

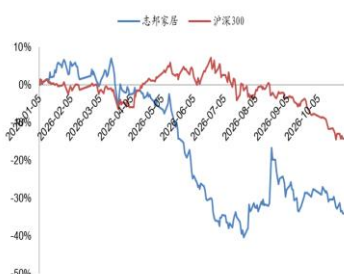
26Q3 业绩承压，积极开拓海外市场

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-30

收盘价（元）	5.72
近 12 个月最高/最低（元）	9.88/5.18
总股本（百万股）	434
流通股本（百万股）	434
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	25
流通市值（亿元）	25

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 国内家居市场竞争激烈，26H1 业绩承压 2026-08-28

2. 25 年业绩承压，海外业务表现亮眼 2026-05-04

3. 25Q3 业绩承压，积极拓展海外业务 2025-11-03

主要观点：

● 事件：公司发布 2026 年第三季度报告

公司发布 2026 年第三季度报告，2026 年前三季度实现营业收入 24.41 亿元，同比下降 20.6%；实现归母净利润-1.94 亿元，同比下降 212.11%；单季度来看，2026 年第三季度实现营业收入 9.76 亿元，同比下降 16.9%；实现归母净利润-0.37 亿元，同比下降 204.33%。定制家居行业市场竞争加剧，公司业务规模下滑、毛利下降，公司业绩明显承压。

● 国内业务明显承压，积极推动品牌出海

2026 年前三季度，分产品来看，整体厨柜/定制衣柜/木门墙板分别实现营业收入 8.44/12.08/1.92 亿元，分别同比+20.10%/-14.13%/-50.65%；毛利率分别为 28.61%/31.24%/17.46%，分别同比 -10.21/-6.51/-3.23pct。分渠道来看，零售业务/大宗业务/海外业务分别实现营业收入 15.76/4.17/2.51 亿元，分别同比-21.38%/-33.82%/+15.56%；毛利率分别为 31.87%/23.18%/21.22%，分别同比-5.86/-10.07/-4.42pct。新房交付持续萎缩，存量市场还未释放，存量房市场的整装、局改等新模式，尚未形成可复制的盈利模型，行业内的产能、门店、人员普遍过剩等现象引发终端价格战，公司国内业务承压。公司积极开拓海外市场，海外业务高增长。为进一步开拓海外市场，满足未来海外业务增量及规模化发展需求，公司拟以自有资金及自筹资金 20,000 万元人民币（或等值外币）对全资子公司新加坡志邦进行增资，新加坡志邦拟以不超过 20,000 万元人民币（或等值外币）向全资孙公司泰国德志进行增资，并用于投资新建泰国智能制造基地项目。项目可独立建设定制家居柔性产线，专门适配海外产品规格、当地建筑户型标准，释放独立海外产能，支撑自有品牌 ZBOM 在海外市场的规模化扩张，完成从产品出海到品牌属地化运营的升级。

● 行业价格战影响下，盈利能力承压

2026 年前三季度公司毛利率为 27.18%，同比-7.06pct；销售/管理/研发/财务费用率为 17.99%/8.79%/5.91%/0.68%，同比+0.61/+2.39/+0.67/+0.33pct；归母净利率为-7.95%，同比-13.59pct。2026 年第三季度公司毛利率为 27.85%，同比-3.61pct；销售/管理/研发/财务费用率为 16.11%/8.33%/4.99%/0.69%，同比-0.89/+1.9/+0.11/+0.16pct；归母净利率为-3.76%，同比-6.75pct。

● 投资建议

公司积极进行改革重构，扩大增长业务资源、精简下滑业务组织、需研产供全链改革，积极抓住存量业务和潜在赛道的机会。基于国内家居行业竞争激烈、市场需求承压，公司业绩承压，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 36.85/39.1/40.97 亿元（前值为 36.85/40.21/42.71 亿元），分别同比变化-15.4%/+6.1%/+4.8%；归母净利润分别为-1.88/1.05/1.74 亿元（前值为-0.53/1.92/2.63 亿元），分别同比变化-191.9%/+155.6%/

+66.9%。EPS 分别为-0.43/0.24/0.4 元，对应 PE 分别为—/23.77/14.24 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

经济波动带来的风险，房地产市场风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，经销商管理风险，应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4357	3685	3910	4097
收入同比（%）	-17.1%	-15.4%	6.1%	4.8%
归属母公司净利润	205	-188	105	174
净利润同比（%）	-46.9%	-191.9%	155.6%	66.9%
毛利率（%）	33.2%	27.8%	32.6%	33.4%
ROE（%）	6.0%	-5.9%	3.2%	5.0%
每股收益（元）	0.47	-0.43	0.24	0.40
P/E	19.47	—	23.77	14.24
P/B	1.17	0.78	0.75	0.71
EV/EBITDA	8.64	70.10	7.62	6.03

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2026 年 10 月 30 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3178	2510	2432	2462	营业收入	4357	3685	3910	4097
现金	882	528	406	406	营业成本	2910	2660	2634	2729
应收账款	267	131	154	142	营业税金及附加	36	41	43	45
其他应收款	59	64	69	74	销售费用	696	626	626	651
预付账款	53	41	42	43	管理费用	270	313	293	303
存货	271	144	112	117	财务费用	14	-6	0	7
其他流动资产	1645	1602	1648	1681	资产减值损失	-53	-40	-40	0
非流动资产	3352	3574	3811	3990	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	182	182	182	182	投资净收益	49	4	4	4
固定资产	1678	1775	1850	1852	营业利润	212	-204	109	179
无形资产	270	284	300	316	营业外收入	8	8	8	8
其他非流动资产	1222	1334	1479	1641	营业外支出	7	5	5	0
资产总计	6530	6084	6243	6452	利润总额	212	-201	112	187
流动负债	2390	2154	2208	2243	所得税	7	-13	8	12
短期借款	184	184	184	184	净利润	205	-188	105	174
应付账款	572	485	506	505	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1633	1484	1517	1554	归属母公司净利润	205	-188	105	174
非流动负债	742	732	732	732	EBITDA	456	40	385	486
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.47	-0.43	0.24	0.40
其他非流动负债	742	732	732	732					
负债合计	3131	2886	2940	2975					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	434	434	434	434					
资本公积	615	615	615	615					
留存收益	2349	2148	2253	2427					
归属母公司股东权益	3398	3198	3302	3477					
负债和股东权益	6530	6084	6243	6452					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	16	112	388	471	成长能力				
净利润	205	-188	105	174	营业收入	-17.1%	-15.4%	6.1%	4.8%
折旧摊销	243	246	273	292	营业利润	-49.3%	-196.2%	153.7%	63.5%
财务费用	18	8	8	11	归属于母公司净利润	-46.9%	-191.9%	155.6%	66.9%
投资损失	-50	-4	-4	-4	获利能力				
营运资金变动	-477	39	-30	-5	毛利率（%）	33.2%	27.8%	32.6%	33.4%
其他经营现金流	758	-216	173	183	净利率（%）	4.7%	-5.1%	2.7%	4.3%
投资活动现金流	-142	-439	-503	-460	ROE（%）	6.0%	-5.9%	3.2%	5.0%
资本支出	-152	-460	-507	-464	ROIC（%）	4.8%	-4.8%	2.5%	4.2%
长期投资	47	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-38	21	4	4	资产负债率（%）	48.0%	47.4%	47.1%	46.1%
筹资活动现金流	108	-25	-8	-11	净负债比率（%）	92.1%	90.2%	89.0%	85.6%
短期借款	-64	0	0	0	流动比率	1.33	1.17	1.10	1.10
长期借款	-155	0	0	0	速动比率	0.75	0.61	0.55	0.54
普通股增加	-2	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-41	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.58	0.63	0.65
其他筹资现金流	371	-25	-8	-11	应收账款周转率	15.20	18.50	27.40	27.66
现金净增加额	-19	-354	-122	0	应付账款周转率	4.51	5.03	5.31	5.40

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.47	-0.43	0.24	0.40	P/E	19.47	—	23.77	14.24
每股经营现金流	0.04	0.26	0.89	1.08	P/B	1.17	0.78	0.75	0.71
每股净资产	7.82	7.36	7.60	8.00	EV/EBITDA	8.64	70.10	7.62	6.03

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2026 年 10 月 30 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。