

2022年08月30日

志邦家居（603801.SH）

公司快报

轻工制造 | 家具III

投资评级

增持-A(维持)

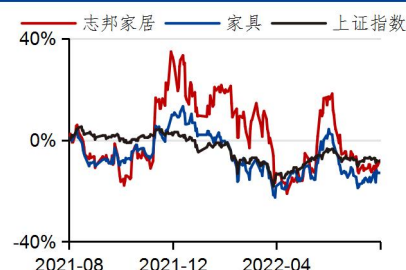
股价(2022-08-29)

21.19 元

交易数据

总市值（百万元）	6,608.06
流通市值（百万元）	6,527.97
总股本（百万股）	311.85
流通股本（百万股）	308.07
12个月价格区间	30.50/19.01

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.51	-3.15	-8.79
绝对收益	-6.17	-3.05	-27.24

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsc.cn

相关报告

志邦家居：线下零售渠道快速扩张，衣柜全年表现靓丽-志邦家居公司快报 2022.4.27

零售渠道延续增长，衣柜、木门业务表现靓丽

◆ **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年 H1 年公司实现营收 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%，实现扣非后净利润 1.41 亿元，同比减少 3.46%。其中，2022Q2 公司实现营收 12.77 亿元，同比增长 4.14%，实现归母净利润 1.06 亿元，同比增长 5.26%。

投资要点

◆ **衣柜业务增速较为亮眼，木门业务有望成为未来新增长点。**营收端，2022 年 H1 公司实现营收 20.35 亿元，同比增长 6.66%；拆分季度来看，2022Q1/Q2 分别实现营收 7.59 亿元、12.77 亿元，同比增长 11.17%、4.14%。公司 Q2 营收增速有所放缓，主要系公司营收在华东地区占比较高，而疫情对于华东地区影响较大。净利润端，2022H1 年公司实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.96%；2022Q1、Q2 分别实现归母净利润 0.51 亿元、1.06 亿元，同比增长 1.37%、5.26%。分产品看，2022 年 H1 公司整体厨柜实现营收 10.17 亿元，同比减少 6.47%；公司于 2015 年开始拓展衣柜业务，进入全屋定制领域，衣柜业务实现营收 8.34 亿元，同比增长 22.57%；木门业务实现营收 0.74 亿元，同比增长 146.67%。公司 2022H1 整体橱柜、定制衣柜、木门毛利率分别为 41.19%、35.38%、10.74%，同比-0.61、+2.21、-5.99pct，或为衣柜业务规模效应带动毛利率上行。公司在整合厨柜、衣柜、木门、成品四大品类的资源后，以产品整家全品类的模式进行融合式规划及开发，实现产品的套系化销售，有望助力客单价的提升。

◆ **零售渠道持续拓店，直营门店盈利能力提升。**分渠道看，1) 零售业务方面，上半年经销商渠道实现营收 12.41 亿元，同比增长 9.7%，经销商门店数较期初净增 408 家至 4117 家，其中厨柜、衣柜、木门分别净增 54、99、255 至 1745、1718、654 家，我们估算公司经销渠道平均单店提货额同比下降约 6.2%；直营渠道实现营收 1.69 亿元，同比增长 34.39%，直营门店数较期初持平，估算公司直营店效为 511 万/年，同比增长 34.7%；2) 工程业务方面，2022H1 公司大宗渠道业务实现营收 4.74 元，同比减少 9.15%。经销商渠道、直营渠道、大宗业务、其他（含海外业务）收入占比分别为 60.98%、8.28%、23.29%、7.44%，同比+1.69%、+1.71%、-4.05%、0.65%。公司大宗渠道业务占比同比下降，主要系受地产降速、降档、降本影响，公司大宗业务量有所收缩，但公司大力拓展优质地产客户，加强应收账款管理，进一步完善风控体系，有效控制客户风险。

◆ **盈利能力略有下滑，Q2 经营现金流提升明显。**盈利能力方面，2022 年 H1，受原材料价格上涨影响，公司毛利率同比下降 0.73pct 至 36.26%。费用率方面，2022H1 公司期间费用率合计增长 0.23pct 至 27.83%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 16.59%/5.86%/5.77%/-0.39%，同比+1.24/+0.59/-1.49/-0.11pct，销售费用率提升主要系销售品类拓展带动薪酬增长及服务费用增加，综合影响下，2022H1 公司归母净利润率为 7.75%，同比减少 0.2pct。存货方面，公司存货 3.44 亿元，同比减少 25.6%，存货周转天数 50.77 天，同比减少 8 天。现金流方面，2022H1 公司经营现金流净额为 2.18 亿元，同比增长 31.61%，主要系去年末公司为应对疫情



