

志邦家居（603801）2022年报及2023年一季度点评

22Q4 利润率表现亮眼，23Q1 业绩超预期，持续看好23年业绩成长性

事项:

- ❖ 公司发布22年报+23Q1季报。22全年营收53.89亿元/+4.58%，归母净利润5.37亿元/+6.17%，扣非归母净利润4.98亿元/+8.15%。22Q4营收18.72亿元/+2.25%，归母净利润2.22亿元/+7.96%，扣非归母净利润2.01亿元/+18.2%。23Q1营收8.06亿元/+6.2%，归母净利润0.52亿元/+0.49%，扣非归母净利润0.43亿元/+8.69%。
- ❖ 公司发布股权激励草案：1) 激励对象：6名高管（副总裁+董秘+CFO+董事）+84名中层管理人员；2) 激励方案：拟授予限制性股票311.99万股（占当前总股本1%），授予价格15.53元/股；3) 业绩考核：以22年业绩为基数，23和24年营收及扣非净利润均同增12%/24%。

评论:

- ❖ **衣柜规模优势显现，毛利率延续亮眼表现。**22年公司厨柜/衣柜/木门营收27.37/21.03/2.28亿、同比-6.73%/+19.49%/+34.17%，单Q4营收同比-7%/+15%/+12%；全年毛利率同比+0.77/+4.09/-2.67pcts，门店全年分别净增31/107/349家。整体看拓品类进展推进顺利，且全年整装业务收入同比近+20%，衣柜体量高速爬坡下规模效应逐步显现，内部供应链优化降本增效，看好融合店战略下客单价提升+利润率改善。
- ❖ **单Q4大宗业务增速亮眼，C端略有承压。**22年经销/直营/大宗营收29/3.97/16.57亿、YOY+2.48%/+23.04%/+0.36%，单Q4营收同比变动-9%/+5%/+11%，全年毛利率同比变动+0.49/+1.69/+2.04pcts。
- ❖ **单Q4盈利能力：毛利率延续改善趋势，带动净利率向好。**1) 22年毛利率37.69%/+1.4pcts、单Q4同增3.4pcts，归母净利率9.96%/+0.15pcts、单Q4同增0.6pct，其中单Q4衣柜/大宗毛利率同增9.1/6.7pcts。2) 22年销售/管理及研发/财务费率同比+0.77/+0.18/-0.2pcts，单Q4同比+0.1/+1.6/-0.2pcts。
- ❖ **23Q1业绩超预期，全年经营节奏有望逐季改善。**23Q1厨柜/衣柜/木门分别实现收入3.18/3.52/0.4亿元、YOY-12.79%/+6.8%/+79.48%，毛利率分别同比变动+3.45/+1.55/-1.27pcts；直营/经销/大宗分别实现收入0.86/4.66/1.34亿元、YOY+15.68%/-6.78%/+4.46%，毛利率分别同比变动+5.84/+2.04/-8.29pcts。23Q1毛利率延续亮眼表现（36.89%/YOY+1.81pcts），销售/管理/研发/财务费率17.55%/7.36%/6.39%/-0.06%、YOY+1.21/-0.37/-0.4/-0.12pcts，费用投放力度略有提升。
- ❖ **定制家居成长性标杆，经营思路清晰顺畅。**在22年行业整体承压下，公司通过渠道返利和套餐营销等打法寻求增长，23Q1收入稳步增长、利润端表现略超预期；我们持续看好公司零售板块营销突破和内部管理精细化下，以及经营势能加速释放下逐步跑出自身超额 α 。基于此，我们预计23-25年归母净利润分别为6.45/7.72/9.03亿元（23/24年原值为6.36/7.37亿元），对应当前股价PE分别为16/13/11X；参考绝对估值法，给予目标价40元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济影响需求；原材料价格波动风险；渠道拓展不及预期等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	5,389	6,396	7,569	8,794
同比增速(%)	4.6%	18.7%	18.3%	16.2%
归母净利润(百万)	537	645	772	903
同比增速(%)	6.2%	20.2%	19.7%	17.0%
每股盈利(元)	1.72	2.07	2.48	2.90
市盈率(倍)	19	16	13	11
市净率(倍)	3.5	3.1	2.6	2.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

