

志邦家居（603801.SH）

上半年净利润增长 4%，零售渠道保持扩张

核心观点

上半年收入净利润稳健增长。2022H1 营业收入 20.35 亿元，同比+6.66%；其中二季度营业收入 12.77 亿元，同比+4.14%。归母净利润 1.58 亿元，同比+3.96%；扣非后归母净利润 1.41 亿元，同比-3.46%。其中二季度归母净利润 1.06 亿元，同比+5.26%；扣非后归母净利润 1.01 亿元，同比+2.57%，盈利有所改善。上半年公司经营受到疫情、原材料成本上涨等负面影响，但基于品类扩张、零售渠道发力，上半年收入和业绩依然保持着稳健的增速，且利润端二季度相较一季度环比改善，下半年预计收入和业绩增长将进一步提速。

成本费用控制良好，利润率基本维持稳定。2022H1 毛利率为 36.26%，同比-0.73pp，在大宗毛利率下降的情况下，零售渠道尤其是直营渠道的稳健运营拉动毛利率保持在平稳状态。销售费用率同比+1.2pp 至 15.3%；管理费用率同比+0.6pp 至 5.3%；研发费用率同比-1.5pp 至 7.3%；财务费用率同比-0.1pp 至-0.3%。**盈利水平维持稳定，环比有所改善。**营业利润率同比-0.2pp 至 9.1%；净利润率同比-0.2pp 至 8.0%；扣非净利润率同比-0.7pp 至 7.6%。

分品类看，衣柜、木门业务收入增速快。橱柜/衣柜/木门业务收入同比分别-6.5%/+22.6%/+146.7%。。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制橱柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。**衣柜毛利率同比提升，木门毛利率受大宗影响。**橱柜/衣柜/木门毛利率分别为 41.2%/35.4%/10.7%，同比-0.6pp/+2.2pp/-6.0pp。

分渠道看，零售渠道增速快。直营/经销/大宗渠道收入同比分别+34.7%/+9.7%/-9.2%。直营渠道收入快速增长是基于广州、合肥直营店的持续发力；大宗业务收入下滑系公司重新审视风险程度，调整业务结构，二季度末环比降幅已经开始收窄。直营/经销/大宗渠道毛利率分别为 66.2%/33.9%/38.8%，同比+3.1pp/-1.3pp/-1.6pp。

零售渠道保持扩张，品类推进多元化。报告期内，橱柜、衣柜、木门经销店分别净增加 54、99、255 个，多品类融合店数量增加。

风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好公司多渠道全品类增长潜力。我们看好志邦家居橱柜领域的市场领先地位，衣柜、木门等业务的成长性；以及零售和整装渠道的快速发展。基于疫情和宏观环境影响，以及大宗业务受地产开发拖累，下调对公司的收入和业绩预测，2022-2024 年净利润分别为 5.75、6.96、8.18 亿元。维持“买入”评级和 28.5~30.4 元的合理估值区间，对应 2022 年 15~16x PE。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,918	7,087	8,256
(+/-%)	29.7%	34.2%	14.8%	19.8%	16.5%
净利润(百万元)	395	506	575	696	818
(+/-%)	20.0%	27.8%	13.8%	20.9%	17.5%
每股收益(元)	1.77	1.62	1.85	2.23	2.62
EBIT Margin	11.1%	10.8%	10.8%	11.0%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	19.5%	19.6%	20.7%	21.2%
市盈率 (PE)	12.0	13.1	11.5	9.5	8.1
EV/EBITDA	12.8	13.6	11.6	10.3	9.3
市净率 (PB)	2.12	2.55	2.25	1.97	1.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪
 0755-81981391 010-88005446
 dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	28.50 - 30.40 元
收盘价	21.19 元
总市值/流通市值	6611/6527 百万元
52 周最高价/最低价	32.38/18.40 元
近 3 个月日均成交额	88.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《志邦家居（603801.SH）-衣柜和木门业务快速增长，致力多渠道全品类发展》——2022-04-28

上半年业绩稳健增长，二季度盈利环比改善

上半年收入和净利润稳健增长。2022H1 实现营业收入 20.35 亿元，同比+6.66%；其中二季度营业收入 12.77 亿元，同比+4.14%。归母净利润 1.58 亿元，同比+3.96%；扣非后归母净利润 1.41 亿元，同比-3.46%。其中二季度归母净利润 1.06 亿元，同比+5.26%；扣非后归母净利润 1.01 亿元，同比+2.57%，盈利有所改善。上半年公司经营受到疫情、原材料成本上涨等负面影响，但基于品类扩张、零售渠道发力，上半年收入和业绩依然保持着稳健的增速，且利润端二季度相较一季度环比有所改善，下半年预计收入和业绩增长将进一步提速。

图1：公司营业收入及增速



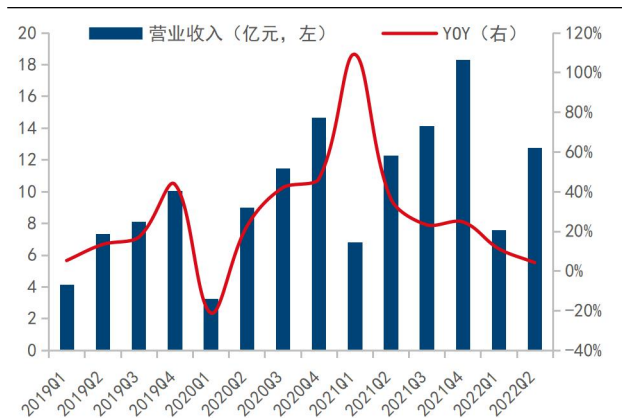
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



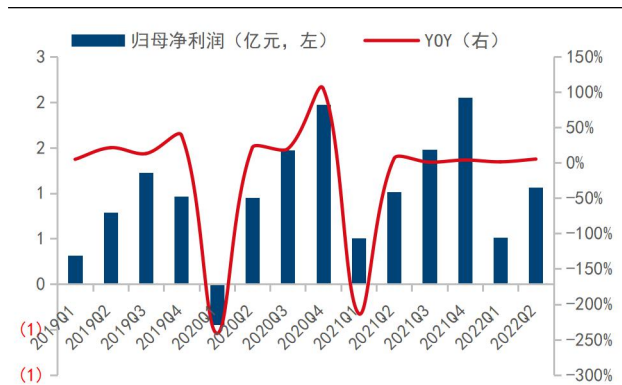
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速

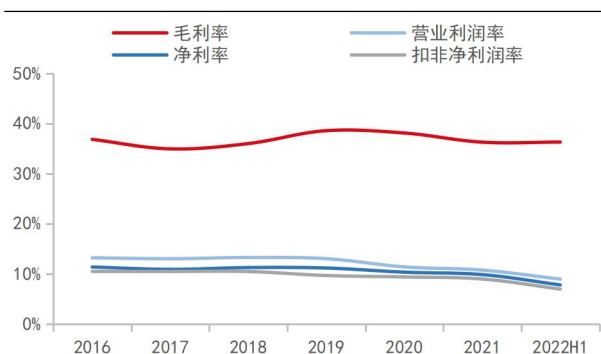


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本费用控制良好，利润率基本维持稳定。2022H1 毛利率为 36.26%，同比-0.73pp，在大宗毛利率下降的情况下，零售渠道尤其是直营渠道的稳健运营拉动毛利率保持在平稳状态。销售费用率同比+1.2pp 至 15.3%；管理费用率同比+0.6pp 至 5.3%；研发费用率同比-1.5pp 至 7.3%；财务费用率同比-0.1pp 至-0.3%。

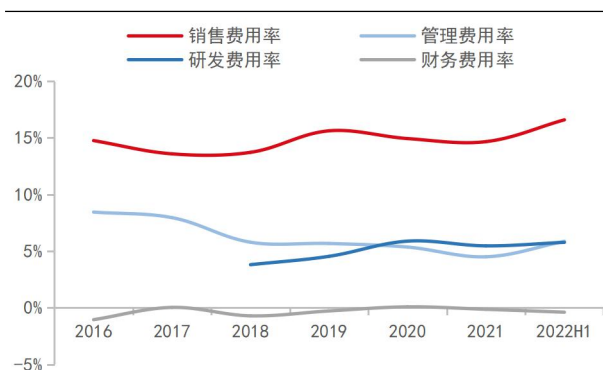
盈利水平维持稳定，环比有所改善。2022H1 营业利润率同比-0.2pp 至 9.1%；净利润率同比-0.2pp 至 8.0%；扣非净利润率同比-0.7pp 至 7.6%。利润率基本维持稳定，二季度降幅较一季度收窄。

图5：公司利润率水平



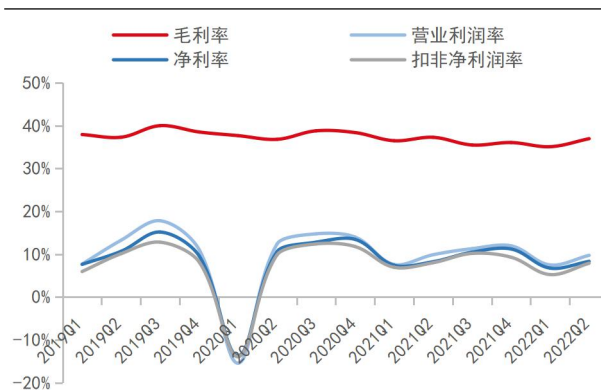
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率水平



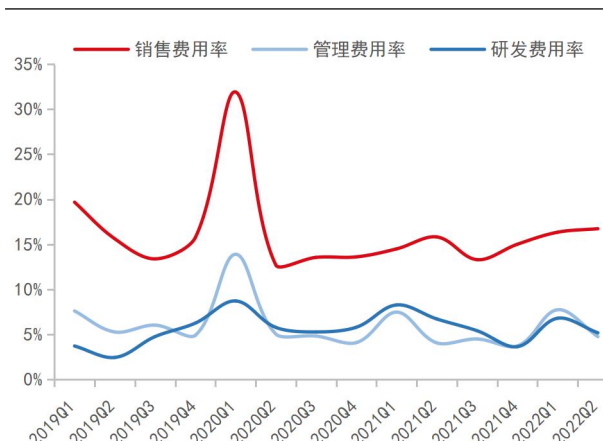
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度费用率水平

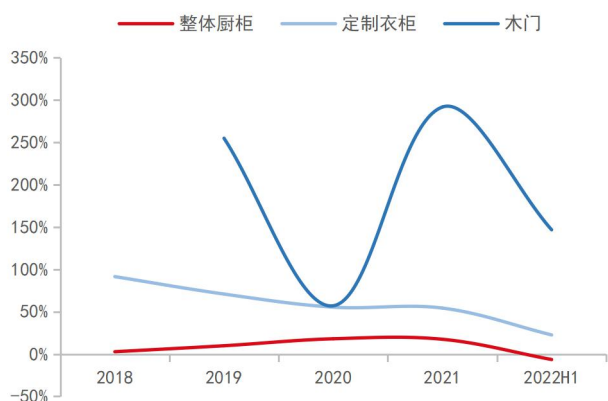


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，衣柜、木门业务收入增速快。厨柜/衣柜/木门业务收入分别为10.17/8.34/0.74亿元，同比分别-6.5%/+22.6%/+146.7%。公司自2015年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，后继续拓展木门业务，目前衣柜和木门业务收入增速显著，成为新的业绩贡献增长点。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。

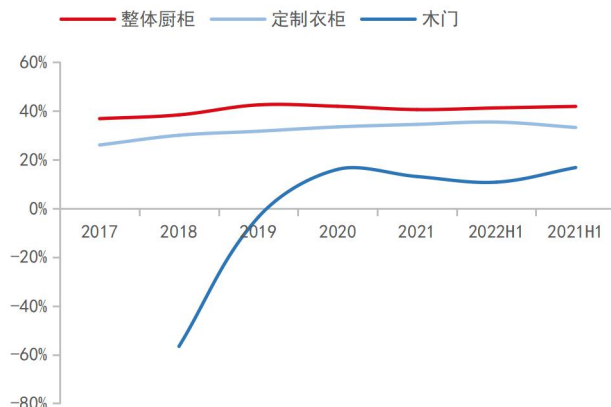
衣柜毛利率同比提升，木门毛利率受大宗影响。厨柜/衣柜/木门毛利率分别为41.2%/35.4%/10.7%，同比-0.6pp/+2.2pp/-6.0pp。衣柜业务规模效应带来的盈利能力的提升尚在爬坡期；木门业务由于开拓精装修工程业务渠道，受大宗渠道价格低、毛利低影响，毛利率下滑较大。

图9：公司品类营收增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：FY2019-2019 为纯衣柜品类；FY2020-2021 为衣柜品

图10：公司品类毛利率

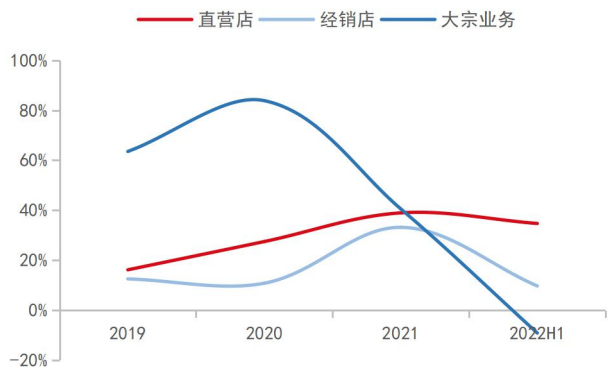


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分渠道看，零售渠道增速快。直营/经销/大宗渠道收入分别为 1.69/12.41/4.74 亿元，同比分别+34.7%/+9.7%/-9.2%。直营渠道收入快速增长是基于广州、合肥直营店的持续发力；大宗业务收入下滑系公司重新审视风险程度，调整业务结构，二季度末环比降幅已经开始收窄。

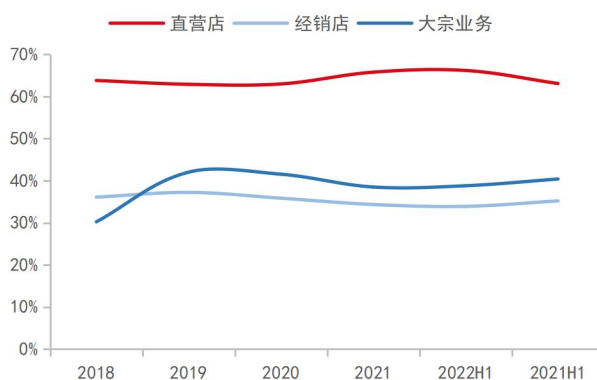
直营渠道毛利率提升。直营/经销/大宗渠道毛利率分别为 66.2%/33.9%/38.8%，同比+3.1pp/-1.3pp/-1.6pp。

图11：公司渠道营收增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司渠道毛利率

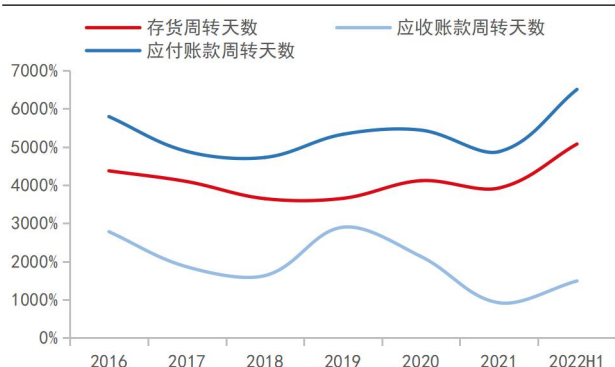


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

存货周转效率提升，应收账款受大宗业务拖累。2022H1 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 51/15/65 天，同比-8.5/+3.3/-0.4 天，净营业周期同比减少 4.8 天。

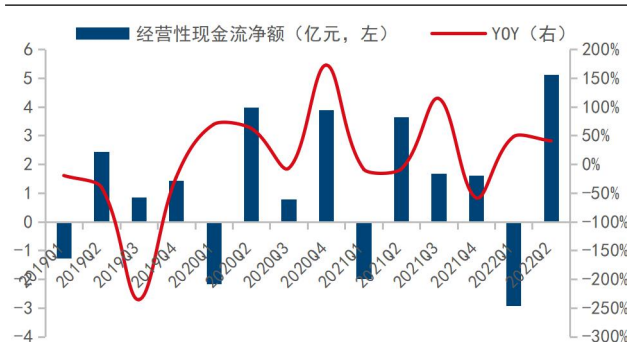
二季度经营性现金流好转。上半年经营性净现金流 2.18 亿，同比+31.6%。二季度经营性净现金流由负转正，从一季度净流出 2.93 亿元，到二季度净流入 5.11 亿元。

图 13：公司存货应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：公司经营性净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

零售渠道保持扩张，品类推进多元化

报告期内，厨柜、衣柜、木门经销店分别净增加 54、99、255 个。截至报告期末，公司拥有整体厨柜经销商 1281 家，店面 1745 个；整体衣柜经销商 1250 家，店面 1718 个，木门墙板经销商 541 家，店面 654 个。店面已形成“全屋定制”发展格局。

品类多元化方面，公司拓展日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具、爱依瑞斯等高端品牌，覆盖不同消费群体，扩充了多种成品家具，并新增软装墙布、卫阳空间产品，满足用户一站式消费需求。实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发、定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。公司开放多品类共享多渠道资源，丰富全屋定制家居品类，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现，实现消费者整家全品类一站式购齐的需求。

表 1：公司门店数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
厨柜	1,112	1,335	1,487	1,535	1,576	1,691	1,745
衣柜	153	395	726	1,078	1,366	1,619	1,718
木门			88	156	203	399	654
直营店					29	33	33
合计	1,265	1,730	2,301	2,827	3,232	3,742	4,150

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司多渠道、全品类增长潜力

公司橱柜业务在业内享有高知名度；衣柜近年来快速发展成为公司第二增长曲线；木门、其它成品家具等品类持续扩充，多元化平台搭建日趋完善。随公司品类逐渐补全，多品类产生协同效益；同时随整装模式的发展，以及南下战略的推进，

零售端业务逐步释放业绩；大宗渠道目前处于调整阶段，比起增长更加关注控制风险、健康稳定发展。

基于疫情和宏观环境影响，以及大宗业务拖累，我们下调对公司的收入和业绩预测，预测 2022–2024 年的收入分别为 59.2、70.9、82.6 亿元（前值为 62.6、75.6 和 91.1 亿元），同比增速 14.8%、19.8%、16.5%；净利润分别为 5.75、6.96、8.18 亿元（前值为 5.9、7.1 和 8.5 亿元），同比增速 13.8%、20.9%、17.5%。我们维持“买入”评级和 28.5~30.4 元的合理估值区间，合理估值对应 2022 年 15~16x PE。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,918	7,087	8,256
(+/-%)	29.7%	34.2%	14.8%	19.8%	16.5%
净利润(百万元)	395	506	575	696	818
(+/-%)	20.0%	27.8%	13.8%	20.9%	17.5%
每股收益(元)	1.77	1.62	1.85	2.23	2.62
经营利润率	11.1%	10.8%	10.8%	11.0%	11.0%
净资产收益率(ROE)	17.7%	19.5%	19.6%	20.7%	21.2%
市盈率(PE)	12.0	13.1	11.5	9.5	8.1
EV/EBITDA	12.8	13.6	11.6	10.3	9.3
市净率(PB)	2.12	2.55	2.25	1.97	1.71

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2021	EPS	2022E	2023E	2024E	2021	PE	2022E	2023E	2024E
603801	志邦家居	买入	21.2	1.6	1.9	2.2	2.6	13.1	11.5	9.5	8.09		
同类公司													
603833	欧派家居	买入	122.5	4.4	5.2	6.2	7.1	27.8	23.6	19.9	17.23		
603816	顾家家居	买入	45.9	2.7	2.4	2.9	3.4	17.3	18.8	15.8	13.47		
2572	索菲亚	买入	16.8	0.1	1.4	1.8	2.1	129.2	11.6	9.4	7.96		
300616	尚品宅配	买入	23.0	0.5	0.9	1.2	1.5	51.1	26.0	19.9	15.78		
603208	江山欧派	买入	36.9	2.5	6.4	7.6	8.6	15.1	5.8	4.9	4.27		
1999	敏华控股	无评级	5.4	0.5	0.7	0.8	1.0	11.8	8.2	6.8	5.69		
603008	喜临门	无评级	33.0	1.5	1.8	2.4	3.0	22.7	18.2	14.0	10.95		
603313	梦百合	无评级	12.4	-0.6	0.8	1.2	1.7	-21.7	15.7	10.2	7.43		
603818	曲美家居	无评级	8.2	0.3	0.8	1.0	1.3	26.5	10.9	8.0	6.41		
301061	匠心家居	无评级	31.8	4.6	2.7	3.3	4.0	6.9	11.8	9.7	8.02		
603180	金牌厨柜	无评级	24.1	2.3	2.7	3.3	4.0	10.4	8.9	7.2	5.98		
603898	好莱客	无评级	11.2	0.2	1.4	1.2	1.4	53.2	8.1	9.2	7.82		

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期；尚品宅配与江山欧派尚未更新 FY2021 数据，FY2021 系预测值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	825	668	929	1180	1633	营业收入	3840	5153	5918	7087	8256
应收款项	404	405	544	651	722	营业成本	2378	3285	3804	4580	5331
存货净额	329	388	471	578	653	营业税金及附加	33	40	51	61	71
其他流动资产	606	1123	909	1250	1508	销售费用	574	756	850	998	1163
流动资产合计	2490	2787	3057	3863	4720	管理费用	214	241	270	315	366
固定资产	1227	1548	1774	1992	2186	研发费用	226	282	310	364	424
无形资产及其他	136	232	222	213	204	财务费用	3	(7)	5	(2)	(6)
投资性房地产	237	695	695	695	695	投资收益	15	(1)	6	4	4
长期股权投资	39	36	36	37	36	资产减值及公允价值变动	(32)	(50)	(28)	(41)	(48)
资产总计	4128	5298	5784	6799	7841	其他收入	(24)	(54)	(30)	(52)	(62)
短期借款及交易性金融负债	108	305	100	100	200	营业利润	436	552	631	763	897
应付款项	648	801	958	1168	1333	营业外净收支	(7)	(2)	(6)	(7)	(8)
其他流动负债	1057	1320	1485	1849	2111	利润总额	429	550	625	756	889
流动负债合计	1814	2426	2543	3117	3644	所得税费用	34	44	50	60	71
长期借款及应付债券	0	200	200	200	200	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	86	81	101	121	141	归属于母公司净利润	395	506	575	696	818
长期负债合计	86	281	301	321	341	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1900	2707	2844	3438	3986	净利润	395	506	575	696	818
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	22	7	5	5
股东权益	2228	2591	2939	3361	3856	折旧摊销	93	125	175	203	231
负债和股东权益总计	4128	5298	5784	6799	7841	公允价值变动损失	(22)	38	28	41	48
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	3	(7)	5	(2)	(6)
每股收益	1.77	1.62	1.85	2.23	2.62	营运资本变动	170	(602)	341	43	48
每股红利	0.70	0.63	0.73	0.88	1.03	其它	3	(22)	(7)	(5)	(5)
每股净资产	9.98	8.30	9.43	10.78	12.36	经营活动现金流	636	66	1120	983	1145
ROIC	34%	32%	31%	37%	41%	资本开支	0	(421)	(426)	(457)	(469)
ROE	18%	20%	20%	21%	21%	其它投资现金流	(5)	123	0	0	0
毛利率	38%	36%	36%	35%	35%	投资活动现金流	(10)	(296)	(426)	(458)	(469)
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	14%	14%	14%	负债净变化	0	200	0	0	0
收入增长	30%	34%	15%	20%	16%	支付股利、利息	(156)	(198)	(227)	(275)	(323)
净利润增长率	20%	28%	14%	21%	18%	其它融资现金流	(12)	68	(205)	0	100
资产负债率	46%	51%	49%	51%	51%	融资活动现金流	(329)	73	(432)	(275)	(223)
息率	2.4%	3.0%	3.4%	4.1%	4.9%	现金净变动	298	(157)	262	250	453
P/E	12.0	13.1	11.5	9.5	8.1	货币资金的期初余额	527	825	668	929	1180
P/B	2.1	2.6	2.2	2.0	1.7	货币资金的期末余额	825	668	929	1180	1633
EV/EBITDA	12.8	13.6	11.6	10.3	9.3	企业自由现金流	0	(385)	679	504	647
						权益自由现金流	0	(116)	470	506	752

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032