

2024年05月08日  
志邦家居(603801.SH)

SDIC

## 整装渠道加速发展， 品类融合持续推进

■ **事件：**志邦家居发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营收 61.16 亿元，同比增长 13.50%；归母净利润 5.95 亿元，同比增长 10.76%；扣非后归母净利润 5.48 亿元，同比增长 10.04%。其中，2023Q4 单季度公司实现营收 21.88 亿元，同比增长 16.87%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 10.52%；扣非后归母净利润 2.24 亿元，同比增长 11.43%。


此外，2024Q1 公司实现营收 8.20 亿元，同比增长 1.77%；归母净利润 0.47 亿元，同比下降 8.38%；扣非后归母净利润 0.39 亿元，同比下降 10.04%。

### ■ 衣柜、木门持续高增，品类协同持续深化

分产品看，2023 年整体橱柜、定制衣柜、木门分别实现收入 28.38/25.05/4.10 亿元，同比增长 3.69%/19.15%/79.92%。24Q1 整体橱柜、定制衣柜、木门分别实现收入 3.16/3.84/0.45 亿元，同比增长-0.71%/8.53%/11.61%。定制衣柜及木门品类增速亮眼，主要系公司逐渐转变为提供一站式全空间系统集成整家解决方案的战略布局，产品囊括九大空间，包括整体厨房、全屋定制、木门、墙板、卫浴、成品家居等九大空间系列产品。公司通过开放多品类共享多渠道资源，加大信息化投入，产品间协同效应逐渐显现。在定制衣柜规模稳步增长的带动下，公司积极拓展国内外知名家电、成品家具一线大品牌签约合作，如日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具、爱依瑞斯等高端品牌，打造多品牌矩阵，满足不同消费群体差异化需求。与此同时，公司门墙业务招商建店已完成初步布局，在全国已有 983 家门墙产品门店，终端成交的重要性逐渐凸显。公司在把握分层分级、有序扩充的原则下，围绕“厨衣门墙卫浴配”全品类家居产品，打造全空间风格一体化、材质一体化、交付一体化的家居供应链平台，提升客户端体验及终端营销效率。

### ■ 经销渠道稳健发力，整装渠道快速扩张

分渠道看，2023 年公司经销、大宗、直营渠道、海外业务分别实现收入 31.24/20.09/4.71/1.50 亿元，同比增长 7.75%/21.22%/18.52%/31.86%。2024 年 Q1 公司经销、大宗、直营渠道、海外业务分别实现收入 4.57/1.47/0.97/0.44 亿元，同比增长-1.78%/9.66%/13.24%/66.61%。其中，1) 零售渠道方面，公司以全渠道、多品类战略布局多层次市场，截至 2023 年 12 月末，公司拥有各品类经销商共 2900+ 家，各品类店面共 4000+ 家，其中整体橱柜（经销门店）、定制衣柜（经销门店）、木门（经销门店）、直营门店的门店数量分别为 1715



证券研究报告

家具

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价

22.78 元

股价 (2024-05-07)

15.75 元

交易数据

总市值(百万元) 6,875.63

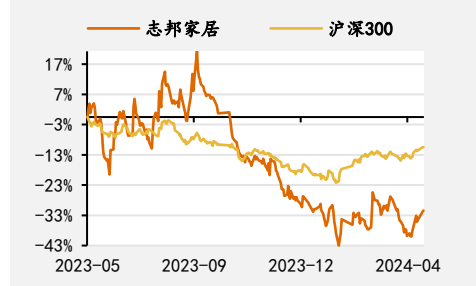
流通市值(百万元) 6,806.84

总股本(百万股) 436.55

流通股本(百万股) 432.18

12 个月价格区间 13.12/34.64 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.8	2.9	-42.9
绝对收益	-5.3	12.3	-51.8

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

23Q1 业绩增长彰显韧性，股 2023-05-10

权激励坚定发展信心

盈利能力持续改善，疫情之 2022-11-02

下韧性彰显

/1850/983/35 家，较 2022 年定制衣柜和木门门店分别新增 124/235 家。2) 大宗渠道方面，公司提供合理设计、按需定制、批量制造、准期交付的产品与服务，明晰精装地产的 C 端需求，大宗业务有序发展，全国代理业务逐步发展、优质客户占比逐渐提升。3) 整装渠道方面，公司进行了整装大家居千坪展厅的云发布，并相继发布了“超级服务邦”、“全空间高效整装”等多维赋能体系，携手优秀装企共建整装新生态。

#### 目 毛利率表现整体平稳，24Q1 净利率受股权激励费用影响

盈利能力方面，2023 年公司毛利率为 37.07%，同比下降 0.62pct，23Q4 单季度毛利率为 34.65%，同比下降 4.77pct。其中，整体橱柜、定制衣柜、木门的毛利率分别为 40.93%/37.97%/20.98%，同比增长-0.33/-0.55/+10.61pct。此外，24Q1 单季度毛利率为 37.22%，同比增长 0.33pct。期间费用方面，2023 年公司期间费用率为 24.43%，同比增长-0.81pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.55%/4.82%/5.21%/-0.14%，同比分别 -0.89/-0.15/+0.03/-0.20pct。其中，2023Q4 单季度公司期间费用率为 22.07%，同比下降 1.91pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.89%/3.91%/4.22%/0.05%，同比分别 -1.18/-0.17/-0.64/+0.09pct。

此外，24Q1 单季度期间费用率为 34.17%，同比增长 2.93pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.79%/8.99%/6.90%/-0.52%，同比分别+1.24/+1.63/+0.52/-0.45pct。其中，管理费用率增长较多，我们分析主要系股权激励所导致的股份支付成本同比增长所致。

综合影响下，23 净利率为 9.73%，同比下降 0.23pct；23Q4 公司净利率为 11.23%，同比下降 0.62pct；24Q1 公司净利率为 5.76%，同比下降 0.64pct。

目 **投资建议**：公司多渠道、全品类持续发展，衣柜、木门等高潜品类快速增长，整装业务加速开拓，未来成长可期。我们预计志邦家居 2024-2026 年营业收入为 68.23、75.87、84.46 亿元，同比增长 11.55%、11.19%、11.32%；归母净利润为 6.67、7.47、8.28 亿元，同比增长 12.14%、11.87%、10.92%，对应 PE 为 10.3x、9.2x、8.3x，给予 24 年 14.9xPE，目标价 22.78 元，维持买入-A 的投资评级。

目 **风险提示**：行业竞争加剧风险；地产销售增速不及预期风险；原材料成本大幅提升风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,388.8	6,116.5	6,823.0	7,586.8	8,445.9
净利润	536.7	595.1	667.3	746.5	828.0
每股收益(元)	1.23	1.36	1.53	1.71	1.90
每股净资产(元)	6.59	7.53	8.47	9.81	11.40

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	12.8	11.5	10.3	9.2	8.3
市净率(倍)	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4
净利润率	10.0%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%
净资产收益率	18.6%	18.1%	18.0%	17.4%	16.6%
股息收益率	3.2%	0.0%	2.5%	2.4%	1.9%
ROIC	33.9%	48.5%	49.7%	39.6%	138.6%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测



## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。



## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034