

评级：买入（维持）

市场价格：9.83

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

分析师：吴思涵

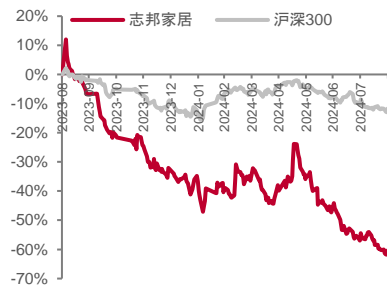
执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	436.55
流通股本(百万股)	434.35
市价(元)	9.83
市值(百万元)	4291.27
流通市值(百万元)	4269.66

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,389	6,116	6,160	6,480	6,799
增长率 yoy%	4.6%	13.5%	0.7%	5.2%	4.9%
净利润(百万元)	537	595	563	638	719
增长率 yoy%	6.2%	10.9%	-5.4%	13.2%	12.8%
每股收益(元)	1.23	1.36	1.29	1.46	1.65
每股现金流量	1.75	1.73	3.15	1.83	2.23
净资产收益率	19%	18%	15%	15%	14%
P/E	8	7	8	7	6
P/B	1	1	1	1	1

备注：股价信息取自 2024 年 08 月 30 日收盘价

投资要点

- **事件：Q2 行业竞争叠加高基数利润端有所承压。**公司 24H1 实现营业收入 22.12 亿元，同比-3.85%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比-17.05%；扣非后归母净利润 1.26 亿元，同比-23.74%。分季度看，Q1/Q2 分别实现营业收入 8.2/13.92 亿元，同比分别+1.77%/-6.88%；实现归母净利润 0.47/1.02 亿元，同比-8.38%/-20.54%；扣非后归母净利润 0.39/0.87 亿元，同比-10.04%/-28.63%。
- **行业压力下经销渠道仍保持稳健增长，门墙门店及业绩实现突破。**1) 分渠道看，零售渠道有所承压。经销、直营、大宗、海外分别实现营业收入 11.66、1.75、6.06、0.86 亿元，同比分别-10.90%、-8.18%、+8.22%、+42.69%。2) 分品类看，橱柜、衣柜、木门分别实现营业收入 9.66、9.28、1.39 亿元，同比分别-3.73%、-5.86%、+6.88%。截至 24H1 末，公司各品类门店共 4931 家，其中志邦厨柜、志邦衣柜、志邦木门分别为 1798、1993、1120 家，较上年分别+83、+143、+137 家，衣柜及木门门店快速增长。
- **期间费用率增长导致盈利能力回落。**公司 24H1 毛利率同比-0.11pp 至 36.69%；销售净利率同比-1.07pp 至 6.72%。期间费用率同比+3.38pp 至 29.44%；其中，销售费用率+1.83pp 至 16.86%；管理费用率同比+1.2pp 至 6.82%；研发费用率同比+0.11pp 至 5.86%；财务费用率同比+0.25pp 至-0.1%。Q2 单季来看，毛利率同比-0.38pp 至 36.37%；销售净利率同比-1.26pp 至 7.29%。期间费用率同比+3.55pp 至 21.4%；其中，销售费用率+2.05pp 至 15.72%；管理费用率同比+0.86pp 至 5.54%；研发费用率同比-0.16pp 至 5.25%；财务费用率同比+0.64pp 至 0.14%。24H1 公司毛利率保持相对稳定，盈利能力回落主要受期间费用增加影响。其中，销售费用率上升主要受公司广告装饰费及市场服务费同比增长所致；管理费用率上升主要受股权激励产生的股份支付费用增加所致。
- **现金流短期承压。**现金流方面，公司 24H1 实现经营现金流-2.57 亿元。营运效率方面，净营业周期 123.61 天，同比上升 21.6 天；其中，存货周转天数 175.87 天，同比上升 22.82 天；应收账款周转天数 21.71 天，同比上升 6.39 天；应付账款周转天数 73.97 天，同比上升 7.62 天。现金流下滑主要受应收账款增加及合同负债减少影响。
- **投资建议：**公司推行全空间集成整家，多品类协同助推成长。考虑行业压力下调盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.63、6.38、7.19 亿元，原预测分别为 6.60、7.29、8.04 亿元，对应 PE 分别为 8、7、6X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产景气程度下滑风险、行业竞争加剧风险。

图表 1: 志邦家居三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	863	2,191	2,958	3,843	营业收入	6,116	6,160	6,480	6,799
应收票据	21	57	78	56	营业成本	3,849	3,883	4,071	4,272
应收账款	225	321	308	323	税金及附加	56	56	59	62
预付账款	54	54	122	128	销售费用	890	942	972	1,013
存货	220	326	352	369	管理费用	295	327	332	348
合同资产	1,271	431	454	476	研发费用	319	320	337	354
其他流动资产	2,087	1,081	1,146	1,223	财务费用	-9	-10	-11	-13
流动资产合计	3,469	4,029	4,963	5,942	信用减值损失	-81	-39	-40	-50
其他长期投资	16	16	16	16	资产减值损失	-122	-30	-35	-50
长期股权投资	169	169	169	169	公允价值变动收益	16	3	4	-3
固定资产	1,450	1,297	1,160	1,038	投资收益	26	15	15	0
在建工程	321	325	329	333	其他收益	67	34	33	122
无形资产	262	289	297	304	营业利润	619	615	694	782
其他非流动资产	700	717	731	744	营业外收入	9	2	3	1
非流动资产合计	2,918	2,813	2,702	2,604	营业外支出	6	6	5	3
资产合计	6,387	6,842	7,665	8,546	利润总额	622	611	692	780
短期借款	130	97	226	335	所得税	27	27	31	34
应付票据	577	485	532	594	净利润	595	584	661	746
应付账款	591	613	657	673	少数股东损益	0	21	24	27
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	595	563	637	719
合同负债	474	477	502	527	NOPLAT	587	575	651	734
其他应付款	726	726	726	726	EPS (按最新股本摊薄)	1.36	1.29	1.46	1.65
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	358	372	377	387					
流动负债合计	2,861	2,775	3,025	3,247	主要财务比率				
长期借款	124	165	165	165	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	114	114	114	114	营业收入增长率	14%	1%	5%	5%
非流动负债合计	238	279	279	279	EBIT增长率	10%	-2%	13%	13%
负债合计	3,099	3,055	3,304	3,527	归母公司净利润增长率	11%	-5%	13%	13%
归属母公司所有者权益	3,288	3,766	4,316	4,948	获利能力				
少数股东权益	0	21	45	72	毛利率	37.1%	37.0%	37.2%	37.2%
所有者权益合计	3,288	3,787	4,361	5,019	净利率	9.7%	9.5%	10.2%	11.0%
负债和股东权益	6,387	6,842	7,665	8,546	ROE	18.1%	14.9%	14.6%	14.3%
					ROIC	28.0%	21.8%	19.8%	18.5%
					偿债能力				
					资产负债率	48.5%	44.6%	43.1%	41.3%
					债务权益比	11.4%	10.1%	11.7%	12.3%
					流动比率	1.2	1.5	1.6	1.8
					速动比率	1.1	1.3	1.5	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8
					应收账款周转天数	13	16	17	17
					应付账款周转天数	55	56	56	56
					存货周转天数	25	25	30	30
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.36	1.29	1.46	1.65
					每股经营现金流	1.73	3.15	1.83	2.23
					每股净资产	7.53	8.63	9.89	11.33
					估值比率				
					P/E	7	8	7	6
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	22	22	21	19

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。