和原材料上涨等因素增加了原材料库存导致本期采购货款支付比同期下降所致。

◆ **投资建议：**公司由定制橱柜起步，2015 年拓展至衣柜业务，衣柜业务实现维持稳定增长，成为新的业绩贡献增长点，上半年公司在国内疫情扰动下逆势扩张，看好公司依托品类融合、布局整装新赛道和快速拓店持续获得市场份额的提升。我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.78、2.13 和 2.51 元，对应公司 22、23 年 PE 约为 11.9、10 倍，维持“增持-A”评级。

◆ **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	5,879	6,970	8,190
YoY(%)	29.7	34.2	14.1	18.6	17.5
净利润(百万元)	395	506	556	663	784
YoY(%)	20.0	27.8	10.0	19.2	18.3
毛利率(%)	38.1	36.2	36.2	36.6	36.6
EPS(摊薄/元)	1.27	1.62	1.78	2.13	2.51
ROE(%)	17.7	19.5	18.8	19.5	19.8
P/E(倍)	16.7	13.1	11.9	10.0	8.4
P/B(倍)	3.0	2.6	2.2	1.9	1.7
净利率(%)	10.3	9.8	9.5	9.5	9.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

(

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	3154	3861	4385
现金	825	668	847	1401	1689
应收票据及应收账款	324	256	406	378	543
预付账款	65	49	81	73	108
存货	329	388	430	533	600
其他流动资产	947	1427	1391	1476	1445
非流动资产	1639	2511	2633	2856	3103
长期投资	39	36	34	31	28
固定资产	1191	1465	1574	1768	1982
无形资产	136	232	251	275	294
其他非流动资产	273	778	774	782	799
资产总计	4128	5298	5787	6717	7488
流动负债	1814	2426	2584	3116	3358
短期借款	108	295	295	295	295
应付票据及应付账款	648	801	853	1095	1197
其他流动负债	1057	1330	1436	1726	1865
非流动负债	86	281	243	206	170
长期借款	0	200	162	125	88
其他非流动负债	86	81	81	81	81
负债合计	1900	2707	2827	3322	3527
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	1851	2230	2682
归属母公司股东权益	2228	2591	2960	3395	3961
负债和股东权益	4128	5298	5787	6717	7488

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	637	1197	940
净利润	395	506	556	663	784
折旧摊销	112	145	146	170	178
财务费用	3	-7	10	-1	-15
投资损失	-15	1	-13	-10	-9
营运资金变动	99	-243	-60	378	4
其他经营现金流	54	95	-2	-3	-3
投资活动现金流	-484	-516	-253	-380	-413
筹资活动现金流	-16	179	-205	-263	-238

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.27	1.62	1.78	2.13	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	1.59	2.04	3.84	3.01
每股净资产(最新摊薄)	7.14	8.31	9.49	10.89	12.70

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3840	5153	5879	6970	8190
营业成本	2378	3285	3750	4416	5196
营业税金及附加	33	40	52	60	69
营业费用	574	756	866	1045	1215
管理费用	206	232	281	327	387
研发费用	226	282	289	362	439
财务费用	3	-7	10	-1	-15
资产减值损失	-21	-43	-16	-32	-43
公允价值变动收益	1	5	2	3	3
投资净收益	15	-1	13	10	9
营业利润	436	552	629	741	868
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	8	5	6	6	6
利润总额	429	550	625	737	864
所得税	34	44	69	74	80
税后利润	395	506	556	663	784
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	395	506	556	663	784
EBITDA	523	705	772	896	1017

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	14.1	18.6	17.5
营业利润(%)	13.3	26.5	13.9	17.9	17.1
归属于母公司净利润(%)	20.0	27.8	10.0	19.2	18.3
获利能力					
毛利率(%)	38.1	36.2	36.2	36.6	36.6
净利率(%)	10.3	9.8	9.5	9.5	9.6
ROE(%)	17.7	19.5	18.8	19.5	19.8
ROIC(%)	16.2	16.6	16.1	16.9	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	46.0	51.1	48.9	49.5	47.1
流动比率	1.4	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.5	0.6	0.7	0.8
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	17.8	17.8	17.8
应付账款周转率	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5
估值比率					
P/E	16.7	13.1	11.9	10.0	8.4
P/B	3.0	2.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.7	8.9	7.9	6.1	5.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn