

公司研究

宏观环境影响，25年业绩承压，海外业务加速布局

——志邦家居（603801.SH）2025年报及2026年一季报点评

买入（维持）

当前价：8.91元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.34
总市值(亿元):	38.70
一年最低/最高(元):	8.54/11.09
近3月换手率:	53.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.45	-12.96	-42.46
绝对	-3.43	-10.82	-14.96

资料来源：Wind

相关研报

受宏观环境影响 24 年业绩承压，海外业务加速布局——志邦家居（603801.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评（2025-04-30）

要点

事件：

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年公司实现营收 43.6 亿元，同比-17.1%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比-46.9%；1Q/2Q/3Q/4Q2025 实现营收 8.2/10.8/11.7/12.8 亿元，同比-0.3%/-22.3%/-19.7%/-18.9%，实现归母净利润 0.4/1.0/0.4/0.3 亿元，同比-10.9%/-5.5%/-70.1%/-73.5%；1Q2026 实现营收 5.8 亿元，同比-29.6%，实现归母净利润-9434 万元，同比由盈转亏。

点评：

受宏观环境影响业绩承压，公司加速全球布局中：2025 年，公司厨柜/衣柜/木门分别实现营收 15.4/20.0/5.1 亿元，分别同比-35.6%/-5.8%/+35.6%。分渠道看，零售/大宗/海外渠道分别实现营收 26.3/10.5/3.6 亿元，分别同比-12.4%/-37.4%/+35.2%。4Q2025，厨柜/衣柜/木门分别实现营收 4.9/5.9/1.2 亿元，分别同比-33.6%/-4.1%/-12.1%。分渠道看，零售/大宗/海外渠道分别实现营收 6.2/4.2/1.5 亿元，分别同比-25.1%/-26.6%/+100.4%。

公司海外业务从工程整装向零售加盟延伸，新增法国、澳洲、阿联酋、肯尼亚等多国旗舰店，国际品牌矩阵同步升级，旗下品牌“Vimora”与“FLYHOME”完成视觉形象焕新，推动品牌向国际化、高端化迈进。截至 2025 年末，公司海外已覆盖澳洲、东南亚、中东等十多个国家和地区。

1Q2026，厨柜/衣柜/木门分别实现营收 1.8/3.0/0.4 亿元，分别同比-30.6%/-29.7%/-38.4%。分渠道看，零售/大宗/海外渠道分别实现营收 4.2/0.3/0.6 亿元，分别同比-33.7%/-52.5%/+35.2%。截至 1Q2026 末，公司共有 3204 家门店，其中融合店/单品类店/家装店/直营门店为 1400/300/1474/30 家。与 4Q2025 末相比，融合店/单品类店/家装店/直营门店净增加+8 家/-5 家/+76 家/持平。

开工率下滑，整体毛利率同比降低，海外业务毛利率显著提升：2025 年，公司毛利率为 33.2%，同比-3.0pcts；分产品看，厨柜/衣柜/木门毛利率分别为 37.9%/36.9%/19.7%，同比-3.3/-2.1/+2.0pcts。分渠道看，零售/大宗渠道毛利率分别为 36.8%/32.5%，分别同比-2.7/-3.9pct。受益于海外业务规模的起量，2025 年公司海外渠道毛利率为 30.8%，同比+2.8pcts。

2025 年，公司期间费用率为 27.5%，同比+0.9pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.0%/6.2%/5.0%/0.3%，分别同比-0.3/+0.9/-0.1/+0.4pcts，管理费用率的提高主要系收入规模下滑所致。

1Q2026，公司毛利率同比下降 6.3pcts 至 25.9%。分产品看，厨柜/衣柜/木门毛利率分别为 29.1%/29.3%/17.3%，分别同比-6.3/-7.9/+1.5pcts。分渠道看，零售/大宗/海外渠道毛利率分别为 29.0%/33.0%/21.1%，分别同比-6.7/-0.1/-2.0pcts。

1Q2026 公司期间费用率为 43.2%，同比+13.9pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.7%/12.3%/7.1%/1.1%，分别同比+5.7/+5.1/+2.3/+0.9pcts。

家居龙头企业，维持“买入”评级：考虑到行业竞争压力较大，我们将公司2026-2027年归母净利润预测分别下调至1.6/2.0亿元（下调幅度分别为67%/64%），并新增2028年归母净利润预测2.2亿元，对应2026-2028年EPS分别为0.37/0.46/0.51元，当前股价对应PE分别为24/19/17倍。公司积极顺应市场趋势变化，海外业务快速发展，作为家居头部企业，有望在供给出清的阶段进一步扩大市场份额，维持“买入”评级。

风险提示：整装业务发展不及预期，内需刺激政策不及预期，国际贸易冲突加剧，市场竞争程度超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,258	4,357	4,443	4,654	4,935
营业收入增长率	-14.04%	-17.14%	1.97%	4.75%	6.04%
归母净利润（百万元）	385	205	162	201	222
归母净利润增长率	-35.23%	-46.89%	-20.94%	24.22%	10.55%
EPS（元）	0.88	0.47	0.37	0.46	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.34%	6.02%	4.78%	5.79%	6.23%
P/E	10	19	24	19	17
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,258	4,357	4,443	4,654	4,935
营业成本	3,351	2,910	3,079	3,185	3,366
折旧和摊销	190	220	226	243	260
税金及附加	61	36	37	42	44
销售费用	854	696	711	754	799
管理费用	281	270	244	256	271
研发费用	265	216	222	242	257
财务费用	-2	14	12	15	18
投资收益	5	49	49	49	50
营业利润	417	212	166	209	232
利润总额	420	212	168	211	234
所得税	34	7	6	9	12
净利润	385	205	162	201	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	385	205	162	201	222
EPS(元)	0.88	0.47	0.37	0.46	0.51

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	491	16	960	427	448
净利润	385	205	162	201	222
折旧摊销	190	220	226	243	260
净营运资金增加	-276	426	-392	13	46
其他	191	-835	964	-30	-80
投资活动产生现金流	-212	-142	-393	-322	-332
净资本支出	-255	-152	-330	-330	-330
长期投资变化	177	182	0	0	0
其他资产变化	-134	-173	-63	8	-2
融资活动现金流	-162	108	-377	-126	-146
股本变化	0	-2	0	0	0
债务净变化	170	378	-192	0	0
无息负债变化	47	-562	244	46	45
净现金流	120	-19	191	-21	-30

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	36.3%	33.2%	30.7%	31.6%	31.8%
EBITDA 率	15.1%	12.8%	9.2%	9.7%	9.9%
EBIT 率	10.9%	7.2%	4.1%	4.5%	4.6%
税前净利润率	8.0%	4.9%	3.8%	4.5%	4.8%
归母净利润率	7.3%	4.7%	3.6%	4.3%	4.5%
ROA	5.7%	3.1%	2.5%	3.0%	3.2%
ROE (摊薄)	11.3%	6.0%	4.8%	5.8%	6.2%
经营性 ROIC	26.4%	13.2%	9.1%	9.5%	9.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	49%	48%	48%	48%	48%
流动比率	1.09	1.33	1.30	1.28	1.26
速动比率	1.01	1.22	1.20	1.18	1.16
归母权益/有息债务	7.92	4.21	5.50	5.64	5.79
有形资产/有息债务	14.47	7.47	10.10	10.28	10.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	6,715	6,530	6,570	6,704	6,840
货币资金	799	882	1,073	1,052	1,022
交易性金融资产	565	569	600	610	620
应收账款	306	267	249	222	207
应收票据	23	1	22	23	25
其他应收款 (合计)	88	59	67	70	74
存货	252	271	246	255	269
其他流动资产	94	99	107	128	156
流动资产合计	3,289	3,178	3,211	3,208	3,224
其他权益工具	13	54	54	54	54
长期股权投资	177	182	182	182	182
固定资产	1,634	1,678	1,671	1,661	1,646
在建工程	275	85	131	166	192
无形资产	280	270	295	318	342
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	600	615	615	615	615
非流动资产合计	3,426	3,352	3,359	3,496	3,616
总负债	3,315	3,131	3,184	3,229	3,274
短期借款	249	184	0	0	0
应付账款	717	572	616	637	673
应付票据	475	511	462	478	505
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	55	43	44	46	49
流动负债合计	3,020	2,390	2,475	2,510	2,555
长期借款	155	0	0	0	0
应付债券	0	616	616	616	616
其他非流动负债	73	60	60	63	65
非流动负债合计	295	742	708	719	720
股东权益	3,399	3,398	3,386	3,474	3,566
股本	437	434	434	434	434
公积金	804	795	811	832	832
未分配利润	2,203	2,117	2,089	2,156	2,247
归属母公司权益	3,399	3,398	3,386	3,474	3,566
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	16.24%	15.98%	16.00%	16.20%	16.20%
管理费用率	5.35%	6.20%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用率	-0.04%	0.32%	0.27%	0.32%	0.37%
研发费用率	5.04%	4.95%	5.00%	5.20%	5.20%
所得税率	8%	4%	4%	5%	5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.60	0.40	0.26	0.30	0.31
每股经营现金流	1.12	0.04	2.21	0.98	1.03
每股净资产	7.79	7.82	7.80	8.00	8.21
每股销售收入	12.05	10.03	10.23	10.71	11.36

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	10	19	24	19	17
PB	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.7	6.9	8.1	7.4	7.0
股息率	6.7%	4.5%	2.9%	3.4%	3.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