

2024 年承压，以旧换新带动 25Q1 零售业务增长

核心观点

25Q1 公司营收同比-0.3%，其中直营+经销渠道的零售渠道营收同比+15.4%，主要得益于国补政策推进。25Q1 归母净利润同比-10.9%，主要系公司加大终端让利。2024 年零售渠道受终端客流影响下滑双位数以上、大宗渠道下滑双位数以上，海外业务高增。传统厨柜、衣柜门店目前正在优化调整，25Q1 公司门店数合计 3842 家/较年初净关店 262 家。后续公司将持续推进渠道布局、继续深化整家套餐，海外业务有望贡献增量部分；以旧换新补贴落地零售有望逐步好转。

事件

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 52.58 亿元/-14.0%，归母净利润 3.85 亿元/-35.2%，扣非归母净利润 3.40 亿元/-38.1%，基本 EPS 为 0.89 元/-34.7%，ROE（加权）为 11.61%/-7.58pct。公司拟每 10 股派发现金红利 6 元（含税）。

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 8.18 亿元/-0.3%，归母净利润 0.42 亿元/-10.9%，扣非归母净利润 0.36 亿元/-8.3%，基本 EPS 为 0.10 元/-10.3%，ROE（加权）为 1.21%/-0.21pct。

简评

以旧换新带动 25Q1 零售业务增长。25Q1 公司收入 8.18 亿元/-0.3%，其中直营、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%，其中直营高增主要系公司线下经销商通过直营公司参与国补活动。25Q1 直营+经销渠道合计营收 6.4 亿元/+15.4%。25Q1 归母净利润 0.42 亿元/-10.9%、扣非归母净利润 0.36 亿元/-8.3%，25Q1 毛利率 32.2%/-5.1pct，管理费用率、销售费用率分别为 8.9%/+1.6pct、18.8%/-1.0pct。

2024 年渠道承压明显，出海业务加速布局。24 年营收 52.58 亿元/-14.0%，归母净利润 3.85 亿元/-35.2%，扣非归母净利润 3.40 亿元/-38.1%，对应 24Q4 营业收入 15.8 亿元/-27.7%、归母净利润 1.2 亿元/-51.5%，利润下滑幅度更大主要系所得税以及政府补助差异。其中：

志邦家居 (603801.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 05 月 11 日

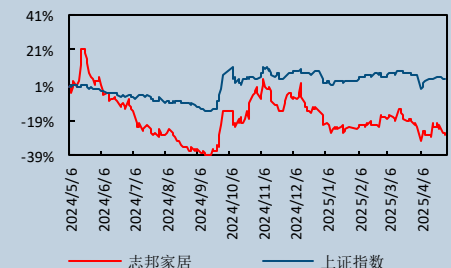
当前股价：10.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.93/-6.78	-5.70/-6.58	-29.06/-34.40
12 月最高/最低价 (元)		18.89/9.09
总股本 (万股)		43,650.57
流通 A 股 (万股)		43,434.98
总市值 (亿元)		47.62
流通市值 (亿元)		47.39
近 3 月日均成交量 (万)		665.22
主要股东		
孙志勇		20.86%

股价表现



相关研究报告

24.11.07	【中信建投轻工纺织及服务】志邦家居 (603801):费用投放拖累 Q3 业绩，海外市场表现良好
24.09.01	【中信建投轻工纺织及服务】志邦家居 (603801):24H1 业绩承压，海外表现亮眼

- 1) 分渠道: 2024 年公司直营店营收 4.66 亿/-0.8%, 经销渠道营收 25.33 亿元/-18.94%、毛利率 34.45%/-0.60pct, 24 年底、25Q1 公司门店数合计 4094 家、3842 家/较年初净关店 262 家 (其中衣柜-164 家、木门+14 家、厨柜-112 家), 主要系公司关闭低效门店、进一步优化渠道布局; 2024 年大宗渠道营收 16.84 亿元/-16.18%、毛利率 36.37%/-1.31pct, 公司积极开拓第四代住房、保障房、酒店公寓等空白市场机会。除此之外, 公司积极开拓海外市场, 2024 年海外营收 2.05 亿元/+37.25%、毛利率 27.97%/+9.77pct, 公司国际零售+海外工程渠道齐头并进, 其中澳大利亚、美国主要是 B 端大宗业务, 为工程承包商提供定制产品, 东南亚主要是 C 端品牌门店, 公司聚焦重点澳洲、北美市场同时抓住东南亚、中东等新兴市场机会。
- 2) 分业务: 2024 年公司厨柜、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%, 毛利率为 40.24%、38.97%、17.68%, 分别同比-0.70、+1.01、-3.31pct。2025 年公司聚焦整家一体化战略升级, 发布了 2025 年春季新品及第 10 代整家展厅。

2024 年毛利率和利润率有所下滑。2024 年公司毛利率 36.27%/-0.80pct, 2024 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 16.24%、5.35%、5.04%, 同比+1.69、+0.53、-0.16pct。2024 年净利率 7.3%/-2.4pct。

盈利预测: 预计 2025-2027 年营收 55.6、59.2、63.7 亿元, 同比+5.74%、+6.50%、+7.61%; 归母净利润为 4.13、4.44、4.78 亿元, 同比+7.1%、+7.4%、+7.7%, 对应 PE 为 11.6、10.8、10.0 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 行业竞争加剧的风险: 定制家具企业纷纷拓展品类, 从厨柜、衣柜单品定制进入全屋定制领域, 行业渗透度提高, 导致市场竞争加剧。虽然公司是国内定制家具行业的领先企业, 在品牌管理、营销网络、设计研发等方面具备较强的竞争优势, 但市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑, 从而对公司的生产经营带来不利影响。2) 原材料价格波动风险: 公司产品生产所需的原材料主要包括板材、台面、厨房电器及五金配件等。公司直接材料价格对公司主营业务成本的影响较大。虽然报告期内公司主要原材料采购价格小幅波动, 但若未来原材料采购价格发生较大波动, 可能对公司经营产生不利影响。

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,469	3,289	3,500	4,282	5,115
现金	863	799	913	1,563	2,232
应收票据及应收账款合计	1,516	1,440	1,389	1,480	1,592
其他应收款	101	88	105	112	120
预付账款	54	55	55	59	64
存货	220	252	264	282	304
其他流动资产	715	654	772	786	803
非流动资产	2,918	3,426	3,088	2,741	2,410
长期投资	169	177	198	220	241
固定资产	1,460	1,688	1,462	1,229	989
无形资产	262	280	234	187	140
其他非流动资产	1,027	1,281	1,193	1,105	1,039
资产总计	6,387	6,715	6,588	7,022	7,524
流动负债	2,861	3,020	2,660	2,838	3,056
短期借款	130	249	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,167	1,192	1,163	1,241	1,336
其他流动负债	1,563	1,579	1,497	1,597	1,719
非流动负债	238	295	242	192	144
长期借款	128	200	147	96	49
其他非流动负债	110	95	95	95	95
负债合计	3,099	3,315	2,902	3,029	3,200
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	437	437	437	437	437
资本公积	671	656	656	656	656
留存收益	2,181	2,307	2,593	2,900	3,232
归属母公司股东权益	3,288	3,399	3,686	3,993	4,324
负债和股东权益	6,387	6,715	6,588	7,022	7,524

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	756	491	560	843	860
净利润	595	385	413	444	478
折旧摊销	203	216	361	368	352
财务费用	-9	-2	0	-11	-20
投资损失	-26	-5	-16	-16	-16
营运资金变动	-193	-156	-208	46	54
其他经营现金流	186	52	10	12	12
投资活动现金流	-436	-212	-17	-17	-17
资本支出	433	290	0	0	0
长期投资	-87	-139	0	0	0
其他投资现金流	-782	-363	-17	-17	-17
筹资活动现金流	-307	-162	-428	-176	-174
短期借款	-237	119	-249	0	0
长期借款	123	72	-53	-51	-47
其他筹资现金流	-193	-352	-126	-125	-126
现金净增加额	17	120	115	650	669

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,116	5,258	5,560	5,921	6,372
营业成本	3,849	3,351	3,549	3,787	4,079
营业税金及附加	56	61	65	69	75
销售费用	890	854	901	959	1,032
管理费用	295	281	295	308	331
研发费用	319	265	278	296	319
财务费用	-9	-2	0	-11	-20
资产减值损失	-122	-77	-67	-71	-76
信用减值损失	-81	-19	-17	-18	-19
其他收益	67	52	49	49	49
公允价值变动收益	16	11	0	0	0
投资净收益	26	5	16	16	16
资产处置收益	-3	-1	-7	-7	-7
营业利润	619	417	447	481	518
营业外收入	9	9	7	7	7
营业外支出	6	7	5	5	5
利润总额	622	420	449	483	520
所得税	27	34	37	39	42
净利润	595	385	413	444	478
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	595	385	413	444	478
EBITDA	817	634	810	841	852
EPS (元)	1	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.50	-14.04	5.74	6.50	7.61
营业利润(%)	7.47	-32.64	7.26	7.46	7.75
归属于母公司净利润(%)	10.87	-35.23	7.13	7.43	7.71
获利能力					
毛利率(%)	37.07	36.27	36.17	36.04	35.98
净利率(%)	9.73	7.33	7.43	7.49	7.50
ROE(%)	18.10	11.34	11.20	11.11	11.05
ROIC(%)	20.59	13.09	14.02	15.25	18.41
偿债能力					
资产负债率(%)	48.52	49.38	44.05	43.14	42.53
净负债比率(%)	-18.39	-10.29	-20.79	-36.73	-50.48
流动比率	1.21	1.09	1.32	1.51	1.67
速动比率	1.02	0.96	1.12	1.31	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.78	0.84	0.84	0.85
应收账款周转率	4.09	3.71	4.06	4.06	4.06
应付账款周转率	6.52	4.67	5.55	5.55	5.55
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	0.88	0.95	1.02	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.12	1.28	1.93	1.97
每股净资产(最新摊薄)	7.53	7.79	8.44	9.15	9.91
估值比率					
P/E	8.05	12.44	11.61	10.81	10.03
P/B	1.46	1.41	1.30	1.20	1.11
EV/EBITDA	8.43	8.16	4.92	3.95	3.11

数据来源: wind, 中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk