

传统业务承压，结构性突围促进动能转化

2025 年 4 月 30 日

核心观点

- 事件:**公司发布 2024 年年报, 24 年公司实现营业收入 52.6 亿元, 同比-14.0%; 归母净利润 3.9 亿元, 同比-35.2%。其中 24Q4 实现营业收入 15.8 亿元, 同比-27.7%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比-51.5%。25Q1 实现营业收入 8.2 亿元, 同比-0.3%; 归母净利润 0.4 亿元, 同比-10.9%。
- 三大业务承压调整, 产品升级协同发力。**24 年公司整体橱柜/定制衣柜/木门分别实现营收 23.9/21.2/3.7 亿元, 同比分别-15.6%/-15.4%/-9.1%。公司**整体橱柜业务**受房地产市场调整影响较为明显, 通过功能模块化设计提升空间利用率; **定制衣柜业务**深化全屋定制战略, 完善收纳系统产品线; **木门业务**推进木门与柜体产品的风格统一化, 提升整家解决方案协同性, 公司正通过产品升级和协调应对市场挑战。
- 渠道承压分化, 运营提质增效。**24 年公司直营店/经销店/大宗业务/海外业务分别实现营收 4.7/25.3/16.8/2.1 亿元, 同比分别 -0.8%/-18.9%/-16.2%/+37.3%。**直营渠道**受高端消费疲软影响较大, 公司通过数字化升级改造提升单店盈利能力; 持续优化**经销商**体系, 重点提升终端门店运营效率; 积极拓展**整装渠道**, 与头部装修公司、设计师工作室建立深度合作, 推动"整家定制"模式落地; **大宗业务**受房地产行业持续调整影响, 工程渠道承压明显, 公司积极调整客户结构, 拓展优质房企合作。
- 外销稳健增长, 国内重视下沉市场。**24 年公司国内/海外营收分别为 46.8/2.1 亿元, 同比分别-16.4%/+37.3%。**海外**展现出良好的增长潜力, 公司重点布局东南亚、中东等新兴市场, 建立本地化运营团队, 输出"整家定制"商业模式。
- 毛利率平稳, 盈利能力保持稳健。**24 年公司毛利率 36.3%, 同比-0.8pct; 管理费用率/销售费用率分别为 4.8%/14.6%, 同比分别+0.2pct/-0.9pct; 全年净利率 7.3%, 同比-2.4pct。其中 24Q4 净利率 7.5%, 同比-3.7pct。25Q1 毛利率 32.2%, 同比-5.1pct; 管理费用率/销售费用率分别为 8.9%/18.8%, 同比分别+1.6pct/-1.0pct; 净利率 5.1%, 同比-0.6pct
- 投资建议:**公司渠道布局持续深化, 南下扩张加快落地, 并以海外业务双轮驱动, 新兴海外市场拓展空间广阔。预计公司 2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.97/1.03/1.17 元, 4 月 30 日收盘价 10.91 元对应 PE 为 11X/11X/9X, 维持"推荐"评级。
- 风险提示:**家居消费需求不及预期的风险, 房地产市场不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5257.85	5527.19	5892.87	6419.87
收入增长率%	-14.04	5.12	6.62	8.94
归母净利润(百万元)	385.42	422.70	447.61	509.32
利润增速%	-35.23	9.67	5.89	13.79
毛利率%	36.27	36.36	36.45	36.53
摊薄 EPS(元)	0.88	0.97	1.03	1.17
PE	12.36	11.27	10.64	9.35
PB	1.40	1.30	1.25	1.20
PS	0.91	0.86	0.81	0.74

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

志邦家居 (603801.SH)

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎: 010-8092-6000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

研究助理: 韩勉

☎: 010-8092-7653

✉: hanmian_yj@chinastock.com.cn

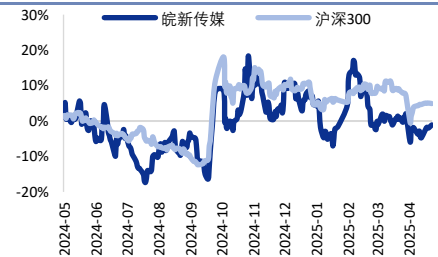
市场数据

2025-4-30

股票代码	603801.SH
A 股收盘价(元)	10.91
上证指数	3,279.03
总股本(万股)	43,651
实际流通 A 股(万股)	43,435
流通 A 股市值(亿元)	47.39

相对沪深 300 表现图

2025-4-30



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3288.66	3249.89	3413.83	3708.66
现金	798.91	730.23	748.52	785.10
应收账款	305.83	223.29	209.35	108.35
其它应收款	88.15	104.42	110.49	111.46
预付账款	55.13	55.69	56.55	60.71
存货	252.45	237.66	210.15	186.66
其他	1788.19	1898.60	2078.77	2456.39
非流动资产	3426.14	3573.75	3705.91	3907.98
长期投资	177.15	224.10	259.35	290.86
固定资产	1634.20	1617.56	1595.31	1665.27
无形资产	280.24	292.20	302.25	310.09
其他	1334.55	1439.89	1549.01	1641.77
资产总计	6714.80	6823.63	7119.74	7616.65
流动负债	3020.15	2866.20	2994.45	3226.15
短期借款	248.94	233.51	247.77	347.77
应付账款	717.37	633.31	664.62	679.12
其他	2053.84	1999.39	2082.06	2199.26
非流动负债	295.33	288.33	312.74	414.74
长期借款	154.68	139.58	153.84	253.84
其他	140.64	148.76	158.91	160.91
负债合计	3315.48	3154.54	3307.20	3640.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	3399.33	3669.10	3812.54	3975.76
负债和股东权益	6714.80	6823.63	7119.74	7616.65

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	490.69	648.75	813.46	983.05
折旧摊销	385.42	422.70	447.61	509.32
财务费用	216.35	268.62	271.88	283.16
投资损失	1.61	18.47	19.35	24.12
营运资金变动	-9.48	-12.69	-8.75	-5.26
其它	-149.89	-90.03	31.92	129.13
投资活动现金流	46.69	41.67	51.46	42.59
资本支出	-212.19	-520.74	-510.33	-778.25
长期投资	-255.17	-306.01	-292.07	-384.85
其他	-138.65	-217.64	-199.73	-372.10
筹资活动现金流	181.63	2.92	-18.53	-21.30
短期借款	-161.61	-240.46	-284.85	-168.22
长期借款	118.90	-15.43	14.26	100.00
其他	30.78	-15.11	14.26	100.00
现金净增加额	-311.29	-209.92	-313.37	-368.22

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5257.85	5527.19	5892.87	6419.87
营业成本	3350.95	3517.51	3744.92	4074.69
营业税金及附加	61.28	53.10	53.63	57.78
营业费用	853.79	845.66	895.72	930.88
管理费用	281.24	292.94	294.64	288.89
财务费用	-1.99	2.49	4.75	9.15
资产减值损失	-77.47	-24.33	-28.18	-21.15
公允价值变动收益	10.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.87	12.69	8.75	5.26
营业利润	417.20	449.93	472.99	534.35
营业外收入	9.18	7.47	6.84	6.17
营业外支出	6.82	5.48	4.86	4.45
利润总额	419.56	451.92	474.96	536.07
所得税	34.14	29.22	27.36	26.75
净利润	385.42	422.70	447.61	509.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	385.42	422.70	447.61	509.32
EBITDA	688.43	723.04	751.60	828.38
EPS (元)	0.88	0.97	1.03	1.17

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-14.04%	5.12%	6.62%	8.94%
营业利润	-32.64%	7.85%	5.13%	12.97%
归属母公司净利润	-35.23%	9.67%	5.89%	13.79%
毛利率	36.27%	36.36%	36.45%	36.53%
净利率	7.33%	7.65%	7.60%	7.93%
ROIC	11.19%	10.31%	10.50%	11.09%
资产负债率	49.38%	46.23%	46.45%	47.80%
净负债比率	-9.54%	-7.56%	-6.74%	-2.31%
流动比率	1.09	1.13	1.14	1.15
速动比率	0.59	0.62	0.63	0.66
总资产周转率	0.80	0.82	0.85	0.87
应收账款周转率	19.83	20.89	27.24	40.42
应付账款周转率	5.12	5.21	5.77	6.06
每股收益	0.88	0.97	1.03	1.17
每股经营现金	1.12	1.49	1.86	2.25
每股净资产	7.79	8.41	8.73	9.11
P/E	12.36	11.27	10.64	9.35
P/B	1.40	1.30	1.25	1.20
EV/EBITDA	7.65	6.20	5.99	5.64
P/S	0.91	0.86	0.81	0.74

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14 年行业分析师经验、10 年轻工制造行业分析师经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn