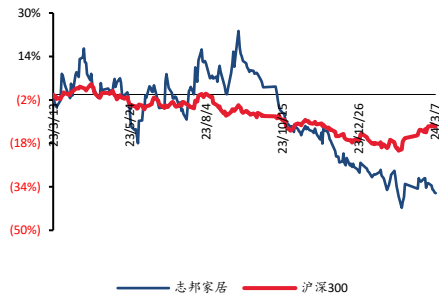


轻工制造 家居

## 2023 业绩快报点评：聚焦整家多渠道发力，业绩双位数增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股)    | 436.55      |
| 总市值/流通(百万元) | 6,256.00    |
| 12个月内最高/最低价 | 38.18/12.59 |

### 相关研究报告

<<志邦 23Q1 点评：Q1 收入利润超预期，整装和衣柜持续增长>>—2023-04-28

<<志邦年报点评：衣柜放量增效，驱动收入、利润逆势双增>>—2023-04-28

<<志邦家居：Q3 大宗业务拖累毛利率，衣柜业务维持较快增长>>—2021-10-26

证券分析师：刘洁冰

电话：19521279561

E-MAIL: liujb@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190523090001

公司发布 2023 年度业绩快报，收入利润均双位数增长。全年调整后\*实现营业总收入 61.16 亿元/+13.50%，归母净利润 5.95 亿元/+10.78%，扣非归母净利润 5.48 亿元/+10.06%，基本每股收益 1.36 元/+8.59%。其中，单 Q4 实现营收 21.88 亿元/+16.87%，调整前\*归母净利润 2.46 亿元/+10.86%，扣非归母净利润 2.24 亿元/+11.50%。

\*公司自 2023 年 1 月 1 日起执行财政部于 2022 年 11 月 30 日公布的《企业会计准则解释第 16 号》(财会〔2022〕31 号)“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”规定，不影响主营业务，只轻微影响净利率。

**全渠道发力驱动收入双位数增长：**1) 经销：公司一方面深挖存量市场，以“装修一个家”为核心，通过品类开拓、门墙发力、拎包入住等方式不断完善整家业务布局，驱动零售业务保持增长，另一方面，通过新零售、整家联单提单值等新模式，探索新的增长点，我们估计 2023 全年，公司经销渠道整体实现高个位数增长。2) 大宗：在保交楼的政策下，着力加强自身系统性风险管控兼调整客户结构，积极培育创新业务，保障占公司收入约 3 成的大宗业务也持续稳健增长。3) 直营：随着南下战略的展开，广州市场开始释放增量，我们估计全年直营渠道双位数增长，贡献收入的近一成，未来随着对南方市场的逐步渗透有望保持较快成长。4) 海外：公司在 2023 年通过加盟店的方式打入东南亚，目前收入占较低不足 5%，展望 2024 年，东南亚会继续作为海外主力市场不断发力、扩大布局，另外对于美国和澳洲两大新市场，公司也将从 B 端切入，双管齐下释放海外潜力，打开新的增长空间。

**降本增效扩增盈利：**公司去年取得归母净利润同比双位数增长，主系提升自身运营管理能力，加大研发投入，重视设计和销售创新的同时提高研产供销及数字化建设等资源的匹配效率，从而达到降本增效的目的。

**投资建议：**公司去年在外部复杂多变环境下，仍全渠道发力，找准整家业务核心，取得了收入业绩双增，展望未来，公司将立足整装推进南下，持续挖掘新模式、新市场的成长机遇，扩大供应链及渠道优势降本增效。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 61/71/81 元，归母净利润 5.95/6.98/8.08 亿元，对应 EPS (摊薄) 1.36/1.60/1.85 元，当前股价对应 PE 为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**上游需求下行；行业竞争大幅加剧；国内外门店拓展进度不达预期；平台费用大幅提升；原材料成本大幅上涨。

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 5,389 | 6,116  | 7,063  | 8,137  |
| 营业收入增长率(%) | 4.58% | 13.50% | 15.47% | 15.21% |
| 归母净利润（百万元） | 537   | 595    | 698    | 808    |
| 净利润增长率(%)  | 6.17% | 10.91% | 17.29% | 15.72% |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.76  | 1.36   | 1.60   | 1.85   |
| 市盈率（PE）    | 15.31 | 10.64  | 9.07   | 7.84   |

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

|          | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 668   | 705   | 1,627 | 2,561 | 3,439 |
| 应收和预付款项  | 305   | 282   | 274   | 303   | 332   |
| 存货       | 388   | 305   | 531   | 577   | 633   |
| 其他流动资产   | 1,427 | 1,665 | 1,841 | 1,986 | 2,032 |
| 流动资产合计   | 2,787 | 2,957 | 4,273 | 5,428 | 6,436 |
| 长期股权投资   | 36    | 134   | 134   | 134   | 134   |
| 投资性房地产   | 0     | 4     | -1    | -1    | -1    |
| 固定资产     | 1,465 | 1,491 | 1,388 | 1,284 | 1,181 |
| 在建工程     | 84    | 118   | 118   | 118   | 118   |
| 无形资产开发支出 | 232   | 255   | 255   | 255   | 255   |
| 长期待摊费用   | 37    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 其他非流动资产  | 3,444 | 3,734 | 4,936 | 6,092 | 7,099 |
| 资产总计     | 5,298 | 5,777 | 6,872 | 7,923 | 8,827 |
| 短期借款     | 295   | 367   | 367   | 367   | 367   |
| 应付和预收款项  | 801   | 1,088 | 1,282 | 1,439 | 1,479 |
| 长期借款     | 200   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他负债     | 1,411 | 1,444 | 1,726 | 1,922 | 1,978 |
| 负债合计     | 2,707 | 2,899 | 3,375 | 3,728 | 3,824 |
| 股本       | 312   | 312   | 437   | 437   | 437   |
| 资本公积     | 806   | 766   | 661   | 661   | 661   |
| 留存收益     | 1,541 | 1,894 | 2,493 | 3,191 | 3,999 |
| 归母公司股东权益 | 2,591 | 2,879 | 3,497 | 4,195 | 5,003 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计   | 2,591 | 2,879 | 3,497 | 4,195 | 5,003 |
| 负债和股东权益  | 5,298 | 5,777 | 6,872 | 7,923 | 8,827 |

**现金流量表 (百万)**

|        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 496   | 766   | 994   | 971   | 913   |
| 投资性现金流 | -516  | -443  | -50   | 1     | 2     |
| 融资性现金流 | 179   | -433  | -26   | -37   | -37   |
| 现金增加额  | 157   | -105  | 922   | 935   | 878   |

**利润表 (百万)**

|         | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 5,153 | 5,389 | 6,116 | 7,063 | 8,137 |
| 营业成本    | 3,285 | 3,358 | 3,822 | 4,378 | 4,999 |
| 营业税金及附加 | 40    | 44    | 49    | 57    | 66    |
| 销售费用    | 756   | 832   | 963   | 1,145 | 1,385 |
| 管理费用    | 232   | 268   | 319   | 405   | 476   |
| 财务费用    | -7    | -18   | 25    | 8     | -8    |
| 资产减值损失  | -43   | -37   | -5    | 0     | 0     |
| 投资收益    | -1    | 16    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动  | 5     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 552   | 576   | 620   | 730   | 844   |
| 其他非经营损益 | -2    | 1     | 3     | 1     | 2     |
| 利润总额    | 550   | 577   | 623   | 731   | 846   |
| 所得税     | 44    | 40    | 28    | 33    | 38    |
| 净利润     | 506   | 537   | 595   | 698   | 808   |
| 少数股东损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归母股东净利润 | 506   | 537   | 595   | 698   | 808   |

**预测指标**

|               | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率           | 36.24% | 37.69% | 37.52% | 38.02% | 38.57% |
| 销售净利率         | 9.81%  | 9.96%  | 9.73%  | 9.89%  | 9.93%  |
| 销售收入增长率       | 34.17% | 4.58%  | 13.50% | 15.47% | 15.21% |
| EBIT 增长率      | 27.31% | 2.61%  | 16.57% | 14.15% | 13.33% |
| 净利润增长率        | 27.84% | 6.17%  | 10.91% | 17.29% | 15.72% |
| ROE           | 19.51% | 18.65% | 17.02% | 16.64% | 16.15% |
| ROA           | 9.54%  | 9.29%  | 8.66%  | 8.81%  | 9.15%  |
| ROIC          | 16.06% | 15.87% | 15.97% | 15.45% | 14.88% |
| EPS (X)       | 1.62   | 1.76   | 1.36   | 1.60   | 1.85   |
| PE (X)        | 18.78  | 15.31  | 10.64  | 9.07   | 7.84   |
| PB (X)        | 3.67   | 2.91   | 1.81   | 1.51   | 1.27   |
| PS (X)        | 1.84   | 1.56   | 1.04   | 0.90   | 0.78   |
| EV/EBITDA (X) | 13.41  | 10.70  | 6.77   | 4.92   | 3.48   |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 公司地址

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。