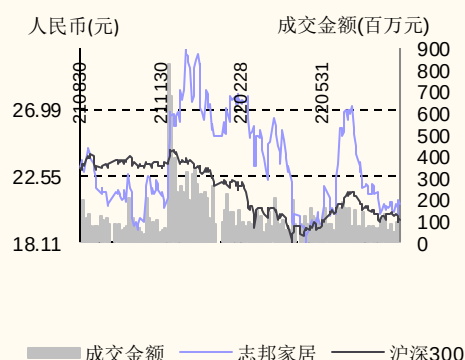


市场价格 (人民币): 20.71 元

2Q 零售增长具韧性, 整装发展值期待**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	3.12
已上市流通 A 股(亿股)	3.08
总市值(亿元)	64.58
年内股价最高最低(元)	31.06/18.18
沪深 300 指数	4108
上证指数	3236

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,890	7,043	8,389
营业收入增长率	29.65%	34.17%	14.31%	19.56%	19.11%
归母净利润(百万元)	395	506	582	704	869
归母净利润增长率	20.04%	27.84%	15.09%	20.95%	23.45%
摊薄每股收益(元)	1.771	1.619	1.866	2.257	2.786
每股经营性现金流净额	2.76	1.38	2.68	3.01	3.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.75%	19.51%	19.34%	20.52%	21.99%
P/E	19.49	18.79	11.10	9.18	7.43
P/B	3.46	3.67	2.15	1.88	1.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月28日公司发布22年中报, 22年上半年公司营收/归母净利/扣非净利分别同比+6.7%/+4.0%/-3.5%至20.4/1.6/1.4亿元。其中2Q营收/归母净利/扣非净利分别同比+4.1%/+5.3%/+2.6%至12.8/1.1/1.0亿元。

经营分析

- 华东疫情影响下, C端业绩增长仍具韧性:** 华东区域2Q受疫情影响明显, 而公司在华东区域收入占比较大(21年占比超45%)的情况下, 上半年取得此业绩已属不易。分产品来看, 公司22年H1厨/衣/木营收分别同比-6.5%/+22.6%/+146.7%至10.2/8.3/0.7亿元, 其中2Q分别同比-10.4%/+24.5%/+133.6%。分渠道来看, 整体C端增长仍具韧性, 22年H1直营/经销/大宗营收分别同比+34.4%/+9.7%/-9.2%至1.7/12.4/4.7亿元, 其中2Q分别同比+41.9%/+8.5%/-11.7%。H1橱/衣/木经销店较21年底净增54/99/255家, 其中衣柜同店收入预计仍有双位数增长, 整体衣柜经营趋势优异, 此外木门品类已顺利步入渠道快速拓展阶段。
- 2Q盈利能力环比改善, 衣柜毛利率延续提升趋势:** 公司22年H1整体毛利率同比-1.8pct至36.2%, 其中虽2Q毛利率同比-0.3pct至37.0%, 但环比已显著改善。在原材料价格高企的情况下, 2Q厨/衣/木毛利率分别同比-1.7/+3.2/-4.2pct至40.2%/36.3%/11.9%, 衣柜品类规模效应逐渐明显, 毛利率延续提升趋势。费用率方面, 22年H1销售/管理/研发费用率分别同比+1.2/+0.6/-1.5pct, 其中管理费用率提升主因新厂区投产后折旧费用增加。
- 整装渠道拓展成果显著, C端能力夯实助推长期成长:** 在大宗渠道客观承压、零售渠道流量分散的情况下, 整装渠道的重要程度显著提升, 公司已发布“超级邦”装企服务战略, 下半年拟通过设立“超级邦”区域服务中心, 实现设计到交付全托级服务标准。公司整装渠道竞争力将显著提升, 并且公司对传统零售渠道赋能持续加强, 优势市场有望进一步实现理想增长, 此外清远基地的建立也将加快南方市场拓展, 公司长期增长路径依然清晰。

盈利预测和投资建议

- 我们预计2022-2024年公司EPS为1.87/2.26/2.79元, 当前股价对应PE分别为11、9、7倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复; 竣工速度不及预期; 整装渠道拓展不畅。

相关报告

- 《1Q业绩短期承压, 零售业务持续增长可期-志邦家居年报&一季报...》, 2022.4.27
- 《业绩基本符合预期, 未来零售增长依然可期-志邦家居三季报点评》, 2021.10.26
- 《Q2盈利承压, 看好下半年稳步修复-志邦家居中报点评》, 2021.8.31

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

3

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,962	3,840	5,153	5,890	7,043	8,389	货币资金	527	825	668	1,296	1,425	1,694
增长率		29.7%	34.2%	14.3%	19.6%	19.1%	应收款项	496	420	417	527	611	728
主营业务成本	-1,821	-2,378	-3,285	-3,749	-4,502	-5,379	存货	215	329	388	411	481	575
%销售收入	61.5%	61.9%	63.8%	63.7%	63.9%	64.1%	其他流动资产	560	916	1,314	1,073	1,269	1,440
毛利	1,141	1,462	1,867	2,141	2,541	3,010	流动资产	1,798	2,490	2,787	3,307	3,786	4,437
%销售收入	38.5%	38.1%	36.2%	36.3%	36.1%	35.9%	%总资产	58.1%	60.3%	52.6%	60.3%	60.4%	61.5%
营业税金及附加	-29	-33	-40	-53	-63	-75	长期投资	36	69	78	78	78	78
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	966	1,227	1,548	1,705	1,988	2,243
销售费用	-463	-574	-756	-884	-1,042	-1,233	%总资产	31.2%	29.7%	29.2%	31.1%	31.7%	31.1%
%销售收入	15.6%	14.9%	14.7%	15.0%	14.8%	14.7%	无形资产	168	173	269	306	331	364
管理费用	-168	-206	-232	-271	-324	-369	非流动资产	1,298	1,639	2,511	2,177	2,484	2,772
%销售收入	5.7%	5.4%	4.5%	4.6%	4.6%	4.4%	%总资产	41.9%	39.7%	47.4%	39.7%	39.6%	38.5%
研发费用	-134	-226	-282	-324	-373	-428	资产总计	3,095	4,128	5,298	5,484	6,270	7,209
%销售收入	4.5%	5.9%	5.5%	5.5%	5.3%	5.1%	短期借款	11	108	305	114	96	58
息税前利润 (EBIT)	347	424	559	609	738	905	应付款项	612	994	1,259	1,322	1,584	1,888
%销售收入	11.7%	11.1%	10.8%	10.3%	10.5%	10.8%	其他流动负债	493	712	862	744	861	1,009
财务费用	8	-3	7	-5	0	17	流动负债	1,116	1,814	2,426	2,179	2,541	2,955
%销售收入	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	长期贷款	0	0	200	200	200	200
资产减值损失	0	0	0	7	0	0	其他长期负债	50	86	81	97	99	103
公允价值变动收益	2	1	5	0	0	0	负债	1,166	1,900	2,707	2,476	2,840	3,258
投资收益	13	15	-1	0	10	10	普通股股东权益	1,929	2,228	2,591	3,008	3,430	3,951
%税前利润	3.5%	3.5%	n.a	0.0%	1.3%	1.0%	其中：股本	223	223	312	312	312	312
营业利润	385	436	552	649	785	968	未分配利润	855	1,102	1,422	1,771	2,193	2,715
营业利润率	13.0%	11.4%	10.7%	11.0%	11.1%	11.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-4	-7	-2	-3	-3	-3	负债股东权益合计	3,095	4,128	5,298	5,484	6,270	7,209
税前利润	381	429	550	646	782	965	比率分析						
利润率	12.8%	11.2%	10.7%	11.0%	11.1%	11.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-51	-34	-44	-65	-78	-97	每股指标						
所得税率	13.4%	7.9%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	1.475	1.771	1.619	1.866	2.257	2.786
净利润	329	395	506	582	704	869	每股净资产	8.638	9.976	8.296	9.645	10.999	12.671
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.436	2.761	1.379	2.682	3.010	3.760
归属于母公司的净利润	329	395	506	582	704	869	每股股利	0.600	0.860	0.660	0.746	0.903	1.114
净利率	11.1%	10.3%	9.8%	9.9%	10.0%	10.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.08%	17.75%	19.51%	19.34%	20.52%	21.99%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	10.64%	9.58%	9.54%	10.61%	11.22%	12.05%
净利润	329	395	506	582	704	869	投入资本收益率	15.29%	16.44%	16.48%	16.31%	17.60%	19.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	90	112	145	163	188	217	主营业务收入增长率	21.75%	29.65%	34.17%	14.31%	19.56%	19.11%
非经营收益	-6	-18	9	41	17	17	EBIT增长率	21.72%	22.17%	31.70%	9.03%	21.03%	22.63%
营运资金变动	-92	128	-229	51	30	70	净利润增长率	20.72%	20.04%	27.84%	15.09%	20.95%	23.45%
经营活动现金净流	321	617	431	836	939	1,173	总资产增长率	11.16%	33.37%	28.34%	3.51%	14.34%	14.98%
资本开支	-333	-391	-515	178	-498	-508	资产管理能力						
投资	67	-51	-45	0	0	0	应收账款周转天数	29.4	21.6	9.3	14.0	13.5	13.5
其他	18	-42	44	0	10	10	存货周转天数	37.1	41.7	39.8	40.0	39.0	39.0
投资活动现金净流	-248	-484	-516	178	-488	-498	应付账款周转天数	54.1	55.2	49.4	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	68	0	0	固定资产周转天数	86.9	113.2	103.7	94.2	85.7	76.5
债权募资	11	95	389	-192	-17	-38	偿债能力						
其他	-261	-116	-211	-260	-302	-367	净负债/股东权益	-43.42%	-46.73%	-14.10%	-39.38%	-38.81%	-41.45%
筹资活动现金净流	-250	-20	178	-384	-320	-405	EBIT利息保障倍数	-41.5	139.3	-78.9	122.1	-2,518.1	-54.0
现金净流量	-177	12	92	630	131	270	资产负债率	37.68%	46.03%	51.10%	45.15%	45.30%	45.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	8	17	30	86
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.15	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-29	买入	39.08	50.80 ~ 50.80
2	2021-03-24	买入	60.31	N/A
3	2021-04-19	买入	54.02	N/A
4	2021-08-31	买入	23.57	N/A
5	2021-10-26	买入	22.26	N/A
6	2022-04-27	买入	22.11	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402