

2023年08月28日

Q2 业绩表现亮眼，股权激励坚定未来信心

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:	38.18/20.13
目标价格:		总市值(亿)	106.04
最新收盘价:	24.29	自由流通市值(亿)	104.98
		自由流通股数(百万)	432.18

事件概述

公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营收 23.01 亿元，同比增长 13.04%；归母净利润 1.79 亿元，同比增长 13.66%；扣非后归母净利为 1.65 亿元，同比增长 17.10%。单季度看，2023Q2 实现营收 14.95 亿元，同比增长 17.11%，实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 20.01%，扣非后归母净利 1.21 亿元，同比增长 20.42%。上半年公司围绕“营销创新、整家提单、降本增效、品质交付、赋能提效”为核心，及时实施前方抢占、后方逆战的双战行动，并持续降本增效实现业绩稳步增长。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 3.39 亿元，比去年同期增加了 55.28%，主要因零售销售增长使得经营活动现金流入同比增长以及库存周转提升导致材料采购支出同比下降，使得现金流出增幅低于现金流入增幅所致。

分析判断:

► 收入端：衣柜、木门增长亮眼，持续加码整家、整装领域

2023H1 公司实现营收 23.01 亿元，同比增长 13.04%，其中 Q2 单季度实现营收 14.95 亿元，同比增长 17.11%。分业务看，23H1 公司整体厨柜/定制衣柜/木门墙板/其他产品分别实现营收 10.03/9.86/1.30/1.81 亿元，分别同比-1.28%/+18.20%/+76.01%/63.75%，得益于零售衣柜、零售木门、工程、直营及出口规模增长，上半年公司营收同比双位数增长。分渠道看，23H1 公司直营店/经销店/大宗业务/其他渠道分别实现营收 1.90/13.09/5.60/2.41 亿元，同比分别+12.85%/+5.48%/+18.16%/+59.13%。上半年公司提出全空间集成整家，打造“1 个整家、6 大价值、8 大套系”的整家内核，逐步升级终端店面形态，历经单品类单一空间发展到多品类多空间叠加，再到整家系统集成 3.0 店态，提供一站式全空间系统集成整家解决方案。整装方面，公司进行了整装大家居千坪展厅的云发布，并相继发布了“超级服务邦”、“全空间高效整装”、“十大超能力”等多维赋能体系，与多家优秀装企达成合作。产品创新方面，上半年公司对整体厨房再次升级，推出全新一代抗菌健康厨房，旨在全方位解决厨房细菌滋生问题；同时在产品性能上加大研发投入，推出多层防潮板、甄选 E0 级环保防潮基材等，还开发了一体台盆、智能镜、无背板等设计，有效阻隔浴室用水渗入，防潮性能大幅提升。研发设计上，公司打破单面框架固有思维，以门墙柜为整体特性出发，材质全面拉通，形成门墙柜套系化产品，推出无缝静音木门、突破“油改水”的核心技术。

► 利润端：盈利能力同比提升，费用有所优化

盈利能力方面，2023H1 公司毛利率 36.80%，同比提升 0.54pct，净利率 7.79%，同比提升 0.04pct。分业务看，公司整体厨柜/定制衣柜/木门墙板毛利率分别为 39.24%/39.04%/17.87%，同比分别-1.96%/+3.65%/+7.14pct，木门及衣柜业务随着规模效应释放毛利率提升明显；分渠道看，直营店/经销店/大宗业务毛利率分别为 69.15%/36.31%/33.29%，同比分别+2.95%/+2.45%/-5.51pct，大宗渠道毛利率略有下滑。期间费用方面，2023H1 期间费用率为 26.06%，同比-1.77pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.03%/5.62%/5.75%/-0.35%，同比分别-1.56%/-0.24%/-0.02%/+0.04pct，随着公司规模扩大，费用率有所优化。

► 推出股权激励等中长期计划，有效提升核心团队凝聚力和自身竞争力

公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），公司拟向中高层管理人员及核心骨干在内的 413 人授予股票期权数量 450 万份（占总股本 1.03%），行权价格 19.28 元/份，本次授予为一次性授予，无预留权益。本激励计划有利于吸引和留住公司中高层管理人员和核心骨干，充分调动其积极性和创造性，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，将公司、股东和核心团队三方利益充分绑定，利于公司长远发展。

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，我们维持此前的盈利预测，23-25 年公司营收分别为 62.43、72.51、84.47 亿元；由于公司总股本增加，23-25 年 EPS 由 1.99、2.29、2.66 元变动至 1.42、1.64、1.91 元，按照 2023 年 8 月 28 日收盘价 24.29 元/股，对应 PE 分别为 17/15/13 倍，**维持公司“买入”评级。**

风险提示

竣工数据不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧风险；原材料价格大幅上涨风险；短期疫情影响。

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	717	832
YoY (%)	27.8%	6.2%	15.4%	15.7%	16.0%
毛利率 (%)	36.2%	37.7%	37.4%	37.3%	37.1%
每股收益 (元)	1.62	1.76	1.42	1.64	1.91
ROE	19.5%	18.6%	17.1%	16.5%	16.1%
市盈率	14.99	13.83	17.13	14.80	12.75

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

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	717	832
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	1,101	1,234
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	-33	-46	投资活动现金流	-443	-71	-46	-29
研发费用	279	362	428	490	股权募资	0	125	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	-251	0	0
营业利润	576	694	800	947	现金净流量	-105	54	1,055	1,205
营业外收支	1	10	14	-2					
利润总额	577	704	814	945	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	40	84	98	113	成长能力 (%)				
净利润	537	619	717	832	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	717	832	净利润增长率	6.2%	15.4%	15.7%	16.0%
YoY(%)	6.2%	15.4%	15.7%	16.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.76	1.42	1.64	1.91	毛利率	37.7%	37.4%	37.3%	37.1%
					净利率	10.0%	9.9%	9.9%	9.8%
					总资产收益率 ROA	9.3%	10.0%	9.8%	9.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	18.6%	17.1%	16.5%	16.1%
货币资金	705	758	1,813	3,018	偿债能力 (%)				
预付款项	58	59	68	80	流动比率	1.07	1.40	1.62	1.82
存货	305	482	560	655	速动比率	0.49	0.63	0.94	1.20
其他流动资产	1,890	2,160	2,205	2,311	现金比率	0.25	0.31	0.63	0.91
流动资产合计	2,957	3,459	4,646	6,063	资产负债率	50.2%	41.8%	40.8%	40.1%
长期股权投资	134	134	134	134	经营效率 (%)				
固定资产	1,491	1,458	1,394	1,293	总资产周转率	0.93	1.00	0.99	0.98
无形资产	255	255	255	255	每股指标 (元)				
非流动资产合计	2,820	2,763	2,681	2,564	每股收益	1.76	1.42	1.64	1.91
资产合计	5,777	6,222	7,326	8,627	每股净资产	9.23	8.30	9.94	11.84
短期借款	367	0	0	0	每股经营现金流	2.46	0.86	2.52	2.83
应付账款及票据	1,088	953	1,108	1,295	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,320	1,522	1,755	2,037	估值分析				
流动负债合计	2,775	2,475	2,863	3,332	PE	13.83	17.13	14.80	12.75
长期借款	0	0	0	0	PB	2.91	2.93	2.44	2.05
其他长期负债	124	124	124	124					
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	437	437	437					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,879	3,623	4,339	5,171					
负债和股东权益合计	5,777	6,222	7,326	8,627					

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，10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，8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，2年从业经验。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。