

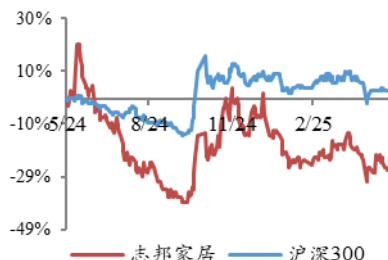
## 25Q1 降幅收窄，积极推动品牌出海

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-05

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价（元）          | 10.91      |
| 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）         | 48         |
| 流通市值（亿元）        | 47         |

### 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：以旧换新政策持续受益，构建整家一体化能力 2025-03-08
- 2.志邦家居：24Q3 业绩承压，静待政策刺激成效 2024-10-31
- 3.24H1 业绩承压，大宗与海外渠道稳增 2024-08-31

### 主要观点：

#### ● 事件：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报

2024 年实现营业收入 52.58 亿元，同比下降 14.04%；实现归母净利润 3.85 亿元，同比下降 35.23%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 15.83 亿元，同比下降 27.66%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比下降 51.48%。单季度来看，2025 年第一季度实现营业收入 8.18 亿元，同比下降 0.30%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 10.90%。

#### ● 零售和大宗业务承压，海外业务快速增长

2024 年，分产品来看，整体厨柜/定制衣柜/木门/其他/分别实现营业收入 23.94/21.21/3.73/3.70 亿元，同比-15.62%/-15.35%/-9.05%/+1.76%；分渠道来看，直营店/经销店/大宗业务/海外业务/其他分别实现营业收入 4.66/25.33/16.84/2.05/3.7 亿元，同比-0.80%/-18.94%/-16.18%/+37.25%/+1.76%。2025Q1，分产品来看，整体厨柜/定制衣柜/木门/其他/分别实现营业收入 2.65/4.21/0.64/0.68 亿元，同比-16.29%/9.72%/42.34%/-9.71%。分渠道来看，直营店/经销店/大宗业务/海外业务/其他分别实现营业收入 2.96/3.43/0.65/0.45/0.68 亿元，同比+205.81%/-25.00%/-55.79%/+3.53%/-9.71%。截至 2025Q1 末，公司整体橱柜/定制衣柜/木门/直营门店数量分别为 1327/1471/1000/34 家，较 2024 年末分别变动-112/-164/+14/+0 家。公司加速出海，通过海外展会布局市场，实现品牌出海。近年来，公司洞察到新兴市场的潜在机会，进一步开拓东南亚市场，相继在新加坡、菲律宾、马尔代夫、马来西亚、印度尼西亚等多个国家开设零售店，通过建立专业高效的服务团队，构建完善的项目管理体系，不断为国际客户提供优质的产品与服务。2024 年 6 月 1 日，志邦日本首家东京旗舰店和志邦菲律宾宿务店同步开业，进一步提升了公司品牌在国际市场的影响力。

#### ● 24 年和 25Q1 盈利能力下滑，静待改革成效

2024 年公司毛利率为 36.27%，同比-0.8pct；销售/管理/研发/财务费用率为 16.24%/5.35%/5.04%/-0.04%，同比+1.69/+0.53/-0.16/+0.1pct；归母净利率为 7.33%，同比-2.4pct。2024 年第四季度公司毛利率为 34.97%，同比+0.32pct；销售/管理/研发/财务费用率为 13.54%/3.52%/3.74%/-0.27%，同比-0.35/-0.39/-0.48/-0.32pct；归母净利率为 7.53%，同比-3.7pct。2025 年第一季度公司毛利率为 32.16%，同比-5.06pct；销售/管理/研发/财务费用率为 17.07%/7.19%/4.87%/0.16%，同比-1.72/-1.8/-2.03/+0.68pct；归母净利率为 5.15%，同比-0.61pct。公司自 2024 年 5 月开始在内部启动逆战行动，正式迈开内部变革步伐，并于 2024 年四季度开展国内零售事业部的深度变革工作，公司正处于自上市以来高速发展后的首次大范围变革期，针对公司治理、经营管理、组织建设等方面存在的不足进行了深刻反思、全面转型，改革推动下未来有望提升盈利能力。

### ● 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。基于公司 25 Q1 业绩，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 56.21/59.79/63.13 亿元（25-26 年原值为 62.08/66.17 亿元），分别同比增长 6.9%/6.4%/5.6%；归母净利润分别为 4.06/4.34/4.62 亿元（25-26 年原值为 5.45/5.92 亿元），分别同比增长 5.3%/7.0%/6.3%。截至 2025 年 4 月 30 日，EPS 分别为 0.93/1/1.06 元，对应 PE 分别为 11.73/10.96/10.32 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    | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 5258   | 5621  | 5979  | 6313  |
| 收入同比（%）   | -14.0% | 6.9%  | 6.4%  | 5.6%  |
| 归属母公司净利润  | 385    | 406   | 434   | 462   |
| 净利润同比（%）  | -35.2% | 5.3%  | 7.0%  | 6.3%  |
| 毛利率（%）    | 36.3%  | 34.7% | 34.5% | 34.3% |
| ROE（%）    | 11.3%  | 11.2% | 11.6% | 11.8% |
| 每股收益（元）   | 0.89   | 0.93  | 1.00  | 1.06  |
| P/E       | 14.40  | 11.73 | 10.96 | 10.32 |
| P/B       | 1.64   | 1.32  | 1.27  | 1.22  |
| EV/EBITDA | 7.65   | 6.34  | 5.60  | 4.90  |

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 30 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           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 3289  | 3409  | 3686  | 4014  | <b>营业收入</b>     | 5258   | 5621  | 5979  | 6313  |
| 现金             | 799   | 972   | 1179  | 1416  | 营业成本            | 3351   | 3671  | 3919  | 4148  |
| 应收账款           | 306   | 230   | 238   | 254   | 营业税金及附加         | 61     | 62    | 66    | 69    |
| 其他应收款          | 88    | 106   | 104   | 112   | 销售费用            | 854    | 894   | 945   | 991   |
| 预付账款           | 55    | 58    | 60    | 66    | 管理费用            | 281    | 284   | 303   | 319   |
| 存货             | 252   | 233   | 191   | 183   | 财务费用            | -2     | 5     | 3     | 0     |
| 其他流动资产         | 1788  | 1809  | 1915  | 1984  | 资产减值损失          | -77    | -40   | -40   | -40   |
| <b>非流动资产</b>   | 3426  | 3490  | 3574  | 3631  | 公允价值变动收益        | 11     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 177   | 177   | 177   | 177   | 投资净收益           | 5      | 6     | 6     | 6     |
| 固定资产           | 1634  | 1736  | 1823  | 1888  | <b>营业利润</b>     | 417    | 431   | 461   | 493   |
| 无形资产           | 280   | 296   | 310   | 326   | 营业外收入           | 9      | 8     | 8     | 8     |
| 其他非流动资产        | 1335  | 1280  | 1264  | 1239  | 营业外支出           | 7      | 5     | 5     | 5     |
| <b>资产总计</b>    | 6715  | 6899  | 7260  | 7645  | <b>利润总额</b>     | 420    | 434   | 464   | 496   |
| <b>流动负债</b>    | 3020  | 2988  | 3210  | 3446  | 所得税             | 34     | 28    | 29    | 35    |
| 短期借款           | 249   | 249   | 249   | 249   | <b>净利润</b>      | 385    | 406   | 434   | 462   |
| 应付账款           | 717   | 661   | 715   | 797   | 少数股东损益          | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 2054  | 2078  | 2245  | 2400  | <b>归属母公司净利润</b> | 385    | 406   | 434   | 462   |
| <b>非流动负债</b>   | 295   | 291   | 291   | 291   | EBITDA          | 688    | 672   | 723   | 779   |
| 长期借款           | 155   | 155   | 155   | 155   | EPS（元）          | 0.89   | 0.93  | 1.00  | 1.06  |
| 其他非流动负债        | 141   | 136   | 136   | 136   | <b>主要财务比率</b>   |        |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 3315  | 3278  | 3500  | 3737  | <b>会计年度</b>     | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 股本             | 437   | 437   | 437   | 437   | 营业收入            | -14.0% | 6.9%  | 6.4%  | 5.6%  |
| 资本公积           | 656   | 656   | 656   | 656   | 营业利润            | -32.6% | 3.3%  | 7.0%  | 7.0%  |
| 留存收益           | 2307  | 2528  | 2667  | 2815  | 归属于母公司净利润       | -35.2% | 5.3%  | 7.0%  | 6.3%  |
| 归属母公司股东权益      | 3399  | 3620  | 3760  | 3907  | <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 6715  | 6899  | 7260  | 7645  | 毛利率（%）          | 36.3%  | 34.7% | 34.5% | 34.3% |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 净利率（%）          | 7.3%   | 7.2%  | 7.3%  | 7.3%  |
| 单位:百万元         |       |       |       |       | ROE（%）          | 11.3%  | 11.2% | 11.6% | 11.8% |
| <b>会计年度</b>    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | ROIC（%）         | 11.2%  | 10.1% | 10.3% | 10.5% |
| <b>经营活动现金流</b> | 491   | 669   | 853   | 900   | <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 净利润            | 385   | 406   | 434   | 462   | 资产负债率（%）        | 49.4%  | 47.5% | 48.2% | 48.9% |
| 折旧摊销           | 216   | 233   | 257   | 283   | 净负债比率（%）        | 97.5%  | 90.6% | 93.1% | 95.6% |
| 财务费用           | 2     | 17    | 17    | 17    | 流动比率            | 1.09   | 1.14  | 1.15  | 1.16  |
| 投资损失           | -9    | -6    | -6    | -6    | 速动比率            | 0.59   | 0.63  | 0.66  | 0.69  |
| 营运资金变动         | -150  | -36   | 92    | 86    | <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| 其他经营现金流        | 582   | 495   | 402   | 434   | 总资产周转率          | 0.80   | 0.83  | 0.84  | 0.85  |
| <b>投资活动现金流</b> | -212  | -286  | -333  | -332  | 应收账款周转率         | 19.83  | 20.99 | 25.58 | 25.70 |
| 资本支出           | -255  | -305  | -334  | -338  | 应付账款周转率         | 5.12   | 5.33  | 5.69  | 5.49  |
| 长期投资           | -139  | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标（元）</b>  |        |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 182   | 19    | 1     | 6     | 每股收益            | 0.89   | 0.93  | 1.00  | 1.06  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -162  | -210  | -313  | -331  | 每股经营现金流         | 1.12   | 1.53  | 1.95  | 2.06  |
| 短期借款           | 119   | 0     | 0     | 0     | 每股净资产           | 7.79   | 8.29  | 8.61  | 8.95  |
| 长期借款           | 31    | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E             | 14.40  | 11.73 | 10.96 | 10.32 |
| 资本公积增加         | -14   | 0     | 0     | 0     | P/B             | 1.64   | 1.32  | 1.27  | 1.22  |
| 其他筹资现金流        | -297  | -210  | -313  | -331  | EV/EBITDA       | 7.65   | 6.34  | 5.60  | 4.90  |
| <b>现金净增加额</b>  | 120   | 173   | 207   | 237   |                 |        |       |       |       |

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 30 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。