

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

志邦家居（603801.SH）

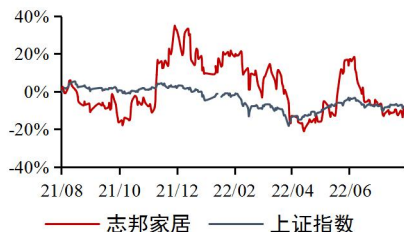
增持-A(首次)

22H1 零售业务表现靓丽，衣柜品类培育良好

2022 年 8 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 8 月 26 日

收盘价（元）：	20.71
年内最高/最低（元）：	32.38/18.40
流通 A 股/总股本（亿）：	3.08/3.12
流通 A 股市值（亿）：	63.80
总市值（亿）：	64.58

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

研究助理：

孙萌

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司披露 2022 年中报。2022H1，公司实现营收 20.35 亿元，同比增长 6.66%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.96%，实现扣非净利润 1.41 亿元，同比下滑 3.46%。

事件点评

➤ **零售业务表现靓丽，公司 22H1 营收稳健增长。**22H1，公司实现营收 20.35 亿元，同比增长 6.66%，分季度看，22Q1、22Q2 分别实现营收 7.59、12.77 亿元，同比增长 11.17%、4.14%。上半年公司收入端虽然受到疫情与房地产弱市影响，但零售业务上半年同比实现 12.16% 的增长，22Q2 同比增速为 11.45%，逆势下表现较为突出。22H1，公司实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.96%，实现扣非净利润 1.41 亿元，同比下滑 3.46%。分季度看，22Q1、22Q2 分别实现归母净利润 0.51、1.06 亿元，同比增长 1.37%、5.26%，22Q1、22Q2 分别实现扣非净利润 0.40、1.01 亿元，同比下降 15.97%、增长 2.57%。

➤ **全屋战略发力，22Q2 衣柜业务增速环比提升。**分产品看，22H1，1）公司整体橱柜实现营收 10.17 亿元/-6.5%，收入占比为 50.0%；22Q2 橱柜营收同比下滑 10.4%，橱柜品类收入下滑预计主要受到大宗业务拖累；2）公司持续推动志邦由橱柜品牌向全屋定制大家居品牌的转变，22H1，定制衣柜实现营收 8.34 亿元/+22.6%，收入占比 41.0%，衣柜业务第二增长曲线培育良好，22Q2 衣柜业务实现同比 24.5% 的加速增长；3）木门业务 22H1 实现收入 0.74 亿元/+146.7%，收入占比为 3.6%。22H1，整体橱柜、定制衣柜、木门毛利率分别为 41.2%、35.4%、10.7%，同比-0.6、+2.2、-6.0pct，橱、木受原材料价格上涨影响，盈利能力有所下滑，衣柜品类受益于规模效应显现，毛利率同比提升。

➤ **直营门店提质增效，经销门店快速扩张，大宗渠道压力较大。**分渠道看，22H1，1）零售业务方面，经销商渠道实现营收 12.4 亿元，同比增长 9.7%，收入占比 61.0%，经销商门店较期初净增 408 家至 4117 家（其中橱柜、衣柜、木门分别净增 54、99、255 家至 1745、1718、654 家），22Q1、22Q2 分别净增 186、222 家。我们估算公司经销渠道平均单店提货额同比下滑约 6%；公司直营渠道布局在合肥和广州市，上半年实现营收 1.7 亿元，同比增长 34.4%，收入占比 8.3%，直营门店 33 家，与年初持平，估算公司直营店效上半年约 511 万。22Q2，公司直营和经销渠道收入分别为 0.95、7.42 亿元，同比增长 41.9%、8.5%。2）工程业务方面，22H1 实现营收 4.7 亿元，同比下降 9.2%，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



收入占比 23.3%。22Q2 工程业务收入同比下滑 11.7%。22H1，经销商渠道、直营渠道、大宗渠道毛利率分别为 33.9%、66.2%、38.8%，同比-1.2、+1.9、-1.6pct。

➤ **22Q2 毛利率环比改善，存货周转同比加快。**盈利能力方面，22H1 公司毛利率同比下滑 0.7pct 至 36.3%，22Q2 毛利率为 37.0%，同比下滑 0.3pct，环比提升 1.9pct。毛利率同比下滑主要系原材料价格上涨。费用率方面，22H1，公司期间费用率合计提升 0.2pct 至 27.8%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 16.6%/5.9%/5.8%/-0.4%，同比 +1.2/+0.6/-1.5/-0.1pct，销售费用率提升系公司拓展销售品类，线上线下市场投入增加；管理费用率上升主要为员工薪酬和新厂区折旧摊销增加；另有其他收益/营业收入同比提升 0.64pct，综合影响下，22H1 公司归母净利润率 7.8%，同比下滑 0.2pct。存货方面，截至 22H1 末，公司存货为 3.44 亿元，同比下降 25.6%，存货周转天数 51 天，同比减少 8 天。现金流方面，22H1 公司经营活动现金流净额为 2.18 亿元，同比增长 31.61%，主要系去年末为应对疫情和原材料上涨等因素增加了原材料的库存导致采购货款支付比同期下降所致。

投资建议

➤ 今年上半年，公司在生产成本上涨、疫情反复、地产调控多重外部压力下，零售端业务增长靓丽，品类多元化取得较好成果，衣柜 22Q2 增速提升，木门品类快速拓店，未来有望构筑公司第三增长曲线。看好公司品类融合推进带动客单值提升和把握多渠道流量入口继续提升自身市场份额。我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.88 元、2.28 元和 2.73 元，对应公司 22、23 年 PE 分别为 11 倍、9 倍，给予“增持-A”建议。

风险提示

➤ 疫情影响超预期，商品房竣工及销售数据不及预期；行业竞争加剧；开店进度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,823	6,865	8,081
YoY(%)	29.7	34.2	13.0	17.9	17.7
净利润(百万元)	395	506	585	710	851
YoY(%)	20.0	27.8	15.7	21.4	19.8
毛利率(%)	38.1	36.2	35.7	35.9	36.1
EPS(摊薄/元)	1.27	1.62	1.88	2.28	2.73
ROE(%)	17.7	19.5	19.6	20.4	20.7
P/E(倍)	16.3	12.8	11.0	9.1	7.6
P/B(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
净利率(%)	10.3	9.8	10.0	10.3	10.5

数据来源：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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2490	2787	3152	4131	4469
现金	825	668	1019	1988	1868
应收票据及应收账款	324	256	715	325	804
预付账款	65	49	105	69	128
存货	329	388	421	551	576
其他流动资产	947	1427	891	1197	1094
非流动资产	1639	2511	2289	2568	2881
长期投资	39	36	35	35	33
固定资产	1191	1465	1559	1741	1955
无形资产	136	232	251	275	294
其他非流动资产	273	778	444	516	600
资产总计	4128	5298	5441	6699	7350
流动负债	1814	2426	2224	3014	3068
短期借款	108	295	138	181	205
应付票据及应付账款	648	801	792	1137	1140
其他流动负债	1057	1330	1293	1697	1723
非流动负债	86	281	229	201	164
长期借款	0	200	156	121	86
其他非流动负债	86	81	73	80	78
负债合计	1900	2707	2453	3215	3232
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	223	312	312	312	312
资本公积	919	806	806	806	806
留存收益	1214	1541	1879	2294	2802
归属母公司股东权益	2228	2591	2989	3484	4118
负债和股东权益	4128	5298	5441	6699	7350

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	649	496	688	1532	504
净利润	395	506	585	710	851
折旧摊销	112	145	145	168	176
财务费用	3	-7	-35	-51	-67
投资损失	-15	1	-9	-8	-5
营运资金变动	99	-243	-8	724	-448
其他经营现金流	54	95	11	-11	-2
投资活动现金流	-484	-516	1	-414	-467
筹资活动现金流	-16	179	-338	-149	-158

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.27	1.62	1.88	2.28	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	1.59	2.21	4.91	1.62
每股净资产(最新摊薄)	7.14	8.31	9.58	11.17	13.20

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3840	5153	5823	6865	8081
营业成本	2378	3285	3742	4403	5162
营业税金及附加	33	40	50	57	66
营业费用	574	756	903	1071	1265
管理费用	206	232	280	323	372
研发费用	226	282	309	371	444
财务费用	3	-7	-35	-51	-67
资产减值损失	-21	-43	-30	-43	-54
公允价值变动收益	1	5	3	3	4
投资净收益	15	-1	9	8	5
营业利润	436	552	653	781	937
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	8	5	6	7	6
利润总额	429	550	648	777	933
所得税	34	44	63	67	82
税后利润	395	506	585	710	851
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	395	506	585	710	851
EBITDA	523	705	787	914	1066

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	34.2	13.0	17.9	17.7
营业利润(%)	13.3	26.5	18.3	19.6	19.9
归属于母公司净利润(%)	20.0	27.8	15.7	21.4	19.8
获利能力					
毛利率(%)	38.1	36.2	35.7	35.9	36.1
净利率(%)	10.3	9.8	10.0	10.3	10.5
ROE(%)	17.7	19.5	19.6	20.4	20.7
ROIC(%)	15.9	16.4	17.2	17.6	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.0	51.1	45.1	48.0	44.0
流动比率	1.4	1.1	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.5	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	9.8	17.8	12.0	13.2	14.3
应付账款周转率	4.3	4.5	4.7	4.6	4.5
估值比率					
P/E	16.3	12.8	11.0	9.1	7.6
P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.5	8.7	7.0	5.0	4.4

数据来源：要闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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，本报告的任一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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

