

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

志邦家居(603801)

投资评级

上次评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen@cindasc.com

相关研究

志邦家居: 推进整家战略, 巩固经营能力

志邦家居: 推进整家战略, 拓展细分渠道, 探索新兴增长

我们为什么看好志邦

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

志邦家居: 大宗持续收缩, 零售聚焦整家, 海外加速发展

2025 年 11 月 1 日

事件: 公司发布 2025 三季报。公司 2025Q1-Q3 实现收入 30.74 亿元(同比-16.36%), 归母净利润 1.73 亿元(同比-34.94%), 扣非归母净利润 1.19 亿元(同比-48.92%); Q3 单季度实现收入 11.74 亿元(同比-19.73%), 归母净利润 0.35 亿元(同比-70.09%), 扣非归母净利润 0.32 亿元(同比-70.38%)。整体表现短期承压, 我们预计主要系公司主动推进“去地产化、去风险化”的战略调整, 主动降低工程业务, 同时零售端需求在国内收缩下有所下滑。

聚焦整家, 加速海外发展。

1) 零售业务(经销&直营): Q3 单季度零售业务收入 7.1 亿元、同比-13.9%, 毛利率 36.5%、同比-3.5pct。公司主动优化门店结构, 提升门店质量, 截至 2025Q3, 整体厨柜/定制衣柜/木门经销门店数为 1275/1399/978 家, 较 2024 年末-164/-236/-8 家。公司整家 3.0 融合展厅以 8 大套系展现融合之美, 加速导入线下渠道。此外, 针对存量房地产市场, 创新开启焕新家、家链优材等老房局改业务。

2) 大宗业务: Q3 单季度业务收入 3.1 亿元、同比-38.5%, 毛利率 31.2%、同比-6.5pct。大宗业务基本触底, 预估主因公司提前释放压力, 利于后续客户结构调整, 有望把握第四代住房、保障性住房、企业公寓、学校宿舍、办公、酒店业务等增长机会。

3) 海外业务: Q3 单季度业务收入 0.7 亿元、同比-31.5%, 毛利率 19.9%、同比-4.2pct。公司聚焦重点机会市场, 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。

坚定产品力领先战略, 继续巩固经营能力。2025Q3 单季度, 公司整体厨柜/定制衣柜/木门墙板实现收入 3.4/5.0/2.4 亿元, 分别同比-49.3%/-13.4%/+142.8%; 毛利率为 43%/32.5%/24.2%, 分别同比-2.7pct/-0.4pct/-1.8pct。公司继续推进整家一体化全品类战略, 不断打造整家全空间、全品类、全价格带的产品体系和套系化新品, 巩固市场竞争力和盈利能力。当前正处于业务结构调整的关键转折期, 我们预计未来有更好的新增长潜力。

盈利能力短期承压, 营运效率略有下滑。2025Q3 公司毛利率 31.46%(同比-5.58pct), 期间费用率为 28.83%(同比-0.01pct), 其中销售费用率/管理费用率+研发费用率分别为 17.0%/11.31%; 归母净利率 2.99%(同比-5.04pct)。主要系市场竞争导致。截至 2025Q3 公司存货周转天数 164.43 天(同比+3.26 天)、应收账款周转天数 26.9 天(同比+6.73 天)、应付账款周转天数 86.03 天(同比+18.06 天)。2025Q3 公司经营性净现金流 2.82 亿元(同比-3.27 亿元)。

盈利预测:我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.5/3.0/3.5 亿元, 对应 PE 为 16.0X/13.5X/11.6X。

风险因素:房地产市场低迷、市场竞争加剧、经销商管理风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,116	5,258	4,791	5,438	5,856
增长率 YoY %	13.5%	-14.0%	-8.9%	13.5%	7.7%
归属母公司净利润(百万元)	595	385	252	299	348
增长率 YoY%	10.8%	-35.2%	-34.6%	18.8%	16.2%
毛利率%	37.1%	36.3%	33.7%	34.0%	34.4%
净资产收益率ROE%	18.1%	11.3%	6.9%	7.8%	8.6%
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.89	0.58	0.69	0.80
市盈率 P/E(倍)	6.79	10.48	16.02	13.49	11.61
市净率 P/B(倍)	1.23	1.19	1.11	1.06	1.00

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,469	3,289	3,401	3,781	4,027
货币资金	863	799	889	924	917
应收票据	21	23	21	23	23
应收账款	225	306	313	352	376
预付账款	54	55	51	57	61
存货	220	252	233	264	279
其他	2,087	1,853	1,893	2,160	2,370
非流动资产	2,918	3,426	3,759	3,891	4,054
长期股权投	169	177	177	177	177
固定资产(合	1,450	1,634	1,794	1,826	1,875
无形资产	262	280	299	322	348
其他	1,038	1,335	1,488	1,566	1,654
资产总计	6,387	6,715	7,160	7,672	8,081
流动负债	2,861	3,020	2,809	3,127	3,322
短期借款	130	249	279	319	369
应付票据	577	475	441	489	512
应付账款	591	717	671	738	768
其他	1,563	1,579	1,418	1,581	1,673
非流动负债	238	295	716	726	736
长期借款	124	155	0	0	0
其他	114	141	716	726	736
负债合计	3,099	3,315	3,525	3,852	4,057
少数股东权	0	0	0	0	0
益					
归属母公司	3,288	3,399	3,635	3,820	4,024
负债和股东	6,387	6,715	7,160	7,672	8,081
权益					

重要财务指		单位:百			
标		万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,116	5,258	4,791	5,438	5,856
同比(%)	13.5%	-14.0%	-8.9%	13.5%	7.7%
归属母公司	595	385	252	299	348
净利润					
同比(%)	10.8%	-35.2%	-34.6%	18.8%	16.2%
毛利率(%)	37.1%	36.3%	33.7%	34.0%	34.4%
ROE%	18.1%	11.3%	6.9%	7.8%	8.6%
EPS(摊	1.37	0.89	0.58	0.69	0.80
薄)(元)					
P/E	6.79	10.48	16.02	13.49	11.61
P/B	1.23	1.19	1.11	1.06	1.00
EV/EBITDA	7.57	7.65	7.93	6.92	6.11

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,116	5,258	4,791	5,438	5,856
营业成本	3,849	3,351	3,178	3,591	3,840
营业税金及	56	61	46	52	56
销售费用	890	854	767	881	949
管理费用	295	281	254	288	310
研发费用	319	265	240	272	293
财务费用	-9	-2	1	-3	-2
减值损失合	-122	-77	-70	-75	-80
投资净收益	26	5	4	5	5
其他	-2	42	27	32	35
营业利润	619	417	268	319	371
营业外收支	3	2	3	3	3
利润总额	622	420	271	322	374
所得税	27	34	19	23	26
净利润	595	385	252	299	348
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	595	385	252	299	348
EBITDA	888	688	513	591	679
EPS(当	1.36	0.89	0.58	0.69	0.80

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现	756	491	438	712	756
金流					
净利润	595	385	252	299	348
折旧摊销	203	216	241	271	307
财务费用	9	2	13	10	12
投资损失	-26	-9	-4	-5	-5
营运资金变	-163	-150	-130	42	-6
其它	139	47	66	94	100
投资活动现	-436	-212	-689	-537	-603
资本支出	-359	-255	-460	-376	-442
长期投资	-87	-139	-141	-141	-141
其他	10	182	-88	-20	-20
筹资活动现	-307	-162	342	-140	-161
吸收投资	0	0	-2	0	0
借款	-113	150	-125	40	50
支付利息或	-231	-319	-164	-190	-221
现金流净增	17	120	90	35	-7
加额					

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。