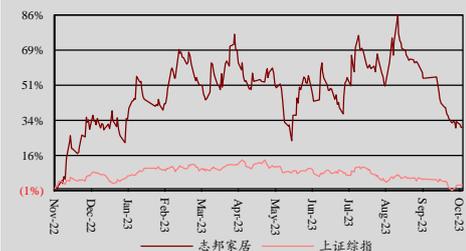


603801.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 19.44

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(25.8)	(15.9)	(23.1)	(9.0)
相对上证综指	(22.8)	(13.1)	(14.9)	(10.8)

发行股数 (百万)	436.55
流通股 (百万)	432.18
总市值 (人民币 百万)	8,486.49
3个月日均交易额 (人民币 百万)	108.61
主要股东	
孙志勇	20.86

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年11月1日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家居用品

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 赵泰

tai.zhao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123070003

志邦家居

大家居战略稳步推进, Q3 毛利率显著提升

公司于10月30日发布2023年三季报, 前三季度公司实现营收39.29亿元, 同增11.71%, 归母净利润3.49亿元, 同增10.92%。看好公司整家战略下零售业务的稳健增长及整装业务的成长空间, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 衣柜、木门渠道拓展顺利, 维持较好增长。** Q3单季度公司实现营业收入16.28亿元, 同比增长9.88%, 归母净利润1.70亿元, 同比增长8.17%。公司持续推进产品升级和套系化销售, 品类协同效果显现, 前三季度橱柜/衣柜/木门营收分别为17.52/16.75/2.39亿元, 同比增加0.04%/16.22%/93.13%, 各品类对应经销门店数较年初分别同增68/137/202家至1790/1863/950家, 衣柜、木门在门店扩张下保持营收高增长。分渠道看, 公司前三季度直营/经销收入分别同增3.44%/3.49%至3.02/21.73亿元, 全区域门店布局叠加优质选址推动零售收入稳健增长。大宗业务增速亮眼, 前三季度营收同比增加27.95%至10.95亿元。此外公司积极布局整装渠道, 多维度赋能装企, 整装渠道有望持续贡献增量。
- 毛利率显著提升, 增长质量良好。** 衣柜、木门规模效应持续释放叠加降本增效成果显现, 前三季度公司毛利率同比提升1.64pct至38.41%, 其中Q3单季度毛利率同比提升3.23pct至40.69%。前三季度公司销售/管理费用率同比优化0.72pct/0.12pct至14.91%/5.32%。Q1-Q3净利率同比小幅降低0.06pct至8.89%, 主要系期间计提信用减值损失0.63亿元、资产减值损失0.66亿元, 计提完毕后公司有望轻装上阵, 实现优质增长。前三季度公司存货周转天数同比减少7天至39天, 应收账款及应收票据周转天数同比减少3天至15天。前三季度公司经营性现金流6.39亿元, 同比增加6.74%, 现金流充裕。
- 整家战略稳步推进, 整装渠道加速开拓。** 公司品类渠道双轮驱动推进整家战略, 完善多品类协同和多渠道发力, 衣柜、木门业务维持较好增长, 且未来仍有拓店空间。同时, 公司积极布局整装产线, 通过标准化管理、多渠道引流、分类管理客户等方式赋能装企并吸引更多装企合作, 有望加速抢占存量市场流量入口。此外, 公司推出智能化4.0工厂, 柔性化、数字化生产提高交付效率, 供应链降本增效有望推动盈利能力提升。

估值

- 当前股本下, 考虑到家居消费仍待恢复, 我们调整2023-2025年EPS为1.41/1.65/1.89元, 对应PE分别为14/12/10倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格上涨风险, 整装业务拓展不及预期, 地产销售不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	5,153	5,389	6,153	7,114	8,164
增长率(%)	34.2	4.6	14.2	15.6	14.8
EBITDA(人民币 百万)	659	722	702	812	939
归母净利润(人民币 百万)	506	537	615	720	827
增长率(%)	27.8	6.2	14.5	17.1	14.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.16	1.23	1.41	1.65	1.89
原先预测摊薄每股收益(人民币)	1.16	1.23	1.45	1.69	1.93
调整幅度(%)			(2.8)	(2.4)	(2.1)
市盈率(倍)	16.8	15.8	13.8	11.8	10.3
市净率(倍)	3.3	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(倍)	14.2	11.3	11.0	9.2	7.6
每股股息(人民币)	0.6	0.7	0.4	0.5	0.6
股息率(%)	2.0	2.6	2.2	2.5	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,153	5,389	6,153	7,114	8,164
营业收入	5,153	5,389	6,153	7,114	8,164
营业成本	3,285	3,358	3,870	4,476	5,147
营业税金及附加	40	44	50	58	66
销售费用	756	832	928	1,066	1,215
管理费用	232	268	304	341	391
研发费用	282	279	318	368	423
财务费用	(7)	(18)	(18)	(18)	(18)
其他收益	37	28	28	25	25
资产减值损失	(43)	(37)	(20)	(20)	(20)
信用减值损失	(12)	(47)	(47)	(47)	(47)
资产处置收益	0	(16)	(16)	(16)	(16)
公允价值变动收益	5	5	5	5	5
投资收益	(1)	16	16	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	1
营业利润	552	576	668	782	898
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	550	577	668	782	898
所得税	44	40	53	63	72
净利润	506	537	615	720	827
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	506	537	615	720	827
EBITDA	540	576	674	812	939
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.16	1.23	1.41	1.65	1.89

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,787	2,957	3,448	4,081	4,682
货币资金	668	705	995	1,142	1,448
应收账款	147	207	229	285	317
应收票据	109	18	20	24	27
存货	388	305	361	380	431
预付账款	49	58	60	75	82
合同资产	935	1,004	1,047	1,176	1,298
其他流动资产	492	662	736	999	1,078
非流动资产	2,511	2,820	2,885	2,947	3,010
长期投资	74	134	134	134	134
固定资产	1,465	1,491	1,521	1,552	1,583
无形资产	232	255	278	300	322
长期待摊费用	37	41	47	54	62
资产合计	5,298	5,777	6,333	7,028	7,692
流动负债	2,426	2,775	2,685	2,880	2,969
短期借款	295	367	200	100	50
应付账款	485	580	590	813	880
其他流动负债	1,646	1,828	1,895	1,968	2,039
非流动负债	281	124	124	124	124
长期借款	200	0	0	0	0
其他长期负债	81	124	124	124	124
负债合计	2,707	2,899	2,810	3,005	3,093
股本	312	312	437	437	437
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,591	2,879	3,523	4,024	4,599
负债和股东权益合计	5,298	5,777	6,333	7,028	7,692

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	506	537	615	720	827
折旧摊销	155	197	99	110	121
营运资金变动	(243)	(37)	(61)	137	(34)
其他	78	70	(23)	(16)	(16)
经营活动现金流	496	766	630	950	897
资本支出	(417)	(84)	(55)	(55)	(55)
投资变动	1	(82)	16	10	10
其他	(100)	(278)	(484)	(574)	(689)
投资活动现金流	(516)	(443)	(523)	(619)	(734)
银行借款	11	14	18	23	30
债券融资	387	(129)	(167)	(100)	(50)
其他	(219)	(319)	333	(107)	163
筹资活动现金流	179	(433)	183	(184)	143
净现金流	159	(111)	291	147	306

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	34.2	4.6	14.2	15.6	14.8
营业利润增长率(%)	26.5	4.5	15.8	17.1	14.9
归属于母公司净利润增长率(%)	27.8	6.2	14.5	17.1	14.9
息税前利润增长率(%)	28.6	4.2	17.4	20.0	15.7
息税折旧前利润增长率(%)	30.8	9.6	(2.8)	15.7	15.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	27.8	6.2	14.5	17.1	14.9
获利能力					
息税前利润率(%)	9.8	9.7	10.0	10.4	10.5
营业利润率(%)	10.7	10.7	10.9	11.0	11.0
毛利率(%)	36.2	37.7	37.1	37.1	37.0
归母净利润率(%)	9.8	10.0	10.0	10.1	10.1
ROE(%)	19.5	18.6	17.4	17.9	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	50.2	44.4	42.7	40.2
净负债权益比(%)	(0.1)	(11.7)	(22.6)	(25.9)	(30.4)
流动比率(%)	114.9	106.6	128.4	141.7	157.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	39.1	30.4	28.2	27.7	27.1
应付账款周转率	11.6	10.1	10.5	10.1	9.6
费用率					
销售费用率(%)	14.7	15.4	15.1	15.0	14.9
管理费用率(%)	4.5	5.0	4.9	4.8	4.8
研发费用率(%)	5.5	5.2	5.2	5.2	5.2
财务费用率(%)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.2	1.4	1.6	1.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	1.8	1.4	2.2	2.1
每股净资产(最新摊薄)	5.9	6.6	8.1	9.2	10.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.8	15.8	13.8	11.8	10.3
P/B(最新摊薄)	3.3	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.2	11.3	11.0	9.2	7.6
价格/现金流(倍)	17.1	11.1	13.5	8.9	9.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371