

志邦家居 (603801.SH) 2024H1 零售渠道阶段承压，海外渠道增速亮眼

2024年09月03日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/9/3
当前股价(元)	9.68
一年最高最低(元)	28.37/9.26
总市值(亿元)	42.26
流通市值(亿元)	42.05
总股本(亿股)	4.37
流通股本(亿股)	4.34
近3个月换手率(%)	78.97

● 2024H1 零售端增长承压，海外渠道增速亮眼，维持“买入”评级

公司 2024H1 实现营业收入 22.1 亿元 (-3.8%)，归母净利润 1.49 亿元 (-17.0%)，若剔除股权激励费用 1913 万后，净利润同比下降 6.2%，扣非归母净利润为 1.26 亿元 (-23.7%)。单季度看，公司 2024Q2 实现营业收入 13.9 亿元 (-6.9%)，归母净利润 1.02 亿元 (-20.5%)，扣非归母净利润 0.87 亿元 (-28.6%)。展望公司发展，我们看好国内公司继续补齐弱势市场，海外通过 B、C 端业务双向驱动规模扩大，公司稳步成长可期。考虑到房地产市场仍具较大不确定性，我们下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.70/6.17/6.70 亿元（原为 6.66/7.54/8.38 亿元），对应 EPS 1.31/1.41/1.54 元，当前股价对应 PE 为 7.2/6.7/6.1 倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

● 收入拆分：2024H1 零售渠道阶段承压，海外渠道趋势向好

分产品看：2024H1 公司衣柜及橱柜业务增长有所承压，品类协同效应下门墙品类保持高速增长，整体厨柜/定制衣柜/木门收入分别为 9.66/9.28/1.39 亿元，同比分别变动-3.73%/-5.86%/+6.88%。分渠道看：直营店/经销店/大宗业务/海外收入分别为 1.75/11.66/6.06/0.86 亿元，同比分别变动-8.18%/-10.90%/+8.22%/+42.69%，零售业务（经销+直营）于行业调整期及高基数影响，增速承压；海外渠道 B、C 端业务齐发力，在各国市场承接高品质工程项目，于较低基数下高增延续。

● 盈利能力：2024H1 毛利率表现平稳，费用投放加大净利率表现承压

公司 2024H1 毛利率 36.7% (-0.1pct)，期间费用率为 29.4% (+3.4pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.9%/6.8%/5.9%/-0.1%，同比分别 +1.8/+1.2/+0.1/+0.2pct；综合影响下 2024H1 净利率 6.7% (-1.1pct)，扣非净利率 5.7% (-1.5pct)。2024H1 公司经营性现金流为-2.6 亿元（2023H1 为+3.4 亿元），主系销售收款同比下降及材料采购、税费、工程履约保证金和应付费用支付同比增长所致。公司 2024Q2 毛利率 36.4% (-0.4pct)，期间费用率为 26.7% (+3.4pct)；综合影响下，公司 2024Q2 净利率 7.3% (-1.3pct)，扣非净利率 6.2% (-1.9pct)。

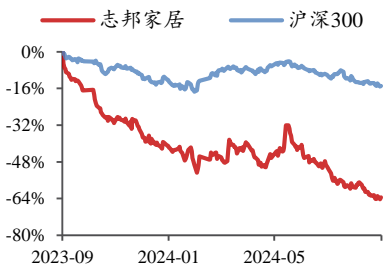
● 风险提示：行业竞争风险加剧、原材料价格波动、门店开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,389	6,116	6,075	6,436	6,834
YOY(%)	4.6	13.5	-0.7	5.9	6.2
归母净利润(百万元)	537	595	570	617	670
YOY(%)	6.3	10.8	-4.2	8.3	8.6
毛利率(%)	37.7	37.1	36.8	37.2	37.3
净利率(%)	10.0	9.7	9.4	9.6	9.8
ROE(%)	18.7	18.1	16.0	16.0	15.8
EPS(摊薄/元)	1.23	1.36	1.31	1.41	1.54
P/E(倍)	7.7	6.9	7.2	6.7	6.1
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023 年营收及利润逆势双增，品类协同及渠道开拓护航成长——公司信息更新报告》-2024.4.30

《2023Q3 业绩稳健增长，降本增效成效凸显——公司信息更新报告》-2023.11.16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2957	3469	3619	4233	4370
现金	705	863	1207	1418	1725
应收票据及应收账款	225	245	222	273	252
其他应收款	126	101	125	114	140
预付账款	58	54	57	60	64
存货	305	220	304	248	337
其他流动资产	1539	1986	1704	2120	1852
非流动资产	2823	2918	2830	2883	2942
长期投资	134	169	216	266	320
固定资产	1491	1450	1388	1419	1437
无形资产	255	262	273	288	306
其他非流动资产	943	1038	952	910	878
资产总计	5781	6387	6448	7116	7312
流动负债	2775	2861	2686	3067	2912
短期借款	367	130	130	130	130
应付票据及应付账款	1088	1167	1084	1284	1225
其他流动负债	1320	1563	1472	1652	1557
非流动负债	127	238	210	185	160
长期借款	0	124	96	71	46
其他非流动负债	127	114	114	114	114
负债合计	2902	3099	2896	3251	3072
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	312	437	437	437	437
资本公积	766	671	671	671	671
留存收益	1894	2271	2593	2944	3314
归属母公司股东权益	2879	3288	3553	3864	4240
负债和股东权益	5781	6387	6448	7116	7312

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	766	756	697	699	792
净利润	537	595	570	617	670
折旧摊销	187	191	157	144	157
财务费用	-18	-9	-16	-22	-32
投资损失	-16	-26	-14	-14	-17
营运资金变动	-37	-193	-40	-67	-36
其他经营现金流	114	198	39	42	50
投资活动现金流	-443	-436	-54	-181	-198
资本支出	399	424	22	147	162
长期投资	-102	-87	-47	-50	-55
其他投资现金流	59	75	16	16	19
筹资活动现金流	-433	-307	-299	-308	-287
短期借款	71	-237	0	0	0
长期借款	-200	124	-28	-25	-25
普通股增加	-0	125	0	0	0
资本公积增加	-40	-95	0	0	0
其他筹资现金流	-264	-223	-271	-283	-262
现金净增加额	-105	17	344	211	307

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5389	6116	6075	6436	6834
营业成本	3358	3849	3843	4042	4283
营业税金及附加	44	56	51	53	58
营业费用	832	890	986	1071	1130
管理费用	268	295	298	309	333
研发费用	279	319	315	335	355
财务费用	-18	-9	-16	-22	-32
资产减值损失	-37	-122	0	0	0
其他收益	28	67	40	40	40
公允价值变动收益	5	16	7	8	9
投资净收益	16	26	14	14	17
资产处置收益	-16	-3	-5	-6	-8
营业利润	576	619	613	660	714
营业外收入	4	9	4	5	6
营业外支出	4	6	6	5	5
利润总额	577	622	612	660	714
所得税	40	27	42	43	44
净利润	537	595	570	617	670
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	537	595	570	617	670
EBITDA	765	803	759	786	844
EPS(元)	1.23	1.36	1.31	1.41	1.54

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.6	13.5	-0.7	5.9	6.2
营业利润(%)	4.5	7.5	-1.1	7.7	8.1
归属于母公司净利润(%)	6.3	10.8	-4.2	8.3	8.6
获利能力					
毛利率(%)	37.7	37.1	36.8	37.2	37.3
净利率(%)	10.0	9.7	9.4	9.6	9.8
ROE(%)	18.7	18.1	16.0	16.0	15.8
ROIC(%)	16.1	16.1	14.5	14.4	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	48.5	44.9	45.7	42.0
净负债比率(%)	-8.3	-15.8	-24.6	-28.7	-34.0
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	30.4	28.3	28.3	28.3	28.3
应付账款周转率	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.36	1.31	1.41	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.73	1.60	1.60	1.81
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.53	8.14	8.85	9.71
估值比率					
P/E	7.7	6.9	7.2	6.7	6.1
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.7	4.0	3.7	3.3	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn