

志邦家居（603801）：空白市场拓展拉动收入，品类规模优势助力盈利稳健

2022 年 8 月 30 日

推荐/维持

志邦家居

公司报告

事件：公司发布 2022 半年度报告。公司 2022 年 H1 营收 20.35 亿元，同比+6.66%；归母净利润 1.58 亿元，同比+3.96%；扣非归母为 1.41 亿元，同比-3.46%。其中 Q2 营收 12.77 亿元，同比+4.14%；归母净利润为 1.06 亿元，同比+5.26%；扣非归母为 1.01 亿元，同比+2.57%。

分渠道看，零售业务在大家居战略推动下逆势增长，大宗业务受地产影响承压。上半年直营业务收入 1.69 亿元，同比+34.39%；经销业务收入 12.41 亿元，同比+9.70%。公司持续推进品类拓展和区域开拓，推动零售业务（直营+经销）在疫情及地产下行的双重压力下逆势增长。品类拓展方面，公司进一步推进衣柜、木门门店覆盖空白市场，布局家具多品类融合销售。区域开拓方面，公司积极拓展华东外市场，上半年各区域大多增速较高，仅华东地区受疫情影响增速放缓。南下战略继续推进，广州直营分公司拓展顺利，是直营业务高增的重要动力，未来南方市场有望持续提供增量。此外，公司去年开始加强整装业务布局，推出超级邦体系强化与大型装企的合作，为整装业务未来的持续增长打下基础。上半年大宗业务全年收入 4.74 亿元，同比-9.15%。地产下行压力下大宗业务承压明显，公司重点强化风控，受到地产信用风险影响较小，未来保持稳健发展。公司管理团队年轻有活力，持续投入中台建设，推进多渠道多品类发展，零售渠道快速发展，使得公司在行业逆境下表现出较强的增长韧性。

分品类看，衣柜、木门空白市场持续覆盖拉动收入增长，未来品类协同有望强化。上半年橱柜、衣柜、木门分别实现营收 10.17 亿元、8.34 亿元、0.74 亿元，同比-6.47%、+22.57%、+146.67%。各品类零售端积极开店覆盖空白市场，推动收入持续增长。橱柜整体受大宗拖累出现下滑，零售端在积极渠道下沉的推动下业务稳健发展，上半年橱柜门店净增加 54 家至 1745 家；衣柜、木门空白市场空间大，开店增速较高，衣柜门店净增加 99 家至 1718 家；木门门店净增加 255 家至 654 家。公司持续提升衣柜门店经营效率与配套率，推动衣柜收入逆势高增；木门仍处告诉开店完善布局阶段，当前收入较低，未来店效提升拉动增长可期。上半年门店合计净增加 408 家至 4165 家，净增门店中大部分为多品类融合门店，多品类门店布局持续完善。公司持续强化产品套系化设计能力，叠加融合门店的占比提升，未来橱柜、衣柜、木门、成品、卫浴等品类的协同销售可期。品类协同销售通过满足消费者便捷、设计一体化的需求，实现多品类共同成长。

衣柜毛利率保持升势，有效抵消大宗毛利率下滑及原材料价格压力。公司 2022H1 年毛利率 36.26%，同比-0.73pct。其中衣柜毛利率同比+2.21pct，衣柜毛利率随规模提升而持续提高，逐步向头部品牌靠拢。衣柜毛利率的提升有效对冲大宗业务毛利率的下降及原材料价格上涨。大宗毛利率随竞争压力加大而降低，目前看已达到平衡，Q2 环比 Q1 已有所上升，未来有望保持平稳。原材料成本方面，公司通过隐性涨价对冲部分压力。销售费用率/管理费用率分别+1.24pct/+0.59pct，公司投入营销费用推进多品类销售且新工厂增加摊销，叠加收入受到疫情影响，导致费用率有所提升。研发费用率同比-1.49pct，维持了利润率的稳健。综合来看，2021 年净利率 7.76%，同比降

公司简介：

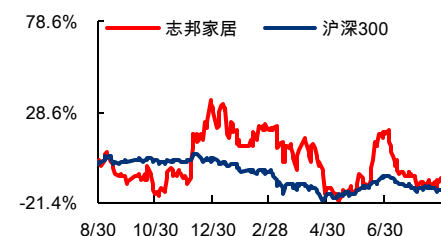
志邦家居专注于全屋定制家居的研发、生产与销售。拥有国内为数不多的规模级制造基地，从“更懂生活”的品牌理念出发，以定制设计和服务为优势，为全球亿万家庭提供从厨房到全屋的整体解决方案。公司主营业务为整体橱柜、衣柜等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售和安装服务。公司致力于为客户打造轻松、舒适、完备的整装家庭生活环境。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52 周股价区间（元）	31.78-18.6
总市值（亿元）	66.08
流通市值（亿元）	65.28
总股本/流通 A 股（万股）	31,185/31,185
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.82

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

0.07pct。未来衣柜及其他新品毛利率提升，叠加原材料价格回落，有望支撑利润率持续提升。

盈利预测与投资评级：志邦家居管理团队年轻化，持续投入中台建设，有望持续推进大家居战略的突破，实现多品类协同发展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.93、7.20、8.92 亿元人民币，EPS 为 1.90、2.28、2.80 元，目前股价对应 PE 分别为 11.17、9.29、7.57 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，原材料价格上涨超预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,840.44	5,152.80	6,073.37	7,338.06	8,823.13
增长率（%）	29.65%	34.17%	17.87%	20.82%	20.24%
归母净利润（百万元）	395.44	505.52	592.57	719.52	891.98
增长率（%）	20.04%	27.84%	17.22%	21.42%	23.97%
净资产收益率（%）	17.75%	19.51%	19.11%	19.75%	20.68%
每股收益(元)	1.78	1.62	1.90	2.28	2.80
PE	11.94	13.08	11.17	9.29	7.57
PB	2.12	2.55	2.13	1.84	1.57

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						利润表					
单位:百万元											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	2490	2787	4198	6616	7400	营业收入	3840	5153	6073	7338	8823
货币资金	825	668	1903	4012	4612	营业成本	2378	3285	3915	4706	5692
应收账款	117	147	166	201	242	营业税金及附加	33	40	50	60	72
其他应收款	80	149	176	212	255	营业费用	574	756	893	1068	1266
预付款项	65	49	56	48	54	管理费用	206	232	267	363	397
存货	329	388	622	812	936	财务费用	3	-7	12	-13	-27
其他流动资产	73	127	136	148	148	研发费用	226	282	331	396	476
非流动资产合计	1639	2511	2349	2643	2817	资产减值损失	-20.96	-43.33	-1.00	-1.00	-1.00
长期股权投资	39	36	0	0	0	公允价值变动收益	1.31	5.28	3.29	0.00	0.00
固定资产	1191	1465	1502	1528	1774	投资净收益	14.92	-1.34	6.79	2.73	4.76
无形资产	136	232	223	214	207	加：其他收益	32.31	36.81	34.56	35.68	35.12
其他非流动资产	93	538	315	427	371	营业利润	436	552	649	794	984
资产总计	4128	5298	6547	9259	10218	营业外收入	1.55	2.98	2.27	2.62	2.44
流动负债合计	1814	2426	3154	5330	5617	营业外支出	8.41	5.08	6.74	5.91	6.33
短期借款	108	295	0	0	0	利润总额	429	550	644	791	980
应付账款	405	485	614	712	877	所得税	34	44	52	71	88
预收款项	0	2034	2940	4936	4945	净利润	395	506	593	720	892
一年内到期的非流	0	10	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	86	281	291	286	288	归属母公司净利润	395	506	593	720	892
长期借款	0	200	200	200	200	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	1900	2707	3445	5616	5905	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	29.65%	34.17%	17.87%	20.82%	20.24%
实收资本(或股本)	223	312	312	315	319	营业利润增长	13.35%	26.50%	17.55%	22.42%	23.94%
资本公积	919	806	806	806	806	归属于母公司净利	20.04%	27.84%	17.22%	21.42%	23.97%
未分配利润	1102	1422	1861	2392	3052	获利能力					
归属母公司股东权	2228	2591	3101	3642	4313	毛利率(%)	38.07%	36.24%	35.53%	35.86%	35.49%
负债和所有者权益	4128	5298	6547	9259	10218	净利率(%)	10.30%	9.81%	9.76%	9.81%	10.11%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.58%	9.54%	9.05%	7.77%	8.73%
单位:百万元						ROE(%)	17.75%	19.51%	19.11%	19.75%	20.68%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	649	496	1598	2750	1111	资产负债率(%)	46%	51%	53%	61%	58%
净利润	395	506	593	720	892	流动比率	1.37	1.15	1.33	1.24	1.32
折旧摊销	111.84	144.64	142.25	152.08	170.47	速动比率	1.19	0.99	1.13	1.09	1.15
财务费用	3	-7	12	-13	-27	营运能力					
应收账款减少	221	-30	-19	-35	-41	总资产周转率	1.06	1.09	1.03	0.93	0.91
预收账款增加	-370	2034	906	1996	9	应收账款周转率	17	39	39	40	40
投资活动现金流	-484	-516	35	-477	-318	应付账款周转率	10.68	11.58	11.05	11.07	11.11
公允价值变动收益	1	5	3	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	38	0	0	每股收益(最新摊	1.78	1.62	1.90	2.28	2.80
投资收益	15	-1	7	3	5	每股净现金流(最	0.67	0.51	3.96	6.69	1.88
筹资活动现金流	-16	179	-398	-164	-193	每股净资产(最新	9.98	8.30	9.93	11.55	13.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	200	0	0	0	P/E	11.94	13.08	11.17	9.29	7.57
普通股增加	0	89	0	3	3	P/B	2.12	2.55	2.13	1.84	1.57
资本公积增加	41	-113	0	0	0	EV/EBITDA	7.54	9.64	6.16	3.09	2.08
现金净增加额	149	159	1235	2109	599						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

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。

研究助理简介

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，轻工制造行业研究助理，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）：

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）：

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

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526