

## 志邦家居（603801）

证券研究报告

2024年09月03日

## 一体化整家推进，门墙靓丽

## 公司发布 24 年中报

24H1 公司收入 22.12 亿元，同比-3.9%，归母净利润 1.49 亿元，同比-17.0%，扣非归母净利润 1.26 亿元，同比-23.7%；

24Q2 公司收入 13.92 亿元，同比-6.88%，归母净利润 1.02 亿元，同比-20.54%，扣非归母净利润 0.9 亿元，同比-28.63%。

2024 年上半年，国内经济承受多重压力，有效需求不足，消费降级趋势明显；且全国新建商品房销售延续低位盘整，二手房市场虽整体表现好于新房，但价格降幅较大，存量竞争洗牌加剧，市场信心有待恢复，导致公司经营整体承压。

公司积极顺应整家一体化的行业发展趋势，通过全渠道触达客户、打造高颜值、高效产品与极致场景体验、优化专业全案设计等措施，为消费者提供“装修一个家”的整体空间解决方案并执行落地。

## 产品多元拓展，门墙业绩突破

分品类，24H1 定制衣柜收入 9.3 亿，同比-5.9%，毛利率 40.9%，同比+1.8pct；木门收入 1.4 亿，同比+6.9%，毛利率 17.2%，同比-0.7pct；整体橱柜 9.7 亿，同比-3.7%，毛利率 38.8%，同比-0.5pct；其他收入 1.8 亿，同比-1.2%，毛利率 18.9%，同比-5.9pct。

经销门店来看，24H1 末整体厨柜/定制衣柜/木门分别为 1798/1993/1120 家，较年初 83/143/137 家。在整家联动和新增门店的带动下，门墙业务在终端成交的重要性凸显，且毛利率持续改善，是公司未来整家战略落地的重要支撑点之一。

## 经销变革，大宗稳健，海外靓丽

分渠道，24H1 直营店收入 1.7 亿，同比-8.2%，毛利率 69.3%，同比+0.11pct；经销店收入 11.7 亿，同比-10.9%，毛利率 36.0%，同比-0.3pct；大宗收入 6.1 亿，同比+8.2%，毛利率 35.5%，同比+2.2pct；海外收入 8647.6 万，同比+42.7%，毛利率 25.2%，同比+10.8pct。

1) 零售：公司通过全渠道、多品类的战略布局多层次市场，我们认为短期收入下滑及门店数量波动主要系国内有效需求不足及消费降级等因素影响；目前公司建立数字化营销体系，打造自媒体传播矩阵，为营销开辟“第二战场”，此外适时积累整装合作经验，为下一轮整家模式竞争做好必要准备。2) 大宗：公司积极开发适老公寓、企事业公寓、人才公寓、工程高等产品，整体经营表现稳健。3) 海外：公司以国际 B、C 端业务双核驱动、齐头并进，开启了进军全球市场的新征程，已通过在多国市场的高品质工程项目，不断提升海外订单服务水平，并布局东南亚零售业务，上半年海外业务实现较高增长。

## 加大投入应对竞争，经营效率持续改善

24Q2 毛利率 36.4%，同比-0.4pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.7%/5.5%/5.3%/0.1%，同比+2.1pct/+0.9pct/-0.2pct/+0.6pct，归母净利率为 7.29%，同比-1.26pct。

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，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。

目前公司围绕提升制造能力、深化供应链变革，提高交付质量、持续降本增效为目标，积极探索干仓配一体化模式，有效提升交付率降低综合成本，我们预计盈利能力有望改善。

## 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.44 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	436.55
流通 A 股股本(百万股)	434.35
A 股总市值(百万元)	4,121.01
流通 A 股市值(百万元)	4,100.26
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	46.30
一年内最高/最低(元)	28.37/9.26

## 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《志邦家居-年报点评报告:整家成效显现，23 年营收、利润双增，分红提升》2024-05-03
- 《志邦家居-公司点评:23Q4 靓丽，整家战略成效显现》2024-03-13
- 《志邦家居-季报点评:零售业务增长稳健，大宗渠道持续靓丽》2023-11-02

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 24 年中报，考虑当前内需仍弱且房地产数据仍低迷，我们调整盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 5.7/6.2/6.8 亿元（前值为 6.7/7.5/8.4 亿元），对应 PE 分别为 7.3/6.7/6.0X。

**风险提示：** 房地产销售情况持续低迷，内需持续疲软，行业竞争加剧，大家居推进不及预期等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,388.78	6,116.47	6,053.47	6,397.92	6,905.27
增长率(%)	4.58	13.50	(1.03)	5.69	7.93
EBITDA(百万元)	1,105.04	1,360.15	968.14	996.10	1,011.13
归属母公司净利润(百万元)	536.72	595.07	567.19	617.10	684.57
增长率(%)	6.17	10.87	(4.69)	8.80	10.93
EPS(元/股)	1.23	1.36	1.30	1.41	1.57
市盈率(P/E)	7.68	6.93	7.27	6.68	6.02
市净率(P/B)	1.43	1.25	1.14	1.04	0.95
市销率(P/S)	0.76	0.67	0.68	0.64	0.60
EV/EBITDA	6.07	3.95	2.94	0.65	1.50

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	704.75	862.80	726.42	2,598.99	1,770.87
应收票据及应收账款	224.78	245.35	316.65	235.41	360.43
预付账款	57.52	53.57	67.38	57.13	76.36
存货	305.06	220.44	669.42	108.10	756.79
其他	661.59	816.35	1,288.82	1,422.87	1,333.16
<b>流动资产合计</b>	<b>1,953.70</b>	<b>2,198.52</b>	<b>3,068.68</b>	<b>4,422.50</b>	<b>4,297.61</b>
长期股权投资	134.37	168.76	168.76	168.76	168.76
固定资产	1,491.39	1,449.56	1,819.11	1,682.97	1,579.94
在建工程	117.53	321.37	466.37	419.73	335.79
无形资产	255.04	261.55	257.16	252.27	246.88
其他	821.62	716.45	835.07	757.36	744.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,819.96</b>	<b>2,917.69</b>	<b>3,546.47</b>	<b>3,281.09</b>	<b>3,076.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,777.42</b>	<b>6,386.81</b>	<b>6,615.16</b>	<b>7,703.59</b>	<b>7,373.90</b>
短期借款	366.71	130.04	654.90	498.00	512.00
应付票据及应付账款	1,087.85	1,167.17	853.52	1,411.27	1,037.04
其他	884.27	1,089.50	1,185.57	1,721.45	1,388.18
<b>流动负债合计</b>	<b>2,338.83</b>	<b>2,386.71</b>	<b>2,693.99</b>	<b>3,630.72</b>	<b>2,937.22</b>
长期借款	0.00	123.90	196.32	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	124.23	114.11	106.51	114.95	111.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>124.23</b>	<b>238.00</b>	<b>302.84</b>	<b>114.95</b>	<b>111.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,898.81</b>	<b>3,098.58</b>	<b>2,996.83</b>	<b>3,745.67</b>	<b>3,049.08</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	311.82	436.55	436.55	436.55	436.55
资本公积	765.62	670.52	670.52	670.52	670.52
留存收益	1,893.76	2,271.03	2,594.96	2,934.55	3,301.46
其他	(92.59)	(89.87)	(83.70)	(83.70)	(83.70)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,878.61</b>	<b>3,288.23</b>	<b>3,618.33</b>	<b>3,957.92</b>	<b>4,324.82</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,777.42</b>	<b>6,386.81</b>	<b>6,615.16</b>	<b>7,703.59</b>	<b>7,373.90</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	536.72	595.07	567.19	617.10	684.57
折旧摊销	186.99	190.85	194.84	197.67	202.37
财务费用	13.30	8.74	0.50	(17.64)	(37.99)
投资损失	(16.36)	(25.86)	(13.63)	(18.62)	(19.37)
营运资金变动	(66.20)	(49.34)	(614.32)	1,749.13	(1,414.89)
其它	111.49	36.95	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>765.94</b>	<b>756.40</b>	<b>134.58</b>	<b>2,527.64</b>	<b>(585.30)</b>
资本支出	297.64	381.91	712.59	1.56	13.09
长期投资	98.05	34.39	0.00	0.00	0.00
其他	(838.90)	(852.15)	(1,345.68)	(42.90)	10.15
<b>投资活动现金流</b>	<b>(443.21)</b>	<b>(435.85)</b>	<b>(633.08)</b>	<b>(41.34)</b>	<b>23.24</b>
债权融资	(111.69)	(106.98)	599.21	(336.22)	51.61
股权融资	(283.13)	(273.24)	(237.09)	(277.51)	(317.67)
其他	(38.66)	73.64	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(433.47)</b>	<b>(306.58)</b>	<b>362.12</b>	<b>(613.73)</b>	<b>(266.06)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(110.74)</b>	<b>13.96</b>	<b>(136.38)</b>	<b>1,872.57</b>	<b>(828.12)</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5,388.78</b>	<b>6,116.47</b>	<b>6,053.47</b>	<b>6,397.92</b>	<b>6,905.27</b>
营业成本	3,357.98	3,849.35	3,813.69	4,048.60	4,384.85
营业税金及附加	43.57	55.55	50.16	54.28	59.50
销售费用	831.64	889.74	881.99	931.54	1,028.89
管理费用	267.62	294.59	290.57	306.46	330.07
研发费用	278.87	318.54	311.75	326.29	345.26
财务费用	(18.26)	(8.73)	0.50	(17.64)	(37.99)
资产/信用减值损失	(83.81)	(203.54)	(121.91)	(118.80)	(95.10)
公允价值变动收益	5.00	15.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.36	25.86	13.63	18.62	19.37
其他	113.50	259.75	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>576.31</b>	<b>619.37</b>	<b>596.54</b>	<b>648.20</b>	<b>718.96</b>
营业外收入	4.49	8.74	5.40	6.21	6.79
营业外支出	3.95	5.68	4.90	4.84	5.14
<b>利润总额</b>	<b>576.86</b>	<b>622.44</b>	<b>597.04</b>	<b>649.57</b>	<b>720.60</b>
所得税	40.14	27.37	29.85	32.48	36.03
<b>净利润</b>	<b>536.72</b>	<b>595.07</b>	<b>567.19</b>	<b>617.10</b>	<b>684.57</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>536.72</b>	<b>595.07</b>	<b>567.19</b>	<b>617.10</b>	<b>684.57</b>
每股收益(元)	1.23	1.36	1.30	1.41	1.57

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.58%	13.50%	-1.03%	5.69%	7.93%
营业利润	4.45%	7.47%	-3.69%	8.66%	10.91%
归属于母公司净利润	6.17%	10.87%	-4.69%	8.80%	10.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.69%	37.07%	37.00%	36.72%	36.50%
净利率	9.96%	9.73%	9.37%	9.65%	9.91%
ROE	18.65%	18.10%	15.68%	15.59%	15.83%
ROIC	33.94%	48.48%	42.51%	25.60%	134.46%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	50.17%	48.52%	45.30%	48.62%	41.35%
净负债率	-11.45%	-18.35%	3.66%	-52.90%	-28.95%
流动比率	1.07	1.21	1.14	1.22	1.46
速动比率	0.96	1.14	0.89	1.19	1.21

营运能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
应收账款周转率	22.43	26.02	21.54	23.18	23.18
存货周转率	15.56	23.28	13.61	16.46	15.97
总资产周转率	0.97	1.01	0.93	0.89	0.92

每股指标(元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.23	1.36	1.30	1.41	1.57
每股经营现金流	1.75	1.73	0.31	5.79	-1.34
每股净资产	6.59	7.53	8.29	9.07	9.91

估值比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率	7.68	6.93	7.27	6.68	6.02
市净率	1.43	1.25	1.14	1.04	0.95
EV/EBITDA	6.07	3.95	2.94	0.65	1.50
EV/EBIT	7.09	4.51	3.68	0.81	1.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com