

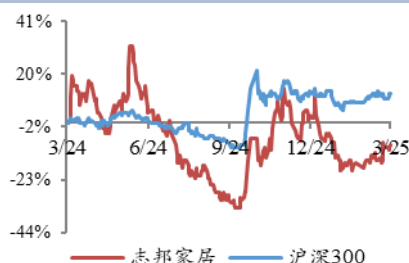
以旧换新政策持续受益，构建整家一体化能力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-3-8

收盘价（元）	12.48
近 12 个月最高/最低（元）	19.15/8.85
总股本（百万股）	437
流通股本（百万股）	434
流通股比例（%）	99.51
总市值（亿元）	54
流通市值（亿元）	54

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.志邦家居：24Q3 业绩承压，静待政策刺激成效 2024-10-31

2.24H1 业绩承压，大宗与海外渠道稳增 2024-08-31

3.品类渠道多元开拓，大家居战略稳步推进 2024-07-15

主要观点：

● 以旧换新政策驱动，家居消费市场有望持续回暖

政府工作报告提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。各地积极推进家装以旧换新补贴落地，如北京、上海、重庆、江苏都明确指出补贴范围包括橱柜、衣柜类定制产品，补贴比例在 15%-20%；广东虽没有明确提出支持全屋定制产品以旧换新，但对旧房装修、厨卫局部改造等进行部署。我们认为，2025 年家居以旧换新活动的延续，有望带动家居消费回暖向好，而志邦家居作为行业领先公司合规性较高，一方面能够更容易推动补贴申请落地，另一方面能够通过让利加码补贴政策，满足消费者多元化的焕新需求，有望更明显受益于以旧换新政策。

● 构建“整家一体化”能力，引领整家时代增长新局面

2025 年 1 月 14 日，公司举办 2025 年度全国经销商营销峰会，公司联合创始人、总裁许邦顺表示：2025 年公司将以“整家集成、产品领先、数智驱动、服务致胜”为战略主轴，打破常规和固有模式，重构革新。并鼓励经销商在新的一年要以更加昂扬的姿态征战在核心业务和主力市场上，抢抓机遇，凝聚共识，共同穿越经济周期，共绘增长愿景。公司联合创始人、董事长孙志勇指出：当下激烈的市场竞争虽充满挑战，但公司依然有决心，整家一体化将是公司的主赛道，同时也是一条对企业及经销商能力要求更高的赛道，直视当下机会，坚定整家一体化战略，把握整家一体化大红利，同时把握时间窗口，将收获胜利。未来，公司将与经销商相互促进、共同进步，用能力把握机会，重返增长轨道。我们认为，公司基于行业巨变、未来市场趋势，进行“整家一体化”能力构建，有望借助独特的整家定制能力优势，把握市场机遇，提升市场份额。

● 投资建议

公司稳步推进大家居战略，基本盘厨柜业务稳定增长，衣柜、木门业务处在快速发展期，规模效应有望驱动衣柜、木门毛利率提升；大宗渠道变中求进稳中求新，经销渠道积极布局华南市场，清远基地投产有望贡献明显收益，并持续进行渠道下沉，推动融合门店落地。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 57.72/62.08/66.17 亿元，分别同比-5.6%/+7.5%/+6.6%；归母净利润分别为 4.99/5.45/5.92 亿元，分别同比-16.2%/+9.3%/+8.5%。截至 2025 年 3 月 7 日，对应 EPS 分别为 1.14/1.25/1.36 元，对应 PE 分别为 10.92/9.99/9.21 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

经济波动带来的风险，房地产市场风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，经销商管理风险，应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6116	5772	6208	6617
收入同比（%）	13.5%	-5.6%	7.5%	6.6%
归属母公司净利润	595	499	545	592
净利润同比（%）	10.8%	-16.2%	9.3%	8.5%
毛利率（%）	37.1%	36.9%	37.1%	37.3%
ROE（%）	18.1%	14.1%	14.3%	14.5%
每股收益（元）	1.36	1.14	1.25	1.36
P/E	12.30	10.92	9.99	9.21
P/B	2.23	1.54	1.43	1.33
EV/EBITDA	7.57	6.24	5.28	4.41

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 3 月 7 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3469	3436	3906	4403	营业收入	6116	5772	6208	6617
现金	863	1214	1670	2177	营业成本	3849	3643	3904	4147
应收账款	225	170	144	109	营业税金及附加	56	58	62	66
其他应收款	101	93	95	99	销售费用	890	941	987	1052
预付账款	54	47	49	50	管理费用	295	323	335	357
存货	220	232	205	176	财务费用	-9	3	3	2
其他流动资产	2007	1680	1744	1792	资产减值损失	-122	30	-40	-40
非流动资产	2918	3017	3051	3068	公允价值变动收益	16	0	0	0
长期投资	169	169	169	169	投资净收益	26	-3	12	13
固定资产	1450	1480	1486	1469	营业利润	619	523	572	621
无形资产	262	304	346	388	营业外收入	9	8	8	8
其他非流动资产	1038	1064	1051	1043	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	6387	6454	6957	7471	利润总额	622	526	575	624
流动负债	2861	2644	2833	3009	所得税	27	27	30	32
短期借款	130	180	230	280	净利润	595	499	545	592
应付账款	591	536	564	587	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2140	1928	2039	2141	归属母公司净利润	595	499	545	592
非流动负债	238	273	323	373	EBITDA	888	736	803	868
长期借款	124	174	224	274	EPS（元）	1.36	1.14	1.25	1.36
其他非流动负债	114	99	99	99					
负债合计	3099	2917	3156	3382					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	437	437	437	437					
资本公积	671	675	675	675					
留存收益	2181	2425	2691	2978					
归属母公司股东权	3288	3536	3802	4089					
负债和股东权益	6387	6454	6957	7471					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	756	605	891	969	成长能力				
净利润	595	499	545	592	营业收入	13.5%	-5.6%	7.5%	6.6%
折旧摊销	203	207	225	242	营业利润	7.5%	-15.5%	9.3%	8.6%
财务费用	9	11	15	19	归属于母公司净利	10.8%	-16.2%	9.3%	8.5%
投资损失	-26	3	-12	-13	获利能力				
营运资金变动	-163	-99	45	46	毛利率（%）	37.1%	36.9%	37.1%	37.3%
其他经营现金流	897	583	574	629	净利率（%）	9.7%	8.6%	8.8%	8.9%
投资活动现金流	-436	-80	-240	-239	ROE（%）	18.1%	14.1%	14.3%	14.5%
资本支出	-359	-248	-247	-248	ROIC（%）	18.5%	12.9%	12.9%	12.8%
长期投资	-87	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	10	168	7	8	资产负债率（%）	48.5%	45.2%	45.4%	45.3%
筹资活动现金流	-307	-172	-195	-223	净负债比率（%）	94.2%	82.5%	83.0%	82.7%
短期借款	-237	50	50	50	流动比率	1.21	1.30	1.38	1.46
长期借款	124	50	50	50	速动比率	0.57	0.73	0.83	0.94
普通股增加	125	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-95	4	0	0	总资产周转率	1.01	0.90	0.93	0.92
其他筹资现金流	-223	-276	-295	-323	应收账款周转率	28.34	29.26	39.51	52.29
现金净增加额	17	351	456	507	应付账款周转率	6.58	6.47	7.10	7.20

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	1.36	1.14	1.25	1.36	P/E	12.30	10.92	9.99	9.21
每股经营现金流薄）	1.73	1.39	2.04	2.22	P/B	2.23	1.54	1.43	1.33
每股净资产	7.53	8.10	8.71	9.37	EV/EBITDA	7.57	6.24	5.28	4.41

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 3 月 7 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。