强推（维持）

目标价：40元

当前价：32.73元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

联系人：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	31,181.99
已上市流通股(万股)	31,181.99
总市值(亿元)	102.06
流通市值(亿元)	102.06
资产负债率(%)	46.97
每股净资产(元)	9.39
12个月内最高/最低价	37.69/18.60

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《志邦家居（603801）2022年三季度报点评：毛利率延续亮眼表现，经营节奏清晰稳健》

2022-11-01

《志邦家居（603801）2022年半年报点评：业绩略超预期，零售增速亮眼》

2022-08-29

《志邦家居（603801）2021年报及2022年一季度报点评：利润率暂承压，不改全年增长预期》

2022-04-27

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	705	549	748	1,224
应收票据	18	190	204	178
应收账款	207	329	283	342
预付账款	58	84	95	101
存货	305	465	548	610
合同资产	1,004	776	1,148	1,409
其他流动资产	662	676	720	826
流动资产合计	2,957	3,069	3,746	4,689
其他长期投资	7	8	8	9
长期股权投资	134	134	134	134
固定资产	1,491	1,944	2,191	2,314
在建工程	118	243	343	393
无形资产	255	230	207	186
其他非流动资产	814	806	800	794
非流动资产合计	2,820	3,364	3,683	3,831
资产合计	5,777	6,433	7,429	8,520
短期借款	367	438	511	584
应付票据	508	421	537	644
应付账款	580	661	774	896
预收款项	0	0	0	0
合同负债	436	517	612	711
其他应付款	618	618	618	618
一年内到期的非流动负债	8	8	8	8
其他流动负债	258	308	366	427
流动负债合计	2,775	2,972	3,427	3,889
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	124	124	124	124
非流动负债合计	124	124	124	124
负债合计	2,899	3,096	3,551	4,013
归属母公司所有者权益	2,879	3,337	3,877	4,507
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,879	3,337	3,877	4,507
负债和股东权益	5,777	6,433	7,429	8,520

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	766	478	906	1,093
现金收益	705	817	986	1,138
存货影响	83	-160	-83	-62
经营性应收影响	59	-284	58	-3
经营性应付影响	446	-5	229	229
其他影响	-528	110	-285	-210
投资活动现金流	-443	-725	-540	-390
资本支出	-271	-733	-546	-395
股权投资	-98	0	0	0
其他长期资产变化	-74	8	6	5
融资活动现金流	-433	91	-167	-226
借款增加	-130	71	73	73
股利及利息支付	-204	-241	-284	-335
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-100	261	44	36

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,389	6,396	7,569	8,794
营业成本	3,358	3,989	4,720	5,516
税金及附加	44	54	62	71
销售费用	832	970	1,148	1,302
管理费用	268	318	376	437
研发费用	279	331	392	455
财务费用	-18	-10	-8	-8
信用减值损失	-47	-47	-47	-47
资产减值损失	-37	-37	-37	-37
公允价值变动收益	5	5	5	5
投资收益	16	16	16	16
其他收益	28	28	28	28
营业利润	576	693	829	970
营业外收入	5	4	5	4
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	577	694	830	971
所得税	40	48	58	68
净利润	537	645	772	903
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	537	645	772	903
NOPLAT	520	636	765	896
EPS(摊薄) (元)	1.72	2.07	2.48	2.90

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	4.6%	18.7%	18.3%	16.2%
EBIT 增长率	3.0%	22.5%	20.2%	17.1%
归母净利润增长率	6.2%	20.2%	19.7%	17.0%
获利能力				
毛利率	37.7%	37.6%	37.6%	37.3%
净利率	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%
ROE	18.6%	19.3%	19.9%	20.0%
ROIC	28.9%	26.0%	25.6%	25.0%
偿债能力				
资产负债率	50.2%	48.1%	47.8%	47.1%
债务权益比	17.3%	17.1%	16.6%	15.9%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	12	15	15	13
应付账款周转天数	57	56	55	55
存货周转天数	37	35	39	38
每股指标(元)				
每股收益	1.72	2.07	2.48	2.90
每股经营现金流	2.46	1.53	2.90	3.50
每股净资产	9.23	10.70	12.43	14.45
估值比率				
P/E	19	16	13	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	14	12	10	9

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522