

志邦家居 (603801.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

利润短期承压，积极信号逐步显现

业绩简评

10月29日公司发布24年三季报，24Q1-Q3营收/归母净利/扣非归母净利润分别同比-6.5%/-23.8%/-28.3至36.8/2.7/2.3亿元。24Q3营收/归母净利/扣非归母净利润分别同比-10.1%/-30.9%/-33.1%至14.6/1.2/1.1亿元。

经营分析

多重因素致使Q3收入下降，大宗渠道仍具经营韧性：24Q1-3公司直营/经销/大宗收入分别同比-16.3%/-11.8%/+1.0%至2.5/19.2/11.1亿元，其中24Q3直营/经销/大宗收入分别同比-30.0%/-13.2%/-6.7%至0.8/7.5/5.0亿元。公司在大宗渠道上积极开发适老、企事业公寓、工程高定等产品，加速拓展优质新客户，展现经营韧性。而经销、直营渠道仍处下滑，预计主因公司在Q3对相关门店进一步调整叠加行业整体需求依然偏弱。分产品来看，公司24Q1-3厨/衣/木收入分别同比-5.2%/-10.2%/+0.5%至16.6/15.0/2.4亿元，其中24Q3收入分别同比-7.1%/-16.5%/-7.2%至7.0/5.8/1.0亿元，木门品类表现相对更优，预计主因在整家战略推进下，木门与厨衣柜连带率提升叠加门店仍处扩张期。**主动让利致使厨衣毛利率下降，减值损失拖累减弱：**公司24Q1-3整体毛利率同比-1.6pct至36.8%，其中厨/衣毛利率分别同比-2.0/-1.0pct至41.6%/37.8%，预计主因大宗渠道竞争加剧叠加公司零售渠道主动让利，而木门由于规模效应显现，其24Q1-3毛利率同比+2.8pct至20.8%。24Q3公司整体毛利率同比-3.6pct至37.0%，厨/衣/木毛利率分别同比-3.9/-5.6/+7.7pct。费用率方面，24Q3销售/管理/研发分别同比+3.5/+0.2/-0.6pct至18.2%/5.1%/5.2%。此外，公司Q3资产+信用减值损失共计仅约260万元（去年同期约0.6亿元），相关拖累已开始减弱。

追求规模导向，稳定经销体系，相关积极信号正显现：今年以来房地产销售的疲软影响逐步传导至家居需求层面，在此背景下，公司在多渠道积极求变，主动让利，追求规模导向，不仅较好地稳定住经销体系而且为公司后续更好把握行业需求回暖机遇打下坚实基础。此外，公司海外市场拓展越发顺利叠加国内家具以旧换新消费补贴政策正逐步落地，积极信号正逐步显现，公司后续业绩企稳回升可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年EPS分别为1.03/1.11/1.20元，当前股价对应PE为14/13/12倍，维持“买入”评级。

风险提示

南方市场拓展不畅；原材料价格大幅上涨；整装渠道拓展不畅。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

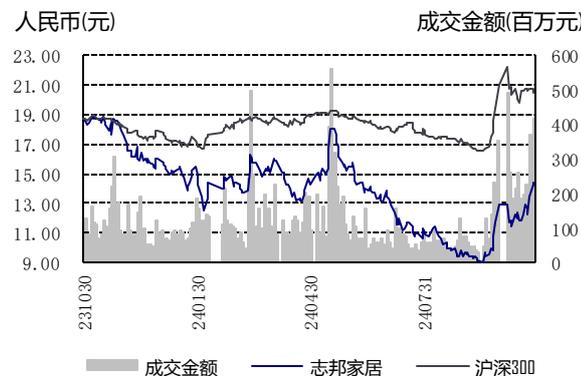
分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.36元

相关报告：

- 《志邦家居23年报&24一季报点评：行业压力显现，逆势提份额可...》，2024.4.26
- 《志邦家居公司点评：3Q收入增长显韧性，大宗渠道贡献显著》，2023.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,389	6,116	5,538	5,938	6,434
营业收入增长率	4.58%	13.50%	-9.45%	7.22%	8.35%
归母净利润(百万元)	537	595	448	486	525
归母净利润增长率	6.17%	10.87%	-24.77%	8.56%	8.05%
摊薄每股收益(元)	1.721	1.363	1.026	1.113	1.203
每股经营性现金流净额	2.16	1.24	0.31	1.44	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.65%	18.10%	12.43%	12.35%	12.35%
P/E	15.62	12.30	14.00	12.90	11.94
P/B	2.91	2.23	1.74	1.59	1.47

