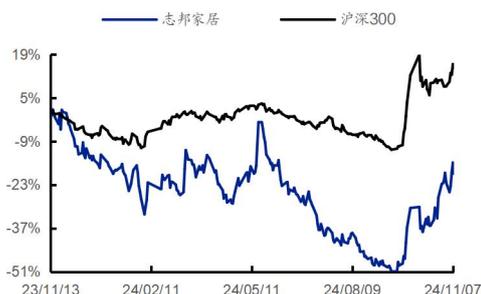


研究所:
 证券分析师: 林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 证券分析师: 赵兰亭 S0350524080004
 zhaolt@ghzq.com.cn
 联系人: 孙馨竹 S0350124060027
 sunxz@ghzq.com.cn

积极拓展全渠道多品类,以旧换新政策下有望推动需求释放

——志邦家居(603801)公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/11/08

表现	1M	3M	12M
志邦家居	15.3%	31.5%	-20.9%
沪深300	-3.6%	22.8%	13.7%

市场数据

2024/11/08

当前价格(元)	14.93
52周价格区间(元)	8.85-20.16
总市值(百万)	6,517.03
流通市值(百万)	6,484.84
总股本(万股)	43,650.58
流通股本(万股)	43,434.99
日均成交额(百万)	186.65
近一月换手(%)	3.89

相关报告

《志邦家居(603801)2023Q3业绩点评:整家战略持续推进,Q3盈利能力显著改善(买入)*家居用品*林昕宇》——2023-11-01

《志邦家居(603801)2023H1业绩点评:业绩增长彰显经营韧性,股权激励调动经营活力(买入)*家居用品*林昕宇》——2023-08-29

《志邦家居(603801.SH):品类渠道协同发展,弯道超越蓄势待发(买入)*家居用品*林昕宇》——2023-07-31

投资要点:

- **积极响应以旧换新政策,有望推动需求释放。**在国家以旧换新政策的推动下,公司采取双向补贴策略,在地方政府补贴基础上加码企业补贴,充分让利终端消费者。针对用户需求,公司推出明星整家29700满配套餐升级高品质的欧松板门板、Ag+抗菌柜体、BARCA HOME 高端沙发,同时整家组合29700、39700、59700多种材料与配置组合,通过多品类叠加为消费者带来省心、省时、省钱的一体化家居解决方案。我们认为在以旧换新的政策推动下,家居相关品类的购买需求有望进一步释放,进而带动公司获取更多流量与后续订单转化空间。
- **业绩短期承压,中长期有望保持稳步增长趋势。**2024Q1-Q3,公司实现营业收入36.75亿元/同比-6.46%,归母净利润2.66亿元/同比-23.80%,扣非归母净利润2.33亿元/同比-28.32%。2024Q3,公司实现营业收入14.63亿元/同比-10.14%,归母净利润1.17亿元/同比-30.93%,扣非归母净利润1.07亿元/同比-33.05%。受公司的收入规模实际达成情况与部分费用投放节奏以及刚性成本等因素影响,期间费用率同比增长,2024Q1-Q3,公司期间费用率为29.20%/同比+3.46pct,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为17.40%/6.14%/5.60%/0.06%,同比+2.49/+0.81/-0.15/+0.31pct。
- **厨柜衣柜有所承压,木门低基数稳健增长。**分产品,2024Q1-Q3整体厨柜/定制衣柜/木门营业收入分别为16.62/15.04/2.40亿元,同比分别为-5.18/-10.22/+0.46%。厨柜衣柜主要品类有所承压,木门品类规模较小,实现相对稳健增长。综合毛利率阶段性承压,分品类来看木门规模效益逐步显现。2024Q1-Q3公司销售毛利率为36.83%/同比-1.58pct,净利率为7.24%/同比-1.65pct。2024Q1-Q3公司的整体厨柜/定制衣柜/木门毛利率分别为41.58%/37.76%/20.77%,同比变化分别-2.01/-1.01/+2.82pct。由于外部经济环境承压,终端零售承压致使厨柜毛利率下降,木门品类规模效应逐步显现,毛利呈现稳步提升趋势。
- **海外渠道引领增长,大宗渠道仍具韧性。**分渠道来看,2024Q1-Q3直营/经销/大宗/海外业务营业收入分别为2.53/19.17/11.05/1.31亿

《志邦家居(603801)事件点评报告:公布可转债预案,助推南下布局与数字化升级(增持)*家居用品*林昕宇》——2023-07-07

元,同比分别为-16.25/-11.81/+0.95/+35.24%。大宗渠道延续稳步增长趋势,海外业务以国际 B、C 端业务双核驱动相对高速增长。公司重视门店运营质量,门店数量根据品类发展阶段及需要灵活调整,截至 2024Q3,整体橱柜/定制衣柜/木门/直营门店数为 1618/1821/1120/20 家,较 2023 年末变动-97/-29/+137/-15 家,门店总计 4579 家,较 2023 年末净减少 4 家。木门品类表现相对更优,木门门店仍处扩张期。

- **盈利预测和投资评级:** 公司稳步推进整家战略拓展全品类,持续看好公司零售渠道稳步增长以及大宗业务客户优化,多品类全渠道发力经营活力与增长动能尽显,首次覆盖,给予公司“买入”评级。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入为 59.74/64.01/68.85 亿元,归母净利润 5.21/5.61/6.07 亿元,对应 13/12/11xPE。
- **风险提示:** 地产恢复不及预期,终端消费力恢复不及预期,行业竞争加剧,新品类拓展不及预期,原材料价格波动,汇率波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6116	5974	6401	6885
增长率(%)	14	-2	7	8
归母净利润(百万元)	595	521	561	607
增长率(%)	11	-12	8	8
摊薄每股收益(元)	1.36	1.19	1.29	1.39
ROE(%)	18	14	14	13
P/E	12.30	12.51	11.61	10.74
P/B	2.23	1.80	1.64	1.40
P/S	1.20	1.09	1.02	0.95
EV/EBITDA	7.57	8.47	6.75	6.14

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：志邦家居盈利预测表

证券代码:	603801				股价:	14.93	投资评级:	买入	日期:	2024/11/08
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	18%	14%	14%	13%	EPS	1.36	1.19	1.29	1.39	
毛利率	37%	35%	35%	35%	BVPS	7.53	8.30	9.13	10.70	
期间费率	19%	20%	20%	20%	估值					
销售净利率	10%	9%	9%	9%	P/E	12.30	12.51	11.61	10.74	
成长能力					P/B	2.23	1.80	1.64	1.40	
收入增长率	14%	-2%	7%	8%	P/S	1.20	1.09	1.02	0.95	
利润增长率	11%	-12%	8%	8%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	1.01	0.93	0.92	0.89	营业收入	6116	5974	6401	6885	
应收账款周转率	28.34	30.43	29.70	29.70	营业成本	3849	3902	4165	4487	
存货周转率	14.65	11.54	12.01	12.21	营业税金及附加	56	54	58	52	
偿债能力					销售费用	890	881	946	1019	
资产负债率	49%	44%	46%	42%	管理费用	295	293	320	344	
流动比	1.21	1.33	1.34	1.53	财务费用	-9	-2	-11	-7	
速动比	0.57	0.56	0.74	0.80	其他费用/(-收入)	319	311	333	351	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	619	559	617	667	
现金及现金等价物	1287	1025	1926	2007	营业外净收支	3	1	0	0	
应收款项	245	274	263	313	利润总额	622	560	617	667	
存货净额	220	456	238	497	所得税费用	27	39	56	60	
其他流动资产	1716	1675	1743	1896	净利润	595	521	561	607	
流动资产合计	3469	3430	4171	4714	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	1450	1567	1643	1701	归属于母公司净利润	595	521	561	607	
在建工程	321	303	302	306	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	978	1004	1020	1037	经营活动现金流	756	303	1404	309	
长期股权投资	169	218	271	319	净利润	595	521	561	607	
资产总计	6387	6522	7407	8078	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	130	36	86	136	折旧摊销	203	196	214	234	
应付款项	1167	995	1363	1174	公允价值变动	-16	0	0	0	
合同负债	474	514	535	578	营运资金变动	-163	-409	633	-526	
其他流动负债	1089	1036	1120	1203	投资活动现金流	-436	-468	-363	-335	
流动负债合计	2861	2580	3103	3090	资本支出	-359	-319	-305	-313	
长期借款及应付债券	124	124	124	124	长期投资	-87	-160	-71	-36	
其他长期负债	114	194	194	194	其他	10	12	13	14	
长期负债合计	238	318	318	318	筹资活动现金流	-307	-207	-158	-181	
负债合计	3099	2898	3421	3408	债务融资	-112	-15	50	50	
股本	437	437	437	437	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3288	3624	3986	4670	其它	-195	-192	-208	-231	
负债和股东权益总计	6387	6522	7407	8078	现金净增加额	17	-373	883	93	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇，轻工行业首席分析师，8年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

赵兰亭，轻工行业分析师，4年卖方研究经验，伦敦国王学院硕士，曾就职于西南证券研究所，紧密跟踪覆盖出口链和个护板块。

孙馨竹，轻工行业研究助理，对外经济贸易大学金融硕士，紧密跟踪家居、造纸、个护板块。

【分析师承诺】

林昕宇，赵兰亭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。