

整家助力零售回暖，品类拓展持续兑现

2024 年 03 月 12 日

➤ **事件：**志邦家居发布 2023 年业绩快报，公司 2023 年全年实现营收 61.2 亿元，同增 13.5%，实现归母净利润 6.0 亿元，同增 10.8%，实现扣非归母净利润 5.5 亿元，同增 10.1%。23Q4 实现营收 21.9 亿元，同增 16.9%，实现归母净利润 2.5 亿元，同增 10.6%，实现扣非归母净利润 2.2 亿元，同增 11.2%。

➤ **衣柜、木门维持高增，厨柜增长稳健：**分产品看，1) **厨柜：**23Q1-Q3 厨柜业务营收同增 0.04%，23Q4 整装业务持续推动下我们预计厨柜维持稳健；2) **衣柜：**23Q1-Q3 衣柜业务营收同增 16.22%，23Q4 公司持续发力品类开拓、整家连带、大宗拓展，我们预计衣柜增长或将提速；3) **木门墙板：**23Q1-Q3 木门墙板业务营收同增 93.13%，我们预计 23Q4 或将延续高增。作为公司重要的第三增长曲线，木门品类与厨柜、衣柜的协同效应逐渐显现，门店持续扩张，重点发力融合店，木门品类 2023Q1-Q3 净开 202 家门店至 950 家，我们预计木门作为重点品类，24 年或将持续快速拓店。

➤ **整家驱动零售回暖，大宗稳健成长：**分渠道看，1) **零售：**持续推进整家模式战略部署，通过品类开拓、门墙发力、整装布局、拎包入住等方式挖掘存量市场空间，同时以新零售尝试、整家联单提单值等创新方式积极探索新的营销增长点，在整家战略驱动下，我们预计 23Q4 零售渠道增长或将提速。2) **大宗：**通过加强落实系统性风险管控体系，有效调整客户结构，积极培育创新业务等举措，大宗业务保持稳健有序的发展，我们预计高基数下 23Q4 大宗业务增速略微承压。3) **海外：**23 年 11 月，公司在泰国召开 2024 年全球新品发布会暨全球战略发布会，通过国际零售市场和海外工程项目业务驱动志邦全球化发展，未来将投入更多资源，针对一些国家和地区进行系统布局，继续全球范围的业务拓展，我们预计公司海外业务或将快速增长。

➤ **盈利能力基本稳健：**2023A/23Q4 公司实现归母净利率 9.73%/11.24%，同比下降 0.24/0.64pct，主要系 1) 23Q1-Q3 公司计提资产及信用减值损失合计 1.29 亿元（2022 年全年计提 0.84 亿元）；2) 木门墙板业务尚处于拓展阶段，毛利率相对较低；3) 公司加大研发投入，开发整装、存量房等渠道产品，23Q1-Q3 研发费用率同比提升 0.4pct。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.95/6.90/7.94 亿元，同增 10.9%/15.8%/15.2%，当前股价对应 PE 分别为 11/9/8X，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	6,116	6,994	7,962
增长率 (%)	4.6	13.5	14.4	13.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	537	595	690	794
增长率 (%)	6.2	10.9	15.8	15.2
每股收益 (元)	1.23	1.36	1.58	1.82
PE	12	11	9	8
PB	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.51 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

1.志邦家居 (603801.SH) 2023 年三季报点评：大宗业务高增长，降本增效促毛利率提升-2023/11/01

2.志邦家居 (603801.SH) 2023 年半年报点评：零售重塑整家携手整装，大宗业务稳健发展-2023/08/29

3.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

4.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	6,116	6,994	7,962
营业成本	3,358	3,769	4,325	4,923
营业税金及附加	44	49	56	64
销售费用	832	911	1,049	1,194
管理费用	268	318	364	406
研发费用	279	334	382	430
EBIT	556	689	789	912
财务费用	-18	-13	-10	-8
资产减值损失	-37	-74	-71	-81
投资收益	16	18	21	24
营业利润	576	645	748	861
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	577	647	750	864
所得税	40	52	60	69
净利润	537	595	690	794
归属于母公司净利润	537	595	690	794
EBITDA	753	931	1,028	1,182

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	705	661	1,491	2,052
应收账款及票据	225	181	249	284
预付款项	58	75	86	98
存货	305	339	403	459
其他流动资产	1,665	2,333	2,062	2,271
流动资产合计	2,957	3,588	4,292	5,163
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	2,807	2,870	2,899
资产合计	5,777	6,396	7,163	8,062
短期借款	367	367	367	367
应付账款及票据	1,088	1,033	1,126	1,281
其他流动负债	1,320	1,520	1,734	1,965
流动负债合计	2,775	2,919	3,227	3,613
长期借款	0	107	107	107
其他长期负债	124	115	127	126
非流动负债合计	124	222	234	233
负债合计	2,899	3,141	3,461	3,846
股本	312	437	437	437
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,879	3,255	3,702	4,216
负债和股东权益合计	5,777	6,396	7,163	8,062

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	13.50	14.35	13.84
EBIT 增长率	2.61	24.04	14.48	15.49
净利润增长率	6.17	10.90	15.85	15.18
盈利能力 (%)				
毛利率	37.69	38.39	38.17	38.17
净利润率	9.96	9.73	9.86	9.98
总资产收益率 ROA	9.29	9.31	9.63	9.85
净资产收益率 ROE	18.65	18.29	18.63	18.84
偿债能力				
流动比率	1.07	1.23	1.33	1.43
速动比率	0.48	0.53	0.77	0.86
现金比率	0.25	0.23	0.46	0.57
资产负债率 (%)	50.17	49.11	48.31	47.71
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	1.00	1.03	1.05
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.36	1.58	1.82
每股净资产	6.59	7.46	8.48	9.66
每股经营现金流	1.75	1.72	2.09	2.60
每股股利	0.70	0.55	0.64	0.74
估值分析				
PE	12	11	9	8
PB	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.02	6.49	5.88	5.11
股息收益率 (%)	4.82	3.82	4.43	5.10

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	537	595	690	794
折旧和摊销	197	242	238	270
营运资金变动	-35	-183	-141	-71
经营活动现金流	766	751	912	1,134
资本开支	-379	-255	-301	-298
投资	-102	-359	0	0
投资活动现金流	-443	-655	173	-274
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-129	100	7	-1
筹资活动现金流	-433	-140	-254	-300
现金净流量	-105	-44	831	560

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