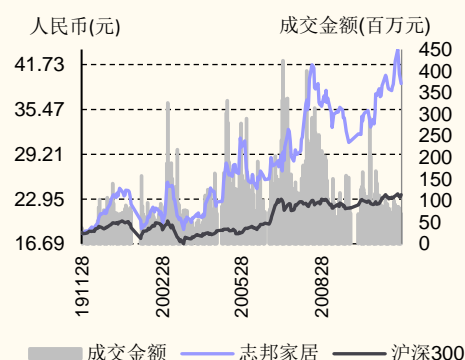


市场价格(人民币): 39.08元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.23
已上市流通A股(亿股)	2.18
总市值(亿元)	87.28
年内股价最高最低(元)	43.83/18.10
沪深300指数	4981
上证指数	3408



从二线向头部阵营挺进，长期成长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,433	2,962	3,708	4,682	5,751
营业收入增长率	12.80%	21.75%	25.18%	26.27%	22.83%
归母净利润(百万元)	273	329	368	453	569
归母净利润增长率	16.51%	20.72%	11.59%	23.09%	25.64%
摊薄每股收益(元)	1.706	1.475	1.646	2.026	2.546
每股经营性现金流净额	2.31	1.46	1.60	2.75	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.58%	17.08%	17.10%	18.69%	20.58%
P/E	14.08	15.79	23.74	19.29	15.35
P/B	2.05	2.70	4.06	3.60	3.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **大定制战略稳步推进，股权激励提供增长保障：**志邦家居成立至今已有二十余年，依托深耕厨柜品类从区域品牌逐步发展成为全国品牌，近年来大定制战略稳步推进，衣柜、木门品类逐渐成为新增长点，2019年公司营收/归母净利润分别为29.6/3.3亿元，CAGR5分别为23.1%/25.3%。公司从2019年开始连续两次实施股权激励，为未来三年的业绩增长确定性提供坚实保障。
- **行业扩容动力犹存，头部企业大有可为：**我们认为家居行业中短期将受益于竣工回暖迎来景气上行期，中长期依托旧房翻新需求释放量增大，与此同时消费升级叠加品类拓宽助推客单价提升，两者共同驱动行业规模继续稳步增长，预计到2025年定制家居行业规模有望突破4500亿元，CAGR5达12.3%。并且目前行业份额仍较为分散，在流量碎片化趋势越发明显的情况下，头部企业受益于多渠道布局与零售能力的持续优化有望加速提升份额。
- **零售规模扩张空间大，盈利能力将迎来改善：**收入端：(1)公司渠道扩张基础与空间均存，通过部分侧面指标可证实现有经销商运营状况良好，公司具备继续拓展的核心基础(即经销商盈利)，并且公司的橱、衣柜门店数较行业龙头企业分别相差731/1429家，拓展空间较大。(2)公司未来加大弱势区域一二线城市布局叠加多品类融合确保单店收入进一步提升。盈利端：我们通过拆解志邦(2523元/套)与欧派(1820元/套)的衣柜单位成本构成，可发现未来降本有迹可循。此外，随着次新门店步入正轨，公司费用投入也将放缓，成本与费用端的持续优化将共同驱动公司盈利能力迎来改善。
- **大宗业务仍可稳定增长，客户结构+运营模式确保现金流无忧：**公司依托供应链管理(交付能力+成本控制+存货控制)、资金运营能力以及丰富经验，可深度绑定核心地产商并拓展新客户，在未来全装修市场整体增长放缓的情况下，公司受益于地产商集中度提升，可进一步提升自身在全装修市场的份额，从而维持该渠道稳定增长。此外，由于公司前期主动优化客户结构叠加目前“直营+代理”的运营模式越发成熟，公司在持续发展大宗业务的同时现金流可确保依然健康。

投资建议

- 我们预计2020-2022年公司EPS为1.65元、2.03元和2.55元，当前股价对应2020-2022年PE分别为24/19/15倍，考虑公司长期增长可期，给予公司2021年合理估值25倍，对应目标价为50.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复；地产竣工回暖不及预期；跨区域扩张效果不及预期；木门业务拓展不畅；存货、应收账款上升；限售股解禁。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓

联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 厨柜业务：经销渠道方面，我们预计公司未来三年厨柜门店将分别净增加 70/60/60 家，此外随着竣工回暖与旧房翻新需求释放，将拉动整体需求扩大带动单店收入提升，因此预计厨柜经销渠道收入将稳步提升。工程渠道方面，我们预计由于全装修房一二线城市渗透率已较高，此后行业需求增速将会有所放缓，但公司由于大宗业务能力较强，份额有望提升，从而保证工程渠道收入继续较快增长。预计 2020-2022 年公司厨柜业务总营收为 24.2/29.2/34.5 亿元，同比+16.0%/+20.7%/+18.0%。成本方面，由于公司厨柜工程渠道占比逐渐增大摊薄毛利率，故预计 2020-2022 年厨柜业务毛利率小幅下滑，为 42.6%/42.1%/41.7%。

2) 衣柜业务：经销渠道方面，由于衣柜经销渠道开拓空间较大并且受全装修房冲击较小，我们预计公司未来三年衣柜将分别净增加 290/240/150 家，并且随着新开拓门店的逐渐成熟以及品类的扩充，平均单店收入将进一步提升，驱动衣柜经销渠道依然维持较快增长。工程渠道方面，由于衣柜业务拓展时间较短，基数较小，依托厨柜带动有望维持快速发展。我们预计 2020-2022 年衣柜业务整体营收达 11.1/15.2/19.8 亿元，同比+51.4%/+37.0%/+30.1%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年衣柜业务毛利率分别为 32.0%/34.6%/36.3%。

3) 木门业务：在消费者对一站式购齐需求不断提升的大背景下，公司木门业务的布局满足终端消费者更多的需求并且也将在工程渠道依托与龙头地产商的合作，获取更多订单，预计 2020-2022 年木门业务营收为 0.36/0.59/0.93 亿元，同比+31.1%/+61.5%/+59.5%。随着木门业务规模的持续扩大，产能利用率稳步提升，我们预计 2020-2022 年木门业务毛利率为 11.0%/16.0%/18.0%。

4) IK 全屋定制业务：随着年轻消费群体的规模逐渐扩大，定位于年轻化的 IK 全屋定制业务将有望迎来较快发展。我们预计 2020-2022 年 IK 业务营收为 0.36/0.55/0.80 亿元，同比+15.0%/+52.4%/+46.5%。随着 IK 业务逐渐步入正轨，预计 IK 业务毛利率将稳中有升，2020-2022 年分别为 25.0%/25.5%/26.0%。

5) 销售费用率预测：由于公司开始拓展弱势市场并且在由于强势区域继续渠道加密，一定程度上会加大营销投入，短期来看销售费用率仍将维持高位，但随着新区域运营逐渐步入正轨，公司销售费用率将有所下降，我们预计 2020-2022 年销售费用率为 15.8%/15.8%/15.7%。

6) 管理费用率预测：公司今年由于股权激励摊销费用较多及在建工程转固加大摊销，使今年管理费用上升较多，但此后随着公司规模扩大，管理费用率将会合理的回归，我们预计 2020-2022 年管理费用为 6.2%/5.8%/5.8%。

7) 研发费用率预测：产品研发设计与信息化建设是公司持续提升自身产品与设计竞争力的保障。我们预计 2020-2022 年研发费用率仍将维持较高水平为 5.7%/5.5%/5.5%。

■ 我们区别于市场的观点

1、定制家居行业我们认为中短期受益于竣工回暖将迎来景气上行期，中长期依托旧房翻新需求的释放，行业需求依然有充足保证，与此同时消费升级叠加品类拓宽，单一消费者价值将可被深挖，两者共同驱动行业规模继续稳步增

长，根据我们模型测算预计到 2025 年定制家居行业规模有望突破 4500 亿元，CAGR5 达 12.3%。

2、公司零售渠道能力不断提升，单店收入增长明显领先同行，经销商运营状况良好。零售渠道存在较大开拓空间与良好开拓基础（经销商盈利），公司未来加大弱势区域一二线城市布局叠加多品类融合可确保公司整体单店收入依然具备提升空间。

3、志邦依托供应链管理（交付能力+成本控制+存货控制）、资金实力以及龙头地产商背书（经验丰富），可持续绑定核心地产商，在未来全装修房整体市场增长放缓的情况下，受益于地产商集中度的提升，可进一步提升自身在全装修房市场份额，从而维持较快增长。

4、公司目前毛利率虽然已领先同行，但由于衣柜业务开拓时间较短，成本控制仍然有较大提升空间，此外费用率方面也存较大优化空间，两者共同驱动公司盈利能力进一步提升。

■ 股价上涨的催化因素

- 1、地产销售、竣工加速回暖；
- 2、中小企业退出，行业格局显著优化；
- 3、工程渠道持续高增；
- 4、新开拓渠道步入良性发展，费用率逐步优化。

■ 估值和目标价格

我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 1.65 元、2.03 元和 2.55 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24/29/15 倍，给予公司 2021 年合理估值 25 倍，对应目标价为 50.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 投资风险

国内疫情反复；地产竣工回暖不及预期；跨区域扩张效果不及预期；木门业务拓展不畅；存货、应收账款上升；限售股解禁。

内容目录

投资要件	2
1、大定制战略稳步推进，股权激励提供增长保障	7
1.1 厨柜起家，大定制战略稳步推进	7
1.2 把握工程渠道红利，收入结构较为合理	8
1.3 连续实施股权激励，绑定核心团队利益	9
2、行业扩容动力犹存，头部企业大有可为	10
2.1 中短期迎来景气上行，长期行业扩容依然可期	10
2.2 行业仍然较为分散，头部企业大有可为	15
3、零售规模扩张空间大，盈利能力将迎来改善	16
3.1 零售稳定增长，能力持续提升	16
3.2 营收端：渠道拓展空间仍存，单店营收空间巨大	18
3.3 利润端：成本费用优化空间大，盈利能力有望稳步回升	21
4、工程渠道仍可稳定增长，现金流依然较优	23
4.1 中短期全装修房市场景气度仍可维持	23
4.2 大宗竞争力较强，份额提升确保增长	25
4.3 客户结构+业务模式确保现金流持续健康	28
5、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“买入”评级	30
5.1 盈利预测	30
5.2 投资建议	31
6、风险提示	32

图表目录

图表 1: 志邦家居营业收入持续增长	7
图表 2: 志邦家居销售净利润持续增长	7
图表 3: 志邦家居业务收入（亿元）	7
图表 4: 志邦家居历年净资产收益率（摊薄）	7
图表 5: 志邦家居发展史	8
图表 6: 志邦家居不同销售渠道营业收入（亿元）	9
图表 7: 经销渠道仍为收入主要来源，工程占比逐步提升	9
图表 8: 经销增长仍较稳定，工程重回高增长	9
图表 9: 志邦厨柜衣柜经销门店每年净增加额（家）	9
图表 10: 公司 2019 年及 2020 年连续实施两次股权激励	9
图表 11: 公司董事及高级管理人员股权变动具体情况	10
图表 12: 销售与竣工缺口较大（亿平方米）	10
图表 13: 竣工与新开工面积同比增速剪刀差正缩窄	10
图表 14: 电梯产量累计值及同比（万台）	11
图表 15: 平板玻璃产量累计值及同比（亿重量箱）	11

图表 16: 30 大中城市的商品房季度交易数据 (万平方米)	11
图表 17: 全国商品房住宅销售面积 (亿平方米)	11
图表 18: 主要城市一手房二手房成交套数	12
图表 19: 一线城市一、二手房成交情况 (万套)	12
图表 20: 二三线城市一、二手房成交情况 (万套)	12
图表 21: 城镇人均可支配收入已超 4 万元	13
图表 22: 城镇限额以上商品零售额稳步提升	13
图表 23: 衣柜出厂价逐步增长 (元/套)	13
图表 24: 厨柜出厂价不断提升 (元/套)	13
图表 25: 尚品宅配全屋定制客单价 (元)	13
图表 26: 索菲亚客单价 (除司米厨柜)	13
图表 27: 定制家居市场规模预测	14
图表 28: 2018 年我国前四大厨柜市场份额	15
图表 29: 2019 年美国厨柜行业集中度较高	15
图表 30: 2019 年国内衣柜市场集中度较低	16
图表 31: 韩国衣柜龙头市场份额与国内龙头对比	16
图表 32: 零售市场份额近年来稳步提升	16
图表 33: 零售业务增速优于同行	16
图表 34: 2019 年各品类营业收入占比	17
图表 35: 厨柜衣柜营收同比增长率	17
图表 36: 志邦家居分渠道销售收入稳步增长(百万元)	17
图表 37: 多品种渠道下沉, 迅速完善线下渠道 (家)	17
图表 38: 多渠道主动赋能经销商	18
图表 39: 衣柜业务单店提货额同比增长率(%)	18
图表 40: 厨柜业务单店提货额同比增长率 (%)	18
图表 41: 志邦家居厨柜业务仍处于稳步开店阶段 (家)	19
图表 42: 志邦家居厨柜渠道扩张速度稳健 (家)	19
图表 43: 衣柜门店数量快速增长 (家)	19
图表 44: 衣柜渠道扩张速度稳健 (家)	19
图表 45: 志邦老商开新店意愿提升	19
图表 46: 2020 年前三季度各家橱衣净开店数对比	19
图表 47: 志邦家居衣柜业务收入在城市群收入占比	20
图表 48: 志邦家居厨柜业务收入在城市群收入占比	20
图表 49: 华南、西北、东北地区扩展空间大	20
图表 50: 索菲亚经销收入在城市群收入占比	20
图表 51: 衣柜业务单店提货额上升空间大 (万元)	21
图表 52: 厨柜业务单店提货额 (万元)	21
图表 53: 志邦家居历年毛利率情况	21
图表 54: 志邦家居净利率相对偏低	21

图表 55: 志邦家居衣柜存在压缩单位成本的潜力 (元)	22
图表 56: 志邦家居衣柜毛利率稳步提升	22
图表 57: 欧派和志邦的会计折旧政策	22
图表 58: 单位成本分析表	22
图表 59: 志邦期间费用率近年来快速上升	22
图表 60: 志邦销售费用率显著提升	22
图表 61: 全装修房市场规模 (万套)	23
图表 62: 志邦大宗渠道收入重回高速增长 (亿元)	23
图表 63: 国家全装修政策	23
图表 64: 地产商应付账款周转天数 (天)	24
图表 65: 全装修房、毛坯房装修成本对比	24
图表 66: 全装修房开盘数量 (千套)	25
图表 67: 2019 年我国与发达国家全装修房渗透率对比	25
图表 68: 2019 年中国全装修项目城市分布情况 (万套)	25
图表 69: 2018 年各线城市市场渗透率	25
图表 70: 工程业务与零售业务对比	25
图表 71: 产能布局对比	26
图表 72: 2019 年各公司厨柜成本对比	26
图表 73: 各家公司存货周转率对比	27
图表 74: 应收账款周转率对比	27
图表 75: 应付账款周转率对比	27
图表 76: 净营业周期对比	27
图表 77: 总资产周转率对比	27
图表 78: 志邦大宗客户结构不断优化	28
图表 79: 房企集中度不断提高	28
图表 80: 大型房企全装修率高	28
图表 81: 大宗业务占主营业务比重对比	29
图表 82: 志邦经营性现金流稳定	29
图表 83: 公司对主要地产商信用政策	29
图表 84: 各家工程模式对比	30
图表 85: 业务拆分及收入预测	31
图表 86: 可比公司估值比较 (市盈率法)	31

1、大定制战略稳步推进，股权激励提供增长保障

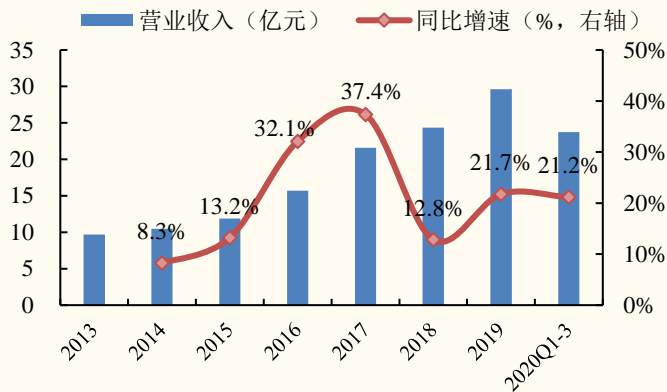
志邦家居成立至今已有二十余年，依托深耕厨柜品类从区域品牌逐步发展成为全国品牌，近年来大定制战略稳步推进，衣柜、木门品类逐渐成为新增长点，2019 年公司实现营收/归母净利润分别为 29.6/3.3 亿元，CAGR5 分别为 23.1%/25.3%，2020 年前三季度营收同比+21.7%至 23.7 亿元，疫情中公司加大经销商补贴归母净利润同比下滑 15.1%至 2.0 亿元。公司从 2019 年开始连续两次实施股权激励，为未来三年的业绩增长确定性提供坚实保障。

1.1 厨柜起家，大定制战略稳步推进

志邦家居成立至今已有近二十余载岁月，依托深耕厨柜品类从区域品牌逐步发展成为全国品牌，近年来快速发展，2019 年志邦家居实现营业收入 29.6 亿元，同比增长 21.6%，CAGR5 为 23.1%，2019 年实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 20.7%，CAGR5 为 25.3%。2020 年受疫情影响，2020 年前三季度仍实现营业收入 23.7 亿元，同比增长 21.7%，归母净利润由于给经销商补贴加大，前三季度同比下滑 15.1%至 2.0 亿元。

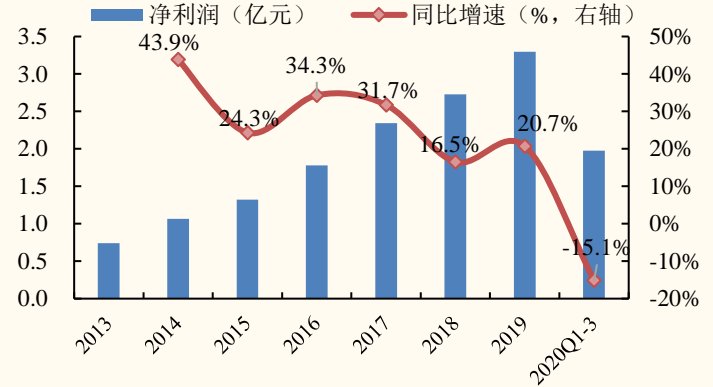
公司于 2015 年提出“大家居”战略，此后在衣柜、木门领域开始加紧布局，近年来也开始成立年轻化全屋定制品牌“IK”，覆盖更多消费群体。整体来看，志邦家居已逐渐形成了多品类协同驱动的业务布局，2019 年公司整体厨柜业务收入 21.2 亿元，占营业收入 71.5%；定制衣柜业务收入 7.3 亿元，占营业收入 24.8%；木门业务收入 0.3 亿元，占营业收入 0.9%。

图表 1：志邦家居营业收入持续增长



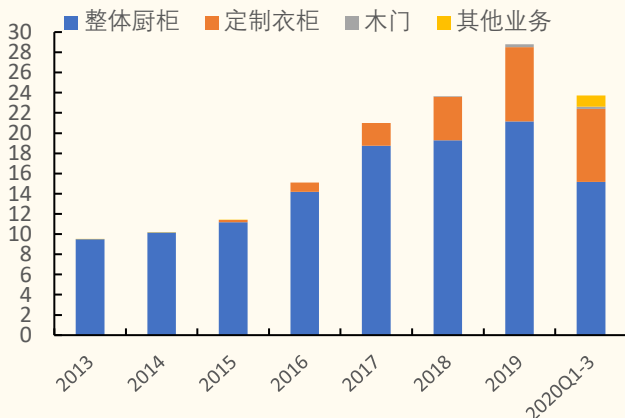
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：志邦家居销售净利润持续增长



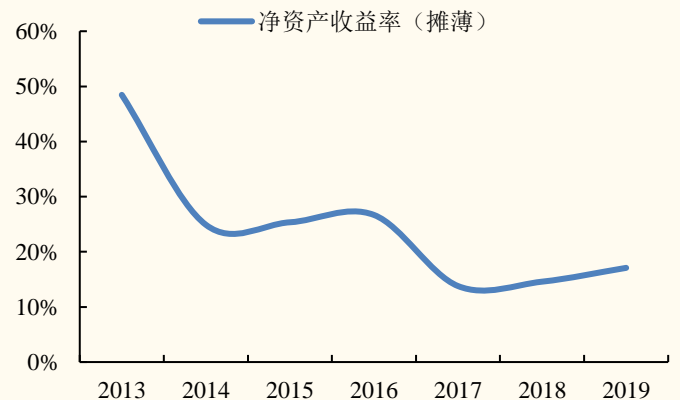
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 3：志邦家居业务收入 (亿元)



来源：Wind, 国金证券研究所

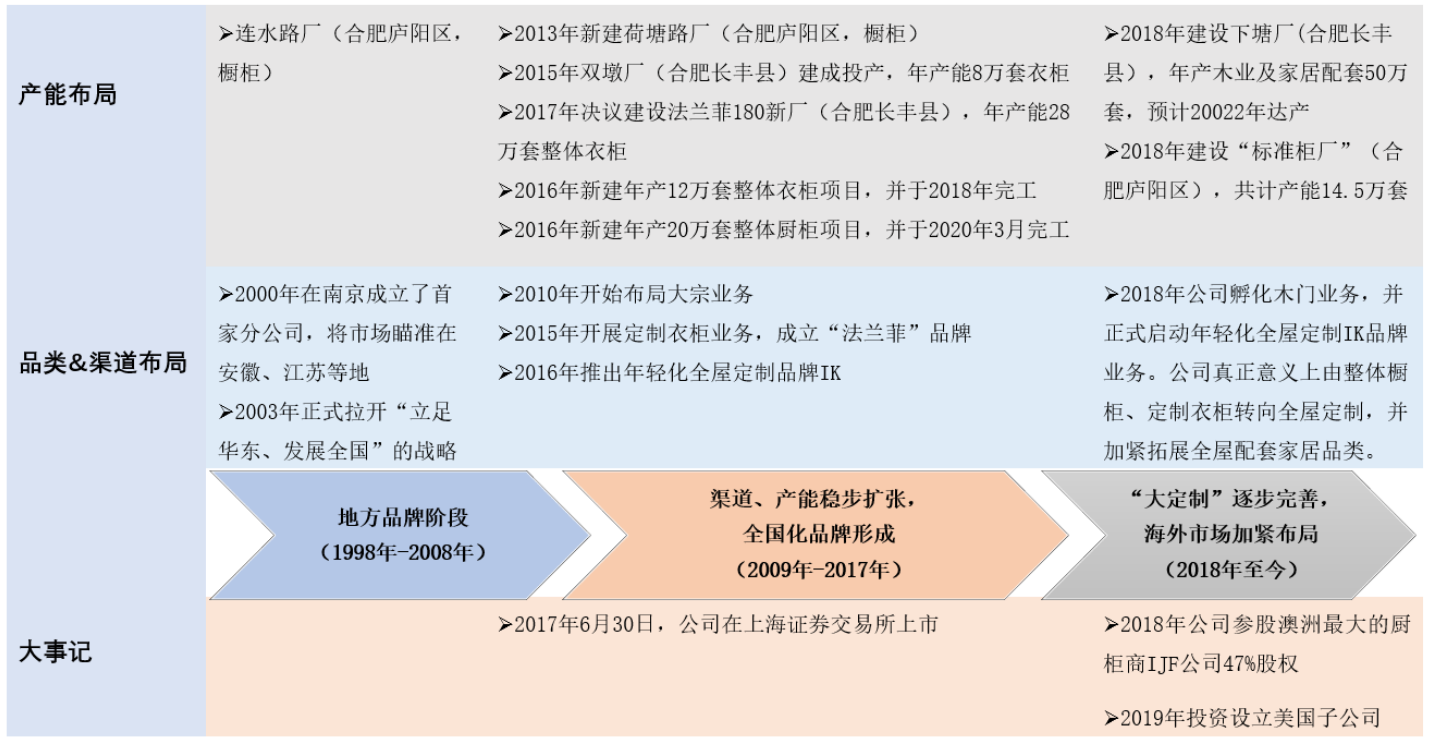
图表 4：志邦家居历年净资产收益率 (摊薄)



来源：Wind, 国金证券研究所

志邦家居聚焦家居行业，不断发挥自身产品、品牌优势，在立足于厨柜强势发展的基础上，现已逐步向“大定制”迈进，并且国内与国外渠道均继续加紧布局。回顾公司发展历程，公司自 1998 年成立至今，因时制宜调整战略，其发展历程可划分为 3 个阶段：

图表 5：志邦家居发展史



来源：公司公告，国金证券研究所

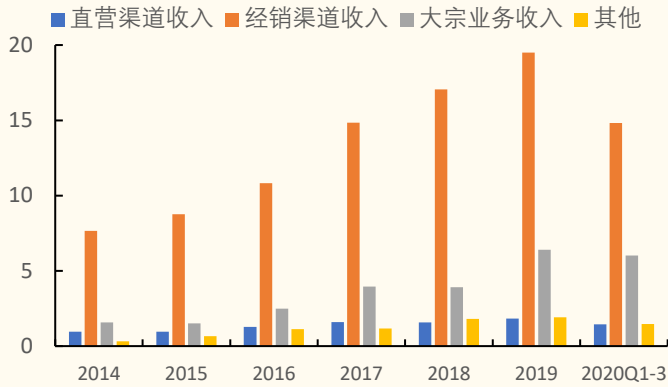
1.2 把握工程渠道红利，收入结构较为合理

从收入构成角度分析，近年来公司把握住全装修房市场红利，在工程渠道取得快速增长，工程渠道收入占比逐步提升至 2019 年的 21.6%，但整体来看，零售渠道仍是主要收入来源，整体收入结构仍然较为合理。

把握全装修房红利，工程渠道快速放量。2016 年，志邦开始享受工程渠道先发红利，之后两年公司工程渠道营收实现快速增长。而在 2018 年，由于工程渠道客户结构较为单一，缺乏议价能力，导致利润率低以及客户账期较长等问题，公司主动进行了工程渠道客户结构优化，增加绿地、中南、龙湖等优质房地产客户的订单，自此工程渠道经营质量得到显著提升。2019 年公司大宗业务营收同比增长 63.7%，重回快速增长通道，并且工程渠道收入占比从 2014 年的 15.4% 增长提升 2019 年的 22.2%。2020 年在疫情冲击下，公司工程渠道也率先恢复，并且维持高速增长，今年前三季度同比增长 77.0%。

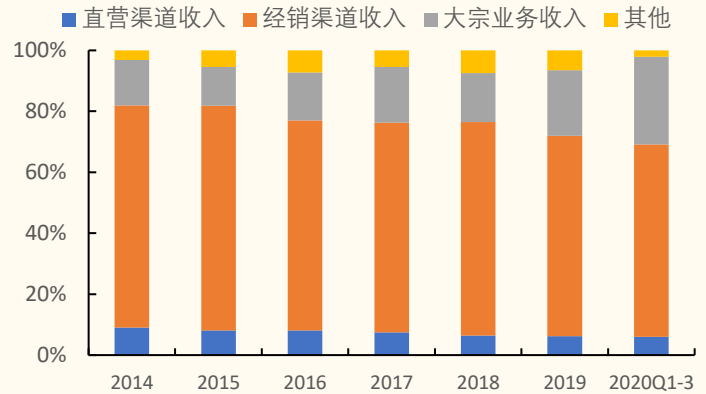
零售渠道稳定增长，渠道布局逐步完善。志邦家居在保持厨柜业务的线下门店的持续开拓外，也于 2015 年开始加紧衣柜布局，2016-2019 年衣柜门店均保持每年 200 家以上净增加，截止今年 9 月底厨柜、衣柜经销门店数分别达 1620 家、1322 家。依托渠道布局的逐步完善，零售渠道在全装修房冲击下近年来依然能取得稳定增长，其中经销渠道 2019 年营收达 19.5 亿元，CAGR5 达 20.6%，2020 年前三季度仍实现营收 14.8 亿元，同比增长 9.3%。

图表 6: 志邦家居不同销售渠道营业收入 (亿元)



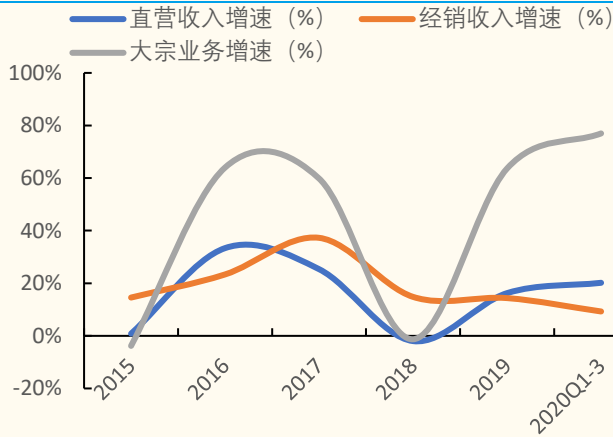
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 经销渠道仍为收入主要来源, 工程占比逐步提升



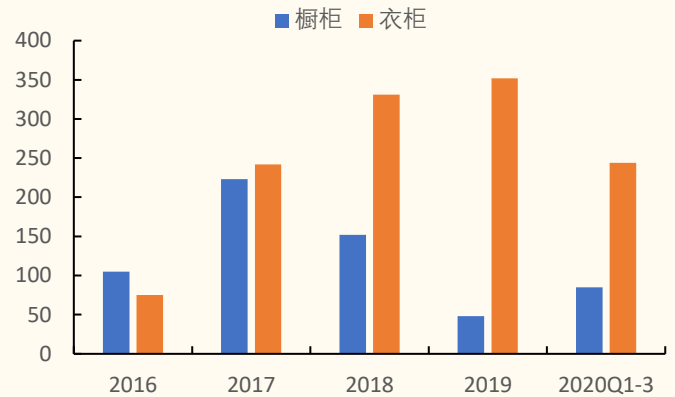
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 经销增长仍较稳定, 工程重回高增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 志邦厨柜衣柜经销门店每年净增加额 (家)



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 连续实施股权激励, 绑定核心团队利益

公司近两年来分别对高级管理人员、中层管理人员以及核心技术人员开始实施股权激励, 效果显著, 共覆盖 215 人, 其中董事及高管 5 人, 中层管理人员 210 人。2019 年 9 月, 公司对 5 名董事及高级管理人员实施股票激励计划, 股权份额为 0.58%, 2020 年 2 月, 公司对 210 名中层管理人员实施股权激励计划, 股权份额为 2.13%, 并且两次股权激励均有业绩考核。公司连续实施股权激励绑定了核心团队利益, 使得公司整体更加团结, 为未来三年的业绩增长提供了保障。

图表 10: 公司 2019 年及 2020 年连续实施两次股权激励

股权激励对象	2019 年: 公司董事及高级管理人员共计 5 人 程昊 (副总)、肖清平 (副总)、蔡立军 (副总)、蔡成武 (董秘)、周珍芝 (财务总监) 2020 年: 中层管理人员共计 210 人。
股权份数	2019 年: 129 万股 2020 年: 474.9 万股
股权份数占总股本	2019: 0.58% 2020: 2.13%
授予价格	首次授予: 9.65 元/股
业绩考核要求	两次均以 2018 年业绩为基数, 2019/2020/2021 年营业收入增长率、净利润增长率均达到 12%/24%/40%。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 公司董事及高级管理人员股权变动具体情况

姓名	职务	原持股数 (万股)	股权激励数 (万股)	解锁后全部股权数 (万股)
程昊	董事、副总经理	270.6	70	340.6
肖清平	董事、副总经理	13.3	30	28.3
蔡立军	董事、副总经理	270.6	15	300.6
蔡成武	副总经理、董事会秘书	405.9	6	411.9
周珍芝	财务总监	0	8	8

来源: Wind, 国金证券研究所

2、行业扩容动力犹存，头部企业大有可为

近年来定制家居行业整体业绩增速出现放缓，市场较为关心此后行业景气度将会如何？我们认为中短期将迎来景气上行期，中长期依托旧房翻新需求的释放，行业需求依然有充足保证，与此同时消费升级叠加品类拓宽，单一消费者价值将可被深挖，两者共同驱动行业规模继续稳步增长，预计到 2025 年定制家居行业规模有望突破 4500 亿元，CAGR5 达 12.3%。此外，对于定制家居行业内头部企业来说，目前行业份额仍然较为分散，在行业逐步扩容的同时，流量碎片化趋势越发明显，对企业运营能力提出更严格的要求，头部企业受益于多渠道布局与零售能力的持续优化有望加速提升份额。

2.1 中短期迎来景气上行，长期行业扩容依然可期

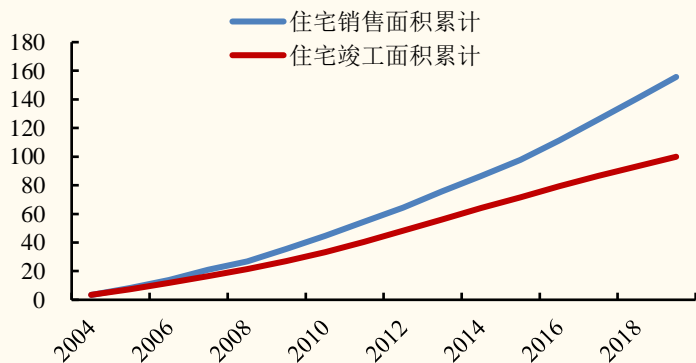
我们认为行业扩充的驱动力来源有以下两点：（1）从需求量上看，中短期进入景气上行周期，长期看家具行业需求量也依然有稳定保证。中短期内，竣工回暖大势所趋，竣工与新开工面积同比增速剪刀差正在缩短，家居配置需求景气度将有望上行。长期来看，旧房翻新需求空间巨大，并逐渐成为行业增长主要驱动力，根据我们测算以厨柜为例预计 2020 年旧房翻新需求体量 6.2 万套，占总体市场需求的 28.1%，2025 年旧房翻新需求有望达 10.2 万套，CAGR5 为 10.5%，占比有望达 48.2%。此外，根据社科院预计我国城镇化率未来 5 年稳步提升，定制家具渗透率有望因此进一步提升。

（2）从客单价上看，随着生活水平的提升，消费者对个性化体验以及一站式消费需求增加，消费升级叠加多品类融合将驱动客单价稳步提升。

2.1.1 中短期竣工回暖驱动行业需求景气度上行

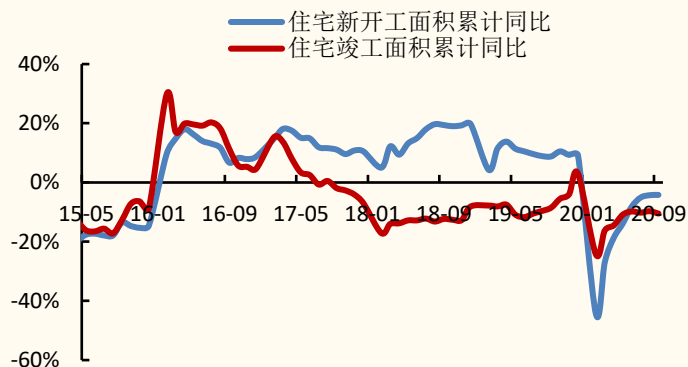
随着前两年一系列政策出台，房企融资渠道有所收紧，同时带动融资成本提升，使得房企面临流动性紧缩，倒逼房企急于预售回笼资金，提高存货周转率从而更侧重于新开工，对于已经预售的项目，完工进度就会由于资金层面压力出现相对明显的放缓。从而近年来销售面积与竣工面积缺口逐步拉大，2019 年已达 55.7 亿平方米。但由于销售与竣工缺口较大，叠加交房期限限制，竣工面积未来几年的持续提升将是大势所趋，并且从 19 年下半年开始竣工回暖已经显现，疫情只是插曲，并未改变趋势。

图表 12: 销售与竣工缺口较大 (亿平方米)



来源: Wind, 国金证券研究所

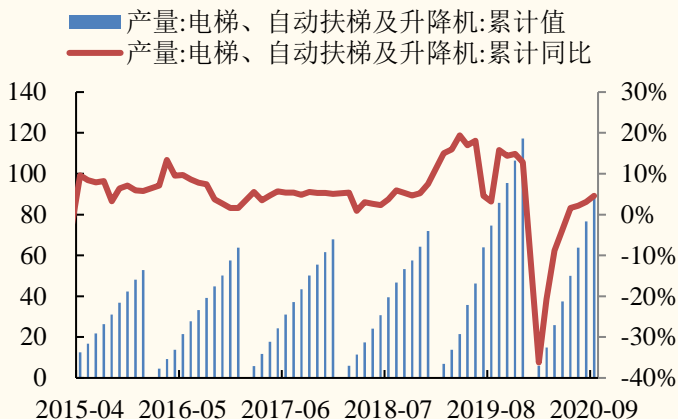
图表 13: 竣工与新开工面积同比增速剪刀差正缩窄



来源: Wind, 国金证券研究所

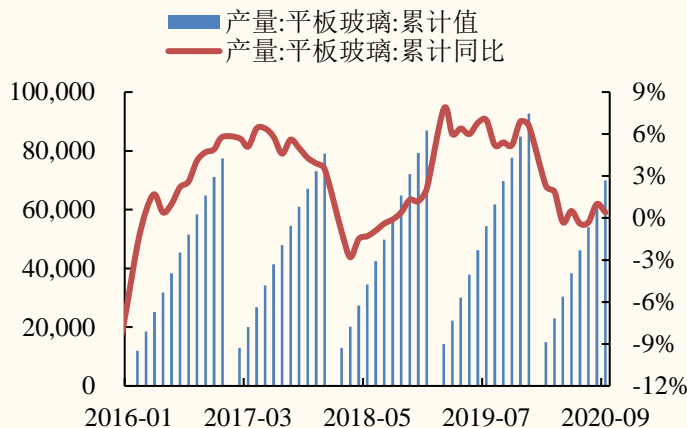
竣工回暖前置指标验证：电梯、玻璃产量指标大约领先竣工 6-12 个月，截止目前，电梯、玻璃累计产量均已同比转正。从竣工前置指标看，竣工全面回暖确定性较强。

图表 14: 电梯产量累计值及同比 (万台)



来源: Wind, 国金证券研究所

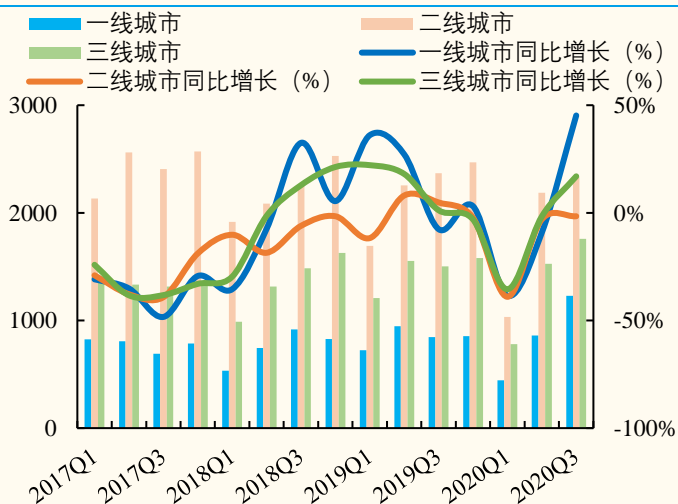
图表 15: 平板玻璃产量累计值及同比 (亿重量箱)



来源: Wind, 国金证券研究所

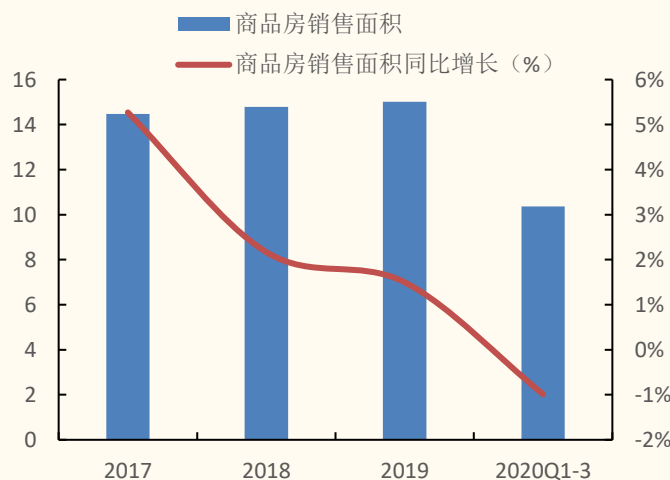
此外，近年来我国商品住宅销售面积均保持正增长，并且此次疫情影响有限，整体住宅销售面积在 Q3 已实现 10.5% 增长，从 30 大中城市看，Q3 一二线城市商品房交易量均已恢复正增长，一线城市增长率甚至达 43% 以上。商品房销售的持续增长，更确保了竣工回暖的持续性。

图表 16: 30 大中城市的商品房季度交易数据 (万平方米)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 全国商品房住宅销售面积 (亿平方米)

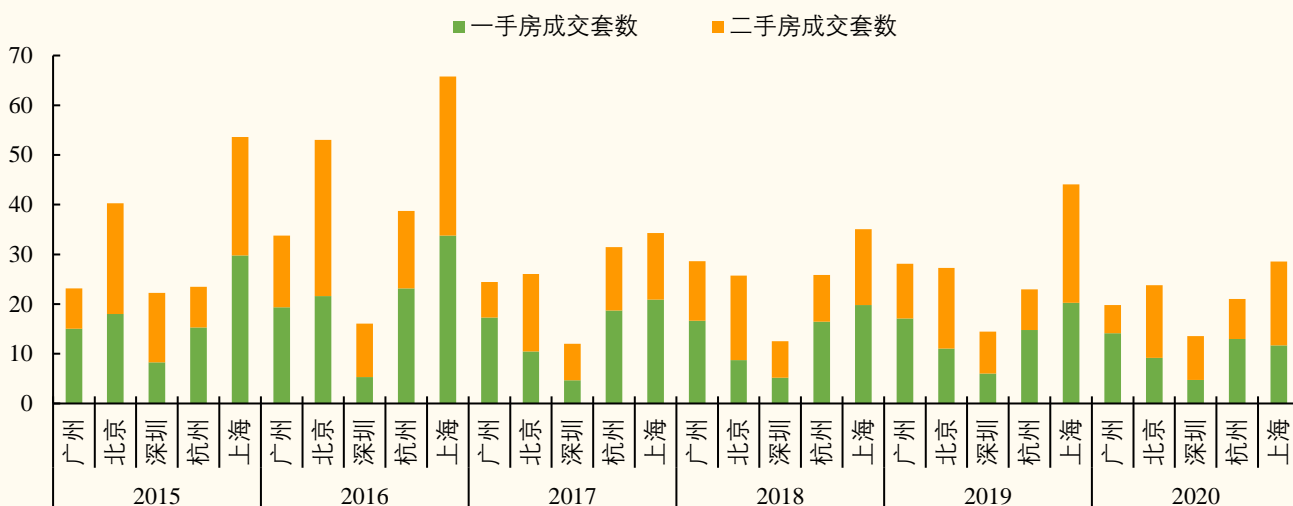


来源: Wind, 国金证券研究所

2.1.2 中长期旧房翻新需求广阔，逐渐成为主要驱动力

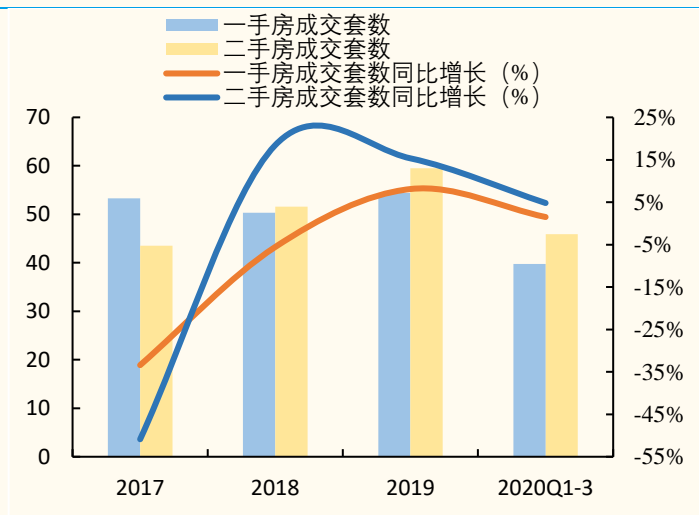
中长期看，旧房翻新需求主要来自于存量房的自然翻新需求与二手房交易带来翻新的需求，这两者需求的增长将共同助推旧房翻新需求未来成为家具行业增长的主要驱动力。我们仅以可观测的二手房交易情况来看，2019 年主要一二线城市的二手房交易成交套数为 67.7 万套，同比增长 11%。同期一手房成交量仅为 136.9 万套，同比增长 7.1%。其中北京、杭州 2019 年二手房成交套数占比分别超 65%、40%。以上交易数据显示我国一二线城市已逐渐迈入存量房时代，对于家具行业而言零售市场未来仍将是主战场，并且二手房交易量增长速度逐渐与一手房拉开差距。整体来看，根据我们测算旧房翻新套数（以厨柜为例）未来 5 年年复合增长率达 10.5%，远高于新房家具需求 CAGR5 -2.6% 的增长率，并且随着历史存量的不断增长，旧房翻新市场空间广阔。

图表 18: 主要城市一手房二手房成交套数



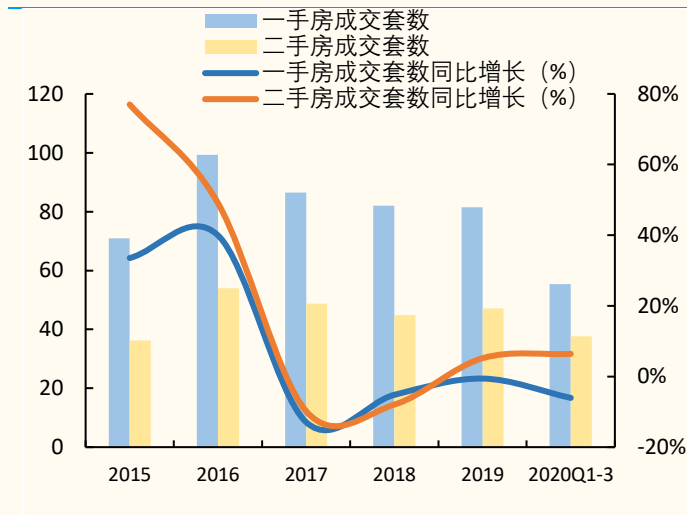
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 一线城市一、二手房成交情况 (万套)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 二三线城市一、二手房成交情况 (万套)



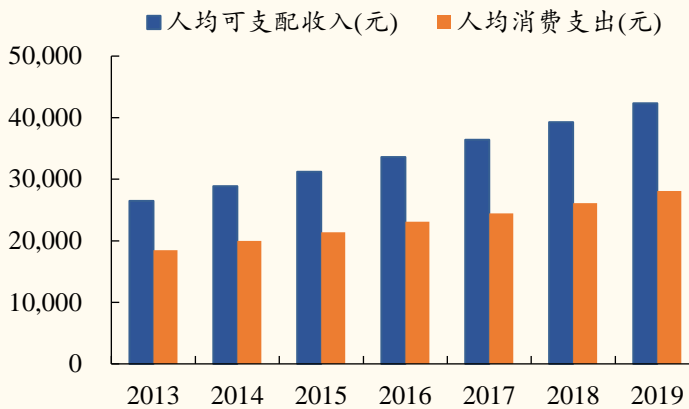
来源: Wind, 国金证券研究所

2.1.3 单一客户价值有望继续深挖

家具行业客单价驱动力依然充足，一方面随着国民经济的持续发展，我国居民消费升级需求日益增长，直接带动家具企业客单价提升，另一方面，随着消费者对于一站式消费的需求提升，家具企业不断拓宽自身发展边界，满足消费者需求的同时，间接做大客单价。

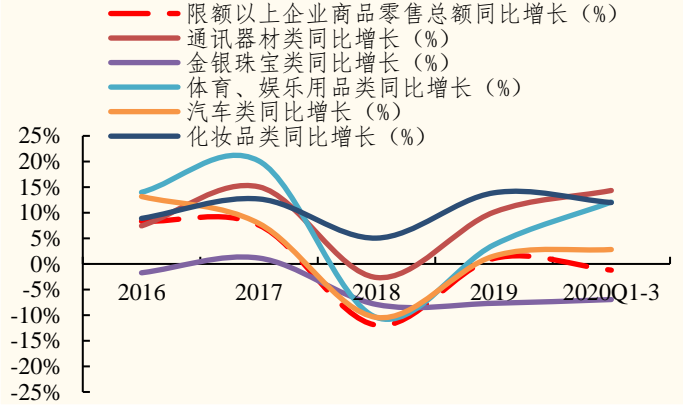
2019 年我国城镇居民可支配收入已突破 4 万元，同时我国城镇人均消费支出也已近 3 万元。横向比较，经济水平的改善使得消费者追求更优质的消费产品。几年来，居民限额以上企业零售总额保持着稳步增长的趋势，消费者对于品质生活的追求越发强烈。消费升级必然也将在家具行业有所体现，从近年来各家企业产品的平均出厂价格的逐步提升就可看出，并且随着人均收入的持续增加，各家产品结构持续优化，出厂价有望进一步提升。

图表 21: 城镇人均可支配收入已超 4 万元



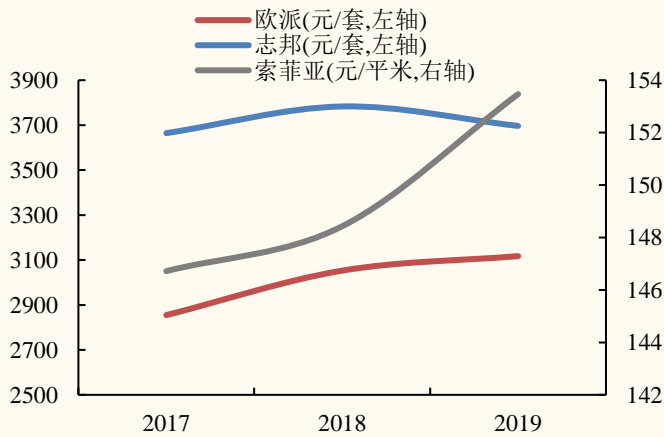
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 22: 城镇限额以上商品零售额稳步提升



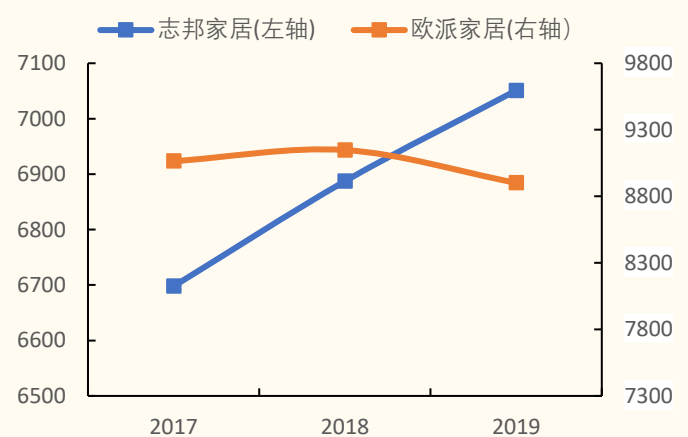
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 23: 衣柜出厂价逐步增长 (元/套)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

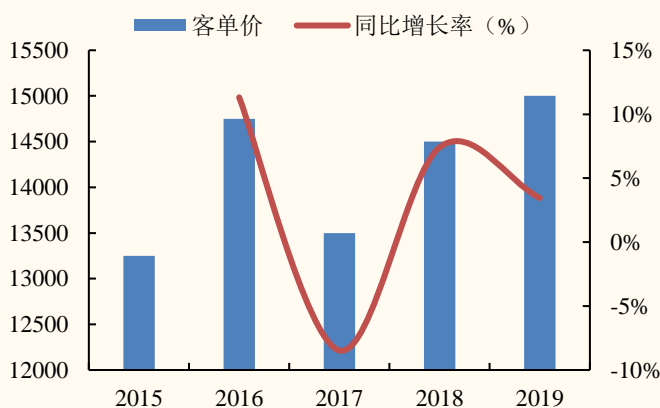
图表 24: 厨柜出厂价不断提升 (元/套)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

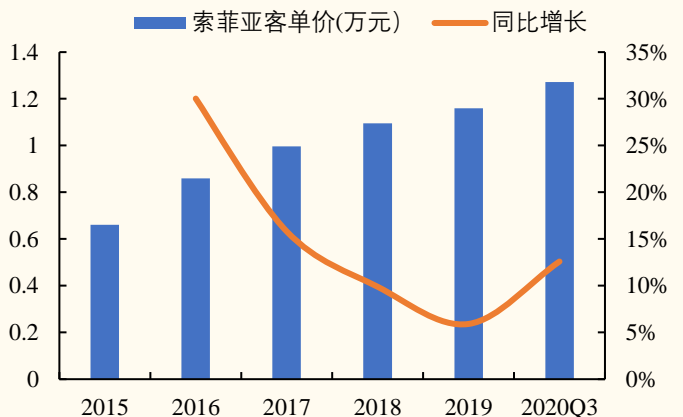
产品品类扩充, 满足消费者需求的同时, 间接提高客单价, 驱动行业扩容。面对消费者不断增长的升级需求以及对产品风格协调的追求, 行业龙头公司正不断扩充产品品类满足消费者一站式需求: 从单一品类, 到全屋定制, 再到整装大家居, 一步步的发展, 定制家具企业不断拓宽发展边界, 从而依托品类扩充, 间接提升客单价, 进一步驱动行业扩容。

图表 25: 尚品宅配全屋定制客单价 (元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 索菲亚客单价 (除司米厨柜)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.1.4 定制家居行业规模预测

我们依托现房销售和期房销售面积，并假定单套新房平均面积为 90 平米、期房自销售起两年后交房来预测当年一手房装修套数，并且通过假设厨柜、衣柜、木门的更换周期，从而得出当年旧房中的更新需求。在此基础上假设渗透率稳定提升，得出当年销售量。此外通过历史价格并根据前文推断确定未来单价合理上行，从而最终确定整体市场的规模。最终根据测算，未来 5 年定制家具行业 CAGR5 为 12.3%，2025 年国内整体规模将有望突破 4500 亿元。

图表 27：定制家居市场规模预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅现房销售面积（万平方米）	18215.2	14481.1	13033.0	12381.3	11762.3	11174.2	10615.4
增长率	-20.5%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
两年前期房销售面积（万平方米）	146664.1	124664.5	137131.0	145358.8	138090.9	136710.0	133975.8
增长率	-15.0%	10.0%	6.0%	-5.0%	-1.0%	-2.0%	-2.0%
当年一手房装修面积（万平方米）	164879.3	139145.6	150163.9	157740.2	149853.1	147884.1	144591.2
单套房平均面积（平方米）	110	110	110	110	110	110	110
一手房装修套数（百万）	14.99	12.65	13.65	14.34	13.62	13.44	13.14
二手房成交套数（百万）	4.26	3.62	3.69	3.77	3.84	3.92	4.00
增长率	-15.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
15 年前住宅竣工套数（百万）	4.00	3.68	4.01	4.40	4.94	5.55	6.02
10 年前住宅竣工套数（百万）	5.55	6.02	7.22	7.64	7.49	7.66	7.05
翻新率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
15 年前未翻新的住宅竣工套数（百万）	2.80	2.58	2.80	3.08	3.46	3.88	4.21
10 年前住宅竣工套数（百万）	3.88	4.21	5.05	5.35	5.25	5.36	4.94
厨柜市场							
厨柜渗透率	75%	78%	81%	83%	85%	86%	87%
厨柜更换周期（年）	15	15	15	15	15	15	15
当年消费户数（百万）	16.5	14.7	16.3	17.6	17.8	18.3	18.6
每户套数	1	1	1	1	1	1	1
当年总套数（百万）	16.5	14.7	16.3	17.6	17.8	18.3	18.6
单价	7800	7956	8115	8277	8443	8612	8784
价格增长率（%）		2%	2%	2%	2%	2%	2%
市场规模（亿元）	1289.87	1169.67	1324.40	1455.68	1501.55	1573.64	1632.08
增长率（%）		-9.32%	13.23%	9.91%	3.15%	4.80%	3.71%
衣柜市场							
衣柜渗透率	43%	46%	49%	52%	55%	58%	61%
衣柜更换周期	8	8	8	8	8	8	8
当年消费户数	9.9	9.4	11.0	12.2	12.5	13.2	13.5
每户套数	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
当年总套数（百万）	24.9	23.6	27.4	30.5	31.2	33.0	33.7
单价	3000	3150	3308	3473	3647	3829	4020
价格增长率（%）		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模（亿元）	746.05	742.05	907.50	1059.02	1138.71	1261.66	1353.56
增长率（%）		-0.54%	22.30%	16.70%	7.53%	10.80%	7.28%
木门市场							

木门渗透率	24%	27%	31%	34%	37%	40%	43%
木门更换周期	15	15	15	15	15	15	15
当年消费户数	5.3	5.1	6.2	7.2	7.7	8.5	9.2
每户套数	3	3	3	3	3	3	3
当年总套数 (百万)	15.9	15.3	18.7	21.6	23.2	25.5	27.5
单价	1200	1224	1285	1349	1417	1488	1562
价格增长率 (%)		2%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模 (亿元)	190.50	186.87	240.82	291.64	329.08	379.34	430.37
增长率 (%)		-1.91%	28.87%	21.10%	12.84%	15.27%	13.45%
其他柜体市场							
其他柜体渗透率	20%	24%	28%	32%	36%	40%	44%
其他柜体更换周期	10	10	10	10	10	10	10
当年消费户数	4.6	4.9	6.3	7.5	8.2	9.1	9.7
每户套数	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
当年总套数 (百万)	16.2	17.2	22.0	26.3	28.6	31.8	34.0
单价	2500	2625	2756	2894	3039	3191	3350
价格增长率 (%)		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模 (亿元)	404.83	451.68	605.00	760.32	869.56	1015.13	1139.07
增长率 (%)		11.57%	33.94%	25.67%	14.37%	16.74%	12.21%
总规模 (亿元)	2631.25	2550.27	3077.73	3566.67	3838.90	4229.77	4555.09
增长率 (%)		-3.08%	20.68%	15.89%	7.63%	10.18%	7.69%

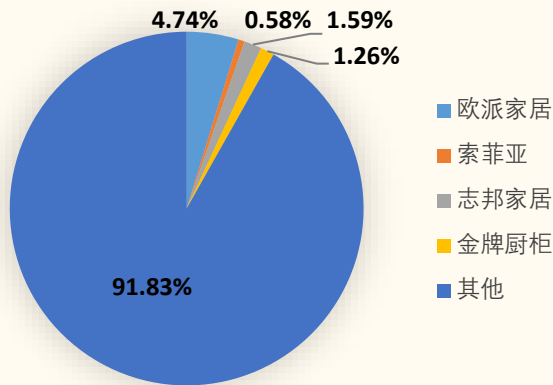
来源：国金证券研究所

2.2 行业仍然较为分散，头部企业大有可为

根据前瞻经济学人网统计，定制行业的上市公司中，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客前五大公司份额 2018 年仅为 7.9%，相较于美国、韩国前五大品牌 50% 以上的市占率仍较低，行业份额较为分散的情况下头部企业大有可为，并且在地产红利期逐渐消退、对企业运营能力提出考验的情况下，更是迎来头部企业份额提升的窗口期。

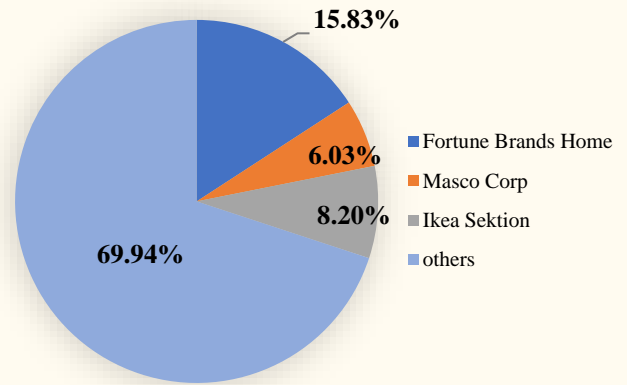
分市场来看，我国厨柜市场 2018 年 CR3 仅占 7.6%，其中，排名第一的欧派品牌厨柜市占率为 4.7%，并且排名第二第三的志邦家居与金牌厨柜市场份额仅 1% 左右。而美国厨柜市场 CR3 在 2019 年高达 30.1%。我国厨柜市场行业集中度低，头部企业大有可为。

图表 28：2018 年我国前四大厨柜市场份额



来源：前瞻经济学人网，国金证券研究所

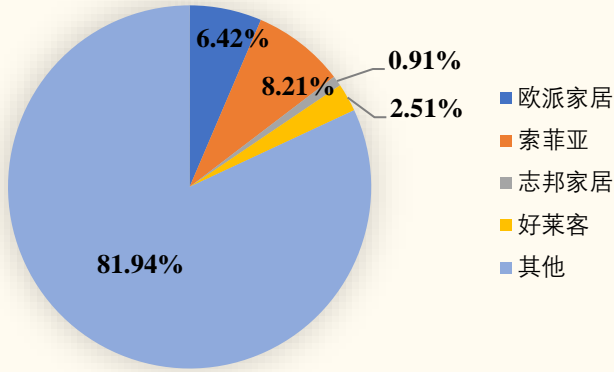
图表 29：2019 年美国厨柜行业集中度较高



来源：Research & markets，国金证券研究所

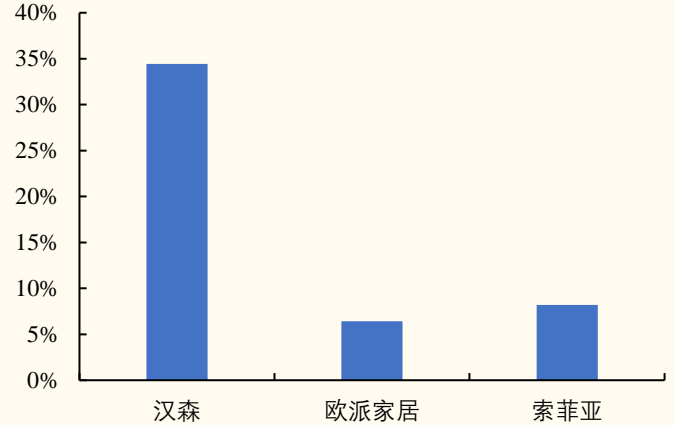
衣柜市场也是如此，我国 2019 年 CR3 仅为 16.8%，而韩国市场 CR3 在 2016 年就已经达到了 58%，目前我国定制家具行业集中度相比韩国较低。并且韩国龙头品牌汉森经过多年发展，市占率已近 35%，我国头部品牌市场份额空间仍然巨大。

图表 30: 2019 年国内衣柜市场集中度较低



来源：前瞻经济学人网，国金证券研究所

图表 31: 韩国衣柜龙头市场份额与国内龙头对比



来源：Research & markets，国金证券研究所

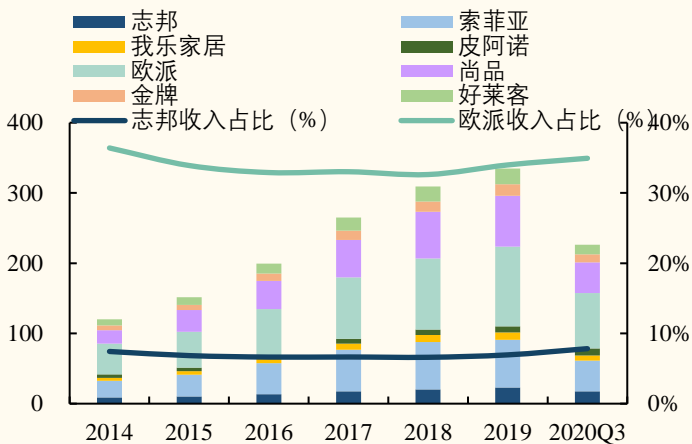
3、零售规模扩张空间大，盈利能力将迎来改善

3.1 零售稳定增长，能力持续提升

2019 年志邦家居零售业务营收为 23.2 亿元，同比增长 13.8%，近年来零售业务保持较快增长，CAGR5 为 19.9%。受疫情因素影响，2020 年前三季度大部分竞争者零售业务累计收入同比仍未转正，然而志邦家居零售业务收入同比转正，增长率达 10.2%。

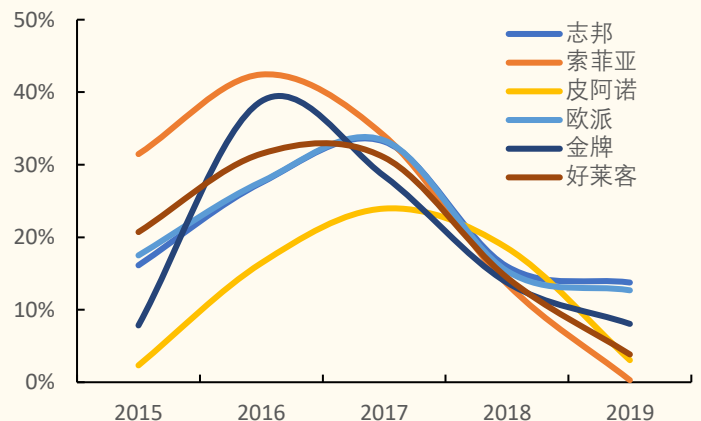
在所有定制家居上市企业中取得最快复苏，并且近年来仅有欧派、志邦零售份额（零售收入占所有上市公司收入比例）提升 1% 以上。我们认为，志邦零售业务的持续近年来较为优异的表现一方面由于公司渠道开拓+品类扩张，拓宽发展边界，另一方面由于公司积极调整营销队伍，主动赋能经销商提升终端单店零售能力从而稳住单店收入。

图表 32: 零售市场份额近年来稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33: 零售业务增速优于同行



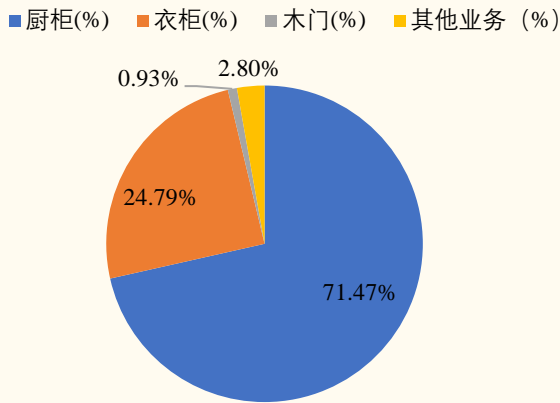
来源：公司公告，国金证券研究所

3.1.1 品类扩张+渠道开拓，拓宽发展边界

从品类上看：公司自 2015 年开展定制衣柜业务，并于 2018 年开始孵化木门业务，依托厨柜的良好口碑带动了其他品类增长显著。尤其衣柜业务，在体量已

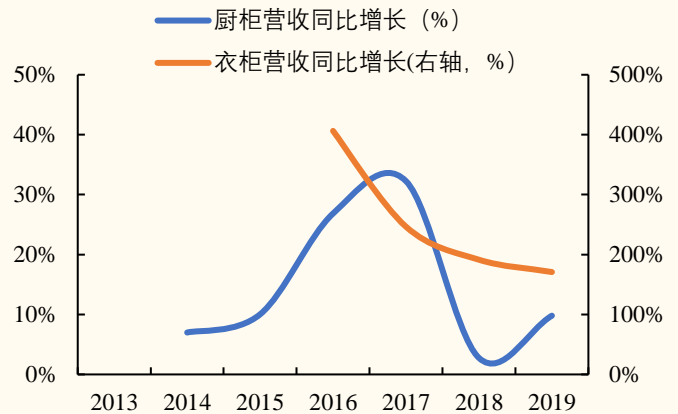
超 7 亿元的情况下，2020 年前三季度衣柜营收仍取得 52.1% 的增长，已成为未来志邦收入增长的重要驱动力。

图表 34: 2019 年各品类营业收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

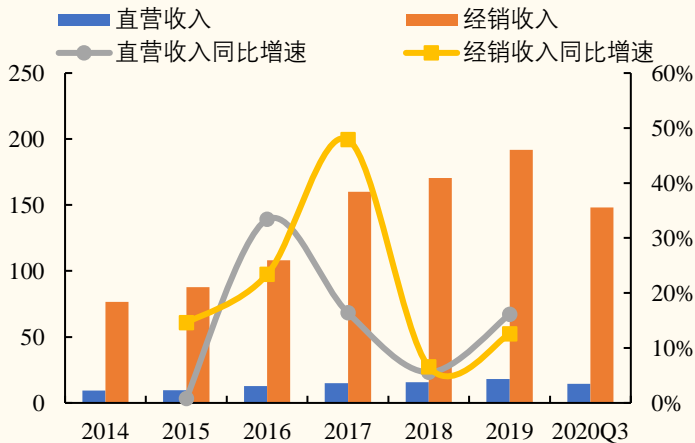
图表 35: 厨柜衣柜营收同比增长率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

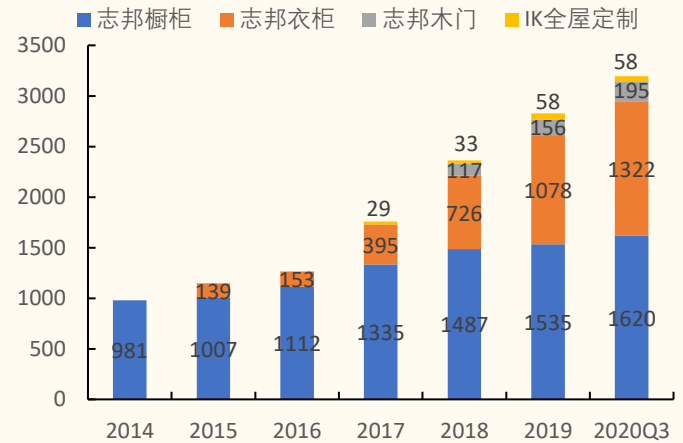
从渠道上看: 公司渠道持续开拓, 整体经销门店数逐年增加, 其中衣柜门店近年来保持年均 200 家以上的较快开拓速度。依托渠道的持续开拓, 公司经销业务收入从 2014 的 7.7 亿元增长至 2019 年的 19.5 亿元, CAGR6 为 23.2%; 直营业务收入从 2015 年的 1 亿元增长至 2019 年的 1.8 亿元, CAGR5 为 17.5%。

图表 36: 志邦家居分渠道销售收入稳步增长(百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 多品种渠道下沉, 迅速完善线下渠道(家)

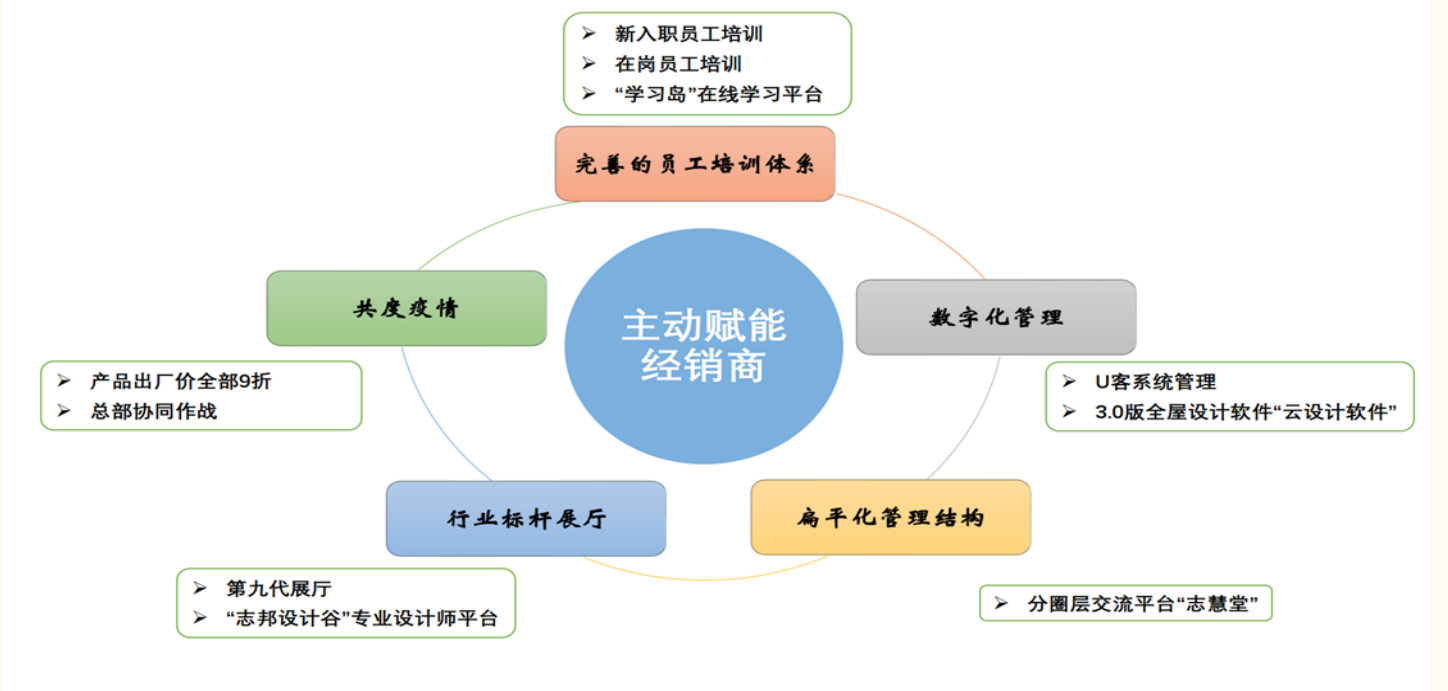


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1.2 持续提升终端零售能力, 单店收入表现优异

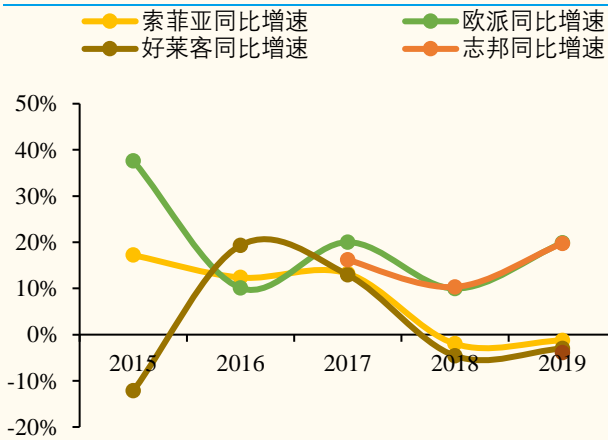
渠道扩充的同时, 注重持续提升终端零售能力, 单店收入表现优异, 也是公司近年来规模持续扩大的核心保证。公司近年来通过各项举措主动赋能加盟商, 并且在 2019 年开始对营销团队进行一定优化调整, 并且开始配套实施股权激励后, 营销团队战斗力与终端零售能力明显提升, 单店营收整体表现较为优异。不论是近年来逐渐发力的衣柜, 还是原本规模较为领先的厨柜, 单店营收增速均处于业内领先, 其中 2019 年志邦衣柜业务单店提货额 60.2 万元, 同比增长 19.8%, 仅次于欧派, 一定程度上表明志邦在渠道不断扩张的同时, 也较为注重对终端零售能力的提升, 这也为之后的持续发展奠定基础。

图表 38: 多渠道主动赋能经销商



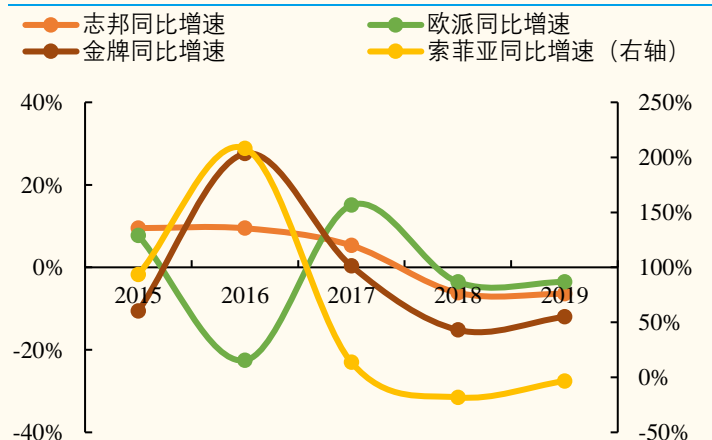
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 衣柜业务单店提货额同比增长率(%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 厨柜业务单店提货额同比增长率(%)



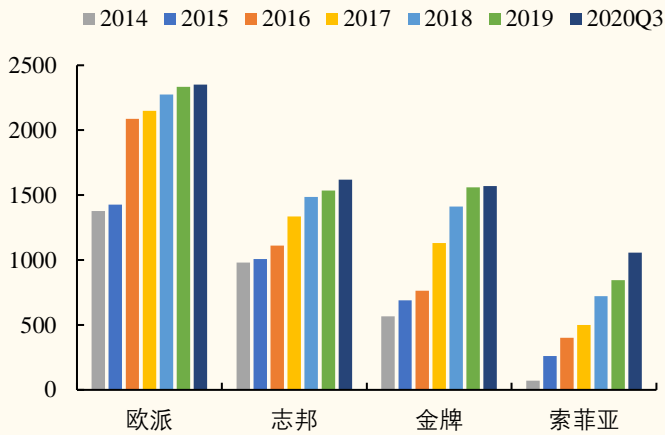
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 营收端: 渠道拓展空间仍存, 单店营收空间巨大

3.2.1 具备基础与空间, 渠道继续拓展可期

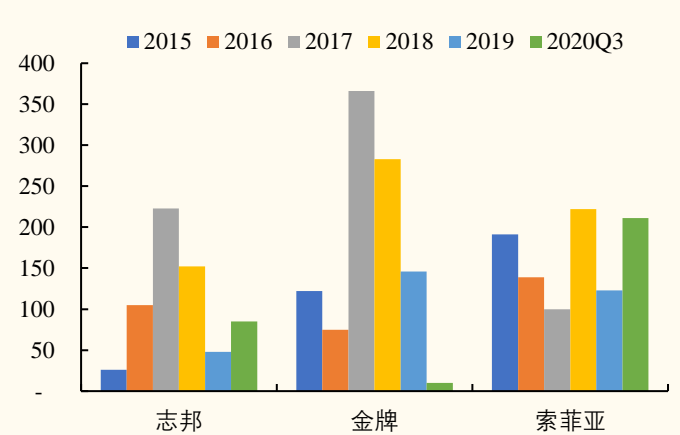
公司近年来立足华东, 开拓全国, 不断进行渠道拓展, 门店数持续增长。今年在新冠疫情影响下, 行业中大多数企业举步维艰, 开店速度放缓或开始净关店, 而志邦在今年前三季度门店数仍实现净增加, 其中整体厨柜经销店净增加 85 家至 1620 家, 定制衣柜经销店净增加 244 家至 1322 家。整体上来看, 目前志邦门店数量与行业一线品牌龙头欧派相比仍有大幅差距, 渠道拓展空间仍存。并且一方面由于公司给予经销商较好赋能扶持, 现有经销商生存状态较好, 使其具备进一步扩张基础, 另外一方面, 公司未来不仅是在现有强势区域进行渠道下沉, 也可在弱势区域拓展高线城市, 填补空白一二线城市可确保公司整体单店收入水平依然具备提升空间。

图表 41: 志邦家居厨柜业务仍处于稳步开店阶段 (家)



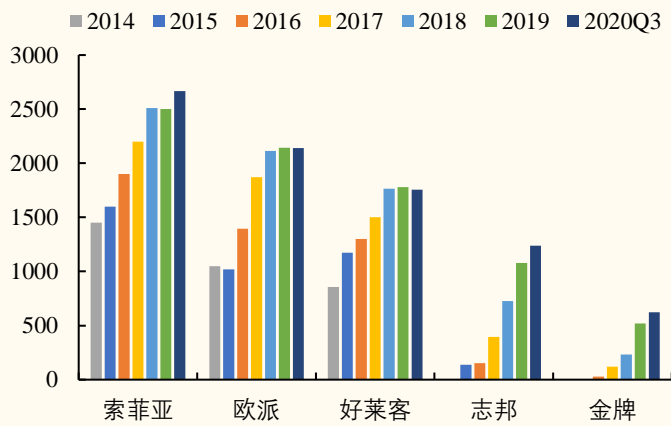
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 志邦家居厨柜渠道扩张速度稳健 (家)



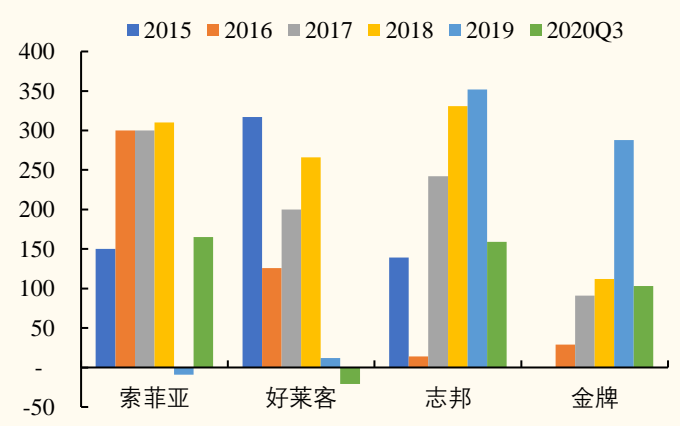
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 衣柜门店数量快速增长 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

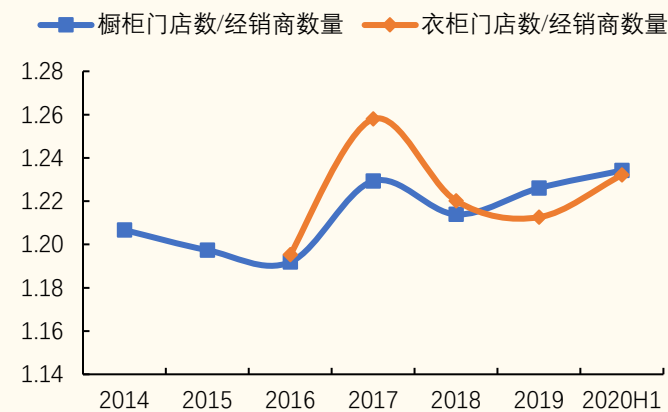
图表 44: 衣柜渠道扩张速度稳健 (家)



来源: Wind, 国金证券研究所

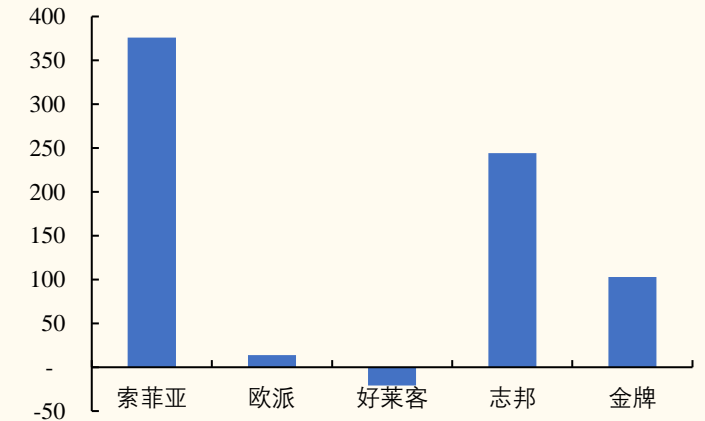
渠道可继续大幅开拓的基础是现有经销商经营状况较好, 渠道能取得可靠收益。我们虽不能直接获取目前整体经销商盈利情况, 但可以通过两个侧面指标一定程度上看出目前志邦经销商运营趋势良好, 具备继续开拓基础: 1. 依托总部对营销团队的优化以及对经销商的扶持, 19 年开始让原有经销商加开新店意愿明显得到提升, 目前厨柜、衣柜平均每一个经销商都会开 1.2 家以上门店。2. 疫情影响下, 公司净开店数量明显领先同行。

图表 45: 志邦老商开新店意愿提升



来源: Wind, 国金证券研究所

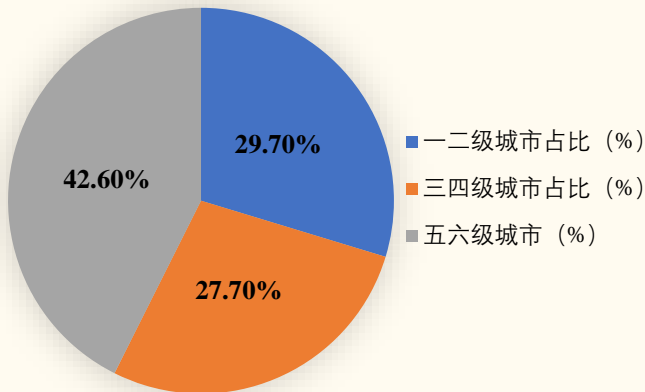
图表 46: 2020 年前三季度各家橱衣净开店数对比



来源: Wind, 国金证券研究所

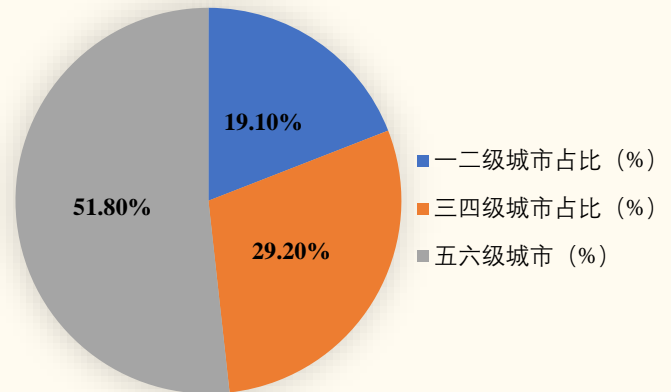
现有强势区域的渠道深耕与弱势区域的高线城市拓展共同助推公司渠道继续有质量的扩张。公司在华东较为有品牌优势的区域，可继续做渠道深耕，做低线城市下沉覆盖。高线城市拓展方面，目前志邦家居在一二线城市收入占比仅为19.1%，相较索菲亚等头部品牌在一二线城市32%，志邦具备在一二线城市收入占比提升的空间。并且从地区维度看，目前志邦家居的主要市场还集中在华东地区，其他地区相对弱势特别是华南、西北、东北地区扩展空间巨大。公司现已在华南区域开始布局，2019年公司在广州新设直营销售公司，并设立直营店，以广州为标杆来在华南市场打造品牌，从而进一步打开华南市场。强势区域低线城市的拓展与弱势区域高线城市的填补，将可以确保公司未来的渠道扩张更健康、更有质量。

图表 47: 志邦家居衣柜业务收入在城市群收入占比



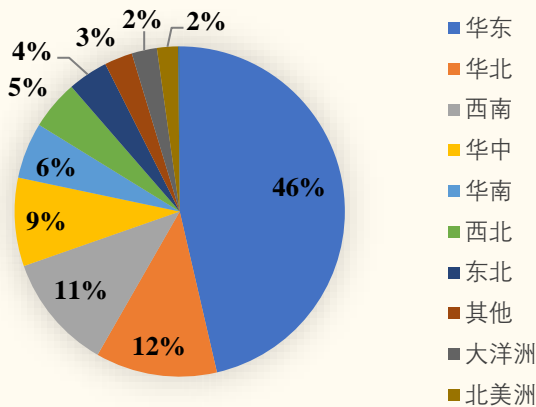
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48: 志邦家居厨柜业务收入在城市群收入占比



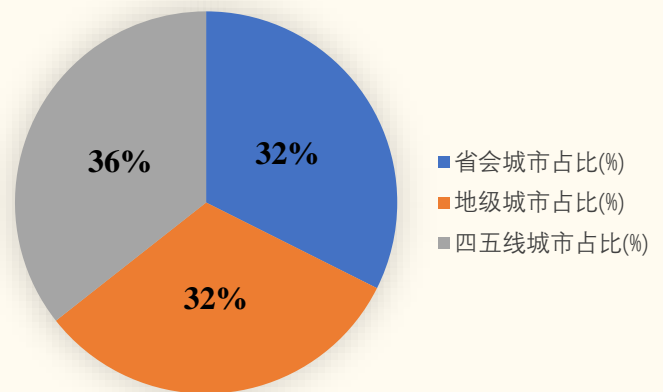
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 49: 华南、西北、东北地区扩展空间大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 50: 索菲亚经销收入在城市群收入占比



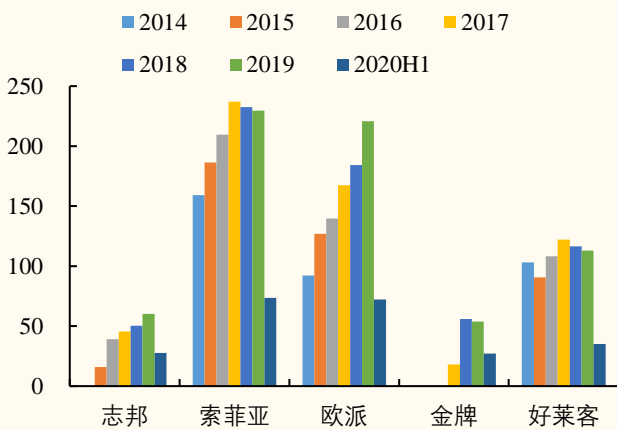
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2.3 单店增长空间巨大，三维度驱动清晰

公司虽持续深耕厨柜领域，但目前厨柜单店提货额也仅为 97.4 万元，相较一线品牌欧派 200 万元+的水平仍有明显空间。此外衣柜更是由于开拓时间较短，单店收入仅为 60.2 万元，相较索菲亚衣柜单店 220 万元+的水平提升空间更大。

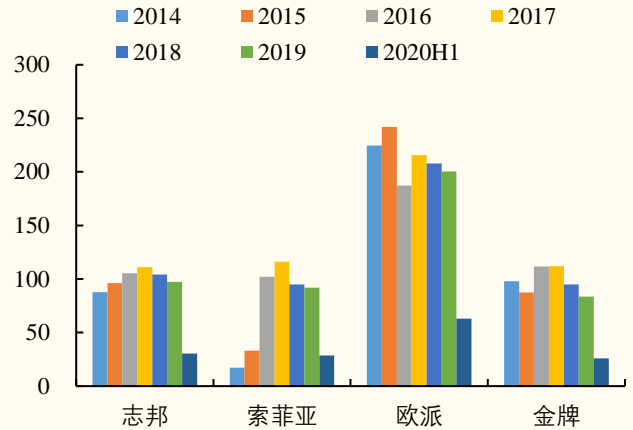
我们认为从单店收入有三个维度存在提升空间，(1) 从份额角度看，随着公司品牌力的逐步增强叠加疫情催化小品牌退出，公司整体市场份额提升，自然带动单店收入提升。(2) 从品类维度看，一方面单一品类产品结构升级带动客单价提升，另一方面更多品类的融入，配套品连带率的提升可进一步提升客单的同时助推单店收入提升；(3) 从渠道布局维度看，随着公司在华南、东北等弱势区域的一二线城市的填补，一二线城市更强的消费力有望拉动单店收入的进一步提升。

图表 51: 衣柜业务单店提货额上升空间大 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 厨柜业务单店提货额 (万元)

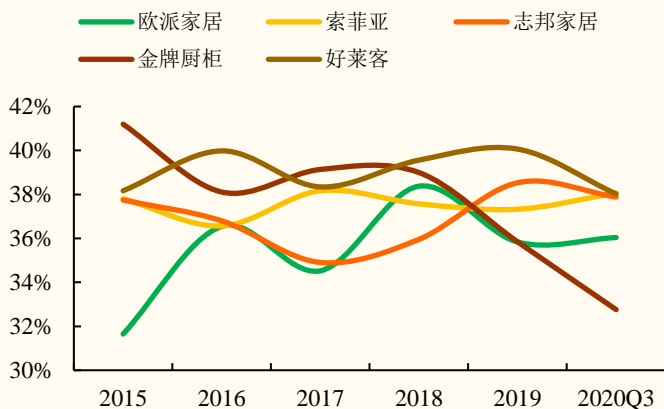


来源: Wind, 国金证券研究所

3.3 利润端: 成本费用优化空间大, 盈利能力有望稳步回升

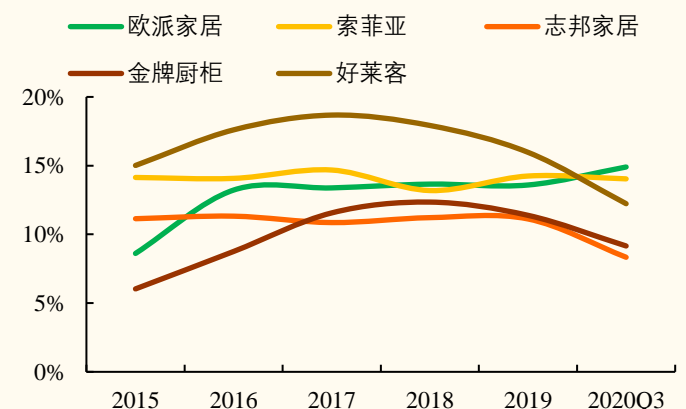
公司盈利能力整体来看, 虽然毛利率表现较为优异, 但净利率水平在行业内相对偏低。我们认为公司此后成本与费用端均可优化, 从而稳步提升其盈利能力。其中成本方面尤其衣柜单位成本仍然相对较高, 随着此后规模扩大, 固定成本摊薄后有望驱动整体毛利率继续小幅提升。此外, 费用方面, 随着公司度过门店快速扩张阶段后, 次新门店开始做出贡献, 有望驱动营销费用率有所下行。公司未来成本与费用端的持续优化将共同驱动公司盈利能力逐渐回升。

图表 53: 志邦家居历年毛利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 54: 志邦家居净利率相对偏低



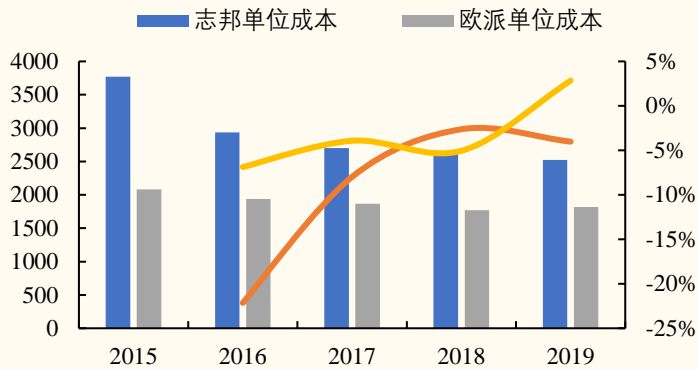
来源: Wind, 国金证券研究所

3.3.1 衣柜成本优化空间大驱动整体毛利率维持稳定

2019 年志邦家居衣柜单位成本为 2523 元/套, 明显高于一线龙头品牌欧派家居衣柜单位成本 (1820 元/套), 虽近年来衣柜毛利率持续提升, 但 2019 年公司衣柜毛利率仍仅为 31.6%, 相比于衣柜行业龙头 40% 以上的毛利率, 仍存在较大的提升空间。

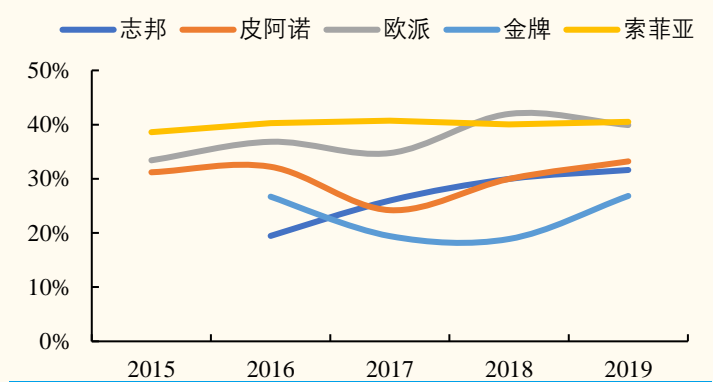
通过拆解志邦衣柜成本结构, 我们认为与行业龙头单位产品成本的差异主要来源于: 1) 由于志邦衣柜业务发展时间较短, 规模相较行业龙头来说差距悬殊, 因此, 对上游供应商的议价能力相对来说较弱, 志邦家居衣柜单位材料成本 1987 元/套, 较欧派家居衣柜单位成本高出 633 元/套。2) 公司衣柜业务开拓时间较短, 前后端的成熟度与行业龙头均有一定差距, 使其板材利用率相对较低。3) 由于会计政策相对较为保守, 摊销年限和摊销余值均较小, 使其年摊销额较高, 在规模相对较小的情况下推高了单位制造成本, 志邦衣柜单位制造费用为 311.9 元/套, 明显高于欧派家居 177.3 元/套。我们认为随着衣柜业务规模的持续扩大, 其采购端对上游议价的能力将有所提升, 生产工艺和熟练度也将优化, 衣柜单位成本有望得以较好优化, 从而驱动毛利率进一步小幅提升。

图表 55: 志邦家居衣柜存在压缩单位成本的潜力 (元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 志邦家居衣柜毛利率稳步提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 57: 欧派和志邦的会计折旧政策

机器设备	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率	年折旧率
志邦	直线法	8-10	4%	12.0%-9.6%
欧派	直线摊销法	10	3%-10%	9%-9.7%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 58: 单位成本分析表

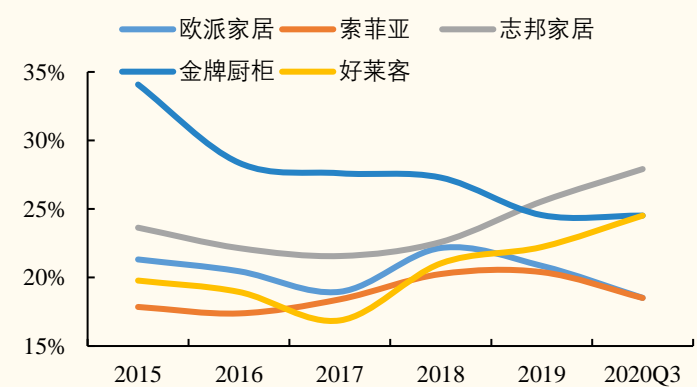
欧派家居衣柜单位成本明细表 (亿元)		产量 (万)	单位成本 (元/套)	成本占比
直接材料	23.1	170.6	1354.1	76.9%
直接人工	3.9	170.6	229.7	13.0%
制造费用	3.0	170.6	177.3	10.1%
志邦家居衣柜单位成本明细表 (亿元)		产量 (万)	单位成本 (元/套)	成本占比
直接材料	4.0	19.9	1987.3	78.8%
直接人工	4.5	19.9	223.8	8.9%
制造费用	6.2	19.9	311.9	12.4%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3.1 费用优化空间大, 净利率有望进一步提升

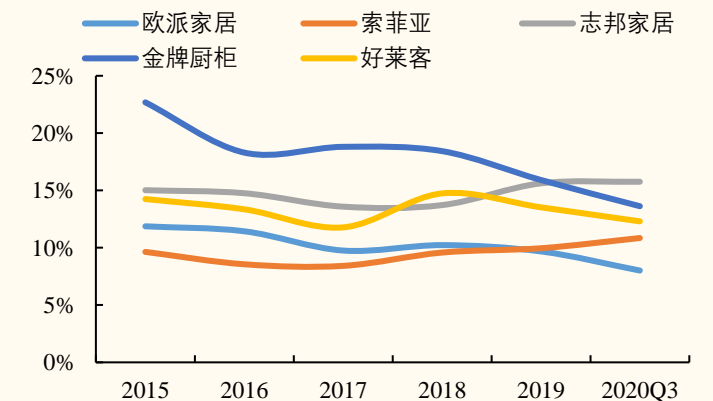
公司近年来期间费用率持续提升, 并明显高于同行, 究其原因主要是由于近年来公司持续扩大业务规模, 与营销有关的开支 (广宣、销售工资) 等明显提升, 销售费用率因此逐年提升。但随着公司新开拓的渠道步入正轨, 做出贡献后, 将逐步摊薄营销投入, 驱动费用率逐步优化, 净利率也有望因此得以改善。

图表 59: 志邦期间费用率近年来快速上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 60: 志邦销售费用率显著提升

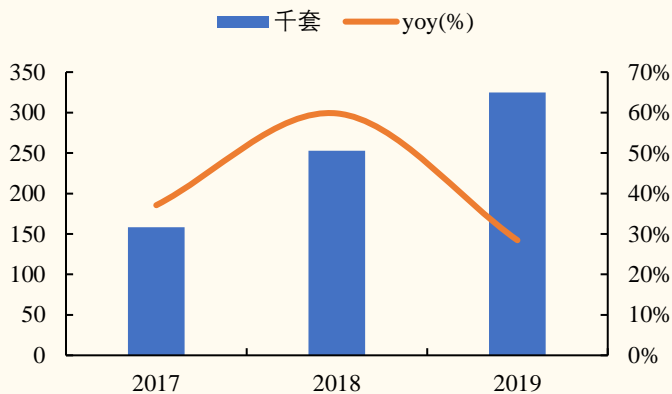


来源: Wind, 国金证券研究所

4、工程渠道仍可稳定增长，现金流依然较优

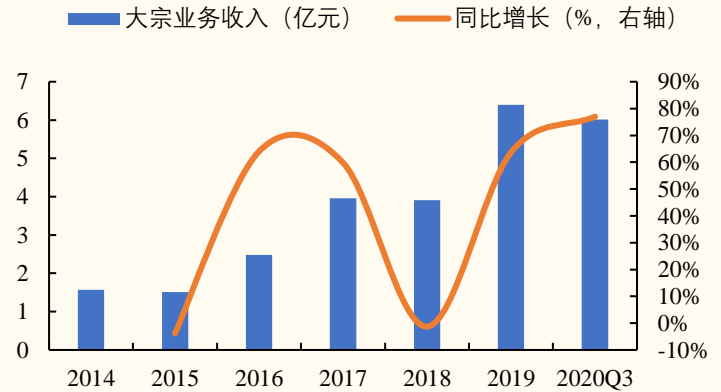
近年来随着全装修房市场的逐渐发展，公司在工程渠道业绩持续增长，2020年前三季度实现营收6.0亿元。同比增长77.0%。我们认为依托供给与需求端双向推动中短期来看全装修房市场景气度仍可维持，并且此后在行业增速有所放缓的情况下，公司具备较强的供应链管理能力和资金实力以及丰富经验，可持续加深与龙头地产商合作，依托地产商集中度的提升，来变相在全装修房市场提升份额，从而确保稳定增长。此外，由于公司前期主动优化客户结构叠加目前工程渠道模式越发成熟，公司在发展大宗业务的同时现金流可确保依然健康。

图表 61: 全装修房市场规模 (万套)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 62: 志邦大宗渠道收入重回高速增长 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

4.1 中短期全装修房市场景气度仍可维持

4.1.1 供给端: 政策要求且地产商受益, 两者共同推动

政策层面: 由于业主毛坯房装修的噪声、环境污染、材料浪费严重, 近年来政策不断鼓励普及全装修房。《建筑业“十三五”规划》规定到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%, 此外多数省份政策对于全装修房的要求从 2020 年开始, 政策的推动从顶层设计确保了全装修房市场景气度的延续。

图表 63: 国家全装修政策

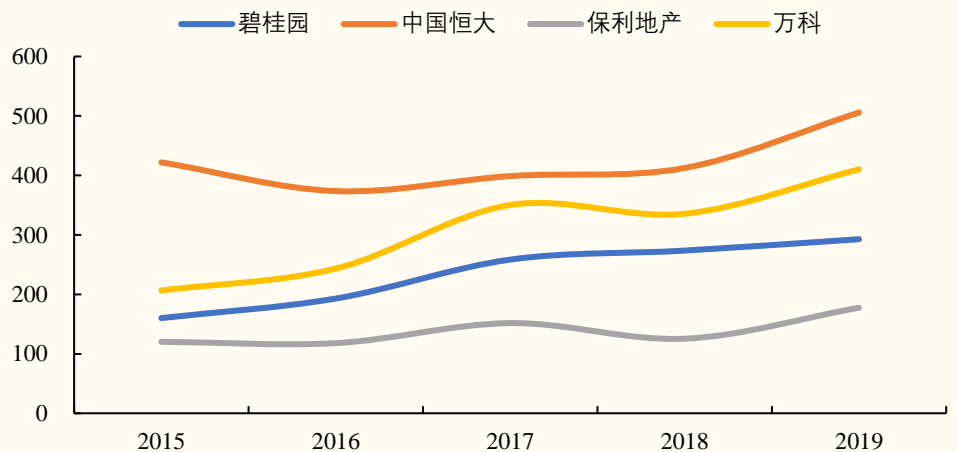
政策	政策内容
国家层面政策	
《建筑业“十三五”规划》	住建部提出到 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
各省级政策	
浙江省	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》提出实施菜单式装修, 将装修和个性化服务相结合, 为每套户型提供 3 套以上装修设计, 可供业主挑选。在装修过程中使用的材料均符合环保标准。
北京市	2015 年 5 月 1 日开始, 全市保障房 100%全装修。
上海市	2017 年 1 月 1 日开始, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤、金山和崇明 30%全装修。
山东省	《山东省地产业转型升级实施方案》明确指出 2017 年山东省设区城市新建高层住宅实行全装修, 2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房, 2020 年实现全面全装修的政策。
海南省	从 2017 年 7 月 1 日起, 各市县商品住宅项目要 100%实行全装修。
四川省	2020 年 1 月 1 日起, 全省新建住宅 50%全装修。
河南省	2020 年 1 月 1 日起, 全省新建住宅 100%全装修。

政策	政策内容
郑州	2016年1月1日起，郑州航空港经济综合试验区、郑东新区、新建住宅100%实行全装修。
江苏省	到2025年1月1日，全省新建住宅60%全装修。

来源：各地政府官网，国金证券研究所

地产商层面：（1）国家号召“房住不炒”，2017年为稳定楼价，多个地方政府纷纷出台措施监管商品房价格，此后依然维持限价政策，房地产商为了躲避限价政策，纷纷转向全装修房以增厚利润。（2）由于全装修房价格相对比毛坯房高，对于购房者多付出的溢价部分，地产商在收到现金后并不会立即付给装修材料的供应商，而是通过赊账拉长账期，极大优化自身现金流。

图表 64：地产商应付账款周转天数（天）



来源：Wind，国金证券研究所

4.1.2 需求端：全装修房性价比较高，满足多数消费者需求

从需求端而言，由于消费者生活节奏加快，对于装修时间精力有限，并且从直接成本上考虑，全装修房由于装修材料的集中采购和规模化安装，可减少整体装修成本，根据统计，全装修房的单位装修成本相比毛坯房能节省 15%~20%。不论从时间还是直接成本上看，全装修房有效满足了多数消费者的需求。

图表 65：全装修房、毛坯房装修成本对比

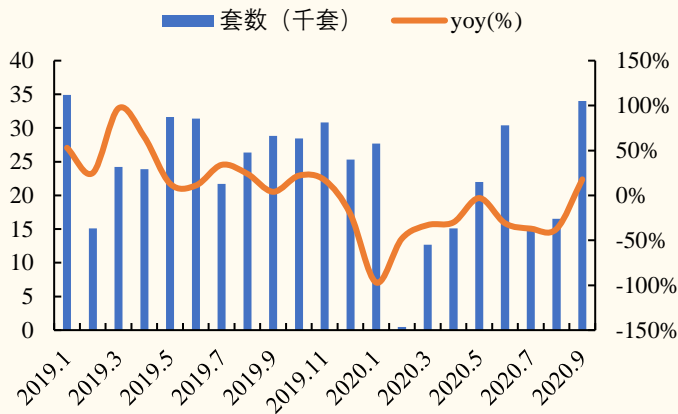
全装修房装修单价（南京市场为例）	2000/m ²
毛坯房装修单价（南京市场为例）	2600/m ²
材料费用节省	-7.5%~10%
设计费用节省	-3%
人工费用节省	-3%~5%
管理费用节省	-3%
全装修房相对毛坯房节约总成本	-15%~20%

来源：《住宅产业》，国金证券研究所

4.1.3 全装修房渗透空间较大，低线城市进入高增长

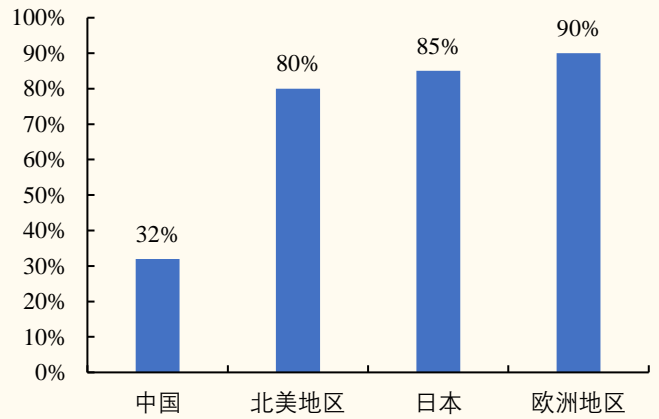
根据奥维云网统计，我国随着全装修房的整体渗透率逐年增加，19年全装修房市场渗透率为 32%，但对比北美 80%，欧洲 86%，日本 84%的全装修渗透率来说，还有较大的提升空间。尤其二线以及更低线的城市的渗透率仍然存在较大的提升空间，并且从 2019 年数据来看，低线城市全装修房开盘套数已开始进入高增长态势，四线城市 2019 年全装修房增速达 81%。

图表 66: 全装修房开盘数量(千套)



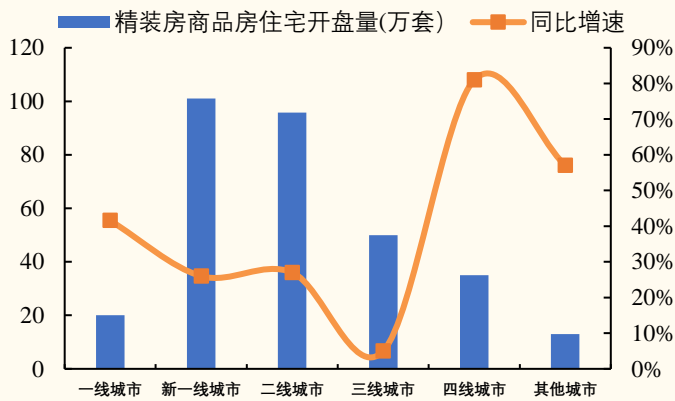
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 67: 2019 年我国与发达国家全装修房渗透率对比



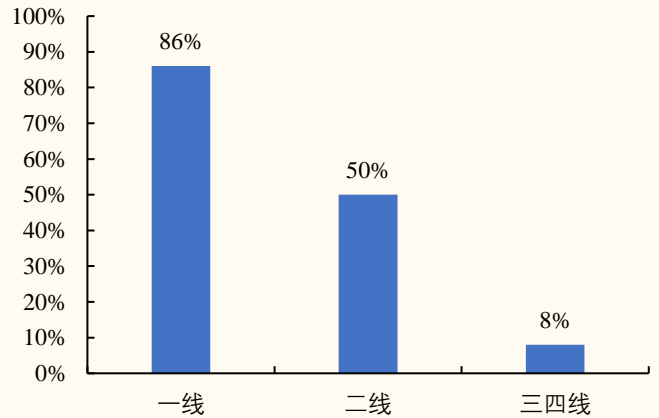
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 68: 2019 年中国全装修项目城市分布情况(万套)



来源: 中国建筑装饰行业协会, 国金证券研究所

图表 69: 2018 年各线城市市场渗透率



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

4.2 大宗竞争力较强, 份额提升确保增长

工程业务与零售业务, 从产品特性到议价能力各方面均存在较大的差异。由于这些差异的存在, 地产商更青睐于家居企业具备先进的生产能力、供应链管理、资金能力、品牌影响力。同时, 大宗业务相对于零售业务, 市场集中度更高, 置换供应商的成本更大, 具有相当大的黏性, 因此, 与地产商合作年限越早、越长, 家居企业获得的信任度越高, 越是能够提升市场份额。整体来看, 在工程业务中, 交付质量及资产周转成为企业分化的核心变量。

图表 70: 工程业务与零售业务对比

业务类型	工程业务	零售业务
产品特性	差异化小, 生产量大	产品个性化强、差异性大
生产特性	无需频繁转换生产, 成本更低	需求转化频繁, 生产成本高
获客特性	绑定大客户, 供应链管理是重点	渠道拓展、品牌建设是关键
服务特性	侧重服务反应速度和其他配套服务	服务主体依赖经销商
资金特性	回款周期较长, 资金压力大	一般现款现货, 没有账期
议价能力	大客户集中, 对地产商议价能力弱	下游客户分散, 议价能力强

来源: 亿欧, 国金证券研究所

4.2.1 志邦供应链管理能力强

交付能力+成本控制+存货控制助推公司大宗业务持续发展。公司在安徽合肥投产规划了五大产区，并且高度重视各个厂区之间的协同效率，融合资源，确保供应保障，目前已拥有 33 万套厨柜产能，具备较强的交付能力。

图表 71: 产能布局对比

志邦	五大产区（安徽合肥）： 三大产区投入生产：双墩厂（占地 11.8 万平方米），荷塘路厂（占地 1.96 万平方米），连水路厂（占地 5.8 万平方米） 两个在建厂：下塘厂、180 厂
欧派	四大生产基地：东（无锡基地 51.94 万平方米）、南（清远基地 98.93 万平方米）、西（成都基地 49.58 万平方米）、北（天津基地 33.51 万平方米）
金牌厨柜	厦门总部生产基地，新建厦门同安四期、江苏泗阳二期厂房及配套生产设备。
皮阿诺	三大生产基地：河南兰考生产基地、天津静海生产基地、中山阜沙生产基地

来源：公司年报，国金证券研究所

厨柜成本控制方面公司也较为优异，从材料成本来看，志邦厨柜虽然产量不是最大，但与价格定位较为接近的金牌相比，单位材料成本明显优于同行。人工成本控制看也依然在行业内保持领先水平，单位人工费用大概仅 176.9 元/套。公司深耕厨柜行业多年，持续精益求精，厨柜生产成本的优化确保公司在工程渠道更易获取订单。

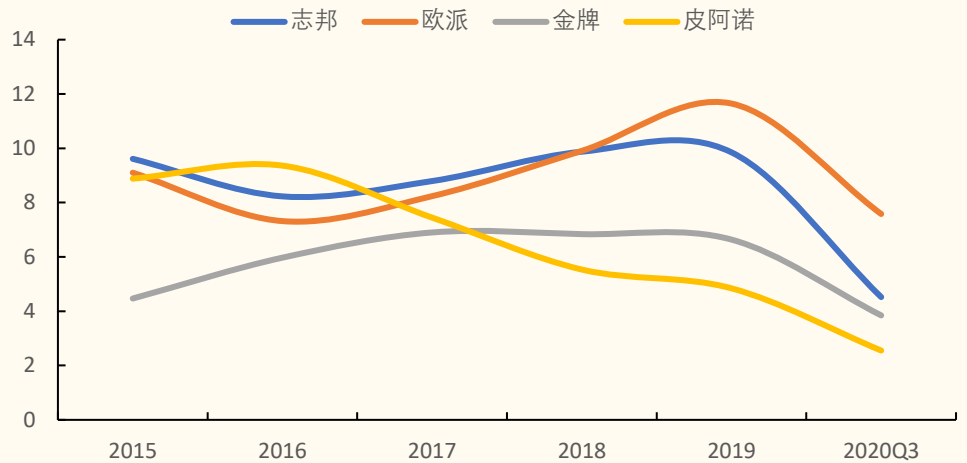
图表 72: 2019 年各公司厨柜成本对比

		成本（亿元）	产量（万）	单位成本（元/套）
志邦	直接材料	10	31.2	3190.2
	直接人工	5.5	31.2	176.9
	制造费用	1.7	31.2	538.3
欧派	直接材料	29.8	70.8	4205.4
	直接人工	3.7	70.8	524.9
	制造费用	5.8	70.8	816.8
金牌	直接材料	9.8	25.3	3874.1
	直接人工	0.8	25.3	328.6
	制造费用	0.7	25.3	262.9

来源：各公司年报，国金证券研究所

公司存货管控方面也较为出色，从存货周转率来看，志邦在行业之中处于前列水平，近年来整体存货周转率不断提高，仅次于欧派，明显优于其余同行。公司存货管控的优异体现出整体供应链管理的优异，并且为公司在工程渠道持续健康发展奠定基础。

图表 73: 各家公司存货周转率对比

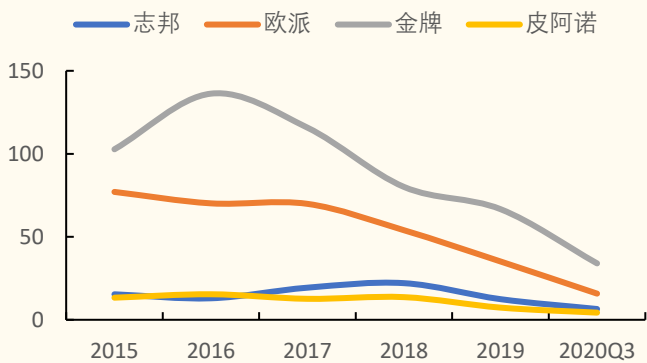


来源: wind, 国金证券研究所

4.2.2 资金运营实力较强

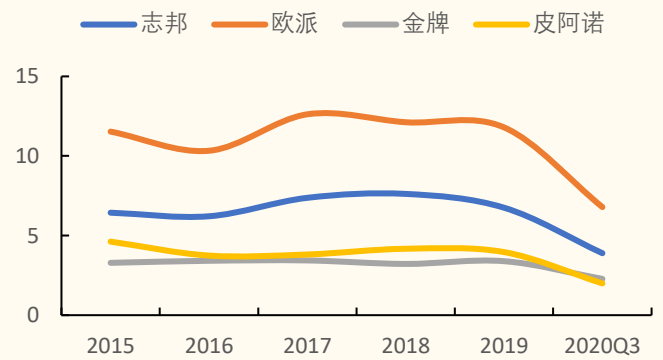
志邦具备较强的资金运营实力, 应收账款方面由于公司 2017 年开始主动优化客户结构, 优化收款条件, 使得应收账款周转率趋势逐渐向好。此外公司应付账款周转率也处于行业领先水平, 对供应商资金占用能力相对较强。从净营业周期与总资产周转率来看, 公司与一线品牌龙头欧派水平相当, 体现整体运转较为健康。志邦较强的资金运营实力, 使其具备一定的现金流承压能力, 更易在工程渠道持续拓展。

图表 74: 应收账款周转率对比



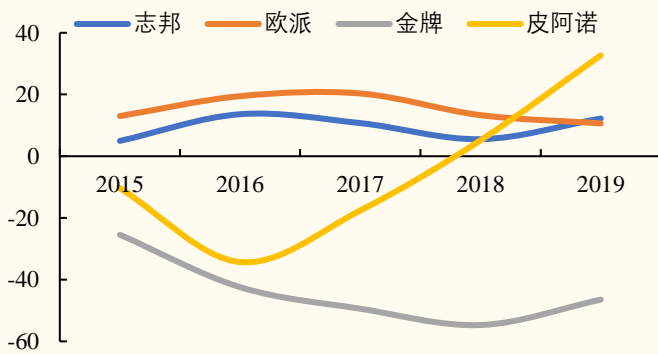
来源: wind, 国金证券研究所

图表 75: 应付账款周转率对比



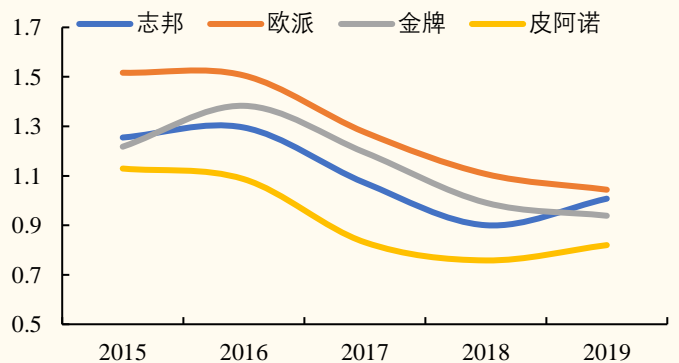
来源: wind, 国金证券研究所

图表 76: 净营业周期对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 77: 总资产周转率对比

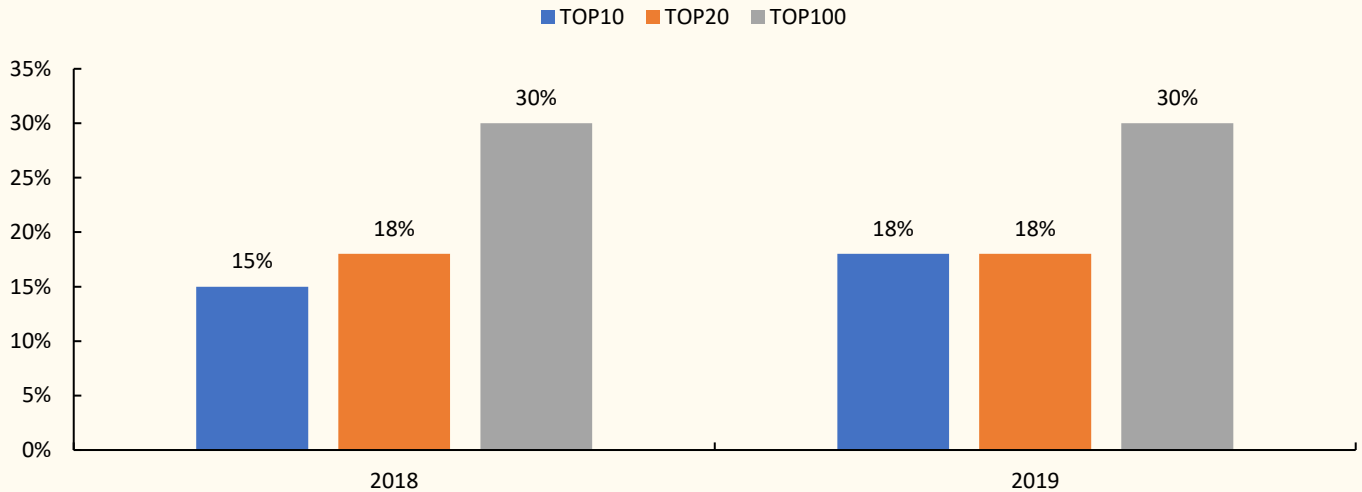


来源: wind, 国金证券研究所

4.2.3 经验丰富，拥有优质客户背书

志邦 2010 年开始布局大宗业务，2014 年成为恒大、万科的战略合作伙伴，此后进一步拓展优质客户，提升了绿地、中南、龙湖等优质客户的占比，目前公司合作的百强房企占比已达 30%，公司大宗业务经验丰富且拥有优质客户背书，助推公司进一步获取新客户订单。

图表 78：志邦大宗客户结构不断优化

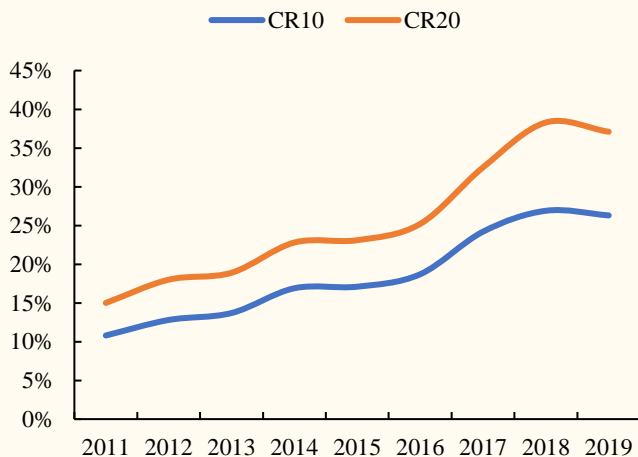


来源：公司年报，国金证券研究所

4.2.4 依托龙头地产商发展，公司份额有望提升

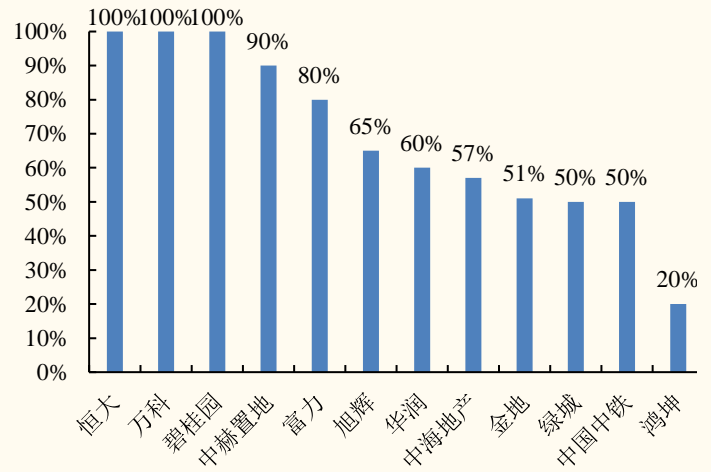
近年来，地产行业集中度快速提高，TOP4 房企销售金额占比从 2013 年 6.9% 上升了 7.2pct 至 14.2%，并且大型地产商占据了大部分的全装修市场份额，根据全装修联的数据，2017 年新建住宅全装修市场中 Top3 地产商套数占比共 42.6%。并且大型地产商全装修化率更高，如恒大、万科、碧桂园全装修比例达到 100%，而华润、绿城、金地全装修比例在 50% 以上。随着地产行业集中度不断提升，公司绑定头部地产商，依托头部地产商超高的全装修化率，公司在全装修市场份额有望持续提升，确保工程渠道营收延续较快增长。

图表 79：房企集中度不断提高



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 80：大型房企全装修率高



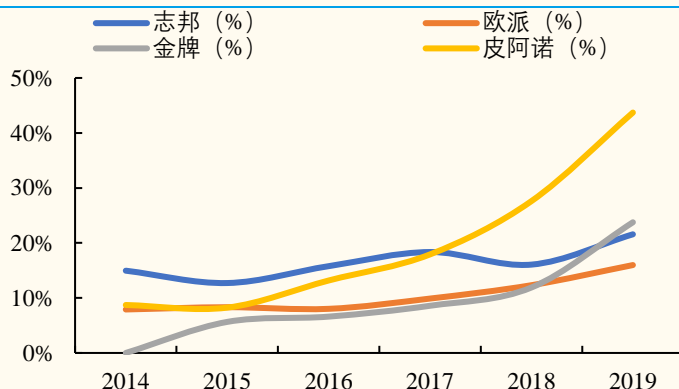
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

4.3 客户结构+业务模式确保现金流持续健康

随着工程渠道收入的持续较快增长，公司工程渠道收入占比也逐年提高，截止至三季度末，占比已达 25.3%。虽然工程渠道收入占比不断提升，但志邦现金流状况依然保持稳定。近年来公司净现比稳定在 1 以上，盈利质量较为优异，

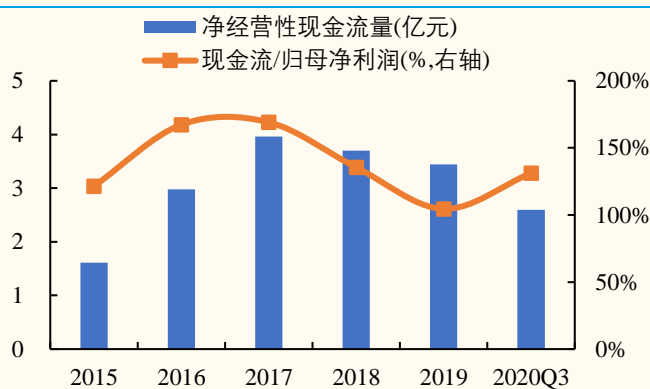
并且在疫情下，公司 2020 年前三季度净经营性现金流同比实现了 28.9% 的高增长。

图表 81: 大宗业务占主营业务比重对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 82: 志邦经营性现金流稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

我们认为公司在大宗业务持续拓展的情况下，现金流依然保持稳健主要由于公司主动进行客户结构优化与工程模式逐渐合理成熟，并且这两点也将确保公司未来工程渠道继续开拓的同时，现金流也能有较好表现。

(1) 优化客户结构，增加优质战略合作地产客户。2016 年前，公司超过 40% 的大宗业务收入来源于恒大地产，但恒大业务收入均为承兑汇票，且前期付款比例仅 30%，占用现金流较大。公司意识到这一问题后，主动开始优化客户结构，加强与其余龙头地产商的合作，绿地、龙湖等客户的占比逐渐增加，虽短期大宗业务增长受到冲击，但大宗业务经营质量得到改善，并且 2019 年营收已重回高增态势。

图表 83: 公司对主要地产商信用政策

单位名称	信用政策	结算方式
恒大地产集团有限公司下属单位	下单结算货款 10%，到货结算货款 20%，安装验收结算货款 70%，均 6 个月付款，该 6 个月内按应付未付货款 4.5%-6% 支付利息	商业承兑汇票
五洋建设集团股份有限公司	预付款 20%，到货款 57.3%，安装验收款 18.7%，质保金 4%	银行转账
新城控股集团股份有限公司下属单位	预付款 15%，到货款 30%，安装验收款 35%，竣工结算款 15%，质保金 5%	银行转账
绿地控股集团股份有限公司下属单位	无预付款，到货款 50%，安装验收款 20%，竣工结算款 25%，质保金 5%	银行转账
重庆龙湖企业拓展有限公司下属单位	无预付款，到货款 70%，安装验收款 20%，竣工结算款 10%	银行转账 银行承兑汇票
万科企业股份有限公司下属单位	无预付款，到货款 70%，安装验收款 15%，竣工结算款 12%；质保金 3%	银行转账 商业承兑汇票

来源: 公司公告, 国金证券研究所

(2) 逐渐完善“直营+工程代理商”业务模式。直营模式是由公司直接负责签约和交付，到货后只收取一定比例货款，在产品安装验收完后才确认剩余收入，公司起初基本都通过直营模式运作，对现金流考验较大。此后，逐渐增加工程代理商模式，即工程经销商与房地产开发商签订合同后向公司采购产品，公司收到经销商货款后组织生产并交付。这种业务模式的组合，实现了现金流压力和回款风险可以部分由代理商承担，现金回款能力更强，资金流更加健康，具备一定抵抗风险的能力。

图表 84: 各家工程模式对比

公司名称	工程模式	解释
志邦	直营+工程代理商	公司根据客户的信用和资金实力等情况,收取一定比例的贷款,然后按照合同(订单)计划安排生产、发货、安装和收取贷款,公司在产品安装完成,并且取得验收单时确认收入。 工程经销商: 取得经销商全款后安排生产,出库即确认收入。
欧派	公司与房地产开发商或工程承包商签订产品	大宗客户: 需要向公司支付一定比例的贷款。 经销商: 需要向公司支付一定的保证金,公司全额收到经销商货款之后,安排生产。 融资担保: 经过公司授权,工程代理商可办理“卖方担保买方融资业务”。即公司充当担保角色,通过授信贷款合同,规定贷款用途为支付代理商与公司之间购销合同项下的货款。该贷款账户由公司和代理商共同管理。
金牌	直营销售+代理销售	货款结算: 工程代理商在下单前支付货款的 30%,在出货前支付该笔货款的 70%。经授权的个别代理商,下单前支付货款的 30%,出货前支付货款的 40%,剩余的 30%的贷款给予 1 个月的信用期。
皮阿诺	直营+工程经销商	在合同签署后公司预收取部分定金。在完成产品安装并经验收合格,并且公司与客户进行账单核对并开具发票后,公司收取 95%左右的货款(公司开票、客户核对账单及付款一般需一个月左右),剩余 5%质保金于质保期(一般 2 年)满后收取。

来源:各公司年报,国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议:首次覆盖给予“买入”评级

5.1 盈利预测

■ 核心假设

1) 厨柜业务: 经销渠道方面,我们预计公司未来三年厨柜门店将分别净增加 70/60/60 家,此外随着竣工回暖与旧房翻新需求释放,将拉动整体需求扩大带动单店收入提升,因此预计厨柜经销渠道收入将稳步提升。工程渠道方面,我们预计由于全装修房一二线城市渗透率已较高,此后行业需求增速将会有所放缓,但公司由于大宗业务能力较强,份额有望提升,从而保证工程渠道收入继续较快增长。预计 2020-2022 年公司厨柜业务总营收为 24.2/29.2/34.5 亿元,同比 +16.0%/+20.7%/+18.0%。成本方面,由于公司厨柜工程渠道占比逐渐增大摊薄毛利率,故预计 2020-2022 年厨柜业务毛利率小幅下滑,为 42.6%/42.1%/41.7%。

2) 衣柜业务: 经销渠道方面,由于衣柜经销渠道开拓空间较大并且受全装修房冲击较小,我们预计公司未来三年衣柜将分别净增加 290/240/150 家,并且随着新开拓门店的逐渐成熟以及品类的扩充,平均单店收入将进一步提升,驱动衣柜经销渠道依然维持较快增长。工程渠道方面,由于衣柜业务拓展时间较短,基数较小,依托厨柜带动有望维持快速发展。我们预计 2020-2022 年衣柜业务整体营收达 11.1/15.2/19.8 亿元,同比 +51.4%/+37.0%/+30.1%。随着规模持续扩大,规模效应有望显现,我们预计 2020-2022 年衣柜业务毛利率分别为 32.0%/34.6%/36.3%。

3) 木门业务: 在消费者对一站式购齐需求不断提升的大背景下,公司木门业务的布局满足终端消费者更多的需求并且也将在工程渠道依托与龙头地产商的合作,获取更多订单,预计 2020-2022 年木门业务营收为 0.36/0.59/0.93 亿元,同比 +31.1%/+61.5%/+59.5%。随着木门业务规模的持续扩大,产能利用率稳步提升,我们预计 2020-2022 年木门业务毛利率为 11.0%/16.0%/18.0%。

4) IK 全屋定制业务: 随着年轻消费群体的规模逐渐扩大,定位于年轻化的 IK 全屋定制业务将有望迎来较快发展。我们预计 2020-2022 年 IK 业务营收为 0.36/0.55/0.80 亿元,同比 +15.0%/+52.4%/+46.5%。随着 IK 业务逐渐步入正轨,预计 IK 业务毛利率将稳中有升,2020-2022 年分别为 25.0%/25.5%/26.0%。

图表 85: 业务拆分及收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入(百万元)	2433.0	2962.1	3708.1	4682.1	5750.9
厨柜	1928.2	2085.8	2420.3	2920.6	3446.2
衣柜	430.0	734.4	1111.8	1523.7	1981.7
木门	7.8	27.6	36.2	58.5	93.3
IK全屋定制	34.5	31.3	36.0	54.9	80.4
其他业务	32.5	83.0	103.7	124.4	149.3
同比增速	12.8%	21.7%	25.2%	26.3%	22.8%
厨柜	2.8%	8.2%	16.0%	20.7%	18.0%
衣柜	91.4%	70.8%	51.4%	37.0%	30.1%
木门		254.9%	31.1%	61.5%	59.5%
IK全屋定制		-9.3%	15.0%	52.4%	46.5%
其他业务	-41.6%	155.3%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	36.0%	38.5%	38.3%	38.5%	38.6%
厨柜	38.3%	42.7%	42.6%	42.1%	41.7%
衣柜	30.0%	31.6%	32.2%	34.6%	36.3%
木门	-56.6%	-3.6%	11.0%	16.0%	18.0%
IK全屋定制	32.6%	24.4%	25.0%	25.5%	26.0%
其他业务	0.6%	14.3%	17.0%	17.0%	17.7%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

5) 销售费用率预测: 由于公司开始拓展弱势市场并且在由于强势区域继续渠道加密, 一定程度上会加大营销投入, 短期来看销售费用率仍将维持高位, 但随着新区域运营逐渐步入正轨, 公司销售费用率将有所下降, 我们预计 2020-2022 年销售费用率为 15.8%/15.8%/15.7%。

6) 管理费用率预测: 公司今年由于股权激励摊销费用较多及在建工程转固加大摊销, 使今年管理费用上升较多, 但此后随着公司规模扩大, 管理费用率将会合理的回归, 我们预计 2020-2022 年管理费用为 6.2%/5.8%/5.8%。

7) 研发费用率预测: 产品研发设计与信息化建设是公司持续提升自身产品与设计竞争力的保障。我们预计 2020-2022 年研发费用率仍将维持较高水平为 5.7%/5.5%/5.5%。

综上, 我们预计 2020-2022 年志邦家居营收分别为 37.1 亿元、46.8 亿元、57.5 亿元; 净利润分别为 3.7 亿元、4.6 亿元和 5.7 亿元, 对应 EPS 为 1.65 元、2.03 元和 2.55 元。

5.2 投资建议

我们按照市盈率相对估值法以及结合公司自身的成长性, 给予公司合理估值。我们选取同属定制家居行业的欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜作为可比公司, 2021 年可比公司平均估值水平为 23 倍。志邦家居在工程渠道稳步拓展的同时, 零售渠道已显现强劲实力, 未来成长可期, 估值中枢有望进一步抬高。我们给予志邦家居 2021 年合理估值水平 25 倍, 对应目标价 50.8 元, 给予“买入”评级。

图表 86: 可比公司估值比较(市盈率法)

代码	名称	股价(元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603833.SH	欧派家居	132.3	3.3	3.9	4.44	40.1	33.9	29.8
002572.SZ	索菲亚	28.39	1.27	1.49	1.74	22.4	19.1	16.3
603180.SH	金牌厨柜	57.6	2.91	3.48	4.15	19.8	16.6	13.9
300616.SZ	尚品宅配	64.36	1.36	2.69	3.26	47.3	23.9	19.7
	平均值					32.4	23.4	19.9
603810.SH	志邦家居	40.4	1.65	2.03	2.55	24.54	19.94	15.87

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 股价截止至 11.25

6、风险提示

- 1、国内疫情反复：疫情反复使得终端门店营业受阻，消费者消费需求继续延迟，影响公司营收增长；
- 2、地产竣工回暖不及预期：地产竣工回暖持续性不及预期，影响家具终端需求，影响公司营收增长；
- 3、跨区域扩张效果不及预期：公司在华东区域较为强势，现在拓展华南、东北等弱势区域存在无法打入当地市场的可能性，使得公司进一步渠道扩张受阻；
- 4、木门业务拓展不畅：公司品牌力在木门行业内相对较弱，存在扩张不畅可能，影响未来收入增长；
- 5、衣柜业务毛利率提升不及预期：由于竞争进一步加剧，低价冲击影响公司衣柜毛利率的提升，影响公司盈利能力提升进程；
- 6、存货、应收账款上升：疫情影响安装交付正常进程使得今年以来存货增加，工程业务迅速增长带来票据、承兑汇票增多使得应收账款有所上升，坏账风险增加；
- 7、公司 10 月 21 日 51.6 万股限售股解禁，占总股本 0.23%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,157	2,433	2,962	3,708	4,682	5,751	货币资金	713	729	527	694	868	1,014
增长率		12.8%	21.7%	25.2%	26.3%	22.8%	应收款项	326	259	496	584	710	844
主营业务成本	-1,404	-1,558	-1,821	-2,288	-2,881	-3,530	存货	161	154	215	307	379	445
%销售收入	65.1%	64.0%	61.5%	61.7%	61.5%	61.4%	其他流动资产	673	535	560	602	788	978
毛利	753	875	1,141	1,420	1,801	2,221	流动资产	1,873	1,677	1,798	2,187	2,745	3,280
%销售收入	34.9%	36.0%	38.5%	38.3%	38.5%	38.6%	%总资产	71.5%	60.2%	58.1%	58.4%	60.6%	62.2%
营业税金及附加	-20	-22	-29	-33	-42	-52	长期投资	0	40	36	42	43	45
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	618	809	966	1,232	1,449	1,643
销售费用	-293	-334	-463	-586	-740	-903	%总资产	23.6%	29.0%	31.2%	32.9%	32.0%	31.2%
%销售收入	13.6%	13.7%	15.6%	15.8%	15.8%	15.7%	无形资产	86	156	168	175	186	195
管理费用	-172	-141	-168	-230	-272	-334	非流动资产	747	1,108	1,298	1,558	1,787	1,992
%销售收入	8.0%	5.8%	5.7%	6.2%	5.8%	5.8%	%总资产	28.5%	39.8%	41.9%	41.6%	39.4%	37.8%
研发费用	0	-92	-134	-211	-258	-316	资产总计	2,620	2,785	3,095	3,745	4,532	5,272
%销售收入	0.0%	3.8%	4.5%	5.7%	5.5%	5.5%	短期借款	0	0	11	422	699	791
息税前利润 (EBIT)	269	285	347	359	490	616	应付款项	332	417	612	767	906	1,101
%销售收入	12.5%	11.7%	11.7%	9.7%	10.5%	10.7%	其他流动负债	577	462	493	365	460	568
财务费用	-1	17	8	0	-28	-27	流动负债	909	879	1,116	1,553	2,066	2,459
%销售收入	0.0%	-0.7%	-0.3%	0.0%	0.6%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-11	-24	9	0	0	资产长期负债	12	33	50	42	45	50
公允价值变动收益	0	0	2	8	7	7	负债	921	912	1,166	1,595	2,111	2,509
投资收益	8	23	13	13	13	13	普通股股东权益	1,700	1,872	1,929	2,150	2,421	2,762
%税前利润	2.9%	7.2%	3.5%	3.1%	2.5%	2.0%	其中：股本	160	160	223	223	223	223
营业利润	280	322	385	424	523	657	未分配利润	534	696	855	1,076	1,347	1,688
营业利润率	13.0%	13.2%	13.0%	11.4%	11.2%	11.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-3	-2	-4	-3	-3	-3	负债股东权益合计	2,620	2,785	3,095	3,745	4,532	5,272
税前利润	276	320	381	421	520	654	比率分析						
利润率	12.8%	13.1%	12.8%	11.4%	11.1%	11.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-42	-47	-51	-53	-68	-86	每股指标						
所得税率	15.3%	14.6%	13.4%	12.7%	13.0%	13.1%	每股收益	1.464	1.706	1.475	1.646	2.026	2.546
净利润	234	273	329	368	453	569	每股净资产	10.622	11.702	8.638	9.626	10.842	12.369
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.475	2.311	1.456	1.599	2.746	3.717
归属于母公司的净利润	234	273	329	368	453	569	每股股利	0.600	0.860	0.660	0.658	0.810	1.018
净利率	10.9%	11.2%	11.1%	9.9%	9.7%	9.9%	回报率						
净利率	10.9%	11.2%	11.1%	9.9%	9.7%	9.9%	净资产收益率	13.78%	14.58%	17.08%	17.10%	18.69%	20.58%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.94%	9.80%	10.64%	9.82%	9.99%	10.78%
净利润	234	273	329	368	453	569	投入资本收益率	13.39%	12.98%	15.29%	12.00%	13.48%	14.86%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	55	84	94	94	127	152	主营业务收入增长率	37.38%	12.80%	21.75%	25.18%	26.27%	22.83%
非经营收益	-3	-23	-6	-67	25	40	EBIT 增长率	34.75%	6.29%	21.72%	3.39%	36.50%	25.65%
营运资金变动	110	35	-92	-38	8	70	净利润增长率	31.74%	16.51%	20.72%	11.59%	23.09%	25.64%
经营活动现金净流	396	370	325	357	613	830	总资产增长率	86.53%	6.27%	11.16%	20.99%	21.01%	16.33%
资本开支	-275	-378	-333	-274	-361	-362	资产管理能力						
投资	-635	-108	67	-154	-152	-152	应收账款周转天数	18.9	16.5	29.4	40.0	39.0	39.0
其他	7	6	18	13	13	13	存货周转天数	41.5	37.0	37.1	49.0	48.0	46.0
投资活动现金净流	-903	-480	-248	-415	-500	-500	应付账款周转天数	49.5	47.9	54.1	65.0	63.0	62.0
股权募资	858	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	102.8	92.2	86.9	100.6	90.4	80.8
债权募资	0	0	11	386	277	92	偿债能力						
其他	-67	-98	-261	-161	-217	-276	净负债/股东权益	-41.95%	-38.95%	-43.42%	-35.01%	-33.29%	-36.82%
筹资活动现金净流	791	-98	-250	225	60	-184	EBIT 利息保障倍数	405.9	-16.4	-41.5	15,666.8	17.2	23.0
现金净流量	284	-208	-172	167	173	146	资产负债率	35.14%	32.76%	37.68%	42.60%	46.57%	47.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-03	买入	42.93	N/A
2	2019-08-28	买入	20.08	N/A

来源：国金证券研究所

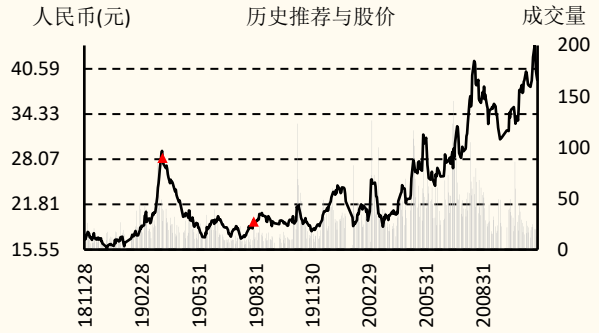
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH