

志邦家居(603801)

报告日期: 2023年08月29日

Q2 盈利能力稳步提升, 衣柜+整装表现较优

——志邦家居点评报告

投资要点

- 志邦家居发布 2023 年中报**
23H1 实现收入 23.01 亿元(+13.0%), 归母净利 1.79 亿元(+13.7%), 扣非归母净利 1.65 亿元(+17.1%); **23Q2** 单季收入 14.95 亿元(+17.1%), 归母净利 1.28 亿元(+20%), 扣非归母净利 1.21 亿元(+20.4%), 经营高质量增长。
- 衣柜贡献主要增量, 木门新品类高增**
 分品类拆分来看, 23H1 橱柜/衣柜/木门营收同比-1%/+18%/+76%; 23Q2 橱柜/衣柜/木门营收同比+5%/+26%/+75%。
 衣柜收入体量已经接近厨柜、均达 10 亿, 成为公司零售板块核心业务, 布局的门店逐渐运营成熟、同店增长较优 (+10%)。23H1 净增 111 家门店至 1837 家; 木门品类红利释放 23H1 收入体量提升至 1.3 亿, 净增 150 家门店至 898 家 (融入店为主), 公司多品类布局渐入佳境。
- Q2 大宗、零售齐拉动, 整装业务高潜力**
 - 1) **大宗渠道** 23H1 收入占比 24%、增速 18%, 23Q2 占比 28.5%、增速 23%, 优于整体, 主要系积极把握交付&竣工高峰的订单增量, 且客户结构较优。23H1 大宗毛利率 33.3% (-5.51pct)、我们判断主要系订单结构变化, 但费用同步降低 (23H1 市场服务费同比-24%), 预计大宗利润率维持较高水平。
 - 2) **整装板块崛起 (23H1 收入+40%)**, 与多家优秀装企达成合作, 同时通过超级邦服务体系赋能装企: 比如通过“电销+社群+新媒体等多渠道引流获客矩阵”的导入, 提前为客户进店做充分铺垫, 制定一对一差异化邀约策略等有效措施。
 - 3) **23Q2 直营渠道收入+11%、经销渠道收入+14%**, 零售端也保持双位数增长。
- 建立长效激励约束机制, 充分调动组织的积极性和创造性**
 - 1) 推新一期股权激励、上下同心, 公告拟授予 450 万份 (占总股本 1.03%) 股票期权、覆盖 413 位中高层及核心骨干, 行权价格 19.28 元 (较公告前 1 交易日均价的折价幅度 20%), 业绩考核目标与 4 月限制性股票激励一致 (23-24 年 vs21 年的收入利润分别同比+12/24%)。
 - 2) 南下战略持续推推进, 清远智能工厂一期预计 23 年底开始投入使用, 进一步提高生产效率, 充分整合本土化、供应链资源, 增强南方市场竞争力。
- 财务指标: 毛销差表现亮眼, 减值计提后利润率仍然较优**
 - 1) **毛销差**: 23Q2 毛利率 36.75% (-0.2pct), 但销售费用率 13.67%(-3.06pct) 预计与大宗业务中的经销模式占比下降相关, 毛销差 23.08% (+2.86pct) 表现亮眼。
 - 2) **23Q2 管理+研发费用率/财务费用率** 分别为 10.1%/-0.5% (+0.2/+0.2pct), 主要系新增股权激励成本、利息收入下降。
 - 3) **减值**: 23Q2 信用+资产减值损失较 22Q2 增加 0.6 亿, 主要针对阳光城及非国企客户应收款开展计提、后续计提预计较少, 实际经营利润率表现更优秀。
 - 4) **所得税** 单 Q2 为-337 万, 预计主要系递延所得税资产/负债科目变化带来的季度波动。

盈利预测与估值

投资评级: 买入(维持)

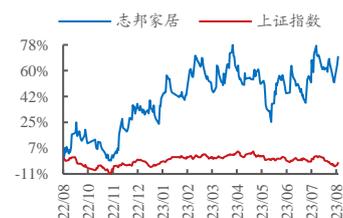
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.10
总市值(百万元)	10,957.35
总股本(百万股)	436.55

股票走势图



相关报告

- 1 《Q1 直营+海外渠道增长亮眼, 木门进入放量阶段》 2023.04.28
- 2 《22Q4 毛利率提升超预期, 衣柜木门快速增长》 2023.04.27
- 3 《Q4 利润率表现优异, 23 年增长动能充沛》 2023.03.13

志邦家居是积极求变的优质定制龙头，渠道端多点发力，产品套餐销售刚刚起步、潜力较大，看好在后续地产压力传导周期中仍能实现快速增长。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 62.05 亿/73.14 亿/86.16 亿元，分别增长 15.15%/17.87%/17.81%，归母净利润 6.24 亿/7.36 亿/8.62 亿，分别同比 +16.31%/17.97%/17.08%，对应当前 PE 17.55X/14.88X/12.71X，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**下游市场复苏不及预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,389	6,205	7,314	8,616
(+/-) (%)	4.58%	15.15%	17.87%	17.81%
归母净利润	537	624	736	862
(+/-) (%)	6.17%	16.31%	17.97%	17.08%
每股收益(元)	1.23	1.43	1.69	1.98
P/E	20.42	17.55	14.88	12.71

资料来源：浙商证券研究所

表1：志邦家居季度数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	682.51	1,225.72	1,413.94	1,830.62	758.74	1,276.51	1,481.71	1,871.82	805.74	1,494.88
YOY	109.09%	36.49%	23.18%	24.69%	11.17%	4.14%	4.79%	2.25%	6.20%	17.11%
归母净利润	50.60	101.17	148.31	205.45	51.29	106.48	157.15	221.80	51.54	127.79
YOY	213.23%	6.07%	0.85%	3.92%	1.37%	5.26%	5.96%	7.96%	0.49%	20.01%
扣非归母净利润	47.43	98.31	144.12	170.25	39.86	100.84	156.22	200.67	43.32	121.43
YOY	204.58%	10.91%	1.20%	-1.63%	-15.97%	2.57%	8.40%	17.87%	8.69%	20.42%
毛利率	36.48%	37.27%	35.48%	36.05%	35.08%	36.96%	37.46%	39.42%	36.89%	36.75%
期间费用率	29.66%	26.45%	22.87%	22.49%	30.92%	25.99%	23.26%	23.98%	31.24%	23.26%
其中：销售费用	98.92	193.90	187.97	274.73	124.01	213.62	211.94	282.08	141.43	204.39
销售费用率	14.49%	15.82%	13.29%	15.01%	16.34%	16.73%	14.30%	15.07%	17.55%	13.67%
其中：管理费用	50.97	49.65	63.44	67.77	58.67	60.63	71.91	76.40	59.31	70.05
研发费用	56.42	82.21	76.39	66.49	51.52	65.98	70.31	91.06	51.45	80.84
管理+研发费用率	15.74%	10.76%	9.89%	7.33%	14.52%	9.92%	9.60%	8.95%	13.75%	10.09%
其中：财务费用	-3.85	-1.52	-4.50	2.78	0.44	-8.42	-9.51	-0.76	-0.51	-7.50
财务费用率	-0.56%	-0.12%	-0.32%	0.15%	0.06%	-0.66%	-0.64%	-0.04%	-0.06%	-0.50%
归母净利率	7.41%	8.25%	10.49%	11.22%	6.76%	8.34%	10.61%	11.85%	6.40%	8.55%
存货	414.57	462.61	519.98	387.65	414.90	344.19	371.96	305.06	332.81	336.23
较上年同期增减	154.96	149.82	83.46	58.94	0.33	-118.42	-148.02	-82.59	-82.09	-7.96
应收票据	207.85	226.52	243.04	108.54	55.63	48.76	23.64	17.69	13.76	28.70
较上年同期增减	79.20	101.56	91.23	-98.79	-152.22	-177.76	-219.40	-90.86	-41.87	-20.06
应收账款	452.58	607.06	678.11	1,081.99	867.41	893.19	866.57	1,210.86	1,006.04	1,011.89
较上年同期增减	187.17	231.01	283.80	513.16	414.83	286.13	188.46	128.87	138.63	118.70
应付账款及应付票据	618.86	684.27	795.19	801.12	795.89	763.18	1,075.42	1,087.85	793.76	978.24
较上年同期增减	241.86	31.01	47.45	152.73	177.03	78.91	280.22	286.73	-2.13	215.06
预收账款	334.96	474.31	501.85	531.97	408.43	429.84	439.08	435.75	358.99	436.63
较上年同期增减	334.96	24.32	26.96	66.39	73.47	-44.47	-62.78	-96.23	-49.44	6.79
经营性现金流净额	-197.90	363.77	168.06	162.09	-292.89	511.18	380.42	167.22	-105.82	444.78
较上年同期增减	18.60	-33.81	89.65	-227.48	-94.98	147.41	212.36	5.13	187.06	-66.40
筹资性现金流净额	327.50	-115.65	-13.32	-19.19	19.98	-84.04	-83.81	-285.61	187.04	-116.78
较上年同期增减	190.88	-176.43	-7.68	188.52	-307.51	31.60	-70.49	-266.42	167.06	-32.74
资本开支	208.84	63.46	85.87	166.01	44.11	171.19	53.09	131.02	165.73	94.66
较上年同期增减	55.51	-21.15	-9.96	78.58	-164.72	107.73	-32.78	-34.99	121.62	-76.53
ROE	2.23%	4.48%	6.50%	8.32%	1.99%	4.23%	6.15%	8.04%	1.77%	4.42%
YOY (±)	4.58%	-0.63%	-1.14%	-1.03%	-0.24%	-0.25%	-0.36%	-0.27%	-0.22%	0.19%
资产负债率	45.77%	51.29%	51.37%	51.10%	48.31%	52.60%	53.72%	50.17%	46.97%	51.83%
YOY (±)	9.29%	1.79%	1.51%	5.07%	2.54%	1.32%	2.35%	-0.92%	-1.34%	-0.77%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 志邦家居收入分品类拆分一览(单位: 百万元)

单位: 百万元	2020A	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023Q1	2023Q2	2023H1
总收入	3840.44	1908.24	3244.56	5152.80	2035.25	3353.53	5388.78	805.74	1494.88	2300.63
YOY	29.65%	55.84%	24.03%	34.17%	6.66%	3.36%	4.58%	6.20%	17.11%	13.04%
归母净利润	395.44	151.76	353.76	505.52	157.78	378.95	536.72	51.54	127.79	179.33
YOY	20.04%	199.42%	2.61%	27.84%	3.96%	7.12%	6.17%	0.49%	20.01%	13.66%
整体厨柜										
收入	2498.60	1087.04	1847.12	2934.17	1016.68	1719.93	2736.61	318.37	685.31	1003.68
YOY	18.02%	33.90%	9.50%	17.43%	-6.47%	-6.89%	-6.73%	-12.79%	5.17%	-1.28%
占比	65.06%	56.97%	56.93%	56.94%	49.95%	51.29%	50.78%	39.51%	45.84%	43.63%
毛利率(%)	41.54%	41.81%	39.73%	40.50%	41.19%	41.32%	41.27%	46.48%	35.88%	39.24%
门店数	1576	1676	1691	1691	1745	1722	1722	1731		1807
单店收入(万元)	158.54	64.86	109.23	173.52	58.26	99.88	158.92			55.54
单店收入YOY	22.27%	27.59%	2.06%	9.45%	-10.17%	-8.56%	-8.41%			-4.67%
定制衣柜										
收入	1,140.87	680.66	1079.12	1,759.78	834.28	1268.46	2102.74	352.62	633.47	986.09
YOY	55.34%	97.98%	35.39%	54.25%	22.57%	17.55%	19.49%	6.80%	25.66%	18.20%
占比	29.71%	35.67%	33.26%	34.15%	40.99%	37.82%	39.02%	43.76%	42.38%	42.86%
毛利率(%)	33.40%	33.17%	35.22%	34.43%	35.38%	40.59%	38.52%	35.55%	40.98%	39.04%
门店数	1366	1528	1619	1619	1718	1726	1726	1741		1837
单店收入(万元)	83.52	44.55	66.65	108.70	48.56	73.49	121.83			53.68
单店收入YOY	22.59%	60.28%	14.23%	30.14%	9.01%	10.26%	12.08%			10.54%
木门										
收入	43.37	30.02	139.80	169.82	74.06	153.80	227.86	40.37	89.98	130.35
YOY	56.97%	162.49%	337.80%	291.57%	146.67%	10.02%	34.17%	79.48%	74.50%	76.01%
占比	1.13%	1.57%	4.31%	3.30%	3.64%	4.59%	4.23%	5.01%	6.02%	5.67%
毛利率(%)	15.98%			13.04%	10.74%	10.19%	10.37%	6.73%	22.87%	17.87%
门店数	203	260	399	399	654	748	748	780		898
单店收入(万元)	21.36	11.55	35.04	42.56	11.32	20.56	30.46			
其他										
收入	157.60	110.51	178.52	289.03	110.24	211.33	321.57	94.39	86.12	180.51
YOY	89.97%	92.51%	78.17%	83.40%	-0.25%	18.38%	11.26%	130.24%	24.38%	63.75%
占比	4.10%	5.79%	5.50%	5.61%	5.42%	6.30%	5.97%	11.71%	5.76%	7.85%
毛利率(%)	15.98%	18.55%	17.14%	17.68%	10.74%	26.55%	21.13%	22.44%	27.22%	24.72%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 志邦家居收入分渠道一览(单位: 百万元)

	22Q1	22Q2	22H1	23Q1	23Q2	23H1
直营收入	74.01	94.61	168.61	85.61	104.67	190.28
yoy				15.7%	10.6%	12.9%
经销收入	499.42	741.70	1241.12	465.56	843.57	1309.13
yoy				-6.8%	13.7%	5.5%
大宗业务	128.15	345.87	474.02	133.86	426.24	560.10
yoy				4.5%	23.2%	18.2%
占比	16.9%	27.1%	23.3%	16.6%	28.5%	24.3%
其他渠道	57.16	94.36	151.52	120.71	120.40	241.11
yoy				111.2%	27.6%	59.1%
合计	758.70	1276.53	2035.23	805.74	1494.88	2300.63
yoy				6.2%	17.1%	13.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,957	3,738	4,035	4,826
现金	705	1,285	1,163	1,544
交易性金融资产	280	280	280	280
应收账款	225	304	382	443
其它应收款	126	149	176	207
预付账款	58	76	79	98
存货	305	383	409	492
其他	1,259	1,259	1,546	1,762
非流动资产	2,820	3,081	4,201	4,803
金融资产类	28	28	28	28
长期投资	134	168	211	269
固定资产	1,491	1,682	2,708	3,223
无形资产	255	287	329	354
在建工程	118	117	117	117
其他	794	800	807	812
资产总计	5,777	6,818	8,236	9,628
流动负债	2,775	3,171	3,832	4,343
短期借款	367	496	625	735
应付款项	1,088	1,107	1,397	1,486
预收账款	0	0	0	0
其他	1,320	1,569	1,810	2,121
非流动负债	124	124	124	124
长期借款	0	0	0	0
其他	124	124	124	124
负债合计	2,899	3,296	3,957	4,467
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,879	3,523	4,279	5,161
负债和股东权益	5,777	6,818	8,236	9,628

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	766	877	1,134	1,101
净利润	537	624	736	862
折旧摊销	197	135	218	177
财务费用	13	17	22	27
投资损失	(16)	6	15	9
营运资金变动	(35)	27	83	(39)
其它	71	67	60	66
投资活动现金流	(443)	(409)	(1,362)	(803)
资本支出	(379)	(368)	(1,303)	(734)
长期投资	(98)	(35)	(45)	(61)
其他	34	(6)	(15)	(9)
筹资活动现金流	(433)	112	107	83
短期借款	71	129	129	110
长期借款	(200)	0	0	0
其他	(305)	(17)	(22)	(27)
现金净增加额	(105)	580	(121)	381

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,389	6,205	7,314	8,616
营业成本	3,358	3,873	4,601	5,406
营业税金及附加	44	50	58	69
营业费用	832	931	1,100	1,306
管理费用	268	307	358	422
研发费用	279	342	394	461
财务费用	(18)	1	(16)	4
资产减值损失	(37)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动损益	5	0	0	0
投资净收益	16	(6)	(15)	(9)
其他经营收益	28	43	47	53
营业利润	576	671	791	927
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	577	671	791	927
所得税	40	47	55	64
净利润	537	624	736	862
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	537	624	736	862
EBITDA	753	920	1,098	1,212
EPS (最新摊薄)	1.23	1.43	1.69	1.98

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	4.58%	15.15%	17.87%	17.81%
营业利润	4.45%	16.42%	17.97%	17.08%
归属母公司净利润	6.17%	16.31%	17.97%	17.08%
获利能力				
毛利率	37.69%	37.59%	37.10%	37.26%
净利率	9.96%	10.06%	10.07%	10.01%
ROE	18.65%	17.72%	17.21%	16.70%
ROIC	15.87%	18.12%	16.65%	16.29%
偿债能力				
资产负债率	50.17%	48.33%	48.04%	46.39%
净负债比率	100.70%	93.55%	92.46%	86.55%
流动比率	1.07	1.18	1.05	1.11
速动比率	0.48	0.64	0.52	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.99	0.97	0.96
应收账款周转率	30.43	33.21	29.32	28.24
应付账款周转率	6.31	6.43	6.67	6.92
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.43	1.69	1.98
每股经营现金	1.75	2.01	2.60	2.52
每股净资产	6.59	8.07	9.80	11.82
估值比率				
P/E	20.42	17.55	14.88	12.71
P/B	3.81	3.11	2.56	2.12
EV/EBITDA	10.70	14.27	12.19	10.82

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>