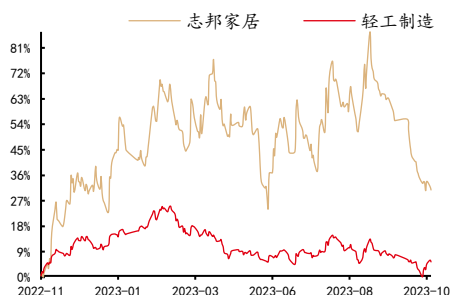


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.45
总股本/流通股本(亿股)	4.37 / 4.32
总市值/流通市值(亿元)	85 / 84
52周内最高/最低价	37.69 / 19.41
资产负债率(%)	50.2%
市盈率	11.08
第一大股东	孙志勇

研究所

分析师:杨维维
SAC 登记编号:S1340522090007
Email:yangweiwei@cnpsec.com
研究助理:熊婉婷
SAC 登记编号:S1340122120008
Email:xiongwanting@cnpsec.com

志邦家居(603801)

衣柜业务增长亮眼，零售渠道稳步发展

● 事件：

公司发布 2023 年三季度报告：

2023 年前三季度公司实现收入 39.29 亿元，同比+11.71%；归母净利润 3.49 亿元，同比+10.92%。其中，2023Q3 公司实现收入 16.28 亿元，同比+9.88%；归母净利润 1.70 亿元，同比+8.17%。**Q3 收入、业绩稳步增长。**

● 衣柜业务增长亮眼，零售渠道稳步发展

分产品看，公司前三季度整体厨柜、定制衣柜、木门墙板、其他产品业务分别实现营业收入 17.52/16.75/2.39/2.62 亿元，同比分别+0.04%/+16.22%/+93.13%/+31.02%，收入占比分别为 45%/43%/6%/7%，毛利率分别为 43.59%/38.77%/17.95%/20.15%，同比分别+2.84pct/+1.75pct/+4.66pct/+5.66pct，整体橱柜业务稳健发展，定制衣柜业务快速增长，木门墙板及其他产品业务收入占比有所提升。

分销售渠道看，前三季度直营、经销、大宗业务、其他渠道分别实现营业收入 3.02/21.73/10.95/3.59 亿元，同比分别+3.44%/+3.49%/+27.95%/+33.15%，收入占比分别为 8%/55%/28%/9%，毛利率分别为 69.85%/37.21%/38.43%/19.22%，同比分别+3.55pct/+1.79pct/+1.21pct/+5.33pct，直营、经销渠道保持稳定增长，大宗业务及其他销售渠道收入占比提升。

● Q3 毛利率同比提升，期间费用率有所增加

2023 年前三季度公司整体毛利率、净利率分别为 38.41%、8.89%，同比分别+1.65pct、-0.06pct，其中 2023Q3 公司毛利率、净利率分别为 40.69%、10.44%，同比分别+3.23pct、-0.17pct，预计受益于原材料价格下滑及产品结构优化影响，毛利率有所提升；净利率同比略有下滑，主要为公司研发费用率提升。

期间费用率方面，2023 年前三季度公司期间费用率为 25.74%，同比-0.16pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.91%、5.32%、5.76%、-0.25%，分别同比-0.71pct、-0.11pct、+0.42pct、+0.25pct。分季度看，2023Q3 公司期间费用率为 25.30%，同比+2.04pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.75%、4.90%、5.76%、-0.11%，分别同比+0.44pct、+0.04pct、+1.02pct、+0.53pct，公司期间费率整体管控良好。

● 投资建议：

公司作为定制家居领域的领先企业，多品类、全渠道协同持续带来公司业绩稳步增长，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 6.23/7.32/8.53 亿元，同比分别+16.13%/+17.42%/+16.54%，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险；渠道拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5389	6210	7232	8351
增长率	4.58%	15.24%	16.45%	15.48%
EBITDA（百万元）	753	840	971	1114
归属母公司净利润（百万元）	537	623	732	853
增长率	6.17%	16.13%	17.42%	16.54%
EPS（元/股）	1.23	1.43	1.68	1.95
市盈率（P/E）	15.82	13.62	11.60	9.95
市净率（P/B）	2.95	2.59	2.11	1.74
EV/EBITDA	10.70	10.01	7.29	6.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	5389	6210	7232	8351	营业收入	4.6%	15.2%	16.5%	15.5%
营业成本	3358	3924	4571	5287	营业利润	4.5%	15.9%	17.5%	16.6%
税金及附加	44	50	61	75	归属于母公司净利润	6.2%	16.1%	17.4%	16.5%
销售费用	832	931	1088	1257	获利能力				
管理费用	268	345	400	458	毛利率	37.7%	36.8%	36.8%	36.7%
研发费用	279	323	376	426	净利率	10.0%	10.0%	10.1%	10.2%
财务费用	-18	9	15	17	ROE	18.6%	19.0%	18.2%	17.5%
资产减值损失	-37	0	0	0	ROIC	15.9%	16.8%	16.5%	16.1%
营业利润	576	668	785	915	偿债能力				
营业外收入	4	5	5	5	资产负债率	50.2%	47.6%	47.8%	44.3%
营业外支出	4	3	3	3	流动比率	1.07	1.17	1.32	1.51
利润总额	577	670	787	917	营运能力				
所得税	40	47	55	64	应收账款周转率	30.43	30.00	30.00	30.00
净利润	537	623	732	853	存货周转率	15.56	14.61	14.99	15.37
归母净利润	537	623	732	853	总资产周转率	0.97	1.03	1.04	1.02
每股收益(元)	1.23	1.43	1.68	1.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.23	1.43	1.68	1.95
货币资金	705	462	1795	2062	每股净资产	6.59	7.52	9.20	11.15
交易性金融资产	280	280	280	280	估值比率				
应收票据及应收账款	225	362	321	467	PE	15.82	13.62	11.60	9.95
预付款项	58	78	91	106	PB	2.95	2.59	2.11	1.74
存货	305	545	420	667	现金流量表				
流动资产合计	2957	3356	4691	5672	净利润	537	623	732	853
固定资产	1491	1528	1550	1558	折旧和摊销	197	179	193	207
在建工程	118	158	198	238	营运资本变动	-35	-552	683	-517
无形资产	255	280	305	330	其他	68	-1	-7	-11
非流动资产合计	2820	2916	2998	3066	经营活动现金流净额	766	249	1601	532
资产总计	5777	6272	7689	8738	资本开支	-379	-273	-273	-273
短期借款	367	367	367	367	其他	-64	16	22	25
应付票据及应付账款	1088	983	1429	1361	投资活动现金流净额	-443	-257	-251	-248
其他流动负债	1320	1514	1753	2018	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2775	2864	3549	3746	债务融资	-129	0	0	0
其他	124	124	124	124	其他	-304	-235	-17	-17
非流动负债合计	124	124	124	124	筹资活动现金流净额	-433	-235	-17	-17
负债合计	2899	2989	3673	3870	现金及现金等价物净增加额	-105	-243	1333	268
股本	312	437	437	437					
资本公积金	766	641	641	641					
未分配利润	1773	2085	2707	3432					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	28	121	231	359					
所有者权益合计	2879	3284	4016	4869					
负债和所有者权益总计	5777	6272	7689	8738					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048