

家具

志邦家居（603801.SH）

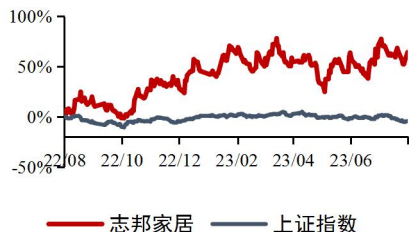
增持-A(维持)

2023 年上半年业绩表现靓丽，衣柜品类实现高质量增长

2023 年 8 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2023 年 8 月 28 日

收盘价（元）：	24.29
年内最高/最低（元）：	38.18/20.13
流通 A 股/总股本（亿）：	4.32/4.37
流通 A 股市值（亿）：	104.98
总市值（亿）：	106.04

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益：	0.41
摊薄每股收益：	0.41
每股净资产（元）：	9.15
净资产收益率：	6.29

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

8 月 28 日，公司披露 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营收 23.01 亿元，同比增长 13.04%，实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 13.66%，实现扣非归母净利润 1.65 亿元，同比增长 17.10%。

事件点评

23Q2 营收增速环比提升，归母净利润增长超过 20%。营收端，2023H1，公司实现营收 23.01 亿元，同比增长 13.04%，分季度看，23Q1、23Q2 分别实现营收 8.06、14.95 亿元，同比增长 6.20%、17.11%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 13.66%，分季度看，23Q1、23Q2 分别实现归母净利润 0.52、1.28 亿元，同比增长 0.49%、20.01%。2 季度公司营收增速环比提升，业绩端增速快于营收端主因销售费用率下降幅度较大。

衣柜品类实现高质量增长，木门墙板收入占比超过 5%。分产品看，2023H1，1）公司整体橱柜实现营收 10.04 亿元/-1.28%，收入占比为 43.6%；23Q2 橱柜营收同比增长 5.2%；2）定制衣柜实现营收 9.86 亿元/+18.20%，收入占比 42.9%，23Q2 衣柜业务实现同比 25.7% 的加速增长；3）木门墙板实现收入 1.30 亿元/+76.01%，收入占比为 5.7%。2023H1，整体橱柜、定制衣柜、木门墙板毛利率分别为 39.24%、39.04%、17.87%，同比-1.96、+3.65、+7.14pct。

23Q2 经销渠道加速展店，大宗渠道营收增速环比提升。分渠道看，2023H1，1）零售业务方面，经销渠道实现营收 13.09 亿元，同比增长 5.48%，收入占比 56.9%，经销商门店较期初净增 346 家至 4542 家（其中橱柜、衣柜、木门分别净增 85、111、150 家至 1807、1837、898 家），23Q1、23Q2 分别净增 56、290 家。整装渠道上半年预计实现营收 2 亿元，同比增长接近 40%。直营渠道实现营收 1.90 亿元，同比增长 12.85%，收入占比 8.3%，直营门店 35 家，与年初持平，估算公司直营店效上半年约 544 万，同比增长 6.4%。23Q2，公司直营和经销渠道收入同比分别增长 13.7%、10.6%。2）大宗业务方面，2023H1，实现营收 5.60 亿元，同比增长 18.16%，收入占比 24.4%，23Q2 大宗业务收入同比增长 23.2%。2023H1，经销商渠道、直营渠道、大宗渠道毛利率分别为 36.31%、69.15%、33.29%，同比+2.45、+2.95、-5.51pct。

今年上半年公司盈利能力稳中有升，强化费用管控。盈利能力方面，2023H1，公



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



司毛利率同比提升 0.54pct 至 36.8%，23Q1-23Q2 毛利率分别为 36.89%、36.75%，同比提升 1.8pct、下滑 0.2pct。期间费用率方面，2023H1，公司期间费用率合计下滑 1.8pct 至 26.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 15.0%/5.6%/5.8%/-0.3%，同比 -1.6/-0.2/-0.0/+0.0pct；23Q2，公司期间费用率合计下滑 2.7pct 至 23.3%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 13.7%/4.7%/5.4%/-0.5%，同比 -3.1/-0.1/+0.2/+0.2pct。叠加公司上半年计提资产减值准备 6542 万元，综合影响下，2023H1，公司归母净利润率 7.8%，同比提升 0.04pct，23Q2，公司归母净利润率 8.6%，同比提升 0.3pct。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货为 3.36 亿元，同比下降 2.31%，存货周转天数 153 天，同比减少 11 天。经营现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 3.39 亿元，同比增长 55.28%，主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。

投资建议

➢ 今年 2 季度，公司营收增速环比提升，业绩端实现靓丽增长。公司同日发布股权激励计划，拟向中高层管理人员及核心骨干 413 人授予股票期权 450 万份（占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.03%），股票期权行权价格为 19.28 元，有望持续激发员工积极性，彰显公司长远发展信心。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.42、1.66、1.94 元，8 月 28 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 17.2、14.7、12.5 倍，维持“增持-A”建议。

风险提示

➢ 原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；终端消费复苏不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,243	7,200	8,272
YoY(%)	34.2	4.6	15.8	15.3	14.9
净利润(百万元)	506	537	618	723	845
YoY(%)	27.8	6.2	15.2	17.0	16.8
毛利率(%)	36.2	37.7	36.1	36.2	36.4
EPS(摊薄/元)	1.16	1.23	1.42	1.66	1.94
ROE(%)	19.5	18.6	18.9	19.6	19.9
P/E(倍)	21.0	19.8	17.2	14.7	12.5
P/B(倍)	4.1	3.7	3.2	2.9	2.5
净利率(%)	9.8	10.0	9.9	10.0	10.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2787	2957	3114	4116	4329
现金	668	705	600	1838	1372
应收票据及应收账款	256	225	524	236	619
预付账款	49	58	86	69	107
存货	388	305	562	419	698
其他流动资产	1427	1665	1342	1554	1532
非流动资产	2511	2820	2775	3111	3364
长期投资	36	134	174	224	293
固定资产	1465	1491	1631	1781	1947
无形资产	232	255	278	295	316
其他非流动资产	778	939	692	810	807
资产总计	5298	5777	5889	7226	7692
流动负债	2426	2775	2513	3429	3335
短期借款	295	367	257	306	310
应付票据及应付账款	801	1088	777	1420	1124
其他流动负债	1330	1320	1479	1703	1901
非流动负债	281	124	97	101	107
长期借款	200	0	0	0	0
其他非流动负债	81	124	97	101	107
负债合计	2707	2899	2610	3530	3442
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	312	312	437	437	437
资本公积	806	766	641	641	641
留存收益	1541	1894	2259	2696	3199
归属母公司股东权益	2591	2879	3279	3696	4250
负债和股东权益	5298	5777	5889	7226	7692

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	496	766	371	1925	211
净利润	506	537	618	723	845
折旧摊销	145	187	161	165	190
财务费用	-7	-18	-7	-41	-54
投资损失	1	-16	-6	-6	-10
营运资金变动	-243	-37	-415	1084	-762
其他经营现金流	95	114	20	-1	2
投资活动现金流	-516	-443	-116	-479	-449
筹资活动现金流	179	-433	-360	-208	-228
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.23	1.42	1.66	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.75	0.85	4.41	0.48
每股净资产(最新摊薄)	5.94	6.59	7.51	8.47	9.74

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5153	5389	6243	7200	8272
营业成本	3285	3358	3991	4591	5261
营业税金及附加	40	44	51	57	67
营业费用	756	832	988	1135	1290
管理费用	232	268	310	351	404
研发费用	282	279	343	395	452
财务费用	-7	-18	-7	-41	-54
资产减值损失	-55	-84	-69	-36	-25
公允价值变动收益	5	5	4	5	5
投资净收益	-1	16	6	6	10
营业利润	552	576	672	784	913
营业外收入	3	4	3	3	4
营业外支出	5	4	6	5	5
利润总额	550	577	669	782	912
所得税	44	40	51	59	67
税后利润	506	537	618	723	845
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	506	537	618	723	845
EBITDA	705	765	830	928	1073

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.2	4.6	15.8	15.3	14.9
营业利润(%)	26.5	4.5	16.6	16.6	16.6
归属于母公司净利润(%)	27.8	6.2	15.2	17.0	16.8
获利能力					
毛利率(%)	36.2	37.7	36.1	36.2	36.4
净利率(%)	9.8	10.0	9.9	10.0	10.2
ROE(%)	19.5	18.6	18.9	19.6	19.9
ROIC(%)	16.4	16.1	17.1	17.3	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	50.2	44.3	48.9	44.7
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	17.8	22.4	16.7	19.0	19.4
应付账款周转率	4.5	3.6	4.3	4.2	4.1
估值比率					
P/E	21.0	19.8	17.2	14.7	12.5
P/B	4.1	3.7	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	14.6	13.2	12.1	9.6	8.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

