

公司研究

受宏观环境影响 24 年业绩承压，海外业务加速布局

——志邦家居（603801.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：11.00 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.37
总市值(亿元):	48.02
一年最低/最高(元):	8.85/18.26
近 3 月换手率:	90.38%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.65	-1.95	-29.11
绝对	-6.54	-2.48	-24.94

资料来源：Wind

相关研报

前三季度国内经营业绩承压，海外业务表现突出——志邦家居（603801.SH）2024 年三季报点评（2024-10-30）

整家战略布局下，木门收入延续增长，出口业务表现靓丽——志邦家居（603801.SH）2024 年中报点评（2024-08-30）

要点

事件：

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 52.6 亿元，同比-14.0%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比-35.2%；其中 4Q2024 实现营收 15.8 亿元，同比-27.7%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比-51.5%。1Q2025 实现营收 8.2 亿元，同比-0.3%，实现归母净利润 4208 万元，同比-10.9%。

点评：

受宏观环境影响业绩承压，加速出海布局构筑新增长曲线：2024 年，厨柜/衣柜/木门分别实现营收 23.9/21.2/3.7 亿元，分别同比-15.6%/-15.3%/-9.1%。分渠道看，直营/经销/大宗/海外渠道分别实现营收 4.7/25.3/16.8/2.1 亿元，分别同比-0.8%/-18.9%/-16.2%/+37.3%。4Q2024，厨柜/衣柜/木门分别实现营收 7.3/6.2/1.3 亿元，分别同比-32.5%/-25.7%/-22.4%。分渠道看，直营/经销/大宗/海外渠道分别实现营收 2.1/6.2/5.8/0.7 亿元，分别同比+26.8%/-35.3%/-36.7%/+41.0%。

公司加速海外布局，海外业务从工程整装向零售加盟延伸，2024 年新增菲律宾、马来西亚、沙特等零售门店，截至 2024 年末，公司海外业务已覆盖澳洲、东南亚、中东等十多个国家和地区。

1Q2025，厨柜/衣柜/木门分别实现营收 2.6/4.2/0.6 亿元，分别同比-16.3%/+9.7%/+42.3%。分渠道看，直营/经销/大宗/海外渠道分别实现营收 3.0/3.4/0.6/0.5 亿元，分别同比+205.8%/-25.0%/-55.8%/+3.5%。截至 1Q2025 末，公司共有 3832 家门店，其中经销商门店数为 3798 家，直营门店 34 家。经销商门店数目与 1Q2024 末相比，净减少 919 家，经销商门店细分来看，1Q2025 末厨柜/衣柜/木门的门店数量分别为 1327/1471/1000 家，与 1Q2024 末相比，净减少 432/441/46 家。1Q2025 经销商单店营收 9 万元，同比-6.9%；直营店单店营收 872 万元，同比+124.9%。

我们认为，公司线下经销商通过直营公司参与国补活动，因而 1Q2025 直营收入同比大幅增长，经销渠道收入同比有所下滑。

整体毛利率同比小幅降低，规模效应下海外业务毛利率显著提升：2024 年，公司毛利率为 36.3%，同比-0.8pcts；分产品看，厨柜/衣柜/木门毛利率分别为 40.2%/39.0%/17.7%，同比-0.7/+1.0/-3.3pcts。分渠道看，直营/经销/大宗渠道毛利率分别为 67.3%/34.4%/36.4%，分别同比-0.7/-0.6/-1.3pct。受益于海外业务规模的起量，2024 年公司海外渠道毛利率为 28.0%，同比+9.8pcts。

2024 年，公司期间费用率为 26.6%，同比+2.2pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.2%/5.3%/5.0%/0.0%，分别同比+1.7/+0.5/-0.2/+0.1pcts，销售费用率的增加主要系整体收入规模下滑、以及市场服务费用增加所致。

1Q2025，公司毛利率同比下降 5.1pcts 至 32.2%。分产品看，厨柜/衣柜/木门毛利率分别为 35.4%/37.2%/15.8%，分别同比-6.2/-3.8/+1.4pcts。分渠道看，直营/经销/大宗/海外渠道毛利率分别为 47.6%/25.4%/33.1%/23.1%，分别同比-21.7/-10.4/-3.4/-1.2pcts。1Q2025 公司部分经销商通过直营公司参与国补活动，因而直营渠道毛利率有所下滑。

1Q2025 公司期间费用率为 29.3%，同比-4.9pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.1%/7.2%/4.9%/0.2%，分别同比-1.7/-1.8/-2.0/+0.7pcts。

家居龙头企业，维持“买入”评级：考虑到行业竞争压力较大，我们将公司 2025-2026 年营收预测分别下调至 56.93/62.96 亿元（下调幅度分别为 9%/10%），将 2025-2026 年归母净利润分别下调至 4.22/4.94 亿元（下调幅度分别为 24%/23%），并新增 2027 年营收和归母净利润预测分别为 68.57/5.52 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.97/1.13/1.27 元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍。国内消费“以旧换新”补贴的资金支持力度加大，公司积极顺应市场趋势变化，有望在供给出清的阶段进一步扩大市场份额，维持“买入”评级。

风险提示：整装业务发展不及预期，内需刺激政策不及预期，国际贸易冲突加剧，市场竞争程度超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,116	5,258	5,693	6,296	6,857
营业收入增长率	13.50%	-14.04%	8.28%	10.59%	8.91%
归母净利润（百万元）	595	385	422	494	552
归母净利润增长率	10.87%	-35.23%	9.61%	17.00%	11.71%
EPS（元）	1.36	0.88	0.97	1.13	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.10%	11.34%	11.87%	13.08%	13.60%
P/E	8	12	11	10	9
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,116	5,258	5,693	6,296	6,857
营业成本	3,849	3,351	3,637	4,036	4,389
折旧和摊销	169	190	201	216	232
税金及附加	56	61	48	54	58
销售费用	890	854	934	1,026	1,111
管理费用	295	281	319	346	377
研发费用	319	265	290	321	350
财务费用	-9	-2	7	10	6
投资收益	26	5	10	10	10
营业利润	619	417	457	535	598
利润总额	622	420	459	537	600
所得税	27	34	37	43	48
净利润	595	385	422	494	552
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	595	385	422	494	552
EPS(元)	1.36	0.88	0.97	1.13	1.27

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	756	491	1,146	780	817
净利润	595	385	422	494	552
折旧摊销	169	190	201	216	232
净营运资金增加	-252	-268	-2	29	54
其他	244	183	524	42	-21
投资活动产生现金流	-436	-212	-452	-366	-464
净资本支出	-359	-255	-330	-330	-430
长期投资变化	169	177	0	0	0
其他资产变化	-245	-134	-122	-36	-34
融资活动现金流	-307	-162	-468	-306	-252
股本变化	125	0	0	0	0
债务净变化	-116	170	-204	-27	20
无息负债变化	315	47	26	215	172
净现金流	17	120	226	109	101

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.1%	36.3%	36.1%	35.9%	36.0%
EBITDA 率	17.8%	15.1%	12.2%	12.0%	12.2%
EBIT 率	14.7%	10.9%	8.7%	8.6%	8.8%
税前净利润率	10.2%	8.0%	8.1%	8.5%	8.8%
归母净利润率	9.7%	7.3%	7.4%	7.9%	8.1%
ROA	9.3%	5.7%	6.3%	7.0%	7.3%
ROE (摊薄)	18.1%	11.3%	11.9%	13.1%	13.6%
经营性 ROIC	45.6%	27.1%	22.4%	22.6%	22.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	49%	49%	47%	47%	46%
流动比率	1.21	1.09	1.12	1.13	1.14
速动比率	1.14	1.01	1.02	1.03	1.03
归母权益/有息债务	12.68	7.92	15.81	19.09	18.62
有形资产/有息债务	22.89	14.47	28.16	33.95	32.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,387	6,715	6,697	7,105	7,577
货币资金	863	799	1,025	1,133	1,234
交易性金融资产	424	565	600	610	620
应收账款	225	306	182	194	203
应收票据	21	23	28	31	34
其他应收款 (合计)	101	88	114	126	137
存货	220	252	291	323	351
其他流动资产	82	94	138	198	254
流动资产合计	3,469	3,289	3,232	3,476	3,700
其他权益工具	4	13	13	13	13
长期股权投资	169	177	177	177	177
固定资产	1,450	1,634	1,610	1,597	1,620
在建工程	321	275	364	430	533
无形资产	262	280	304	328	351
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	475	600	600	600	600
非流动资产合计	2,918	3,426	3,465	3,629	3,877
总负债	3,099	3,315	3,137	3,326	3,517
短期借款	130	249	70	43	63
应付账款	591	717	727	807	878
应付票据	577	475	546	605	658
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	60	55	59	66	71
流动负债合计	2,861	3,020	2,885	3,063	3,243
长期借款	124	155	155	155	155
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	83	73	77	83	89
非流动负债合计	238	295	252	263	275
股东权益	3,288	3,399	3,560	3,780	4,060
股本	437	437	437	437	437
公积金	791	804	846	874	874
未分配利润	2,151	2,203	2,322	2,513	2,793
归属母公司权益	3,288	3,399	3,560	3,780	4,060
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	14.55%	16.24%	16.40%	16.30%	16.20%
管理费用率	4.82%	5.35%	5.60%	5.50%	5.50%
财务费用率	-0.14%	-0.04%	0.12%	0.16%	0.09%
研发费用率	5.21%	5.04%	5.10%	5.10%	5.10%
所得税率	4%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.70	0.60	0.63	0.62	0.63
每股经营现金流	1.73	1.12	2.63	1.79	1.87
每股净资产	7.53	7.79	8.16	8.66	9.30
每股销售收入	14.01	12.05	13.04	14.42	15.71

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8	12	11	10	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.4	5.9	5.9	5.4	4.9
股息率	6.4%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP