

公司研究 | 点评报告 | 志邦家居 (603801.SH)

志邦家居 2025H1 点评：短期承压，行稳致远

报告要点

公司 2025H1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 18.99/1.38/0.87 亿元，同比-14%/-7%/-31%；其中 2025Q2 对应 10.82/0.96/0.51 亿元，同比-22%/-5%/-41%。收入端：H1 收入受大宗业务扰动较大，整装贡献增量。盈利端：H1 经营盈利阶段性承压。展望后续，挖潜与控费是方向，优化组织架构助力南方市场的发展&坚定执行出海战略。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

志邦家居 (603801.SH)

2025-09-14

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

志邦家居 2025H1 点评：短期承压，行稳致远

事件描述

公司 2025H1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 18.99/1.38/0.87 亿元，同比-14%/-7%/-31%；其中 2025Q2 对应 10.82/0.96/0.51 亿元，同比-22%/-5%/-41%。

事件评论

- **收入端：H1 收入受大宗业务扰动较大，整装贡献增量。** 2025H1 收入同比-14%，其中：
 - 1) 分渠道：**H1 零售/大宗/出口收入分别同比-4%/-47%/+71%，其中估计整装表现优于传统整体，出口正实现快速放量；
 - 2) 分品类：**H1 橱柜/衣柜/木门/其他收入分别同比-26%/-3%/+5%/-23%，衣柜与木门保持相对韧性。**针对 Q2 维度，**由于 H1 与 Q1 报表中，部分与国补相关订单的收入确认口径不同，致使倒算得到的 Q2 零售收入低于实际口径，大宗业务延续低位运行。
- **盈利端：H1 经营盈利阶段性承压。** H1 毛利率同比-0.7pct，其中：
 - 1) 分渠道：**H1 零售/大宗/出口渠道毛利率分别同比-2.0/-0.3/+3.4pcts；
 - 2) 分品类：**H1 橱柜/衣柜/木门/其他产品毛利率分别同比-2.0/-0.2/-2.3/+4.2pcts。H1 销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.8/-0.4/-0.4/+0.3pcts；H1 归母/扣非净利率同比+0.5/-1.1pcts。其中 H1 归母口径表现较好主因确认约 4431 万元投资净收益（2024H1 对应-162 万元），与阳光城相关应收款通过债务重组实现收益有关。
- **门店方面结构优化为基调。** 2025H1 期间橱柜/衣柜/木门经销店净变动-137/-186/+9 家至 1302/1449/995 家，策略上以强化既有门店经营韧性、调整单品类门店至多品类门店等结构性优化为核心。
- **经营展望：挖潜&控费是方向，优化组织架构助力南方市场的发展&坚定执行出海战略。**
 - 1) 零售：**在整家模式下挖掘客单值的潜力；通过更充分的资源配置与组织政策加速南下；持续发力整装业务，强化“总部+经销商”整装业务能力，多抓手赋能加盟商，预计 H2 有望延续 H1 较好增长趋势；积极挖掘存量市场空间。
 - 2) 海外：**聚焦原点市场做深做透，抓住潜力市场快速突破，重点发力中东、澳洲、北美等市场，目前以 ToB 模式为主。
 - 3) 大宗：**重视养老/医疗/学校等业务增量。
- **公司中期成长抓手清晰。** 内销持续推进整家战略，定制家居与配套品营收规模均有较大提升空间，同时整装渠道、南方、海外市场等中期增长逻辑清晰。国补对于需求提振&格局改善显效可期。2024 年公司分红比例 68%，对应当前股息率约 6%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别约 3.7/3.9/4.3 亿元，对应 PE 12/11/10x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、地产表现不及预期；
- 2、家居国补显效低于预期；
- 3、公司渠道拓展及运营不及预期。

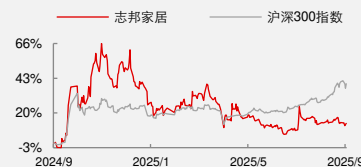
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	9.98
总股本(万股)	43,435
流通A股/B股(万股)	43,435/0
每股净资产(元)	7.52
近12月最高/最低价(元)	15.81/8.85

注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《志邦家居 2024A&2025Q1 点评：国补带动经营拐点显现，挖潜&提效是方向》2025-05-13
- 《志邦家居 2024Q3 点评：Q3 业绩承压而费效比优化可期，国补有望逐步显效》2024-11-07
- 《志邦家居 2024H1 点评：Q2 收入&经营盈利略受扰动，出口增长较快》2024-09-03


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**地产表现不及预期**：若地产销售和竣工景气度延续性较弱，或影响家居需求景气。
- 2、**家居国补显效低于预期**：若后续家居国补进展未如预期加速，或补贴额度不及预期等，将影响家居消费提振效果。
- 3、**公司渠道拓展及运营不及预期**：若公司多个流量入口的布局及开拓进程持续放缓，或零售渠道的运营效果不及预期，或将影响后续增长趋势。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5258	5051	5297	5831	货币资金	799	812	1130	1572
营业成本	3351	3228	3359	3690	交易性金融资产	565	565	565	565
毛利	1907	1823	1938	2141	应收账款	306	274	288	319
%营业收入	36%	36%	37%	37%	存货	252	223	233	258
营业税金及附加	61	59	62	68	预付账款	55	53	55	61
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1311	1263	1320	1445
销售费用	854	859	890	986	流动资产合计	3289	3191	3592	4219
%营业收入	16%	17%	17%	17%	长期股权投资	177	177	177	177
管理费用	281	313	318	350	投资性房地产	148	148	148	148
%营业收入	5%	6%	6%	6%	固定资产合计	1634	1760	1860	1935
研发费用	265	258	260	292	无形资产	280	280	280	280
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-2	-10	0	0	递延所得税资产	178	178	178	178
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1009	1009	1009	1009
加: 资产减值损失	-77	-30	-30	-30	资产总计	6715	6743	7244	7946
信用减值损失	-19	-20	-20	-20	短期贷款	249	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0	应付款项	717	691	719	790
投资收益	5	51	5	6	预收账款	0	0	0	0
营业利润	417	396	417	460	应付职工薪酬	103	99	103	113
%营业收入	8%	8%	8%	8%	应交税费	162	156	163	180
营业外收支	2	2	2	2	其他流动负债	1789	1726	1793	1962
利润总额	420	399	419	463	流动负债合计	3020	2672	2778	3045
%营业收入	8%	8%	8%	8%	长期借款	155	155	155	155
所得税费用	34	32	34	38	应付债券	0	0	0	0
净利润	385	366	385	425	递延所得税负债	22	22	22	22
归属于母公司所有者的净利润	385	366	385	425	其他非流动负债	118	118	118	118
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	3315	2967	3074	3340
EPS (元)	0.89	0.84	0.89	0.98	归属于母公司所有者权益	3399	3775	4171	4606
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	3399	3775	4171	4606
经营活动现金流净额	491	561	657	780	负债及股东权益	6715	6743	7244	7946
取得投资收益收回现金	10	51	5	6	基本指标				
长期股权投资	-8	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-255	-344	-344	-344	每股收益	0.89	0.84	0.89	0.98
其他	41	0	0	0	每股经营现金流	1.12	1.29	1.51	1.79
投资活动现金流净额	-212	-294	-339	-338	市盈率	14.40	11.84	11.25	10.20
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.64	1.15	1.04	0.94
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.65	6.75	5.24	4.16
银行贷款增加 (减少)	150	-249	0	0	总资产收益率	5.7%	5.4%	5.3%	5.3%
筹资成本	-319	-5	0	0	净资产收益率	11.3%	9.7%	9.2%	9.2%
其他	8	0	0	0	净利率	7.3%	7.2%	7.3%	7.3%
筹资活动现金流净额	-162	-254	0	0	资产负债率	49.4%	44.0%	42.4%	42.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	117	13	318	441	总资产周转率	0.78	0.75	0.73	0.73

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。