

海外高增，业绩略承压

2024 年 09 月 01 日

➤ **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24 年上半年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 22.12/1.49/1.26 亿元, 同比减少 3.85%/17.05%/23.74%, 24Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.92/1.02/0.87 亿元, 同比减少 6.88%/20.54%/28.63%。

➤ **海外高增, 大宗稳健: 分产品看,** 2024 年上半年橱柜/衣柜/木门分别实现收入 9.66/9.28/1.39 亿元, 同比变动-3.73%/-5.86%/+6.88%。24Q2 橱柜/衣柜/木门分别实现收入 6.50/5.45/0.94 亿元, 同比变动 -5.13%/-14.04%/+4.76%。**分渠道看,** 24 年上半年公司直营门店/经销门店/大宗业务/海外业务/其他实现收入 1.75/11.66/6.06/0.86/1.78 亿元, 同比变动-8.18%/-10.90%/+8.22%/+42.69%/-1.23%。其中 24Q2 直营门店/经销门店/大宗业务/海外/其他业务实现收入 0.78/7.09/4.59/0.43/1.03 亿元, 同比变动-25.71%/-15.93%/+7.77%/+24.32%/+19.78%。海外方面, 公司 B、C 端业务双核驱动、齐头并进, 布局海外旗舰店并在多过承接工程项目, 实现收入高速增长。大宗方面, 公司开发适老公寓、企事业公寓、人才公寓、工程高定等产品, 发展公寓、文旅、酒店等非房地产业务, 收入稳健。零售方面, 截止 24H1, 公司橱柜经销/衣柜经销/木门经销/直营门店数分别为 1798/1993/1120/20 家, 较 24Q1 变动+39/+81/+74/-5 家门店, 门店稳步扩张。

➤ **股权激励费用增加, 盈利略承压:** 24H1/24Q2 公司毛利率分别为 36.69%/36.37%, 同比减少 0.12%/0.3%。分产品看, 24 年上半年橱柜/衣柜/木门毛利率分别为 38.77%/40.86%/17.20%, 同比变动-0.47/+1.83/-0.68pct。费用方面, 24H1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 16.86%/6.82%/5.86%/-0.10%, 同比增长 1.83/1.20/0.11/0.25pct。24Q2 期间销售/管理/研发/财务费率分别为 15.72%/5.54%/5.25%/0.14%, 同比变动 +2.05/+0.85/-0.16/+0.64pct, 其中销售费用增加主要系市场竞争加剧公司投入广告装饰费及市场服务费同比增长所致; 管理费用增加主要系公司股权激励产生的股份支付同比增长所致; 财务费用增加主要系汇兑收益减少所致。24H1/24Q2 归母净利率 6.72%/7.29%, 同比减少 1.07/1.25pct。

➤ **投资建议:** 公司品类多元化持续推进, 海外业务发力, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.73/6.23/6.72 亿元, 同比变动 -3.7%/+8.7%/+8.0%, 当前股价对应 PE 分别为 7/7/6X, 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; 汇率大幅波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,116	5,839	6,321	6,817
增长率 (%)	13.5	-4.5	8.2	7.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	595	573	623	672
增长率 (%)	10.8	-3.7	8.7	8.0
每股收益 (元)	1.36	1.31	1.43	1.54
PE	7	7	7	6
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

9.83 元



分析师 徐皓亮

执业证书: S0100522110001

邮箱: xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 志邦家居 (603801.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 品类协同持续推进, 海外业务持续高增-2024/04/28
2. 志邦家居 (603801.SH) 2023 年业绩快报点评: 整家助力零售回暖, 品类拓展持续兑现-2024/03/12
3. 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
4. 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
5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,116	5,839	6,321	6,817
营业成本	3,849	3,675	3,975	4,284
营业税金及附加	56	53	57	62
销售费用	890	876	948	1,023
管理费用	295	309	335	361
研发费用	319	304	329	355
EBIT	685	626	674	724
财务费用	-9	-5	-12	-17
资产减值损失	-122	-42	-46	-49
投资收益	26	25	27	29
营业利润	619	611	664	717
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	622	613	666	719
所得税	27	40	43	47
净利润	595	573	623	672
归属于母公司净利润	595	573	623	672
EBITDA	888	838	904	953

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	863	1,321	1,669	2,024
应收账款及票据	245	191	207	223
预付款项	54	51	55	60
存货	220	168	182	196
其他流动资产	2,087	1,858	1,966	2,077
流动资产合计	3,469	3,590	4,079	4,580
长期股权投资	169	169	169	169
固定资产	1,450	1,508	1,568	1,628
无形资产	262	262	262	262
非流动资产合计	2,918	2,930	2,978	3,044
资产合计	6,387	6,520	7,057	7,625
短期借款	130	130	130	130
应付账款及票据	1,167	1,114	1,205	1,299
其他流动负债	1,563	1,494	1,611	1,732
流动负债合计	2,861	2,738	2,946	3,161
长期借款	124	124	124	124
其他长期负债	114	103	103	103
非流动负债合计	238	227	227	227
负债合计	3,099	2,965	3,173	3,388
股本	437	437	437	437
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,288	3,556	3,884	4,237
负债和股东权益合计	6,387	6,520	7,057	7,625

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.50	-4.53	8.24	7.86
EBIT 增长率	22.35	-8.61	7.63	7.35
净利润增长率	10.76	-3.70	8.66	7.97
盈利能力 (%)				
毛利率	37.07	37.07	37.11	37.16
净利润率	9.73	9.81	9.85	9.86
总资产收益率 ROA	9.32	8.79	8.82	8.82
净资产收益率 ROE	18.10	16.12	16.03	15.87
偿债能力				
流动比率	1.21	1.31	1.38	1.45
速动比率	0.57	0.74	0.82	0.88
现金比率	0.30	0.48	0.57	0.64
资产负债率 (%)	48.52	45.47	44.96	44.44
经营效率				
应收账款周转天数	12.70	12.21	10.17	10.19
存货周转天数	24.57	19.04	15.87	15.90
总资产周转率	1.01	0.90	0.93	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	1.36	1.31	1.43	1.54
每股净资产	7.53	8.14	8.90	9.70
每股经营现金流	1.73	1.87	2.07	2.18
每股股利	0.70	0.67	0.73	0.79
估值分析				
PE	7	7	7	6
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.58	4.86	4.50	4.27
股息收益率 (%)	7.12	6.86	7.45	8.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	595	573	623	672
折旧和摊销	203	211	230	229
营运资金变动	-163	-34	-25	-31
经营活动现金流	756	814	902	951
资本开支	-359	-255	-266	-285
投资	-87	0	0	0
投资活动现金流	-436	-20	-240	-256
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-112	-3	0	0
筹资活动现金流	-307	-336	-314	-340
现金净流量	17	458	348	355

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