

费用投放拖累 Q3 业绩，海外市场表现良好

核心观点

24Q3 公司营收同比-10.14%、归母净利润同比-30.93%，主要系零售家装需求疲软及大宗业务收入下行所致；利润表现弱于收入主要系公司加大终端让利以及加大市场营销投入，24Q3 公司毛利率为 37.04%/-3.65pct，净利率为 8.03%/-2.41pct。分渠道，零售渠道受终端客流影响下滑双位数以上、大宗渠道整体稳定，海外业务高增。门墙业务保持扩店态势，传统厨柜、衣柜门店目前正在优化调整。后续，公司将持续推进渠道布局、继续深化整家套餐，海外业务有望贡献增量部分；以旧换新补贴落地零售有望逐步好转。

事件

公司发布 2024 年三季报：2024 年前三季度公司实现营收 36.75 亿元/-6.46%，归母净利润 2.66 亿元/-23.80%，扣非归母净利润 2.33 亿元/-28.32%，基本 EPS 为 0.61 元/-24.57%，ROE（加权）为 8.04%/-3.67pct。

简评

Q3 营收和业绩承压，终端让利+费用投放拖累利润率。24Q3 公司实现营收 14.63 亿元/-10.14%、归母净利润 1.17 亿元/-30.93%、扣非归母净利润 1.07 亿元/-33.05%，主要系零售家装需求疲软及大宗业务收入下行所致；利润表现弱于收入主要系公司加大终端让利以及加大市场营销投入，24Q3 公司毛利率为 37.04%/-3.65pct，净利率为 8.03%/-2.41pct，24Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 18.22%/+3.48pct、5.10%/+0.20pct、5.21%/-0.56pct、0.31%/+0.41pct。

分渠道，大宗渠道整体稳定，海外业务高增。1）零售渠道（经销+直营）：24Q1-3 公司直营店、经销店营收 2.53、19.17 亿元，同比分别-16.2%、-11.8%，对应 24Q3 营收分别为 0.78 亿元/-30%、7.5 亿元/-13.2%，主要系线下客流下降；2）大宗渠道：24Q1-3 营收为 11.05 亿元/+1.0%，Q3 为 5.0 亿元/-6.7%，公司积极开发适老公寓、企事业公寓、人才公寓、工程高定等产品。此外，公司积极开拓海外市场，其中澳大利亚、美国主要是 B 端大宗业务，为工程承包商提供定制产品，东南亚主要是 C 端品牌门店。24Q1-3 海外收入 1.31 亿元/+35.2%，Q3 单季 0.45 亿元/+22.9%。

志邦家居 (603801.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2024 年 11 月 07 日

当前股价：13.84 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.37/8.16	27.56/13.62	-28.62/-37.84
12 月最高/最低价 (元)		19.90/9.09
总股本 (万股)		43,650.58
流通 A 股 (万股)		43,434.99
总市值 (亿元)		60.41
流通市值 (亿元)		60.11
近 3 月日均成交量 (万)		1078.18
主要股东		
孙志勇		20.86%

相关研究报告

24.09.01	【中信建投轻工纺服及教育】志邦家居 (603801):24H1 业绩承压，海外表现亮眼
24.04.29	【中信建投轻工纺服及教育】志邦家居 (603801):24Q1 国内收入微增，海外拓展加速发展
23.11.03	【中信建投轻工纺服及教育】志邦家居 (603801):Q3 稳健增长，大宗渠道高增、整装渠道稳步推进
23.08.30	【中信建投轻工纺服及教育】志邦家居 (603801):Q2 业绩亮眼，衣柜、木门、整装驱动增长
23.05.03	【中信建投轻工纺服及教育】志邦家居 (603801):23Q1 业绩逆势增长，股权激励激发潜力

分产品，传统品类门店线下优化中，门墙持续发力。24Q1-3 橱柜、衣柜、木门营收分别为 16.62、15.04、2.40 亿元，同比-5.2%、-10.2%、+0.5%，对应 Q3 单季分别为 6.95、5.76、1.01 亿元，同比-7.1%、-16.5%、-7.2%。公司围绕集成整家战略，截至 2024 年 9 月底，橱柜、衣柜、木门门店分别为 1618、1821、1120 家，较 23 年底-97、-29、+137 家。

盈利预测：基于线下消费较为低迷、新房竣工下滑，下调盈利预测，预计 2024-2026 年营收 57.1、61.3、65.5 亿元（前值 59.6、64.4、68.7 亿元），同比-6.7%、+7.4%、+6.9%；归母净利润为 4.75、5.25、5.71 亿元（前值 5.42、5.93、6.45 亿元），同比-20.2%、+10.4%、+8.9%，对应 PE 为 12.7、11.5、10.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 行业竞争加剧的风险：定制家具企业纷纷拓展品类，从橱柜、衣柜单品定制进入全屋定制领域，行业渗透度提高，导致市场竞争加剧。虽然公司是国内定制家具行业的领先企业，在品牌管理、营销网络、设计研发等方面具备较强的竞争优势，但市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。2) 原材料价格波动风险：公司产品生产所需的原材料主要包括板材、台面、厨房电器及五金配件等。公司直接材料价格对公司主营业务成本的影响较大。虽然报告期内公司主要原材料采购价格小幅波动，但若未来原材料采购价格发生较大波动，可能对公司经营产生不利影响。

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,957	3,469	3,646	4,400	5,169
现金	705	863	1,135	1,733	2,346
应收票据及应收账款合计	1,229	1,516	1,347	1,446	1,546
其他应收款	126	101	134	144	154
预付账款	58	54	55	59	63
存货	305	220	324	349	373
其他流动资产	535	715	652	669	686
非流动资产	2,820	2,918	2,628	2,329	2,046
长期投资	134	169	185	201	217
固定资产	1,505	1,460	1,277	1,085	884
无形资产	255	262	218	174	131
其他非流动资产	926	1,027	949	869	813
资产总计	5,777	6,387	6,275	6,730	7,214
流动负债	2,775	2,861	2,516	2,709	2,900
短期借款	367	130	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,088	1,167	1,059	1,141	1,222
其他流动负债	1,320	1,563	1,457	1,568	1,678
非流动负债	124	238	199	162	128
长期借款	5	128	89	52	19
其他非流动负债	119	110	110	110	110
负债合计	2,899	3,099	2,715	2,870	3,029
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	1,801	2,181	2,453	2,752	3,078
归属母公司股东权益	2,879	3,288	3,560	3,859	4,186
负债和股东权益	5,777	6,387	6,275	6,730	7,214

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	766	756	661	871	897
净利润	537	595	475	525	571
折旧摊销	197	203	307	315	300
财务费用	-18	-9	5	-2	-5
投资损失	-16	-26	-14	-14	-14
营运资金变动	-37	-193	-120	37	36
其他经营现金流	104	186	7	9	9
投资活动现金流	-443	-436	-11	-11	-11
资本支出	355	433	0	0	0
长期投资	-102	-87	0	0	0
其他投资现金流	-696	-782	-11	-11	-11
筹资活动现金流	-433	-307	-378	-260	-273
短期借款	71	-237	-130	0	0
长期借款	-202	123	-39	-37	-33
其他筹资现金流	-303	-193	-208	-223	-240
现金净增加额	-105	17	272	599	612

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,389	6,116	5,709	6,131	6,554
营业成本	3,358	3,849	3,648	3,929	4,210
营业税金及附加	44	56	52	56	60
销售费用	832	890	868	920	977
管理费用	268	295	268	288	308
研发费用	279	319	285	313	328
财务费用	-18	-9	5	-2	-5
资产减值损失	-37	-122	-86	-80	-79
信用减值损失	-47	-81	-51	-50	-53
其他收益	28	67	44	44	44
公允价值变动收益	5	16	0	0	0
投资净收益	16	26	14	14	14
资产处置收益	-16	-3	-7	-7	-7
营业利润	576	619	496	548	597
营业外收入	4	9	5	5	5
营业外支出	4	6	5	5	5
利润总额	577	622	497	549	598
所得税	40	27	22	24	26
净利润	537	595	475	525	571
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	537	595	475	525	571
EBITDA	756	817	809	863	892
EPS (元)	1	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.58	13.50	-6.66	7.39	6.91
营业利润(%)	4.45	7.47	-19.84	10.44	8.90
归属于母公司净利润(%)	6.17	10.87	-20.16	10.43	8.89
获利能力					
毛利率(%)	37.69	37.07	36.09	35.90	35.77
净利率(%)	9.96	9.73	8.32	8.56	8.72
ROE(%)	18.65	18.10	13.35	13.60	13.65
ROIC(%)	19.64	20.59	17.06	20.07	24.43
偿债能力					
资产负债率(%)	50.17	48.52	43.27	42.65	41.98
净负债比率(%)	-11.56	-18.39	-29.38	-43.57	-55.60
流动比率	1.07	1.21	1.45	1.62	1.78
速动比率	0.84	1.02	1.21	1.38	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.96	0.91	0.91	0.91
应收账款周转率	4.45	4.09	4.41	4.41	4.41
应付账款周转率	5.79	6.52	6.33	6.33	6.33
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.36	1.09	1.20	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.73	1.51	1.99	2.05
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.53	8.15	8.84	9.59
估值比率					
P/E	11.26	10.15	12.72	11.51	10.57
P/B	2.10	1.84	1.70	1.57	1.44
EV/EBITDA	10.96	8.43	6.33	5.25	4.40

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券轻工纺服&教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年“新财富”中小市值最佳分析师第3名团队成员，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5。目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk