

志邦家居 (603801.SH)

优于大市

2024 年半年报点评： 收入小幅下滑，股份支付费用影响利润

核心观点

收入个位数下滑，利润受股份支付等影响相对承压。公司发布 2024 年半年报，2024H1 实现收入 22.1 亿/-3.8%，归母净利润 1.5 亿/-17.0%，扣非归母净利润 1.26 亿/-23.7%；其中 2024Q2 收入 13.9 亿/-6.9%，归母净利润 1.0 亿/-20.5%，扣非归母净利润 0.9 亿/-28.6%。上半年在地产承压、需求不足与消费降级趋势下，零售端压力较大，收入个位数下滑；市场投入加大与股份支付费用等影响利润，若剔除股份支付影响 H1 归母净利润同比-6.2%。

大宗稳增，海外快速增长，零售渠道相对承压。2024H1 直营、经销、大宗与海外分别收入 1.7/11.7/6.1/0.9 亿，同比-8.2%/-10.9%/+8.2%/+42.7%，其中 Q2 收入 0.8/7.1/4.6/0.4 亿，同比-25.7%/-15.9%/+7.8%/+24.3%。大宗业务变中求进，积极开发适老公寓、企事业公寓与工程高定等产品，实现稳健增长；海外以国际 B、C 端双核驱动，大宗中标美国、加拿大、卡塔尔等多个国家的标杆项目，东南亚积极探索零售模式；国内零售营销网络覆盖全面，各品类经销商共 2000+家、门店合计 4931 家，并通过与全国或区域性头部整装企业合作拓展整装渠道，整装一体化稳步推进。

门墙业绩突破，厨柜、衣柜收入下滑。2024H1 厨柜、衣柜与木门分别收入 9.7/9.3/1.4 亿，同比-3.7%/-5.9%/+6.9%，其中 Q2 收入 6.5/5.4/0.9 亿，同比-5.1%/-14.0%/+4.8%。预计厨柜与衣柜收入下滑主要系地产承压与消费不振影响，门墙在整装联动与新增门店带动下实现稳健增长，截至 6 月 30 日，全国门墙产品门店 1120 家，较年初净增 74 家。产销量提升、研产供销全面降本有望带来门墙毛利率逐步改善。

毛利率维持稳定，费用支出增加影响利润。Q2 毛利率 36.4%/-0.4pct，毛利率受产品降价、内部降本增效与业务结构变化等综合影响，表现平稳；Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.7%/5.5%/5.3%/0.1%，同比+2.0pct/+0.9pct/-0.2pct/+0.6pct，其中销售费用增加主要系广告装饰费与市场服务费增加，管理费用增长主要系股权激励产生的股份支付费用增长，财务费用受利息收支与汇兑损益影响，Q2 净利率 7.3%/-1.3pct。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

看好公司多品类成长性，零售和整装渠道快速发展、海外加速布局。调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.6/6.2/6.9 亿（前值 6.7/7.4/8.3 亿），同比-5%/+10%/+11%，摊薄 EPS=1.29/1.42/1.57 元，对应 PE=8/7/6x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,389	6,116	6,012	6,520	7,055
(+/-%)	4.6%	13.5%	-1.7%	8.4%	8.2%
归母净利润(百万元)	537	595	563	618	686
(+/-%)	6.2%	10.9%	-5.4%	9.7%	11.0%
每股收益(元)	1.72	1.00	1.29	1.42	1.57
EBIT Margin	11.3%	11.6%	11.0%	11.2%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	18.6%	18.1%	15.7%	15.8%	16.1%
市盈率 (PE)	5.7	9.8	7.6	6.9	6.3
EV/EBITDA	7.8	8.4	8.8	8.1	7.6
市净率 (PB)	1.06	1.31	1.19	1.09	1.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

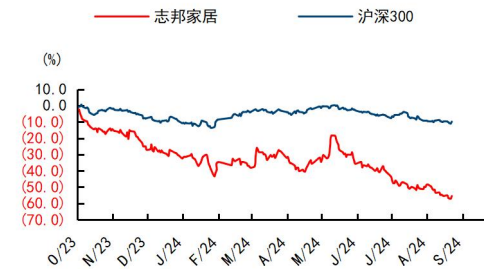
证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 0755-81981518
lijing29@guosen.com.cn
S0980523020001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 9.83 元
总市值/流通市值 4291/4270 百万元
52 周最高价/最低价 28.37/9.26 元
近 3 个月日均成交额 61.81 百万元

市场走势

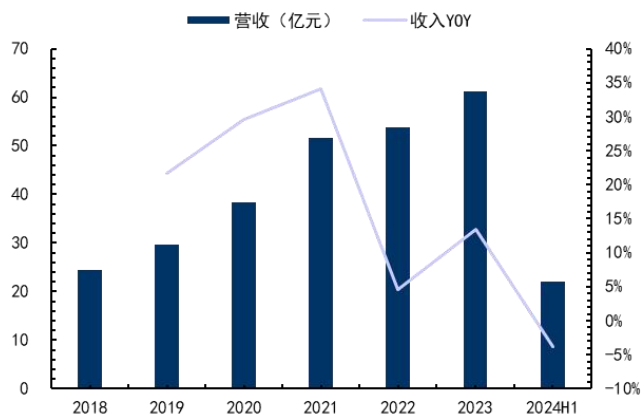


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

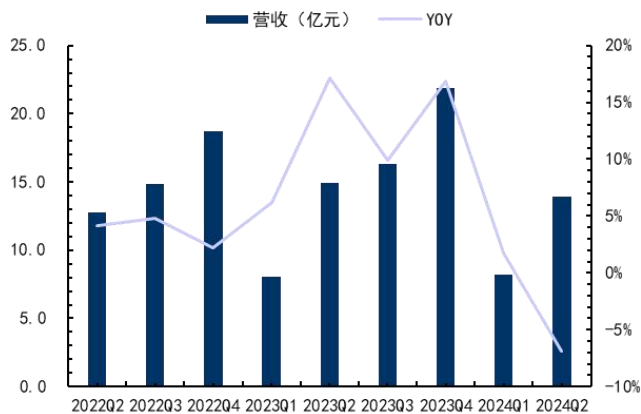
- 《志邦家居 (603801.SH) -2023 年年报&2024 年一季报点评：全年营收、利润逆势双增，海外布局加速》——2024-05-06
- 《志邦家居 (603801.SH) ——一季度收入增长 6%，毛利率持续提升》——2023-04-28
- 《志邦家居 (603801.SH) -2022 年净利润稳健增长 6%，净利率持续提升》——2023-04-28
- 《志邦家居 (603801.SH) -三季度净利润增长 6%，精益管理下毛利率提升》——2022-11-01

图1: 公司营业收入及增速



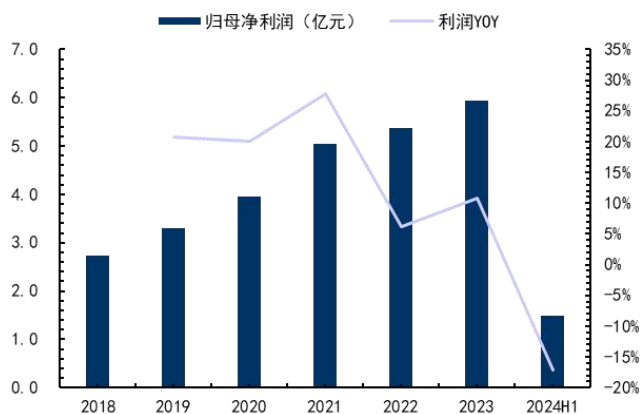
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



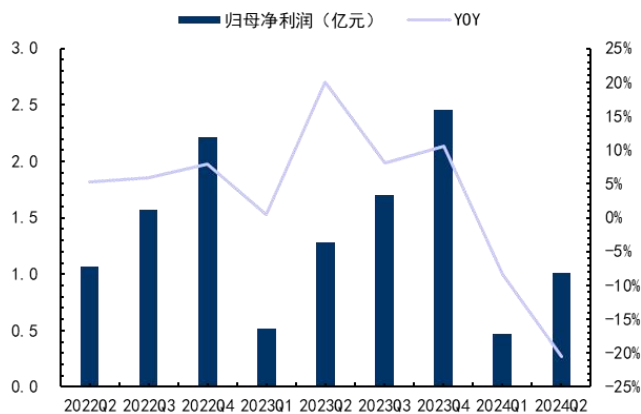
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



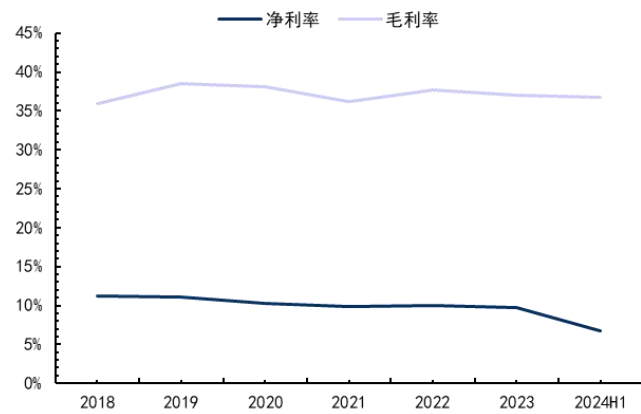
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



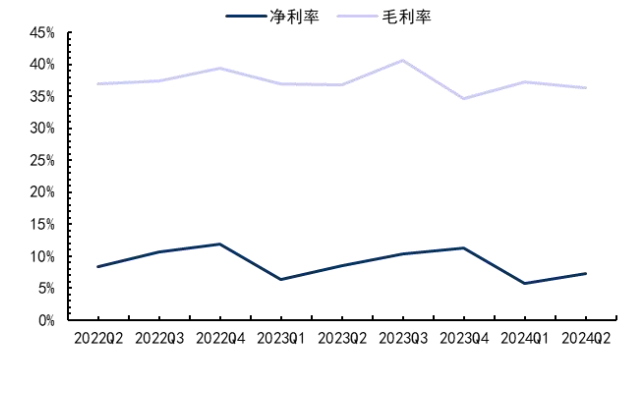
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



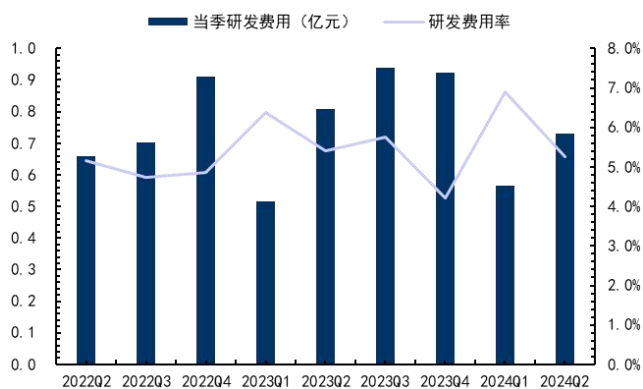
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



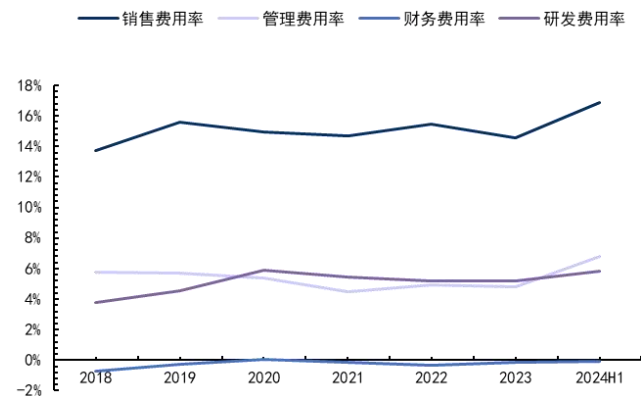
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24E)				
603816.SH	顾家家居	24.1	197.7	2.4	2.5	2.7	3.0	9.9	9.7	8.8	8.0	1.4	优于大市			
603833.SH	欧派家居	44.4	270.2	5.0	5.3	5.8	6.3	8.9	8.3	7.7	7.1	1.1	优于大市			
002572.SZ	索菲亚	13.8	132.6	1.3	1.5	1.6	1.9	10.5	9.4	8.4	7.4	0.8	优于大市			
603801.SH	志邦家居	9.8	42.9	1.4	1.3	1.4	1.6	7.2	7.6	6.9	6.3	1.6	优于大市			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	705	863	1204	1518	1851	营业收入	5389	6116	6012	6520	7055
应收款项	340	337	394	400	428	营业成本	3358	3849	3794	4076	4400
存货净额	305	220	335	319	327	营业税金及附加	44	56	57	65	78
其他流动资产	1084	1415	1303	1411	1563	销售费用	832	890	890	984	1079
流动资产合计	2957	3469	3690	4185	4711	管理费用	268	295	287	310	328
固定资产	1609	1771	1849	1881	1847	研发费用	279	319	325	352	381
无形资产及其他	255	262	252	243	233	财务费用	(18)	(9)	(10)	(15)	(25)
投资性房地产	822	716	716	716	716	投资收益	16	26	25	20	15
长期股权投资	134	169	212	271	316	资产减值及公允价值变动	(32)	(106)	(100)	(100)	(80)
资产总计	5777	6387	6720	7296	7824	其他收入	(314)	(336)	(325)	(352)	(381)
短期借款及交易性金融负债	375	135	272	261	223	营业利润	576	619	594	667	749
应付款项	1088	1167	1096	1237	1309	营业外净收支	1	3	5	5	5
其他流动负债	1312	1558	1507	1617	1765	利润总额	577	622	599	672	754
流动负债合计	2775	2861	2875	3115	3296	所得税费用	40	27	36	54	68
长期借款及应付债券	0	124	124	124	124	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	124	114	123	137	142	归属于母公司净利润	537	595	563	618	686
长期负债合计	124	238	247	261	266	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2899	3099	3122	3377	3562	净利润	537	595	563	618	686
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	75	26	2	(1)
股东权益	2879	3288	3598	3919	4262	折旧摊销	159	169	188	219	240
负债和股东权益总计	5777	6387	6720	7296	7824	公允价值变动损失	32	106	100	100	80
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(9)	(10)	(15)	(25)
每股收益	1.72	1.36	1.29	1.42	1.57	营运资本变动	384	253	(147)	170	34
每股红利	0.65	0.53	0.58	0.68	0.79	其它	(4)	(75)	(26)	(2)	1
每股净资产	9.23	7.53	8.24	8.98	9.76	经营活动现金流	1112	1123	704	1108	1040
ROIC	21.84%	26.18%	23%	25%	28%	资本开支	0	(286)	(382)	(344)	(276)
ROE	18.65%	18.10%	16%	16%	16%	其它投资现金流	(319)	(111)	180	(83)	(5)
毛利率	38%	37%	37%	37%	38%	投资活动现金流	(417)	(431)	(245)	(486)	(326)
EBIT Margin	11%	12%	11%	11%	11%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	14%	15%	15%	负债净变化	(200)	124	0	0	0
收入增长	5%	14%	-2%	8%	8%	支付股利、利息	(204)	(231)	(253)	(297)	(343)
净利润增长率	6%	11%	-5%	10%	11%	其它融资现金流	144	(320)	136	(11)	(38)
资产负债率	50%	49%	46%	46%	46%	融资活动现金流	(657)	(534)	(117)	(308)	(381)
股息率	4.7%	5.4%	5.9%	6.9%	8.0%	现金净变动	37	158	341	314	334
P/E	5.7	9.8	7.6	6.9	6.3	货币资金的期初余额	668	705	863	1204	1518
P/B	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	705	863	1204	1518	1851
EV/EBITDA	7.8	8.4	8.8	8.1	7.6	企业自由现金流	0	813	278	718	717
						权益自由现金流	0	618	424	721	701

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032