

志邦家居 (603801.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

整体业绩仍承压，海外业务显现亮点

业绩简评

10 月 30 日公司发布 2025 年三季报，25Q1-Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为-16.36%/-34.94%/-48.92%到 30.74/1.73/1.19 亿元。单 25Q3 来看，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别-19.73%/-70.09%/-70.38%到 11.74/0.35/0.32 亿元。

经营分析

橱柜品类一定程度承压，海外渠道延续增长态势。分品类看，整体厨柜/定制衣柜/木门墙板 25Q1-Q3 同比-36.47%/-6.48%/+62.01%至 10.56/14.07/3.89 亿元，单 Q3 分别同比-50.43%/-12.83%/+140.50%至 3.45/5.02/2.43 亿元，木门品类表现亮眼，预计主因其仍处扩张期。分渠道来看，零售业务/大宗业务/海外业务 25Q1-Q3 营收同比-7.57%/-43.03%/+65.00%至 20.05/6.30/2.17 亿元，单 Q3 同比分别-13.94%/-38.39%/+54.06%至 7.13/3.08/0.69 亿元，海外渠道延续增长态势，预计主因澳洲、北美等原点市场渗透情况改善叠加东南亚、中东等新兴市场拓展情况较好。

整体毛利率承压明显，费用管控相对较优。毛利率方面，公司 25 年 Q1-3 毛利率同比-2.6pct 至 34.2%，其中整体厨柜/定制衣柜/木门墙板毛利率分别同比-2.8/-0.0/-0.1pct 至 38.8%/37.8%/20.7%。预计主因行业需求相对不足，竞争加剧外部承压，规模效应降低。25Q3 公司整体毛利率同比-5.6pct 至 31.5%，橱柜/衣柜/木门毛利率分别同比-2.5/-0.3/-1.5pct 至 43.0%/32.4%/24.2%。25Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.0/+0.3/-0.4/+0.3pct 至 17.4%/6.4%/5.2%/0.4%。其中，25Q3 销售/管理/研发费用率分别同比-1.2/+1.3/-0.3/+0.2pct 至 17.0%/6.4%/4.9%/0.5%。

内贸三维度积极求变突围，外贸积极开发新兴市场。内贸方面，面对存量市场竞争，志邦主要策略包括：1) 针对存量房装修需求，将老房改造和局部更新作为重要业务方向；2) 深化整家战略，补齐产品矩阵，推出一体化解决方案；3) 大宗业务转型，主动收缩地产大宗业务并积极开拓第四代住房、保障性住房、企业公寓、学校宿舍等业务增量。外贸方面，巩固澳洲、北美市场的同时，以 B 端和 C 端双轮驱动，积极开拓新兴市场。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.58/0.61/0.68 元，当前股价对应 PE 为 16.07/15.14/13.67 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场拓展不畅；原材料价格大幅上涨；整装渠道拓展不畅。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

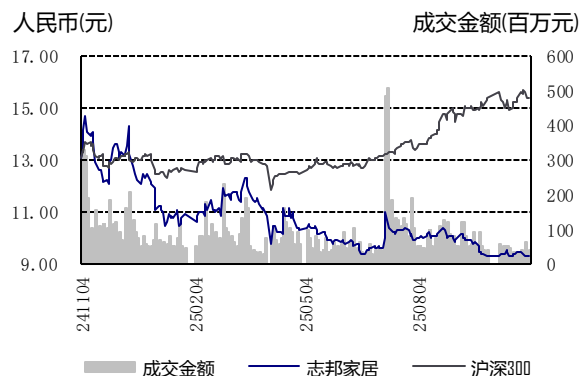
分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.26 元

相关报告：

1. 《志邦家居公司点评：Q2 整体业绩短期承压，海外业务亮点显现》，2025.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,116	5,258	4,420	4,652	5,118
营业收入增长率	13.50%	-14.04%	-15.94%	5.25%	10.02%
归母净利润(百万元)	595	385	250	266	294
归母净利润增长率	10.87%	-35.23%	-35.07%	6.12%	10.75%
摊薄每股收益(元)	1.363	0.883	0.576	0.611	0.677
每股经营性现金流净额	1.24	0.90	-0.29	1.04	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.10%	11.34%	7.04%	7.08%	7.49%
P/E	12.30	14.51	16.07	15.14	13.67
P/B	2.23	1.64	1.13	1.07	1.02

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,389	6,116	5,258	4,420	4,652	5,118
增长率		13.5%	-14.0%	-15.9%	5.3%	10.0%
主营业务成本	-3,358	-3,849	-3,351	-2,834	-2,944	-3,241
%销售收入	62.3%	62.9%	63.7%	64.1%	63.3%	63.3%
毛利	2,031	2,267	1,907	1,586	1,708	1,877
%销售收入	37.7%	37.1%	36.3%	35.9%	36.7%	36.7%
营业税金及附加	-44	-56	-61	-40	-42	-46
%销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-832	-890	-854	-778	-819	-901
%销售收入	15.4%	14.5%	16.2%	17.6%	17.6%	17.6%
管理费用	-268	-295	-281	-269	-283	-311
%销售收入	5.0%	4.8%	5.3%	6.1%	6.1%	6.1%
研发费用	-279	-319	-265	-243	-256	-286
%销售收入	5.2%	5.2%	5.0%	5.5%	5.5%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	609	709	445	257	309	333
%销售收入	11.3%	11.6%	8.5%	5.8%	6.6%	6.5%
财务费用	18	9	2	-15	-39	-31
%销售收入	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.8%	0.6%
资产减值损失	0	0	0	7	0	0
公允价值变动收益	5	16	11	0	0	0
投资收益	16	26	5	10	10	10
%税前利润	2.8%	4.2%	1.2%	3.5%	3.3%	3.0%
营业利润	576	619	417	280	302	334
营业利润率	10.7%	10.1%	7.9%	6.3%	6.5%	6.5%
营业外收支	1	3	2	4	0	0
税前利润	577	622	420	284	302	334
利润率	10.7%	10.2%	8.0%	6.4%	6.5%	6.5%
所得税	-40	-27	-34	-34	-36	-40
所得税率	7.0%	4.4%	8.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	537	595	385	250	266	294
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	537	595	385	250	266	294
净利率	10.0%	9.7%	7.3%	5.7%	5.7%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	537	595	385	250	266	294
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	191	216	185	211	236
非经营收益	-16	-82	-58	32	32	34
营运资金变动	-35	-163	-150	-593	-54	42
经营活动现金净流	672	541	394	-126	454	607
资本开支	-379	-359	-255	-539	-453	-503
投资	-102	-87	-139	-100	0	0
其他	38	10	182	10	10	10
投资活动现金净流	-443	-436	-212	-629	-443	-493
股权募资	0	0	0	3	40	0
债权募资	-129	-112	167	658	170	119
其他	-298	-191	-325	-131	-149	-164
筹资活动现金净流	-428	-303	-158	530	61	-45
现金净流量	-199	-198	24	-224	73	70

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	705	863	799	562	626	689
应收款项	351	346	422	353	354	368
存货	305	220	252	248	258	284
其他流动资产	1,596	2,039	1,816	1,647	1,701	1,791
流动资产	2,957	3,469	3,289	2,811	2,939	3,132
%总资产	51.2%	54.3%	49.0%	43.1%	42.7%	42.6%
长期投资	169	209	358	358	358	358
固定资产	1,609	1,771	1,910	2,099	2,214	2,354
%总资产	27.8%	27.7%	28.4%	32.1%	32.1%	32.0%
无形资产	296	310	327	350	372	403
非流动资产	2,820	2,918	3,426	3,718	3,952	4,221
%总资产	48.8%	45.7%	51.0%	56.9%	57.3%	57.4%
资产总计	5,777	6,387	6,715	6,529	6,891	7,352
短期借款	375	135	275	865	1,035	1,155
应付款项	1,706	1,893	1,971	1,397	1,388	1,520
其他流动负债	694	832	774	365	375	415
流动负债	2,775	2,861	3,020	2,627	2,798	3,090
长期贷款	0	124	155	205	205	205
其他长期负债	124	114	141	144	136	129
负债	2,899	3,099	3,315	2,976	3,139	3,424
普通股股东权益	2,879	3,288	3,399	3,553	3,752	3,929
其中：股本	312	437	437	437	437	437
未分配利润	1,773	2,151	2,203	2,354	2,513	2,689
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,777	6,387	6,715	6,529	6,891	7,352

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.721	1.363	0.883	0.576	0.611	0.677
每股净资产	9.232	7.532	7.788	8.179	8.639	9.045
每股经营现金净流	2.155	1.239	0.903	-0.288	1.041	1.391
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.229	0.243	0.270
回报率						
净资产收益率	18.65%	18.10%	11.34%	7.04%	7.08%	7.49%
总资产收益率	9.29%	9.32%	5.74%	3.83%	3.85%	4.00%
投入资本收益率	17.27%	18.95%	10.63%	4.86%	5.42%	5.53%
增长率						
主营业务收入增长率	4.58%	13.50%	-14.04%	-15.94%	5.25%	10.02%
EBIT 增长率	8.97%	16.35%	-37.15%	-42.41%	20.43%	7.93%
净利润增长率	6.17%	10.87%	-35.23%	-35.07%	6.12%	10.75%
总资产增长率	9.05%	10.55%	5.14%	-2.77%	5.55%	6.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.0	12.9	18.4	18.0	17.0	16.0
存货周转天数	37.6	24.9	25.8	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	57.9	55.5	71.2	60.0	59.0	58.0
固定资产周转天数	101.0	86.5	113.4	146.5	144.2	137.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.19%	-31.26%	-27.50%	-4.43%	-1.35%	0.14%
EBIT 利息保障倍数	-33.4	-81.2	-223.7	17.0	7.9	10.7
资产负债率	50.17%	48.52%	49.38%	45.58%	45.55%	46.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	9	14	22
增持	1	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.10	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-26	买入	14.23	N/A
2	2024-10-30	买入	14.36	N/A
3	2025-08-28	买入	10.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806