

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	32.73
总股本/流通股本(亿股)	3.12 / 3.12
总市值/流通市值(亿元)	102 / 102
52周内最高/最低价	37.69 / 18.60
资产负债率(%)	50.2%
市盈率	18.64
第一大股东	孙志勇
持股比例(%)	20.9%

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com

志邦家居(603801)

定制衣柜稳步增长，供应链变革成效显著

● 事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报：

公司 2022 年实现收入 53.89 亿元，同比+4.58%；归母净利润 5.37 亿元，同比+6.17%；扣非后归母净利润 4.98 亿元，同比+8.15%。其中，2022Q4 公司实现收入 18.72 亿元，同比+2.25%；归母净利润 2.22 亿元，同比+7.96%；扣非后归母净利润 2.01 亿元，同比+17.87%。公司连续 9 年收入利润双增长，行业影响力逐年提升。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 7.0 元（含税），每 10 股转增 4 股。

2023Q1 公司收入 8.06 亿元，同比+6.20%；归母净利润 0.52 亿元，同比+0.49%；扣非后归母净利润 0.43 亿元，同比+8.69%。一季度公司收入端延续增长，利润表现优于收入端。

此外，公司发布股权激励草案，拟对包括公司董事、中高管等 90 人授予 312 万股，授予价格 15.53 元/股，考核目标为以 2022 年业绩为基数，2023/2024 年营收增长率分别为 12%/24%，净利润增长率分别为 12%/24%，进一步彰显公司稳步发展信心。

● 定制衣柜稳步增长，供应链科学管理成效显著

2022 年公司整体橱柜、定制衣柜、木门、其他分别实现收入 27.37、21.03、2.28、3.22 亿元，同比分别-6.73%、+19.49%、+34.17%、+11.26%；2023Q1 以上业务分别实现收入 3.18、3.53、0.40、0.94 亿元，同比分别-12.79%、+6.80%、+79.48%、+130.24%，定制衣柜稳步增长，体量占比不断提升，木门及其他业务持续放量，公司按既定规划完善整家全品类布局，产品套系化开发稳步推进，多品类协同效应优势逐步呈现。

毛利率方面，2022 年公司整体橱柜、定制衣柜、木门、其他业务毛利率分别为 41.27%、38.52%、10.37%、21.13%，同比分别+0.77pct、+4.09pct、-2.67pct、+3.45pct；2023Q1 以上业务毛利率分别为 46.48%、35.55%、6.73%、22.44%，同比分别+3.45pct、+1.55pct、-1.27pct、+34.37pct，其中，定制衣柜毛利率稳步提升，表现亮眼，主要得益于衣柜业务规模效益的持续发挥，供应链科学管理成效显著。

● 整家销售新征程开启，大宗业务发展有序

2022 年公司直营店、经销店、大宗业务、其他分别实现收入 3.97、29.00、16.57、4.35 亿元，同比分别+23.04%、+2.48%、+0.36%、+24.46%；2023Q1 以上渠道分别实现收入 0.86、4.66、1.34、1.21 亿元，同比分别+15.68%、-6.78%、+4.46%、+111.20%，经销渠道短期略受影响，大宗业务稳步发展。公司在多个层面开展系统性变革措施，通过新零售

售助力终端获客、整家全品类拓展、整装模式布局、多维度赋能加盟商等多种举措，进一步构建整家定制的综合方案解决能力。大宗业务公司稳扎稳打控风险，优质客户占比提升，且及时开拓新业务，探索适老公寓、企事业公寓、人才公寓等新业务领域，发展有序。

毛利率方面，2022 年公司直营店、经销店、大宗业务、其他渠道毛利率分别为 67.49%、34.82%、40.53%、18.76%，同比分别+1.69pct、+0.49pct、+2.04pct、+4.98pct；2023Q1 以上渠道毛利率分别为 70.30%、35.65%、32.63%、22.70%，同比分别+5.84pct、+2.04pct、-8.29pct、+25.84pct，零售渠道毛利率保持稳步提升，主要得益于公司供应链变革成效显现。

● 毛利率同比提升，期间费用率略有增加

2022 年公司毛利率、净利率分别为 37.69%、9.96%，同比分别+1.44pct、+0.15pct，2022 年公司在原材料成本持续攀升背景下，毛利率同比提升，主要系公司内部提质降本增效措施落地，有效对冲成本压力，进一步释放毛利成长空间；2023Q1 单季度公司毛利率、净利率分别为 36.89%、6.40%，同比分别+1.81pct、-0.36pct，毛利率延续提升趋势。

期间费用率方面，2022 年公司期间费用率为 25.24%，同比+0.75pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 15.43%、4.97%、5.18%、-0.34%，同比分别+0.77pct、+0.47pct、-0.29pct、-0.20pct；2023Q1 公司期间费用率为 31.24%，同比+0.31pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.55%、7.36%、6.39%、-0.06%，同比分别+1.21pct、-0.37pct、-0.40pct、-0.12pct，期间费用率同比略有提升。

● 投资建议：

公司作为定制家居领域的领先企业，多品类、全渠道协同持续带来公司业绩稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 63.80/74.67/86.68 亿元，同比分别+18.39%/+17.03%/+16.09%；归母净利润分别为 6.35/7.41/8.57 亿元，同比分别+18.25%/+16.74%/+15.64%，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险；渠道拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5389	6380	7467	8668
增长率	4.58%	18.39%	17.03%	16.09%
EBITDA（百万元）	753	852	974	1110
归属母公司净利润（百万元）	537	635	741	857
增长率	6.17%	18.25%	16.74%	15.64%
EPS（元/股）	1.72	2.04	2.38	2.75
市盈率（P/E）	19.02	16.08	13.78	11.91
市净率（P/B）	3.55	2.90	2.40	2.00
EV/EBITDA	10.70	11.62	8.77	7.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	5389	6380	7467	8668	营业收入	4.6%	18.4%	17.0%	16.1%
营业成本	3358	3997	4699	5468	营业利润	4.5%	18.1%	16.8%	15.7%
税金及附加	44	51	63	78	归属于母公司净利润	6.2%	18.2%	16.7%	15.6%
销售费用	832	1021	1195	1387	获利能力				
管理费用	268	332	385	442	毛利率	37.7%	37.4%	37.1%	36.9%
研发费用	279	332	388	451	净利率	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%
财务费用	-18	9	9	10	ROE	18.6%	18.1%	17.4%	16.8%
资产减值损失	-37	0	0	0	ROIC	15.9%	16.1%	15.7%	15.3%
营业利润	576	680	795	919	偿债能力				
营业外收入	4	5	5	5	资产负债率	50.2%	46.5%	46.9%	43.9%
营业外支出	4	3	3	3	流动比率	1.07	1.25	1.38	1.56
利润总额	577	682	797	921	营运能力				
所得税	40	48	56	64	应收账款周转率	30.43	30.00	30.00	30.00
净利润	537	635	741	857	存货周转率	15.56	14.73	15.05	15.43
归母净利润	537	635	741	857	总资产周转率	0.97	1.03	1.02	1.01
每股收益(元)	1.72	2.04	2.38	2.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.72	2.04	2.38	2.75
货币资金	705	684	2043	2312	每股净资产	9.23	11.27	13.64	16.39
交易性金融资产	280	280	280	280	估值比率				
应收票据及应收账款	225	378	327	491	PE	19.02	16.08	13.78	11.91
预付款项	58	80	94	109	PB	3.55	2.90	2.40	2.00
存货	305	561	431	693	现金流量表				
流动资产合计	2957	3652	5006	6048	净利润	537	635	741	857
固定资产	1491	1528	1550	1558	折旧和摊销	197	179	193	207
在建工程	118	158	198	238	营运资本变动	-35	-560	701	-520
无形资产	255	280	305	330	其他	68	-1	-8	-12
非流动资产合计	2820	2916	2998	3066	经营活动现金流净额	766	252	1627	532
资产总计	5777	6568	8005	9114	资本开支	-379	-273	-273	-273
短期借款	367	367	367	367	其他	-64	16	22	26
应付票据及应付账款	1088	1022	1458	1427	投资活动现金流净额	-443	-257	-251	-247
其他流动负债	1320	1542	1801	2085	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2775	2931	3626	3879	债务融资	-129	0	0	0
其他	124	124	124	124	其他	-304	-17	-17	-17
非流动负债合计	124	124	124	124	筹资活动现金流净额	-433	-17	-17	-17
负债合计	2899	3055	3751	4003	现金及现金等价物净增加额	-105	-21	1360	269
股本	312	312	312	312					
资本公积金	766	766	766	766					
未分配利润	1773	2313	2942	3671					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	28	123	234	363					
所有者权益合计	2879	3513	4254	5111					
负债和所有者权益总计	5777	6568	8005	9114					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048