

志邦家居 (603801.SH) 深耕厨柜二十余载，衣柜、工程渠道再领新征程

2020年09月29日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2020/9/28
当前股价(元)	30.84
一年最高最低(元)	42.90/18.22
总市值(亿元)	68.88
流通市值(亿元)	67.01
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.17
近3个月换手率(%)	154.51

● 公司品类拓展红利持续释放，工程渠道发力，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕定制橱柜二十余载，并依托多年在厨柜领域积累的优势，全品类协同发展，开拓定制衣柜业务作为新的业绩增长点。同时公司积极把握渠道变革，积极发展工程渠道，未来有望借助工程渠道赛道红利实现弯道超车。我们预测公司2020-2022年归母净利润为3.48/4.12/4.81亿元，对应EPS分别为1.56/1.84/2.16元，当前股价对应PE为19.8/16.7/14.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 流量入口分散化，渠道布局多元化，积极拥抱渠道变革者方能行稳致远

2017年后，地产周期逐渐下行，家居行业传统线下零售渠道的流量红利日益消退。我们认为，未来仅依靠传统单一线下渠道红利发展的中小品牌经营压力将日益加大，而流量入口多元化的趋势将让具备多渠道能力的头部品牌优势凸显，也让部分以志邦家居为代表，能积极拥抱渠道变革的品牌，获得了弯道超车的机遇。

● 品类拓展红利持续释放：深耕厨柜增长稳定，衣柜快速放量，木门未来可期。

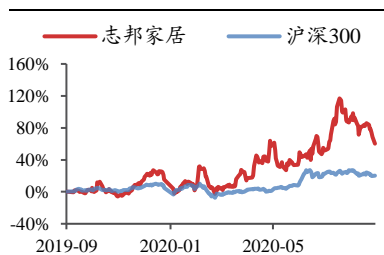
2019年，公司厨柜/衣柜/木门业务收入分别为21.17/7.34/0.28亿元，收入占比分别为71.5%/24.8%/0.9%。其中，橱柜业务在高基数的情况下增长仍较为稳定。公司衣柜业务起步较晚，仍处于业务爬坡放量阶段。并且随着衣柜业务规模的扩大，生产和采购端的规模效应显现带动毛利率提升的空间仍然较大。木门业务于2018年建立经销体系，仍处于孵化阶段，短期内有望通过工程渠道取得突破。

● 积极进行渠道延伸：工程渠道进入高速且高质量发展期，零售渠道持续扩张

2019年，公司经销渠道收入占比达66.6%，仍为主要收入来源，下沉渠道布局领先和积极赋能经销商成为发展亮点。公司工程渠道收入6.4亿元，同比增长63%。公司工程渠道橱柜收入规模位居行业第二。同时，通过积极优化大宗客户结构，公司工程渠道毛利率提升至42%，处于行业领先水平。直营渠道在立足合肥的基础上，2020年计划进入广州市场，进而希望带动整个华南零售市场取得突破。

● **风险提示：**商品住宅竣工数据不及预期风险；行业消费需求回暖不及预期风险；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

股价走势图



数据来源：贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,433	2,962	3,474	4,261	5,063
YOY(%)	12.8	21.7	17.3	22.7	18.8
归母净利润(百万元)	273	329	348	412	481
YOY(%)	16.5	20.7	5.8	18.1	16.9
毛利率(%)	36.0	38.5	37.9	37.6	37.3
净利率(%)	11.2	11.1	10.0	9.7	9.5
ROE(%)	14.6	17.1	16.4	17.0	17.5
EPS(摊薄/元)	1.22	1.48	1.56	1.84	2.16
P/E(倍)	25.2	20.9	19.8	16.7	14.3
P/B(倍)	3.7	3.6	3.2	2.8	2.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 志邦家居：深耕厨柜二十余载，衣柜、工程再发力.....	4
1.1、 公司业绩持续增长，毛利率呈上行趋势	4
1.2、 股权结构集中，激励计划充分提升员工积极性.....	7
2、 行业：流量入口分散化，多元渠道布局重要性日益提升.....	8
2.1、 新房：竣工回暖预期较高，长期渠道下沉，整装、线上等入口兴起.....	8
2.2、 存量：翻新需求占比将逐步提升，社群营销把握流量入口	10
2.3、 精装：政策助力下，积极拥抱渠道变革者将享受先发红利.....	10
3、 品类拓展红利持续释放，工程渠道成为增长新动力.....	13
3.1、 品类拓展：深耕厨柜增长稳定，衣柜快速放量，木门未来可期.....	13
3.1.1、 橱柜：核心品类，收入规模稳居第二梯队.....	13
3.1.2、 衣柜：快速放量，已成为公司重要的增长来源	14
3.1.3、 木门：仍处于起步阶段，有望通过工程渠道放量.....	15
3.2、 渠道延伸：工程渠道增长有力，零售渠道持续扩张.....	16
3.2.1、 工程渠道：客户结构优化后，进入高速且高质量发展期.....	16
3.2.2、 经销渠道：门店稳步拓展，下沉市场优势突出，积极赋能经销商	19
3.2.3、 直销渠道：立足合肥，计划发力华南市场.....	21
4、 盈利预测与投资建议	22
4.1、 关键假设.....	22
4.2、 盈利预测.....	22
5、 风险提示	22
附： 财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 志邦家居厨柜业务起家，逐步形成厨柜、衣柜、木门多品类驱动的业务布局	4
图 2： 公司收入持续增长	4
图 3： 2014 年-2019 年公司归母净利润保持较高增速	4
图 4： 公司衣柜收入占比快速提升	5
图 5： 橱柜稳健增长，衣柜快速发展（单位：亿元）	5
图 6： 经销渠道仍为收入主要来源，工程占比逐步提升.....	5
图 7： 经销增长仍较稳定，工程重回高增长（单位：亿元）	5
图 8： 橱柜和衣柜毛利率稳中有升	6
图 9： 经销渠道毛利率稳定，大宗业务毛利率提升	6
图 10： 公司毛利率有所提升，净利率稳定	6
图 11： 2019 年，公司期间费用率有所提升.....	6
图 12： 公司控股股东以及实际控制人为董事长孙志勇和总经理许帮顺.....	7
图 13： 商品住宅销售面积同比增速触底体现韧性	8
图 14： 商品住宅新开工与竣工增速缺口有望回补	8
图 15： 欧派家居、志邦家居的低线城市门店占比相对较高（口径：门店数量）	9
图 16： 2016-2019 年，索菲亚电商来源的客流占比逐步提升	9
图 17： 欧派整装大家居快速拓展（门店数量：家）	10
图 18： 2018 年，约 40%的受访者选择拎包入住	10

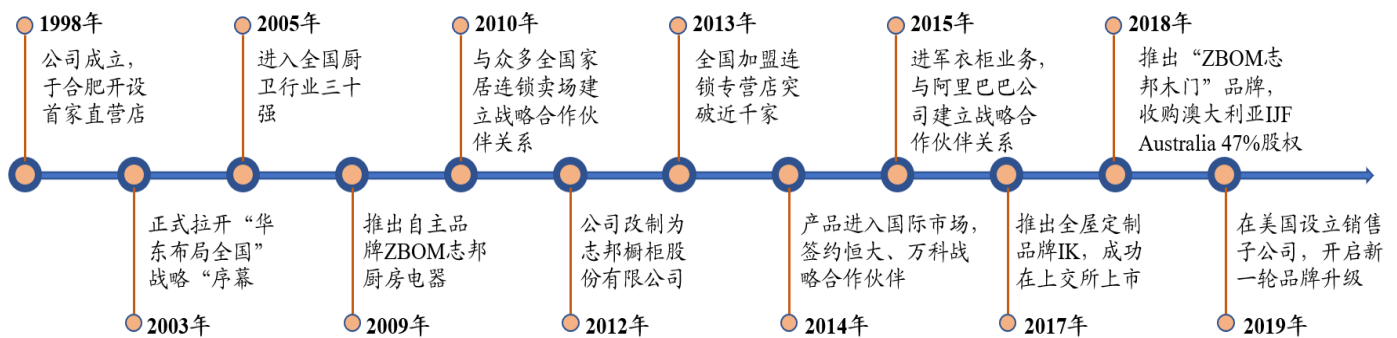
图 19: 我国老房二手房装修需求维持较高水平 (万户)	10
图 20: 我国老房二手房装修需求比例维持在 40%左右	10
图 21: 我国精装修相关政策逐渐向下传导	11
图 22: 中国精装房渗透率仍有较大提升空间	11
图 23: 我国精装房开盘量快速提升	12
图 24: 我国精装修商品住宅渗透率提升快速提升	12
图 25: 橱柜精装房配置率超过 90%, 橱柜为主业的定制家居公司有望充分受益	12
图 26: 2019 年公司橱柜收入增速有所回升	13
图 27: 志邦家居橱柜收入规模仅次于欧派家居	13
图 28: 2014 年-2019 年志邦家居橱柜业务仍处于稳步开店阶段	13
图 29: 2019 年公司橱柜毛利率显著提升	14
图 30: 2019 年公司橱柜毛利率行业领先	14
图 31: 公司衣柜收入仍保持高增速	14
图 32: 2015 年至 2019 年定制衣柜业务占比逐年提升	14
图 33: 公司衣柜门店快速拓展 (图为年末门店数量)	15
图 34: 公司衣柜门店持续增加 (图为衣柜门店净增量)	15
图 35: 2016 年-2019 年公司衣柜业务毛利率逐步提升	15
图 36: 行业横向对比, 公司衣柜毛利率仍有提升空间	15
图 37: 公司木门业务仍处于孵化初期	16
图 38: 2019 年公司大宗业务重回高增长	16
图 39: 公司工程收入规模业务已位于行业前列 (亿元)	16
图 40: 公司 2018-2019 年对工程渠道客户结构进行了优化	17
图 41: 2018-2019 年公司大宗业务毛利率显著提升	17
图 42: 2019 年公司大宗业务毛利率行业领先	17
图 43: 2019 年公司大宗业务收入占比约 22.2%	18
图 44: 公司大宗业务收入占比仍处行业中游	18
图 45: 公司经营性现金流稳定	18
图 46: 公司应收账款周转率维持健康水平	18
图 47: 2014 年-2019 年公司经销渠道收入增长稳健	19
图 48: 2016 年-2020H1 公司经销渠道稳步扩张	19
图 49: 2019 年公司经销渠道毛利率回升	19
图 50: 2019 年经销渠道公司橱柜收入占比约 19%	20
图 51: 2019 年经销渠道公司衣柜收入占比约 30%	20
图 52: 志邦家居 U 客软件助力数字化运营	20
图 53: 志邦家居“云设计”软件推出 3.0 版本	20
图 54: 2020 年初, 公司推出第九代展厅	21
图 55: 2019 年公司直营渠道收入增速回升	22
图 56: 公司 2014 年-2019 年直营渠道毛利率稳定	22
表 1: 公司股权激励覆盖范围广, 充分激发员工积极性	7
表 2: 政策积极助力国内精装房市场内发展	11
表 3: 公司估值低于行业平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级	22

1、志邦家居：深耕厨柜二十余载，衣柜、工程再发力

志邦家居股份有限公司于1998年在安徽创立，是中国定制厨柜行业早期的开拓者之一，专注于全屋定制家居的研发、生产和销售，凭借定制设计和服务的优势为客户提供从厨房到全屋的整体解决方案。2017年6月30日，公司在上交所A股上市。

公司以厨柜业务起家，2005年进入全国厨卫行业三十强，2013年全国加盟连锁专营店突破近千家，2014年成为恒大、万科战略合作伙伴。2015年公司开始布局衣柜业务，并成为公司新的业绩增长点。2017年，公司推出全屋定制品牌IK。2018年，公司继续扩充木门品类。从而经过多年发展公司全屋定制家居品类不断扩充和完善，最终形成定制厨柜、定制衣柜、木门墙板等多品类协同驱动的业务布局。

图1：志邦家居厨柜业务起家，逐步形成厨柜、衣柜、木门多品类驱动的业务布局

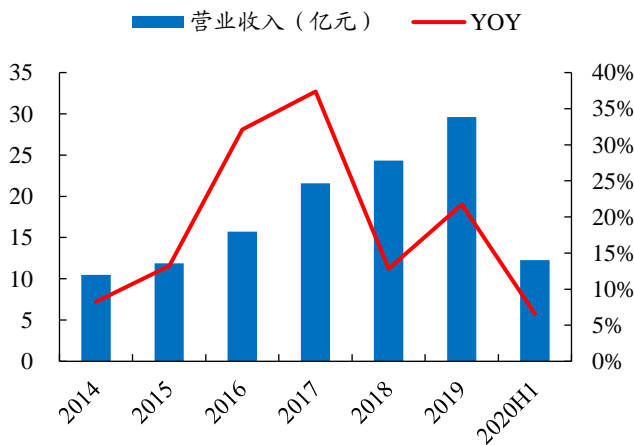


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.1、公司业绩持续增长，毛利率呈上行趋势

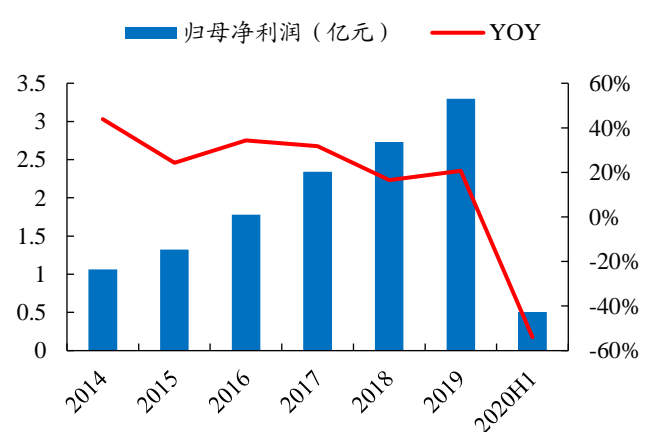
公司收入持续稳定增长，归母净利润保持较高增速。2014-2019年，公司营收、归母净利润复合增长率达到了23.1%、25.3%。其中，2019年公司营收和归母净利润分别为29.6亿元和3.3亿元，分别同比增长21.8%和20.7%。在行业整体增速下行的情况，依靠厨柜主业稳健发展，衣柜、工程渠道快速拓展，公司业绩依然保持着较高增速。2020H1，公司虽然受到疫情冲击，但由于渠道下沉和工程渠道快速发展的优势，公司经营情况恢复速度较快，2020Q2营收和归母净利润增速达到22.2%和21.4%。

图2：公司收入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

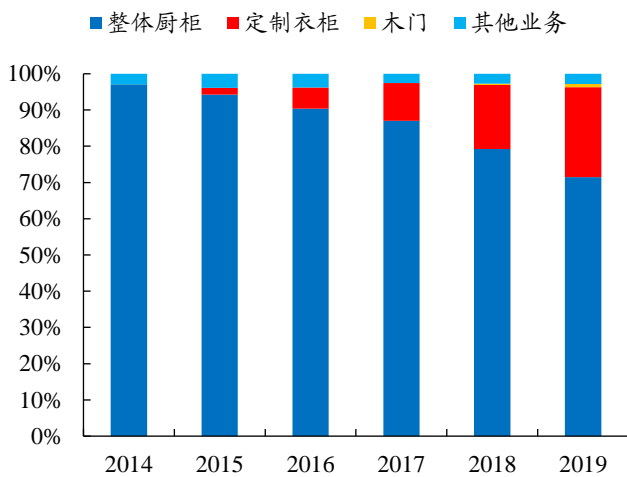
图3：2014年-2019年公司归母净利润保持较高增速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

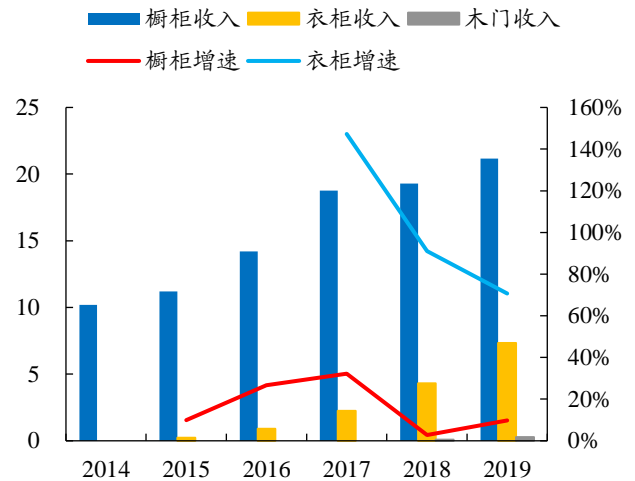
分品类看，厨柜仍为核心，衣柜快速发展，木门逐步孵化。2019年，公司厨柜/衣柜/木门业务收入分别为21.17/7.34/0.28亿元，收入占比分别为71.5%/24.8%/0.9%。其中，橱柜业务在高基数的情况下增长仍较为稳定，2014年-2019年收入复合增长率为15.75%。衣柜业务快速发展，与橱柜的协同效应渐显，2016-2019年的收入复合增长率为100.4%，其中2019年收入同比增长70.7%。木门业务于2018年建立经销体系，仍处于孵化阶段，依靠经销和工程渠道双轮驱动，有望逐渐放量。

图4：公司衣柜收入占比快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

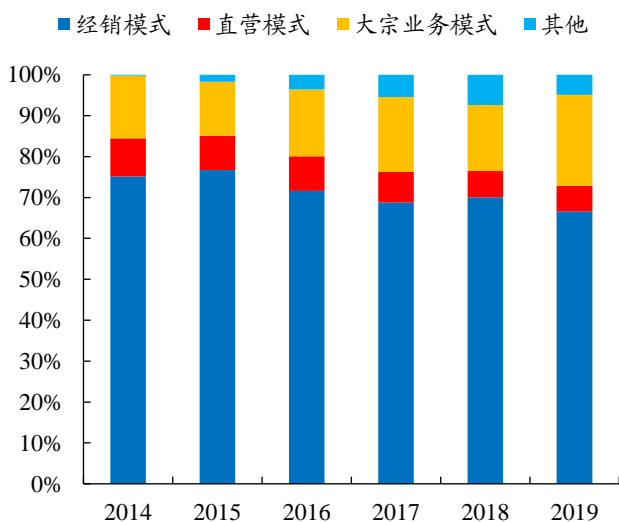
图5：橱柜稳健增长，衣柜快速发展 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

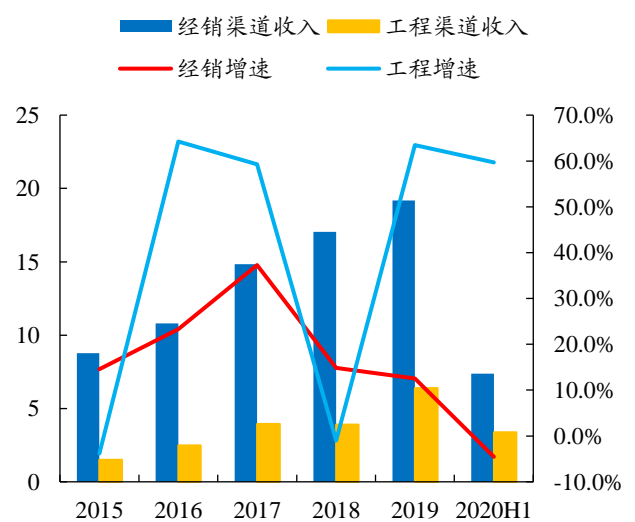
经销渠道仍为收入主要来源，工程渠道重回发展快车道。2019年，公司经销渠道收入占比达66.6%，仍为主要收入来源，并且同比增速达13%，依然保持相对较快增长。同时，公司工程渠道占比从2014年的15.4%增长提升2019年的22.2%。其中，在经历2018年客户结构调整的阵痛期后，公司工程渠道于2019年重回发展快车道。2019年，公司工程渠道收入6.4亿元，同比增长63%。2020H1，在疫情冲击下，公司工程渠道受疫情冲击相对较小，维持高速增长，同比增速达60%。

图6：经销渠道仍为收入主要来源，工程占比逐步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：经销增长仍较稳定，工程重回高增长 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

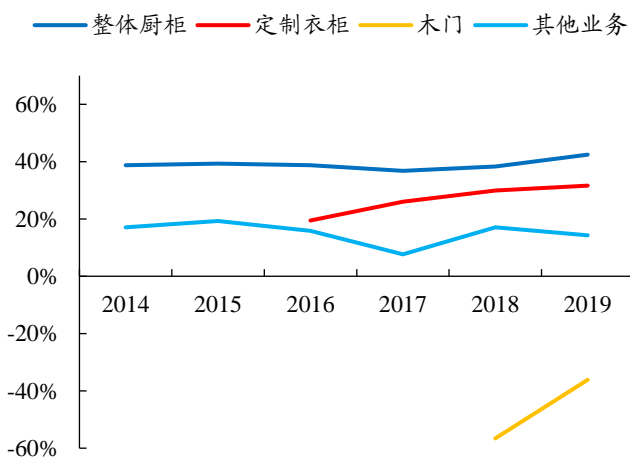
在橱柜工程渠道和衣柜规模效应的拉动下，公司毛利率呈上行趋势。2019年公司毛利率达到38.53%，同比提升2.57pct。

1)分品类看：主要受益于工程渠道客户优化和零售端轻奢极简风流行，2019年公司橱柜毛利率同比提升4.11pct至42.43%。而伴随收入体量提升，衣柜业务生产和采购端的规模效应逐渐显现，带动2019年衣柜毛利率同比提升1.65pct至31.62%。由于行业衣柜龙头毛利率普遍在35%-40%，因此公司衣柜毛利率提升仍有较大空间。

2)分渠道看：2016年-2019年，公司经销渠道毛利率基本稳定在36%-37%左右。而工程渠道于2018年进行了力度较大的客户结构优化，使毛利率显著提升。2019年，公司工程渠道毛利率达42.03%，处于行业领先水平。

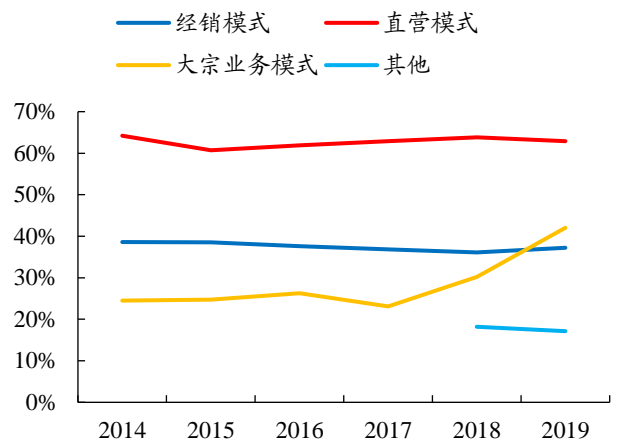
费用端投入有所提升，净利率相对稳定。其中，2019年，公司销售费用率同比提升1.9pct达到15.62%，主要系工程渠道扩张导致工程服务费增加以及零售端广告费用投入力度加大。研发费用率同比提升0.74pct，达到4.54%，主要系公司针对行业同质化隐忧持续加大空间和产品研发力度。而净利率受益于毛利率提升，仍保持相对稳定。2019年，公司归母净利率达11.12%，同比略下滑0.1pct。

图8：橱柜和衣柜毛利率稳中有升



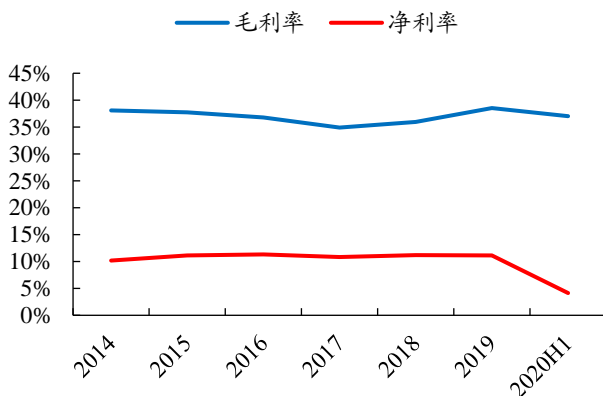
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：经销渠道毛利率稳定，大宗业务毛利率提升



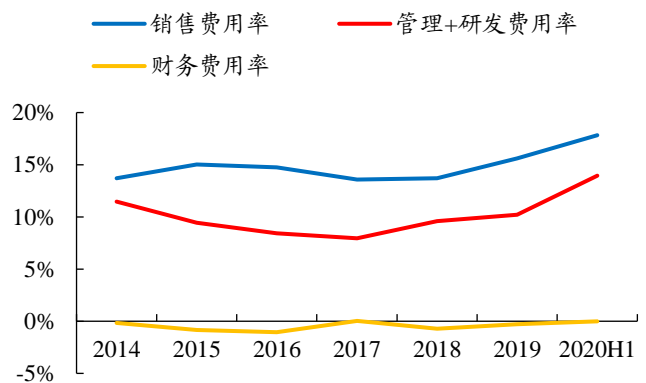
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司毛利率有所提升，净利率稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2019年，公司期间费用率有所提升

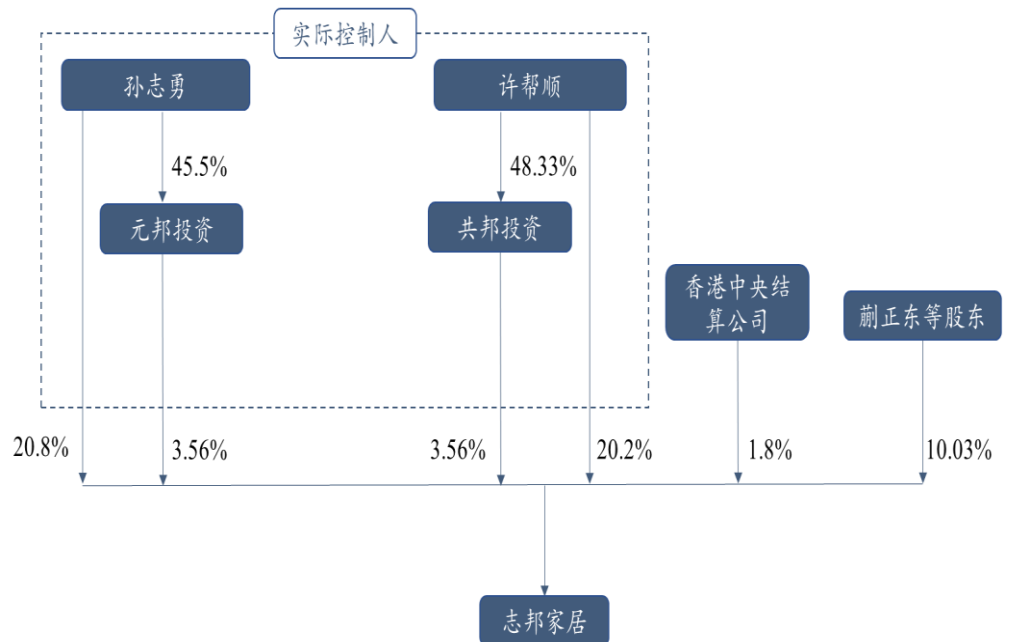


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，激励计划充分提升员工积极性

公司股权结构相对集中，实控人共持有公司股份 48.12%。根据 2020 年中报，公司控股股东以及实际控制人为董事长孙志勇和总经理许帮顺，分别直接持有公司股份 20.8%和 20.2%，同时通过元邦投资和共邦投资分别间接持有股份 3.56%，二人共持有公司股份合计 48.12%，股权结构相对集中。同时，其他主要股东中，监事会主席蒯正东持有股份比例占 2.78%，董事会秘书、副总经理蔡成武持有 1.84%的股份。

图12: 公司控股股东以及实际控制人为董事长孙志勇和总经理许帮顺



资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权激励覆盖范围广，充分激发员工积极性。2019 年公司对董事及高级管理人员实施股权激励，共授予 129 万股，占总股本比例为 0.58%。2020 年，公司进一步扩大股权激励范围，授予 210 名中层管理人员 474.9 万股。两次股权激励计划授予价格均为 9.65 元/股，剩余考核目标均为以 2018 年为基数，2020/2021 年营收和净利润增长率均达 24%/40%（即以 2019 年为基数，2020/2021 年营收增长率均达 1.85%/15.0%，净利润增长率均达 2.9%/16.2%）。可以看到，公司股权激励计划覆盖范围广，由于疫情冲击激励目标完成仍具一定挑战性，有望充分激发员工积极性。

表1: 公司股权激励覆盖范围广，充分激发员工积极性

时间	股权激励对象	人数	股权份数	股权份数/总股本	授予价格	业绩要求
2019 年	董事及高级管理人员	5 人	129 万股	0.58%	9.65 元/股	以 2018 年为基数，2019/2020/2021 年营收、净利润增长率均达到 12%、24%、40%
2020 年	中层管理人员	210 人	474.9 万股	2.13%	9.65 元/股	以 2018 年为基数，2020/2021 年营收、净利润增长率均达到 24%、40%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

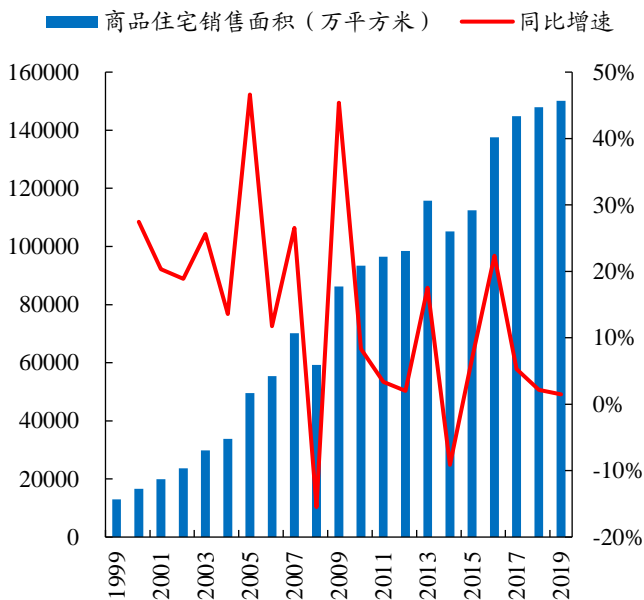
2、行业：流量入口分散化，多元渠道布局重要性日益提升

2017年后，地产周期逐渐下行，家居行业传统线下零售渠道的流量红利日益消退。我们认为，未来仅依靠传统单一线下渠道红利发展的中小品牌经营压力将日益加大，而流量入口多元化的趋势将让具备多渠道能力的头部品牌优势凸显，也让部分以志邦家居为代表，能积极拥抱渠道变革的品牌，获得了弯道超车的机遇。

2.1、新房：竣工回暖预期较高，长期渠道下沉，整装、线上等入口兴起

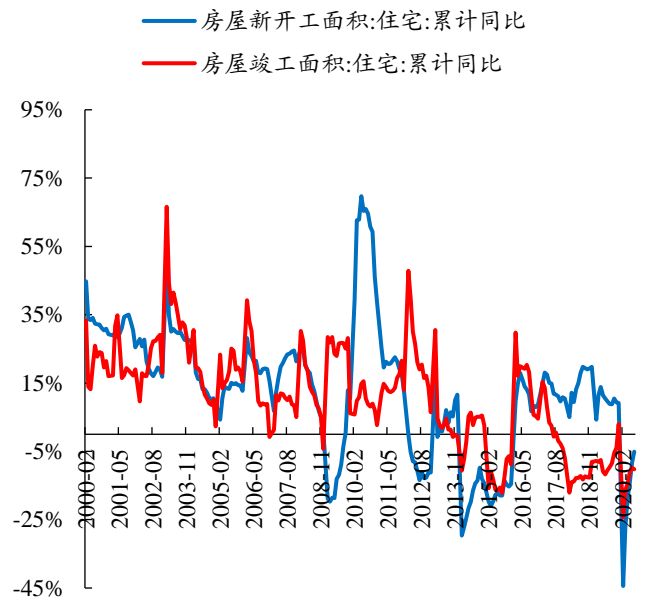
短期看，竣工缺口回补具有较强刚性，新房装修需求有望回暖。地产行业新开工至竣工普遍有2-3年的周期。而2017-2019年住宅房屋新开工和竣工面积同比增速间存在持续缺口，因此我们认为未来1-2年全国商品住宅竣工缺口回补具有较强的刚性需求。从2019年下半年也可以看到，竣工增速已经出现环比改善的趋势。2019年全年竣工累计同比也最终转正。2020年由于疫情冲击，竣工进度受到影响。但伴随各地房企有序复工，住宅竣工面积累计同比增速已触底回升。

图13：商品住宅销售面积同比增速触底体现韧性



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

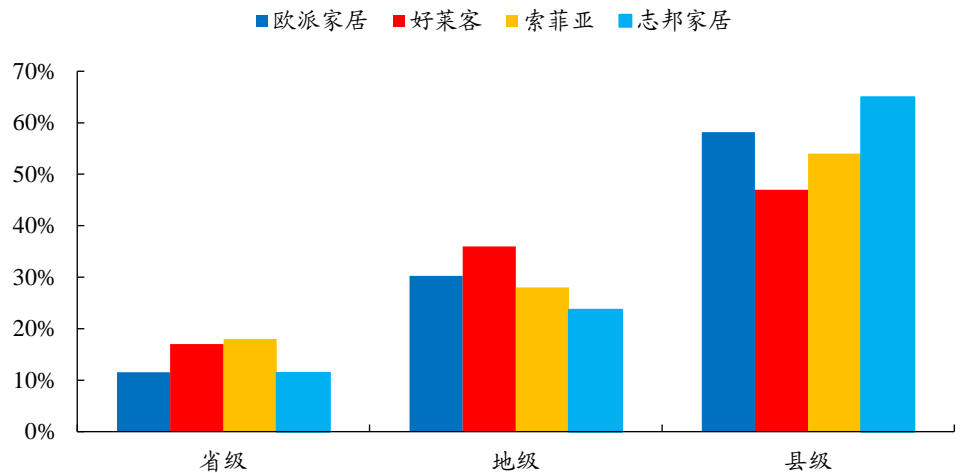
图14：商品住宅新开工与竣工增速缺口有望回补



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

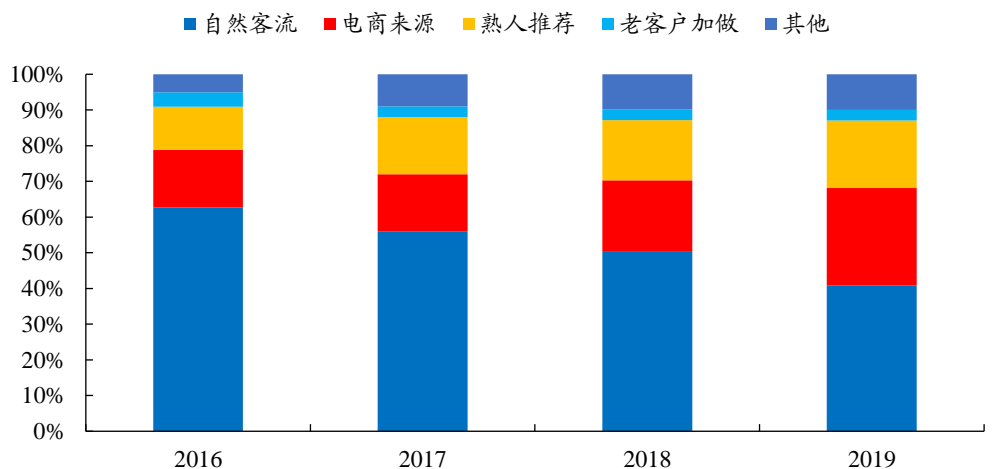
而从长期看，由于“房住不炒”政策定力提升，精装渠道挤压等因素冲击，新房装修需求维持长期高增长的可能性下降。未来，通过把握下沉渠道、整装和线上等新兴渠道，来整合分散化新房流量的能力将愈发重要。

1) 把握下沉渠道。由于一、二线城市定制渗透率已经较高，且精装房对零售渠道的挤压更为明显（部分一线城市新开盘精装渗透率已超过50%），因此相对来说一二线城市定制家居传统渠道竞争格局更为激烈。而低线城市则仍具有消费升级的红利。因此我们认为，未来渠道下沉的能力将愈发重要。从门店数量口径的划分看，2019年欧派家居、志邦家居的低线城市门店占比相对较高。

图15: 欧派家居、志邦家居的低线城市门店占比相对较高（口径：门店数量）


数据来源：公司公告、开源证券研究所（各公司城市划分口径略有差异）

2) 线上渠道重要性提升。在互联网浪潮带动和疫情催化下，线上渠道已成为定制家居行业重要的获客和引流渠道，如索菲亚电商来源的客流占比从2016年的16%提升到2019年的27%。而志邦家居2019年成功转化的订单中，线上订单来源占比也已达到约15%。疫情期间，行业内头部品牌也纷纷通过线上直播等形式开拓客流。

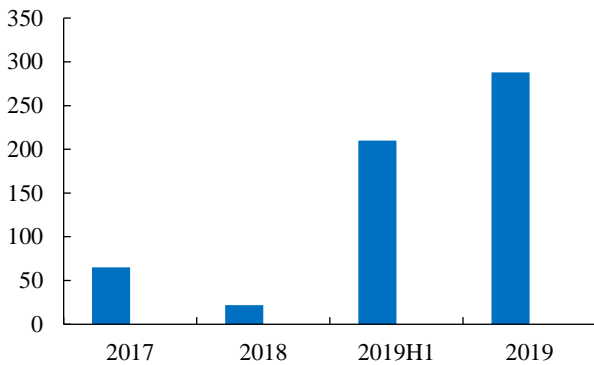
图16: 2016-2019年，索菲亚电商来源的客流占比逐步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3) 整装渠道成为重要流量来源。由于传统建材家居市场客流下滑、消费者对于一站式装修偏好提升（根据《2018中国家居整装设计趋势白皮书》，约40%的受访者偏向于选择全屋整装拎包入住），整装公司逐渐成为定制家居重要的渠道来源。

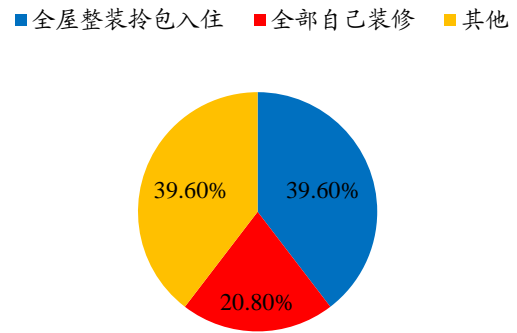
定制家居行业内的头部也均在积极布局整装渠道。如欧派家居以签约各地头部整装公司的形式发展整装大家居，而尚品宅配则通过“HOMKOO整装云”平台为中小装修公司赋能。而志邦家居在2019年对整装渠道也进行了积极调整，将IK品牌全部并入整装产品系列，成立专业团队负责和全国性的整装公司对接，并积极发动各地经销商开发当地整装公司资源。

图17: 欧派整装大家居快速拓展 (门店数量: 家)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 2018年, 约40%的受访者选择拎包入住

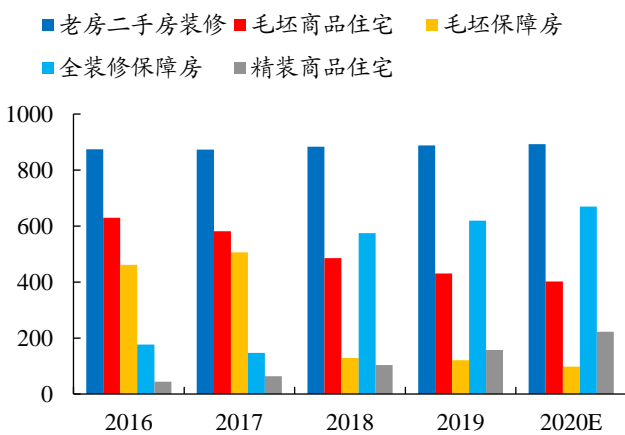


数据来源: 《2018 中国家居整装设计趋势白皮书》、开源证券研究所

2.2、存量: 翻新需求占比将逐步提升, 社群营销把握流量入口

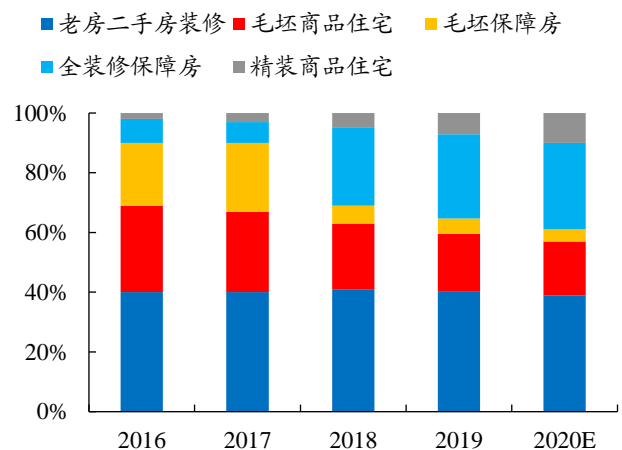
存量翻修需求增长平稳, 中长期占比有望持续提升。由于2017年前房地产市场的快速发展以及之后新房销售增速的逐步回落, 存量房翻修有望成为逐步崛起的家装细分市场。根据奥维云网的数据, 国内存量房装修需求占比已稳定在40%左右。近年存量房占比提升增速放缓主要是由于国内经济增速放缓使得二手房翻新周期有所拉长以及二手房交易市场较为低迷。但我们认为在新房增速下滑以及二手房长期看普遍具有翻新需求的背景下, 存量房翻修需求中长期占比仍有望持续提升。

图19: 我国老房二手房装修需求维持较高水平 (万户)



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图20: 我国老房二手房装修需求比例维持在40%左右



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

存量翻修市场兴起, 社群营销成为把握流量入口的关键。我们认为存量翻新客流的获取主要可以分为获客和留客两个环节。对于获客, 深入社区的重要性愈发凸显。一方面, 深入社区才能够即时截取存量房翻新的客流, 另一方面, 存量房翻新相比新房装修需求刚性较弱, 需要深入社区积极进行需求挖掘和培育。对于留客, 通过微信群营销等社群方式将原有新房客流进行留存, 培育成私域流量是关键。

2.3、精装: 政策助力下, 积极拥抱渠道变革者将享受先发红利

精装修顶层设计日趋完善, 政策逐渐向下传导, 精装房市场扩容得到有力的政策支持。由于精装房能够集约生产, 有效减少分散装修带来的污染和浪费, 符合国家

绿色环保的整体要求，因此 2014 年以来中国全装/精装商品房相关政策颁布明显提速。根据奥维云网数据，截止 2020 年 5 月，覆盖 28 个省市的精装修相关政策累计出台超过 100 次。同时，精装修政策由规定覆盖比例向更细、更深入的精装修实施细则转变，市级、区县级政策出台频率明显提高，精装修相关政策逐渐向下传导。

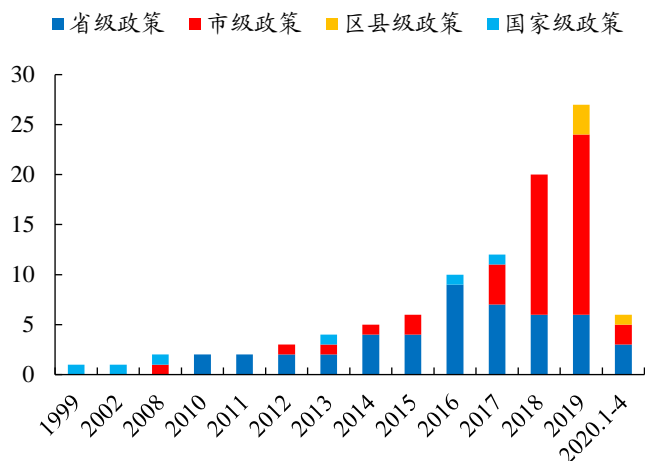
2017 年，住建部印发《建筑业发展十三五规划》指出到 2020 年我国新开工全装修成品住宅目标比例达到 30%。而这一标准与北美、欧洲、日本等发达地区精装房占比均在 80%以上相比，我国精装房渗透率仍有较大提升空间。

表2: 政策积极助力国内精装房市场内发展

时间	政策名称	具体内容
1999 年 8 月	《关于推进住宅产业化，提高住宅质量的若干意见》	首次以政府文件的形式提出了加强住房装修管理，积极推广一次性装修模式或菜单式装修模式。
2002 年 3 月	《住宅室内装饰装修管理办法》	规范和推动了住宅装修行业的发展，提出住宅设计要向精细化发展，逐步取消毛坯房达到对资源、能源的充分合理利用。
2008 年 7 月	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	制定出相关扶持政策，引导鼓励新建商品住宅次装修到位，达到根据本地实际，科学规划，分步实施，直接向消费者提供全装修成品房的目标。
2013 年 1 月	《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	从国务院角度明确了推行全装修的战略指引，精装全装市场开始逐步政策落地，走向标准化、专业化。
2016 年 9 月	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	鼓励推进建筑全装修；实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工，提出力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017 年 4 月	《建筑业发展“十三五”规划》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，并明确提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2019 年 2 月	《住宅项目规范》	住建部就《住宅项目规范》征求意见，指出城镇新建住宅建筑应全装修交付。

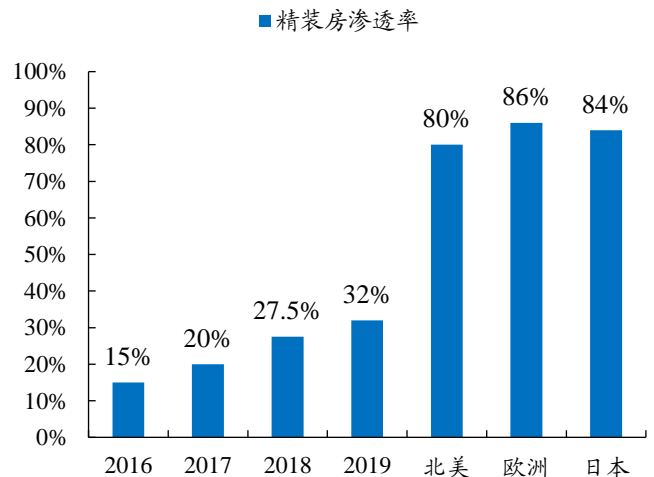
资料来源：政府部门官网、开源证券研究所

图21: 我国精装修相关政策逐渐向下传导



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22: 中国精装房渗透率仍有较大提升空间

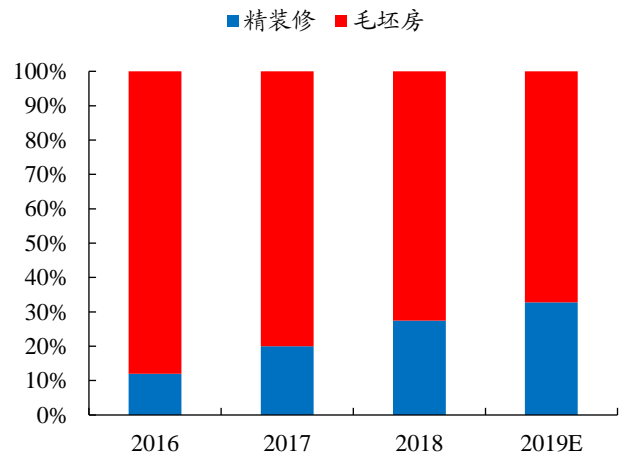
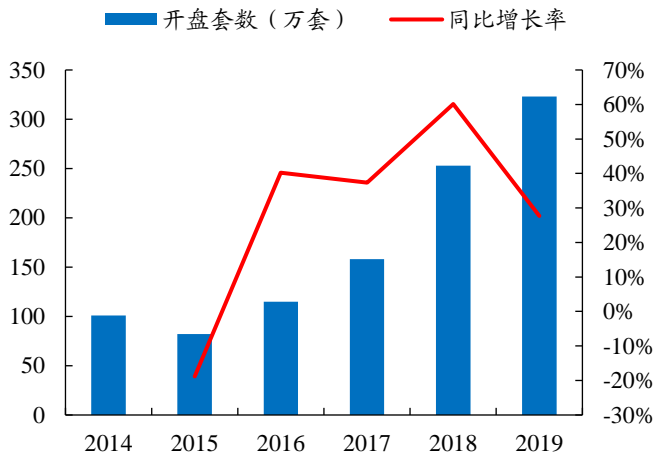


数据来源：奥维云网、中国产业信息网、开源证券研究所

政策支持下，精装修渗透率迅速提升。随着各项支持政策落地，精装修行业迎来快速增长，到2019年，我国精装房开盘数量达到325万套，同比增长28%。精装修商品住宅的渗透率也从2016年的12%提升到2019年的约32%，提前完成国家要求的2020年全国精装修比例达到30%的目标。未来，一方面国内政策红利仍处于释放阶段，另一方面从精装房开盘到精装房产业链公司进行产品交付确认仍有1-2年的滞后期，因此我们认为精装房产业链公司的行业红利仍有较长的持续性。

图23：我国精装房开盘量快速提升

图24：我国精装修商品住宅渗透率提升快速提升

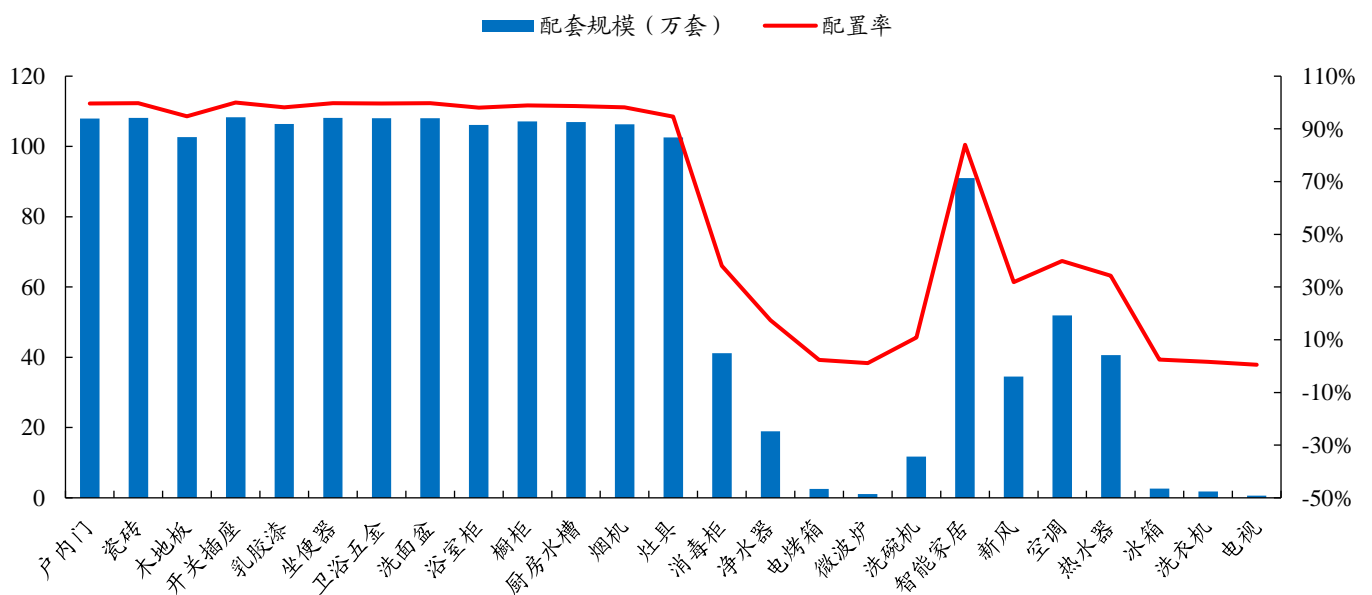


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

橱柜精装房配置率超过90%，橱柜为主业的定制家居公司有望充分受益。定制家居的主要品类中，橱柜和木门均属于精装房的标配部品，精装配置率均超过90%。而衣柜由于个性化要求更高等原因，精装配套率较低，仅有部分拎包入住的楼盘会配备衣柜，更多的楼盘仅会考虑入户柜或鞋柜。因此，志邦家居等以橱柜作为优势品类的定制家居公司更容易切入工程渠道，进而享受赛道先发红利。

图25：橱柜精装房配置率超过90%，橱柜为主业的定制家居公司有望充分受益



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

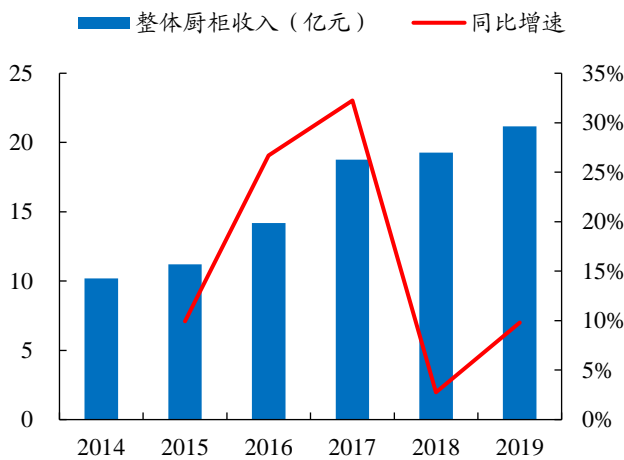
3、品类拓展红利持续释放，工程渠道成为增长新动力

3.1、品类拓展：深耕橱柜增长稳定，衣柜快速放量，木门未来可期

3.1.1、橱柜：核心品类，收入规模稳居第二梯队

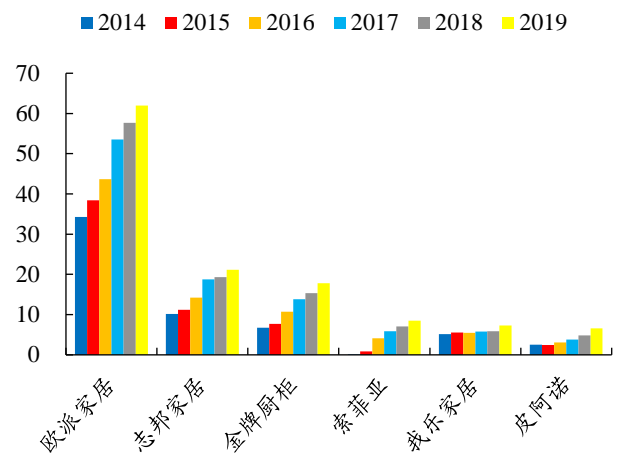
橱柜仍是志邦家居的核心品类，收入规模稳居行业第二梯队。公司自1998年成立以来，深耕橱柜二十余年，六大产品系列能够满足不同客户个性化的消费需求。从公司纵向比较看，厨柜业务仍是公司的主要收入来源，并且在多渠道拓展的引领下增速有所回升。而从行业横向比较看，公司收入规模仅次于行业龙头欧派家居，稳居第二梯队，并且与第三梯队品牌在收入体量绝对值上的差距较为明显。

图26：2019年公司橱柜收入增速有所回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

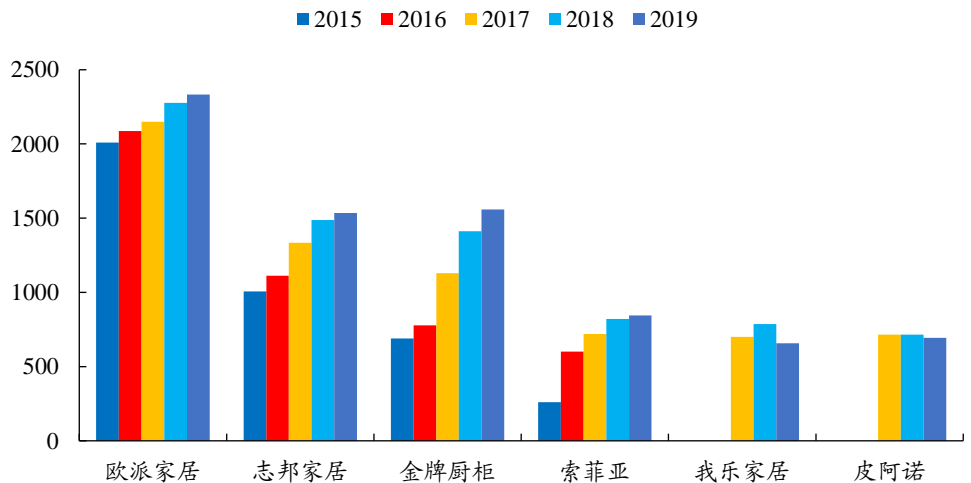
图27：志邦家居橱柜收入规模仅次于欧派家居



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从门店的数量上看，志邦厨柜也位居行业前列。2019年，公司厨柜门店数量达1535家，在定制家居行业内仅次于欧派家居和金牌厨柜。同时，公司2016-2019年厨柜门店数量分别净增加105/223/152/48家，仍处于稳步开店的阶段。如果与行业龙头欧派家居超过2000家厨柜门店的规模相比，公司也仍具有一定的渠道拓展空间。

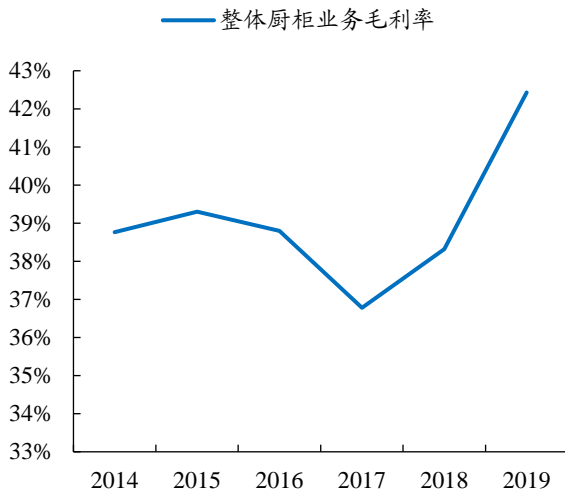
图28：2014年-2019年志邦家居橱柜业务仍处于稳步开店阶段



数据来源：公司公告、开源证券研究所

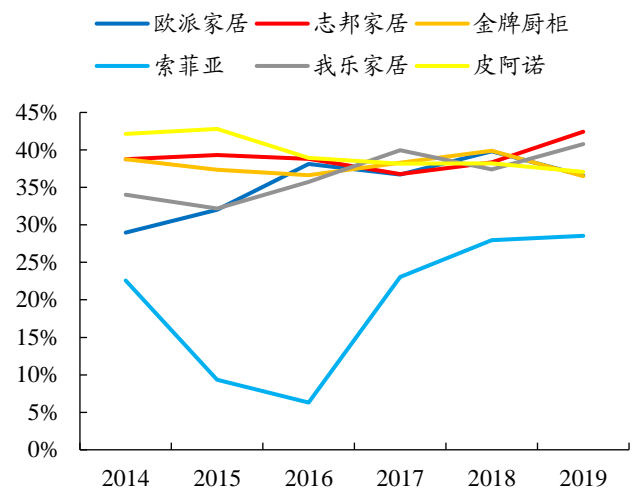
大宗客户结构优化带动厨柜业务盈利能力提升，毛利率领先行业。2019年志邦家居厨柜业务毛利率达到42.43%，同期欧派家居、金牌厨柜、索菲亚、我乐家居、皮阿诺厨柜业务毛利率分别为36.60%、36.50%、28.54%、40.78%、37.07%。公司厨柜业务毛利率领先主要系2019年公司工程渠道客户结构大幅优化带来毛利率的显著提升。另一方面，公司深耕厨柜业务多年，规模效应以及多年积累的品牌优势显现。近年，家具行业流行的轻奢简约风也带动了定制家居行业在生产端效率的提升。

图29: 2019年公司厨柜毛利率显著提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 2019年公司厨柜毛利率行业领先

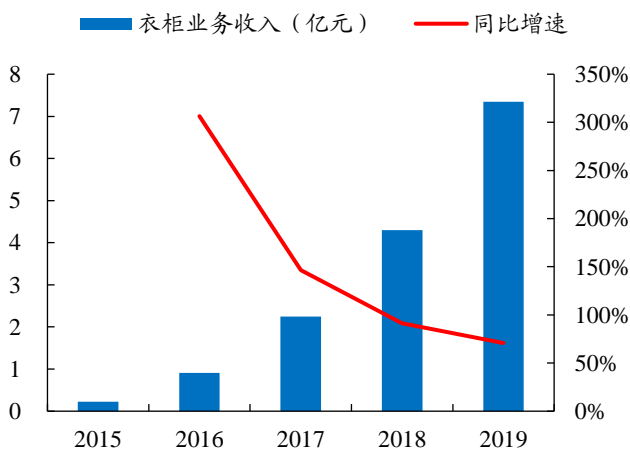


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.2、衣柜: 快速放量, 已成为公司重要的增长来源

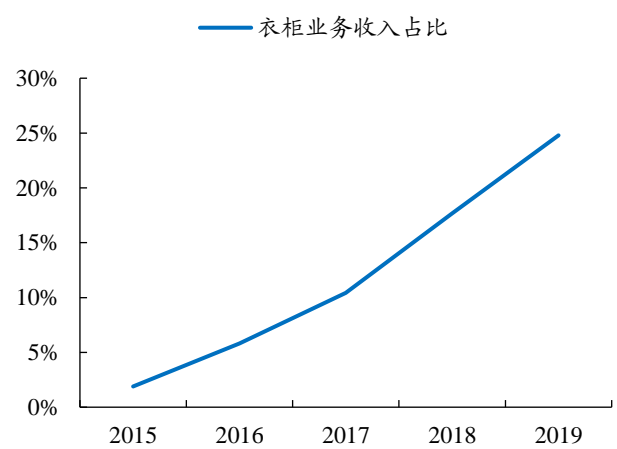
公司2015年开始拓展衣柜业务, 已发展成为公司重要的增长来源。公司衣柜业务从2015年起步, 依靠厨柜的协同带动作用快速发展。2019年, 公司衣柜业务收入达7.34亿元, 收入占比提升至24.8%。并且, 在收入体量和占比持续提升的情况下, 公司衣柜收入增速仍保持在较高水平, 已成为公司重要的增长来源。

图31: 公司衣柜收入仍保持高增速



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 2015年至2019年定制衣柜业务占比逐年提升

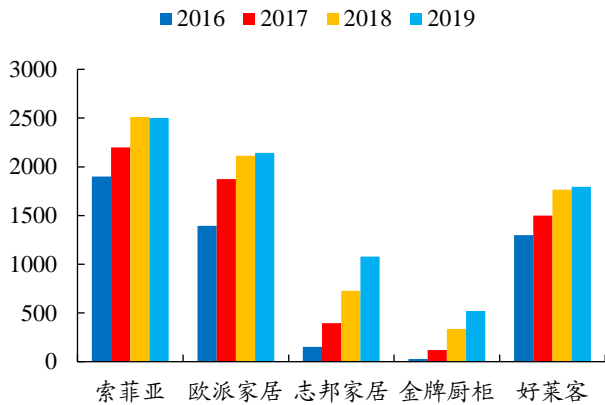


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从门店数量看, 公司衣柜门店拓展迅速, 并且渠道扩张红利仍存。公司定制衣柜门店从2016年的153家增长至2019年的1078家, 2017-2019年分别净增加

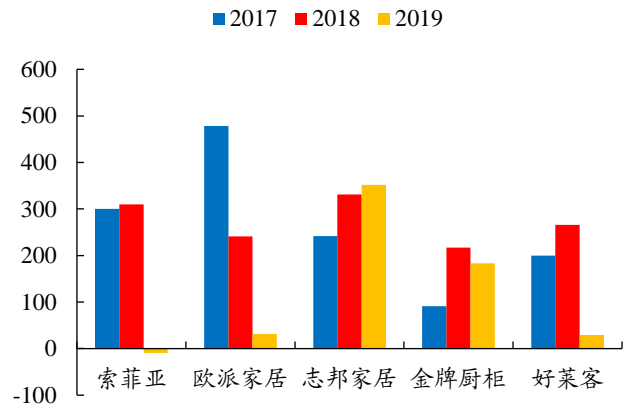
242/331/352 家，仍处于门店快速拓展的阶段。行业横向比较看，公司在衣柜门店数量上已经与金牌厨柜等竞争对手拉开一定差距。而与索菲亚、欧派家居超过 2000 家的衣柜门店规模相比，公司衣柜渠道扩张仍有近一倍的空间，渠道扩张红利仍存。

图33: 公司衣柜门店快速拓展 (图为年末门店数量)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

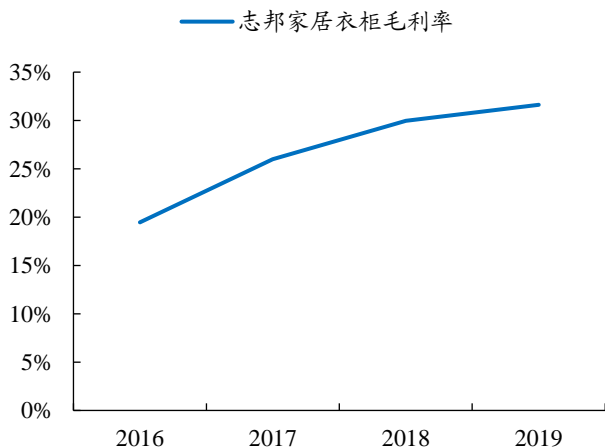
图34: 公司衣柜门店持续增加 (图为衣柜门店净增量)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

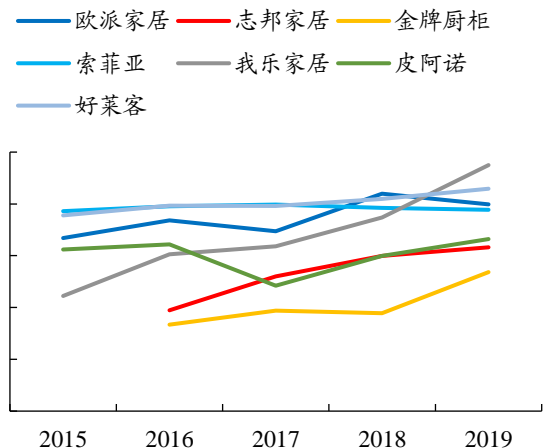
衣柜业务毛利率持续提升，规模效应显现空间仍较大。公司衣柜业务毛利率持续稳步提升，从 2016 年的 19.46% 逐年增长至 2019 年的 31.62%。与行业其他公司的衣柜业务比较，公司毛利率仍然有较大的提升空间。我们可以看到索菲亚、欧派家居、好莱客等衣柜业务年收入规模超过 20 亿元的公司，其衣柜毛利率均在 40% 左右。而公司衣柜业务起步较晚，仍处于业务爬坡放量阶段。随着衣柜业务规模的扩大，生产和采购端的规模效应显现带动毛利率提升的空间仍然较大。

图35: 2016 年-2019 年公司衣柜业务毛利率逐步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图36: 行业横向对比，公司衣柜毛利率仍有提升空间



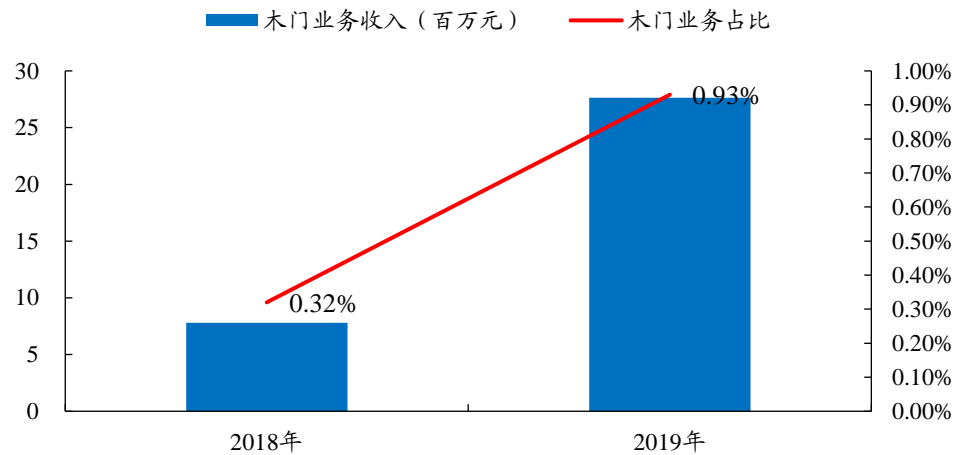
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.3、木门: 仍处于起步阶段, 有望通过工程渠道放量

公司木门业务仍处于孵化初期，零售立足华东优势市场，工程渠道有望较快放量。公司于 2018 年开始孵化木门业务。2019 年木门业务收入达到 2763 万元，收入占比仍不足 1%。公司零售渠道在孵化初期主要立足于华东传统优势市场，从而更好的利用橱衣木品类协同效应。2019 年，公司木门业务经销商已有 127 家，木门门店 156 家。同时相对于同属于拓展品类的衣柜业务，木门在精装房中的配备率更高，因

此公司木门业务短期内有望更多的通过工程渠道放量。

图37: 公司木门业务仍处于孵化初期



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

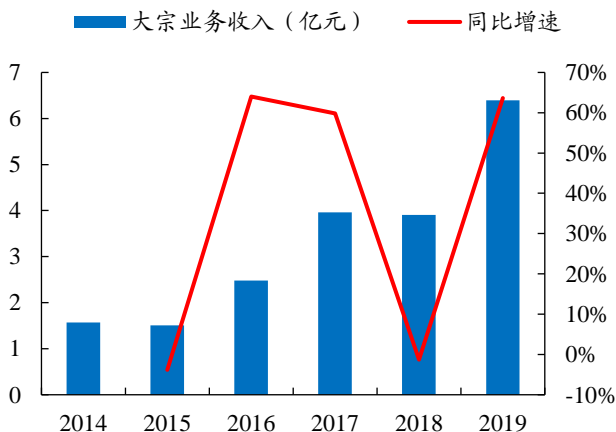
3.2、渠道延伸: 工程渠道增长有力, 零售渠道持续扩张

3.2.1、工程渠道: 客户结构优化后, 进入高速且高质量发展期

经过 2018 年的调整阵痛期后, 公司工程渠道进入高速且高质量发展期。公司于 2016 年开始发力工程渠道。2016-2017 年, 公司工程渠道收入同比增速均超过 60%。但当时公司工程渠道的客户结构较为单一, 并且订单利润率也相对较低。因此 2018 年, 公司对于工程渠道客户结构进行了优化, 绿地、中南、龙湖等优质客户的订单占比提升, 工程渠道经营质量从而得到显著提升。2019 年, 公司客户结构调整到位, 工程渠道收入也重回高增长。

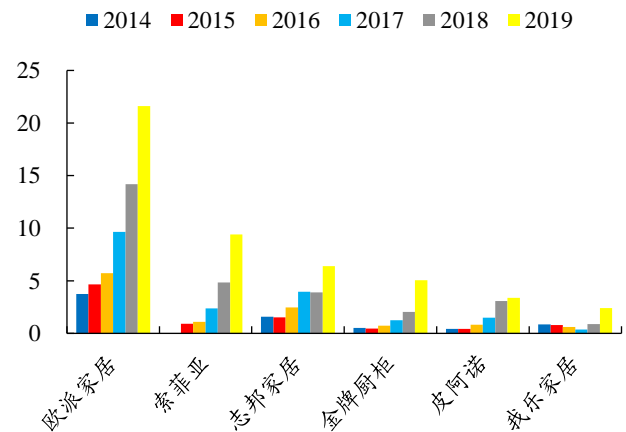
从收入规模看, 公司工程业务已处于行业前列。2019 年公司大宗业务收入达 6.4 亿元, 同比增长 63.7%。从收入体量看, 在定制家居行业中, 公司橱柜品类的工程渠道收入规模已仅次于欧派家居位列第二 (索菲亚大宗业务收入仍主要来源于衣柜和入户柜)。从而, 公司在工程渠道上的生产、供应链等方面已具备一定的规模优势。

图38: 2019 年公司大宗业务重回高增长



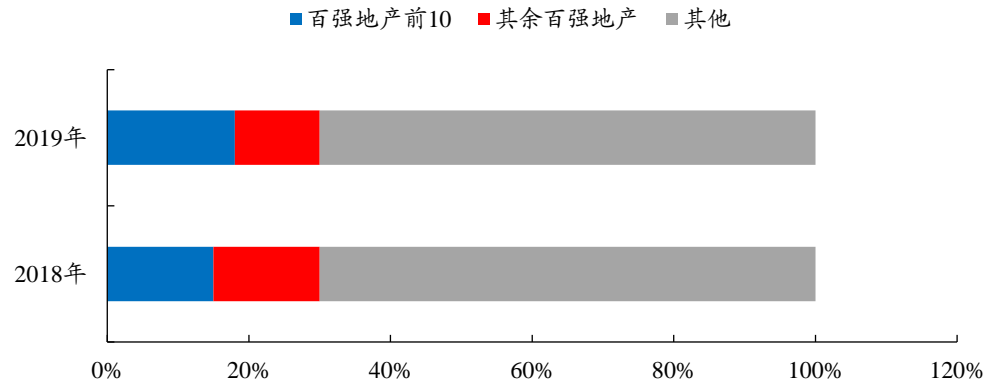
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图39: 公司工程收入规模业务已位于行业前列 (亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

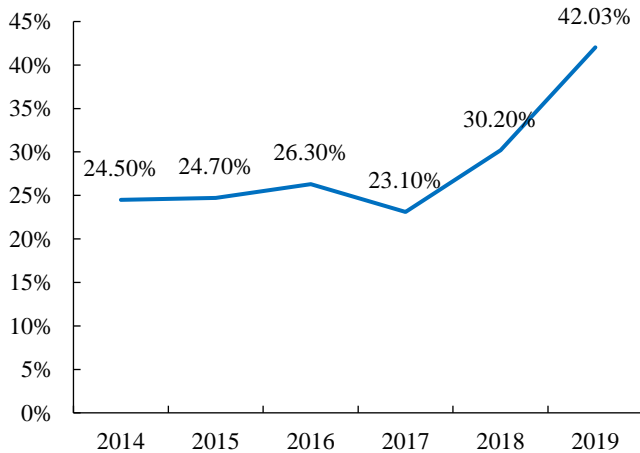
图40: 公司 2018-2019 年对工程渠道客户结构进行了优化



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

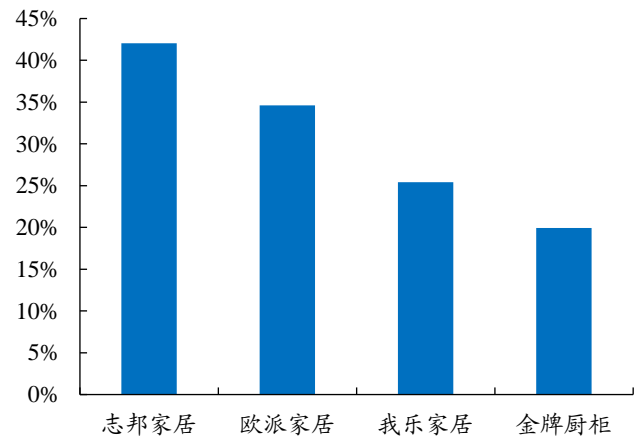
在客户结构优化的带动下, 公司大宗业务毛利率 2019 年有明显提升, 盈利能力行业领先。公司 2017 年及之前, 由于对单一大客户依赖度较高, 大宗业务毛利率较低。2018 年之后, 公司逐步摆脱对单一大客户的依赖, 并且合作的都是业内相对优质的头部客户。由此, 2019 年大宗业务毛利率达到 42.03%, 同比提升约 11.8pct, 大宗业务毛利率已处于行业领先水平。

图41: 2018-2019 年公司大宗业务毛利率显著提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图42: 2019 年公司大宗业务毛利率行业领先

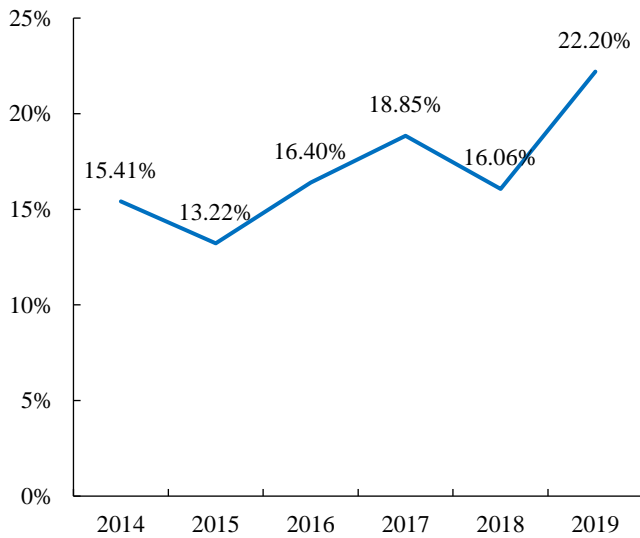


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

此外, 在工程渠道快速放量下, 公司依然非常重视对经营风险的把控:

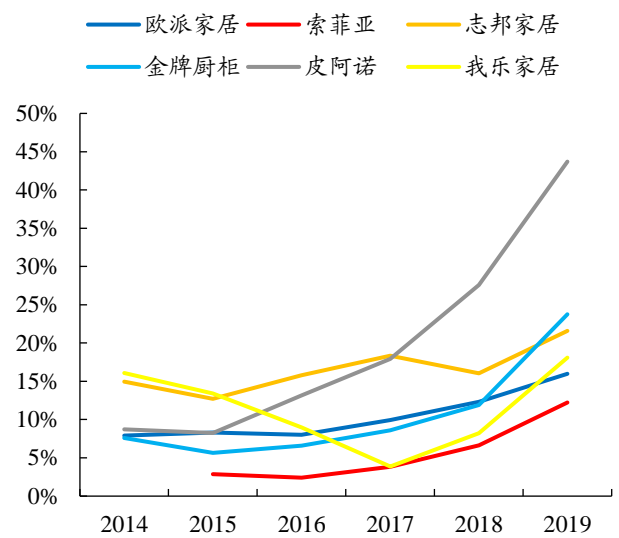
1) 公司工程业务占比稳步提升, 行业横向相比来看, 拓展速度也并没有过于激进。2019 年公司大宗业务收入占比提升至 22.2%, 同比提升约 6.1pct。与行业横向对比看, 2019 年公司大宗业务的收入占比仍处于中游水平。可以看出, 公司在积极拓展大宗业务的同时, 依然注重经营质量和风控能力, 并没有过于激进。

图43: 2019年公司大宗业务收入占比约22.2%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图44: 公司大宗业务收入占比仍处行业中游



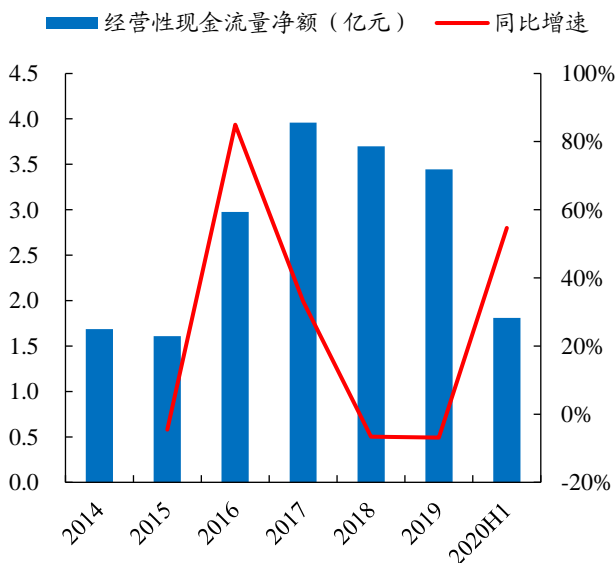
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2) 工程业务主要采用三方合作模式。公司工程业务主要采用公司层面与地产商签订协议, 再由工程代理商进行服务的三方模式。该模式与直营模式相比, 工程代理商会承担部分现金流压力和回款风险。

3) 公司内部充分重视风控机制。为防范工程渠道业务潜在的现金流风险, 公司成立了专门的风险管理委员会, 并对不同类别的细分客户建立了对应的响应机制。

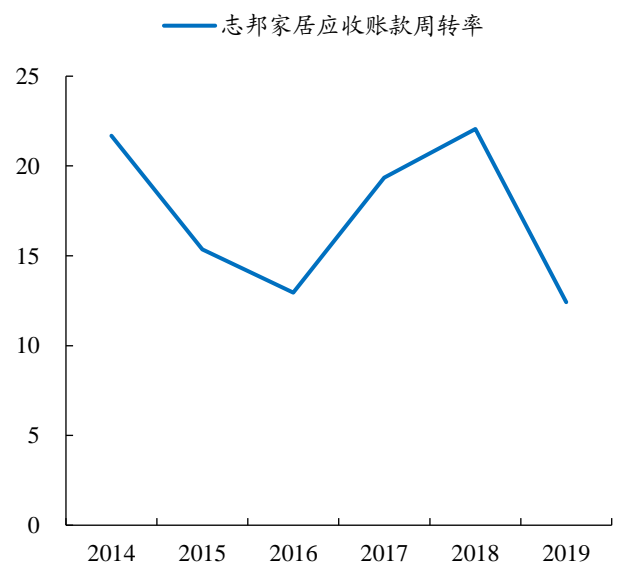
4) 经营性现金流稳定, 应收账款周转率维持健康水平。公司经营性现金流持续维持净流入。2019年, 由于公司工程渠道快速发展, 经营性现金流净额同比略有下降。但是, 公司经营性现金流净额/净利润仍大于1。同时, 公司应收账款周转率虽然也由于工程渠道占比提升略有下降, 但2019年仍达到12.4, 处于健康水平。

图45: 公司经营性现金流稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图46: 公司应收账款周转率维持健康水平

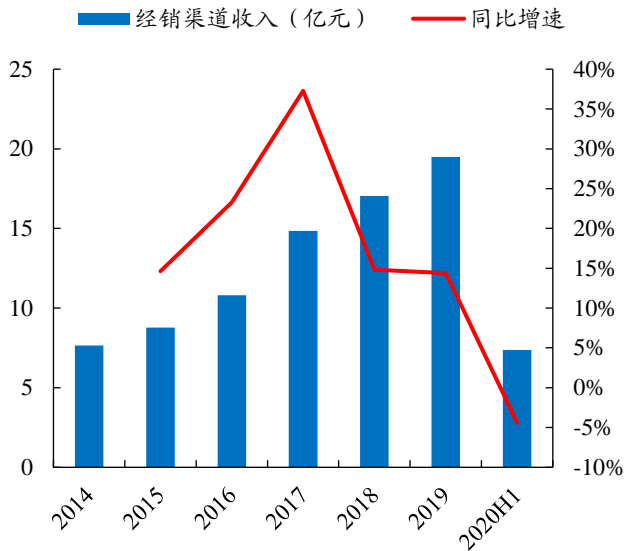


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2.2、经销渠道：门店稳步拓展，下沉市场优势突出，积极赋能经销商

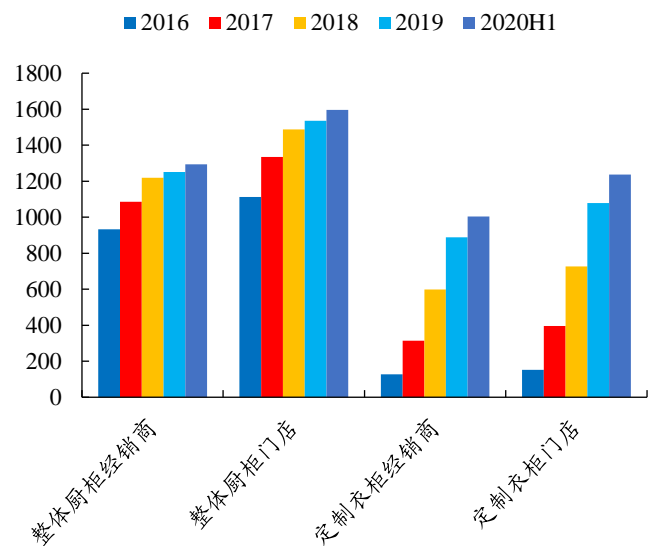
公司经销渠道稳步拓展，盈利能力有所回升。截至2020年6月30日，公司拥有整体厨柜经销商1294家，门店1597家，定制衣柜经销商1004家，门店1237家。2019年公司经销渠道收入达到19.49亿元，同比增长14.38%，2014年-2019年经销渠道收入CAGR为20.57%。同时，受益于衣柜规模效应提升等因素，2019年公司毛利率回升至37.21%。

图47：2014年-2019年公司经销渠道收入增长稳健



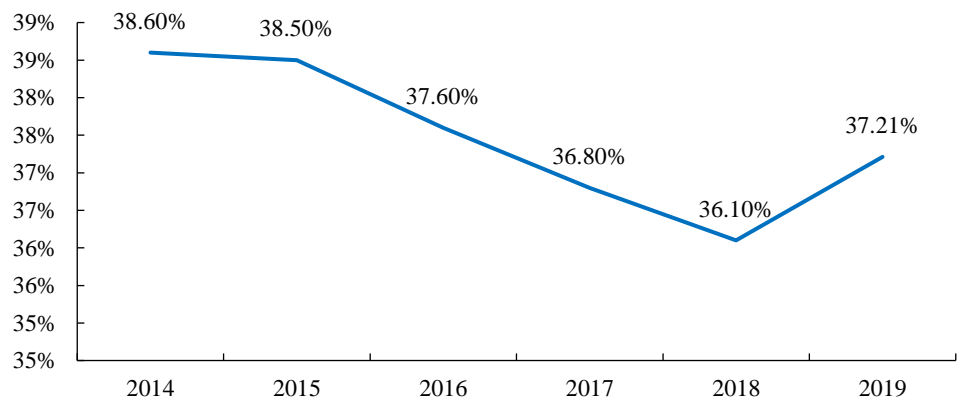
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图48：2016年-2020H1公司经销渠道稳步扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图49：2019年公司经销渠道毛利率回升



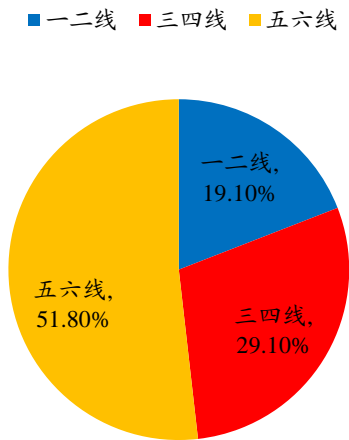
数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为公司经销渠道的亮点主要在于下沉市场布局领先和积极提升经销商赋能能力和赋能能力。

公司橱柜下沉优势明显，衣柜下沉仍有较大空间。2019年，公司橱柜业务一二线城市收入占比约19%，相对低于其他一二线品牌（如索菲亚2019年省级城市收入占比约30%），下沉优势明显。而公司衣柜业务2019年一二线城市收入占比约30%，相对具有更大的下沉空间。由于低线城市精装房占比较低，橱柜对衣柜的引流作用

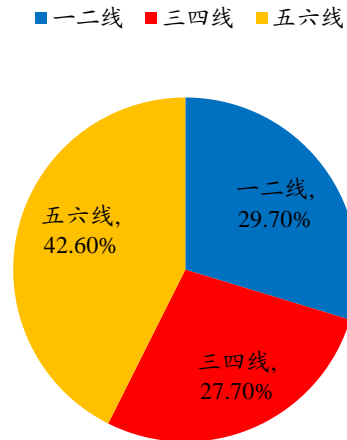
较为明显，因此借助橱柜已有下沉渠道，我们认为公司衣柜未来继续下沉值得期待。

图50: 2019年经销渠道公司橱柜收入占比约19%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图51: 2019年经销渠道公司衣柜收入占比约30%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司对于经销商的积极赋能则主要体现在以下层面:

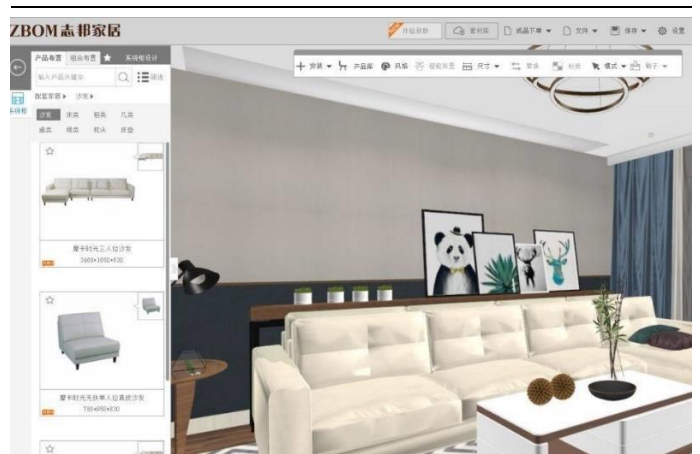
1) 推动营销数字化: 由于经销商对市场新事物敏感度较低, 因此公司针对性推出志邦BI商业智能分析平台I期, 通过解读营销数字化信息, 洞察市场环境, 分析消费行为, 监测跟踪加盟商订单的全生命周期, 为管理提供数字决策依据。同时, 公司通过持续推广“U客”平台软件的使用来实现加盟门店的数字化运营, 实现一个入口, 二个终端和九大赋能, 并整合线上社群、拼团、直播等模式实现线上客户精准导入。在设计端, 通过3.0版“云设计软件”助力前后端打通。

图52: 志邦家居U客软件助力数字化运营



资料来源: U客软件、开源证券研究所

图53: 志邦家居“云设计”软件推出3.0版本



资料来源: 志邦家居“云设计”、开源证券研究所

2) 助力终端门店迭代更新。 对于传统线下渠道, 终端门店的展现力直接影响到客户的成交率和客单值。2020年初, 公司推出第九代展厅, 主打“以融合为主题, 以年轻为导向, 以简约为趋势”, 为经销商的展厅更新提供了良好的模板。

图54：2020年初，公司推出第九代展厅

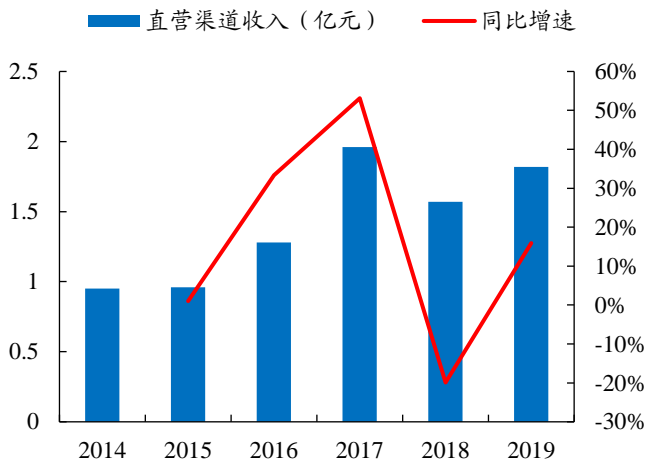

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3) 提升终端服务能力。2019年，公司积极导入管家服务模式，力求在产品趋同质化的行业中打造服务差异化。公司安装售服中心联合培训中心也在全国范围内积极举办了十余场培训大会，为经销商的服务能力提升进行赋能。

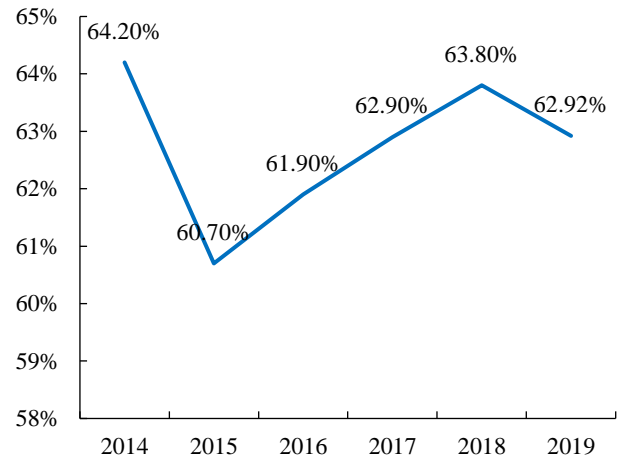
4) 疫情期间加大经销商扶持力度。2020年2-4月，为缓解疫情期间经销商的经营压力，公司产品出厂价下浮10%。同时，总部人员积极进入到一线市场协助经销商，与各级代理商协同作战，加大赋能终端力度。

3.2.3、直销渠道：立足合肥，计划发力华南市场

公司直营渠道立足合肥，未来计划以直营模式带动华南市场突破。2019年，公司共有直营门店17家，直营业务收入达到1.82亿元，同比增长16.25%，毛利率约为62.9%。2019年及之前，公司直营门店主要集中在合肥。2020年初，公司在广州设立直销销售公司。由于公司之前的强势市场主要集中于华东地区，而在华南地区较为薄弱，因此直接在华南地区依靠经销渠道发展难度相对较大。所以公司希望通过直营模式在广州市场形成标杆效应，从而逐步带动华南地区的经销渠道发展，进而提高华南地区市场份额。

图55: 2019年公司直营渠道收入增速回升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图56: 公司2014年-2019年直营渠道毛利率稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

- 1) 分渠道看, 竣工交房回暖有望带动零售渠道需求回升。工程渠道有望继续享受赛道红利。分品类看, 橱柜业务在工程渠道的带动下有望继续保持稳健增长, 衣柜品类拓展的红利有望持续, 木门短期内或将通过工程渠道突破。
- 2) 公司客户结构明显优化, 毛利率有望维持较高水平。考虑到行业竞争因素, 我们谨慎预计公司2020-2022年毛利率分别为37.9%、37.6%、37.3%。

4.2、盈利预测

我们预测公司2020-2022年归母净利润为3.48/4.12/4.81亿元, 对应EPS分别为1.56/1.84/2.16元, 当前股价对应PE为19.8/16.7/14.3倍。

公司估值低于行业平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

表3: 公司估值低于行业平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
欧派家居	107.37	17.0	7.8	20.5	15.4	34.8	32.3	26.8	23.2
索菲亚	26.77	12.3	10.4	12.3	15.3	22.7	20.5	18.3	15.9
金牌厨柜	53.27	15.4	14.5	17.9	16.7	20.6	18.0	15.3	13.1
尚品宅配	61.24	10.8	-7.0	27.0	14.5	23.1	24.8	19.5	17.1
平均		13.9	6.4	19.4	15.5	25.3	23.9	20.0	17.3
志邦家居	30.84	20.7	5.8	18.1	16.9	20.9	19.8	16.7	14.3

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为2020/09/28, 除志邦家居、欧派家居、索菲亚外, 其他公司均使用Wind一致预期)

5、风险提示

商品住宅竣工数据不及预期风险; 行业消费需求回暖不及预期风险; 行业价格战加剧, 导致公司盈利能力下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1677	1798	2071	2310	2666
现金	729	527	647	574	694
应收票据及应收账款	249	458	605	810	1020
其他应收款	10	25	11	14	14
预付账款	44	45	59	69	83
存货	154	215	222	317	327
其他流动资产	491	527	527	527	527
非流动资产	1108	1298	1377	1514	1650
长期投资	37	34	30	26	22
固定资产	615	706	822	978	1114
无形资产	131	136	149	160	172
其他非流动资产	324	422	376	350	342
资产总计	2785	3095	3448	3824	4315
流动负债	879	1116	1267	1350	1509
短期借款	0	11	11	11	11
应付票据及应付账款	377	370	514	575	726
其他流动负债	502	735	742	763	771
非流动负债	33	50	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	50	26	26	26
负债合计	912	1166	1293	1376	1534
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	160	223	223	223	223
资本公积	941	879	879	879	879
留存收益	776	966	1195	1432	1707
归属母公司股东权益	1872	1929	2154	2448	2781
负债和股东权益	2785	3095	3448	3824	4315

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	370	344	427	289	527
净利润	273	329	348	412	481
折旧摊销	73	90	102	127	138
财务费用	-17	-8	-9	-6	1
投资损失	-23	-13	-11	-14	-15
营运资金变动	35	-94	-2	-230	-77
其他经营现金流	29	41	-1	-1	-1
投资活动现金流	-480	-248	-169	-250	-258
资本支出	379	334	107	141	140
长期投资	-108	67	4	5	4
其他投资现金流	-209	153	-58	-104	-114
筹资活动现金流	-99	-250	-138	-113	-149
短期借款	0	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	63	0	0	0
资本公积增加	0	-62	0	0	0
其他筹资现金流	-99	-262	-138	-113	-149
现金净增加额	-208	-153	120	-73	120

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2433	2962	3474	4261	5063
营业成本	1558	1821	2156	2658	3176
营业税金及附加	22	29	32	40	48
营业费用	334	463	545	673	800
管理费用	141	168	201	241	268
研发费用	92	134	156	192	228
财务费用	-17	-8	-9	-6	1
资产减值损失	11	-5	0	0	1
其他收益	7	37	7	7	7
公允价值变动收益	0	2	1	1	1
投资净收益	23	13	11	14	15
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	322	385	410	484	565
营业外收入	1	1	3	2	2
营业外支出	4	6	4	4	4
利润总额	320	381	409	482	562
所得税	47	51	61	70	81
净利润	273	329	348	412	481
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	273	329	348	412	481
EBITDA	371	455	494	591	681
EPS(元)	1.22	1.48	1.56	1.84	2.16

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.8	21.7	17.3	22.7	18.8
营业利润(%)	15.0	19.6	6.6	18.1	16.5
归属于母公司净利润(%)	16.5	20.7	5.8	18.1	16.9
获利能力					
毛利率(%)	36.0	38.5	37.9	37.6	37.3
净利率(%)	11.2	11.1	10.0	9.7	9.5
ROE(%)	14.6	17.1	16.4	17.0	17.5
ROIC(%)	12.9	15.3	14.7	15.4	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.8	37.7	37.5	36.0	35.6
净负债比率(%)	-33.3	-19.9	-23.6	-17.7	-19.9
流动比率	1.9	1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	249.1	458.0	605.0	810.0	1020.0
应付账款周转率	3.7	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.48	1.56	1.84	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.54	1.91	1.29	2.36
每股净资产(最新摊薄)	8.38	8.64	9.54	10.85	12.34
估值比率					
P/E	25.2	20.9	19.8	16.7	14.3
P/B	3.7	3.6	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	16.9	13.6	12.3	10.4	8.8

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn