

# 志邦家居 (603801.SH)

## 2025 年中报点评： 收入短期承压，海外业务增长亮眼

优于大市

### 核心观点

**上半年收入承压，非经收益增厚归母净利润。** 2025H1 公司实现收入 19.0 亿元/-14.1%，归母净利润 1.4 亿元/-7.2%，扣非归母净利润 0.9 亿元/-30.7%；其中 2025Q2 收入 10.8 亿元/-22.3%，归母净利润 0.96 亿元/-5.5%，扣非归母净利润 0.51 亿元/-40.7%。公司收入下滑主要系大宗业务调整与零售需求承压，上半年追回阳光城集团应收账款产生债务重组非经收益约 0.4 亿元，增厚归母净利润。

**海外业务增速亮眼，零售和大宗渠道下滑。** 2025H1 直营、经销、大宗、海外业务收入同比分别+200.3%/-34.2%/-46.9%/+70.7%，其中 2025Q2 收入同比分别为+193.3%/-40.1%/-44.0%/+139.8%。2025H1 直营与经销表现分化，主系国补订单主要计入直营收入，零售渠道合计收入同比-3.6%；2025H1 大宗渠道下滑主要系为控制风险而主动收缩大宗业务，公司积极开创新业务领域，抓住第四代住房、保障性住房、企业公寓、学生宿舍、办公与酒店业务等增长机会；2025H1 海外业务快速突破，公司海外以 B、C 端双核驱动、齐头并进，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，2025 年 5 月在肯尼亚开设首家经销商专营店，标志着正式进军非洲市场。

**上半年木门墙板增长，衣柜小幅下滑，厨柜相对承压。** 2025H1 整体厨柜、衣柜、木门墙板收入同比分别为-24.0%/-2.3%/+8.0%，其中 2025Q2 收入同比分别为-31.3%/-11.2%/-12.7%，其中厨柜收入下滑较多预计主要受大宗渠道下滑影响。截至 2025H1，公司整体厨柜、定制衣柜与木门的门店数量分别为 1302/1449/995 家，分别较年初-137/-186/+6 家。

**2025Q2 毛利率与费用率均小幅提升。** 2025Q2 毛利率 38.8%/+2.5pct，其中整体厨柜、衣柜与木门的毛利率分别同比+0.2pct/+3.0pct/-4.3pct；Q2 销售费率 18.0%/+2.3pct，管理费率 5.8%/+0.2pct，研发费率 5.9%/+0.7pct，财务费率 0.3%/+0.2pct，销售和管理费率提升预计主要系收入下降而费用较刚性，财务费率提升主要系受利息收入支出影响；2025Q2 净利率 8.9%/+1.6pct。

**风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。**

**投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级**

公司多品类成长，零售和整装渠道快速发展、海外业务加速布局。考虑到地产承压与大宗业务调整，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.7/4.0/4.3 亿（前值 4.2/4.7/5.2 亿），同比-4.1%/+8.1%/+6.5%，对应 PE=11.8/10.9/10.2x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,116	5,258	4,902	5,245	5,574
(+/-%)	13.5%	-14.0%	-6.8%	7.0%	6.3%
归母净利润(百万元)	595	385	370	399	425
(+/-%)	10.9%	-35.2%	-4.1%	8.1%	6.5%
每股收益(元)	1.36	0.88	0.85	0.92	0.98
EBIT Margin	11.6%	8.5%	8.6%	8.7%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	11.3%	10.6%	11.2%	11.8%
市盈率 (PE)	7.4	11.3	11.8	10.9	10.2
EV/EBITDA	8.5	12.1	11.9	11.0	10.6
市净率 (PB)	1.33	1.29	1.25	1.22	1.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 轻工制造·家居用品

**证券分析师：陈伟奇** 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

**证券分析师：王兆康** 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

**证券分析师：邹会阳** 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

**证券分析师：李晶** 0755-81981518  
lijing29@guosen.com.cn  
S0980525080003

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 9.98 元  
总市值/流通市值 4335/4335 百万元  
52 周最高价/最低价 15.81/8.85 元  
近 3 个月日均成交额 94.52 百万元

### 市场走势

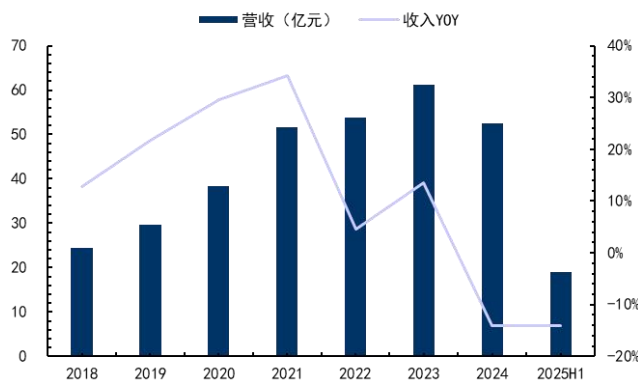


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

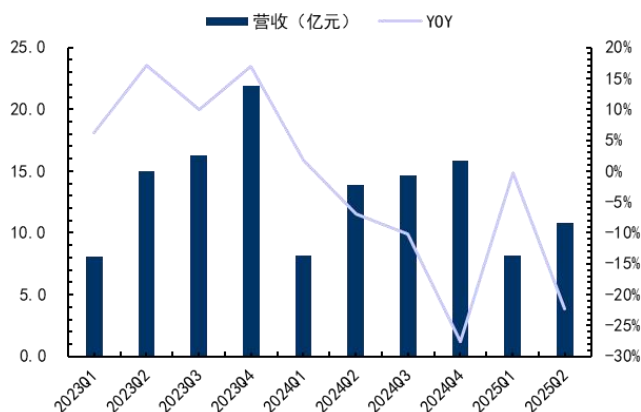
《志邦家居 (603801.SH) -2024 年报&2025 年一季报点评：一季度收入微降，国补带动直营高增》——2025-05-06  
《志邦家居 (603801.SH) -2024 年三季报点评：三季度收入双位数下滑，盈利短期承压》——2024-11-04  
《志邦家居 (603801.SH) -2024 年半年报点评：收入小幅下滑，股份支付费用影响利润》——2024-09-02  
《志邦家居 (603801.SH) -2023 年年报&2024 年一季报点评：全年营收、利润逆势双增，海外布局加速》——2024-05-06

图1: 公司营业收入及增速



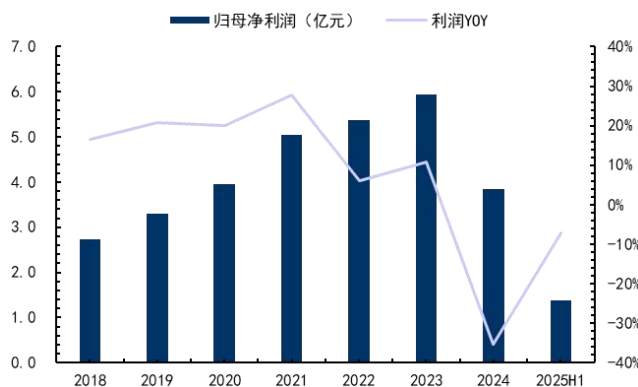
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



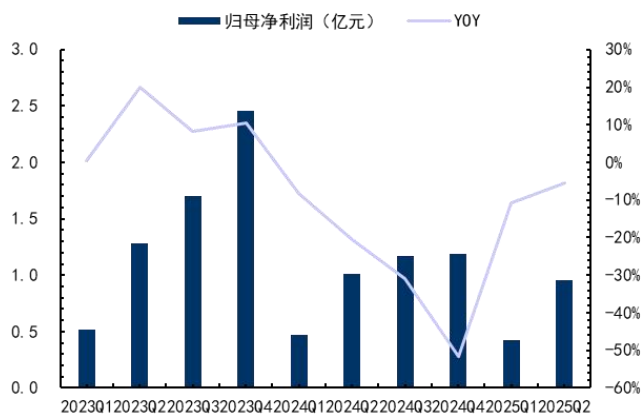
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



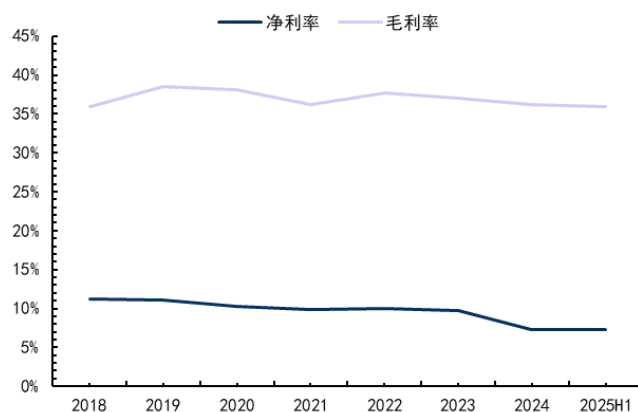
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



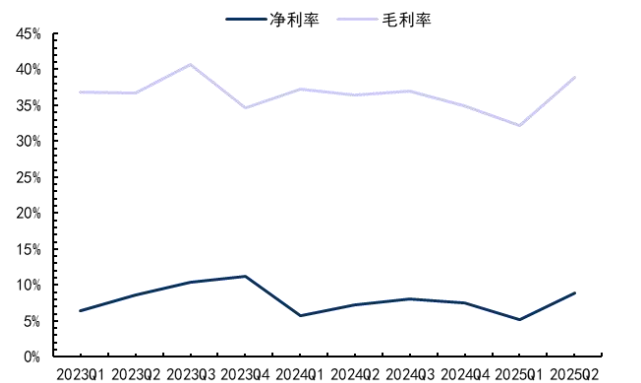
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



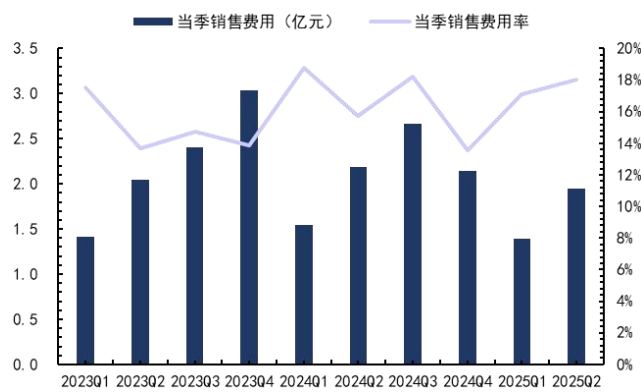
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



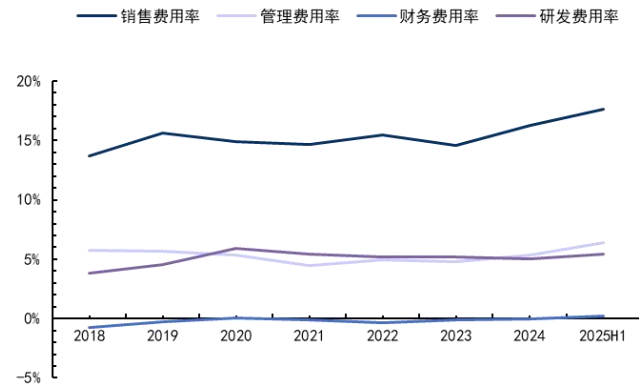
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司销售费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)	
603801. SH	志邦家居	10.0	43.5	0.9	0.9	0.9	1.0	11.3	11.8	10.9	10.2	3.4	优于大市
603816. SH	顾家家居	28.9	237.3	1.7	2.3	2.5	2.7	16.9	12.7	11.6	10.5	0.8	优于大市
603833. SH	欧派家居	55.0	335.2	4.3	4.4	4.8	5.1	12.9	12.4	11.5	10.8	2.1	优于大市
002572. SZ	索菲亚	13.5	129.9	1.4	1.2	1.3	1.4	9.5	11.3	10.1	9.4	1.1	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	863	799	789	817	1028	营业收入	6116	5258	4902	5245	5574
应收款项	337	411	321	347	390	营业成本	3849	3351	3130	3348	3557
存货净额	220	252	230	228	256	营业税金及附加	56	61	54	63	67
其他流动资产	1415	1262	1099	1216	1293	销售费用	890	854	794	844	897
<b>流动资产合计</b>	<b>3469</b>	<b>3289</b>	<b>3013</b>	<b>3199</b>	<b>3544</b>	管理费用	295	281	256	268	284
固定资产	1771	1910	1920	1895	1812	研发费用	319	265	248	265	282
无形资产及其他	262	280	270	260	250	财务费用	(9)	(2)	3	3	(3)
投资性房地产	716	1059	1059	1059	1059	投资收益	26	5	20	15	10
长期股权投资	169	177	224	254	282	资产减值及公允价值变动	(106)	(67)	(40)	(40)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>6387</b>	<b>6715</b>	<b>6486</b>	<b>6667</b>	<b>6948</b>	其他收入	(336)	(233)	(248)	(265)	(282)
短期借款及交易性金融负债	135	275	373	269	253	营业利润	619	417	397	429	460
应付款项	1167	1192	1013	1086	1185	营业外净收支	3	2	5	5	5
其他流动负债	1558	1554	1312	1432	1546	<b>利润总额</b>	<b>622</b>	<b>420</b>	<b>402</b>	<b>434</b>	<b>465</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2861</b>	<b>3020</b>	<b>2698</b>	<b>2786</b>	<b>2984</b>	所得税费用	27	34	32	35	40
长期借款及应付债券	124	155	155	155	155	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	114	141	160	173	192	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>595</b>	<b>385</b>	<b>370</b>	<b>399</b>	<b>425</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>238</b>	<b>295</b>	<b>315</b>	<b>327</b>	<b>347</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3099</b>	<b>3315</b>	<b>3013</b>	<b>3113</b>	<b>3331</b>	净利润	595	385	370	399	425
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	75	(45)	10	(1)	(3)
股东权益	3288	3399	3473	3553	3617	折旧摊销	169	190	198	221	235
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6387</b>	<b>6715</b>	<b>6486</b>	<b>6667</b>	<b>6948</b>	公允价值变动损失	106	67	40	40	40
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(9)	(2)	3	3	(3)
每股收益	1.36	0.88	0.85	0.92	0.98	营运资本变动	253	(293)	(115)	62	81
每股红利	0.53	0.73	0.68	0.74	0.83	其它	(75)	45	(10)	1	3
每股净资产	7.53	7.79	8.00	8.18	8.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>1123</b>	<b>350</b>	<b>492</b>	<b>722</b>	<b>782</b>
ROIC	26%	15%	12%	13%	15%	资本开支	0	(202)	(249)	(224)	(179)
ROE	18%	11%	11%	11%	12%	其它投资现金流	(111)	69	(9)	(17)	14
毛利率	37%	36%	36%	36%	36%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(145)</b>	<b>(141)</b>	<b>(305)</b>	<b>(271)</b>	<b>(193)</b>
EBIT Margin	12%	8%	9%	9%	9%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	13%	13%	13%	负债净变化	124	31	0	0	0
收入增长	14%	-14%	-7%	7%	6%	支付股利、利息	(231)	(319)	(296)	(319)	(362)
净利润增长率	11%	-35%	-4%	8%	7%	其它融资现金流	(609)	304	98	(104)	(15)
资产负债率	49%	49%	46%	47%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(820)</b>	<b>(272)</b>	<b>(197)</b>	<b>(423)</b>	<b>(377)</b>
股息率	5.3%	7.3%	6.8%	7.3%	8.3%	<b>现金净变动</b>	<b>158</b>	<b>(64)</b>	<b>(10)</b>	<b>28</b>	<b>211</b>
P/E	7.4	11.3	11.8	10.9	10.2	货币资金的期初余额	705	863	799	789	817
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	货币资金的期末余额	863	799	789	817	1028
EV/EBITDA	8.5	12.1	11.9	11.0	10.6	企业自由现金流	0	105	220	479	582
						权益自由现金流	0	440	315	373	570

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032