

2023年05月10日
志邦家居(603801.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

家具

23Q1 业绩增长彰显韧性， 股权激励坚定发展信心

■ **事件：**志邦家居发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 53.89 亿元，同比增长 4.58%；归母净利润 5.37 亿元，同比增长 6.17%；扣非后归母净利润 4.98 亿元，同比增长 8.15%。其中 2022Q4 单季度公司实现营收 18.72 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 2.22 亿元，同比增长 7.96%；扣非后归母净利润 2.01 亿元，同比增长 17.87%。

此外，2023Q1 单季度公司实现营收 8.06 亿元，同比增长 6.20%；归母净利润 0.52 亿元，同比增长 0.49%；扣非后归母净利润 0.43 亿元，同比增长 8.69%。

同时，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票数量 311.99 万股，占当前总股本 1%，授予价格为 15.53 元/股。本次激励对象总人数为 90 人，包括公司公告董事、高管、中层管理人员。本次业绩考核指标为以 22 年业绩为基数，23-24 年营收及扣非归母净利润均增长 12%/24%。

■ 衣柜、木门持续高增，品类融合持续深化

分产品看，2022 年整体橱柜、定制衣柜、木门分别实现收入 27.37/21.03/2.28 亿元，同比增长-6.73%/19.49%/34.17%。其中，定制衣柜及木门品类增速亮眼，主因公司由整体厨房迈向整家定制战略布局，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，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现。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，打造成多品牌矩阵，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，通过梳理门墙工艺逻辑和产品体系，进一步提升门墙产品的市场竞争力。公司在把握分层分级、有序扩充的原则下，逐步提升全品类一体化整家交付的能力，提升客户端体验及终端营销效率。

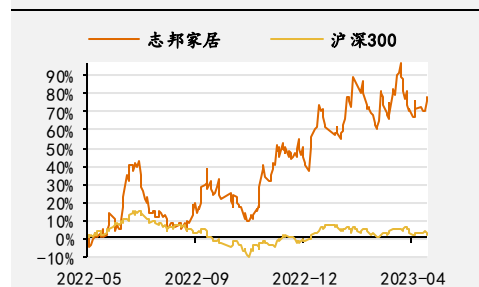
■ 经销渠道稳健增长，整装渠道收入同比增长 20%+

分渠道看，2022 年公司经销、大宗、直营渠道、海外业务分别实现收入 29.00/16.57/3.97/1.13 亿元，同比增长 2.48%/0.36%/23.04%/87.53%。其中，1) 零售渠道方面，公司持续深耕渠道下沉，截至 2022 年 12 月末，公司拥有各品类经销商共 2500+家，各品类店面共 4000+

| | |
|-----------------|---------------------|
| 投资评级 | 买入-A 维持评级 |
| 6 个月目标价 | 41.9 元 |
| 股价 (2023-05-10) | 34.09 元 |

| | |
|-----------|--------------|
| 交易数据 | |
| 总市值(百万元) | 10,629.94 |
| 流通市值(百万元) | 10,629.94 |
| 总股本(百万股) | 311.82 |
| 流通股本(百万股) | 311.82 |
| 12 个月价格区间 | 18.6/37.69 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| | | | |
|------|------|-----|------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -4.3 | 9.8 | 71.9 |
| 绝对收益 | -6.9 | 7.2 | 73.8 |

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

盈利能力持续改善，疫情之下韧性彰显 2022-11-02

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 1722/1726/748/35 家，相较 2021 年末分别净增加 31/107/349/2 家。此外，公司通过品牌 IP 搭建私域流量池、重点赋能全国 100 城、打造营销 BI 商业智能分析平台等，进一步提升线上引流赋能终端的能力，2022 年开展大型直播活动 276+ 场，为终端开辟全新落地转化模式。2) 大宗渠道方面，公司持续构建布渠道、强交付、设计领先、控风险的四大发展方向，坚持稳扎稳打控风险，大宗业务有序发展，优质客户占比逐渐提升；此外，公司及时开拓探索适老公寓、企事业公寓、人才公寓等新业务领域，首个工程养老、企业客户展厅呈现大众视野。3) 整装渠道方面，公司积极向下游拓展延伸，针对性开发符合装企套系风格的套系化产品，快速完善厨餐电、卫阳，门墙柜一体化，2022 年整装渠道收入实现同比近 20% 的快速增长。

目 23Q1 盈利能力逐步提升，期间费用率总体维稳

盈利能力方面，2022 年公司毛利率为 37.69%，同比增长 1.45pct，22Q4 单季度毛利率为 39.42%，同比增长 3.37pct。其中，整体橱柜、定制衣柜、木门的毛利率分别为 41.27%/38.52%/10.37%，同比提升 +0.77/+4.09/-2.67pct。定制衣柜业务毛利率显著抬升，主因规模效应持续提升。此外，23Q1 单季度毛利率为 36.89%，同比增长 1.81pct。期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 25.24%，同比增长 0.75pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.43%/4.97%/5.17%/-0.34%，同比分别 +0.77/+0.47/-0.29/-0.20pct。其中，2022Q4 单季度公司期间费用率为 23.97%，同比增长 1.48pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.07%/4.08%/4.86%/-0.04%，同比分别 +0.06/+0.38/+1.23/-0.19pct。

此外，23Q1 单季度期间费用率为 31.24%，同比增长 0.36pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.55%/7.36%/6.39%/-0.06%，同比分别 +1.21/-0.37/-0.40/-0.12pct。

综合影响下，22 净利率为 9.96%，同比上升 0.15pct；22Q4 公司净利率为 11.85%，同比上升 0.63pct；23Q1 公司净利率为 6.40%，同比下降 0.36pct。

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 2023-2025 年营业收入为 64.43、76.20、91.30 亿元，同比增长 19.57%、18.26%、19.82%；归母净利润为 6.50、7.86、9.31 亿元，同比增长 21.11%、20.93%、18.44%，对应 PE 为 16.4x、13.5x、11.4x，给予 23 年 20xPE，目标价 41.9 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) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 5,152.8 | 5,388.8 | 6,443.2 | 7,620.0 | 9,130.0 |
| 净利润 | 505.5 | 536.7 | 650.0 | 786.0 | 931.0 |
| 每股收益(元) | 1.62 | 1.72 | 2.08 | 2.52 | 2.99 |
| 每股净资产(元) | 8.31 | 9.23 | 10.65 | 12.63 | 15.13 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 21.0 | 19.8 | 16.4 | 13.5 | 11.4 |
| 市净率(倍) | 4.1 | 3.7 | 3.2 | 2.7 | 2.3 |
| 净利润率 | 9.8% | 10.0% | 10.1% | 10.3% | 10.2% |
| 净资产收益率 | 19.5% | 18.6% | 19.6% | 20.0% | 19.7% |
| 股息收益率 | 1.7% | 0.0% | 1.7% | 1.6% | 1.4% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|----------|---------|---------|---------|----------|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 5,152.8 | 5,388.8 | 6,443.2 | 7,620.0 | 9,130.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 3,285.3 | 3,358.0 | 4,054.3 | 4,804.2 | 5,719.5 | 营业收入增长率 | 34.2% | 4.6% | 19.6% | 18.3% | 19.8% |
| 营业税费 | 39.6 | 43.6 | 58.0 | 68.6 | 82.2 | 营业利润增长率 | 26.5% | 4.5% | 23.0% | 20.2% | 18.5% |
| 销售费用 | 755.5 | 831.6 | 989.2 | 1,153.1 | 1,393.8 | 净利润增长率 | 27.8% | 6.2% | 21.1% | 20.9% | 18.4% |
| 管理费用 | 231.8 | 267.6 | 341.5 | 396.2 | 502.2 | EBITDA 增长率 | 31.8% | 13.0% | 6.5% | 17.5% | 17.4% |
| 研发费用 | 281.5 | 278.9 | 341.5 | 404.8 | 480.5 | EBIT 增长率 | 31.3% | 10.1% | 5.3% | 19.2% | 18.9% |
| 财务费用 | -7.1 | -18.3 | -6.4 | -14.6 | -13.3 | NOPLAT 增长率 | 23.8% | 3.7% | 25.0% | 19.3% | 18.9% |
| 资产减值损失 | -43.3 | -36.9 | -30.0 | -30.0 | -30.0 | 投资资本增长率 | 61.3% | -21.3% | 56.3% | -70.4% | 194.5% |
| 加:公允价值变动收益 | 5.3 | 5.0 | 3.9 | 4.7 | 4.5 | 净资产增长率 | 16.3% | 11.1% | 15.3% | 18.6% | 19.8% |
| 投资和汇兑收益 | -1.3 | 16.4 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | | | | | | |
| 营业利润 | 551.8 | 576.3 | 709.1 | 852.4 | 1,009.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -2.1 | 0.5 | -5.5 | -2.4 | -2.4 | 毛利率 | 36.2% | 37.7% | 37.1% | 37.0% | 37.4% |
| 利润总额 | 549.7 | 576.9 | 703.6 | 850.1 | 1,007.3 | 营业利润率 | 10.7% | 10.7% | 11.0% | 11.2% | 11.1% |
| 减:所得税 | 44.1 | 40.1 | 53.6 | 64.1 | 76.4 | 净利润率 | 9.8% | 10.0% | 10.1% | 10.3% | 10.2% |
| 净利润 | 505.5 | 536.7 | 650.0 | 786.0 | 931.0 | EBITDA/营业收入 | 14.2% | 15.3% | 13.7% | 13.6% | 13.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 11.8% | 12.4% | 10.9% | 11.0% | 10.9% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 93 | 99 | 84 | 72 | 60 |
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动营业资本周转天数 | -20 | -29 | -17 | -29 | -28 |
| 货币资金 | 667.8 | 704.8 | 517.9 | 2,327.6 | 1,982.0 | 流动资产周转天数 | 184 | 192 | 173 | 186 | 196 |
| 交易性金融资产 | 202.4 | 280.3 | 284.1 | 288.8 | 293.4 | 应收账款周转天数 | 17 | 21 | 21 | 20 | 21 |
| 应收账款 | 296.2 | 322.8 | 441.7 | 394.5 | 650.1 | 存货周转天数 | 25 | 23 | 25 | 24 | 24 |
| 应收票据 | 108.5 | 17.7 | 347.3 | 11.8 | 375.3 | 总资产周转天数 | 329 | 370 | 324 | 312 | 303 |
| 预付账款 | 48.9 | 57.5 | 94.5 | 71.7 | 126.1 | 投资资本周转天数 | 87 | 91 | 86 | 58 | 43 |
| 存货 | 387.6 | 305.1 | 577.5 | 450.6 | 765.7 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 1,075.7 | 1,269.4 | 962.5 | 1,102.5 | 1,111.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 19.5% | 18.6% | 19.6% | 20.0% | 19.7% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 9.5% | 9.3% | 11.1% | 10.7% | 11.7% |
| 长期股权投资 | 36.3 | 134.4 | 134.4 | 134.4 | 134.4 | ROIC | 52.8% | 33.9% | 53.9% | 41.2% | 165.1% |
| 投资性房地产 | - | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 1,464.6 | 1,491.4 | 1,522.3 | 1,528.9 | 1,539.6 | 销售费用率 | 14.7% | 15.4% | 15.4% | 15.1% | 15.3% |
| 在建工程 | 83.9 | 117.5 | 152.3 | 162.6 | 127.6 | 管理费用率 | 4.5% | 5.0% | 5.3% | 5.2% | 5.5% |
| 无形资产 | 231.6 | 255.0 | 242.0 | 229.0 | 215.9 | 研发费用率 | 5.5% | 5.2% | 5.3% | 5.3% | 5.3% |
| 其他非流动资产 | 694.6 | 817.4 | 555.8 | 659.3 | 660.0 | 财务费用率 | -0.1% | -0.3% | -0.1% | -0.2% | -0.1% |
| 资产总额 | 5,298.1 | 5,777.4 | 5,836.5 | 7,366.1 | 7,985.8 | 四费/营业收入 | 24.5% | 25.2% | 25.9% | 25.5% | 25.9% |
| 短期债务 | 295.2 | 366.7 | - | - | - | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 943.1 | 1,197.5 | 1,059.3 | 1,678.4 | 1,684.7 | 资产负债率 | 51.1% | 50.2% | 41.9% | 45.6% | 40.0% |
| 应付票据 | 316.1 | 508.2 | 267.2 | 704.8 | 513.6 | 负债权益比 | 104.5% | 100.7% | 72.1% | 83.9% | 66.6% |
| 其他流动负债 | 871.4 | 702.2 | 968.6 | 819.3 | 837.0 | 流动比率 | 1.15 | 1.07 | 1.41 | 1.45 | 1.75 |
| 长期借款 | 200.0 | - | - | - | - | 速动比率 | 0.99 | 0.96 | 1.15 | 1.31 | 1.50 |
| 其他非流动负债 | 81.2 | 124.2 | 97.3 | 100.9 | 107.5 | 利息保障倍数 | -85.58 | -36.56 | -109.06 | -57.24 | -74.73 |
| 负债总额 | 2,707.1 | 2,898.8 | 2,392.4 | 3,303.3 | 3,142.7 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | DPS(元) | 0.59 | - | 0.57 | 0.54 | 0.48 |
| 股本 | 312.3 | 311.8 | 311.8 | 311.8 | 311.8 | 分红比率 | 36.6% | 0.0% | 27.2% | 21.3% | 16.2% |
| 留存收益 | 2,347.3 | 2,659.4 | 3,008.1 | 3,626.7 | 4,407.0 | 股息收益率 | 1.7% | 0.0% | 1.7% | 1.6% | 1.4% |
| 股东权益 | 2,591.0 | 2,878.6 | 3,319.9 | 3,938.5 | 4,718.9 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 1.62 | 1.72 | 2.08 | 2.52 | 2.99 |
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | BVPS(元) | 8.31 | 9.23 | 10.65 | 12.63 | 15.13 |
| 净利润 | 505.5 | 536.7 | 650.0 | 786.0 | 931.0 | PE(X) | 21.0 | 19.8 | 16.4 | 13.5 | 11.4 |
| 加:折旧和摊销 | 144.6 | 187.0 | 177.4 | 196.1 | 217.4 | PB(X) | 4.1 | 3.7 | 3.2 | 2.7 | 2.3 |
| 资产减值准备 | 43.3 | 46.9 | - | - | - | P/FCF | 33.2 | 14.5 | -20.4 | 5.0 | -69.0 |
| 公允价值变动损失 | -5.3 | -5.0 | 3.9 | 4.7 | 4.5 | P/S | 2.1 | 2.0 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| 财务费用 | 19.3 | 13.3 | -6.4 | -14.6 | -13.3 | EV/EBITDA | 11.5 | 8.1 | 10.4 | 7.0 | 6.2 |
| 投资收益 | 1.3 | -16.4 | -10.0 | -10.0 | -10.0 | CAGR(%) | 15.9% | 20.2% | 18.0% | 15.9% | 20.2% |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | PEG | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.6 |
| 营运资金的变动 | -1,089.9 | -233.4 | -487.7 | 1,224.5 | -1,122.6 | ROIC/WACC | 8.4 | 5.4 | 8.6 | 6.5 | 26.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 496.0 | 765.9 | 327.1 | 2,186.7 | 7.0 | REP | 0.7 | 1.0 | 0.6 | 2.0 | 0.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -516.4 | -443.2 | -66.9 | -226.2 | -214.8 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 179.3 | -433.5 | -447.1 | -150.7 | -137.9 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司 (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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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