行.....	11
图 23: 公司员工数量近年来相对平稳.....	12
图 24: 公司人均创收、人均创利逐年提升.....	12
图 25: 公司 ROE 指标处于同行较高水平.....	12
图 26: 公司应收款及应收票据周转率提升.....	12
图 27: 公司总资产周转率高于行业平均水平.....	12
图 28: 公司收现比、净利润现金含量平稳.....	12
图 29: 2023 年股权激励方案目标.....	14

一、规模扩张路径清晰

我们认为，志邦家居是一家稳健的企业，公司产品打法错位竞争、渠道打法聚焦激励赋能，成长路径清晰。2017-2022 年公司营收、归母净利 CAGR 分别为 20%、18%，2H19 以来单季收入增速维持行业较好水平。

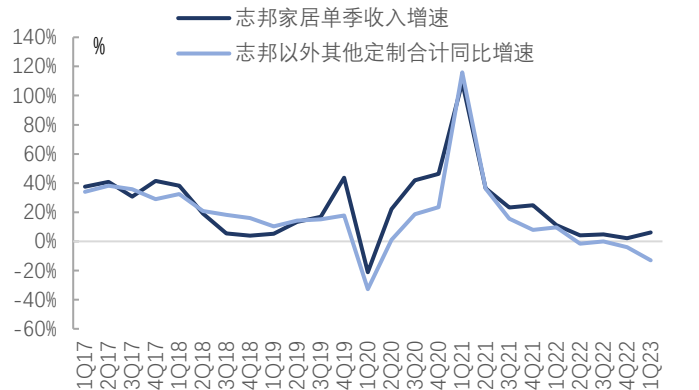
公司自 2015 年起由厨柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务体量不断提升，成为近年来重要的业绩增长点。目前，公司已按既定规划完善整家全品类布局，通过产品套系化开发的稳步推进，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板、卫浴产品、成品家居等品类协同效应已逐步呈现优势。

图 1: 2017-2022 年收入 CAGR 为 20%



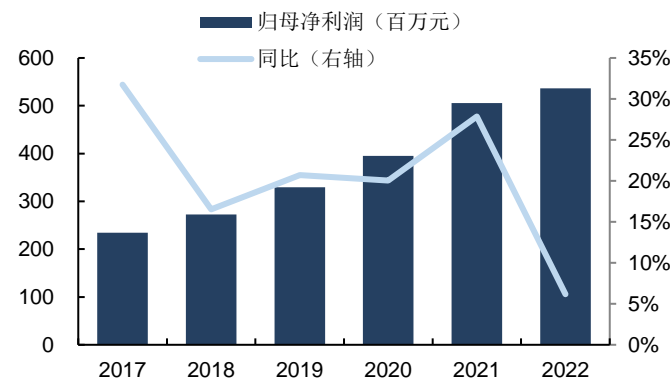
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2H19 以来公司单季收入增速维持行业较好水平



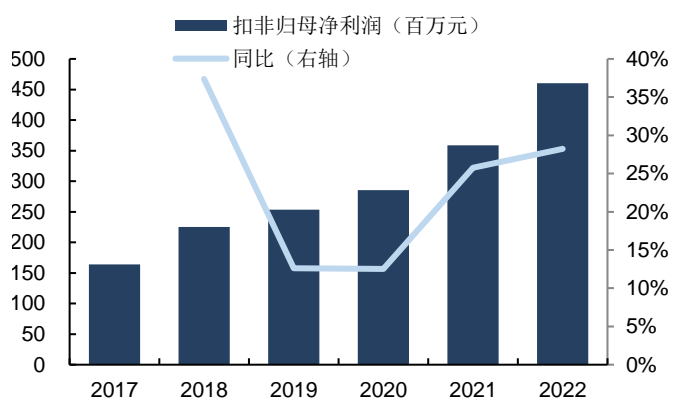
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2017-2022 年归母净利 CAGR 为 18%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2017-2022 年扣非归母净利 CAGR 为 23%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

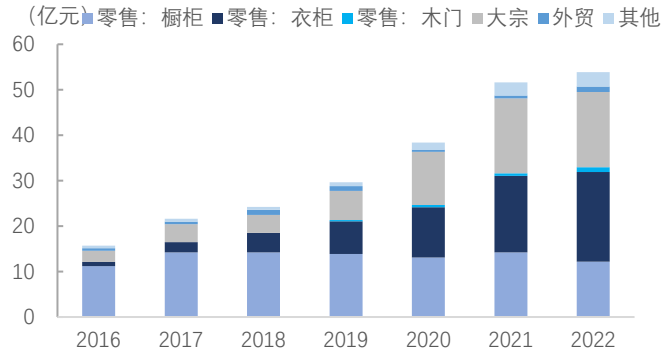
1.1 工程渠道稳健，零售同店增长接力

工程渠道: 我们预计未来稳扎稳打控风险趋势有望延续。2021 年以前工程和衣柜零售是公司增长主驱动，21 年以后随着地产环境的变化，公司工程渠道营收占比趋于稳定，22 年营收占比为 31%，营收占比稳定。截止 2022 年末，百强地产客户占比已达 36%，我们预计未来大宗业务稳定发展趋势有望延续。

大宗业务秉承公司一贯作风，稳扎稳打控风险，深度应用阿米巴经营理念，使得大宗

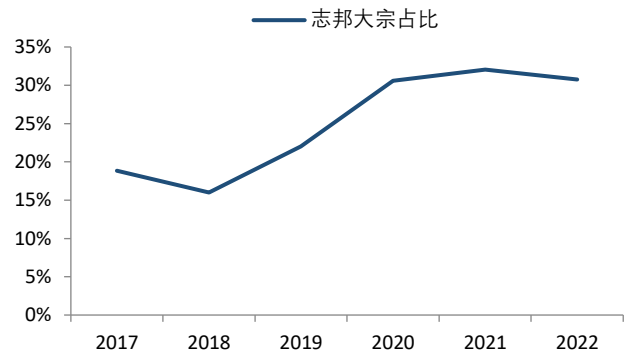
业务得到有序发展。一方面，大力巩固拓展与优质战略地产客户的合作，重点开发国央企客户，全年优质客户占比逐渐提升；及时开拓创新业务，探索适老公寓、企事业公寓、人才公寓等新业务领域，开发配套产品及展厅，首个工程养老、企业客户展厅呈现大众视野。另一方面，大宗制造端实现产线融合，缓解市场前端竞争压力，减弱终端价格带来的影响。

图 5：2016-2021 年公司收入主要增量来自于零售衣柜&大宗



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：2021 年以后大宗业务营收占比稳定

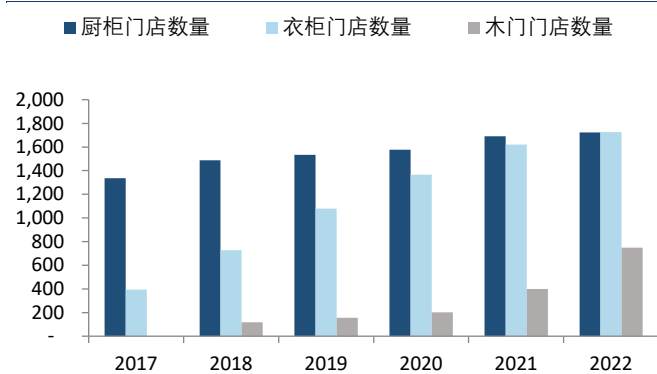


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

零售渠道：门店数量&单店提货均稳步提升，南下布局稳步推进。截至 22 年底，公司门店数量合计 4231 家，相较于龙头企业仍有开店空间。从门店区域分布来看，由于公司合肥起家且工厂布局相对单一，多年深耕华东区域，近年华东地区营收占比持续 40%以上。上市后公司加快全国拓展，北上南下战略稳步推进，布局清远工厂显示了公司对华南区域布局的高度重视，未来全国市场布局深化有望支撑规模进一步扩张。

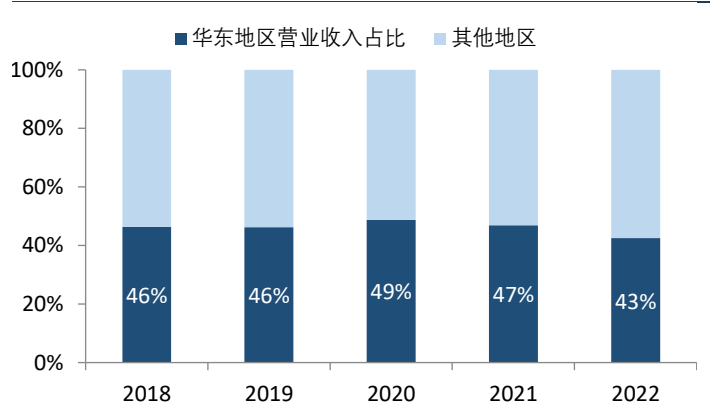
分品类，截至 22 年底，橱柜、衣柜、木门的门店数分别 1722 家、1726 家、748 家，衣柜单店表现优异，连续 2 年迈过 100 万元提货门槛，2022 年衣柜单店提货约 118 万元（同比 +4.6%），终端店效持续提升。

