

2023年04月28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(2023-04-28)

32.73 元

交易数据

总市值（百万元）	10,205.87
流通市值（百万元）	10,205.87
总股本（百万股）	311.82
流通股本（百万股）	311.82
12个月价格区间	36.30/19.01

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.98	9.95	64.51
绝对收益	1.39	6.3	67.94

分析师

刘荆

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

相关报告

 志邦家居：Q3 盈利能力同比提升，衣柜、木门业务表现靓丽-志邦家居三季报点评
 2022.10.31

 志邦家居：零售渠道延续增长，衣柜、木门业务表现靓丽-志邦家居半年报点评
 2022.8.30

盈利能力提升，衣柜、木门业务持续增长

◆ **事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营收 53.89 亿元，同比增长 4.58%，实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 6.17%，实现扣非后净利润 4.98 亿元，同比增长 8.15%。其中，2022Q4 公司实现营收 18.72 亿元，同比增长 2.25%，实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 7.96%，实现扣非后净利润 2.01 亿元，同比增长 17.87%。公司发布 2023 年一季报，23Q1 公司实现营收 8.06 亿元，同比增长 6.20%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 0.49%，实现扣非后净利润 0.43 亿元，同比增长 8.69%。公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。

投资要点

◆ **22 年衣柜业务增速较为亮眼，木门业务有望成为未来新增长点。**分产品看，2022 年公司整体厨柜实现营收 27.37 亿元，同比减少 6.73%；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 21.03 亿元，同比增长 19.49%；木门业务实现营收 2.28 亿元，同比增长 34.17%。公司 2022 年整体橱柜、定制衣柜、木门毛利率分别为 41.27%、38.52%、10.37%，同比+0.77、+4.09、-2.67pct。23Q1 公司整体厨柜/定制衣柜/木门分别实现营收 3.18/3.53/0.40 亿元，同比+12.79%/+6.80%/+79.48%，毛利率分别为 46.48%/35.55%/6.73%，同比+3.45/+1.55/-1.27pct。

◆ **零售渠道持续拓店，直营门店盈利能力持续提升。**分渠道看，1）零售业务方面，2022 年公司经销商渠道实现营收 29 亿元，同比增长 2.48%，经销商门店数较期初净增 487 家至 4196 家，其中厨柜、衣柜、木门分别较年初净增 31、107、349 至 1722、1726、748 家，我们估算公司经销渠道平均单店提货额同比下降约 9.41%，毛利率同比增长 0.49pct 至 34.82%；直营渠道实现营收 3.97 亿元，同比增长 23.04%，直营门店数较期初净增 2 家至 35 家，估算公司直营店效为 1133.28 万/年，同比增长 16.01%，毛利率同比增长 1.69pct 至 67.49%。23Q1 公司经销商渠道实现营收 4.65 亿元，同比下降 6.78%，经销商门店较 22 年末净增 56 家，其中厨柜、衣柜、木门分别较年初净增 9、15、32 至 1731、1741、780 家，我们估算公司经销渠道平均单店提货额同比下降约 14.61%，毛利率同比增长 2.04pct 至 35.65%；直营渠道实现营收 0.86 亿元，同比增长 15.68%，直营门店较 22 年末持平，估算公司直营店效同比增长 9.07%，毛利率同比增长 5.84pct 至 70.30%；2）工程业务方面，2022 年公司大宗渠道实现营收 16.57 元，同比增长 0.36%，毛利率同比增长 2.04pct 至 40.53%。23Q1 大宗渠道实现营收 1.34 亿元，同比增长 4.46%，毛利率同比下降 8.29pct 至 32.63%。2022 年经销商渠道、直营渠道、大宗业务、其他（含海外业务）收入占比分别为 53.81%/7.36%/30.75%/8.07%，同比-1.1/+1.1/-1.29%/+1.29pct。公司大宗业务占比有所下滑，主要系公司在立足零售业务根基的同时，及时调整大宗客户结构，保持大宗业务 30%左右的合理占比，通过诉讼保全等措施有效控制了大宗业务风险。

◆ **毛利率有所提升，经营现金流明显改善。**盈利能力方面，2022 年，公司毛利率同比增长 1.45pct 至 37.67%，其中 Q4 毛利率同比增长 3.37pct 至 39.42%，环比增长 1.96pct。23Q1 公司毛利率同比增长 1.81pct 至 36.89%。费用率方面，2022 年



公司期间费用率合计增长 0.75pct 至 25.24%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率为 15.43%/10.14%/-0.34%，同比+0.77/+0.18/-0.2pct，综合影响下，2022 年公司归母净利润率为 9.96%，同比增长 0.15pct。23Q1 公司期间费用率合计增长 0.32pct 至 31.24%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率为 17.55%/13.75%/-0.06%，同比+1.21/+3.79/-0.12pct，综合影响下，23Q1 公司归母净利润率为 6.40%，同比下降 0.36pct。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流净额为 7.66 亿元，同比增长 54.42%，主要系零售销售增长使得经营活动现金流入增长所致。23Q1 公司经营活动现金流净额为-1.06 亿元，同比增长 63.87%，主要系销售增长导致销售商品、提供劳务收到的现金增长和应付未付未计提费用增长导致支付其他与经营活动有关的现金下降所致。

◆ **发布股权激励计划，彰显公司发展信心。**公司发布《2023 年限制性股票激励计划（草案）》，股权激励拟以 15.53 元/股的价格向董事、高级管理人员、中层管理人员合计 90 人授予 311.99 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 31181.99 万股的 1.00%。本激励计划的业绩考核目标为：以公司 2022 年的营收、净利润为基础，2023-2024 年营收、净利润增长率分别不低于 12%、24%。根据激励计划考核目标，预计公司 2023-2024 年营业收入、净利润同比增速为 12%、10.71%，此举有利于公司高度绑定核心人才。

◆ **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，2023 年一季度受疫情影响下仍实现正增长，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 2023-2025 年公司营业收入分别为 63.98/75.41/87.19 亿元，同比增长 18.7%/17.9%/15.6%，归母净利润 6.38/7.50/8.77 亿元，同比增长 18.9%/17.5%/16.9%，对应公司 EPS 分别为 2.05/2.40/2.81 元，维持公司“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**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等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,398	7,541	8,719
YoY(%)	34.2	4.6	18.7	17.9	15.6
净利润(百万元)	506	537	638	750	877
YoY(%)	27.8	6.2	18.9	17.5	16.9
毛利率(%)	36.2	37.7	37.8	38.0	38.2
EPS(摊薄/元)	1.62	1.72	2.05	2.40	2.81
ROE(%)	19.5	18.6	19.4	20.0	20.3
P/E(倍)	20.2	19.0	16.0	13.6	11.6
P/B(倍)	3.9	3.5	3.1	2.7	2.4
净利率(%)	9.8	10.0	10.0	9.9	10.1

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2787	2957	3451	4015	4671
现金	668	705	771	1434	1655
应收票据及应收账款	256	225	346	327	451
预付账款	49	58	69	80	92
存货	388	305	516	449	662
其他流动资产	1427	1665	1750	1726	1812
非流动资产	2511	2820	3120	3446	3757
长期投资	36	134	236	340	444
固定资产	1465	1491	1673	1872	2061
无形资产	232	255	278	295	316
其他非流动资产	778	939	932	939	935
资产总计	5298	5777	6570	7461	8428
流动负债	2426	2775	3145	3584	3976
短期借款	295	367	367	367	367
应付票据及应付账款	801	1088	1151	1480	1549
其他流动负债	1330	1320	1627	1737	2060
非流动负债	281	124	127	130	132
长期借款	200	0	3	6	8
其他非流动负债	81	124	124	124	124
负债合计	2707	2899	3272	3714	4108
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	312	312	437	437	437
资本公积	806	766	641	641	641
留存收益	1541	1894	2265	2705	3230
归属母公司股东权益	2591	2879	3299	3747	4320
负债和股东权益	5298	5777	6570	7461	8428

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	496	766	721	1448	1020
净利润	506	537	638	750	877
折旧摊销	145	187	163	171	199
财务费用	-7	-18	-16	4	2
投资损失	1	-16	-11	-10	-9
营运资金变动	-243	-37	-50	537	-44
其他经营现金流	95	114	-4	-4	-4
投资活动现金流	-516	-443	-448	-483	-497
筹资活动现金流	179	-433	-207	-302	-303

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.62	1.72	2.05	2.40	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	2.46	2.31	4.64	3.27
每股净资产(最新摊薄)	8.31	9.23	10.58	12.02	13.85

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5153	5389	6398	7541	8719
营业成本	3285	3358	3980	4677	5385
营业税金及附加	40	44	54	62	71
营业费用	756	832	973	1161	1351
管理费用	232	268	320	385	453
研发费用	282	279	333	396	462
财务费用	-7	-18	-16	4	2
资产减值损失	-55	-84	-64	-53	-52
公允价值变动收益	5	5	4	4	4
投资净收益	-1	16	11	10	9
营业利润	552	576	705	818	955
营业外收入	3	4	3	3	3
营业外支出	5	4	6	6	5
利润总额	550	577	702	815	953
所得税	44	40	64	65	76
税后利润	506	537	638	750	877
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	506	537	638	750	877
EBITDA	705	765	865	975	1128

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.2	4.6	18.7	17.9	15.6
营业利润(%)	26.5	4.5	22.4	15.9	16.8
归属于母公司净利润(%)	27.8	6.2	18.9	17.5	16.9
获利能力					
毛利率(%)	36.2	37.7	37.8	38.0	38.2
净利率(%)	9.8	10.0	10.0	9.9	10.1
ROE(%)	19.5	18.6	19.4	20.0	20.3
ROIC(%)	16.6	16.5	17.4	17.9	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	50.2	49.8	49.8	48.7
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	17.8	22.4	22.4	22.4	22.4
应付账款周转率	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6
估值比率					
P/E	20.2	19.0	16.0	13.6	11.6
P/B	3.9	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	19.7	17.9	15.7	13.3	11.3

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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn