

志邦家居 (603801.SH)

买入 (维持评级)

Q1 经营承压，外销加速布局内销静待回暖

投资要点:

► **事件:** 公司发布 2025 年报及 26 年一季报, 25 年实现收入 43.6 亿元, 同比-17.1%, 实现归母净利 2.0 亿元, 同比-46.9%, 扣非净利 1.4 亿元, 同比-58.7%; 26Q1 营收 5.8 亿元, 同比-29.6%, 归母净利-0.94 亿元, 同比-324%, 扣非净利-1 亿元, 同比-380%。

► **国内承压深化整家战略, 出海亮眼加快零售渠道布局。** 25 国内地产市场仍在筑底新房需求不足, 存量市场持续承压, 公司战略性构建“国内深耕+全球拓展”的双轮驱动新格局, 在东南亚、中东及拉美等新兴市场开辟第二增长曲线, 国内业务坚定整家一体化战略, 大宗积极调整客户结构、开拓非房业务增长点。**分产品,** 25 年公司橱、衣、木门营收分别同比-35.6%、-5.8%、+35.7%, 26Q1 上述品类营收分别同比-30.6%、-30%、-38.4%。**分渠道,** 25 年公司零售、大宗、海外营收分别同比-12.4%、-37.4%、+77.7%; 26Q1 上述渠道营收分别同比-33.7%、-52.5%、+41.8%, 海外业务营收占比超 10%。公司海外业务经过过去几年培育, 已形成四大渠道全面布局, 以工程渠道为基本盘, 以零售渠道为增长引擎, 公司将加速品牌零售招商布局, 通过多品牌、多渠道覆盖, 加速海外开店计划, 同时加强中后台能力建设。**门店方面,** 25 年公司橱柜经销、衣柜经销、木门经销、直营门店分别较 2024 年末-171 家、-245 家、+3 家、-4 家。26Q1 公司基于整家一体化战略推进, 终端店面展示形态亦逐步由原先单品类门店向整家融合店优化、合并、升级, 期末融合店、单品类店、家装店、直营店较 25 年末分别+8 家、-5 家、+76 家、持平。

► **收入下降导致盈利能力降幅较大。** 1) **毛利率:** 25 年公司实现毛利率为 33.2%, 同比-3.1pct, 其中海外毛利率同比+2.8pct, 其他各渠道毛利率均有所下滑。26Q1 公司毛利率同比-6.3pct 仍因收入下滑承压。2) **期间费用:** 25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.3pct、+0.9pct、-0.09pct、+0.4pct。26Q1 期间费率均有提升。3) **净利率:** 25 年公司归母净利率 4.7%, 同比-2.6pct, 主要为毛利率降低所致, 26Q1 公司归母净利亏损, 主要为毛利率降低及期间费用率提升较大所致。

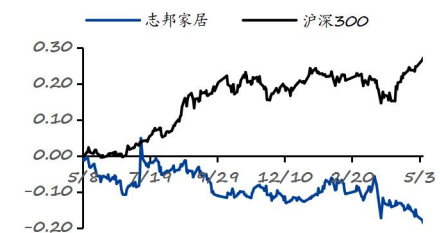
► **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.8 亿元、2.4 亿元、2.6 亿元 (上期预测 26-27 年分别为 3.9 亿元、4.2 亿元, 考虑 26Q1 公司亏损调整上期预测), 增速分别为-10.9%、+30.2%、+8.2%, 目前股价对应 26 年 PE 为 20X, 公司品牌定位大众群体受众广、多品类全渠道较早布局, 风险管控稳健, 积极海外布局开拓第二成长曲线, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 行业竞争加剧风险, 房地产市场调控风险, 渠道和品类开拓不及预期风险

基本数据

日期	2026-05-07
收盘价:	8.53 元
总股本/流通股本(百万股)	434.35/434.35
流通 A 股市值(百万元)	3,705.02
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	47.96
一年内最高/最低价(元)	11.33/8.48

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

相关报告

1. 志邦家居 (603801): H1 海外高增盈利稳健, 内销静待需求回暖——2025.08.28
2. 志邦家居(603801.SH)首次覆盖: 志邦的进与退——2025.02.10

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,258	4,357	4,146	4,424	4,646
增长率	-14%	-17%	-5%	7%	5%
净利润 (百万元)	385	205	182	237	257
增长率	-35%	-47%	-11%	30%	8%
EPS (元/股)	0.89	0.47	0.42	0.55	0.59
市盈率 (P/E)	9.6	18.1	20.3	15.6	14.4
市净率 (P/B)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	882	1,176	1,338	1,374
应收票据及账款	268	283	295	310
预付账款	53	42	44	46
存货	271	221	225	250
合同资产	770	810	874	906
其他流动资产	1,703	1,626	1,705	1,746
流动资产合计	3,178	3,349	3,607	3,726
长期股权投资	182	182	182	182
固定资产	1,678	1,574	1,482	1,402
在建工程	85	85	85	185
无形资产	270	278	285	287
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1,137	1,144	1,145	1,144
非流动资产合计	3,352	3,262	3,179	3,200
资产合计	6,530	6,611	6,785	6,926
短期借款	184	327	327	327
应付票据及账款	1,083	948	1,011	1,073
预收款项	0	0	0	0
合同负债	307	327	348	366
其他应付款	579	579	579	579
其他流动负债	237	234	241	247
流动负债合计	2,390	2,414	2,506	2,592
长期借款	0	50	50	50
应付债券	616	616	616	616
其他非流动负债	126	126	126	126
非流动负债合计	742	792	792	792
负债合计	3,131	3,206	3,298	3,383
归属母公司所有者权益	3,398	3,405	3,487	3,542
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,398	3,405	3,487	3,542
负债和股东权益	6,530	6,611	6,785	6,926

现金流量表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	16	350	382	407
现金收益	462	416	460	474
存货影响	-18	50	-4	-25
经营性应收影响	116	26	16	14
经营性应付影响	-309	-136	63	61
其他影响	-234	-6	-153	-117
投资活动现金流	-142	-78	-71	-169
资本支出	-86	-139	-143	-239
股权投资	-5	0	0	0
其他长期资产变化	-52	61	72	70
融资活动现金流	108	22	-150	-202
借款增加	378	193	0	0
股利及利息支付	-269	-179	-230	-246
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1	8	80	44

利润表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,357	4,146	4,424	4,646
营业成本	2,910	2,798	2,951	3,091
税金及附加	36	35	37	39
销售费用	696	684	728	762
管理费用	270	270	279	288
研发费用	216	207	217	228
财务费用	14	-3	-5	1
信用减值损失	-42	-40	-40	-40
资产减值损失	-53	-30	-30	-30
公允价值变动收益	10	10	10	10
投资收益	49	50	50	50
其他收益	33	43	38	38
营业利润	212	188	245	266
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	212	189	246	266
所得税	7	7	9	9
净利润	205	182	237	257
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	205	182	237	257
EPS (按最新股本摊薄)	0.47	0.42	0.55	0.59

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-17.1%	-4.8%	6.7%	5.0%
EBIT 增长率	-45.8%	-17.7%	29.7%	10.6%
归母公司净利润增长率	-46.9%	-10.9%	30.2%	8.2%
获利能力				
毛利率	33.2%	32.5%	33.3%	33.5%
净利率	4.7%	4.4%	5.4%	5.5%
ROE	6.0%	5.4%	6.8%	7.2%
ROIC	9.6%	7.2%	9.0%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	48.0%	48.5%	48.6%	48.9%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	24	24	24	23
存货周转天数	32	32	27	28
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.42	0.55	0.59
每股经营现金流	0.04	0.81	0.88	0.94
每股净资产	7.82	7.84	8.03	8.16
估值比率				
P/E	18	20	16	14
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	84	93	84	81

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn