

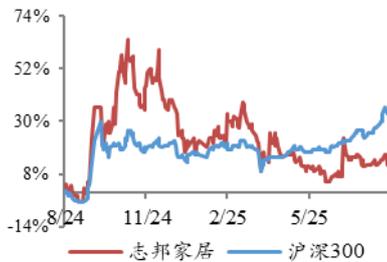
25H1 整体业绩承压，海外业务高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价(元)	10.03
近12个月最高/最低(元)	15.81/8.85
总股本(百万股)	434
流通股本(百万股)	434
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	44

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：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25Q1 降幅收窄，积极推动品牌出海
2025-05-06

2.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

3.志邦家居：24Q3 业绩承压，静待政
策刺激成效 2024-10-31

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年中报

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 18.99 亿元，同比下降 14.14%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比下降 7.21%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 10.82 亿元，同比下降 22.29%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比下降 5.49%。2025 年，定制家居行业整体承压，公司业绩承压。

● 零售和大宗业务承压，海外业务高增长

2025H1，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 7.11/9.05/1.46/1.37 亿元，同比-26.42%/-2.54%/+5.13%/-22.98%；毛利率分别为 36.78%/40.69%/14.92%/23.07%，同比-1.99/-0.17/-2.28/+4.21pct。公司在整家一体化的战略牵引下，2024 年正式发布门窗产品，补齐整家产品体系，志邦定制门窗全国首家店面于 2024 年 11 月亮相安徽合肥，承载了系统门窗、室内金属门和淋浴隔断三大主要产品，可应用于各大空间场景。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 5.25/7.68/3.22/1.48/1.37 亿元，同比 +200.25%/-34.18%/-46.86%/+70.69%/-22.98%；毛利率分别为 51.15%/29.64%/35.20%/28.59%/23.07%，同比-18.10/-6.35/-0.31/+3.38/+4.21pct。公司海外业务以国际 B、C 端业务双核驱动，聚焦重点机会市场，澳洲、北美等原点市场做深做透，抓住东南亚、中东等新兴机会市场，聚焦头部战略客户，对接中东 2030 愿景计划，抓住全屋定制窗口期。截至 2025H1 末，公司整体橱柜/定制衣柜/木门/直营门店数量分别为 1302/1449/995/33 家，较 2024 年末分别变动-137/-186/+9/-1 家。

● 费用投入下降，毛利率净利率双升

2025H1 公司毛利率为 35.97%，同比-0.72pct；销售/管理/研发/财务费用率为 17.62%/6.39%/5.47%/0.25%，同比+0.76/-0.43/-0.40/+0.35pct；归母净利率为 7.27%，同比+0.54pct。2025 年第二季度公司毛利率为 38.84%，同比+2.47pct；销售/管理/研发/财务费用率为 18.03%/5.78%/5.92%/0.31%，同比+2.31/+0.24/+0.66/+0.17pct；归母净利率为 8.87%，同比+1.58pct。2025H1，公司管理费用率下降主要系 2023 年度股权激励结束所致；财务费用率增长主要系利息收入同比下降及利息支出同比增长所致。

● 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 2025-2027 年营收分别为 48.64/52.7/56.33 亿元（前值为 56.21/59.79/63.13 亿元），分别同比-7.5%/+8.3%/+6.9%；归母净利润分别为 3.70/

4.15/4.55 亿元 (前值为 4.06/4.34/4.62 亿元), 分别同比-4.0%/+12.3%/+9.5%。截至 2025 年 8 月 27 日, EPS 分别为 0.85/0.96/1.05 元, 对应 PE 分别为 11.78/10.49/9.58 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	4864	5270	5633
收入同比 (%)	-14.0%	-7.5%	8.3%	6.9%
归属母公司净利润	385	370	415	455
净利润同比 (%)	-35.2%	-4.0%	12.3%	9.5%
毛利率 (%)	36.3%	35.9%	35.8%	35.8%
ROE (%)	11.3%	10.3%	11.2%	11.8%
每股收益 (元)	0.89	0.85	0.96	1.05
P/E	14.40	11.78	10.49	9.58
P/B	1.64	1.21	1.17	1.13
EV/EBITDA	7.65	6.38	5.45	4.67

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 8 月 27 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
流动资产	3289	2955	3234	3558	营业收入	5258	4864	5270	5633
现金	799	771	967	1196	营业成本	3351	3120	3383	3618
应收账款	306	196	205	220	营业税金及附加	61	54	58	62
其他应收款	88	92	92	100	销售费用	854	803	859	913
预付账款	55	49	52	58	管理费用	281	245	267	284
存货	252	192	153	144	财务费用	-2	5	6	3
其他流动资产	1788	1654	1765	1841	资产减值损失	-77	-40	-40	-40
非流动资产	3426	3502	3586	3643	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	5	5	6
固定资产	1634	1736	1823	1888	营业利润	417	392	441	486
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	1293	1276	1252	营业外支出	7	5	5	5
资产总计	6715	6457	6820	7201	利润总额	420	395	444	489
流动负债	3020	2583	2813	3048	所得税	34	26	28	34
短期借款	249	249	249	249	净利润	385	370	415	455
应付账款	717	562	617	695	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2054	1772	1947	2103	归属母公司净利润	385	370	415	455
非流动负债	295	286	286	286	EBITDA	688	634	706	774
长期借款	155	155	155	155	EPS (元)	0.89	0.85	0.96	1.05
其他非流动负债	141	132	132	132					
负债合计	3315	2869	3099	3334					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	437	434	434	434					
资本公积	656	656	656	656					
留存收益	2307	2497	2631	2776					
归属母公司股东权益	3399	3588	3721	3867					
负债和股东权益	6715	6457	6820	7201					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
经营活动现金流	491	496	830	888	成长能力				
净利润	385	370	415	455	营业收入	-14.0%	-7.5%	8.3%	6.9%
折旧摊销	216	233	257	283	营业利润	-32.6%	-6.0%	12.4%	10.2%
财务费用	2	17	17	17	归属于母公司净利润	-35.2%	-4.0%	12.3%	9.5%
投资损失	-9	-5	-5	-6	获利能力				
营运资金变动	-150	-173	87	80	毛利率 (%)	36.3%	35.9%	35.8%	35.8%
其他经营现金流	582	596	388	433	净利率 (%)	7.3%	7.6%	7.9%	8.1%
投资活动现金流	-212	-299	-334	-332	ROE (%)	11.3%	10.3%	11.2%	11.8%
资本支出	-255	-305	-334	-338	ROIC (%)	11.2%	9.3%	10.1%	10.6%
长期投资	-139	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	182	6	0	6	资产负债率 (%)	49.4%	44.4%	45.4%	46.3%
筹资活动现金流	-162	-223	-300	-326	净负债比率 (%)	97.5%	80.0%	83.3%	86.2%
短期借款	119	0	0	0	流动比率	1.09	1.14	1.15	1.17
长期借款	31	0	0	0	速动比率	0.59	0.64	0.66	0.69
普通股增加	0	-2	0	0	营运能力				
资本公积增加	-14	0	0	0	总资产周转率	0.80	0.74	0.79	0.80
其他筹资现金流	-297	-221	-300	-326	应收账款周转率	19.83	19.38	26.29	26.53
现金净增加额	120	-28	196	229	应付账款周转率	5.12	4.88	5.74	5.51

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 8 月 27 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达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。