

降本增效&品类融合，坚定高质量发展方向

2023 年 05 月 04 日

➤ **事件：**4 月 26 日和 4 月 27 日，志邦家居发布 2022 年年报和 2023 一季报，2022 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 53.89/5.37/4.98 亿元，同比增长 4.58%/6.17%/8.15%，22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 18.72/2.22/2.01 亿元，同比变动 2.25%/7.96%/17.87%，23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 8.06/0.52/0.43 亿元，同比+6.20%/+0.49%/+8.69%。

➤ **衣柜保持较快增速，直营增速快于经销：**2022 年橱柜/衣柜/木门分别实现收入 27.37/21.03/2.28 亿元，同比变动-6.73%/+19.49%/+34.17%，占比分别为 50.8%/39.0%/4.2%，同比变动-6.2/+4.9/+0.9pct；23Q1 橱柜/衣柜/木门分别实现收入 3.18/3.53/0.40 亿元，同比变动-12.79%/+6.80%/+79.48%。分渠道看，22 年公司直营门店/经销门店/大宗业务/海外业务实现收入 3.97/29.00/16.57/1.13 亿元，同比增长 23.04%/2.48%/0.36%/87.53%。

➤ **毛利率逆势增长，费用率稳定：**公司 22A/22Q4/23Q1 公司毛利率同比变动+1.44/+3.36/+1.81pct 至 37.69%/39.42%/36.89%。费用方面，22 年公司期间费用率 25.24% (+0.75pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 15.43%/4.97%/5.18%/-0.34%，同比变动+0.77/+0.47/-0.29/-0.20pct。22Q4 公司期间费用率 23.98% (+1.48pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 15.07%/4.08%/4.86%/-0.04%，同比变动 +0.06/+0.38/+1.23/-0.19pct。23Q1 期间费用率 31.24% (+0.31pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 17.55%/7.36%/6.39%/-0.06%，同比变动+1.21/-0.37/-0.40/-0.12pct。

➤ **厨衣木墙协同效应逐渐显现，进一步构建整家定制的综合方案解决能力：**橱柜产品体系成熟，扩充卫生间及阳台空间产品；衣柜积极拓展国内外一线大品牌合作，打造成多品牌矩阵，满足不同消费群体差异化需求；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。整装模式方面，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。大宗业务方面，一方面大力巩固拓展与优质战略地产客户的合作，另一方面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。供应链方面，高度重视各生产基地之间的协同效率，融合厨衣资源，推进统一平台+业务矩阵管理模式。

➤ **投资建议：**我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.35/7.41/8.56 亿元，同增 18.3%/16.6%/15.5%，当前股价对应 PE 分别为 16/14/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；房地产市场波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,389	6,321	7,288	8,382
增长率 (%)	4.6	17.3	15.3	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	537	635	741	856
增长率 (%)	6.2	18.3	16.6	15.5
每股收益 (元)	1.72	2.04	2.37	2.74
PE	19	16	14	12
PB	3.5	3.1	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

32.73 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1.志邦家居 (603801.SH) 2022 年业绩快报点评：22Q4 净利率亮眼，全品类全渠道加速扩张-2023/03/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,389	6,321	7,288	8,382
营业成本	3,358	3,944	4,545	5,216
营业税金及附加	44	51	51	56
销售费用	832	954	1,122	1,291
管理费用	268	307	360	419
研发费用	279	345	394	453
EBIT	556	682	798	925
财务费用	-18	-13	-12	-11
资产减值损失	-37	-4	-5	-6
投资收益	16	0	0	0
营业利润	576	691	805	930
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	577	691	805	930
所得税	40	55	65	75
净利润	537	635	741	856
归属于母公司净利润	537	635	741	856
EBITDA	753	924	1,036	1,195

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	705	888	1,720	2,373
应收账款及票据	225	222	300	345
预付款项	58	118	114	130
存货	305	428	493	566
其他流动资产	1,665	1,848	1,633	1,796
流动资产合计	2,957	3,505	4,259	5,211
长期股权投资	134	221	221	221
固定资产	1,491	1,536	1,574	1,611
无形资产	255	254	253	251
非流动资产合计	2,820	2,836	2,899	2,927
资产合计	5,777	6,340	7,158	8,138
短期借款	367	367	367	367
应付账款及票据	1,088	1,081	1,183	1,358
其他流动负债	1,320	1,354	1,549	1,771
流动负债合计	2,775	2,801	3,099	3,495
长期借款	0	107	107	107
其他长期负债	124	116	128	128
非流动负债合计	124	223	235	235
负债合计	2,899	3,024	3,334	3,729
股本	312	312	312	312
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,879	3,316	3,824	4,408
负债和股东权益合计	5,777	6,340	7,158	8,138

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.58	17.30	15.30	15.01
EBIT 增长率	2.61	22.77	16.92	15.93
净利润增长率	6.17	18.35	16.58	15.53
盈利能力 (%)				
毛利率	37.69	37.60	37.64	37.77
净利润率	9.96	10.05	10.16	10.21
总资产收益率 ROA	9.29	10.02	10.35	10.51
净资产收益率 ROE	18.65	19.15	19.37	19.41
偿债能力				
流动比率	1.07	1.25	1.37	1.49
速动比率	0.48	0.65	0.89	1.00
现金比率	0.25	0.32	0.55	0.68
资产负债率 (%)	50.17	47.70	46.58	45.83
经营效率				
应收账款周转天数	14.03	12.00	12.00	12.00
存货周转天数	33.16	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	0.97	1.04	1.08	1.10
每股指标 (元)				
每股收益	1.72	2.04	2.37	2.74
每股净资产	9.23	10.63	12.26	14.14
每股经营现金流	2.46	3.03	3.30	3.99
每股股利	0.70	0.75	0.87	1.01
估值分析				
PE	19	16	14	12
PB	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	13.13	10.61	8.66	6.96
股息收益率 (%)	2.14	2.28	2.66	3.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	537	635	741	856
折旧和摊销	197	242	238	270
营运资金变动	-35	10	7	70
经营活动现金流	766	945	1,028	1,243
资本开支	-379	-256	-302	-298
投资	-102	-360	0	0
投资活动现金流	-443	-648	51	-298
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-129	103	4	-1
筹资活动现金流	-433	-114	-247	-291
现金净流量	-105	183	832	653

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026