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	5,153	5,389	6,116	5,538	5,938	6,434	货币资金	668	705	863	694	792	858	
增长率	4.6%	13.5%	-9.5%	7.2%	8.4%		应收款项	417	351	346	443	452	462	
主营业务成本	-3,285	-3,358	-3,849	-3,434	-3,658	-3,959	存货	388	305	220	301	321	347	
%销售收入	63.8%	62.3%	62.9%	62.0%	61.6%	61.5%	其他流动资产	1,314	1,596	2,039	1,720	1,806	1,902	
毛利	1,867	2,031	2,267	2,104	2,280	2,475	流动资产	2,787	2,957	3,469	3,158	3,371	3,569	
%销售收入	36.2%	37.7%	37.1%	38.0%	38.4%	38.5%	%总资产	52.6%	51.2%	54.3%	48.2%	48.1%	47.6%	
营业税金及附加	-40	-44	-56	-50	-53	-58	长期投资	78	169	209	209	209	209	
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,548	1,609	1,771	1,977	2,108	2,265	
销售费用	-756	-832	-890	-942	-1,009	-1,107	%总资产	29.2%	27.8%	27.7%	30.2%	30.1%	30.2%	
%销售收入	14.7%	15.4%	14.5%	17.0%	17.0%	17.2%	无形资产	269	296	310	333	356	387	
管理费用	-232	-268	-295	-332	-356	-386	非流动资产	2,511	2,820	2,918	3,390	3,643	3,930	
%销售收入	4.5%	5.0%	4.8%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	47.4%	48.8%	45.7%	51.8%	51.9%	52.4%	
研发费用	-282	-279	-319	-305	-327	-354	资产总计	5,298	5,777	6,387	6,548	7,014	7,499	
%销售收入	5.5%	5.2%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%	短期借款	305	375	135	483	567	565	
息税前利润 (EBIT)	559	609	709	476	534	571	应付款项	1,259	1,706	1,893	1,696	1,726	1,859	
%销售收入	10.8%	11.3%	11.6%	8.6%	9.0%	8.9%	其他流动负债	862	694	832	480	496	536	
财务费用	7	18	9	-1	-20	-9	流动负债	2,426	2,775	2,861	2,659	2,789	2,960	
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	长期贷款	200	0	124	174	174	174	
资产减值损失	0	0	0	7	0	0	其他长期负债	81	124	114	114	114	114	
公允价值变动收益	5	5	16	0	0	0	其他	2,707	2,899	3,099	2,947	3,077	3,247	
投资收益	-1	16	26	10	15	10	普通股股东权益	2,591	2,879	3,288	3,601	3,937	4,252	
%税前利润	n.a	2.8%	4.2%	2.0%	2.7%	1.7%	其中：股本	312	312	437	437	437	437	
营业利润	552	576	619	514	552	597	未分配利润	1,422	1,773	2,151	2,419	2,711	3,026	
营业利润率	10.7%	10.7%	10.1%	9.3%	9.3%	9.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-2	1	3	-5	0	0	负债股东权益合计	5,298	5,777	6,387	6,548	7,014	7,499	
税前利润	550	577	622	509	552	597	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	10.7%	10.7%	10.2%	9.2%	9.3%	9.3%	每股指标							
所得税	-44	-40	-27	-61	-66	-72	每股收益	1.619	1.721	1.363	1.026	1.113	1.203	
所得税率	8.0%	7.0%	4.4%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	8.296	9.232	7.532	8.249	9.018	9.740	
净利润	506	537	595	448	486	525	每股经营现金净流	1.379	2.155	1.239	0.311	1.440	1.830	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.600	0.860	0.660	0.410	0.445	0.481	
归属于母公司的净利润	506	537	595	448	486	525	回报率							
净利率	9.8%	10.0%	9.7%	8.1%	8.2%	8.2%	净资产收益率	19.51%	18.65%	18.10%	12.43%	12.35%	12.35%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.54%	9.29%	9.32%	6.84%	6.93%	7.00%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	16.48%	17.27%	18.95%	9.79%	10.00%	10.02%	
净利润	506	537	595	448	486	525	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	34.17%	4.58%	13.50%	-9.45%	7.22%	8.35%	
非现金支出	145	187	191	166	192	217	EBIT增长率	31.70%	8.97%	16.35%	-32.84%	12.22%	6.87%	
非经营收益	9	-16	-82	-12	10	15	净利润增长率	27.84%	6.17%	10.87%	-24.77%	8.56%	8.05%	
营运资金变动	-229	-35	-163	-467	-59	41	总资产增长率	28.34%	9.05%	10.55%	2.52%	7.12%	6.92%	
经营活动现金净流	431	672	541	136	629	799	资产管理能力							
资本开支	-515	-379	-359	-464	-452	-502	应收账款周转天数	9.3	12.0	12.9	18.0	17.0	16.0	
投资	-45	-102	-87	-100	0	0	存货周转天数	39.8	37.6	24.9	32.0	32.0	32.0	
其他	44	38	10	10	15	10	应付账款周转天数	49.4	57.9	55.5	60.0	59.0	58.0	
投资活动现金净流	-516	-443	-436	-554	-437	-492	固定资产周转天数	103.7	101.0	86.5	105.8	103.7	101.7	
股权募资	0	0	0	44	44	0	偿债能力							
债权募资	389	-129	-112	405	84	-2	净负债/股东权益	-14.10%	-21.19%	-31.26%	-15.59%	-14.62%	-15.13%	
其他	-211	-298	-191	-198	-221	-238	EBIT利息保障倍数	-78.9	-33.4	-81.2	379.7	26.9	63.0	
筹资活动现金净流	178	-428	-303	251	-93	-240	资产负债率	51.10%	50.17%	48.52%	45.01%	43.87%	43.30%	
现金净流量	92	-199	-198	-168	99	66								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	25	25	49
增持	0	2	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.24	1.26	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-31	买入	20.91	N/A
2	2023-03-12	买入	32.40	N/A
3	2023-04-27	买入	31.86	N/A
4	2023-04-28	买入	33.57	N/A
5	2023-10-30	买入	19.90	N/A
6	2024-04-26	买入	14.23	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806