

证券研究报告 | 行业深度报告

轻工纺服 | 轻工纺服

志邦家居深度报告：

渠道、品类、区域拓展共驱动，全国化家居龙头持续成长



赵中平

zhaozhongping@cmschina.com.cn

S1090521080001

毕先磊

bixianlei@cmschina.com.cn

王鹏

wangpeng25@cmschina.com.cn

S1090522040002

CMS  招商证券

日期：2023年6月3日

- ▶ **业绩复盘：动力更趋多元，渠道品类接力。**志邦家居于1998年成立，2003年开始布局华东，2012年全面启动上市规划，2017年正式在上交所挂牌上市，2018年开始补充木门业务，标志着公司单品类走向多品类的全屋定制转型，同时开启全球布局。2016-2022年，公司营业收入CAGR为20.10%，净利润CAGR为18.07%，公司收入与利润持续增长。
- ▶ **未来增长看点：**

（1）渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级。零售渠道数量不断拓展，志邦家居单店收入基本维持在70-80万元水平，单店收入及增速仍有提升空间；整装放量，聚焦四面一体战略模式；大宗优化升级，强化大宗风控体系。

（2）区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头。志邦家居厨柜经销业务收入分布中低线占比大，高线城市尚存拓展空间，2022年志邦家居厨柜经销业务收入三四、五六线城市占比分别为29%、55%；公司南下战略稳步推进，华东地区和华南地区收入持续提升；海外市场稳步拓展，2022年公司海外市场实现营业收入1.13亿元，同比增长87.53%。

（3）品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋。公司衣柜收入增长显著，成为新的业绩贡献增长点；定制厨柜、定制衣柜、木门墙板、卫浴产品、成品家居等品类协同效应逐渐显现；套系化销售打开品类空间，客单价进入上行通道。
- ▶ **盈利预测与投资建议：**人效行业领先，成本稳步下降，交付能力稳定，存货控制优异。人均创收稳步提升，高于行业平均水平，2022年公司人均创收104.62万元，同比增加7.65%；单位生产成本稳步下降，2022年公司单位生产成本为3041.66元，同比下降9.40%；交付能力、存货控制能力良好，存货周转率高于行业平均水平。预计2023年~2025年归母净利分别为6.53亿元、7.70亿元、9.07亿元，同比分别增长22%、18%、18%，当前股价对应23年PE为14X，维持“强烈推荐”投资评级。
- ▶ **风险提示：**房地产大幅波动风险，原材料成本大幅波动风险，渠道品类拓展不及预期风险

目录

- 业绩复盘：动力更趋多元，渠道品类接力

- 未来增长看点：

 - 渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级

 - 区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头

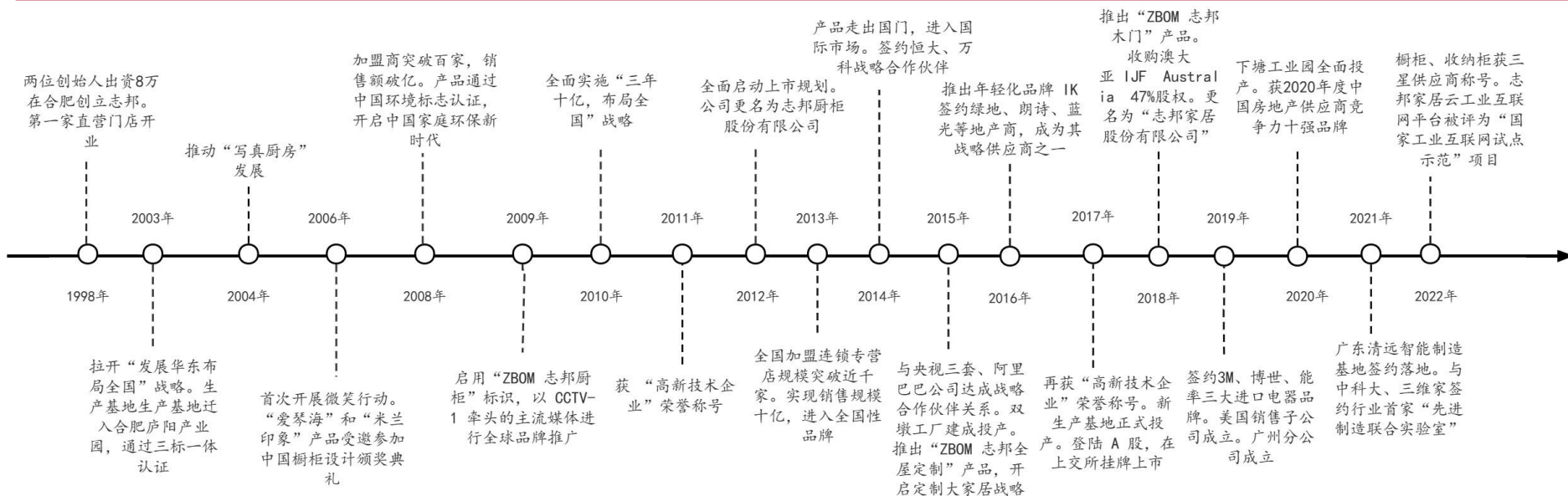
 - 品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋

- 强化自身建设，业绩成长可期

- 风险提示

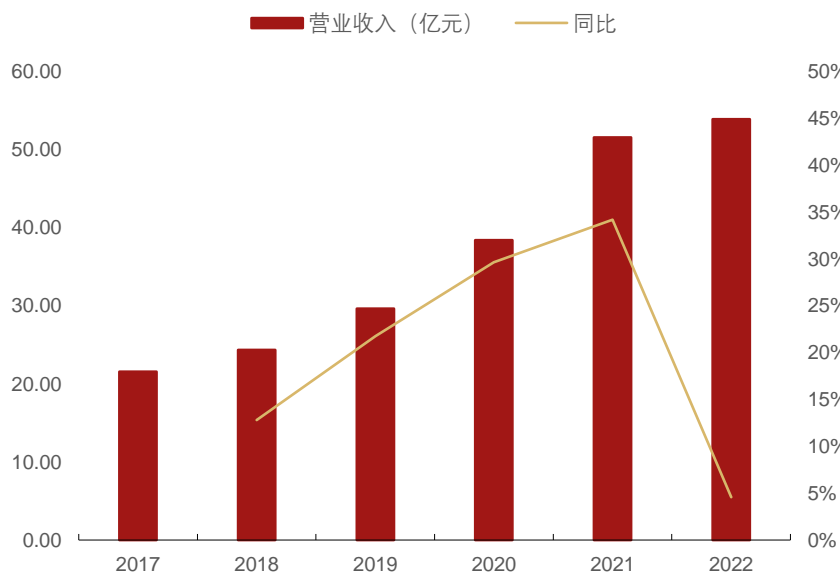
➤ **区域性企业（1998年-2008年）**：1998年，志邦在合肥创立。2003年，拉开“发展华东布局全国”战略。2008年加盟商突破百家，销售额破亿。**全国性企业（2009年-2013年）**：2009年，启用“ZBOM 志邦厨柜”标识，以CCTV-1牵头的主流媒体进行全球品牌推广。随后全面实施“三年十亿，布局全国”战略。2012年，公司更名为志邦厨柜股份有限公司。2013年，全国加盟连锁专营店规模突破近千家，实现销售规模十亿。**国际型企业（2014年-）**：2014年，产品走向国门，进入国际市场，同时签约恒大、万科战略合作伙伴。次年推出“ZBOM 志邦全屋定制”产品，开启定制大家居战略。于2017年在上交所挂牌上市，2018年推出“ZBOM 志邦木门”产品，收购澳大利亚IJF Australia 47%股权，更名为“志邦家居股份有限公司”。2019年，成立美国销售子公司和广州分公司。2021年，广东清远智能制造基地签约落地。2022年，橱柜、收纳柜获三星供应商称号。

图：公司发展历史

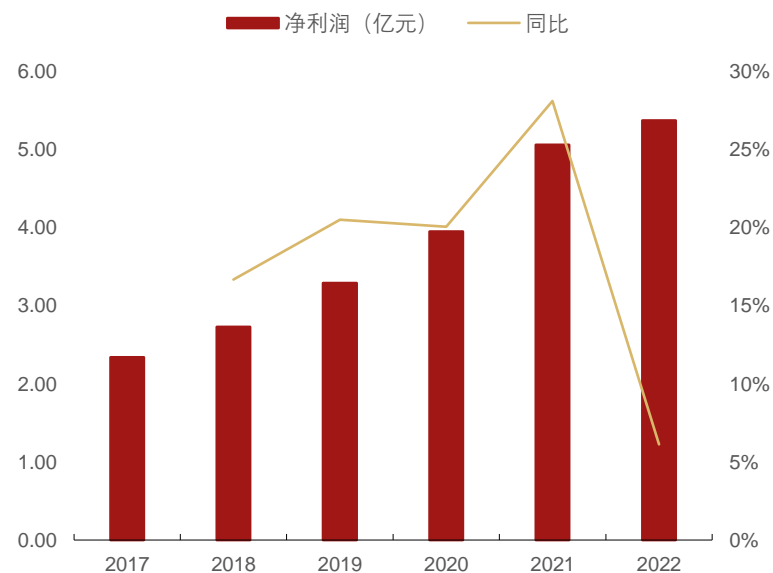


► 2022年公司实现营业收入53.89亿元，同比增长4.58%，实现净利润5.37亿元，同比增长6.17%。2016-2022年，公司营业收入CAGR为20.10%，净利润CAGR为18.07%，公司营业收入与利润保持较为稳定的提升。衣柜业务增长稳健，木门业务快速放量。23Q1整体厨柜营业收入3.18亿元，同比减少12.79%，毛利率46.48%，同比增长3.45%；定制衣柜营业收入3.53亿元，同比增长6.80%，毛利率35.55%，同比增长1.55%；木门业务收入0.40亿元，同比增长79.48%，毛利率6.73%，同比下降1.27%；其他业务收入0.94亿元，同比增长130.24%，毛利率22.44%，同比增长34.57%。公司持续拓展门店数量，截至一季度门店总数4287家，其中经销门店4152家，包括整体厨柜1731家，整体衣柜1741家以及木门780家；直营门店35家。

图：公司收入及增速

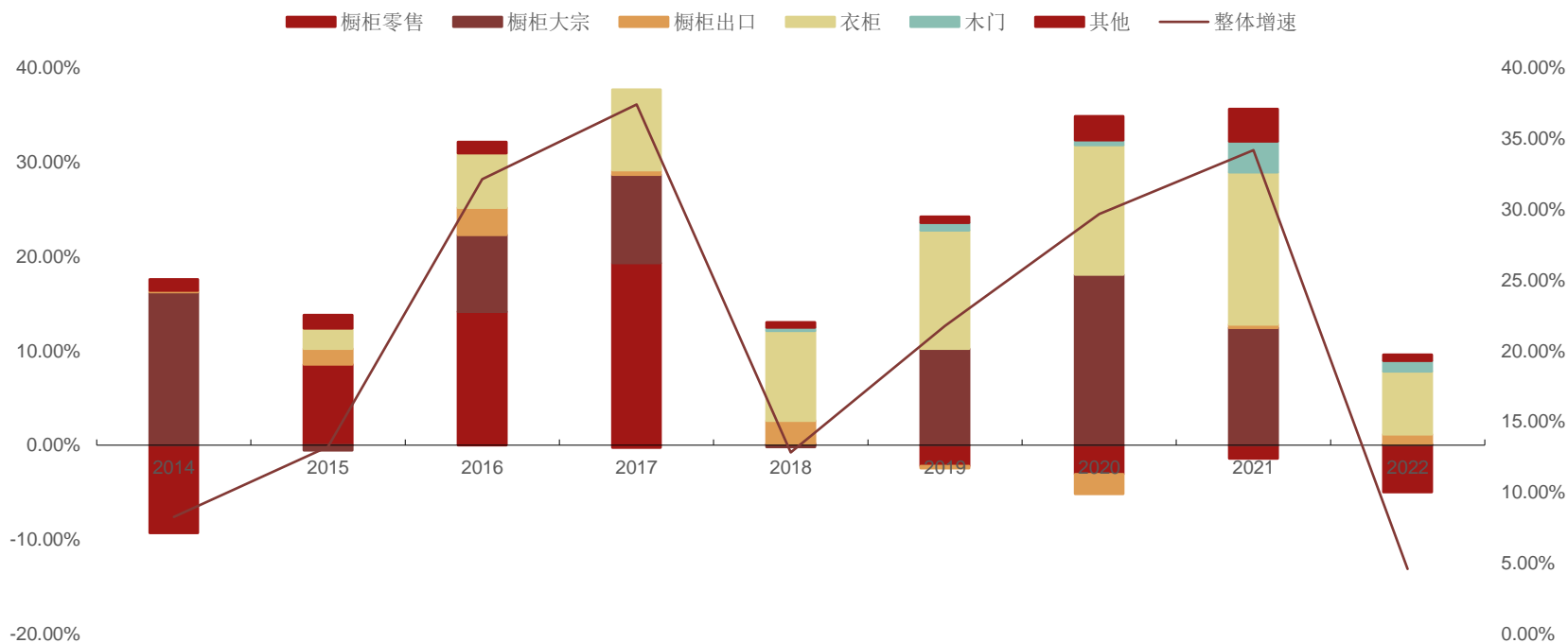


图：公司净利润及增速



- **增长贡献拆分：历史复盘：**从历史复盘可以看出，公司15-17年主要驱动为橱柜零售，18年后，大宗业务崛起，同时衣柜等品类扩张加速，大宗厨柜+衣柜共同贡献业绩增长，预计贡献30%左右，其中大宗厨柜和衣柜各贡献15%左右的业绩增长。
- **未来驱动：**展望未来，公司大宗增长驱动力逐步减小，衣柜家品等新品类有望接力，整装业务快速放量，成为业绩增长主要驱动。

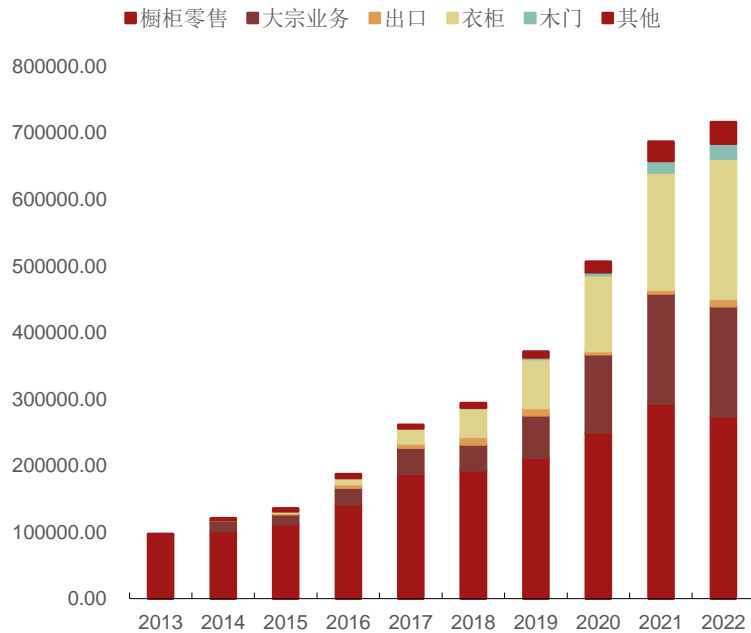
图：志邦家居增长贡献拆分



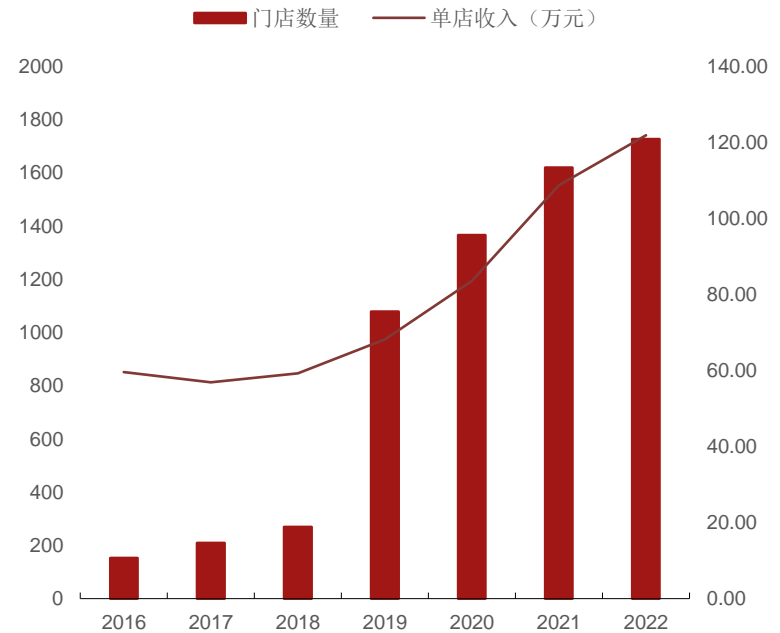
盘：业绩增长驱动逐步多元，渠道、品类均有贡献

- **增长贡献拆分：历史复盘：**从历史复盘可以看出，公司15-17年主要驱动为橱柜零售，18年后，大宗业务崛起，同时衣柜等品类扩张加速，大宗厨柜+衣柜共同贡献业绩增长，预计贡献30%左右，其中大宗厨柜和衣柜各贡献15%左右的业绩增长。
- **未来驱动：**展望未来，公司大宗增长驱动力逐步减小，衣柜家品等新品类有望接力，整装业务快速放量，成为业绩增长主要驱动。

图：志邦家居分产品收入



图：衣柜门店数快速提升，单店收入仍有空间



□ 业绩复盘：增长动力更趋多元，渠道品类共驱业绩稳健增长

□ 未来增长看点：

□ 渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级

□ 区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头

□ 品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋

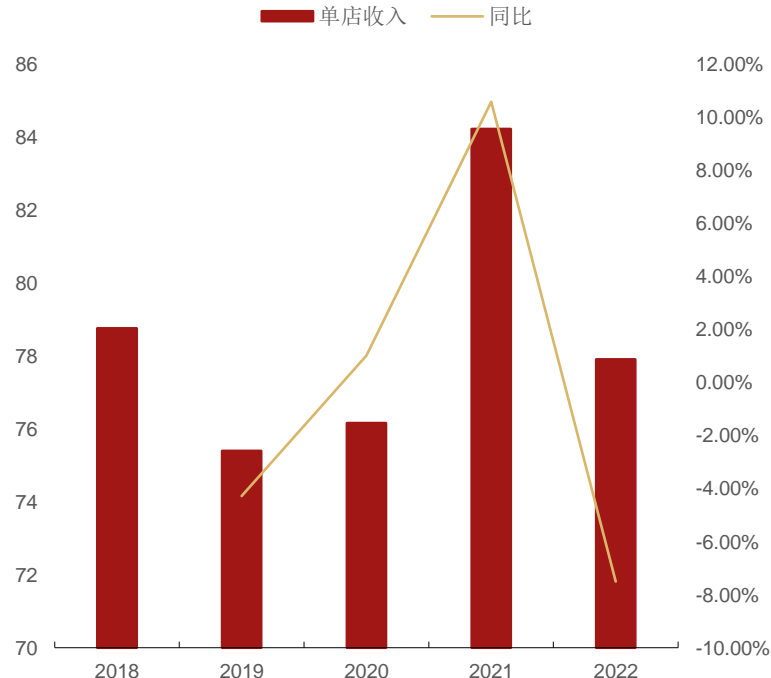
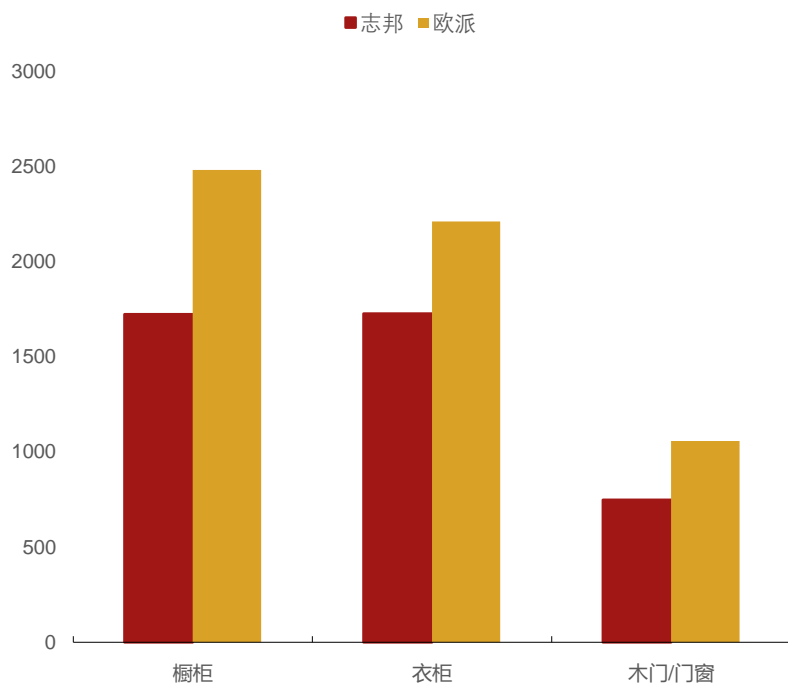
□ 强化自身建设，业绩成长可期

□ 盈利预测与风险提示

► 零售渠道拓展，单店收入及增速仍有提升空间。2022年末，志邦家居经销门店中，志邦厨柜、志邦衣柜、志邦木门的门店数分别为1722/1726/748家，合计4196家。对比同期欧派家居门店情况，欧派厨柜（含厨衣综合）、欧派衣柜（整家定制）、欧铂尼的门店数量分别为2479/2210/1056家。2018-2022年，志邦家居门店总数由2363家增至4231家，零售渠道不断拓展，但门店开设仍有空间。此外，2018-2022年，志邦家居单店收入基本维持在70-80万元水平，增速仍有提升空间。

图：志邦与欧派门店情况

图：志邦家居单店收入（万元）



➤ 整装模式探索不断深入，聚焦四面一体战略模式。公司向下游延伸，通过与全国性、区域性头部整装企业合作的方式拓展整装渠道，一方面顺应消费者对家装一站式解决方案的需求，另一方面也可以提升企业前端获客能力。2021年，公司整装渠道营收同比增长100.64%，2022年同比增长20%。与此同时，公司摸索装企运营新模式，发布“超级邦”装企服务战略，打造总部、装企、加盟商共赢生态圈和差异化的竞争策略，聚焦一体四面持续打造整装战略模式。整装渠道目标三年实现10亿，重视价格和服务，构建高颜值高性价比产品，进一步加强与装企合作，强化整装服务、交付以及产品的稳健成长性。

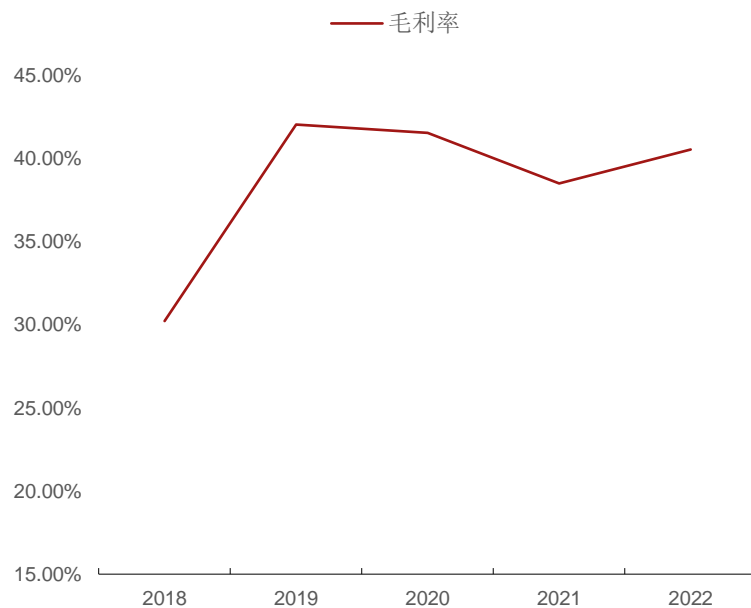
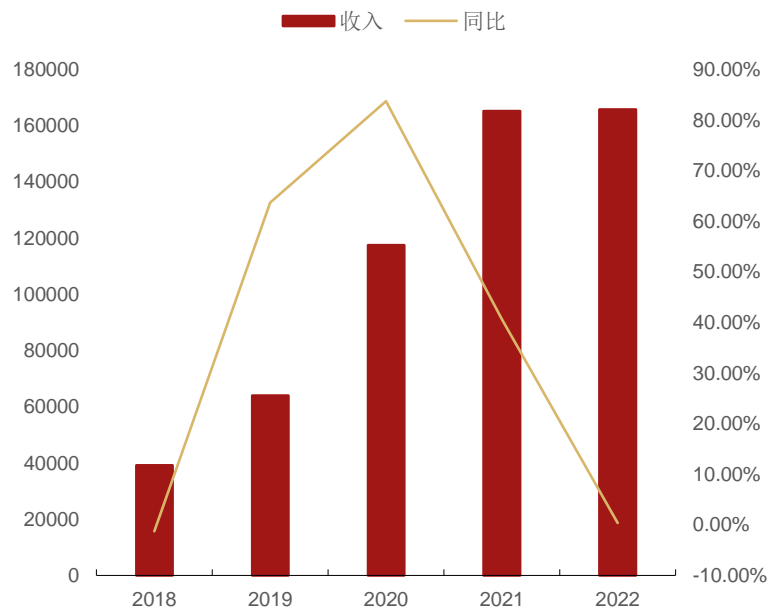
表：一体四面“超级邦”整装新模式

一体	四面	
品牌、装企、服务商的命运共同体	运营面	建立组织保障、提升服务标准、评价服务质量 志邦家居在全国设立“超级邦”区域服务中心，设立下沉服务体系，用机构保障服务落地，计划2023年达到50城，以点带面，形成服务网
	服务面	贯穿订单全过程的闭环服务链 厨、衣、门、墙、家配全品类套系化设计，六大智能制造基地，齐户齐套集成配发，管家式安装服务，4-7天绿色通道、快速交付、为60天交付的客户承诺提供有力保障
	赋能面	五大赋能 产品赋能： 标准化与定制化相结合，实现低成本、高单值、易成交、快交付； 设计赋能： 通过酷家乐和金田豪迈战略协作实现生产系统信息化，近5000套实景小区设计案例，整合全国2200家门店近5000名设计师； 引流赋能： 1个亿线上推广，25万+客户流量，5万个装修需求，50亿销售产值； 培训赋能： 总部基地教学，一对一落地指导，运用配套工具，赋能四大岗位； 服务赋能： 柔性化生产制造系统，实现标准产品快速交付，“管家式安装服务”一站式服务，通过2000家网点布局，实现完善的服务配套体系
	合作面	建立共赢、共创、共生合作模式 志邦率先打造装企服务战略模式、家居装企合作第一服务品牌，将会促进装企服务用户的效率大幅提升

- **强化风险管控，大宗业务高质量发展可期。**大宗制造端实现产线融合，缓解市场前端竞争压力，有效冲抵终端价格带来的影响。公司阿米巴经营管理理念的深度应用及大宗风控体系的升级完善，辅以信息化的快速迭代，大宗业务集经营、生产、交付于一体的系统性管理能力不断提升，赢得地产上下游合作企业高度认可。2022年，公司大宗业务收入165,727.02万元，毛利率40.53%。2018-2022年，大宗业务收入高速增长，毛利率维持30%以上，高速、高质量发展可期。
- 自2021年下半年以来，公司推进客户结构调整，加强系统性防控风险措施，不断提升大宗业务风险管控能力，2023年也将稳步推进大宗业务，加强与企业客户的合作。

图：大宗业务收入情况（万元）

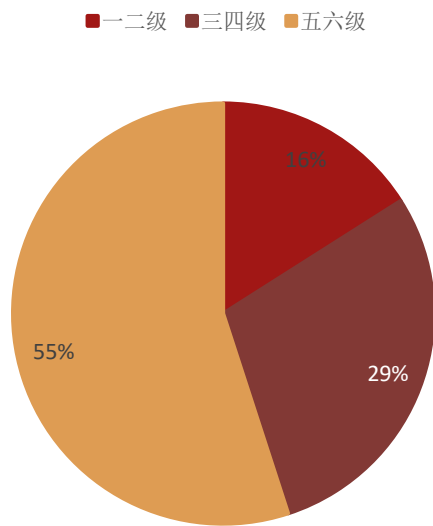
图：大宗业务毛利率情况



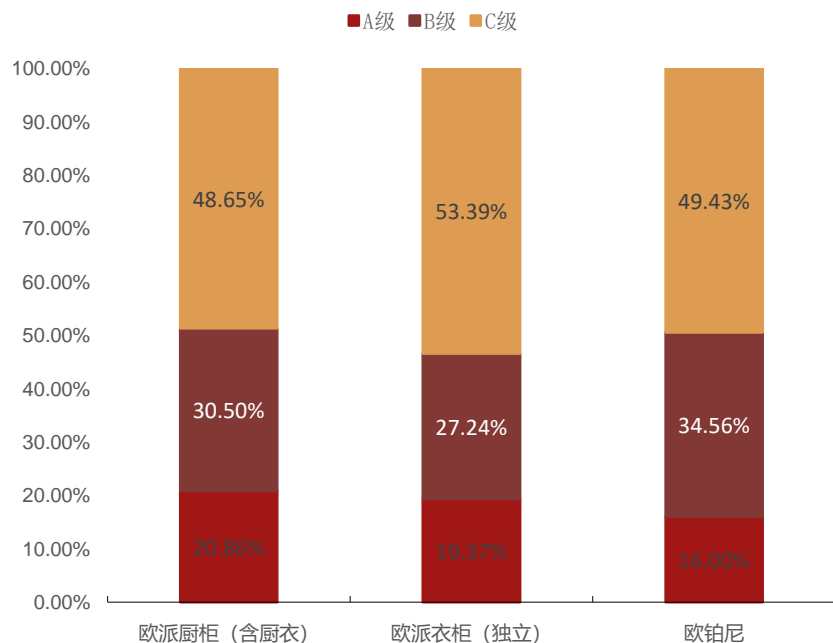
- 业绩复盘：增长动力更趋多元，渠道品类共驱业绩稳健增长
- 未来增长看点：
 - 渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级
 - 区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头
 - 品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋
- 强化自身建设，业绩成长可期
- 盈利预测与风险提示

► 收入分布中低线占比大，高线城市尚存拓展空间。2022年志邦家居厨柜经销业务收入占比情况显示，一二线城市收入占比为16%，三四级城市占比为29%，五六级城市占比55%。其中，一二线城市主要以省会、直辖市和少数发达的地级市为主；三四级城市主要以地级市和少数发达地区的县级市为主；五六级城市主要以县级及以下乡镇为主。可以看出，志邦家居收入分布中，三四、五六级城市占比很大。对比欧派家居门店不同级别城市分布情况可知，欧派家居在A、B级城市的布局较多，相较之下志邦家居于高线城市尚有发展空间。

图：志邦家居不同城市级别厨柜经销业务收入占比



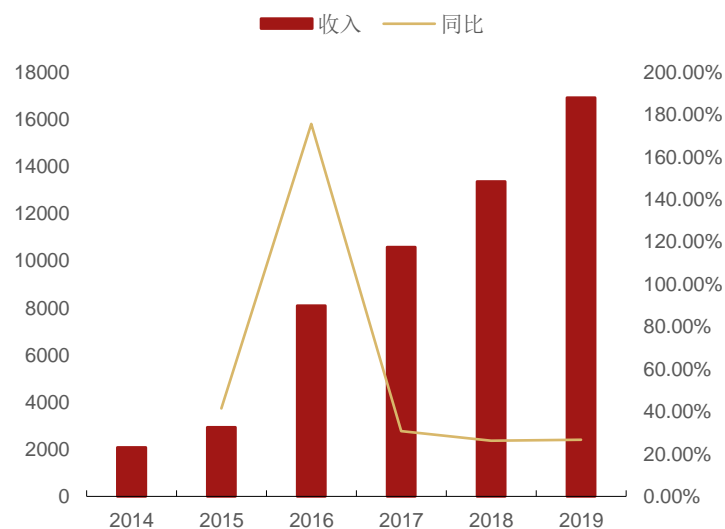
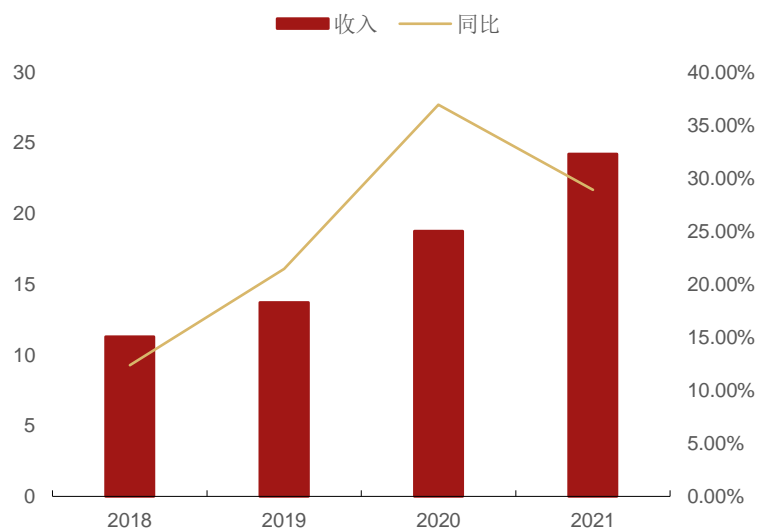
图：欧派家居不同城市级别门店分布



► 立足华东走向全国，南下战略稳步推进。2018年以来，公司华东地区收入持续提升，2018-2021年同比增速维持在10%以上，2022年虽然消费场景受损，华东地区仍取得不错增长，同比增长4.38%。与此同时，公司在立足华东原点市场的基础上，布局全国市场，拓展营销网络。2014年以来，公司在华南市场的营业收入不断增加，至2019年已经由2014年的2073.89万元增长至16,910.17万元。2020-2021年，华南市场收入增速维持30%左右，2022年也有一定程度的增长。公司南下布局稳步推进，品牌建设与市场拓展加速发展。南下部署工厂，推进清远投产；开拓深圳市场，通过广深部署带动珠三角和其他城市，结合南方地区特征和专业人才优势，走出安徽舒适区，以最低前三名的目标投身竞争激烈的珠三角市场，以主动营销手段和高性价比产品作为竞争优势，抢占市场份额，打造珠三角产能高地。

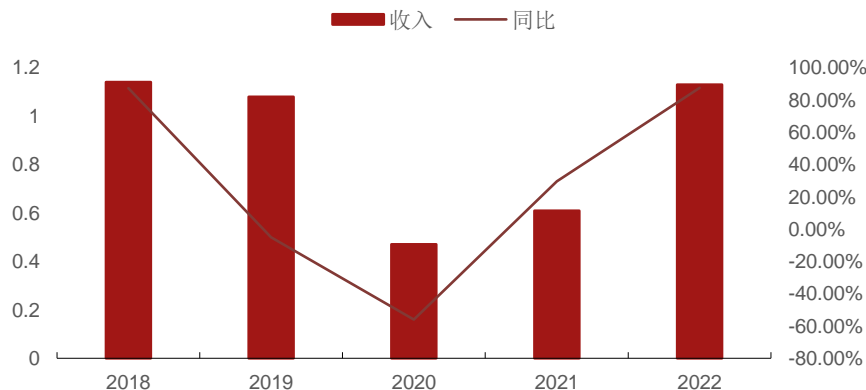
图：华东地区收入情况（亿元）

图：华南地区收入情况（万元）



► 海外市场稳步拓展，2023有望再出发。2022年公司海外市场实现营业收入1.13亿元，同比增长87.53%。近年来，公司海外业务不断发展，公司连续7年登陆美国纽约时代广场，凭借强有力的品牌影响力、高品质的产品和优质履约服务能力，海外渠道布局逐渐从工程整装拓展至零售加盟领域。收入百亿目标主要基于国内市场，海外业务作为增量，收入规划5-10亿，海外尝试走志邦品牌高端化路线。

图：海外市场收入情况（亿元）



表：海外业务销售模式

销售模式

简介

大宗销售

通过向海外精装地产商销售定制家居产品，或通过海外定制销售公司向地产商提供产品与服务为主要业务形态向海外客提供志邦定制产品，已遍布澳大利亚、美国、加拿大、中东、东南亚等地区。

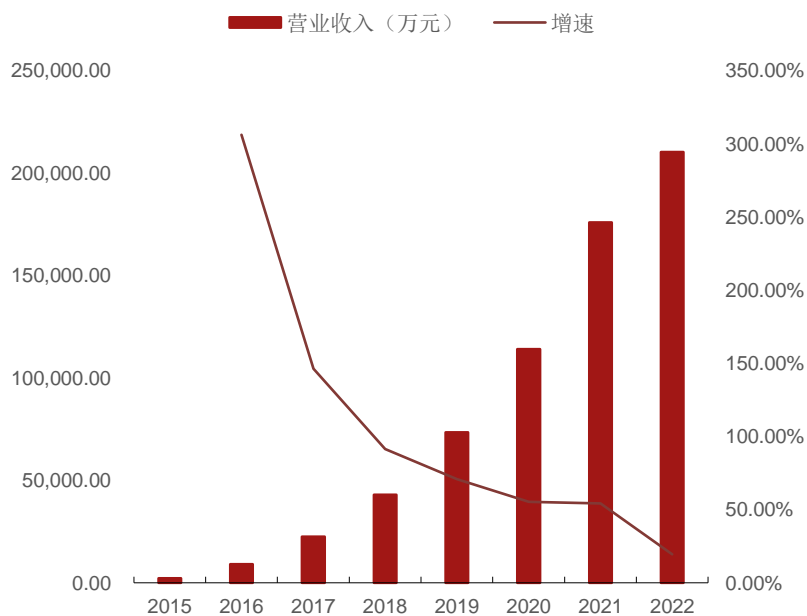
经销销售

通过与海外加盟商合作，共同为海外 C 端家居消费者提供上门测量、设计个性定制方案、安全配送、上门安装等优质的产品和服务。目前海外合作的加盟已覆盖泰国、柬埔寨、菲律宾、马尔代夫、缅甸等地区。

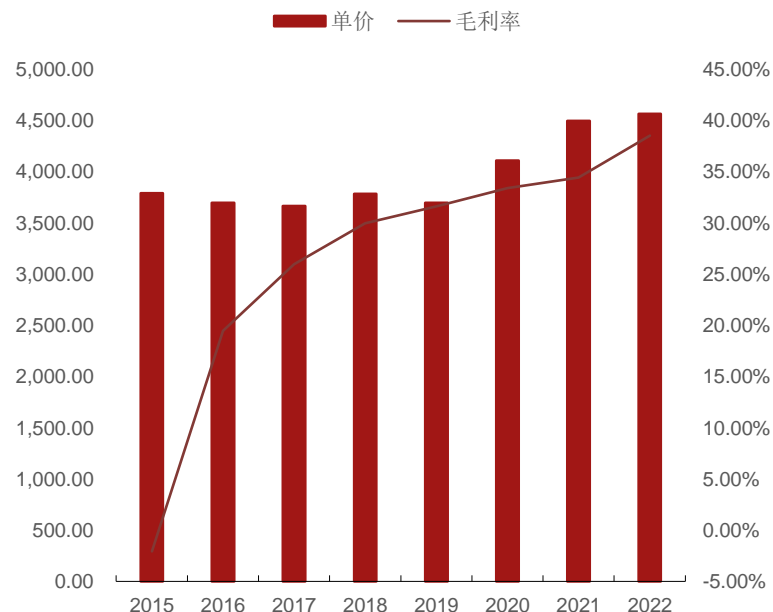
- 业绩复盘：增长动力更趋多元，渠道品类共驱业绩稳健增长
- 未来增长看点：
 - 渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级
 - 区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头
 - 品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋
- 强化自身建设，业绩成长可期
- 盈利预测与风险提示

■ **衣柜：业务增长迅速，毛利率提升明显。**公司自2015年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务增速显著，成为新的业绩贡献增长点。截至2022年，公司定制厨柜业务收入27.37亿元，占主营业务收入比重50.78%，同比下滑6.73%；定制衣柜业务收入21.03亿元，占主营业务收入比重39.02%，同比增长19.49%，衣柜业务体量不断提升。报告期内，定制厨柜毛利率41.3%，同比提升0.8%；定制衣柜毛利率38.5%，同比增加4.1%，近几年衣柜单价较为稳定，有上升趋势，毛利率提升迅速，业务表现亮眼。衣柜业务的规模效应持续为公司的整体盈利水平作出贡献，主要依靠供应链环节的科学管理，不但抵消了部分原材料上涨对毛利率的侵蚀，还构建了衣柜业务的成本优势。

图：公司定制衣柜业务收入（万元）

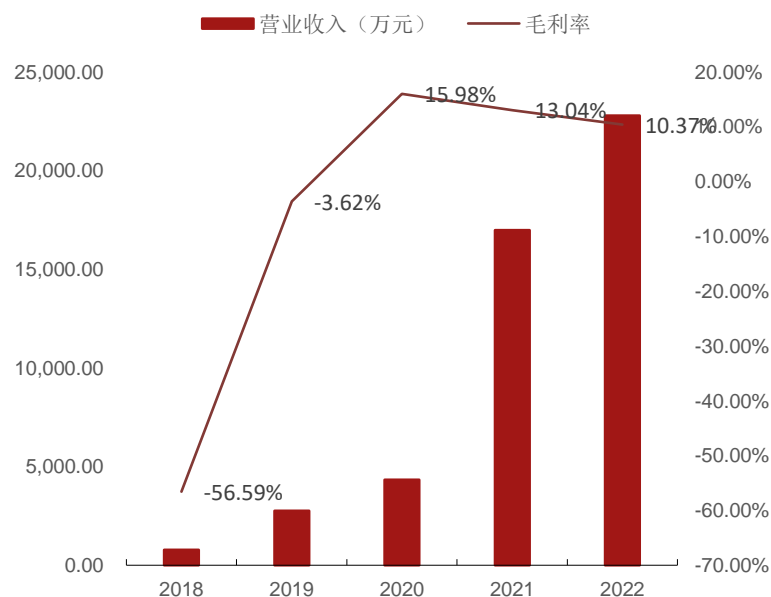


图：公司定制衣柜业务单价及毛利率



- **木门墙板：设计品质升级，业务增速明显。**公司于2018年拓展木门业务。截至2022年，公司木门墙板业务收入2.28亿元，同比增长34.17%，毛利率10.37%，同比减少2.67%。报告期内，随着公司品牌影响力和行业地位的提升，按既定目标完成了招商建店的布局。同时扩充多种成品家具，新增软装墙布、卫浴空间产品，满足用户一站式消费需求。公司已按既定规划完善整家全品类布局，通过产品套系化开发的稳步推进，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板、卫浴产品、成品家居等品类协同效应已逐步呈现优势。
- **目标规划：C端零售市场门墙实现三年收入10亿。**同时木门推进专项降本，毛利率预计有大幅增长。

图：公司木门业务收入（万元）及毛利率



图：公司业务发展阶段



- **全空间整家：**志邦“整家魔方”，优化设计高效整合多个头部品牌高颜值产品。
- **可选的丰富性：**7大套餐，任选3项。消费者可以根据个人喜好和实际需求，灵活搭配3项套餐，套餐基本上满足了消费者绝大部分的装修选购需求，而且品牌家电的配置可以满足新一代消费者的升级需求。在扩大企业客单值的同时，给予消费者丰富以及极具性价比的选择，多元化满足消费者一站式需求。
- 目前，公司产品囊括九大空间，包括整体厨房、全屋定制、定制木门/墙板、整体卫浴、家具配套、软装等整体家居产品。能为消费者提供风格统一、超高性价比的产品，同时发挥套系化连单效率，通过品类延展提高客单值和拉动销售业务。2023年提出整家提单值战略，提升客单值以及实现终端服务流程的升级。

图：欧派、志邦和索菲亚整装套餐对比

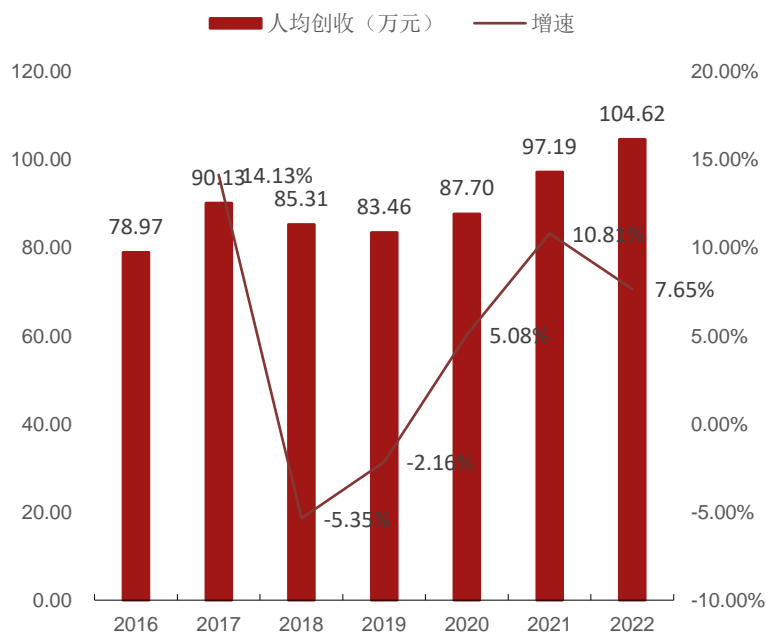
	套餐/金额	具体内容
欧派	29800元高颜整家套餐	20m ² 全屋柜类任意定制（6大空间柜类定制：玄关、餐厅、客厅、卧室、功能房及阳台），18种新潮花色任选；全屋家具10件套（布拉格沙发三人位*1+贵妃位*1+布拉格茶几*1+布拉格餐桌*1+布拉格餐椅*4+布拉格1.5m软床*1+布拉格1.5m床垫*1；3m ² 轻奢背景墙
志邦	29700元整家魔方套餐	7大套餐，任选3项 全屋定制:11m ² 定制+奥地利百隆抽屉*1 整体厨房:3m地柜+3m台面+1m吊柜+老板烟机灶具 全屋门墙:3樘免漆木门+2m ² 钛镁铝合金门+6m ² 墙板 家居套系:家居九件套，沙发+茶几+餐桌椅+床+床垫 高端厨电:爱适易垃圾处理器+老板洗碗机+老板蒸烤一体机 品牌家电:松下大容量风冷冰箱+洗烘一体机 全配卫阳:2.4m ² 阳台柜+洗烘一体机+松下晾衣机
索菲亚	39800元衣橱木卫全能整家套餐	20m ² 柜类定制 11件大牌家居(客厅沙发3件套+曼哈顿客餐家具6件套+卧室床2件套) 免费送价值19999元7m奢感UV橱柜+免费送价值2599元大牌智能马桶或2199元木门1樘免费送价值1599元水盆龙头1套。

- 业绩复盘：增长动力更趋多元，渠道品类共驱业绩稳健增长
- 未来增长看点：
 - 渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级
 - 区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头
 - 品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋
- 强化自身建设，业绩成长可期
- 盈利预测与风险提示

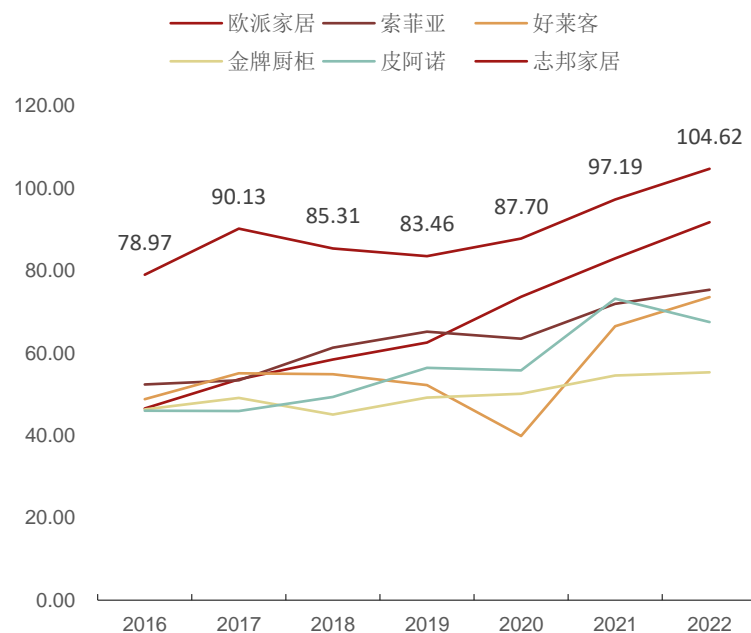
人均创收稳步提升，高于行业平均水平

- 公司人均创收呈稳定增长态势，2019-2022年人均创收分别为83.46万元、87.70万元、97.19万元和104.62万元，对应增长5.08%、10.81%和7.65%，增速明显，人均创收显著高于其他可比公司。

图：公司人均创收（万元）



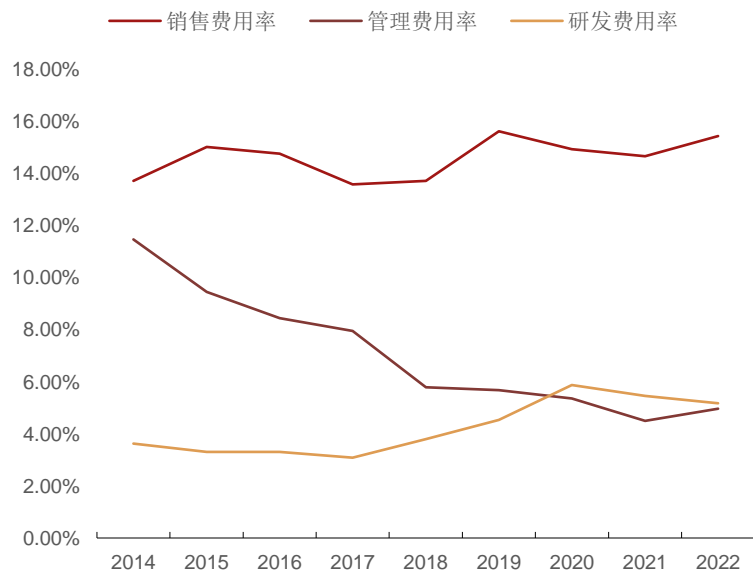
图：和其他可比公司人均创收对比



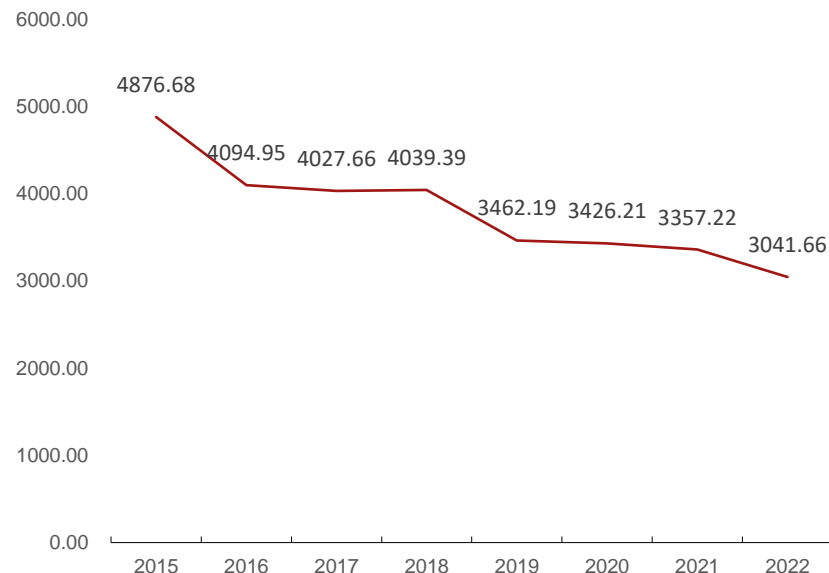
资料来源：公司公告、招商证券

- 报告期内，公司销售费用率为15.43%，这几年较为稳定；管理费用率为4.97%，占比逐年下降，2022年略有提升，在营业收入大幅上涨的同时存在一定管理效益的提升；研发费用率由2014年的3.63%上涨到2022年的5.18%，主要系公司拓展业务加大研发投入，不断强化设计研发实力，提升产品设计研发水准。
- **单位成本稳步下降：**截至2022年，公司单位生产成本为3041.66元，同比下降9.40%。公司2022年持续推动供应链变革，优化供应链布局，加强上下游资源整合，实现销产研协同、设备通用化，打造具备成本优势的供应链，推进橱衣柜多品类多渠道共线发展。此外，技术层面提升材料利用率；设计研发推进新品的标准化和通用化；采购层面发挥份额提升带来的供应链集成优势，持续推动降本增效和提升经营质量。

图：公司销售、管理以及研发费用率

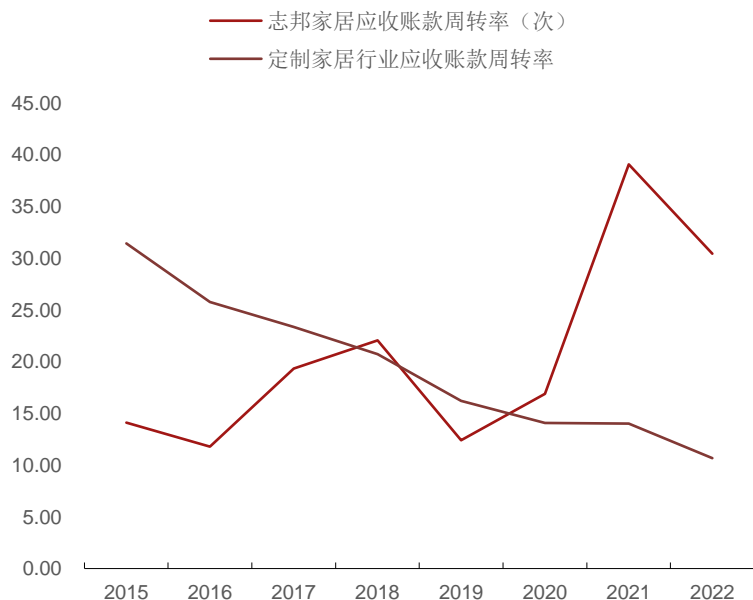


图：公司单位生产成本（元）

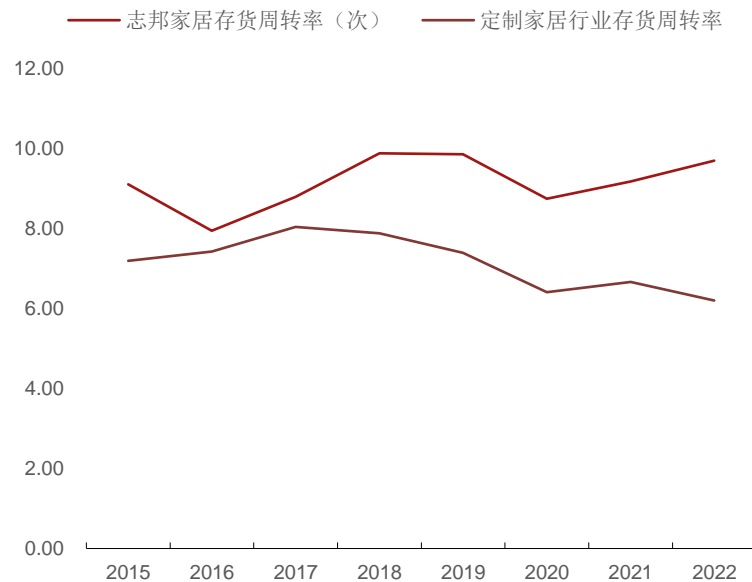


- 报告期内公司存货周转情况良好，公司生产模式为以销定产，公司根据客户的订单情况合理安排原材料采购规模、生产进度及发货时间，减少了原材料和库存商品的库存时间，提高了存货周转率。
- 同行业相比应收账款周转率存在较大差异，这主要由于不同公司的经营规模及业务模式构成存在差异所致。大宗业务模式下销售回款远低于先款后货的经销商及直营模式，故期末均存在一定金额应收账款。
- 2022年公司推进制造能力深化供应链变革，提高质量交付，持续降本增效，探索科学合理的管理方式，实现了规模和毛利的齐头并进。

图：公司应收账款周转率及行业均值



图：公司存货周转率及行业均值



■ 公司自2012年开始，对高级管理人员、中层管理人员以及核心技术人员实施了多次股权激励，中高层核心人员激励效果显著。2019年末2020年初，公司上市后的两期股权激励也相继成功实施，公司管理层和核心团队更加团结、稳定，为未来新三年的业绩增长带来核心动力。公司管理团队对行业的品牌建设、营销网络管理、人才管理等均有深入的理解，能够及时根据客户需求和市场变化对公司战略和业务进行调整，为公司稳健、快速发展提供了有力保障。

图：志邦家居股份有限公司限制性股票激励授予情况

授予日期	授予价格	授予股票数量(股)	授予激励对象人数	授予激励对象	解除限售条件	解除限售情况
2023年4月26日	15.53元/股	3,119,916	90	公司董事、高级管理人员(6人); 中层管理人员(84人)	以2022年业绩为基数, 2023-2024年营业收入增长率、净利润增长率考核目标达成值分别为12%、24%。	
2020年2月10日	9.65元/股	4,749,000	210	中层管理人员	以2018年业绩为基数, 2020-2021年营业收入增长率、净利润增长率考核目标达成值分别为24%、40%。	199名激励对象2021年度绩效考核均符合全额解除限售条件。
2019年9月27日	9.65元/股	1,290,000	5	财务总监、核心管理人员(4人)	以2018年业绩为基数, 2019-2021年营业收入增长率、净利润增长率考核目标达成值分别为12%、24%、40%。	5名激励对象2021年度绩效考核均符合全额解除限售条件。

- 业绩复盘：增长动力更趋多元，渠道品类共驱业绩稳健增长
- 未来增长看点：
 - 渠道多元：零售稳增，整装放量，大宗优化升级
 - 区域拓展：从华东翘楚迈向全国家居龙头
 - 品类延伸：从单品到多品类，从多品类到整装全屋
- 强化自身建设，业绩成长可期
- 盈利预测与风险提示

- 大家居战略稳步推进，全国化持续推进，维持“强烈推荐”投资评级。公司积极推进数字化转型升级，加快推进创新渠道模式和市场覆盖，持续优化与房地产龙头企业的战略合作，并着力发展整装业务。未来多元化品类和渠道布局值得期待，预计2023年~2025年营业收入分别为64.83亿元、77.00亿元、91.96亿元，同比分别增长20%、19%、19%，预计2023年~2025年归母净利分别为6.53亿元、7.70亿元、9.07亿元，同比分别增长22%、18%、18%，当前股价对应23年PE为14X，维持“强烈推荐”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5153	5389	6483	7700	9196
同比增长	34%	5%	20%	19%	19%
营业利润(百万元)	552	576	702	828	975
同比增长	27%	4%	22%	18%	18%
归母净利润(百万元)	506	537	653	770	907
同比增长	28%	6%	22%	18%	18%
每股收益(元)	1.62	1.72	2.10	2.47	2.91
PE	17.9	16.9	13.9	11.8	10.0
PB	3.5	3.2	2.7	2.3	2.0

数据来源：Wind、招商证券

- **房地产大幅波动风险：**家居板块消费受地产销售影响，若地产销售大幅下滑，家居板块企业收入及利润均将受到较大影响，提示地产销售大幅波动的风险。
- **原材料成本大幅波动风险：**原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅波动的风险。
- **渠道品类拓展不及预期风险：**完善品类扩充、匹配渠道拓展是公司重要经营计划，对公司盈利能力有较大影响。如果公司不能继续保持渠道拓展优势以及品类拓展未到达预期，可能会对公司经营业绩产生不利影响，提示渠道及品类拓展不及预期风险。

资产负债表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2787	2957	3350	4294	5419
现金	668	705	728	1230	1814
交易性投资	202	280	280	280	280
应收票据	109	18	21	25	30
应收款项	147	207	227	270	322
其它应收款	149	116	139	165	197
存货	388	305	358	426	510
其他	1125	1327	1596	1896	2265
非流动资产	2511	2820	2811	2805	2799
长期股权投资	36	134	134	134	134
固定资产	1465	1491	1517	1539	1560
无形资产商誉	232	255	230	207	186
其他	778	939	931	924	919
资产总计	5298	5777	6162	7099	8218
流动负债	2426	2775	2724	3087	3530
短期借款	295	367	0	0	0
应付账款	801	1088	1311	1561	1867
预收账款	532	436	525	625	748
其他	798	884	887	900	916
长期负债	281	124	124	124	124
长期借款	200	0	0	0	0
其他	81	124	124	124	124
负债合计	2707	2899	2848	3211	3654
股本	312	312	312	312	312
资本公积金	738	677	677	677	677
留存收益	1540	1889	2324	2898	3574
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2591	2879	3314	3888	4564
负债及权益合计	5298	5777	6162	7099	8218

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	34%	5%	20%	19%	19%
营业利润	27%	4%	22%	18%	18%
归母净利润	28%	6%	22%	18%	18%
获利能力					
毛利率	36.2%	37.7%	37.6%	37.4%	37.3%
净利率	9.8%	10.0%	10.1%	10.0%	9.9%
ROE	21.0%	19.6%	21.1%	21.4%	21.5%
ROIC	18.4%	16.3%	20.0%	21.1%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	50.2%	46.2%	45.2%	44.5%
净负债比率	9.5%	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	9.2	9.7	12.2	12.3	12.3
应收账款周转率	17.8	22.4	27.4	28.3	28.4
应付账款周转率	4.5	3.6	3.4	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	1.62	1.72	2.10	2.47	2.91
每股经营净现金	1.59	2.46	2.39	2.61	2.97
每股净资产	8.31	9.23	10.63	12.47	14.64
每股股利	0.60	0.70	0.63	0.74	0.87
估值比率					
PE	17.9	16.9	13.9	11.8	10.0
PB	3.5	3.2	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.9	15.9	12.6	11.2	9.8

利润表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5153	5389	6483	7700	9196
营业成本	3285	3358	4047	4819	5762
营业税金及附加	40	44	52	62	74
营业费用	756	832	1011	1201	1435
管理费用	232	268	357	424	506
研发费用	282	279	357	424	506
财务费用	(7)	(18)	6	(8)	(12)
资产减值损失	(55)	(100)	0	0	0
公允价值变动收益	5	5	5	5	5
其他收益	37	28	28	28	28
投资收益	(1)	16	16	16	16
营业利润	552	576	702	828	975
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	550	577	703	828	976
所得税	44	40	49	58	69
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	506	537	653	770	907

现金流量表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	496	766	746	815	926
净利润	506	537	653	770	907
折旧摊销	145	187	181	180	178
财务费用	19	13	6	(8)	(12)
投资收益	1	(16)	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	(168)	70	(49)	(84)	(105)
其它	(6)	(25)	4	6	7
投资活动现金流	(516)	(443)	(124)	(124)	(124)
资本支出	(524)	(399)	(173)	(173)	(173)
其他投资	8	(44)	49	49	49
筹资活动现金流	179	(433)	(599)	(188)	(219)
借款变动	300	(241)	(375)	0	0
普通股增加	89	(0)	0	0	0
资本公积增加	(52)	(61)	0	0	0
股利分配	(179)	(187)	(218)	(196)	(231)
其他	21	57	(6)	8	12
现金净增加额	159	(111)	23	503	583

数据来源: Wind、招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢您宝贵的时间

ThankYou