

大宗业务高增长，降本增效促毛利率提升

2023 年 11 月 01 日

➤ **事件：**志邦家居发布 2023 年三季报，2023 年单 Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 16.28/1.70/1.60 亿元，同比增长 9.88%/8.17%/2.29%，23 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 39.29/3.49/3.25 亿元，同比增长 11.71%/10.92%/9.30%。

➤ **衣柜保持较快增速，木门与大宗持续高增长：**1) 分产品看，2023 单 Q3 整体厨柜/定制衣柜/木门墙板/其他实现收入 7.49/6.89/1.09/0.81 亿元，同比变动 +1.87%/+13.50%/+118.61%/-9.27%，厨柜受零售客流减少影响增速较慢，衣柜保持较快增长，木门在快速开店和品类融合的带动下实现高增长。2) 分渠道看，2023 单 Q3 直营/经销/大宗/其他实现收入 1.11/8.64/5.35/1.18 亿元，同比变动 -9.48%/+0.61%/+40.09%/-0.19%，单季度大宗业务快速增长，或与项目结项时间相关，前 Q3 大宗业务营收增速 27.95%，贡献公司主要营收增量。

➤ **降本增效促单 Q3 毛利率增长 3.23pct，净利率持平：**公司 23 年单 Q3 毛利率为 40.69%，同比提升 3.23 pct，主要是原材料价格下降和公司内部降本增效措施成效显现。23 年单 Q3 净利率为 10.44%，同比变动 -0.17pct。1) 分产品看，公司 23Q3 整体厨柜/定制衣柜/木门墙板/其他毛利率为 49.43%/38.38%/18.05%/9.98%，同比变动 +9.28/-0.88/+0.95/-4.48pct。2) 分渠道看，公司 23Q3 直营/经销/大宗/其他毛利率为 71.07%/38.58%/43.81%/13.27%，同比增加 4.61/0.92/8.55/0.34pct。单 Q3 大宗业务毛利率快速增长，我们认为或因 Q3 有高毛利工程业务结项影响，2023 前 Q3 大宗业务毛利率 38.43%，提升 1.21pct，保持平稳向上趋势。3) 费用方面，23 单 Q3 公司期间费用率 25.30% (同比 +2.04pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率 14.75%/4.90%/5.76%/-0.11%，同比增加 0.44/0.04/1.02/0.53pct，研发费用率提升 1pct，我们认为主要系公司加大研发投入，为整装渠道打造更完整产品矩阵，以及针对存量房市场进行产品组合设计等。

➤ **零售重塑整装携手整装，大宗业务稳健发展：**公司布局完整多样化渠道，零售门店较中报末净开店 61 家至 4638 家，其中橱柜 1790 家 (-17)，衣柜 1863 家 (+26)，木门墙板 950 家 (+52)。木门墙板门店保持高速开店趋势，橱柜门店减少或因门店进行融合店升级或部分代理商经营计划调整。

➤ **投资建议：**我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.19/7.20/8.30 亿元，同增 15.3%/16.3%/15.3%，当前股价对应 PE 为 14/12/10X，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	6,101	7,033	8,067
增长率 (%)	4.6	13.2	15.3	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	537	619	720	830
增长率 (%)	6.2	15.3	16.3	15.3
每股收益 (元)	1.23	1.42	1.65	1.90
PE	16	14	12	10
PB	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.45 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) 2023 年半年报点评：零售重塑整装携手整装，大宗业务稳健发展-2023/08/29

2.志邦家居 (603801.SH) 2022 年报及 2023 年一季报点评：降本增效&品类融合，坚定高质量发展方向-2023/05/04

3.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	6,101	7,033	8,067
营业成本	3,358	3,801	4,379	5,013
营业税金及附加	44	49	49	54
销售费用	832	921	1,082	1,242
管理费用	268	296	347	403
研发费用	279	333	380	436
EBIT	556	665	777	898
财务费用	-18	-13	-11	-10
资产减值损失	-37	-4	-5	-5
投资收益	16	0	0	0
营业利润	576	673	783	902
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	577	673	783	902
所得税	40	54	63	72
净利润	537	619	720	830
归属于母公司净利润	537	619	720	830
EBITDA	753	906	1,015	1,168

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	705	774	1,642	2,242
应收账款及票据	225	215	290	332
预付款项	58	114	109	125
存货	305	412	475	544
其他流动资产	1,665	1,897	1,599	1,753
流动资产合计	2,957	3,411	4,115	4,997
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	2,823	2,886	2,914
资产合计	5,777	6,234	7,001	7,911
短期借款	367	367	367	367
应付账款及票据	1,088	1,041	1,140	1,305
其他流动负债	1,320	1,320	1,508	1,717
流动负债合计	2,775	2,728	3,014	3,388
长期借款	0	107	107	107
其他长期负债	124	118	130	130
非流动负债合计	124	225	237	237
负债合计	2,899	2,953	3,252	3,625
股本	312	437	437	437
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,879	3,281	3,749	4,286
负债和股东权益合计	5,777	6,234	7,001	7,911

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	13.22	15.28	14.70
EBIT 增长率	2.61	19.58	16.90	15.53
净利润增长率	6.17	15.34	16.35	15.21
盈利能力 (%)				
毛利率	37.69	37.70	37.74	37.86
净利率	9.96	10.15	10.24	10.29
总资产收益率 ROA	9.29	9.93	10.29	10.49
净资产收益率 ROE	18.65	18.87	19.21	19.36
偿债能力				
流动比率	1.07	1.25	1.37	1.47
速动比率	0.48	0.63	0.89	0.99
现金比率	0.25	0.28	0.54	0.66
资产负债率 (%)	50.17	47.37	46.45	45.82
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	1.02	1.06	1.08
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.42	1.65	1.90
每股净资产	6.59	7.52	8.59	9.82
每股经营现金流	1.75	1.99	2.31	2.77
每股股利	0.70	0.58	0.67	0.77
估值分析				
PE	16	14	12	10
PB	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.89	9.04	8.07	7.02
股息收益率 (%)	3.60	2.96	3.45	3.97

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	537	619	720	830
折旧和摊销	197	242	238	270
营运资金变动	-35	-5	6	66
经营活动现金流	766	870	1,007	1,211
资本开支	-379	-256	-302	-298
投资	-102	-359	0	0
投资活动现金流	-443	-669	128	-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	-132	-266	-312
现金净流量	-105	69	868	600

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