

志邦家居 (603801.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

行业压力显现，逆势提份额可期

业绩简评

4月25日公司发布23年报及24年一季度，23年全年营收/归母净利分别同比+13.5%/10.8%至61.2/6.0亿元。其中23Q4公司营收/归母净利分别同比+16.8%/+10.8%至21.9/2.5亿元。24Q1营收/归母净利/扣非归母净利润分别同比+1.7%/-8.4%/-10.0%至8.2/0.5/0.4亿元。分红方案为每10股派息7.0元(含税)。

经营分析

大宗渠道增长具韧性，木门品类表现优异：23年公司直营/经销/大宗收入分别同比+18.5%/+7.8%/+21.2%至4.7/31.2/20.1亿元，其中23Q4收入分别同比+61.1%/+18.9%/+14.1%。24Q1直营/经销/大宗收入分别同比+13.2%/-1.8%/+9.7%至1.0/4.6/1.5亿元，大宗业务依托重新梳理调整客户叠加企事业单位、养老、医疗等创新业务贡献，在地产行业整体承压下，增长具备韧性，而经销渠道由于23Q4部分门店优化调整滞后影响24Q1流量承接叠加行业需求放缓，销售有所承压。分产品来看，公司23年厨/衣/木收入分别同比+3.7%/+19.2%/+79.9%至28.4/25.1/4.1亿元，其中23Q4收入分别同比+10.2%/+25.6%/+64.5%，而24Q1收入分别同比-0.7%/+8.8%/+11.6%，木门整体表现依然相对理想。

木门毛利率改善明显，费用投入增加影响24Q1利润：公司23年整体毛利率同比-0.6pct至37.1%，其中厨/衣毛利率分别同比-0.3/-0.6pct至40.9%/38.0%，主因大宗渠道竞争加剧，而木门品类规模效应逐步显现，23年毛利率同比+10.6pct至21.0%。费用率方面，23年销售/管理费用率分别同比下降0.9/0.1pct至14.5%/4.8%，研发费用率基本持平。24Q1整体毛利率同比+0.3pct至37.2%，厨/衣/木毛利率分别同比-4.9/+5.5/+7.7pct，渠道结构变化及规模效应显现使得各品类毛利率变化有所分化。24Q1销售/管理(含研发)/财务费用率分别同比+1.2/+2.2/-0.5pct至18.8%/15.9%/-0.5%，24Q1整体利润承压主因费用投入增加。

战略方向清晰，优异执行力支撑公司抵御行业冲击：目前房地产销售疲软影响逐步传导至家居需求层面，行业正进入竞争加剧甚至需求萎缩的艰难时期。在此情况下，公司坚定大家居的核心发展方向，重视整装渠道红利，持续加大终端赋能，战略正确+优异执行有望助力公司份额逆势提升，顺利度过行业艰难时期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年EPS分别为1.54/1.73/1.94元，当前股价对应PE为9/8/7倍，维持“买入”评级。

风险提示

南方市场拓展不畅；原材料价格大幅上涨；整装渠道拓展不畅。

轻工组

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价(人民币)：14.23元

相关报告：

- 《志邦家居公司点评：3Q收入增长显韧性，大宗渠道贡献显著》，2023.10.30
- 《志邦家居公司点评：Q1收入略超预期，毛利率延续改善趋势》，2023.4.28
- 《志邦家居公司点评：衣柜发展势能强劲，盈利提升将延续》，2023.4.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,389	6,116	6,779	7,667	8,625
营业收入增长率	4.58%	13.50%	10.83%	13.10%	12.50%
归母净利润(百万元)	537	595	671	753	846
归母净利润增长率	6.17%	10.87%	12.69%	12.35%	12.32%
摊薄每股收益(元)	1.721	1.363	1.536	1.726	1.938
每股经营性现金流净额	2.16	1.24	1.92	2.19	2.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.65%	18.10%	17.75%	17.81%	17.86%
P/E	15.62	12.30	9.26	8.25	7.34
P/B	2.91	2.23	1.64	1.47	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,153	5,389	6,116	6,779	7,667	8,625
增长率		4.6%	13.5%	10.8%	13.1%	12.5%
主营业务成本	-3,285	-3,358	-3,849	-4,246	-4,801	-5,414
%销售收入	63.8%	62.3%	62.9%	62.6%	62.6%	62.8%
毛利	1,867	2,031	2,267	2,533	2,866	3,211
%销售收入	36.2%	37.7%	37.1%	37.4%	37.4%	37.2%
营业税金及附加	-40	-44	-56	-61	-69	-78
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-756	-832	-890	-1,030	-1,172	-1,320
%销售收入	14.7%	15.4%	14.5%	15.2%	15.3%	15.3%
管理费用	-232	-268	-295	-353	-395	-444
%销售收入	4.5%	5.0%	4.8%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-282	-279	-319	-366	-414	-466
%销售收入	5.5%	5.2%	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	559	609	709	723	816	904
%销售收入	10.8%	11.3%	11.6%	10.7%	10.6%	10.5%
财务费用	7	18	9	5	2	23
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	7	0	0
公允价值变动收益	5	5	16	0	0	0
投资收益	-1	16	26	10	15	10
%税前利润	n.a	2.8%	4.2%	1.3%	1.8%	1.0%
营业利润	552	576	619	767	856	962
营业利润率	10.7%	10.7%	10.1%	11.3%	11.2%	11.1%
营业外收支	-2	1	3	-5	0	0
税前利润	550	577	622	762	856	962
利润率	10.7%	10.7%	10.2%	11.2%	11.2%	11.1%
所得税	-44	-40	-27	-91	-103	-115
所得税率	8.0%	7.0%	4.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	506	537	595	671	753	846
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	506	537	595	671	753	846
净利率	9.8%	10.0%	9.7%	9.9%	9.8%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	506	537	595	671	753	846
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	145	187	191	162	180	198
非经营收益	9	-16	-82	67	-7	-4
营运资金变动	-229	-35	-163	-61	31	109
经营活动现金净流	431	672	541	839	958	1,150
资本开支	-515	-379	-359	-524	-372	-392
投资	-45	-102	-87	0	0	0
其他	44	38	10	10	15	10
投资活动现金净流	-516	-443	-436	-514	-357	-382
股权募资	0	0	0	88	0	0
债权募资	389	-129	-112	-33	-95	0
其他	-211	-298	-191	-284	-313	-347
筹资活动现金净流	178	-428	-303	-229	-408	-347
现金净流量	92	-199	-198	96	192	420

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	668	705	863	958	1,149	1,569
应收款项	417	351	346	478	534	582
存货	388	305	220	437	493	555
其他流动资产	1,314	1,596	2,039	1,370	1,466	1,601
流动资产	2,787	2,957	3,469	3,243	3,643	4,307
%总资产	52.6%	51.2%	54.3%	48.7%	50.2%	53.0%
长期投资	78	169	209	209	209	209
固定资产	1,548	1,609	1,771	1,931	2,064	2,180
%总资产	29.2%	27.8%	27.7%	29.0%	28.4%	26.8%
无形资产	269	296	310	333	356	387
非流动资产	2,511	2,820	2,918	3,422	3,619	3,816
%总资产	47.4%	48.8%	45.7%	51.3%	49.8%	47.0%
资产总计	5,298	5,777	6,387	6,665	7,262	8,122
短期借款	305	375	135	95	0	0
应付款项	1,259	1,706	1,893	1,716	1,892	2,156
其他流动负债	862	694	832	837	901	991
流动负债	2,426	2,775	2,861	2,648	2,793	3,146
长期贷款	200	0	124	124	124	124
其他长期负债	81	124	114	114	114	114
负债	2,707	2,899	3,099	2,886	3,031	3,384
普通股股东权益	2,591	2,879	3,288	3,779	4,231	4,738
其中：股本	312	312	437	437	437	437
未分配利润	1,422	1,773	2,151	2,553	3,005	3,513
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,298	5,777	6,387	6,665	7,262	8,122

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.619	1.721	1.363	1.536	1.726	1.938
每股净资产	8.296	9.232	7.532	8.656	9.691	10.854
每股经营现金净流	1.379	2.155	1.239	1.922	2.194	2.633
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.614	0.690	0.775
回报率						
净资产收益率	19.51%	18.65%	18.10%	17.75%	17.81%	17.86%
总资产收益率	9.54%	9.29%	9.32%	10.06%	10.37%	10.42%
投入资本收益率	16.48%	17.27%	18.95%	15.84%	16.40%	16.29%
增长率						
主营业务收入增长率	34.17%	4.58%	13.50%	10.83%	13.10%	12.50%
EBIT 增长率	31.70%	8.97%	16.35%	2.05%	12.79%	10.83%
净利润增长率	27.84%	6.17%	10.87%	12.69%	12.35%	12.32%
总资产增长率	28.34%	9.05%	10.55%	4.36%	8.95%	11.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.3	12.0	12.9	12.0	12.1	12.2
存货周转天数	39.8	37.6	24.9	37.6	37.5	37.4
应付账款周转天数	49.4	57.9	55.5	54.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	103.7	101.0	86.5	81.3	73.5	66.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.10%	-21.19%	-31.26%	-30.78%	-34.26%	-39.45%
EBIT 利息保障倍数	-78.9	-33.4	-81.2	-151.5	-345.3	-40.1
资产负债率	51.10%	50.17%	48.52%	43.30%	41.74%	41.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	20	26	74
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.09	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-27	买入	22.11	N/A
2	2022-08-29	买入	20.71	N/A
3	2022-10-31	买入	20.91	N/A
4	2023-03-12	买入	32.40	N/A
5	2023-04-27	买入	31.86	N/A
6	2023-04-28	买入	33.57	N/A
7	2023-10-30	买入	19.90	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806