

志邦家居 (603801.SH)

2023 年年报&2024 年一季报点评： 全年营收、利润逆势双增，海外布局加速

买入

核心观点

多元化开拓业务，全年收入、利润逆势双增。2023 年公司实现收入 61.2 亿/+13.5%，归母净利润 6.0 亿/+10.8%，扣非归母净利润 5.5 亿/+10.0%；2023Q4 收入 21.9 亿/+16.9%，归母净利润 2.5 亿/+10.5%，扣非归母净利润 2.2 亿/+11.4%；2024Q1 收入 8.2 亿/+1.8%，归母净利润 0.5 亿/-8.4%，扣非归母净利润 0.4 亿/-10.0%。其中 2023 年计提减值 2.0 亿，较 2022 年增加 1.2 亿，2024Q1 剔除股份支付费用影响后的归母净利润同比+15.5%。公司拟每 10 股派发现金红利 7.0 元，分红率提升至 51.4%。

厨柜稳健，衣柜持续发力，木墙等新业务大幅增长。品类拆分，2023 年整体厨柜、定制衣柜与木门收入同比+3.7%/19.2%/79.9%至 28.4/25.0/4.1 亿，2024Q1 收入分别同比-0.7%/+8.8%/+11.6%至 3.2/3.8/0.4 亿，厨柜仍为公司核心品类，衣柜及成品经历 9 年开拓体量持续提升，木门墙板业务实现突破，截至 2024Q1 全国已有 1046 家门墙门店，定制整家全品类布局日益完善，各品类协同效应逐步得到市场验证。

零售与大宗维持增长，海外拓展加速。渠道拆分，2023 年直营/经销/大宗/海外分别收入 4.7/31.2/20.1/1.5 亿，同比+18.5%/7.8%/21.2%/31.9%，2024Q1 分别收入 1.0/4.6/1.5/0.45 亿，同比+13.2%/-1.8%/9.7%/66.6%。公司以零售 C 端为基本盘，2023 年各品类经销商共 2900+家、店面 4000+家；整装渠道全力开拓，2023 年同增 34.5%；大宗业务稳中求新，在加强风险控制的同时积极开发适老公寓、企业公寓等产品；海外以 B、C 端业务双核驱动，2023 年首次在海外发布全球品牌战略，海外零售店相继在曼谷、新加坡等多个国家落地，有望复制国内零售的成功经验。

持续推动结构化降本，盈利水平整体稳定。2023 年毛利率 37.1%/-0.6pct，其中大宗业务毛利率同比-2.9pct，主要系收缩部分风险客户订单致利润暂时承压，木门品类受益于规模效应毛利率同比+10.6pct，全年期间费用率 24.4%/-0.8pct，净利率 9.7%/-0.2pct。2024Q1 毛利率 37.2%/+0.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.2pct/+1.6pct/+0.5pct/-0.5pct，费用增加主要系股份支付费用分摊，Q1 净利率同比-0.6pct 至 5.8%。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

看好公司多品类成长性，零售和整装渠道快速发展、海外加速布局。调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.7/7.4/8.3 亿（前值 7.4/8.6/-亿），同比+12%/11%/12%，摊薄 EPS=1.53/1.70/1.90 元，对应 PE=10/9/8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,389	6,116	6,847	7,549	8,277
(+/-%)	4.6%	13.5%	11.9%	10.3%	9.6%
归母净利润(百万元)	537	595	668	743	831
(+/-%)	6.2%	10.9%	12.2%	11.3%	11.9%
每股收益(元)	1.72	1.36	1.53	1.70	1.90
EBIT Margin	11.3%	11.6%	11.2%	11.4%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	18.6%	18.1%	18.3%	18.4%	18.7%
市盈率 (PE)	8.7	10.9	9.8	8.8	7.8
EV/EBITDA	9.8	11.0	10.5	9.6	9.0
市净率 (PB)	1.62	1.98	1.78	1.61	1.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 cnlijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 14.92 元
总市值/流通市值 6513/6448 百万元
52 周最高价/最低价 35.72/12.59 元
近 3 个月日均成交额 122.16 百万元

市场走势

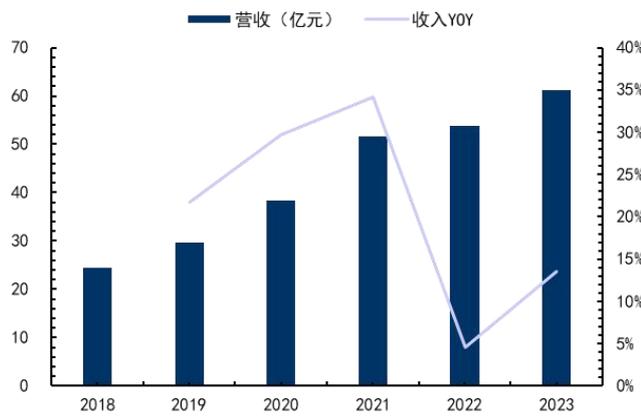


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

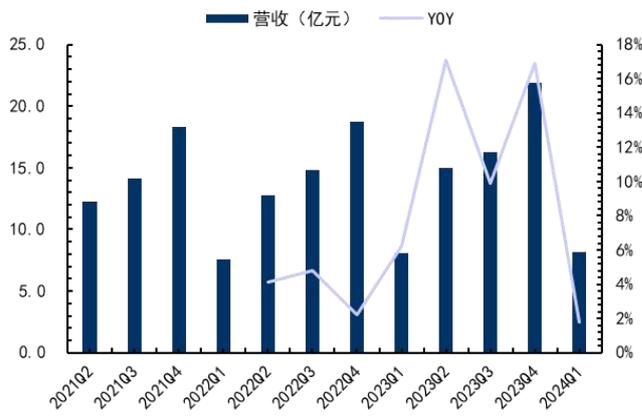
- 《志邦家居 (603801.SH) 一季报收入增长 6%，毛利率持续提升》——2023-04-28
- 《志邦家居 (603801.SH) 2022 年净利润稳健增长 6%，净利率持续提升》——2023-04-28
- 《志邦家居 (603801.SH) 三季度净利润增长 6%，精益管理下毛利率提升》——2022-11-01
- 《志邦家居 (603801.SH) 上半年净利润增长 4%，零售渠道保持扩张》——2022-08-30

图1：公司营业收入及增速



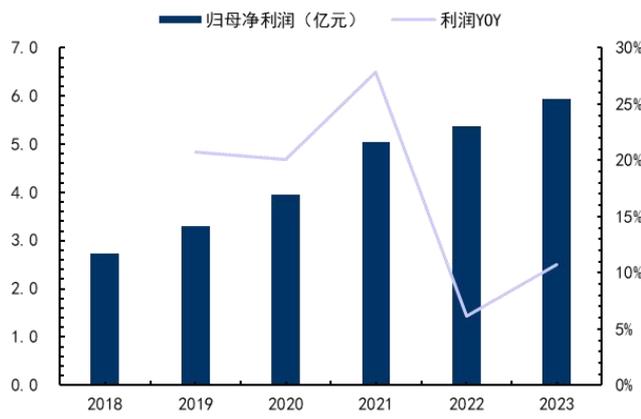
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



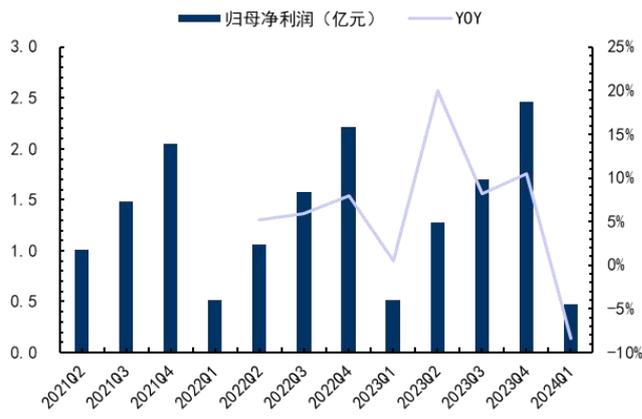
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



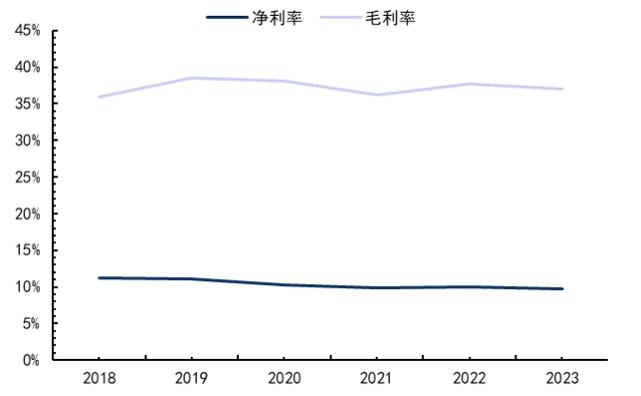
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



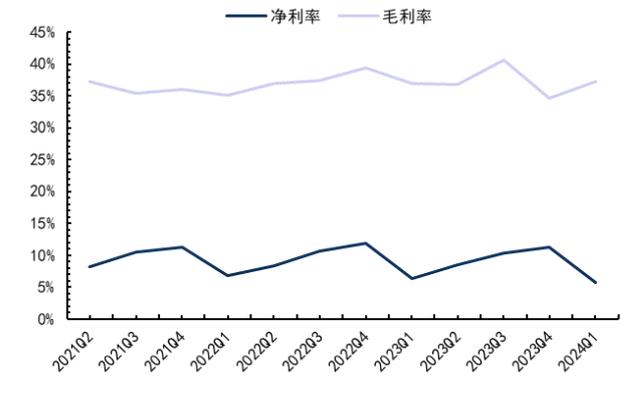
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



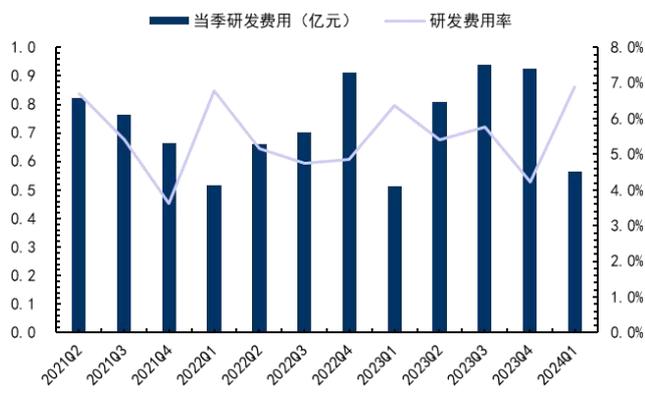
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



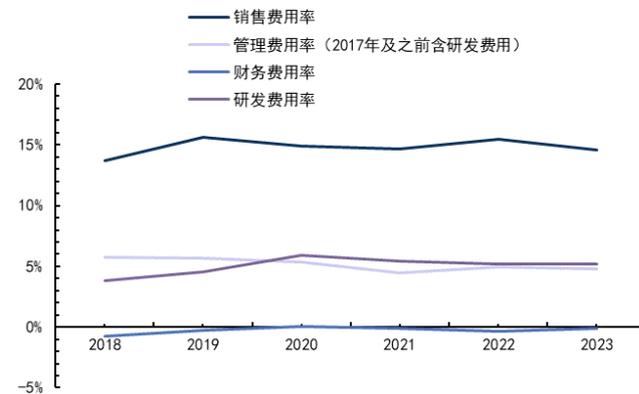
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
603816.SH	顾家家居	33.4	274.4	2.4	2.8	3.1	3.5	13.7	12.1	10.7	9.5	0.9	买入
603833.SH	欧派家居	62.4	380.2	5.0	5.3	5.8	6.3	12.5	11.7	10.8	10.0	1.5	买入
002572.SZ	索菲亚	17.1	165.0	1.3	1.5	1.7	2.0	13.1	11.3	9.9	8.7	0.8	买入
603801.SH	志邦家居	14.9	65.1	1.4	1.5	1.7	1.9	11.0	9.8	8.8	7.9	0.8	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	705	863	1342	1765	2182	营业收入	5389	6116	6847	7549	8277
应收款项	340	337	449	463	502	营业成本	3358	3849	4291	4706	5106
存货净额	305	220	381	371	383	营业税金及附加	44	56	65	75	91
其他流动资产	1084	1415	1484	1634	1833	销售费用	832	890	1027	1132	1283
流动资产合计	2957	3469	4110	4770	5442	管理费用	268	295	325	365	408
固定资产	1609	1771	1849	1881	1847	研发费用	279	319	370	408	447
无形资产及其他	255	262	252	243	233	财务费用	(18)	(9)	(12)	(20)	(32)
投资性房地产	822	716	716	716	716	投资收益	16	26	25	20	15
长期股权投资	134	169	212	271	316	资产减值及公允价值变动	(32)	(106)	(100)	(100)	(80)
资产总计	5777	6387	7140	7881	8555	其他收入	(314)	(336)	(370)	(408)	(447)
短期借款及交易性金融负债	375	135	272	261	223	营业利润	576	619	705	803	909
应付款项	1088	1167	1247	1439	1530	营业外净收支	1	3	5	5	5
其他流动负债	1312	1558	1719	1879	2078	利润总额	577	622	710	808	914
流动负债合计	2775	2861	3237	3578	3831	所得税费用	40	27	43	65	82
长期借款及应付债券	0	124	124	124	124	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	124	114	123	137	142	归属于母公司净利润	537	595	668	743	831
长期负债合计	124	238	247	261	266	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2899	3099	3485	3839	4097	净利润	537	595	668	743	831
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	75	26	2	(1)
股东权益	2879	3288	3655	4042	4457	折旧摊销	159	169	188	219	240
负债和股东权益总计	5777	6387	7140	7881	8555	公允价值变动损失	32	106	100	100	80
						财务费用	(18)	(9)	(12)	(20)	(32)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	384	253	(67)	214	44
每股收益	1.72	1.36	1.53	1.70	1.90	其它	(4)	(75)	(26)	(2)	1
每股红利	0.65	0.53	0.69	0.82	0.95	经营活动现金流	1112	1123	889	1277	1196
每股净资产	9.23	7.53	8.37	9.26	10.21	资本开支	0	(286)	(382)	(344)	(276)
ROIC	22%	26%	27%	30%	35%	其它投资现金流	(319)	(111)	180	(83)	(5)
ROE	19%	18%	18%	18%	19%	投资活动现金流	(417)	(431)	(245)	(486)	(326)
毛利率	38%	37%	37%	38%	38%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	11%	11%	11%	负债净变化	(200)	124	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(204)	(231)	(300)	(357)	(416)
收入增长	5%	14%	12%	10%	10%	其它融资现金流	144	(320)	136	(11)	(38)
净利润增长率	6%	11%	12%	11%	12%	融资活动现金流	(657)	(534)	(164)	(368)	(454)
资产负债率	50%	49%	49%	49%	48%	现金净变动	37	158	479	423	417
股息率	3.1%	3.5%	4.6%	5.5%	6.4%	货币资金的期初余额	668	705	863	1342	1765
P/E	8.7	10.9	9.8	8.8	7.8	货币资金的期末余额	705	863	1342	1765	2182
P/B	1.6	2.0	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	813	461	883	866
EV/EBITDA	9.8	11.0	10.5	9.6	9.0	权益自由现金流	0	618	609	890	857

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032