

评级： 买入

陈梦
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110521070002
 chenmeng@sczq.com.cn
 电话：010-81152649

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	32.66
一年内最高/最低价(元)	38.18/17.81
市盈率(当前)	18.98
市净率(当前)	3.48
总股本(亿股)	3.12
总市值(亿元)	101.84

资料来源：聚源数据

相关研究

- 志邦家居(603801)2022 三季报点评：Q3 经营表现稳健，降本驱动盈利能力进一步改善
- 志邦家居(603801)2022 中报点评：C 端业务增长稳健，盈利能力稳中向好
- 志邦家居(603801)2021 年年报及 2022 一季报点评：衣柜木门持续高增，全品类布局日益完善

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年报与 2023 年一季报，2022 年实现营收 53.89 亿，同比+4.58%；归母净利润 5.37 亿，同比+6.17%，拟每 10 股派发现金红利 7 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。23Q1 公司实现营收 8.06 亿，同比+6.2%；归母净利润 0.52 亿，同比+0.49%。

点评：

- **经营稳健，衣柜、木门高增。分季度看，**公司 2022Q4/2023Q1 分别实现营收同比+2.25%/+6.20%，归母净利润同比+7.96%/+0.49%，在行业整体承压背景下，公司依然取得稳健正增长，展现出较强经营韧性。**分品类看，**2022 年公司厨柜/衣柜/木门/其他品类分别实现营收 27.37/21.03/2.29/3.22 亿元，分别同比-6.37%/+19.49%/+34.17%/+11.26%。其中厨柜业务在工程业务中占比相对较高，预计大宗渠道拖累收入同比下滑；衣柜、木门延续优异增长表现，成为公司收入增长主要驱动力。
- **降本效果明显，盈利能力提升。**2022 年公司毛利率同比+1.45pct 至 37.69%，我们认为主要在于衣柜规模效应释放与橱柜供应链优化提效；期间费用方面，销售费用率/管理及研发费用率/财务费用率分别同比+0.77/+0.18/-0.20pct 至 15.43%/10.14%/-0.34%，综合影响下公司 22 年净利率同比+0.15pct 至 9.96%。23Q1 公司毛利率 36.89%（同比+1.81pct/环比-2.53pct），净利率 6.40%（同比-0.36pct/环比-5.45pct）。
- **直营较快增长，经销与大宗渠道略有承压。**2022 年公司直营/经销/大宗渠道分别实现营收 3.97/29/16.57 亿元，同比+23.04%/+2.48%/+0.36%，直营渠道增长亮眼，经销渠道表现稳健，大宗渠道受地产拖累承压，但在地产保交付政策推进下，公司大宗业务增速回暖，2023Q1 公司直营/经销/大宗渠道分别实现营收 0.86/4.66/1.34 亿元，同比+15.68%/-6.78%/+4.46%，预计随公司零售门店不断拓展，以及大宗渠道较优的客户结构，公司有望在后续消费复苏过程中实现多渠道快增长。
- **投资建议：全品类多渠道同步推进，竞争实力再提升。**公司橱柜稳健，衣柜及木门业务保持快增长，零售与大宗渠道并重，综合实力不断提升，但考虑到消费复苏进度，我们微调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.42/7.58/8.88 亿元（原预测 2023/2024 年为 6.68/7.97 亿元），对应当前市值 PE 为 16/13/11X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产政策调控不确定性，原材料价格波动，行业竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	53.89	64.39	74.69	85.50
营收增速(%)	4.6%	19.5%	16.0%	14.5%
净利润(亿元)	5.37	6.42	7.58	8.88
净利润增速(%)	6.2%	19.7%	18.1%	17.1%
EPS(元/股)	1.72	2.06	2.43	2.85
PE	19	16	13	11

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,957	3,195	4,066	5,328	经营活动现金流	766	29	693	1,183
现金	705	678	1,118	1,965	净利润	537	642	758	888
应收账款	207	328	278	331	折旧摊销	187	181	171	162
其它应收款	1,004	781	1,133	1,370	财务费用	13	-15	-18	-16
预付账款	58	84	93	97	投资损失	-16	-22	-22	-22
存货	305	467	537	584	营运资金变动	36	-756	-200	152
其他	1,664	1,447	1,838	2,178	其它	9	-2	3	20
非流动资产	2,820	2,740	2,658	2,578	投资活动现金流	-443	-100	-90	-80
长期投资	134	134	134	134	资本支出	-271	-108	-97	-85
固定资产	1,491	1,434	1,372	1,316	长期投资	-98	0	0	0
无形资产	255	230	207	186	其他	-74	8	7	5
其他	815	806	799	795	筹资活动现金流	-433	44	-163	-257
资产总计	5,777	5,935	6,724	7,906	短期借款	-130	0	0	0
流动负债	2,774	2,504	2,753	3,329	长期借款	-201	0	0	0
短期借款	367	367	367	367	其他	-99	271	130	87
应付账款	580	666	762	861	现金净增加额	-111	-27	440	846
其他	618	618	618	618					
非流动负债	124	124	124	124	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	124	124	124	124	营业收入	4.6%	19.5%	16.0%	14.5%
负债合计	2,898	2,628	2,877	3,453	营业利润	4.5%	20.6%	19.0%	17.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	6.2%	19.7%	18.1%	17.1%
归属母公司股东权益	2,879	3,307	3,847	4,453	获利能力				
负债和股东权益	5,777	5,935	6,724	7,906	毛利率	37.7%	37.6%	37.8%	38.0%
					净利率	10.0%	10.0%	10.2%	10.4%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	18.6%	19.4%	19.7%	19.9%
营业收入	5,389	6,439	7,469	8,550	ROIC	20.0%	19.8%	20.2%	20.8%
营业成本	3,358	4,018	4,642	5,299	偿债能力				
营业税金及附加	44	55	61	69	资产负债率	50.2%	44.3%	42.8%	43.7%
营业费用	832	998	1,165	1,334	净负债比率	17.3%	15.1%	13.0%	11.2%
研发费用	279	333	387	442	流动比率	1.1	1.3	1.5	1.6
管理费用	268	320	373	428	速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4
财务费用	-18	-15	-18	-16	营运能力				
资产减值损失	-37	-30	-30	-30	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
公允价值变动收益	5	5	5	5	应收账款周转率	30.4	24.1	24.7	28.1
投资净收益	16	17	17	17	应付账款周转率	6.3	6.5	6.5	6.5
营业利润	576	695	827	969	每股指标(元)				
营业外收入	5	5	5	4	每股收益	1.72	2.06	2.43	2.85
营业外支出	4	3	3	3	每股经营现金	2.46	0.09	2.22	3.80
利润总额	577	697	829	970	每股净资产	9.23	10.61	12.34	14.28
所得税	40	55	71	82	估值比率				
净利润	537	642	758	888	P/E	19	16	13	11
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	4	3	3	2
归属母公司净利润	537	642	758	888					
EBITDA	746	863	982	1,116					
EPS (元)	1.72	2.06	2.43	2.85					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现