

志邦家居 (603801.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

4Q 盈利较为优异，衣柜势能有望延续

业绩简评

2023年3月12日公司披露2022年度业绩快报公告，公司2022年实现营收53.9亿元，同比增长4.6%，实现归母净利润5.4亿元，同比增长6.1%。其中22年Q4实现营收18.7亿元，同比增长2.3%，归母净利/扣非归母净利分别同比+7.7%/+17.6%至2.2/2.0亿元。

经营分析

22Q4 营收显现韧性，预计衣柜增长依然优异：在疫情影响终端客流以及工厂生产出货的情况下，公司22Q4营收依然实现2.3%增长，显现经营韧性。分产品来看，22年前三季度公司衣柜品类收入同比增长21.5%，预计Q4衣柜品类在多品类连带销售叠加拎包、整装等渠道进一步开拓的支撑下，仍实现双位数增长，表现依然优异，而橱柜品类前三季度收入同比下滑6.3%，预计Q4仍相对承压。此外，木门品类预计延续稳步扩张趋势。

利润表现优异，预计Q4衣柜毛利率进一步提升：公司22Q4利润表现较为优异，净利率同比/环比分别提升0.6pct/1.2pct至11.8%。预计主要由于22年衣柜品类随着原材料成本压力缓解叠加规模效应逐步显现，其毛利率进一步提升，公司22年前三季度衣柜品类毛利率同比+1.7pct至37.0%。

优异的应变及执行力或助推公司23年超预期表现：22年疫情影响下，公司积极调整优化产品结构，深耕传统零售渠道的同时，加强整装渠道开拓，支撑公司稳健增长，优异的应变能力及各环节的执行力再次得以验证。23年在整体外部经营环境转好的情况下，公司优异的应变及执行能力有望助推公司在抓住成熟市场恢复机会的同时，进一步把握此前弱势区域市场开拓机会，23年重拾优异增长可期。

盈利预测、估值与评级

我们维持此前盈利预测，预计公司2023/2024年EPS分别为2.06/2.44元，当前股价对应PE为16/13倍，维持“买入”评级。

风险提示

国内疫情反复；竣工速度不及预期；整装渠道拓展不畅。

轻工组

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.40 元

相关报告：

- 《3Q 业绩韧性凸显，盈利改善趋势有望延续-志邦家居三季报点评》，2022.10.31
- 《2Q 零售增长具韧性，整装发展值得期待-志邦家居中报点评》，2022.8.29
- 《1Q 业绩短期承压，零售业务持续增长可期-志邦家居年报&一季报...》，2022.4.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,389	6,409	7,523
营业收入增长率	29.65%	34.17%	4.58%	18.94%	17.38%
归母净利润(百万元)	395	506	536	641	761
归母净利润增长率	20.04%	27.84%	6.09%	19.48%	18.79%
摊薄每股收益(元)	1.771	1.619	1.720	2.055	2.441
每股经营性现金流净额	2.76	1.38	3.56	2.84	3.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.75%	19.51%	17.99%	19.04%	19.92%
P/E	19.49	18.79	18.84	15.77	13.27
P/B	3.46	3.67	3.39	3.00	2.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,962	3,840	5,153	5,389	6,409	7,523
增长率		29.7%	34.2%	4.6%	18.9%	17.4%
主营业务成本	-1,821	-2,378	-3,285	-3,396	-4,036	-4,749
%销售收入	61.5%	61.9%	63.8%	63.0%	63.0%	63.1%
毛利	1,141	1,462	1,867	1,993	2,374	2,775
%销售收入	38.5%	38.1%	36.2%	37.0%	37.0%	36.9%
营业税金及附加	-29	-33	-40	-48	-58	-68
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-463	-574	-756	-819	-961	-1,128
%销售收入	15.6%	14.9%	14.7%	15.2%	15.0%	15.0%
管理费用	-168	-206	-232	-264	-308	-361
%销售收入	5.7%	5.4%	4.5%	4.9%	4.8%	4.8%
研发费用	-134	-226	-282	-287	-341	-400
%销售收入	4.5%	5.9%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	347	424	559	574	706	817
%销售收入	11.7%	11.1%	10.8%	10.7%	11.0%	10.9%
财务费用	8	-3	7	-19	-22	6
%销售收入	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	7	0	0
公允价值变动收益	2	1	5	0	0	0
投资收益	13	15	-1	12	10	8
%税前利润	3.5%	3.5%	n.a	2.0%	1.4%	0.9%
营业利润	385	436	552	612	731	868
营业利润率	13.0%	11.4%	10.7%	11.4%	11.4%	11.5%
营业外收支	-4	-7	-2	-3	-3	-3
税前利润	381	429	550	609	728	865
利润率	12.8%	11.2%	10.7%	11.3%	11.4%	11.5%
所得税	-51	-34	-44	-73	-87	-104
所得税率	13.4%	7.9%	8.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	329	395	506	536	641	761
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	329	395	506	536	641	761
净利率	11.1%	10.3%	9.8%	10.0%	10.0%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	329	395	506	536	641	761
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	90	112	145	159	175	190
非经营收益	-6	-18	9	6	25	15
营运资金变动	-92	128	-229	409	43	67
经营活动现金净流	321	617	431	1,110	884	1,033
资本开支	-333	-391	-515	-587	-288	-308
投资	67	-51	-45	-250	20	20
其他	18	-42	44	12	10	8
投资活动现金净流	-248	-484	-516	-825	-258	-280
股权募资	0	0	0	68	0	0
债权募资	11	95	389	83	-176	-247
其他	-261	-116	-211	-251	-290	-324
筹资活动现金净流	-250	-20	178	-100	-465	-571
现金净流量	-177	112	92	185	161	182

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	527	825	668	851	1,011	1,192
应收款项	496	420	417	366	433	509
存货	215	329	388	368	431	507
其他流动资产	560	916	1,314	1,241	1,322	1,460
流动资产	1,798	2,490	2,787	2,826	3,198	3,668
%总资产	58.1%	60.3%	52.6%	48.9%	51.0%	53.5%
长期投资	36	69	78	78	78	78
固定资产	966	1,227	1,548	1,607	1,653	1,686
%总资产	31.2%	29.7%	29.2%	27.8%	26.4%	24.6%
无形资产	168	173	269	316	340	374
非流动资产	1,298	1,639	2,511	2,956	3,068	3,183
%总资产	41.9%	39.7%	47.4%	51.1%	49.0%	46.5%
资产总计	3,095	4,128	5,298	5,782	6,266	6,851
短期借款	11	108	305	489	314	67
应付款项	612	994	1,259	1,438	1,625	1,884
其他流动负债	493	712	862	698	787	904
流动负债	1,116	1,814	2,426	2,625	2,725	2,855
长期贷款	0	0	200	100	100	100
其他长期负债	50	86	81	76	76	75
负债	1,166	1,900	2,707	2,801	2,901	3,030
普通股股东权益	1,929	2,228	2,591	2,981	3,365	3,822
其中：股本	223	223	312	312	312	312
未分配利润	855	1,102	1,422	1,744	2,128	2,585
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,095	4,128	5,298	5,782	6,266	6,851

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.475	1.771	1.619	1.720	2.055	2.441
每股净资产	8.638	9.976	8.296	9.559	10.791	12.256
每股经营现金净流	1.436	2.761	1.379	3.560	2.836	3.312
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.688	0.822	0.976
回报率						
净资产收益率	17.08%	17.75%	19.51%	17.99%	19.04%	19.92%
总资产收益率	10.64%	9.58%	9.54%	9.28%	10.23%	11.11%
投入资本收益率	15.29%	16.44%	16.48%	14.07%	16.35%	17.93%
增长率						
主营业务收入增长率	21.75%	29.65%	34.17%	4.58%	18.94%	17.38%
EBIT 增长率	21.72%	22.17%	31.70%	2.73%	22.95%	15.74%
净利润增长率	20.72%	20.04%	27.84%	6.09%	19.48%	18.79%
总资产增长率	11.16%	33.37%	28.34%	9.13%	8.37%	9.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.4	21.6	9.3	12.4	12.3	12.3
存货周转天数	37.1	41.7	39.8	39.5	39.0	39.0
应付账款周转天数	54.1	55.2	49.4	54.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	86.9	113.2	103.7	101.3	84.9	71.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.42%	-46.73%	-14.10%	-23.97%	-30.60%	-37.61%
EBIT 利息保障倍数	-41.5	139.3	-78.9	30.5	32.2	-140.5
资产负债率	37.68%	46.03%	51.10%	48.45%	46.30%	44.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-24	买入	60.31	N/A
2	2021-04-19	买入	54.02	N/A
3	2021-08-31	买入	23.57	N/A
4	2021-10-26	买入	22.26	N/A
5	2022-04-27	买入	22.11	N/A
6	2022-08-29	买入	20.71	N/A
7	2022-10-31	买入	20.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402