

# 志邦家居 (603801.SH)

## 买入 (维持评级)

### H1 海外高增盈利稳健，内销静待需求回暖

#### 投资要点:

► **事件:** 公司发布 2025 年半年报, 1H25 实现收入 19 亿元, 同比-14.1%, 实现归母净利 1.4 亿元, 同比-7.2%, 扣非净利 0.9 亿元, 同比-30.7%; 单 Q2 营收 10.8 亿元, 同比-22.3%, 归母净利 0.96 亿元, 同比-5.5%, 扣非净利 0.5 亿元, 同比-40.7%。

► **H1 行业需求偏弱营收承压, 公司整家战略持续升级、出口高增。** 1H25 实现收入 19 亿元, 同比-14.1%。2025 年定制家居行业整体承压, 公司围绕整家一体化战略, 志邦整家 3.0 以“全空间、真整家”为主题, 终端店态逐步升级, 包含 9 大品类、9 大空间、50+套系化、300+定制家居花色, 提供一体化全空间系统集成整家解决方案。海外业务 H1 同比+71%、营收占比 8%, 国际 B、C 端双轮驱动, 在澳洲、北美、中东、东南亚等市场持续深挖。**分产品,** H1 整体厨柜、定制衣柜、木门墙板、其他营收分别同比-26.4%、-2.5%、+5.1%、-23%。**分渠道,** H1 经销、直营、大宗、海外营收分别同比-34.2%、+200.3%、-46.9%、+70.7%。**门店方面,** H1 厨柜经销、衣柜经销、木门经销、直营门店分别较 2024 年末-137 家、-186 家、+9 家、-1 家。

► **期间费率平稳, 整体盈利较稳健。** 1) **毛利率:** H1 综合毛利率为 36%, 同比-0.7pct, 主要因零售渠道毛利率下降; 单 Q2 毛利率同比+2.5pct。其中, H1 整体厨柜、定制衣柜、木门墙板、其他毛利率分别同比-2pct、-0.2pct、-2.3pct、+4.2pct, 经销、直营、大宗、海外毛利率分别同比-6.4pct、-18.1pct、-0.3pct、+3.4pct。2) **期间费用:** H1 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.8pct、-0.4pct、-0.4pct、+0.4pct, 管理费下降因上期股权激励结束, 财务费率略增因利息收入下降及利息支出提升。3) **净利率:** H1 归母净利率 7.3%, 同比+0.5pct, 因非经项目债务重组收益较高。

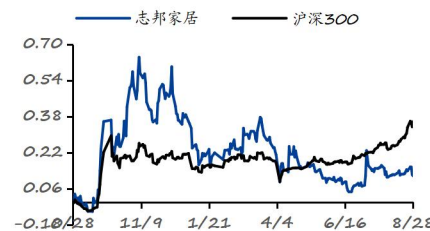
► **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.7 亿元 3.9 亿元、4.2 亿元 (上期预测 25-26 年分别为 5.1 亿元、5.6 亿元, 考虑上年净利基数降幅较大, 调整上期预测), 增速分别为-4.5%、+7.0%、+7.1%, 目前股价对应 25 年 PE 为 12x, 公司品牌定位大众群体受众广、多品类全渠道较早布局, 风险管控稳健, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 行业竞争加剧风险, 房地产市场调控风险, 渠道和品类开拓不及预期风险

#### 基本数据

日期	2025-08-28
收盘价:	9.98 元
总股本/流通股本(百万股)	434.35/434.35
流通 A 股市值(百万元)	4,334.81
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	47.09
一年内最高/最低价(元)	15.81/8.85

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
	lhp30568@hfzq.com.cn
分析师:	李含稚(S0210524060005)
	lh30597@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、志邦家居(603801.SH)首次覆盖: 志邦的进与退——2025.02.10

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,116	5,258	4,817	5,149	5,459
增长率	14%	-14%	-8%	7%	6%
净利润(百万元)	595	385	368	393	421
增长率	11%	-35%	-5%	7%	7%
EPS(元/股)	1.37	0.89	0.85	0.91	0.97
市盈率(P/E)	7.3	11.2	11.8	11.0	10.3
市净率(P/B)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	799	932	1,159	1,262	营业收入	5,258	4,817	5,149	5,459
应收票据及账款	329	293	305	319	营业成本	3,351	3,081	3,287	3,478
预付账款	55	46	49	52	税金及附加	61	43	46	49
存货	252	262	253	256	销售费用	854	819	875	928
合同资产	1,106	946	1,031	1,112	管理费用	281	246	263	278
其他流动资产	1,853	1,755	1,868	1,951	研发费用	265	241	257	273
流动资产合计	3,289	3,289	3,634	3,840	财务费用	-2	0	-3	-1
长期股权投资	177	177	177	177	信用减值损失	-19	-80	-80	-80
固定资产	1,634	1,549	1,473	1,406	资产减值损失	-77	-40	-40	-40
在建工程	275	275	175	175	公允价值变动收益	11	11	12	11
无形资产	280	296	310	325	投资收益	5	50	50	50
商誉	0	0	0	0	其他收益	52	70	61	61
其他非流动资产	1,059	1,062	1,066	1,066	<b>营业利润</b>	<b>417</b>	<b>398</b>	<b>426</b>	<b>456</b>
非流动资产合计	3,426	3,360	3,201	3,150	营业外收入	9	9	9	9
<b>资产合计</b>	<b>6,715</b>	<b>6,649</b>	<b>6,835</b>	<b>6,990</b>	营业外支出	7	7	7	7
短期借款	249	327	327	327	<b>利润总额</b>	<b>420</b>	<b>401</b>	<b>428</b>	<b>458</b>
应付票据及账款	1,192	945	1,050	1,115	所得税	34	33	35	37
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>385</b>	<b>368</b>	<b>393</b>	<b>421</b>
合同负债	454	419	448	475	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	779	779	779	779	<b>归属母公司净利润</b>	<b>385</b>	<b>368</b>	<b>393</b>	<b>421</b>
其他流动负债	346	328	338	347	EPS (按最新股本摊薄)	0.89	0.85	0.91	0.97
流动负债合计	3,020	2,799	2,942	3,044					
长期借款	155	205	205	205					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	141	141	141	141					
非流动负债合计	295	345	345	345					
<b>负债合计</b>	<b>3,315</b>	<b>3,144</b>	<b>3,288</b>	<b>3,389</b>					
归属母公司所有者权益	3,399	3,504	3,648	3,801					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,399</b>	<b>3,504</b>	<b>3,648</b>	<b>3,801</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,715</b>	<b>6,649</b>	<b>6,935</b>	<b>7,190</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>491</b>	<b>454</b>	<b>599</b>	<b>546</b>
现金收益	600	591	606	629
存货影响	-32	-10	9	-3
经营性应收影响	-8	85	25	23
经营性应付影响	78	-247	105	65
其他影响	-148	35	-145	-168
<b>投资活动现金流</b>	<b>-212</b>	<b>-185</b>	<b>-125</b>	<b>-176</b>
资本支出	-374	-153	-53	-157
股权投资	-8	0	0	0
其他长期资产变化	170	-32	-73	-19
<b>融资活动现金流</b>	<b>-162</b>	<b>-136</b>	<b>-247</b>	<b>-266</b>
借款增加	170	128	0	0
股利及利息支付	-319	-272	-293	-311
股东融资	0	-2	0	0
其他影响	-13	10	45	46

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-14.0%	-8.4%	6.9%	6.0%
EBIT 增长率	-32.0%	-4.0%	6.2%	7.4%
归母公司净利润增长率	-35.2%	-4.5%	6.9%	7.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.3%	36.0%	36.2%	36.3%
净利率	7.3%	7.6%	7.6%	7.7%
ROE	11.3%	10.5%	10.8%	11.1%
ROIC	18.8%	16.9%	17.9%	18.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.4%	47.3%	48.1%	48.5%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	18	22	21	21
存货周转天数	25	30	28	26
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.89	0.85	0.91	0.97
每股经营现金流	1.13	1.05	1.38	1.26
每股净资产	7.83	8.07	8.40	8.75
<b>估值比率</b>				
P/E	11	12	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	69	70	68	66

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn