

22Q4 净利率亮眼，全品类全渠道加速扩张

2023 年 03 月 14 日

➤ **事件：**2023 年 3 月 12 日晚，志邦家居发布 2022 年业绩快报，2022 年全年实现营收 53.89 亿元，同比增长+4.58%，实现归母净利润 5.36 亿元，同比增长 6.07%，实现扣非归母净利润 4.97 亿元，同比增长 8.03%。22Q4 实现营收 18.7 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 7.9%，实现扣非归母净利润 2.0 亿元，同比增长 17.7%。22Q4 利润率表现亮眼，我们认为主要系公司从产品结构改变、人效提升和材料利用率提升三个方面进行降本增效促进毛利率提升，在 22 年中后段取得比较明显效果。

➤ **拓品类增渠道，加速品类融合：**木门作为公司重要的第三增长曲线，橱柜、衣柜和木门的协同效应逐渐显现。木门 2021 年全年净开 196 家门店至 399 家，截至 2022H1 末，木门有 654 家门店，我们预计木门 23 年将保持快速开店趋势，大部分为橱衣木融合店，店面已形成“全屋定制”发展格局，小部分为木门单品店；公司卫阳产品已上样，在整家全品类和局改需求的带动下，卫阳产品将与橱柜产品有效结合带动增长。

➤ **大宗业务渠道稳定，提升整装业务流量转化率：**工程业务方面，全面开发国企央企客户，加强收款管理，我们预计未来工程业务仍保持较高比例；整装业务方面，通过在直播、社群、拎包、样板间等领域的投入，加大流量获取，提高流量到销售的转化率。

➤ **融合厨衣资源，供应链改革降本增效促进净利率提升：**公司推进统一平台+业务矩阵管理模式，聚焦降本增效。**生产基地方面，**公司目前在国内拥有 6 大生产基地，5 个位于安徽合肥，1 个位于广东清远，其中安徽 5 处生产基地已建成橱柜、衣柜、木门等多品类产线；清远基地已开工建设，总规划产能 25 亿。公司近年来对工厂进行信息化改造，数字化车间自动化已达 70%以上，并与中科大、三维家成立“先进制造联合实验室”，推动公司产业数字化升级。**物流配送方面，**公司积极探索干仓配一体化模式，释放物流综合成本以及干线运输、仓储、用工成本，2021 年已在部分试点城市初见成效，2022 年进一步扩大了干仓配模式的覆盖范围。受益于公司降本增效成效显现以及公司规模效应提升，22Q4 公司归母净利率为 11.8%，环比/同比提升 1.2pct/0.6pct。

➤ **投资建议：**我们调整 2023-2024 年盈利预测，预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 6.29/7.29 亿元，同增 17.4%/15.7%，当前股价对应 PE 分别为 16/14X，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,153	5,389	6,318	7,292
增长率 (%)	34.2	4.6	17.2	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	506	536	629	729
增长率 (%)	27.8	6.1	17.4	15.7
每股收益 (元)	1.62	1.72	2.02	2.34
PE	20	19	16	14
PB	3.9	4.9	4.0	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 13 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

32.23 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 家居行业点评报告：当前时点，为何要超配家居板块？-2023/02/22
2. 轻工行业 2023 年度策略报告：重启&重塑 -2023/01/04
3. 家居行业系列报告二：基于产业链视角，探讨疫后美国家居各环节演绎-2023/01/04
4. 家居行业系列报告一：当政策底出现后，探究家居板块演绎-2023/01/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,153	5,389	6,318	7,292
营业成本	3,285	3,424	4,039	4,687
营业税金及附加	40	38	44	49
销售费用	756	781	908	1,035
管理费用	232	230	270	306
研发费用	282	294	335	386
EBIT	542	589	706	809
财务费用	-7	3	17	12
资产减值损失	-43	-4	-4	-5
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	552	583	684	792
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	550	583	684	792
所得税	44	47	55	64
净利润	506	536	629	729
归属于母公司净利润	506	536	629	729
EBITDA	697	753	898	1,003

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	668	394	836	1,391
应收账款及票据	256	190	260	300
预付款项	49	103	101	117
存货	388	372	438	508
其他流动资产	1,427	1,287	1,418	1,563
流动资产合计	2,787	2,344	3,053	3,879
长期股权投资	36	123	123	123
固定资产	1,465	1,503	1,529	1,571
无形资产	232	231	230	229
非流动资产合计	2,511	2,974	3,005	3,063
资产合计	5,298	5,318	6,058	6,943
短期借款	295	295	295	295
应付账款及票据	801	938	1,051	1,220
其他流动负债	1,330	1,183	1,378	1,589
流动负债合计	2,426	2,417	2,725	3,104
长期借款	200	707	707	707
其他长期负债	81	122	121	129
非流动负债合计	281	829	828	836
负债合计	2,707	3,246	3,553	3,940
股本	312	312	312	312
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,591	2,072	2,505	3,003
负债和股东权益合计	5,298	5,318	6,058	6,943

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.17	4.58	17.24	15.42
EBIT 增长率	27.31	8.80	19.73	14.64
净利润增长率	27.84	6.07	17.39	15.74
盈利能力 (%)				
毛利率	36.24	36.45	36.07	35.73
净利润率	9.81	9.95	9.96	9.99
总资产收益率 ROA	9.54	10.08	10.39	10.49
净资产收益率 ROE	19.51	25.88	25.13	24.27
偿债能力				
流动比率	1.15	0.97	1.12	1.25
速动比率	0.53	0.50	0.64	0.76
现金比率	0.28	0.16	0.31	0.45
资产负债率 (%)	51.10	61.04	58.65	56.75
经营效率				
应收账款周转天数	10.42	12.00	12.00	12.00
存货周转天数	43.07	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.09	1.02	1.11	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	1.62	1.72	2.02	2.34
每股净资产	8.31	6.64	8.03	9.63
每股经营现金流	1.59	3.69	2.93	3.43
每股股利	0.60	0.63	0.74	0.86
估值分析				
PE	20	19	16	14
PB	3.9	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	14.20	14.18	11.39	9.65
股息收益率 (%)	1.86	1.96	2.30	2.66

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	506	536	629	729
折旧和摊销	155	163	192	194
营运资金变动	-229	403	29	83
经营活动现金流	496	1,149	913	1,071
资本开支	-515	-216	-223	-252
投资	-45	-360	0	0
投资活动现金流	-516	-888	-223	-252
股权募资	0	-872	0	0
债务募资	389	508	-11	8
筹资活动现金流	179	-536	-249	-264
现金净流量	157	-274	442	555

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026