图 7：零售渠道近年门店数量增长

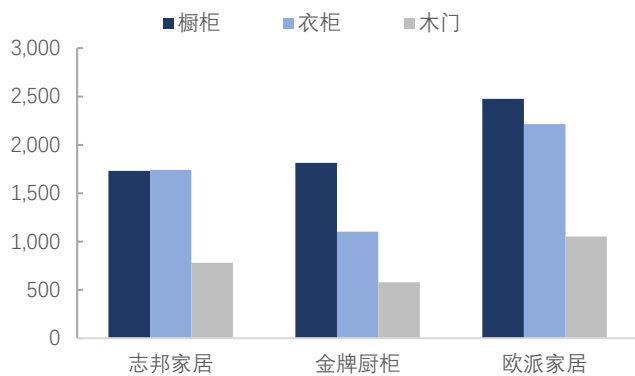


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

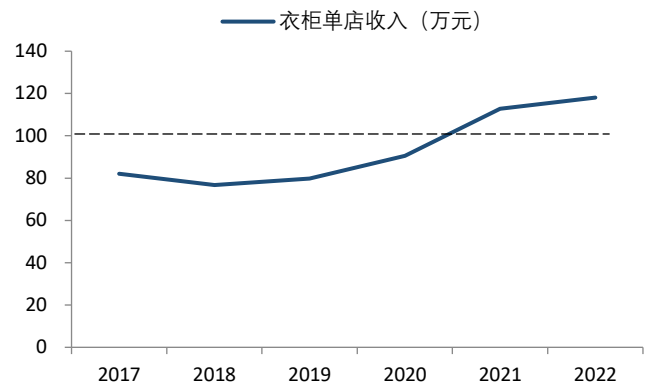
图 8：华东地区销售占比较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 截止 23Q1 志邦门店数量相比龙头仍有开店空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 衣柜单店表现亮眼, 提货已连续两年迈过 100 万元门槛


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 同店提升的基础是主动获客&扩单能力

同店=单店客户数*客单值，一方面，公司加强主动营销拓展客户数：在定制行业渠道快速分流的背景下，我们认为公司重帮扶重激励的渠道管理，是支撑近年渠道快速成长的核心。公司曾开展全员下市场定点帮扶各级市场，通过稳步持续优化组织架构提升对终端的帮扶效率，并通过机制设置鼓励代理商加强主动营销获客。

同时，加速整装能力构建，发布“超级邦”装企服务战略，打造总部、装企、加盟商共赢生态圈，拓展新渠道获客。聚焦“一体四面”持续打造整装战略模式，其中，“一体”指品牌、装企、服务商的命运共同体；“四面”主要围绕运营面、服务面、赋能面、合作面展开。

图 11: 2022 年发布“超级邦”装企服务战略


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

此外，公司围绕“男人下厨节”、“天网行动”等品牌 IP，聚焦头部移动互联网平台（阿里、京东、腾讯、字节跳动、百度等），洞察市场需求、搭建私域流量池、分析客户画像，从而进行精准数字引流，实现线下全流程客户服务转化；重点赋能全国 100 城，孵化、培育加盟商新零售团队，打造营销 BI 商业智能分析平台，洞察市场环境，分析消费者行为，监测跟踪加盟商订单全生命周期，实现高效精准营销。

建立自媒体营销和传播矩阵，围绕定制设计知识、产品实力、大咖分享，赋能全体经销商内容制造，提升品牌拉力，降低获客成本；持续推广“U客”平台软件的使用，实现一个入口，二个终端和九大赋能的加盟商门店数字化运营模式，搭建一套新的引流、转化体系，提高加盟商整体营销获客、服务转化能力；抓住直播风口，斥资打造全场景直播间和专业的直播团队，借助达人直播、明星直播等形式，设计618、“大牌升级，盛装派对”等主题活动，形成公司互联网引流阵地。

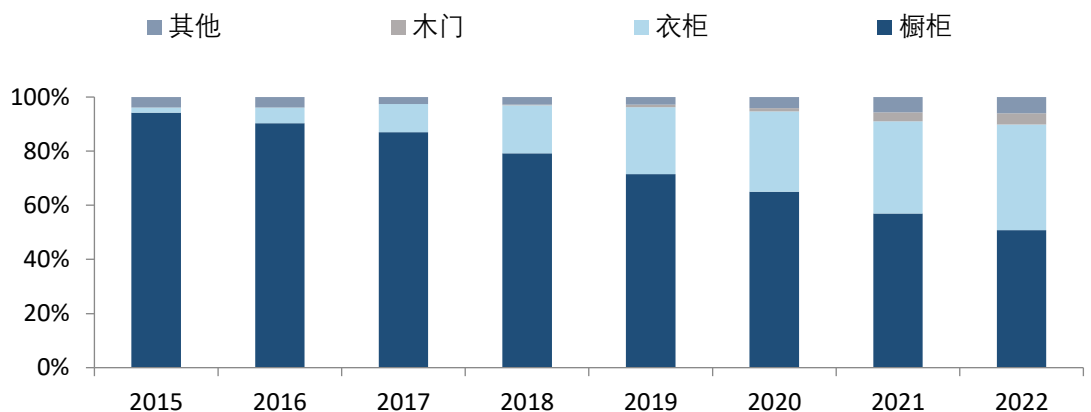
图 12: 新零售助力终端获客



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

另一方面，同商占比高、且持续品类扩张提单值，定制家居尤其橱柜在装修消费链条里次序靠前，公司橱柜起家，2015 年开始橱柜带衣顺利扩张，并布局木门墙板、卫浴产品、成品家居等品类。由于公司厨衣融合商占比高，在整家战略推进过程中具备产品研发一体化、营销策略一体化、终端服务一体化的优势，强化全案设计能力，促进整家单值提升。

图 13: 多品类布局初步成型



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司通过开放多品类共享多渠道资源，加大信息化投入，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现。在成熟的厨柜产品体系上，利用专业优势，扩充卫生间及阳台空间的产品。在定制衣柜规模稳步增长的带动下，公司积极拓展国内外知名家电、成品家具一线大品牌签约合作，如日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具、爱依瑞斯等高端品牌，打造多品牌矩阵，满足不同消费群体差异化需求。与此同时，门墙业务招商建店已完成初步布局，通过梳理门墙工艺逻辑和产品体系进一步提升门墙产品的市场竞争力。公司在把握

分层分级、有序扩充的原则下，逐步提升全品类一体化整家交付的能力，帮助消费者实现更完整、更智能、更便利的家，提升客户端体验及终端营销效率。

图 14: 志邦产品展示

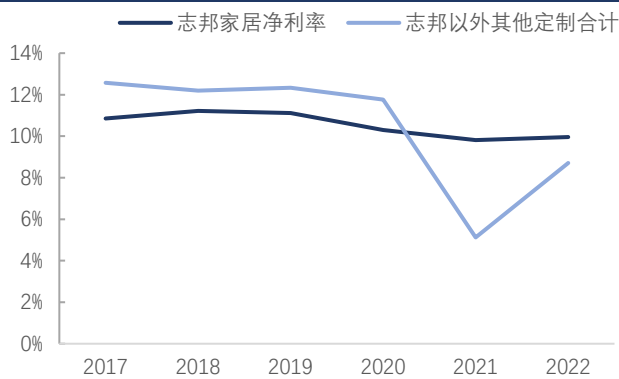


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

二、盈利稳健，规模效应释放或仍有降本空间

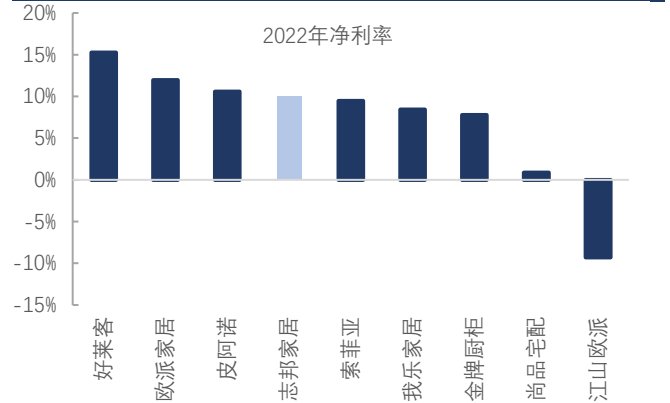
虽然过去公司规模较快发展，但净利率水平基本稳定在 10%~11%，我们认为，主要因公司处于成长期，战略考虑规模优先、盈利稳健，且对标同行企业，未来净利率水平仍有提升空间。

图 15: 2017-2022 年公司净利率水平稳定在 10%~11%



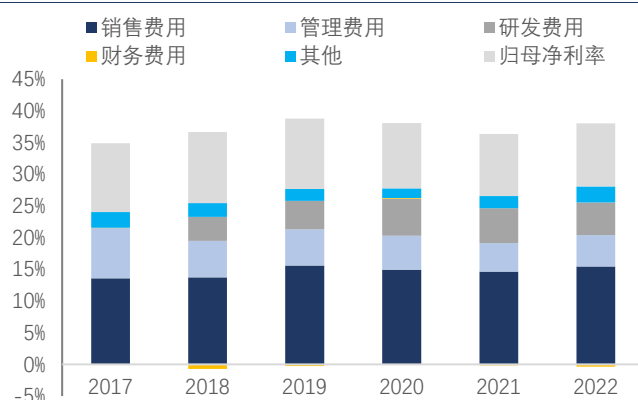
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 对比同行，净利率仍有提升空间



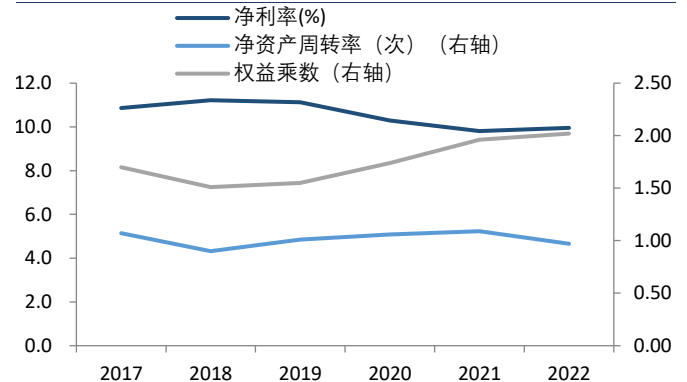
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 公司毛利率消耗分解



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

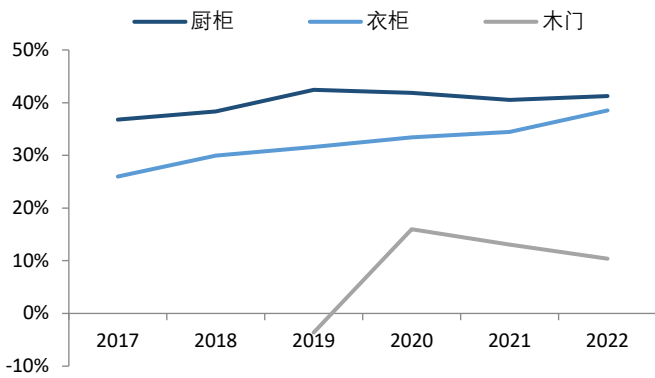
图 18: 公司 ROE 杜邦分析



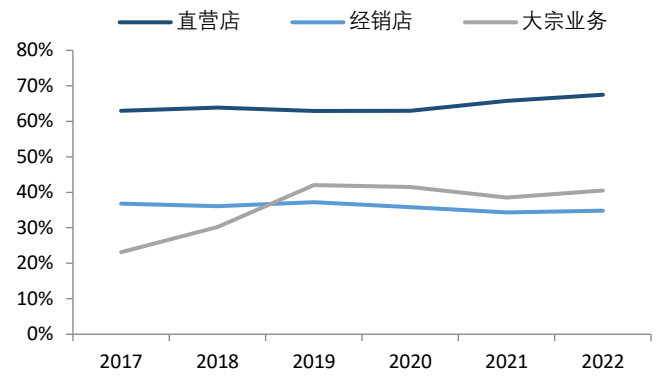
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1) 毛利率: 2017 年以来综合毛利率稳定略升, 其中衣柜业务规模效应持续释放, 2022 年综合毛利率 37.69%, 同比+1.45pct, 橱衣木毛利率分别为 41.3%/38.5%/10.4%, 同比分别变动+0.77pct/+4.09pct/-2.67pct; 分渠道来看, 直营店/经销店/大宗业务毛利率分别为 67.49%/34.82%/40.53%, 同比分别变动+1.69pct/+0.49pct/+2.04pct。未来来看, 我们认为随着整家战略带动客单值增加, 小体量品类毛利率均有望持续提升。

公司 2021 年借助流程体系建设率先推动供应链业务流程变革, 进行纵向一体化布局, 以 SCOR 模型为基础规划志邦“1+6+3”供应链体系, 即以“一个管控模式、六个核心业务、三个支撑要素”为核心能力的供应链体系。在组织、绩效、流程三位一体的管控模式下, 通过减少管理层级, 提升管理效率; 减少重复任务, 提高协同性; 完善制度、梳理规则, 减少差异提升规模效益, 从而提升供应链整体竞争力, 同时建立志邦采购内控安全体系, 防范潜在业务风险。

图 19: 公司衣柜毛利率提升显著


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

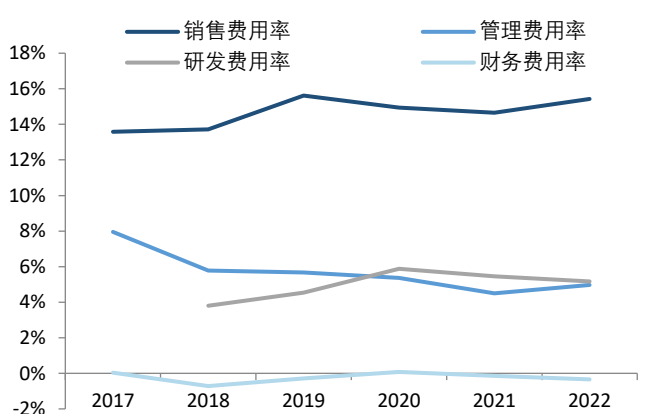
图 20: 公司分渠道毛利率稳中有增


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

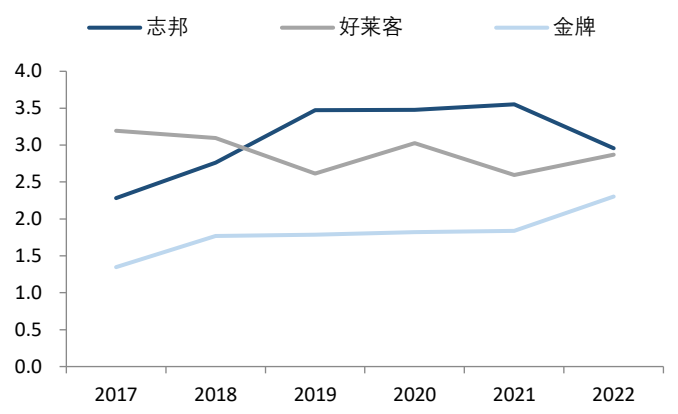
2) 费控人效: 2017-2022 年公司期间费用率总体平稳略增, 人效较为突出。2022 年公司销售费用率为 15.43%, 同比+0.77pct, 据年报, 主要由于工程服务费及销售薪酬增长所致。

从销售人员人效方面看, 志邦的销售人员人均管理门店数量高于同行业公司, 2019-2022 年销售人均门店管理数量约在 3-3.5 家左右, 行业内可比公司人均管理门店数量则约在 2-3 家之间。2022 年公司管理费用率为 4.97%, 同比+0.47pct, 据年报, 主要为规模发展职工人数增长导致薪酬增加以及为了提升生产效率进行产线合并导致淘汰闲置设备折旧增加所致。研发费用率 2020-2022 年提升至 5% 左右。

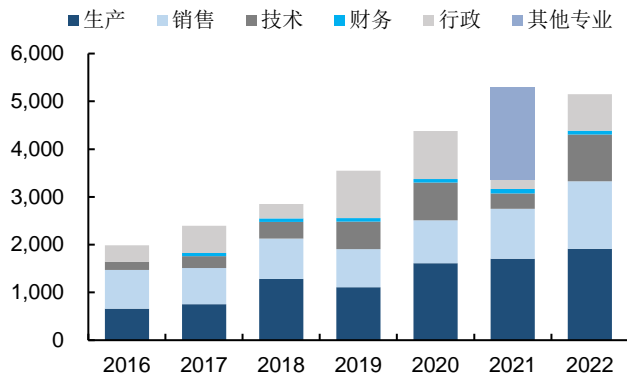
从总体人效方面看, 2022 年公司员工总数为 5151 人, 同比 21 年下降 151 人, 公司员工人均创收、人均创利分别达 105 万元、10.4 万元, 2017 年至今均呈波动向上趋势。

图 21: 公司 2017-2022 年各项期间费用率平稳


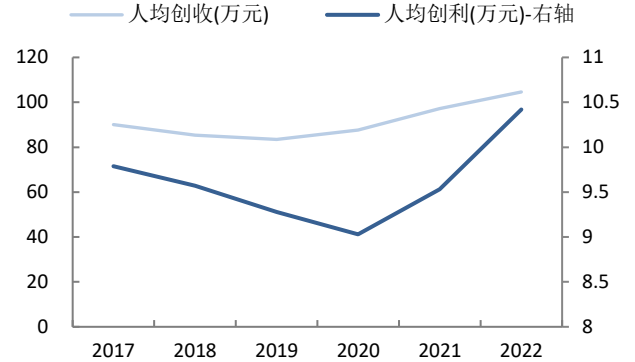
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 组织优化人效提升, 销售人员人均管理门店数高于同行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

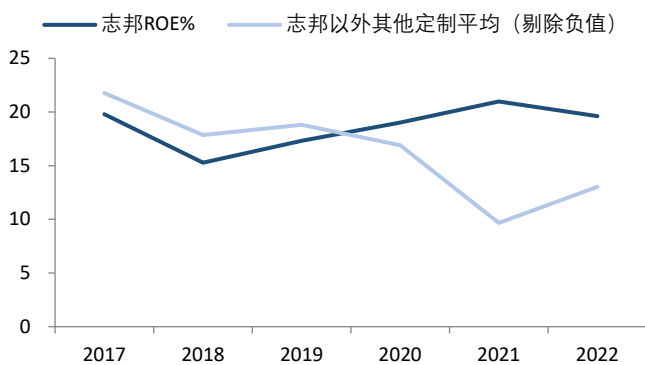
图 23: 公司员工数量近年来相对平稳


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

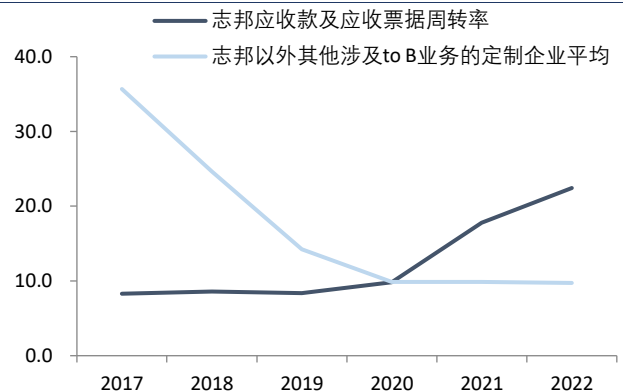
图 24: 公司人均创收、人均创利逐年提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

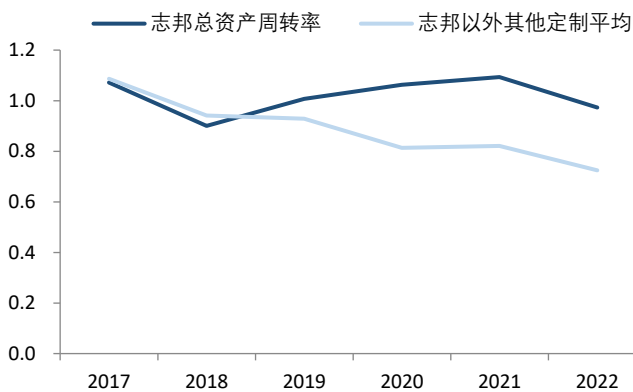
3) ROE 和运营效率: 2017-2022 年公司 ROE 稳步提升, 近年来维持在 20% 左右, 高于剔除负值后其他定制企业的平均水平。公司大宗业务一直以来发展稳健, 随着客户结构不断优化以及代理工程比例增加, 反映到近年来公司应收款及应收票据周转率提升。从现金指标看, 2017-2022 年公司收现比维持在 1.04 左右, 净利润现金含量则维持在 1.3 左右。

图 25: 公司 ROE 指标处于同行较高水平


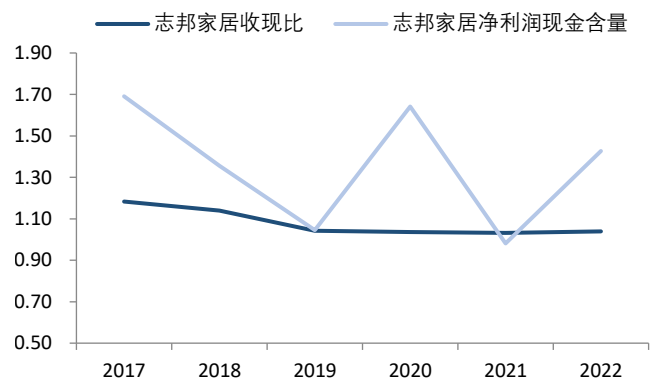
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 公司应收款及应收票据周转率提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 公司总资产周转率高于行业平均水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 公司收现比、净利润现金含量平稳


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、投资建议

3.1 盈利预测

收入预测假设：1) 我们预计 2023-2025 年在新开门店数量与单店收入提升的驱动下，公司传统零售渠道实现 15%左右增长，其中厨柜年新开门店约 50 家，衣柜年新开门店约 100-110 家、木门年新开门店约 100-200 家。2) 公司大宗渠道营收保持稳健增长，竣工景气回暖的背景下，我们预计 2023-2025 年公司大宗渠道营收增速为 15-20%左右。基于以上收入预测假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 63.47 亿元、72.79 亿元、83.35 亿元，同比分别增长 17.8%、14.7%、14.5%。

表 1: 收入预测简表

单位：万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售渠道收入	213,145	246,169	315,777	329,649	380,903	429,756	482,800
yoy	14.50%	15.50%	28.30%	4.40%	15.55%	12.83%	12.34%
大宗收入	63,947	117,453	165,125	165,727	198,872	228,703	263,009
yoy	63.70%	83.70%	40.60%	0.40%	20.00%	15.00%	15.00%
出口	10,826	4,663	6,050	11,345	14,748	19,172	24,924
yoy	-5.10%	-56.90%	29.70%	87.50%	30.00%	30.00%	30.00%
合计收入	296,214	384,044	515,280	538,878	634,720	727,878	833,540
yoy	21.70%	29.70%	34.20%	4.60%	17.79%	14.68%	14.52%

资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

毛利率和费用率假设：1) 考虑到公司配套品、新品类产品的销售逐步提升，对毛利率有一定摊薄效果，我们预计 2023-2025 年公司毛利率小幅略降，整体保持在 37%左右。2) 假设 2023-2025 年销售费用率、管理费用率、研发费用率均基本稳定。3) 假设未来几年公司无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.46 亿元、7.35 亿元、8.39 亿元，同比分别增长 20.4%、13.7%、14.2%，2023-2025 对应综合净利率在 10%左右。

表 2: 利润预测简表

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,840	5,153	5,389	6,347	7,279	8,335
%增长率	29.7%	34.2%	4.6%	17.8%	14.7%	14.5%
毛利	1,462	1,867	2,031	2,346	2,676	3,053
%销售收入	38.1%	36.2%	37.7%	37.0%	36.8%	36.6%
税金及附加	33	40	44	51	59	67
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	574	756	832	965	1,092	1,246

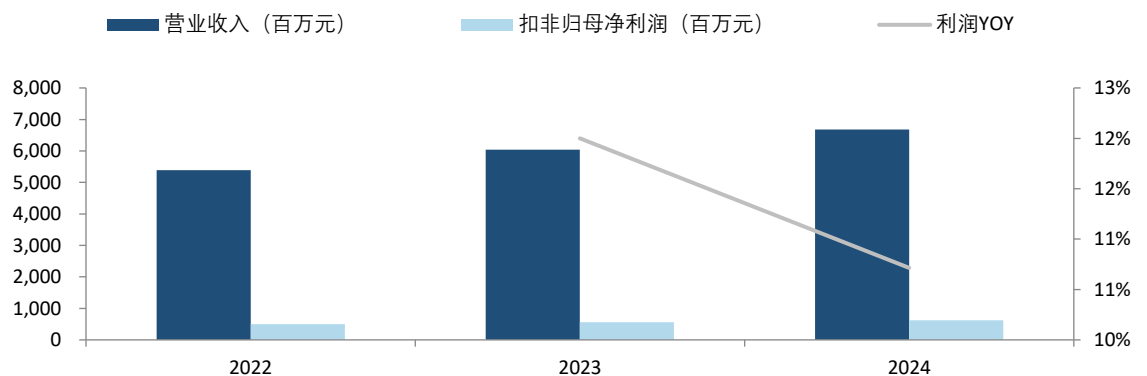
%销售收入	14.9%	14.7%	15.4%	15.2%	15.0%	14.9%
管理费用	206	232	268	307	349	392
%销售收入	5.4%	4.5%	5.0%	4.8%	4.8%	4.7%
研发费用	226	282	279	328	377	431
%销售收入	5.9%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用	3	-7	-18	-27	-12	-10
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
营业利润	436	552	576	694	789	900
%增长率	13.3%	26.5%	4.5%	20.4%	13.7%	14.1%
所得税	34	44	40	48	55	63
所得税率	7.9%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
归属于母公司的净利润	395	506	537	646	735	839
净利率	10.3%	9.8%	10.0%	10.2%	10.1%	10.1%
%增长率	20.0%	27.8%	6.2%	20.4%	13.7%	14.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 估值与投资评级

多次股权激励激发团队活力，维持“买入”评级。公司整装渠道拓展加速、零售渠道扩品类、提客单价，大宗客户结构优化，未来随着规模效应进一步释放，供应链提效降本或仍有空间。上市以来进行多轮股权激励，23年面向中高管发布新一轮股权激励，激发团队活力。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.46亿元、7.35亿元、8.39亿元，同比分别增长20.4%、13.7%、14.2%，目前（2023年6月27日）股价对应2023年PE为16x，维持“买入”评级。

图 29：2023 年股权激励方案目标



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3: 可比公司 2023 年平均 PE 约 15 倍

公司	股价	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)
	2023/6/27		2023E	2024E	2023E	2024E	
欧派家居	95.4	581.3	31.5	36.9	18.4	15.7	3.6
索菲亚	18.6	169.6	13.3	15.6	12.7	10.9	2.9
尚品宅配	20.8	41.4	2.4	3.2	17.6	13.1	1.2
金牌厨柜	33.9	52.2	4.0	4.8	13.2	10.9	2.0
皮阿诺	18.3	34.1	2.3	3.5	14.9	9.8	2.7
我乐家居	7.8	24.6	1.9	2.2	13.2	11.2	2.4
江山欧派	39.0	69.0	4.2	5.2	16.4	13.2	4.8
平均					15.2	12.1	2.8
志邦家居	33.8	105.5	6.5	7.4	16.3	14.4	3.6

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (志邦家居为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期)

四、风险因素

宏观经济波动风险：家居板块消费受宏观经济影响较大，若国内经济景气下行，或将影响内需消费支出意愿，家居板块企业收入也或将受到较大影响，提示宏观经济波动风险。

原材料价格大幅上涨风险：原材料成本对家居行业上市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，企业盈利能力或将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,787	2,957	3,680	4,463	5,453	
货币资金	668	705	815	1,061	1,470	
应收票据	109	18	174	199	228	
应收账款	147	207	234	270	310	
预付账款	49	58	69	79	90	
存货	388	305	439	504	579	
其他	1,427	1,665	1,950	2,349	2,775	
非流动资产	2,511	2,820	3,021	3,190	3,286	
长期股权投资	36	134	134	134	134	
固定资产	1,465	1,491	1,655	1,790	1,897	
无形资产	232	255	255	255	255	
其他	778	939	976	1,011	1,000	
资产总计	5,298	5,777	6,701	7,653	8,739	
流动负债	2,426	2,775	3,222	3,641	4,115	
短期借款	295	367	367	367	367	
应付票据	316	508	606	697	799	
应付账款	485	580	691	795	912	
其他	1,330	1,320	1,559	1,784	2,037	
非流动负债	281	124	124	124	124	
长期借款	200	0	0	0	0	
其他	81	124	124	124	124	
负债合计	2,707	2,899	3,347	3,766	4,239	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,591	2,879	3,354	3,888	4,500	
负债和股东权益	5,298	5,777	6,701	7,653	8,739	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,153	5,389	6,347	7,279	8,335	
同比 (%)	34.2%	4.6%	17.8%	14.7%	14.5%	
归属母公司净利润	506	537	646	735	839	
同比	27.8%	6.2%	20.4%	13.7%	14.2%	
毛利率 (%)	36.2%	37.7%	37.0%	36.8%	36.6%	
ROE%	19.5%	18.6%	19.3%	18.9%	18.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.62	1.72	2.07	2.36	2.69	
P/E	18.79	15.62	16.33	14.36	12.57	
P/B	3.67	2.91	3.15	2.71	2.34	
EV/EBITDA	13.41	10.70	11.61	9.87	8.30	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,153	5,389	6,347	7,279	8,335	
营业成本	3,285	3,358	4,002	4,603	5,282	
营业税金及附加	40	44	51	59	67	
销售费用	756	832	965	1,092	1,246	
管理费用	232	268	307	349	392	
研发费用	282	279	328	377	431	
财务费用	-7	-18	-27	-12	-10	
减值损失合计	-43	-37	-50	-50	-60	
投资净收益	-1	16	19	22	25	
其他	30	-30	3	5	8	
营业利润	552	576	694	789	900	
营业外收支	-2	1	1	1	2	
利润总额	550	577	694	789	902	
所得税	44	40	48	55	63	
净利润	506	537	646	735	839	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	506	537	646	735	839	
EBITDA	697	753	871	1,000	1,140	
EPS(当年)(元)	1.62	1.72	2.07	2.36	2.69	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	496	766	794	1,085	1,231	
净利润	506	537	646	735	839	
折旧摊销	155	197	177	201	224	
财务费用	19	13	18	18	18	
投资损失	1	-16	-19	-22	-25	
营运资金变动	-229	-35	-117	72	82	
其它	44	71	89	82	93	
投资活动现金流	-516	-443	-444	-569	-518	
资本支出	-515	-379	-339	-342	-343	
长期投资	-45	-102	-10	0	0	
其他	44	38	-96	-228	-175	
筹资活动现金流	179	-433	-239	-269	-305	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	789	816	0	0	0	
支付利息或股息	-198	-204	-239	-269	-305	
现金流净增加额	157	-105	110	246	408	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。