

志邦家居 (603801.SH)

海外业务拓展顺利，静待内需修复

受大宗渠道主动收缩风险及经销渠道需求承压影响，公司 2025H1 收入及利润下滑。内需方面公司顺应一体化消费需求，迭代落实志邦整家 3.0，海外市场强化全球布局，收入持续高增（同比+70.69%）、毛利率同比优化（+3.39pct）。

事件：公司发布 2025 年中报，2025H1 公司营业收入 18.99 亿元/同比-14.14%，主要受大宗业务收入下降拖累，归母净利润 1.38 亿元/同比-7.21%，扣非归母 0.87 亿元/同比-30.65%，非经常性损益占比较高，主要源于 3953 万元的债务重组收益。2025Q2 营业收入 10.82 亿元/同比-22.29%，归母净利润 0.96 亿元/同比-5.49%，较 25Q1（-10.90%）收窄，扣非归母净利润 0.51 亿元/同比-40.71%。

□ **海外业务快速增长，大宗渠道优化调整。**25H1 直营/经销/大宗/海外业务收入 5.25/7.68/3.22/1.48 亿元，同比分别+200.25%/-34.18%/-46.86%/+70.69%，毛利率分别为 51.15%/29.64%/35.20%/28.59%，同比分别-18.10 pct /-6.35 pct /-0.31 pct /+3.38 pct。终端需求承压下，公司直营业务通过模式创新实现高速增长，经销渠道受门店调整影响收入下滑（经销门店较同期末减少 15 家）；海外业务延续高增趋势，通过新增菲律宾、马来西亚等零售门店强化全球布局；大宗业务主动收缩风险客户，优化业务结构，推进非房项目开拓。

□ **厨柜衣柜收入下滑，木门墙板毛利率提升。**分品类看，25H1 公司整体厨柜/定制衣柜/木门墙板/其他品类实现营业收入 7.11/9.05/1.46/1.37 亿元，同比分别 -26.42%/-2.54%/+5.13%/-22.98%，毛利率分别为 36.78%/40.69%/14.92%/23.07%，同比分别-1.99 pct /-0.17 pct /-2.28 pct /+4.21 pct。

□ **毛利率同比提升，期间费用率上行。**25Q2 公司毛利率 38.84%/同比+2.47pct，公司积极降本增效，毛利率同比提升，25Q2 期间费用率为 30.04%/同比+3.39pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.03%/5.78%/5.92%/0.31%，同比分别+2.31 pct /+0.24 pct /+0.66 pct /+0.17 pct。

□ **盈利预测及投资评级：**考虑内需承压影响，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.63/3.94/4.31 亿元，对应 PE 为 12.0/11.1/10.1 x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格波动、渠道拓展不及预期、地产市场下行风险、关税波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6116	5258	4910	5215	5610
同比增长	14%	-14%	-7%	6%	8%
营业利润(百万元)	619	417	394	427	466
同比增长	7%	-33%	-6%	8%	9%
归母净利润(百万元)	595	385	363	394	431
同比增长	11%	-35%	-6%	9%	9%
每股收益(元)	1.37	0.89	0.84	0.91	0.99
PE	7.3	11.3	12.0	11.1	10.1

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

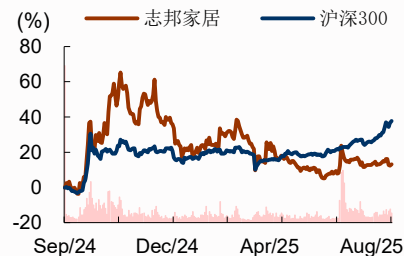
当前股价：10.05 元

基础数据

总股本（百万股）	434
已上市流通股（百万股）	434
总市值（十亿元）	4.4
流通市值（十亿元）	4.4
每股净资产（MRQ）	7.8
ROE（TTM）	11.1
资产负债率	47.1%
主要股东	孙志勇
主要股东持股比例	20.86%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-15	12
相对表现	-11	-31	-25



相关报告

- 1、《志邦家居（603801）—24H1 点评：业绩短期承压，海外快速成长，门墙拓展有序》2024-09-01
- 2、《志邦家居（603801）—品类渠道共同驱动，Q3 业绩稳健增长》2023-10-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司数据、招商证券



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3469	3289	3010	3155	3350
现金	863	799	647	682	733
交易性投资	424	565	565	565	565
应收票据	21	23	22	23	25
应收款项	225	306	286	303	326
其它应收款	92	82	76	81	87
存货	220	252	236	250	268
其他	1624	1262	1178	1251	1346
非流动资产	2918	3426	3551	3661	3758
长期股权投资	169	177	177	177	177
固定资产	1450	1634	1797	1939	2065
无形资产商誉	262	280	252	227	204
其他	1038	1335	1325	1318	1312
资产总计	6387	6715	6561	6817	7109
流动负债	2861	3020	2765	2844	2942
短期借款	130	249	133	118	92
应付账款	1167	1192	1112	1178	1265
预收账款	474	454	424	449	482
其他	1089	1125	1096	1099	1103
长期负债	238	295	295	295	295
长期借款	124	155	155	155	155
其他	114	141	141	141	141
负债合计	3099	3315	3060	3140	3237
股本	437	437	437	437	437
资本公积金	582	613	613	613	613
留存收益	2269	2350	2451	2628	2822
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3288	3399	3501	3677	3872
负债及权益合计	6387	6715	6561	6817	7109

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	756	491	543	575	612
净利润	595	385	363	394	431
折旧摊销	191	216	234	249	262
财务费用	9	2	(2)	(2)	(2)
投资收益	(26)	(9)	(67)	(50)	(59)
营运资金变动	42	(63)	13	(16)	(20)
其它	(54)	(41)	0	0	0
投资活动现金流	(436)	(212)	(293)	(309)	(300)
资本支出	(424)	(275)	(359)	(359)	(359)
其他投资	(12)	63	67	50	59
筹资活动现金流	(307)	(162)	(401)	(231)	(261)
借款变动	(118)	80	(141)	(15)	(26)
普通股增加	125	(0)	0	0	0
资本公积增加	(95)	30	0	0	0
股利分配	(218)	(306)	(262)	(218)	(237)
其他	(0)	33	2	2	2
现金净增加额	14	117	(152)	35	51

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6116	5258	4910	5215	5610
营业成本	3849	3351	3126	3313	3556
营业税金及附加	56	61	57	61	65
营业费用	890	854	825	845	909
管理费用	295	281	270	282	303
研发费用	319	265	255	276	303
财务费用	(9)	(2)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	(207)	(98)	(51)	(64)	(68)
公允价值变动收益	16	11	19	10	12
其他收益	67	52	36	28	33
投资收益	26	5	11	12	14
营业利润	619	417	394	427	466
营业外收入	9	9	6	7	8
营业外支出	6	7	5	5	6
利润总额	622	420	395	429	468
所得税	27	34	32	34	37
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	595	385	363	394	431

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	-14%	-7%	6%	8%
营业利润	7%	-33%	-6%	8%	9%
归母净利润	11%	-35%	-6%	9%	9%
获利能力					
毛利率	37.1%	36.3%	36.3%	36.5%	36.6%
净利率	9.7%	7.3%	7.4%	7.6%	7.7%
ROE	19.3%	11.5%	10.5%	11.0%	11.4%
ROIC	17.1%	10.3%	9.4%	10.1%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	48.5%	49.4%	46.6%	46.1%	45.5%
净负债比率	4.1%	6.4%	4.4%	4.0%	3.5%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率	14.7	14.2	12.8	13.7	13.7
应收账款周转率	26.0	18.3	15.4	16.5	16.6
应付账款周转率	3.4	2.8	2.7	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	1.37	0.89	0.84	0.91	0.99
每股经营净现金	1.74	1.13	1.25	1.32	1.41
每股净资产	7.57	7.83	8.06	8.47	8.91
每股股利	0.70	0.60	0.50	0.54	0.60
估值比率					
PE	7.3	11.3	12.0	11.1	10.1
PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.9	11.6	10.9	10.2	9.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。