

## 志邦家居 (603801.SH)

## 增持 (首次评级)

### 短期业绩承压，海外增速亮眼

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,258	4,357	4,245	4,333	4,518
增长率 yoy (%)	-14.0	-17.1	-2.6	2.1	4.3
归母净利润 (百万元)	385	205	208	244	282
增长率 yoy (%)	-35.2	-46.9	1.7	17.2	15.7
ROE (%)	11.3	6.0	6.1	7.0	7.9
EPS 最新摊薄 (元)	0.88	0.47	0.48	0.56	0.65
P/E (倍)	9.9	18.7	18.4	15.7	13.6
P/B (倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源: wind, 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。**公司 2025 年营业收入 43.57 亿元, 同比-17.14%; 归母净利润 2.05 亿元, 同比-46.89%。分季度来看, 公司 2025Q4/2026Q1 营收分别为 12.83/5.75 亿元, 同比分别-18.93%/-29.63%; 归母净利润分别为 0.32/-0.94 亿元, 同比分别-73.54%/-324.22%。

#### 受行业需求下降、竞争加剧影响, 公司收入承压。

**分渠道来看, 快速推进全球化战略, 海外增速亮眼。**据公司经营数据公告, 2025 年公司零售/大宗/海外/其他收入分别为 26.27/10.54/3.65/3.11 亿元, 同比分别-12.42%/-37.38%/+77.73%/-15.93%; 2026Q1 公司零售/大宗/海外/其他收入分别为 4.24/0.31/0.64/0.56 亿元, 同比分别-33.69%/-52.49%/+41.79%/-17.27%。

**分产品来看, 公司深化整家一体化战略, 以衣柜、橱柜作为双核心品类带动全品类发展。**2025 年公司整体厨柜/定制衣柜/木门墙板/其他收入分别为 15.42/19.98/5.06/3.11 亿元, 同比分别-35.59%/-5.79%/+35.65%/-15.93%; 2026Q1 公司整体厨柜/定制衣柜/木门/其他收入分别为 1.84/2.96/0.40/0.56 亿元, 同比分别-30.63%/-29.66%/-38.41%/-17.27%。

#### 收入下滑导致固定成本及费用摊薄效果减弱, 进而导致毛利率下降、费用率上升。

**毛利率方面,**公司 2025 年毛利率 33.22%, 同比-3.05pct。分季度来看, 公司 2025Q4/2026Q1 毛利率分别为 30.76%/25.86%, 同比分别-4.21pct/-6.30pct。

**费用率方面,**2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.98%/6.20%/4.95%/0.32%, 同比分别-0.26/+0.86/-0.09/+0.36pct。2026Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.75%/12.27%/7.15%/1.09%, 同比分别+5.67/+5.07/+2.28/+0.92pct。

**投资建议:**在行业下行周期, 公司保持战略定力, 积极推进整家一体化、全球化、科技赋能, 为中长期可持续发展积蓄力量。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 2.08/2.44/2.82 亿元, 对应 PE18.4/15.7/13.6 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**风险提示:**市场需求变化的风险, 原材料价格波动风险, 市场竞争加剧风险, 经销商管理风险, 品牌风险等。

#### 股票信息

行业	轻工制造
2026 年 05 月 11 日收盘价(元)	8.77
总市值 (百万元)	3,809.26
流通市值 (百万元)	3,809.26
总股本 (百万股)	434.35
流通股本 (百万股)	434.35
近 3 月日均成交额(百万元)	35.01

#### 作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 谭鹭

SAC: S1070526010003

邮箱: tanlu2@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com

#### 相关研究

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3289	3178	3510	3993	3771
现金	799	882	995	1550	1082
应收票据及应收账款	329	268	366	329	452
其他应收款	88	59	82	60	86
预付账款	55	53	52	55	57
存货	252	271	164	292	196
其他流动资产	1765	1644	1851	1707	1898
<b>非流动资产</b>	3426	3352	3099	2942	2817
长期股权投资	177	182	189	197	205
固定资产	1634	1678	1480	1354	1257
无形资产	280	270	242	214	186
其他非流动资产	1335	1222	1187	1178	1170
<b>资产总计</b>	6715	6530	6609	6935	6588
<b>流动负债</b>	3020	2390	2558	2940	2640
短期借款	249	184	188	207	193
应付票据及应付账款	1192	1083	883	1227	973
其他流动负债	1579	1122	1487	1506	1475
<b>非流动负债</b>	295	742	619	495	372
长期借款	155	616	493	369	246
其他非流动负债	141	126	126	126	126
<b>负债合计</b>	3315	3131	3176	3435	3013
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	437	434	434	434	434
资本公积	656	615	615	615	615
留存收益	2351	2297	2329	2365	2408
归属母公司股东权益	3399	3398	3433	3500	3575
<b>负债和股东权益</b>	6715	6530	6609	6935	6588

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	491	16	194	807	-115
净利润	385	205	208	244	282
折旧摊销	216	243	211	193	200
财务费用	-2	14	-1	-8	-10
投资损失	-5	-49	-49	-49	-49
营运资金变动	-156	-478	-238	366	-602
其他经营现金流	52	81	63	61	64
<b>投资活动现金流</b>	-212	-142	96	19	-18
资本支出	275	203	-50	30	67
长期投资	-139	47	-8	-8	-8
其他投资现金流	202	14	54	57	57
<b>筹资活动现金流</b>	-162	108	-177	-272	-334
短期借款	119	-64	3	19	-14
长期借款	31	461	-123	-123	-123
普通股增加	-0	-2	0	0	0
资本公积增加	-14	-41	0	0	0
其他筹资现金流	-297	-245	-57	-169	-197
<b>现金净增加额</b>	120	-19	113	554	-467

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	5258	4357	4245	4333	4518
营业成本	3351	2910	2892	2933	3036
营业税金及附加	61	36	35	36	38
销售费用	854	696	657	668	695
管理费用	281	270	255	258	267
研发费用	265	216	206	208	215
财务费用	-2	14	-1	-8	-10
资产和信用减值损失	-97	-95	-67	-69	-72
其他收益	52	33	33	33	33
公允价值变动收益	11	10	10	10	10
投资净收益	5	49	49	49	49
资产处置收益	-1	-0	-5	-2	-2
<b>营业利润</b>	417	212	219	258	296
营业外收入	9	8	8	8	8
营业外支出	7	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	420	212	220	259	297
所得税	34	7	12	15	14
<b>净利润</b>	385	205	208	244	282
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	385	205	208	244	282
EBITDA	632	463	425	438	481
EPS (元/股)	0.88	0.47	0.48	0.56	0.65

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-14.0	-17.1	-2.6	2.1	4.3
营业利润 (%)	-32.6	-49.3	3.7	17.6	14.7
归属母公司净利润 (%)	-35.2	-46.9	1.7	17.2	15.7
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	36.3	33.2	31.9	32.3	32.8
净利率 (%)	7.3	4.7	4.9	5.6	6.2
ROE (%)	11.3	6.0	6.1	7.0	7.9
ROIC (%)	9.8	5.0	4.7	5.4	6.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.4	48.0	48.1	49.5	45.7
净负债比率 (%)	-8.7	-0.5	-3.9	-22.6	-12.9
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	19.8	15.2	14.0	13.0	12.0
应付账款周转率	5.1	4.5	5.4	5.0	5.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	0.47	0.48	0.56	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.12	0.04	0.45	1.85	-0.26
每股净资产 (最新摊薄)	7.79	7.67	7.75	7.90	8.08
<b>估值比率</b>					
P/E	9.9	18.7	18.4	15.7	13.6
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.7	7.0	7.3	5.6	5.8

资料来源: wind, 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686