

志邦家居（603801）：业绩表现优秀，股权激励展现发展信心

2023年9月1日

推荐/维持

志邦家居

公司报告

事件：公司发布2023半年报。公司2023年H1营收23.0亿元，同比+13.0%；归母净利润1.8亿元，同比+13.7%。其中Q2营收14.9亿元，同比+17.1%；归母净利润为1.3亿元，同比+20.0%，增长较高。

分品类看，衣柜、木门拓展空白市场实现较高增速，是公司主要增长动力。2023上半年橱柜、衣柜、木门分别实现营收10.0亿元、9.9亿元、1.3亿元，同比-1.3%、+18.2%、+76.0%。1) **橱柜业务** Q2在大宗业务高增及消费复苏的带动下，恢复增长。毛利率同比-2.0pct，我们推测主要因大宗占比提升。门店继续推进下沉，门店数量在23H1净增85家至1807家。2) **衣柜方面**，渠道扩张、整家战略提升客单价叠加需求回补，有效拉动衣柜业务增长。公司仍积极覆盖空白市场，23H1门店净增111家至1741家。同时随着衣柜规模效应的继续体现，叠加原材料价格的回落，23H1年衣柜毛利率增加3.7pct。3) **木门**依然在快速拓店阶段，23H1净开店150家门店，达到898家，对比2021年末门店数量翻倍，推动收入高增。公司在23H1继续覆盖空白市场，各品类均实现扩店，扩张逻辑继续兑现，份额提升可期；同时公司不断建设品类融合门店，推动品类协同销售，带动客单价提升。

分渠道看，零售业务保持增长，大宗业务受益竣工增长。2023上半年直营、经销、大宗业务分别实现收入1.9亿元、13.1亿元、5.6亿元，同比+12.9%、+5.5%、+18.2%。1) **直营业务**因广州直营分公司的落地与开拓，实现较高的增速。2) **经销业务**增长动力主要来自于衣柜、木门业务的增长以及整装渠道的开拓。毛利率同比+2.5pct，原材料价格回落助力提升。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，效果明显，23H1整装渠道收入同比+40%。随体系的逐步成熟将覆盖更多区域，业务持续高增可期。3) **大宗业务**实现较高的增速，主要受益于“保交楼”的推进，带动的住宅竣工同比增加。业务毛利率同比-5.5pct，下降较多，我们推测主要因客户结构变化。公司持续拓展风险较低的国企，严格把控信用风险，大宗业务有望实现稳健发展。短期大宗支撑收入增长，后期零售将助力公司继续增长。公司在业务扩张上积极进取，持续立足华东，拓展全国市场，同时积极开拓整装渠道。展望未来，空白市场覆盖以及整装渠道的开拓，有望持续为公司带来成长性。

收入回暖助力盈利能力提升。公司2023H1毛利率36.8%，同比+0.5pct。毛利率受益于衣柜规模提升与原材料价格回落，实现提升。考虑到原材料价格仍处低位，我们认为毛利率将维持同比的稳定。2023H1销售、管理费用率分别同比-1.6、-0.2ct，研发、财务费用率基本持平。收入端回暖，公司费用率改善明显。报告期内公司计提各类资产减值准备合计6542万元，我们推测主要是某地产客户的信用风险暴露。综合来看，2023H1净利率7.8%，同比+0.04pct，在计提减值的背景下依然实现提升，全年利润率提升仍可期。

发布股权激励计划，提高员工能动性，展现公司发展信心。公司与中报同步发布股票期权激励计划（草案），公司拟授予股票期权数量450万份，占公司总股本的1.03%，激励对象涵盖413位中高层管理人员及核心骨干，激励计划业绩考核目标为2023、2024年营收及净利润较2022年增长率均分别不低于12%、24%。公司本次为今年第二次发布股权激励计划，覆盖到更

公司简介：

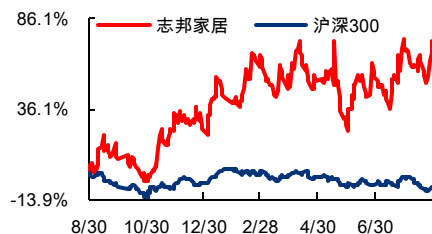
志邦家居专注于全屋定制家居的研发、生产与销售。拥有国内为数不多的规模级制造基地，从“更懂生活”的品牌理念出发，以定制设计和服务为优势，为全球亿万家庭提供从厨房到全屋的整体解决方案。公司主营业务为整体橱柜、衣柜等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售和安装服务。公司致力于为客户打造轻松、舒适、完备的整装家庭生活环境。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

52周股价区间（元）	37.69-20.86
总市值（亿元）	113.81
流通市值（亿元）	112.67
总股本/流通A股（万股）	43,655/43,655
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.21

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：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

多的员工，充分调动员工积极性。同时业绩考核目标也反映出公司对未来发展的信心。

盈利预测与投资评级：志邦家居管理团队年轻化，经营积极进取，持续拓展华东外市场且稳步推进大家居布局，同时持续投入中台建设。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6.3、7.3、8.5亿元人民币，EPS为2.0、2.4、2.7元，目前股价对应PE分别为12.4、10.7、9.2倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产销售不及预期；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	6,262.73	7,221.55	8,361.36
增长率（%）	34.17%	4.58%	16.22%	15.31%	15.78%
归母净利润（百万元）	505.52	536.72	631.00	732.21	850.42
增长率（%）	27.84%	6.17%	17.57%	16.04%	16.14%
净资产收益率（%）	19.51%	18.65%	18.31%	18.40%	18.44%
每股收益（元）	1.62	1.76	2.02	2.35	2.73
PE	15.49	14.29	12.40	10.69	9.20
PB	3.03	2.72	2.27	1.97	1.70

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		
流动资产合计	2787	2957	3378	4170	4958	营业收入	5153	5389	6263	7222	8361		
货币资金	668	705	1165	1700	2334	营业成本	3285	3358	3963	4630	5371		
应收账款	147	207	172	198	229	营业税金及附加	40	44	51	59	69		
其他应收款	149	116	134	155	179	营业费用	756	832	927	1062	1221		
预付款项	49	58	53	56	62	管理费用	232	268	310	336	380		
存货	388	305	630	799	883	财务费用	-7	-18	4	-12	-17		
其他流动资产	127	12	21	30	30	研发费用	282	279	341	390	452		
非流动资产合计	2511	2820	2567	2601	2637	资产减值损失	43.33	36.94	20.00	-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	683	792	920		
资产总计	5298	5777	5945	6771	7595	营业外收入	2.98	4.49	3.73	4.11	3.92		
流动负债合计	2426	2775	2383	2675	2866	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	682	792	919		
应付账款	485	580	626	760	865	所得税	44	40	51	59	69		
预收款项	0	0	0	0	8	净利润	506	537	631	732	850		
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	631	732	850		
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	2499	2792	2983	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%	16.22%	15.31%	15.78%		
实收资本(或股本)	312	312	312	312	312	营业利润增长	26.50%	4.45%	18.49%	15.93%	16.18%		
资本公积	806	766	766	766	766	归属于母公司净利	27.84%	6.17%	17.57%	16.04%	16.14%		
未分配利润	1422	1773	2250	2783	3414	获利能力							
归属母公司股东权	2591	2879	3446	3979	4613	毛利率(%)	36.24%	37.69%	36.73%	35.89%	35.76%		
负债和所有者权益	5298	5777	5945	6771	7595	净利率(%)	9.81%	9.96%	10.08%	10.14%	10.17%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)	9.54%	9.29%	10.61%	10.81%	11.20%	
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	19.51%	18.65%	18.31%	18.40%	18.44%		
经营活动现金流	496	766	488	925	1037	偿债能力							
净利润	506	537	631	732	850	资产负债率(%)	51%	50%	42%	41%	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	1.56	1.73		
财务费用	-7	-18	4	-12	-17	速动比率	0.99	0.96	1.15	1.26	1.42		
应收账款减少	-30	-60	36	-26	-31	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	8	总资产周转率	1.09	0.97	1.07	1.14	1.16		
投资活动现金流	-516	-443	412	-206	-206	应收账款周转率	39	30	33	39	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	10.39	10.42	10.29		
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	2.02	2.35	2.73		
筹资活动现金流	179	-433	-440	-184	-196	每股净现金流(最	0.51	-0.36	1.48	1.71	2.04		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.30	9.23	11.05	12.76	14.79		
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	15.49	14.29	12.40	10.69	9.20		
资本公积增加	-113	-40	0	0	0	P/B	3.03	2.72	2.27	1.97	1.70		
现金净增加额	150	-111	440	525	625	EV/EBITDA	11.46	10.46	9.08	6.60	5.12		

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

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，轻工制造行业分析师，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