

志邦家居（603801）深度研究报告

# 新品类扩张全屋协同发展，大宗业务发力成新增增长点

- ❖ **新品类扩张全屋协同发展，志邦数字化元年开启。**2019 年公司打造全新第九代展厅，推进全品类产品空间与多组合功能模块的产品策略，开发 27 套系全屋产品及 33 套厨柜产品，另有整装渠道以“志邦”和“IK”双品牌运营，开发 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品，为整装渠道业务开拓打下坚实的基础。公司夯实厨柜基础，参股澳洲最大厨柜公司 IJF 以拓展海外业务，2019 年营业收入 21.17 亿元，同比增长 9.8%；衣柜业务增速显著，2019 年营业收入 7.34 亿元，同比增长 70.8%，成为业绩新增增长点；公司 2020 年木门业务将重点开拓精装修工程业务渠道。此外公司扩充多种成品家具，床、沙发，定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。2019 年公司围绕“营销数字化”，“流程业务数字化”以及“数字化工厂”进行数字化转型建设，开启志邦数字化元年。
- ❖ **精装房政策快速推进，渠道变革大宗业务占比提升。**1) 地产行业集中度提升与精装房政策快速推进，家具企业面临更多机遇与挑战。一方面我国房地产行业集中度提升，大型房地产企业采购议价能力提高，另一方面，精装房政策迅速推进要求房企实行集中采购。2) 渠道持续下沉，扩展全屋定制成为行业主要趋势。随着一二线城市的竞争格局趋于稳定，三四线城市消费能力的提升，主要企业的销售渠道不断向三四线城市下沉。3) 家具企业寻求渠道变革，大宗业务占比提升。2019 年金牌厨柜大宗业务占比最高，已经由 2014 年的 8.80% 提升至 24.1%，志邦家居由 2014 年 15.41% 增长至 2019 年 21.59%。目前我国定制家具行业以经销商渠道为主，大宗业务收入占比上升趋势明显。
- ❖ **志邦家居大宗业务持续发力，产能扩张稳步推进。**品牌端：多品牌、多产品、多层次运营，加大广告宣传力度，推动品销一体化。销售端：1) 客户结构优化&风险管控加强，大宗业务经营质量稳步提升。2019 年大宗业务实现营收 6.39 亿元，同比增长 63.7%，占总营收比由 2014 年 15.41% 增长至 2019 年 21.59%。客户结构持续优化，百强地产占比 30%，经营质量逐年提升。2) 主动赋能加盟商，经销渠道持续下沉。截至 2019 年公司拥有整体厨柜、定制衣柜、木门经销商 2268 家，店面 2769 家，IK 全屋定制门店 58 家，已形成“大定制”发展格局。公司经销渠道不断下沉，经销渠道五六线城市厨柜及衣柜业务收入占比分别为 51.8%/42.6%。3) 数字化营销开拓线上新零售渠道。公司与移动端头部流量媒体紧密合作打造数字营销体系。生产端：截至 2019 年公司投产和规划中的共有五大生产厂区，主要有 19.56 万平方米三大生产厂区投入生产，实现产能整体厨柜 33 万套、全屋定制 35.46 万套。
- ❖ **新品类&大宗业务快速扩张，上调为“强推”评级。**公司产品端、品牌端以及渠道端都具有清晰的发展战略。我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 3.80/4.65/5.61 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/12/10 倍，考虑到公司在传统渠道的优势地位和新探索渠道快速发力，维持公司 32 元/股目标价，对应 2020 年 19 倍 PE。虽然公司短期受到“新冠”疫情影响，但公司顺应精装房趋势，中长期大宗业务有望快速增长，衣柜、木门等新品类进一步放量，实现规模效应，进一步增厚利润，上调至“强推”评级。
- ❖ **风险提示：房地产市场大幅波动；家居市场竞争加剧；技术升级不及预期。**

## 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	2,962	3,332	3,899	4,520
同比增速(%)	21.7%	12.5%	17.0%	15.9%
归母净利润(百万)	329	380	465	561
同比增速(%)	20.7%	15.4%	22.4%	20.4%
每股盈利(元)	1.48	1.70	2.08	2.51
市盈率(倍)	18	15	12	10
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 05 月 08 日收盘价

## 强推（上调）

目标价：32 元

当前价：25.95 元

## 华创证券研究所

### 证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

### 证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

### 联系人：葛文欣

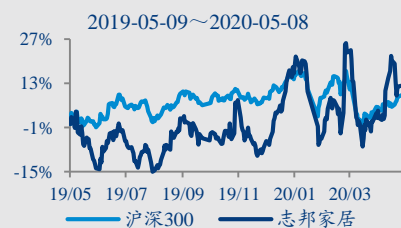
电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	22,333
已上市流通股(万股)	10,981
总市值(亿元)	57.96
流通市值(亿元)	28.5
资产负债率(%)	36.5
每股净资产(元)	8.4
12 个月内最高/最低价	26.66/16.75

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 相关研究报告

《志邦家居（603801）2019 年业绩快报点评：大宗与全屋定制高增长，业绩表现超预期》

2020-03-04

《志邦家居（603801）2019 年报点评：衣柜、木门收入高增长，大宗业务表现亮眼》

2020-04-16

《志邦家居（603801）2020 年一季报点评：疫情冲击下业绩短期承压，长期有望改善》

2020-04-28

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告对各定制家居企业的大宗业务发展情况进行对比，同时对志邦家居自2014年以来大宗业务的客户结构、业务规模、占总营收比例、付款方式及盈利能力进行详细分析梳理，对公司应收账款周转率及经营性现金流净额等进行研究，分析公司大宗业务在不断优化客户结构、提升盈利能力的同时对资金周转方面的影响，大宗业务将持续发力成为公司的新增长点。

### 投资逻辑

房地产行业集中度提升与精装房政策的快速推进，使得房地产商在装修流量入口的掌控力进一步提升，地产商向家具、卫浴、家电等厂商集中采购时议价能力提高，倒逼具有强装修属性的定制家具公司进行渠道变革。大宗业务收入占比提升成为定制家具行业的一大趋势。对家具企业而言，大宗业务拓展在带来公司收入提升、品牌力增强的同时，也带来盈利能力和资金周转压力，是一把双刃剑。顺应行业趋势，志邦家居立足橱柜业务，进行衣柜、木门等新品类扩展，快速推进全屋定制，同时积极拓展大宗业务，2019年大宗业务实现营收6.39亿元，同比增长63.7%，占总营收比由2014年15.41%增长至2019年21.59%。客户结构持续优化，百强地产占比30%，经营质量逐年提升。经销渠道和线上渠道也同步发力。虽然公司短期受到“新冠”疫情影响，但中长期大宗业务有望快速增长。产品端、品牌端以及渠道端的优势将逐步显现。

### 关键假设、估值与盈利预测

假设公司厨柜业务新开门店和单店收入保持稳定增长，毛利率维持较高水平，衣柜业务新开门店迅速扩张，毛利率由于规模效应逐步提升，木门业务发展迅速，毛利率转正，公司费控管制能力基本稳定。随着公司全屋定制业务的推动及大宗业务发展，我们预计2020-2022年归母净利润3.80/4.65/5.61亿元，对应当前市值PE分别为15/12/10倍，考虑到公司在传统渠道的优势地位和新探索渠道快速发力，维持公司32元/股目标价，对应2020年19倍PE。虽然公司短期受到“新冠”疫情影响，但公司顺应精装房趋势，中长期大宗业务有望快速增长，衣柜、木门等新品类进一步放量，实现规模效应，进一步增厚利润，上调至“强推”评级。

# 目录

一、新品类扩张全屋协同发展，开启志邦数字化转型元年.....	8
（一）整装渠道业务团队重组持续发力，第九代展厅全新面世 .....	8
（二）夯实厨柜基础，衣柜、木门等新品类业务成业绩新增长点 .....	9
1、夯实厨柜基础，参股澳洲最大厨柜公司 IJF 拓展海外业务 .....	9
2、衣柜业务增速显著，成为新业绩贡献增长点 .....	10
3、扩充产品品类，木门业务发力精装修工程渠道 .....	10
（三）志邦数字化转型元年开启，研发设计能力不断增强 .....	10
1、志邦 BI 商业智能分析平台助力公司“营销数字化” .....	11
2、“U 客”&“云设计软件”打造志邦客户服务主价值流程数字化 .....	11
3、4S 项目迭代全面工厂数字化生产蓝图 .....	11
（四）现金分红逐年提升，股权激励促进公司业绩增长 .....	12
二、精装房政策快速推进，渠道变革大宗业务占比提升.....	13
（一）地产行业集中度提升与精装房政策快速推进，家具企业面临更多机遇与挑战 .....	13
（二）渠道持续下沉，扩展全屋定制成为行业主要趋势 .....	14
（三）家具企业寻求渠道变革，大宗业务占比提升 .....	15
三、大宗业务持续发力，产能扩张稳步推进.....	18
（一）品牌端：业务扩展+品牌营销，发展全屋定制战略 .....	18
1、多种业务协同发展，覆盖多层次市场 .....	18
2、加大广告宣传力度，推动品销一体化 .....	18
（二）销售端：多渠道同步拓展，大宗业务成新增长点，经销渠道持续下沉 .....	19
1、客户结构优化&风险管控加强，大宗业务经营质量稳步提升 .....	19
2、主动赋能加盟商，经销渠道业务下沉集中于五六级城市 .....	24
3、数字化营销开拓线上新零售渠道，“全民经纪人”助力公司抢占市场 .....	26
（三）生产端：产能稳定扩张，生产信息化建设成效凸显 .....	27
1、产能稳定扩张，产品需求景气致产能利用率稳步提高 .....	27
2、制造端：信息化生产优化生产周期，板材利用率稳步提升 .....	28
四、财务对比：橱柜业务毛利率水平高，费用管控能力逐年增强.....	30
（一）橱柜业务毛利率水平高，衣柜木门业务发展迅速 .....	30
（二）费控能力逐年提升，ROE 位于行业中游 .....	31
（三）经营模式致存货周转率较低，大宗业务降低应收账款周转率 .....	32
（四）现金流稳定，经营性现金流净额位于行业中等水平 .....	33
（五）新品类&大宗业务快速扩张，上调至“强推”评级。 .....	33

五、风险提示.....	33
-------------	----

# 图表目录

图表 1	志邦厨柜、衣柜、木门及成品家居	8
图表 2	志邦家居第九代展厅	8
图表 3	营业收入保持较快增长	9
图表 4	归母净利润增速保持在 15% 以上	9
图表 5	整体厨柜业务收入及增速	9
图表 6	志邦家居各产品毛利率	9
图表 7	定制衣柜业务收入及增速	10
图表 8	定制衣柜业务占总营收比例逐年攀升	10
图表 9	研发费用呈增长趋势	11
图表 10	研发人员占公司总人数比例呈增长趋势	11
图表 11	志邦家居“云设计软件”	11
图表 12	志邦家居现金分红逐年提升	12
图表 13	家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高	13
图表 14	房地产行业市场集中度:销售金额:CR30（%）	13
图表 15	房地产行业市场集中度:销售面积:CR30（%）	13
图表 16	整体厨柜消费者地域分布	14
图表 17	2017 年欧派家居经销店所在城市分布	14
图表 18	好莱客营业收入占比-分城市级别	14
图表 19	好莱客门店占比-分城市级别	14
图表 20	2019 年索菲亚营业收入占比-分城市级别	15
图表 21	2019 年索菲亚门店占比-分城市级别	15
图表 22	家具经销商反馈卖场自然进店客流占比下降	错误!未定义书签。
图表 23	家具新营销渠道	错误!未定义书签。
图表 24	厨柜龙头企业纷纷布局全屋定制	15
图表 25	主要定制家具公司经销渠道收入占比	16
图表 26	主要定制家具公司大宗业务收入占比	16
图表 27	主要定制家具公司 2016 年渠道结构	16
图表 28	主要定制家具公司 2019 年渠道结构	16
图表 29	大宗业务收入规模（万元）	17
图表 30	志邦家居主要产品销售价格	18
图表 31	志邦家居各品牌毛利率	18
图表 32	定制龙头企业广告宣传费（万元）及广告费用率（2019）	19



图表 33	志邦家居销售模式结构图	19
图表 34	志邦家居大宗模式业务收入逐年上升	20
图表 35	2014-2016 志邦家居大宗业务前十名占大宗业务收入比例	20
图表 36	2014-2016 志邦家居大宗业务前十名客户相关情况	20
图表 37	2018 年大宗业务客户情况	22
图表 38	2019 年大宗业务客户情况	22
图表 39	大宗业务收入占总营收比率呈上升趋势	22
图表 40	大宗业务模式毛利率逐年上升	22
图表 41	应收账款及增速	23
图表 42	应收账款周转率	23
图表 43	2015-2019 志邦家居应收账款前五名客户相关情况	23
图表 44	经营性现金流净额及增速	24
图表 45	经营性现金流净额/营业收入	24
图表 46	志邦家居在线学习平台“学习岛”	25
图表 47	志邦家居 2019 年分区域营收占比	25
图表 48	志邦家居经销商及经销商门店数量	25
图表 49	2019 年厨柜业务经销收入各级城市占比	26
图表 50	2019 年衣柜业务经销收入各级城市占比	26
图表 51	志邦家居 2020 年 2 月线上直播活动	26
图表 52	志邦家居 2018-2019 年新设扩产项目	27
图表 53	志邦家居各业务产能及产能利用率	28
图表 54	志邦家居各业务销量及产销率	28
图表 55	志邦家居 2019 年毛利率实现增长	28
图表 56	志邦家居费用率较为平稳	28
图表 57	志邦家居历年料工费占比对比	29
图表 58	志邦家居历年人效（万元/人）	29
图表 59	主要企业毛利率对比	30
图表 60	主要企业净利率对比	30
图表 61	主要企业整体厨柜业务营收（百万元）对比	30
图表 62	主要企业整体厨柜业务毛利率对比	30
图表 63	主要企业定制衣柜业务营收（百万元）对比	31
图表 64	主要企业定制衣柜业务毛利率对比	31
图表 65	主要企业期间费用率对比	31
图表 66	主要企业销售费用率对比	31

图表 67	主要企业财务费用率对比 .....	32
图表 68	主要企业管理费用率对比 .....	32
图表 69	主要企业 ROE 对比 .....	32
图表 70	主要企业存货周转率（次）对比 .....	33
图表 71	主要企业应收账款周转率（次）对比 .....	33
图表 72	主要企业经营性现金流净额对比 .....	33
图表 73	主要企业经营性现金流净额/营业收入对比 .....	33

## 一、新品类扩张全屋协同发展，开启志邦数字化转型元年

### （一）整装渠道业务团队重组持续发力，第九代展厅全新面世

志邦家居创立于 1998 年，是专注于全屋定制家居的研发、设计、生产、销售和安装服务的公司，产品包括整体厨房、全屋定制、定制木门/墙板、成品配套等四大家居品类，品牌包括向中高端家居消费者提供厨柜、全屋定制、木门/墙板等定制产品的“ZBOM 志邦”品牌，向互联网思维的刚需家居消费人群者提供全屋定制产品的“IK”品牌，以及“FLY 法兰菲”配套家居成品三大品牌。公司自创业以来一直从事整体厨房业务，经过多年深耕，已形成六大产品系列，厨柜销量连续多年位居全国第二。2015 年起至今，公司着力打造定制衣柜业务，过去四年复合增长率高达 139%。2018 年起开始孵化年轻化的 IK 品牌全屋定制业务和木门业务板块。公司始终坚持“以市场为导向，以客户为中心”，围绕客户“装修一个家”开展业务，向客户提供一体化、一站式的整体定制家居解决方案。2019 年公司对整装渠道团队进行了重组，重构整装产品体系，完成渠道 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品开发工作，标准展厅建立，与第三方共同开发整装渠道专用软件，为整装渠道业务开拓打下坚实的基础。

图表 1 志邦厨柜、衣柜、木门及成品家居



资料来源：公司年报，华创证券

2019 年公司在家居空间研发方面，聚焦客户需求及市场变化，以助力销售为核心、以展厅呈现为基准对产品进行分级开发，实现产品开发的套系化，以居家的九大空间，形成“吸引-体验-选择-决策”的呈现策略，打造出全新的第九代展厅。公司针对不同渠道特性开发渠道特供产品，全品类产品空间与多组合功能模块的产品策略，共开发 27 套系全屋产品及 33 套厨柜产品；另有整装渠道以“志邦”和“IK”双品牌运营，开发 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品，均在市场获得客户高度认可。

图表 2 志邦家居第九代展厅



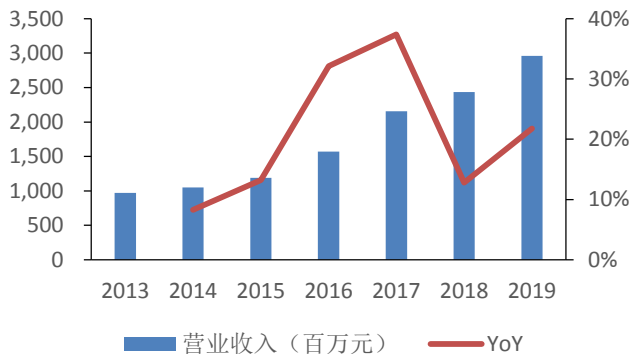
资料来源：公司年报，华创证券



## （二）夯实厨柜基础，衣柜、木门等新品类业务成业绩新增长点

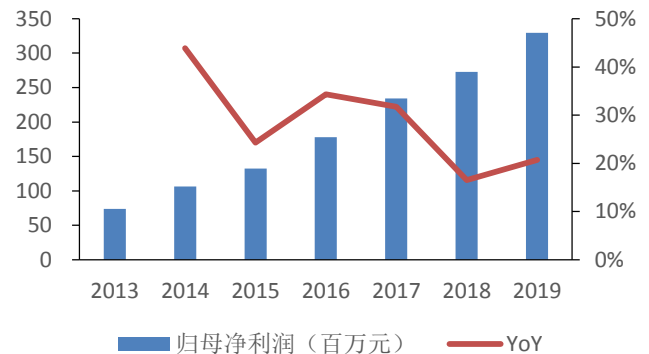
公司主营业务品类包括定制厨柜、定制衣柜、木门墙板及厨用电器、软体家具、定制窗帘等全屋产品。公司收入规模逐年提升，2013年至2019年公司收入规模由9.70亿元提升至29.62亿元，复合增长率20.45%；归母净利润由2013年的0.74亿元提升至2018年的3.29亿元，复合增长率28.23%。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。

图表 3 营业收入保持较快增长



资料来源：公司年报，华创证券

图表 4 归母净利润增速保持在 15%以上

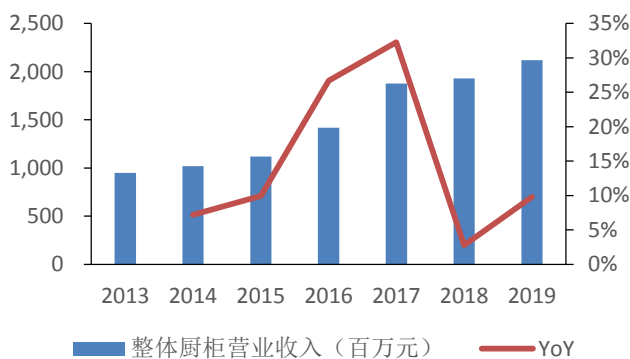


资料来源：公司年报，华创证券

### 1、夯实厨柜基础，参股澳洲最大厨柜公司 IJF 拓展海外业务

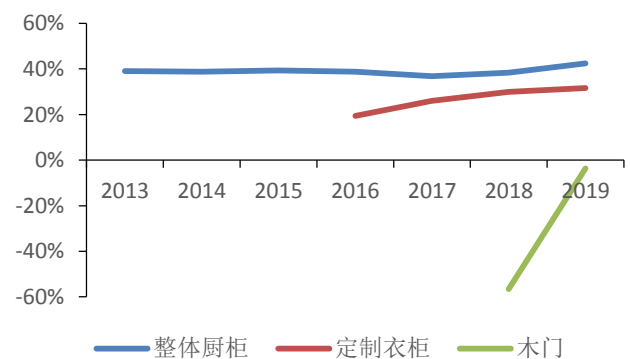
2019 年公司定制厨柜业务的营业收入为 21.17 亿元，占主营业务收入比重 73.5%，同比增长 9.8%。整体厨柜毛利率呈稳步上升趋势，2019 年整体厨柜毛利率为 42%，同比增长 4.11pct。厨柜业务新开店 317 家，调整关闭店面 269 家，净增加 48 家。2019 年公司共开发 92 款厨电配套新品，其中微蒸烤一体机获得国家发明专利并荣获国家红星奖，同时引入 3M、能率、博世等国际高端合作品牌，烟机、灶具、消毒柜、烤箱、蒸箱等厨电产品配套率稳健提升。公司于 2018 年参股澳洲最大的厨柜制造企业 IJF，同年通过参股 IJF 实现商品销售增长 167%，双方优势互补，使得澳洲业务健康稳步发展。针对美国对华厨柜公司实施的双反制裁政策，因美国业务占比较小，故对公司整体业务影响微弱，公司已经通过设立美国销售子公司、整合澳洲 IJF 供应链、开拓国际供应资源等方法，保障美国订单供应。

图表 5 整体厨柜业务收入及增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 6 志邦家居各产品毛利率

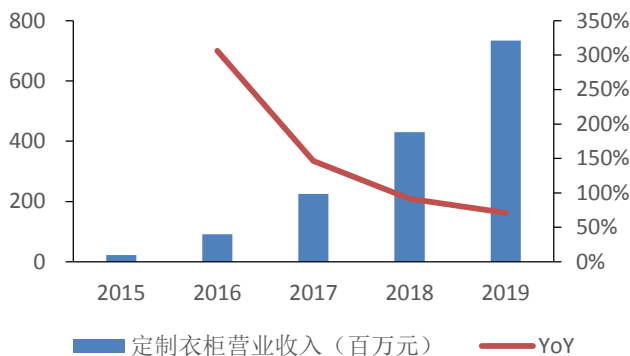


资料来源：公司年报，华创证券

## 2、衣柜业务增速显著，成为新业绩贡献增长点

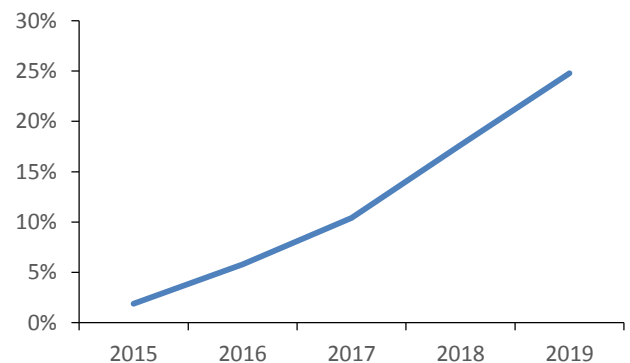
公司 2019 年衣柜业务营业收入 7.34 亿元，占主营业务收入比重 25.51%，同比增长 70.8%，行业规模排名迅速升位。2019 年公司衣柜业务店面新开 462 家，调整关闭店面 110 家，净增加 352 家。公司自 2015 年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务增速显著，公司衣柜业务在总营业收入中占比逐年提升，由 2015 年 1.89% 提升至 2019 年 24.79%，毛利率逐年提高，从 2016 年 19.46% 提升至 2019 年 31.62%，成为新的业绩贡献增长点。

图表 7 定制衣柜业务收入及增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 8 定制衣柜业务占总营收比例逐年攀升



资料来源：公司年报，华创证券

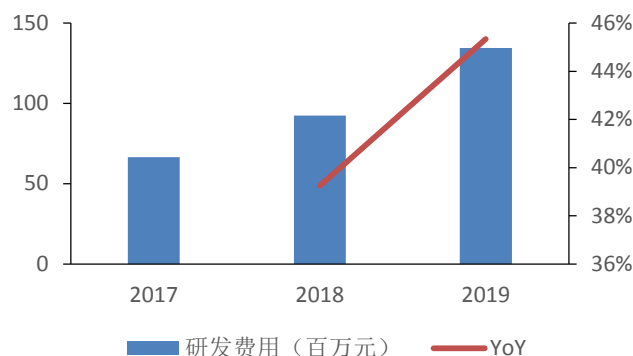
## 3、扩充产品品类，木门业务发力精装修工程渠道

2019 年公司扩充了多种成品家具，实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发，定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。为满足消费者一站式购齐的需求，公司于 2018 年开始孵化志邦木门业务，建立木门经销商体系建设，积极推进志邦木门渠道开拓。作为全屋定制重要板块，木门业务已逐渐形成品牌、研发、供应、生产、服务一体化的事业雏形。2019 年公司木门业务实现营业收入 2763 万元，较 2018 年实现 254.69% 的高额增长，毛利率从 2018 年 -56.59% 提升至 2019 年 -3.62%。公司 2020 年木门业务将重点开拓精装修工程业务渠道，为公司下一步增长作出贡献。

### （三）志邦数字化转型元年开启，研发设计能力不断增强

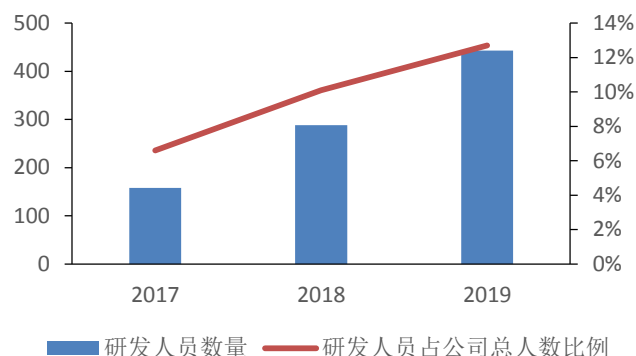
2019 年公司围绕“营销数字化”，“流程业务数字化”以及“数字化工厂”三个层面进行数字化转型建设，开启志邦数字化转型的元年。公司坚持原创设计和技术创新，2019 年公司研究开发费用投入为 1.34 亿元，占营业收入 4.54%，同比增长 45.33%，研发人员 443 人，占总人数比例 12.7%。通过投入大量的研发费用开展研究开发新项目，以客户需求为出发点，实现客户价值为最终目标，提升公司未来发展的竞争能力。

图表 9 研发费用呈增长趋势



资料来源：公司年报，华创证券

图表 10 研发人员占公司总人数比例呈增长趋势



资料来源：公司年报，华创证券

### 1、志邦 BI 商业智能分析平台助力公司“营销数字化”

公司建成志邦 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。公司完善从招商、建店到运营的加盟商全生命周期管理平台，通过数字化方式优化加盟商梯队结构，帮助加盟商提升管理水平和盈利能力。

### 2、“U 客”&“云设计软件”打造志邦客户服务主价值流程数字化

在业务流程端，公司持续推广“U 客”平台软件的使用，实现一个入口，二个终端和九大赋能的加盟商门店数字化运营模式，并整合线上社群、拼团、直播等模式实现线上客户精准导入。并通过 3.0 版“云设计软件”的前后端打通、试点、全面推广，形成“U 客—设计软件—数据中台—生产 MES—物流 TMS”端到端的客户服务主价值流程的数字化。2019 年公司打造终端设计竞争力，赋能终端一线的设计师，搭建统一运营的设计师平台“志邦设计谷”，打造专属志邦设计团队互动交流平台，设计谷在职设计师 4000 人以上，具有证书认证 1500 人以上。为打造差异化的终端设计竞争力，公司 3.0 版全屋设计软件“云设计软件”成功将公司不同风格产品的标准结构、产品模块全线导入，实现快速出具 3D 效果图，兼具 VR 呈现、自动报价与一键下单的功能。云设计软件的全面推广应用，不仅提高了终端设计效率，降低了遗留单差错率，实现“一键下单”的同时，还打通了设计到安装的全流程，很大程度上提升了客户满意度。

图表 11 志邦家居“云设计软件”



资料来源：公司年报，华创证券

### 3、4S 项目迭代全面工厂数字化生产蓝图

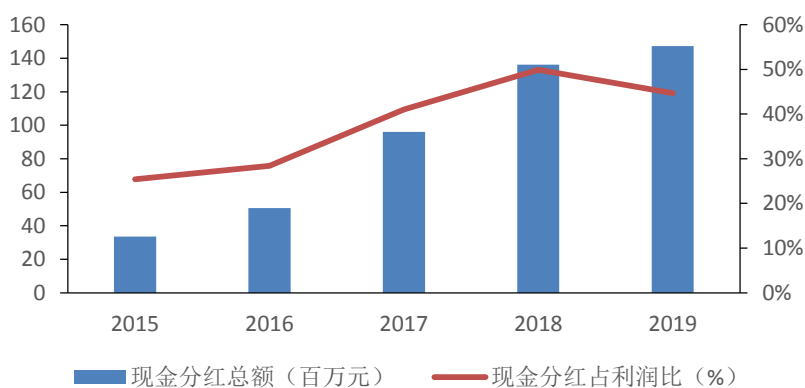
数字化工厂端，公司加速生产端信息化投入，针对“设计软件”、“生产系统”以及“解料软件”三者进行优化打通，提升下单效率和生产交付能力；在独立事业部制造版块实施“计划 APS—生产 MES—仓储 WMS—物流 TMS”的生产 4S

项目，不断迭代全面工厂数字化生产蓝图。

#### （四）现金分红逐年提升，股权激励促进公司业绩增长

志邦家居 2019 年度利润分配方案拟以实施 2019 年度利润分配股权登记日当日的可参与分配的股本数量为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 6.6 元（含税），股利支付率达到 45%。公司自 2012 年开始对高级管理人员、中层管理人员以及核心技术人员实施了多次股权激励，中高层核心人员激励效果显著。2019 年末 2020 年初，公司上市后的两期股权激励成功实施，涉及 215 人，公司管理层更加团结、稳定，为未来新三年的业绩增长带来核心动力。公司管理团队对行业的品牌建设、营销网络管理、人才管理等均有深入的理解，能够及时根据客户需求和市场变化对公司战略和业务进行调整，为公司稳健、快速发展提供了有力保障。

图表 12 志邦家居现金分红逐年提升



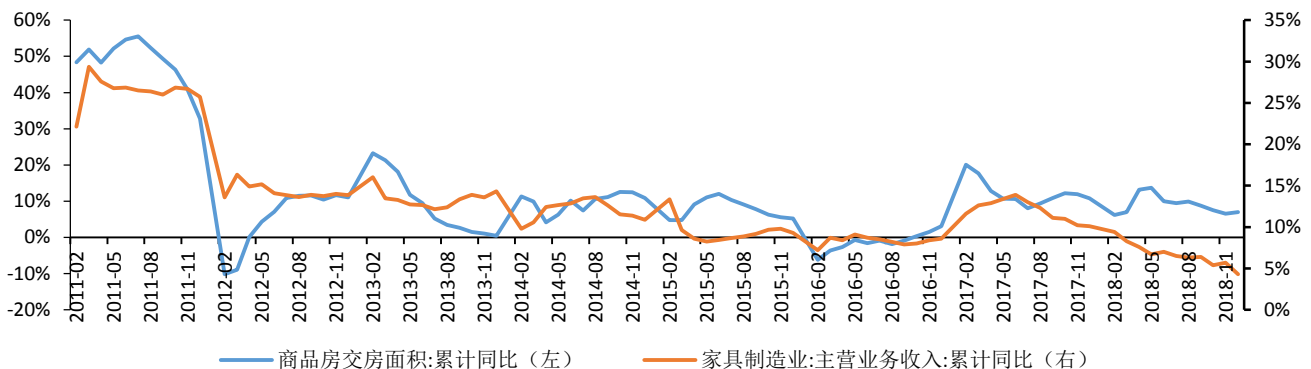
资料来源：公司年报，华创证券

## 二、精装房政策快速推进，渠道变革大宗业务占比提升

### （一）地产行业集中度提升与精装房政策快速推进，家具企业面临更多机遇与挑战

家具作为房地产后周期行业，其消费很大程度受到房地产行业的影响。由于我国商品房销售分为现房和期房，我们以期房与现房数据为基础进行加工，拟合出商品房交房面积，进一步比较商品房交房面积变动与家具销售情况的关联度。结果显示：家具行业主营业务收入变动趋势与交房面积同比变动趋势呈现强关联性。

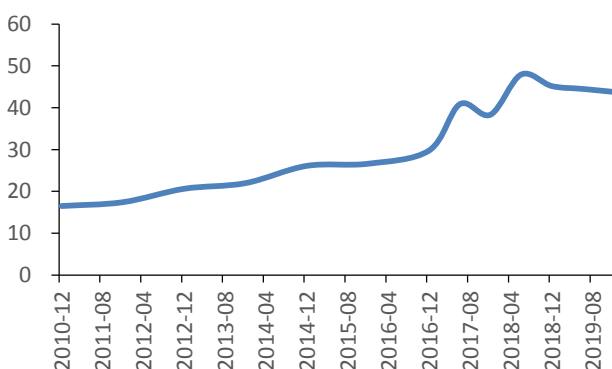
图表 13 家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高



资料来源：Wind，华创证券

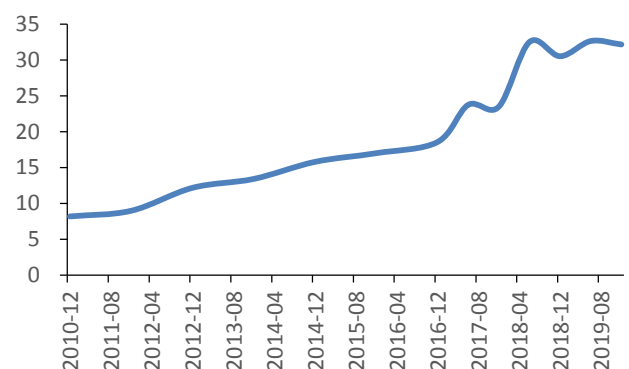
我国房地产行业集中度提升与精装房政策迅速推进，倒逼家具企业渠道变革。近几年我国房地产行业采购发生改变，一方面我国房地产行业集中度提升，大型房地产企业采购议价能力提高。其中，房地产行业市场集中度销售面积 CR30 从 2010 年的 8.17% 增长至 2019 年 12 月的 32.15%，同期销售金额 CR30 由 16.49% 提升至 43.79%。另一方面，精装房政策迅速推进要求房企实行集中采购。自 1998 年中央首提精装房概念开始，我国精装房市场逐步发展。2011 年《建筑业发展“十三五”规划》提出要鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房，新建住宅使用全装修迅速成为了行业共识。2017 年《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》提出，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积要达到 30%，进一步的对全装修房提出了更高的要求。中央对于全装房政策的陆续出台也推动了各地方省市对于全装修房的高度重视，各个省份也陆续推出因地制宜的地方政策来促进全装修房的更高程度的普及。对家具企业而言，房地产企业集中度提升与精装房政策的快速推进为家具企业工程业务渠道销售提供更多机遇与挑战。

图表 14 房地产行业市场集中度:销售金额:CR30 (%)



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 房地产行业市场集中度:销售面积:CR30 (%)



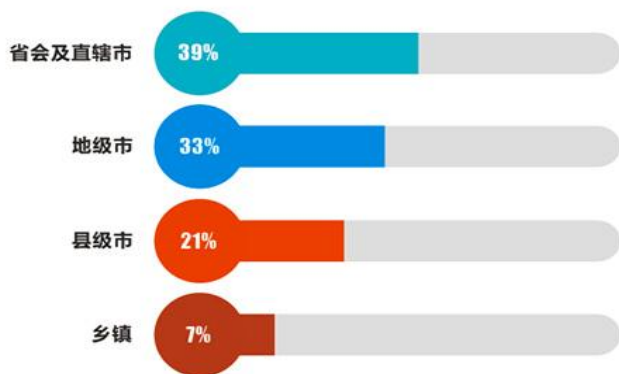
资料来源：Wind，华创证券



## （二）渠道持续下沉，扩展全屋定制成为行业主要趋势

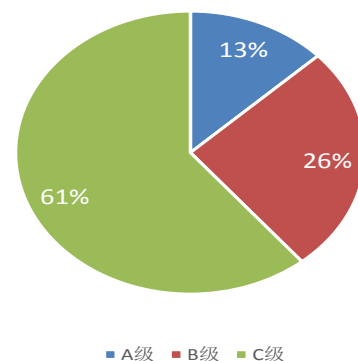
**销售渠道向三四线城市下沉：**一二线城市由于人均可支配收入水平更高，更加注重生活品质，整体厨柜的普及率也相对较高，一二线城市消费者是购买整体厨柜的主要人群。随着一二线城市的竞争格局趋于稳定，以及三四线城市消费能力的提升，三四线城市成为行业竞争的重点，主要企业的销售渠道不断向三四线城市下沉。根据欧派家居 2017 年公司年报，截至 2017 年 12 月 31 日，公司 1556 家加盟店中，A 级、B 级、C 级城市的店面数量占比分别为 13%、26%、61%，三线城市以下的加盟店数量合计达 87%；根据金牌厨柜 2016 年经销商营业额区间分布，年营收额 100 万元以下的经销店有 445 家，占总经销店数量的 66.52%，年营收额 100 万元至 300 万元的经销店 189 家，占比 28.25%，年营收额 300 万元以上的经销店 35 家；2019 年索菲亚做了全新的渠道管理变革，截至 2019 年 12 月 31 日，“索菲亚”柜类定制产品拥有经销商 1500 多位，专卖店达 2501 家，其中省会城市门店数占比 18%（贡献收入占比 32.4%），地级城市门店数占比 28%（贡献收入占比 31.99%），四五线城市门店数占比 54%（贡献收入占比 35.61%）；根据好莱客 2019 年报数据，2019 年其 C 级城市（县级及以下）门店占比 47%，贡献收入 37%，销售渠道逐步下沉。

图表 16 整体厨柜消费者地域分布



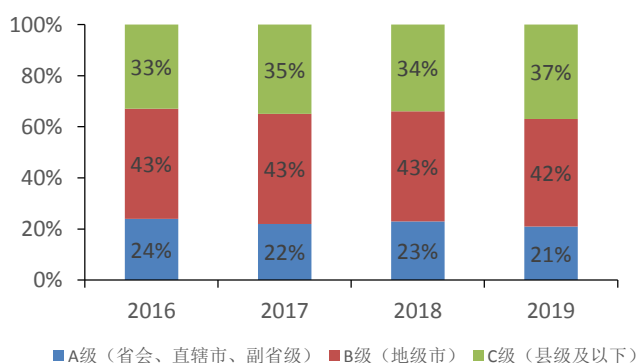
资料来源：中华橱柜网《2016 年中国橱柜行业白皮书》，华创证券

图表 17 2017 年欧派家居经销店所在城市分布



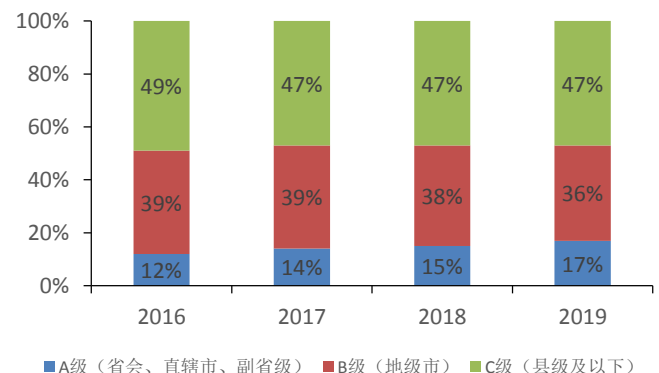
资料来源：欧派家居年报，华创证券

图表 18 好莱客营业收入占比-分城市级别



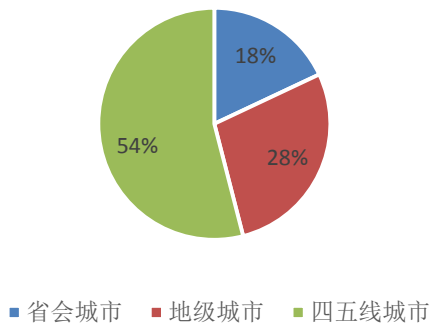
资料来源：好莱客年报，华创证券

图表 19 好莱客门店占比-分城市级别



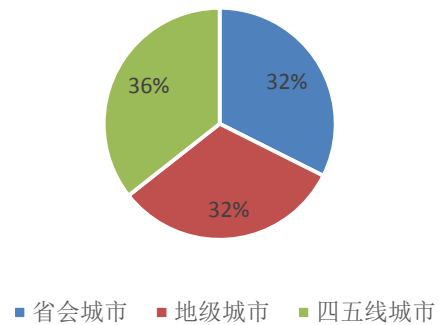
资料来源：好莱客年报，华创证券

图表 20 2019 年索菲亚营业收入占比-分城市级别



资料来源：索菲亚年报，华创证券

图表 21 2019 年索菲亚门店占比-分城市级别



资料来源：索菲亚年报，华创证券

大家居时代到来，全屋定制成行业发展新方向。全屋定制与单品定制比较，有诸多优势：一是全屋定制强调整体房屋的风格统一和空间利用，符合现代人的审美和生活品质追求；二是全屋定制一站式购买大大节省了消费者购买家具的耗时，对高节奏工作和生活的都市白领有很大的吸引力；三是对厂商而言，全屋定制可以做大客单价，提高营收。全屋定制从 2014 年开始兴起，现在已经成为家具行业的主要发展方向，衣柜、厨柜、地板等细分领域的龙头企业纷纷布局全屋定制，制定大家居战略。目前，欧派家居、索菲亚、志邦股份等厨柜领域龙头企业都制定了公司的全屋定制战略，谋求企业转型升级之路。

图表 22 厨柜龙头企业纷纷布局全屋定制

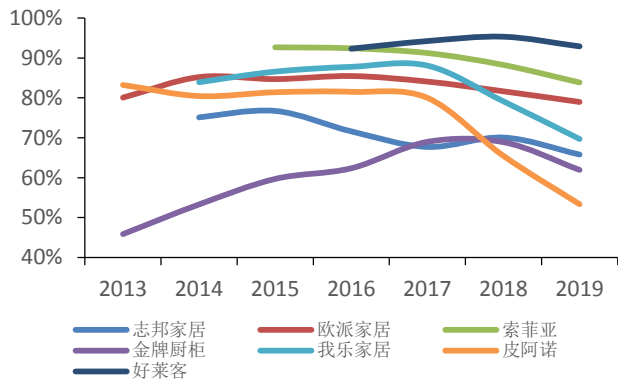
	战略名称	专卖店形式	包含产品线
欧派家居	“大家居”战略	全屋定制 Mall	厨柜、衣柜、卫浴、配套家具、木门、寝具、壁纸
索菲亚	全屋定制的“大家居”战略	大家居专卖店	衣柜、厨柜、配套家具、木门、地板、窗帘
志邦股份	“大定制”	厨柜&衣柜专卖店	厨柜、衣柜、木门、配套家具
金牌厨柜	金牌厨柜&桔家衣柜	厨柜&衣柜专卖店	厨柜、衣柜、配套家具
我乐家居	全屋定制	全屋专卖店	厨柜、衣柜、配套家具
皮阿诺	全屋定制的“大家居”战略	厨柜&衣柜专卖店	厨柜、衣柜、配套家具

资料来源：各公司官网，公司年报，华创证券

### （三）家具企业寻求渠道变革，大宗业务占比提升

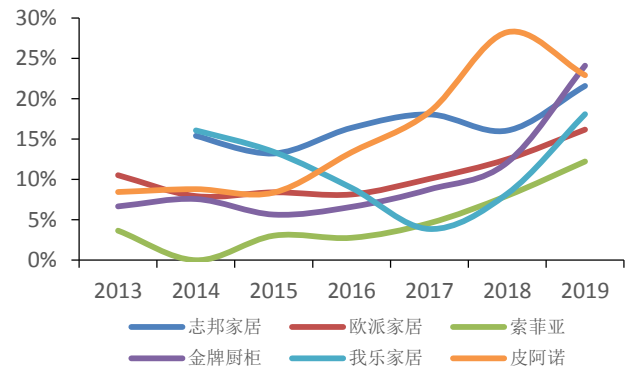
在地产压制与行业竞争加剧压力下，家具企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主，但大宗业务占比上升趋势明显。整体来看，我国主要定制家具上市公司以经销为主，欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在 80% 以上，志邦家居和金牌厨柜在 70% 左右，主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势。2019 年金牌厨柜大宗业务占比最高，已经由 2013 年的 6.67% 提升至 2019 年 24.1%，志邦家居大宗业务占比一直在 13% 以上，2019 年大宗占比由 2014 年的 15.41% 提升至 21.59%，欧派家居大宗业务收入占比由 2013 年的 10.53% 提升至 2019 年的 16.21%，索菲亚大宗收入占比由 2013 年的 3.66% 提升至 2019 年 12.23%。

图表 23 主要定制家具公司经销渠道收入占比



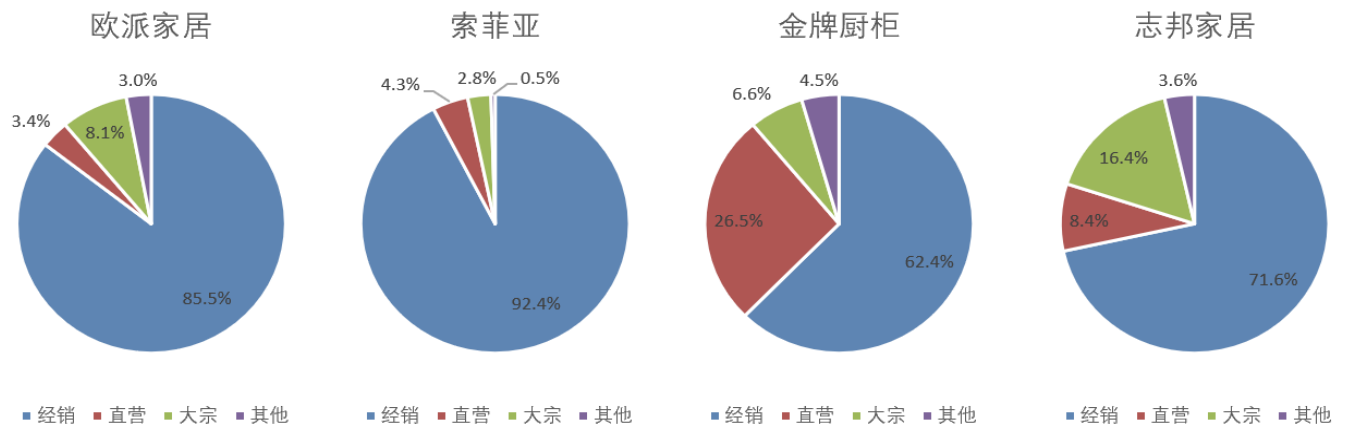
资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

图表 24 主要定制家具公司大宗业务收入占比



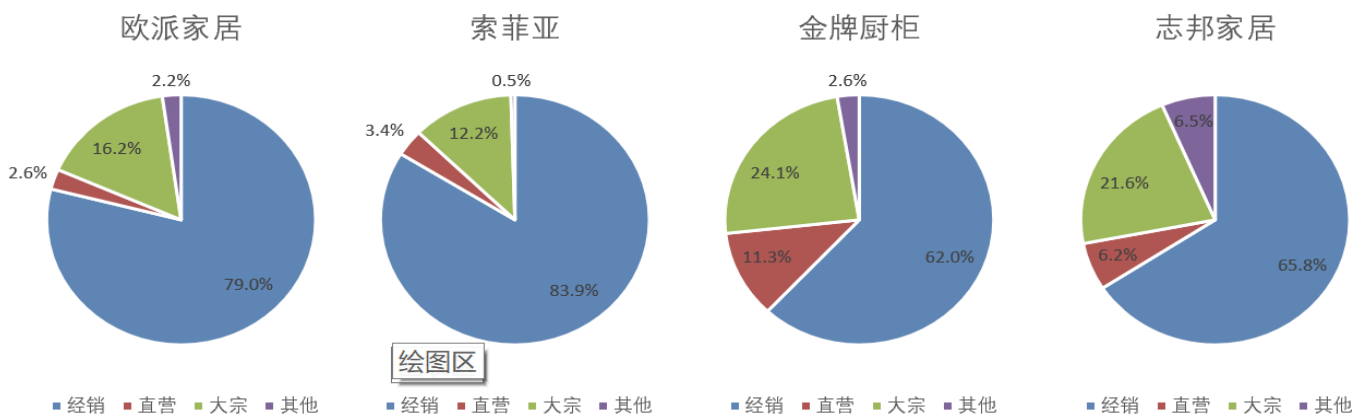
资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

图表 25 主要定制家具公司 2016 年渠道结构



资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

图表 26 主要定制家具公司 2019 年渠道结构



资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

龙头企业在大宗业务方面规模领先。从近几年家具企业大宗业务收入规模绝对数来看，龙头企业依托品牌力、供货能力等获取了更多大宗业务订单，收入规模也处于领先水平。2019 年，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入分别为 21.62 亿、9.4 亿、6.39 亿和 5.05 亿元。

图表 27 大宗业务收入规模（万元）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	41,845	37,561	46,636	57,227	96,411	141,762	216,228
索菲亚	6,303	-	9,220	10,909	23,687	48,424	94,000
志邦家居	-	15,702	15,103	24,771	39,590	39,075	63,947
金牌厨柜	3,745	5,200	4,425	7,259	12,373	20,253	50,491
我乐家居	-	8,368	7,768	6,056	3,543	8,907	24,098
皮阿诺	3,520	4,387	4,219	8,300	14,829	30,645	33,722

资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

### 三、大宗业务持续发力，产能扩张稳步推进

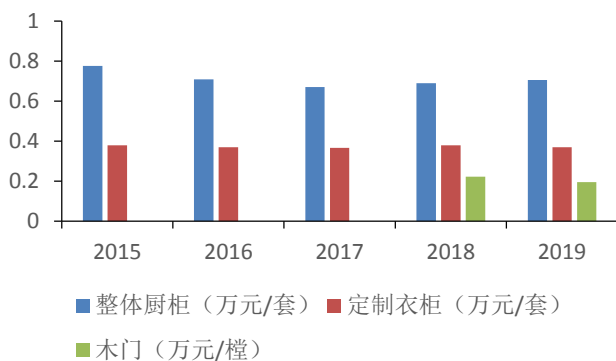
公司通过业务扩展+品牌营销，助力发展全屋定制战略。销售端公司大宗业务收入占比逐年提升，经销渠道进一步下沉；生产端公司保持“供应链成本优势”等一系列举措以惠及终端，各项业务产能稳定扩张，为布局全屋定制战略奠定基础。

#### （一）品牌端：业务扩展+品牌营销，发展全屋定制战略

##### 1、多种业务协同发展，覆盖多层次市场

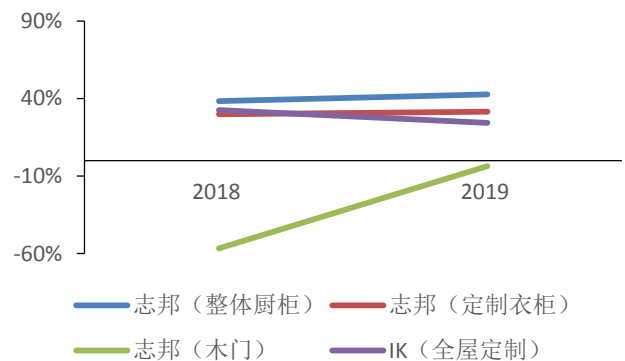
继续拓展产品品类，志邦木门毛利率提升明显。2019年公司扩充了多种成品家具，实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发，定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。公司积极开拓定制家居不同细分领域业务，为入局全屋定制提供助力。公司针对不同渠道特性开发渠道特供产品，全品类产品空间与多组合功能模块的产品策略，共开发 27 套系全屋产品及 33 套厨柜产品；另有整装渠道以“志邦”和“IK”双品牌运营，开发 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品，均在市场获得客户高度认可。公司 2019 年主要产品整体厨柜约 7051 元/套，定制衣柜约 3697 元/套，木门约 1949 元/樘，志邦（木门）毛利率显著提升。

图表 28 志邦家居主要产品销售价格



资料来源：公司年报，华创证券

图表 29 志邦家居各品牌毛利率



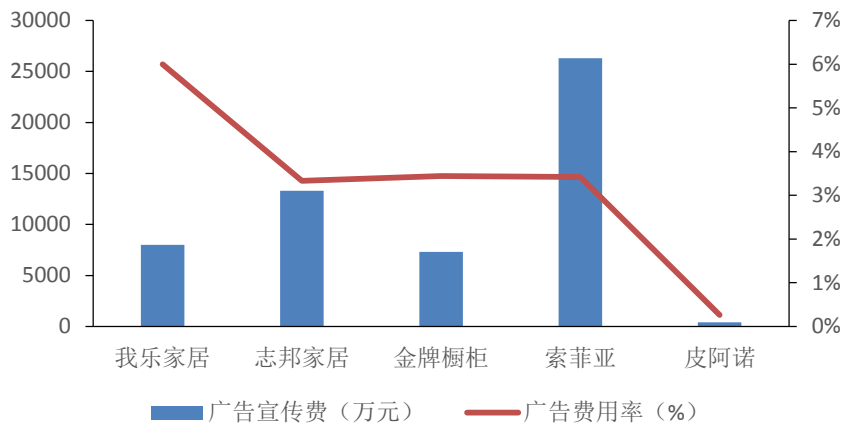
资料来源：公司年报，华创证券

##### 2、加大广告宣传力度，推动品销一体化

公司以成为世界知名的定制化家居品牌为目标，在 2019 年升级品牌形象，签约国际巨星周杰伦为公司全新品牌代言人，为塑造公司年轻化、时尚化的品牌形象迈出重要一步。公司 2019 年广告宣传费达到 1.33 亿元，广告费用率为 3.33%，同比增长 23%，位于行业中等水平。近几年，公司不断整合资源，用广告传播品牌，用“品销结合”促销落地品牌，强力推动“志邦”品牌影响力的提升，目前已在全国形成从面到点、自上而下的结构化整合营销传播矩阵。在纽约时代广场、CCTV 新闻频道、全国包括北京、上海、广州等在内的近 70 个大中型城市的机场、高铁站高频投放广告，提高品牌曝光度，同时联合加盟商在当地省区和城市进行投放，强化品牌落地，目前已覆盖全国一千余个城市。公司结合“明星矩阵”，持续打造“男人下厨节”等现象级的全国营销活动，主打客户关怀的“微笑行动”主题活动已经坚持了近 20 年，早已成为行业标杆。



图表 30 定制龙头企业广告宣传费（万元）及广告费用率（2019）

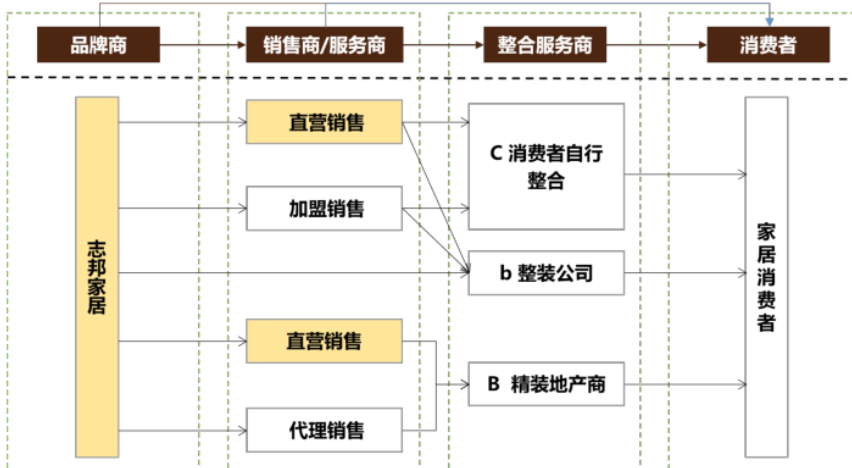


资料来源：相关公司年报，华创证券

## （二）销售端：多渠道同步拓展，大宗业务成新增长点，经销渠道持续下沉

志邦家居销售模式主要分为 C 端直接服务家居消费者的直营加盟连锁销售模式，和 B 端通过精装地产商间接服务于家居消费者的大宗业务销售模式。销售渠道以加盟商销售为主，直营零售为辅，同时大力开展国内大宗业务和海外业务。

图表 31 志邦家居销售模式结构图

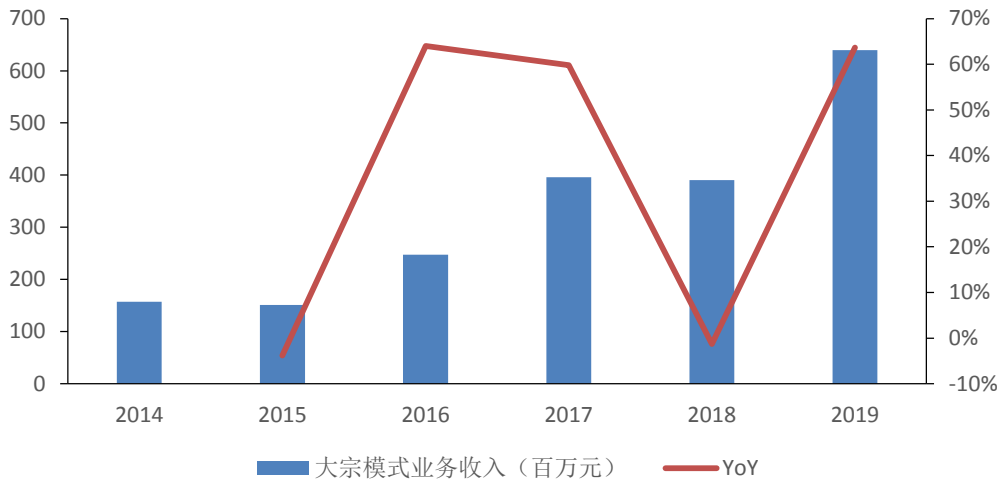


资料来源：公司年报，华创证券

## 1、客户结构优化&风险管控加强，大宗业务经营质量稳步提升

公司自 2010 年以事业部制布局国内精装修地产项目的 B2B 业务以来大宗业务稳健发展，公司大宗业务营业收入由 2014 年 1.57 亿元提升至 2019 年 6.39 亿元，年均复合增长率 32.41%。伴随公司不断优化大宗业务客户结构以及相关风险管控工作的强化，大宗业务收入占比及经营业绩均呈逐年上升趋势。

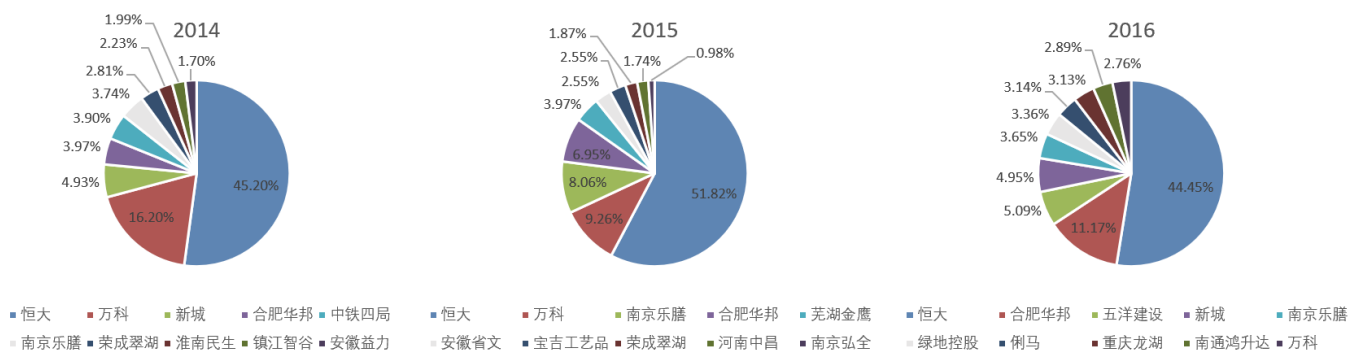
图表 32 志邦家居大宗模式业务收入逐年上升



资料来源：公司年报，华创证券

根据公司招股说明书，在 2014 年至 2016 年期间，公司大宗业务模式排名前十名为国内房地产开发公司及工程经销商。其中与恒大地产集团有限公司下属单位的销售内容为整体厨柜，在 2014 至 2016 年三年间销售金额占大宗业务模式主营业务收入比例为 45.20%、51.82%、44.45%，2016 年实现 11011.14 万元销售额，与万科企业股份有限公司下属单位销售内容为整体厨柜及定制衣柜，在 2014 至 2016 年三年间销售金额占大宗业务模式主营业务收入比例为 16.20%、9.26%、2.76%，在 2016 年实现 11011.14 万元销售额 684.04 万元。2016 年公司大宗业务排名前十的客户分别为恒大地产集团有限公司下属单位、合肥华邦厨卫有限公司、五洋建设集团股份有限公司、新城控股集团股份有限公司下属单位、南京乐膳厨卫有限公司、绿地控股集团有限公司下属单位、苏州工业园区俐马房地产有限公司、重庆龙湖企业拓展有限公司下属单位、南通鸿升达贸易有限公司及万科企业股份有限公司下属单位，主要销售内容集中在整体厨柜及定制衣柜领域，采用的结算方式以银行转账、银行承兑汇票及商业承兑汇票为主。

图表 33 2014-2016 志邦家居大宗业务前十名占大宗业务收入比例



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 34 2014-2016 志邦家居大宗业务前十名客户相关情况

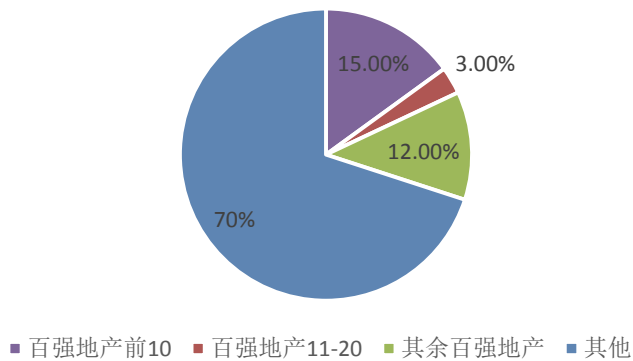
2014 年			2015 年			2016 年		
单位名称	销售内容	金额 (万元)	单位名称	销售内容	金额 (万元)	单位名称	销售内容	金额 (万元)
恒大地产	整体厨柜	7097.36	恒大地产	整体厨柜	7826.47	恒大地产	整体厨柜	11011.14
万科企业	整体厨柜	2543.13	万科企业	整体厨柜	1400.06	合肥华邦厨卫	整体厨柜	2767.58

2014 年			2015 年				2016 年				
				定制衣柜			定制衣柜				
新城控股集团	整体厨柜	773.69	南京乐膳居厨卫	整体厨柜	1217.09	五洋建设集团	整体厨柜 定制衣柜	1260.33			
合肥华邦厨卫	整体厨柜	624.12	合肥华邦厨卫	整体厨柜	1049.36	新城控股集团	整体厨柜	1226.28			
中铁四局机关大院业主委员会	整体厨柜	612.57	芜湖金鹰滨江世纪发展有限公司	整体厨柜	599.36	南京乐膳居厨卫	整体厨柜 定制衣柜	904.63			
南京乐膳居厨卫	整体厨柜	586.66	安徽省文一投资控股集团	整体厨柜	385.55	绿地控股集团	整体厨柜	833.3			
荣成翠湖房地产开发有限公司	整体厨柜	441.52	宝吉工艺品（深圳）有限公司	整体厨柜	384.62	苏州工业园区俐马房地产	整体厨柜	777.1			
淮南民生置业有限公司	整体厨柜	350.66	荣成翠湖房地产开发有限公司	整体厨柜	282.39	重庆龙湖企业拓展有限公司	整体厨柜	774.77			
镇江智谷房地产开发有限公司	整体厨柜	311.97	河南中昌置业有限公司	整体厨柜	263.44	南通鸿升达贸易有限公司	整体厨柜	716.38			
安徽益力置业有限公司	整体厨柜	266.37	南京弘企房地产	整体厨柜	147.65	万科企业	整体厨柜 定制衣柜	684.04			
合计 金额	13608.05	合计 占比	86.67%	合计 金额	13555.59	合计 占比	89.75%	合计 金额	20955.55	合计 占比	84.59%

资料来源：招股说明书，华创证券

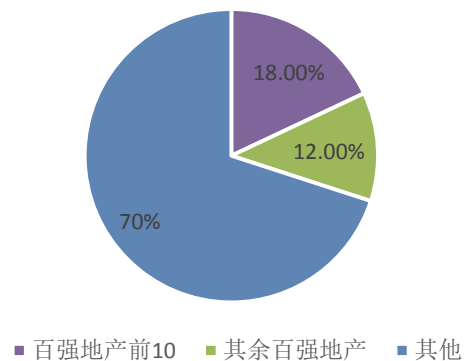
客户结构不断优化，大宗业务成果丰硕。公司 2018 年大宗工程业务客户多为百强头部地产、主板上市公司和地区龙头地产公司，百强地产客户占比已达 30%，其中前 10 占比 50%，前 20 占比 60%；2019 年百强地产客户占比已达 30%，其中前 10 占比 60%，前 20 占比 60%。相比 2018 年，2019 年公司百强地产前 10 名占比提升 3 个百分点。公司自 2010 年以事业部制布局国内精装修地产项目的 B2B 业务，以合规、快速、准确为服务原则，向客户提供销售、设计、生产、交付、售后等整体服务，并持续构建了布渠道、强交付、设计领先、控风险的四大发展方向。自 2015 年起引入美国 PMBOK（项目管理知识体系）和项目管理软件，形成了适合行业要求和自身发展的工程项目管理执行和评价标准，以及从业人员 PMP（项目管理专业）认证体制和 PMO（项目管理办公室）管理组织，积累了非常丰富的普通住宅/公寓、文旅、酒店、适老等地产业态方面的专业项目管理、安装交付、客户服务和风险控制的经验，既向客户提供有力的组织级保障，也不断强化自身的服务实力。2017 年公司通过积极引入阿米巴经营管理思维，系统地建立了与市场直接挂钩的经营组织和机制，有效地降低风险，提升经营质量。公司紧跟客户的发展趋势和布局，形成以品质红线、样板先行、资源保障、最佳实践等方面的管理策略，目前已连续多年入选“中国房地产开发企业 500 强首选供应商”、“中国房地产产业链战略诚信供应商”、“中国房地产竞争力十强供应商”，以及多个战略地产客户的优秀供方嘉奖认可。

图表 35 2018 年大宗业务客户情况



资料来源：公司年报，华创证券

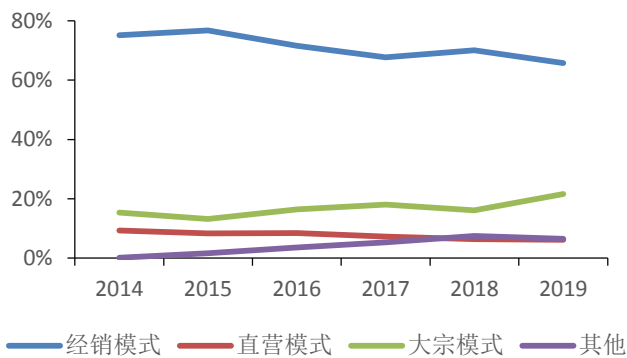
图表 36 2019 年大宗业务客户情况



资料来源：公司年报，华创证券

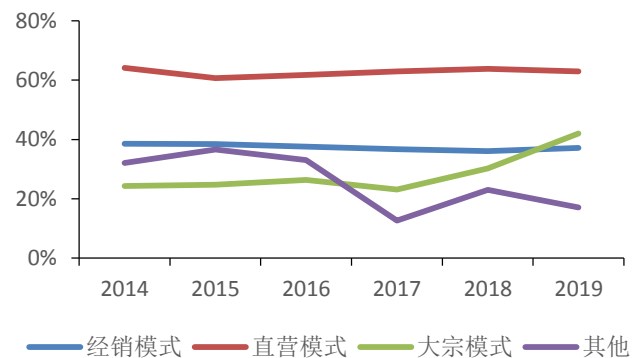
客户结构优化&风险管控提升助力大宗业务业绩上行。公司大宗模式销售收入占比逐年提升，由 2014 年 15.41% 增长至 2019 年 21.59%。2019 年公司工程大宗业务方面大力拓展优质战略合作地产客户，通过改善公司大宗业务客户结构，成立风险管理委员会，聚焦品质与最佳实践案例库，以超越客户期望为目标，提升经营质量，降低经营风险。公司 2014 年至 2016 年大宗业务毛利率稳步提升，分别为 24.47%/24.71%/26.32%，毛利率变动主要受不同大宗业务客户订单影响，且随着大宗业务量增加，批量化生产使得生产效率得以提高，大宗业务成本也有所下降，故大宗业务模式毛利率有所增加。公司 2017 年、2018 年、2019 年大宗业务毛利率分别为 23.12%、30.22% 及 42.03%，伴随公司客户结构优化及风险管控提升，大宗业务经营质量逐年提升。

图表 37 大宗业务收入占总营收比率呈上升趋势



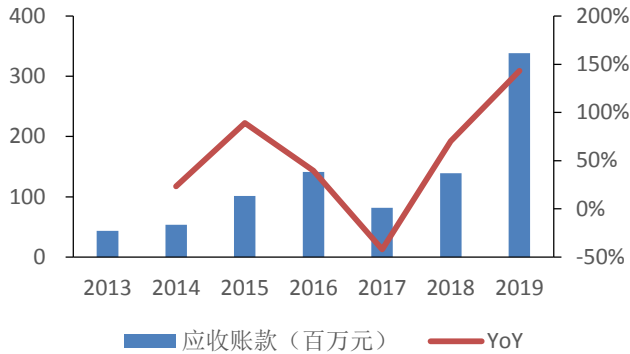
资料来源：公司年报，华创证券

图表 38 大宗业务模式毛利率逐年上升

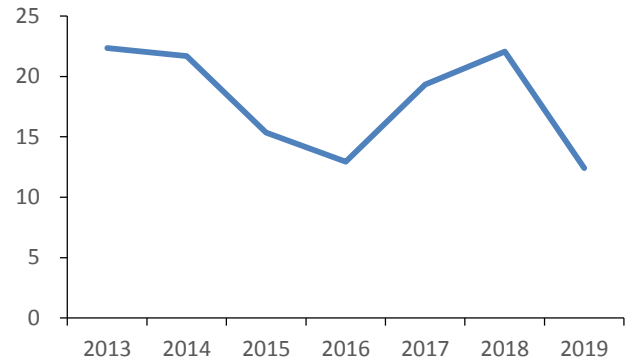


资料来源：公司年报，华创证券

受大宗业务持续增长，公司应收账款有所上升。公司大宗业务客户主要分为为房地产开发商和工程经销商，结算方式主要为商业承兑汇票和银行转账。其中房地产开发商客户的销售模式为：公司依据客户信用和资金实力等情况，一般收取一定比例的货款，然后按照合同（订单）计划安排生产、发货、安装和收取货款，公司在产品安装完成，并且取得验收单时确认收入。工程经销商客户销售模式为：工程经销商与房地产开发商签订合同后向公司采购产品，公司在收到工程经销商货款后组织生产，生产完工后交付至工程经销商指定物流，获取经物流人员签字确认的出库单、托运单，公司在取得出库单、托运单时确认收入。2019 年公司应收账款为 0.12 亿元，同比增长 143.35%，主要系工程项目验收同比增长所致。公司应收账款周转率维持在 12 以上，2019 年因大宗业务大幅上升应收账款周转率有所下降，从 2018 年 22.06 下降至 2019 年 12.42。

**图表 39 应收账款及增速**


资料来源：公司年报，华创证券

**图表 40 应收账款周转率**


资料来源：公司年报，华创证券

根据公司披露的 2014-2016 大宗业务客户及 2015-2019 应收账款前五名客户可看出恒大地产集团有限公司下属单位在 2014 年至 2018 年一直在公司的大宗业务中保持较高的销售份额，公司自 2016 年向南通鸿升达贸易有限公司销售整体厨柜后，继续在 2018 年至 2019 年与其保持着较高金额的大宗业务销售收入同时对较高比例的应收账款，公司在 2019 年新开发大宗客户保利宁弘房地产有限公司，并与宁波集采建材有限公司、南通鸿升达贸易有限公司、上海南方全维科技发展有限公司、金鹏装饰股份有限公司保持较高金额的大宗业务。

**图表 41 2015-2019 志邦家居应收账款前五名客户相关情况**

年份	客户名称	期末余额 (万元)	占应收账款余额比例
2015 年	广州恒大材料设备有限公司	7067.16	64.02%
	芜湖金鹰滨江世纪发展有限公司	444.67	4.03%
	荣成翠湖房地产开发有限公司	338.34	3.07%
	无锡万科房地产有限公司	332.44	3.01%
	南通万科房地产有限公司	249.97	2.26%
合计		<b>8432.58</b>	<b>76.39%</b>
2016 年	广州恒大材料设备有限公司	9474.22	60.76%
	南京新城创隆房地产有限公司	455.15	2.92%
	五洋建设集团股份有限公司	399.09	2.56%
	上海绿地奉翔置业有限公司	367.22	2.36%
	上海绿地骥达置业有限公司	340.80	2.19%
合计		<b>11036.48</b>	<b>70.79%</b>
2017 年	广州恒大材料设备有限公司	1352.81	14.54%
	五洋建设集团股份有限公司	409.10	4.40%
	天津绿城全运村建设开发有限公司	378.97	4.07%
	宁波万港房地产开发有限公司	335.60	3.61%
	江苏天泉湖实业股份有限公司	327.37	3.52%
合计		<b>2803.85</b>	<b>30.14%</b>
2018 年	南通鸿升达贸易有限公司	2637.87	16.80%
	中新南京生态科技岛投资发展有限公司	1084.57	6.91%
	深圳恒大材料设备有限公司	493.42	3.14%

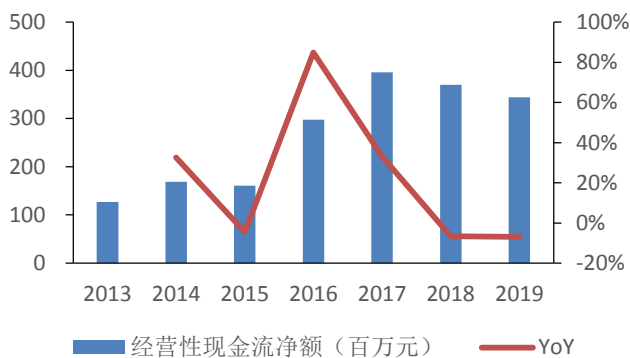


年份	客户名称	期末余额（万元）	占应收账款余额比例
	成都浦兴商贸有限责任公司	419.97	2.67%
	河南绿地陆港置业有限公司	412.17	2.62%
合计		<b>5048.01</b>	<b>32.14%</b>
2019 年	宁波集采建材有限公司	7046.80	18.89%
	南通鸿升达贸易有限公司	6129.72	16.43%
	上海南方全维科技发展有限公司	1203.64	3.23%
	金鹏装饰股份有限公司	913.63	2.45%
	江苏保利宁弘房地产开发有限公司	836.52	2.24%
合计		<b>16130.31</b>	<b>43.24%</b>

资料来源：招股说明书，公司年报，华创证券

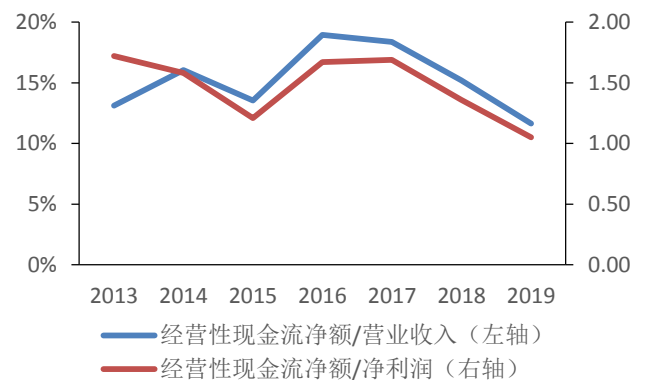
受大宗业务持续增长，公司经营性现金流净额有所下降。2019 年公司经营性现金流净额为 3.4 亿元，同比下降 6.88%，主要系大宗及境外业务占比增加，按合同结算，经营活动产生的现金流量流入量增长较缓所致。2019 年经营性现金流量净额/营业收入为 11.63%，同比下降 3.57pct，经营性现金流量净额/净利润为 1.05%，同比下降 0.31。

图表 42 经营性现金流净额及增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 43 经营性现金流净额/营业收入



资料来源：公司年报，华创证券

## 2、主动赋能加盟商，经销渠道业务下沉集中于五六级城市

多项举措齐发力，主动赋能加盟商。公司 2019 年通过数字化引流和 U 客系统管理帮助加盟商提高运营效率；通过迭代第九代展厅提高加盟商终端竞争力，提供 27 套整装渠道专供产品帮助加盟商抢占渠道，扩充全屋定制及软装配套品类提升订单单值；通过全面推广“云设计软件”，以提高了终端设计效率，并降低设计遗留差错；通过专业设计师平台“志邦设计谷”的运营，实现设计师资质认证持证上岗和海量设计案例资源共享，解决加盟商设计订单消化和设计师能力提升；通过导入“管家服务”模式，增强加盟商安装交付能力，提高客户满意度，构建加盟商售后服务护城河；通过在线学习平台“学习岛”，让加盟商员工自主学习销售、设计、安装、店长、市场、技战术等多岗位专业知识，交流分享实操经验，提升终端专业技能；通过线下加盟商团队的分圈层交流平台“志慧堂”，形成市场营销、管理实践、城市运营的创意分享和问题诊断，提升加盟商经营管理水平和盈利能力。

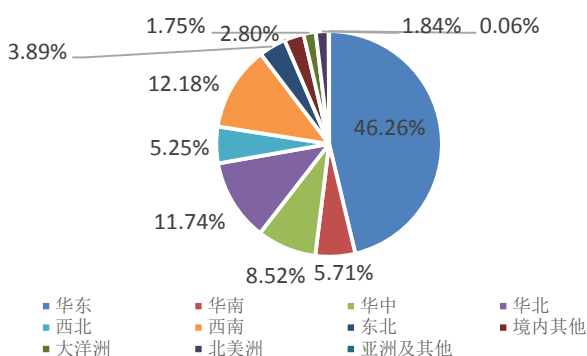
图表 44 志邦家居在线学习平台“学习岛”



资料来源：公司年报，华创证券

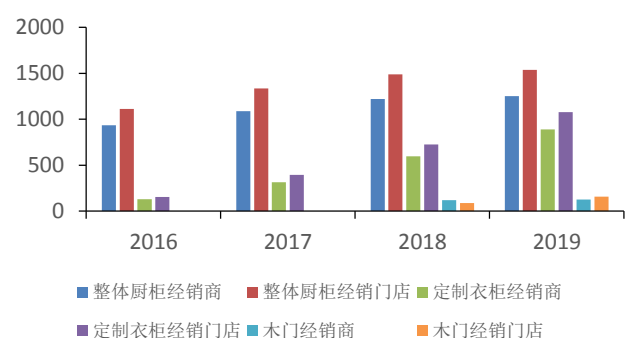
立足原点华东区域，广州新设直营公司布局全国市场打造强大零售营销网络，“大定制”发展格局已经形成。2019 年公司在广州新设直营销公司，以广州市场为标杆，覆盖华南市场。2019 年公司国内业务收入 28.54 亿元，其中共分为 7 区域，分别是华东、华南、华中、华北、西北、西南、东北地区，公司保持原点市场华东区域的稳健增长，实现收入 13.7 亿元，占营业收入 46.3%，同比增长 21.5%，西北、西南区域市场增速达到 30% 以上。海外业务收入 1.08 亿元，占营业收入比重 3.7%，同比下滑 5.1%。收入主要贡献来自于美国和澳洲市场，分别占比 48%、50%，公司已经通过设立美国销售子公司、整合澳洲 IJF 供应链、开拓国际供应资源等方法继续探索开拓国际化业务模式。截至 2019 年 12 月 31 日，公司国内拥有整体厨柜经销商 1252 家，店面 1535 家；定制衣柜经销商 889 家，店面 1078 家；木门经销商 127 家，店面 156 家；IK 全屋定制门店 58 家，已形成“大定制”发展格局。除门店数量优势外，公司所有的门店均有统一的展厅设计，在选址时充分考虑店面位置，保证每家店面位于人流量高、潜在消费者数量众多的优质位置，保障了门店的获客能力和产品的终端竞争力，维持公司的品牌形象。此外，公司向下游延伸，通过与全国性家装企业、区域性头部整装企业合作的方式拓展整装渠道，一方面满足消费者对家装一站式解决方案的需求、提高客单价，另一方面也可以提升企业前端获客能力。2020 年公司木门将重点开拓精装修工程业务渠道，预计净开店厨柜 70 家，衣柜 270 家，将成为公司下一步收入增长的支撑点。

图表 45 志邦家居 2019 年分区域营收占比



资料来源：公司年报，华创证券

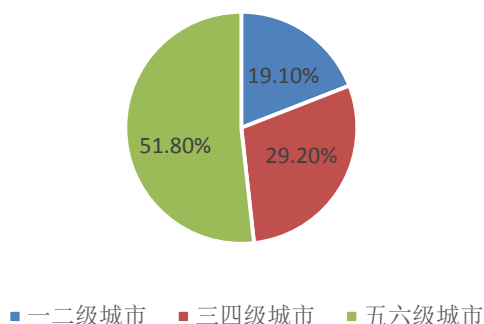
图表 46 志邦家居经销商及经销商门店数量



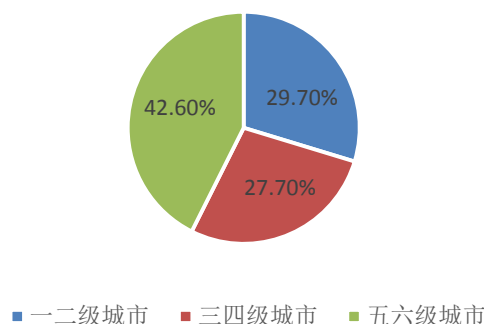
资料来源：公司年报，华创证券

把握消费升级趋势经销渠道不断下沉，厨柜及衣柜经销业务以五六线城市为主。公司把握消费升级趋势和线下市场年轻消费人群的消费特征，强化厨柜业务下沉市场的店面布局，完善衣柜业务空白市场的全国布局。公司将经销业务模式下的城市分为六个级别，一二线城市主要以省会、直辖市和少数发达的地级市为主，三四线城市主要以地级市和少数发达地区的县级市为主，五六线城市主要以县级及以下乡镇为主。经销渠道厨柜业务，一二线城市收入占 19.1%，三四线城市收入占 29.2%，五六线城市收入占 51.8%；经销渠道衣柜业务，一二线城市收入占 29.7%，三四线城市收入占 27.7%，五六线城市收入占 42.6%。

图表 47 2019 年厨柜业务经销收入各级城市占比



图表 48 2019 年衣柜业务经销收入各级城市占比



资料来源：公司年报，华创证券

资料来源：公司年报，华创证券

### 3、数字化营销开拓线上新零售渠道，“全民经纪人”助力公司抢占市场

近年各家居企业产品销售渠道呈现多元化，线上销售及整装企业渠道成为新亮点，通过线上预订+线下体验+实地测量的模式定制家具行业线上销售占比正在逐渐上升。公司以技术驱动营销，与移动端头部流量媒体（腾讯、百度、头条，抖音）以及圈层 koI 紧密合作，精准曝光，精准引流，有效转化，同步提升与消费者的互动。建立数字化营销体系，打造自媒体传播矩阵，以短视频、体验报告、知识问答、专家号等多种形式全域引流，增强客户黏性，构建企业私域流量池，为营销开辟“第二战场”。公司持续推广“U 客”平台软件的使用，实现一个入口，二个终端和九大赋能的加盟商门店数字化运营模式，并整合线上社群、拼团、直播等模式实现线上客户精准导入。公司独创“全民经纪人”营销模式，利用线上粉丝进行裂变，持续为线上活动输送精准意向，抢占市场。2020 年 2 月 2 号，志邦家居迎来线上开工后的首场直播促销活动，一直到 2 月 29 日的内购会，线上大促整整持续一个月的时间。以“志邦家居 2.22 超级工厂日”直播活动为例，在“线上直播抢工厂，足不出户装新家”的口号下，志邦总部通过直播面向全国客户推出了一系列线上专属的优惠活动——万元红包雨、拼团优惠、大牌家居 1 折秒杀、10 个 7999 免单名额、周杰伦演唱会门票抽奖等，截至直播结束，在线观看累计达到了 64.56 万，直播订单突破 19797 单。2020 年 2 月线上活动总体成交订单超过 40000 笔。

图表 49 志邦家居 2020 年 2 月线上直播活动







资料来源：搜狐网，华创证券

### （三）生产端：产能稳定扩张，生产信息化建设成效凸显

#### 1、产能稳定扩张，产品需求景气致产能利用率稳步提高

2019 年公司投产和规划中的共有五大生产厂区，均位于安徽省合肥市。公司高度重视各厂区之间的协同效率，融合厨衣资源，鼓励实践创新思维，打破固有生产模式，重建规则和流程，多厂协同共进，确保供应保障，全年厨柜 30 万套、衣柜 35 万套顺利交付。公司主要有三大生产厂区投入生产，包括双墩厂（占地面积 11.8 万平方米）、荷塘路厂（占地面积 1.96 万平方米）、连水路厂（占地面积 5.8 万平方米），另有两个在建厂区：下塘厂及 180 厂。

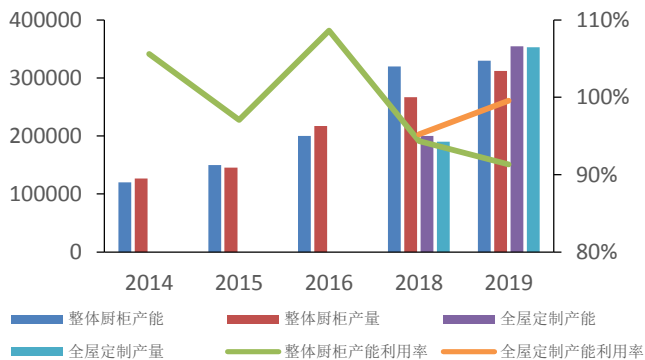
图表 50 志邦家居 2018-2019 年新设扩产项目

项目名称	公告日期	计划投资金额	主要内容
志邦木业配套产业园项目	2018-01-08	12 亿人民币	拟通过出让方式获取位于“长丰县下塘工业园”的工业用地，新建年产木门及家居配套 50 万套产品的生产线及配套设施。
法兰菲 180 新厂项目	2018-03-15	10 亿人民币	拟通过招拍挂方式获取位于“安徽长丰双凤经济开发区”工业用地的土地使用权，新建年产 28 万套整体衣柜的生产线项目，以满足扩充产能及消费者的市场需求。
标准柜制造项目	2018-10-24	6.79 亿人民币	拟在通过出让方式获取位于“庐阳经济开发区”工业用地的前提下，实施年产家居 4 万套、卫浴柜 4 万套和整体衣帽间 6.5 万套定制家居建设项目。
定制衣柜生产线技术改造项目	2019-12-17	1.05 亿人民币	拟将“年产 20 万套整体厨柜建设项目”截至 2019 年 12 月 16 日募集资金余额 14,910.76 万元（含理财收益和利息收入）变更用于“定制衣柜生产线技术改造项目”，后续投入资金不足由自有资金解决。

资料来源：公司公告，华创证券

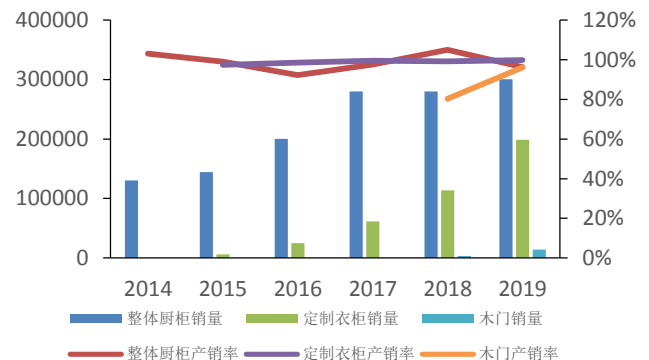
定制家居行业近年来市场需求增长迅速，行业内龙头企业产品供不应求，产能利用率高。2014 年至 2019 年，志邦家居整体厨柜产能从年产 12 万套增长到年产 33 万套，公司产能利用率保持在 90%以上，2019 年产能利用率为 91.31%；公司全屋定制产能由 2018 年 20 万套增长至 2019 年 35.46 万套，产能利用率达到 99.56%。公司整体厨柜 2019 年实现销量 30.03 万套，产销率为 96.21%，定制衣柜 2019 年实现销量 19.87 万套，产销率为 99.81%，定制木门 2019 年实现销量，产销率为 96.07%。

图表 51 志邦家居各业务产能及产能利用率



资料来源：公司年报，华创证券

图表 52 志邦家居各业务销量及产销率

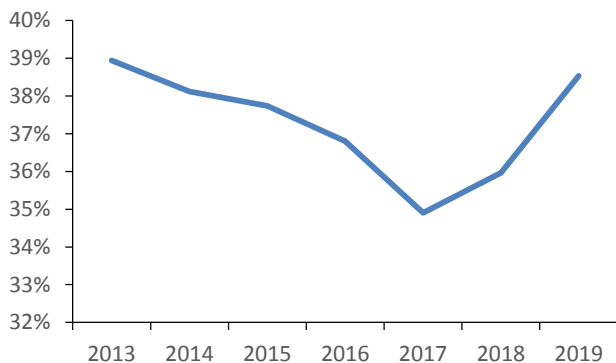


资料来源：公司年报，华创证券

## 2、制造端：信息化生产优化生产周期，板材利用率稳步提升

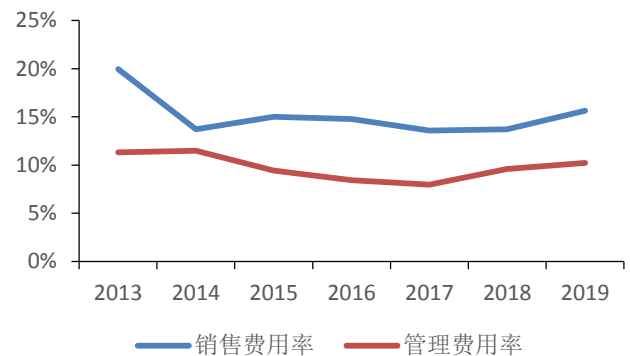
2013 年至 2019 年，公司毛利率总体保持平稳略有提高。2019 年公司毛利率为 38.53%，较 2018 年同期增加 2.57 pct，分产品看定制厨柜毛利率 42.4%，同比增加 4.11pct；定制衣柜毛利率 31.6%，同比增加 1.65pct。公司通过产品品类的拓展，跟随业务增长节奏有序释放产能，强化规模效应带来的盈利能力的提升；公司通过优化大宗业务客户结构，提升大宗业务项目的经营质量带来综合盈利能力提升；公司通过对供应链的科学管理，推进精细化连续流生产，结合降本增效策略，提高运营效率，实现了毛利率的稳健增长。期间费用率方面，2019 年公司广告宣传费、工程服务费等增加致销售费用率同比增长 1.9pc 至 15.62%，管理费用率总体保持平稳。

图表 53 志邦家居 2019 年毛利率实现增长



资料来源：wind，华创证券

图表 54 志邦家居费用率较为平稳

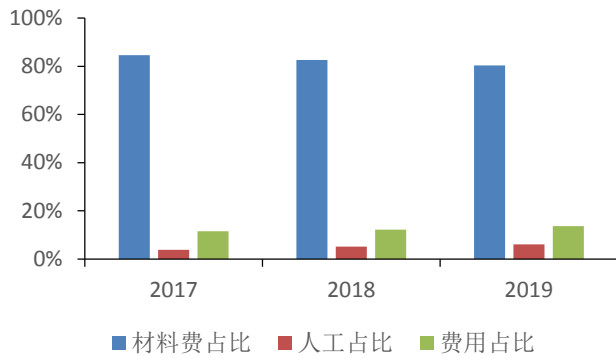


资料来源：wind，华创证券

2017 年至 2019 年，公司主营业务成本结构基本保持稳定，2019 年材料占比达到 85% 左右，人工和费用合计占比约 15%，其中人工占比有所提高，主要是随着物价水平的增长，公司生产工人工资薪金增长所致。2016 年至 2018 年，公司人效有所下降，2019 年公司人效从 2018 年 82.96 万元/人提高到 84.85 万元/人。公司自 2011 年以来推进信息化项目，推进信息化与工业化深度融合，实现物流与信息流双流同步，探索柔性工艺批量化制造，发挥生产效率优势。经过连续几年的信息化建设，已经形成客户订单交付的数字化闭环，这既增加了工厂各类自动化生产设备的利用率，也降低了产品一次交付的差错率，再配合内部精益管理的持续改善下，大大缩短客户订单的整体交付周期，有效的支持公司经营业绩的提高。2019 年生产周期减少 15%，板材利用率达 86% 以上，进一步优化了成本。公司同时以精益生产固化流程，以数据为支撑，以客户订单为输入，构建生产计划 APS、生产执行 MES、仓储 WMS 及客户 CRM 等数字化生产系统，最大化协调和应用资源，以实现效益最大化。

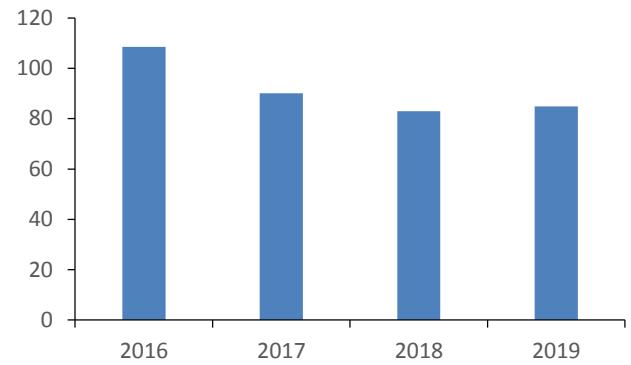


图表 55 志邦家居历年料工费占比对比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 56 志邦家居历年人效（万元/人）



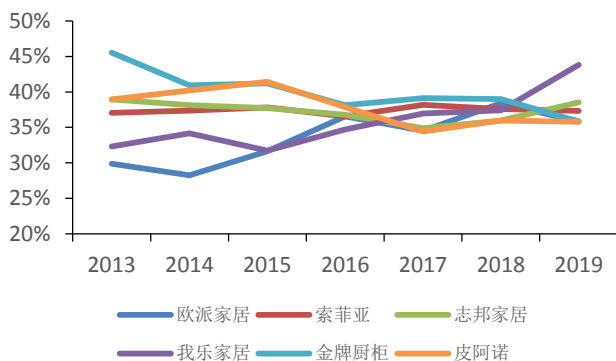
资料来源：公司年报，华创证券

#### 四、财务对比：橱柜业务毛利率水平高，费用管控能力逐年增强

##### （一）橱柜业务毛利率水平高，衣柜木门业务发展迅速

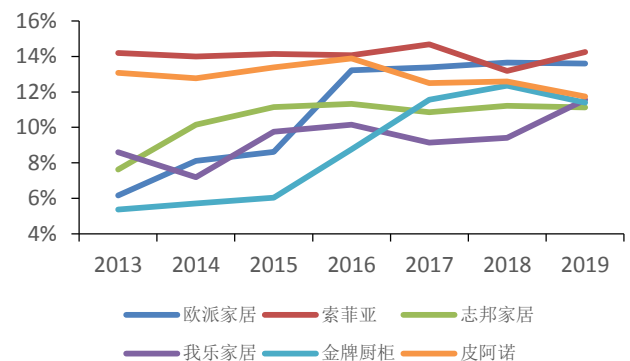
公司毛利率及净利率位于行业中等水平。2019 年公司毛利率为 38.53%，同比增长 2.57pct，净利率为 11.12%，同比下降 0.1pct。2019 年欧派家居、索菲亚、我乐家居、金牌厨柜、皮阿诺毛利率分别为 35.84%、37.33%、43.83%、35.84%、35.78%，净利率分别为 13.59%、14.24%、11.56%、11.39%、11.74%，与主要企业对比公司毛利率及净利率均位于行业中等水平。

图表 57 主要企业毛利率对比



资料来源：wind，华创证券

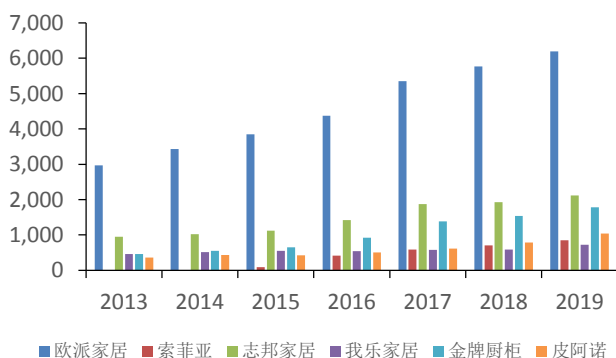
图表 58 主要企业净利率对比



资料来源：wind，华创证券

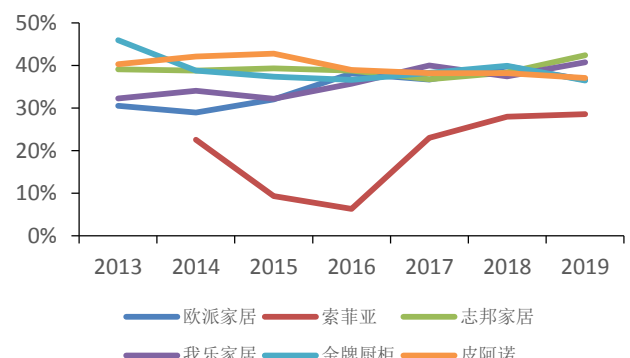
橱柜业务收入规模不断提升，橱柜业务毛利率位于行业较高水平。2019 年公司橱柜业务收入达到 21.17 亿元，同比增长 9.8%，毛利率为 42.43%，同比提升 4.11pct。2019 年欧派家居、索菲亚、我乐家居、金牌厨柜、皮阿诺橱柜业务收入分别为 61.93 亿元、8.51 亿元、7.27 亿元、17.82 亿元、10.42 亿元，橱柜业务毛利率分别为 36.6%、28.54%、40.78%、36.5%、37.07%，与主要企业对比 2019 年公司橱柜业务收入仅次于欧派家居，毛利率位于行业较高水平。

图表 59 主要企业整体橱柜业务营收（百万元）对比



资料来源：wind，华创证券

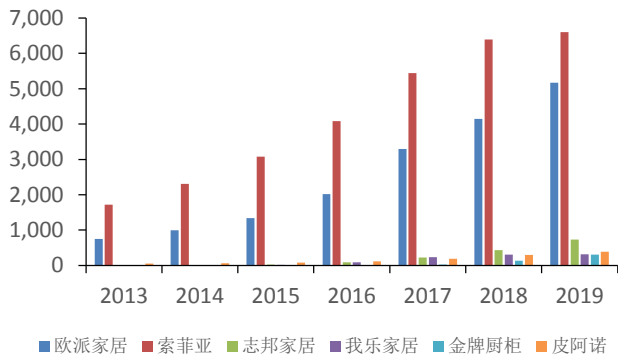
图表 60 主要企业整体橱柜业务毛利率对比



资料来源：wind，华创证券

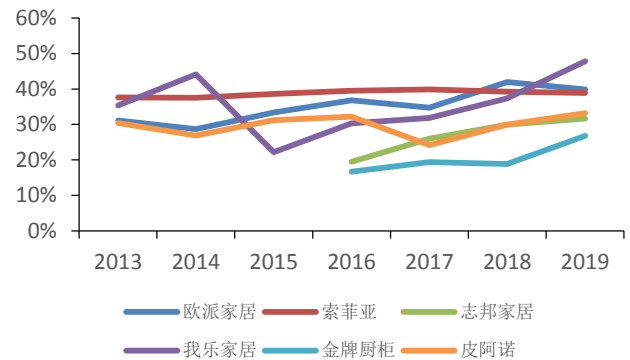
衣柜业务仍在起步阶段，毛利率位于行业中等水平。2019 年公司衣柜业务收入达到 7.34 亿元，同比增长 70.8%，毛利率为 31.62%，同比提升 2.95pct。2019 年欧派家居、索菲亚、我乐家居、金牌厨柜、皮阿诺衣柜业务收入分别为 51.67 亿元、66.05 亿元、3.18 亿元、3.05 亿元、3.87 亿元，衣柜业务毛利率分别为 39.91%、38.89%、47.79%、26.83%、33.21%，与主要企业对比 2019 年公司衣柜业务收入快速发展，毛利率位于行业中等水平。

图表 61 主要企业定制衣柜业务营收（百万元）对比



资料来源: wind, 华创证券

图表 62 主要企业定制衣柜业务毛利率对比

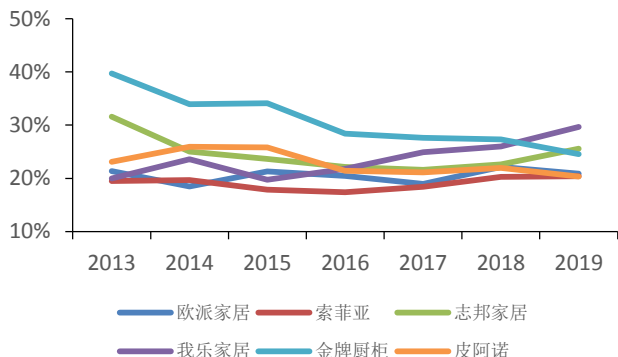


资料来源: wind, 华创证券

## （二）费控能力逐年提升，ROE 位于行业中游

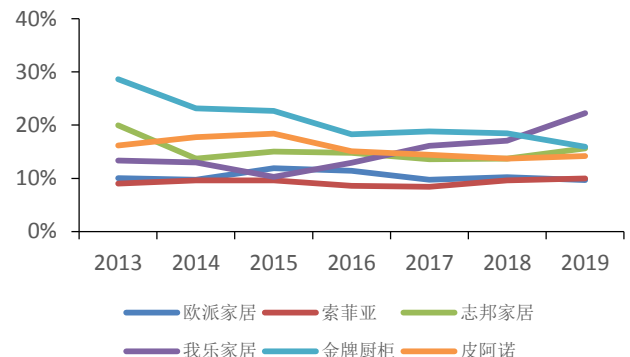
综合对比各公司历年费用率，公司三费费用率处于中下游水平。2013 年至 2019，公司期间费用率由 31.6%下降至 25.55%，公司费用管控能力增强。2013 年至 2019，公司财务费用率由 0.32%下降至-0.28%，公司财务负担有明显下降趋势。2013 年至 2019，公司销售费用率由 19.96%下降至 15.62%，但仍明显高于业内其他公司。2013 年至 2019，公司管理费用率由 11.32%下降至 10.21%，公司行政管理效率有明显改善。

图表 63 主要企业期间费用率对比



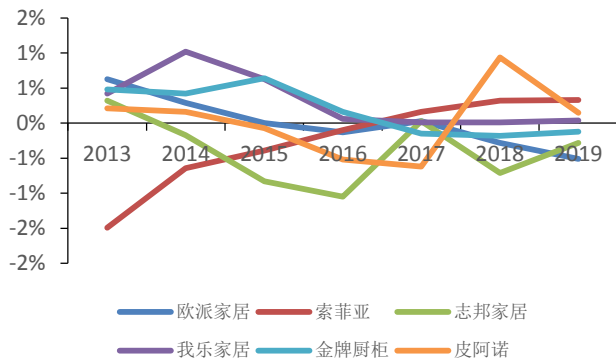
资料来源: wind, 华创证券

图表 64 主要企业销售费用率对比



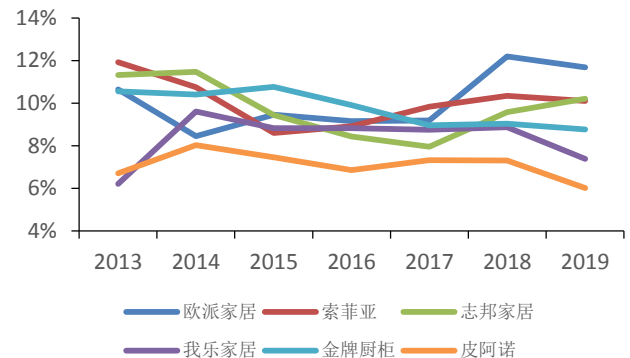
资料来源: wind, 华创证券

图表 65 主要企业财务费用率对比



资料来源: wind, 华创证券

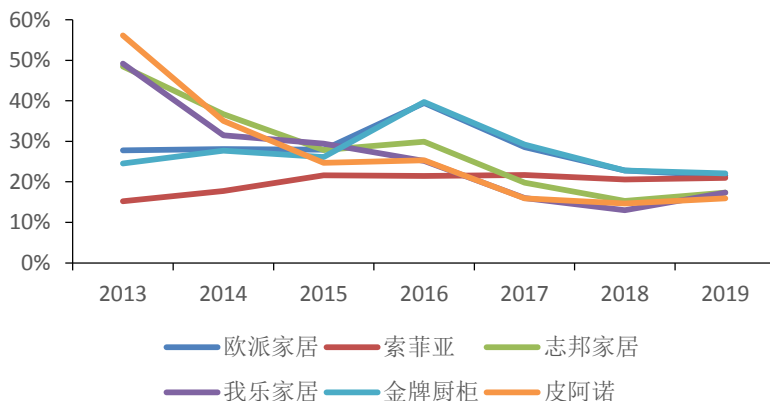
图表 66 主要企业管理费用率对比



资料来源: wind, 华创证券

受行业影响各公司 ROE 均处于逐步下降趋势, 志邦家居 ROE 由 2013 年的 48.46% 下降至 2019 年的 17.33%, 志欧派家居 ROE 由 2013 年的 27.8% 下降至 2019 年的 21.49%, 索菲亚 ROE 由 2013 年的 15.2% 提升至 2019 年 20.97%, 我乐家居 ROE 由 2013 年的 49.18% 下降至 2019 年的 17.31%, 金牌橱柜 ROE 由 2013 年的 24.54% 下降至 2019 年的 22.11%, 皮阿诺 ROE 由 2013 年的 56.14% 下降至 2019 年的 15.91%。2019 年每家企业 ROE 均处在低位, 公司 17.33% 处于中游水平。

图表 67 主要企业 ROE 对比

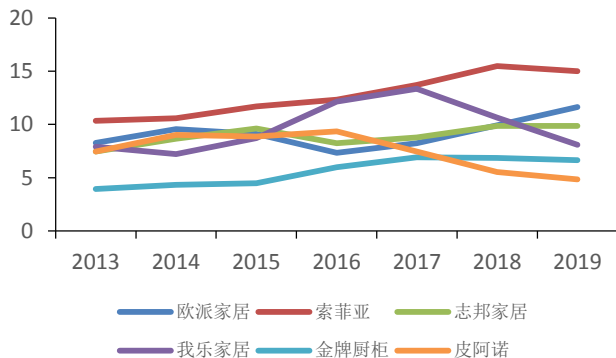


资料来源: wind, 华创证券

### (三) 经营模式致存货周转率较低, 大宗业务降低应收账款周转率

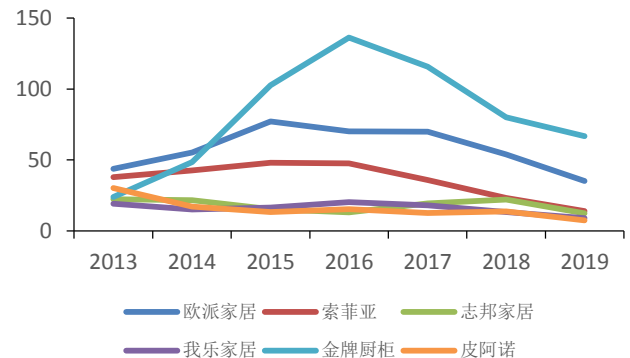
综合对比各主要定制家居企业历年存货周转率发现, 志邦家居存货周转率位于行业中等水平, 2019 公司存货周转率为 9.85 次/年, 行业最高索菲亚为 15.01 次/年, 公司存货流动性位于行业中游水平。存货周转率水平较低主要是受经营模式和产品结构的影响: 受样柜等无法参与周转的存货影响, 直营模式的存货周转速度低于经销模式; 与整体衣柜相比, 整体橱柜的组件品种更多, 存货周转率相对更慢。由于公司直营模式占比高于其他可比公司, 且公司橱柜产品占比高于其他可比公司, 因此存货周转率相对较低。公司应收账款周转率位于行业较低水平, 2019 年为 12.42 次/年, 主要系大宗业务占比较高。

图表 68 主要企业存货周转率（次）对比



资料来源：wind，华创证券

图表 69 主要企业应收账款周转率（次）对比

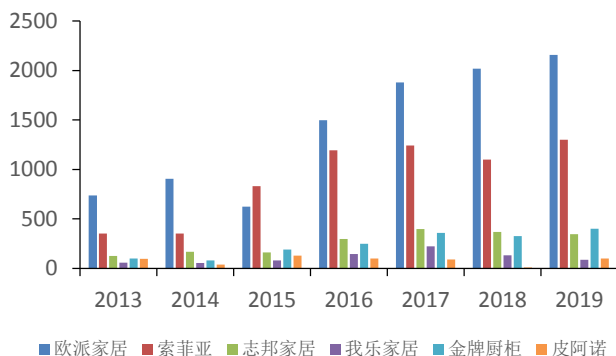


资料来源：wind，华创证券

#### （四）现金流稳定，经营性现金流净额位于行业中等水平

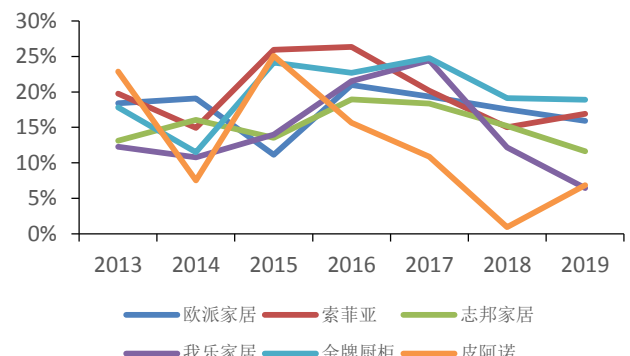
公司 2019 年经营性现金流净额为 3.44 亿元，经营性现金流净额/营业收入为 11.63%，位于行业中等水平，受宏观经济影响，厨柜行业整体经营性现金流净额/营业收入比率有所下滑，仍居行业中游水平。

图表 70 主要企业经营性现金流净额对比



资料来源：wind，华创证券

图表 71 主要企业经营性现金流净额/营业收入对比



资料来源：wind，华创证券

#### （五）新品类&大宗业务快速扩张，上调至“强推”评级。

公司产品端、品牌端以及渠道端都具有清晰的发展战略。虽然公司短期受到“新冠”疫情影响，但中长期大宗业务有望快速增长，我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 3.80/4.65/5.61 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/12/10 倍，考虑到公司在传统渠道的优势地位和新探索渠道快速发力，维持公司 32 元/股目标价，对应 2020 年 19 倍 PE。虽然公司短期受到“新冠”疫情影响，但公司顺应精装房趋势，中长期大宗业务有望快速增长，衣柜、木门等新品类进一步放量，实现规模效应，进一步增厚利润，上调至“强推”评级。

### 五、风险提示

房地产市场大幅波动；家居市场竞争加剧；行业技术升级不及预期。



## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	527	744	999	1,334
应收票据	120	135	158	183
应收账款	338	345	403	468
预付账款	45	50	58	66
存货	215	230	265	304
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	553	581	626	675
流动资产合计	1,798	2,085	2,509	3,030
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	706	744	778	787
在建工程	260	310	360	400
无形资产	136	123	110	99
其他非流动资产	161	155	151	147
非流动资产合计	1,297	1,366	1,433	1,467
<b>资产合计</b>	<b>3,095</b>	<b>3,451</b>	<b>3,942</b>	<b>4,497</b>
短期借款	11	21	26	31
应付票据	133	148	170	195
应付账款	314	349	403	462
预收款项	370	416	487	564
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	165	165	165	165
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	123	141	162	185
流动负债合计	1,116	1,240	1,413	1,602
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	50	50	50	50
非流动负债合计	50	50	50	50
<b>负债合计</b>	<b>1,166</b>	<b>1,290</b>	<b>1,463</b>	<b>1,652</b>
归属母公司所有者权益	1,929	2,161	2,479	2,845
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,929</b>	<b>2,161</b>	<b>2,479</b>	<b>2,845</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,095</b>	<b>3,451</b>	<b>3,942</b>	<b>4,497</b>

### 现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>344</b>	<b>477</b>	<b>518</b>	<b>613</b>
现金收益	411	462	548	646
存货影响	-61	-14	-35	-39
经营性应收影响	-206	-30	-92	-101
经营性应付影响	188	97	147	161
其他影响	12	-38	-50	-54
<b>投资活动现金流</b>	<b>-248</b>	<b>-160</b>	<b>-160</b>	<b>-128</b>
资本支出	-252	-166	-165	-132
股权投资	4	0	0	0
其他长期资产变化	0	6	5	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-250</b>	<b>-100</b>	<b>-103</b>	<b>-150</b>
借款增加	11	10	5	5
股利及利息支付	-137	-147	-194	-226
股东融资	0	30	30	30
其他影响	-124	7	56	41

资料来源：公司公告，华创证券预测

### 利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,962</b>	<b>3,332</b>	<b>3,899</b>	<b>4,520</b>
营业成本	1,821	2,027	2,338	2,680
税金及附加	29	33	39	45
销售费用	463	524	613	710
管理费用	168	190	222	258
研发费用	134	153	179	208
财务费用	-8	-10	-10	-9
信用减值损失	-19	-5	-5	-5
资产减值损失	-5	3	3	3
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	13	10	8	8
其他收益	37	22	20	20
<b>营业利润</b>	<b>385</b>	<b>446</b>	<b>545</b>	<b>655</b>
营业外收入	2	2	2	1
营业外支出	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>381</b>	<b>442</b>	<b>541</b>	<b>650</b>
所得税	52	62	76	89
<b>净利润</b>	<b>329</b>	<b>380</b>	<b>465</b>	<b>561</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>380</b>	<b>465</b>	<b>561</b>
NOPLAT	322	371	456	553
EPS(摊薄) (元)	1.48	1.70	2.08	2.51

### 主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.7%	12.5%	17.0%	15.9%
EBIT 增长率	23.2%	16.0%	22.8%	20.9%
归母净利润增长率	20.7%	15.4%	22.4%	20.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.5%	39.2%	40.0%	40.7%
净利率	11.1%	11.4%	11.9%	12.4%
ROE	17.1%	17.6%	18.8%	19.7%
ROIC	21.0%	21.3%	22.3%	23.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.7%	37.4%	37.1%	36.7%
债务权益比	3.2%	3.3%	3.1%	2.9%
流动比率	161.1%	168.1%	177.6%	189.1%
速动比率	141.8%	149.6%	158.8%	170.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	29	37	35	35
应付账款周转天数	53	59	58	58
存货周转天数	37	40	38	38
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.48	1.70	2.08	2.51
每股经营现金流	1.54	2.14	2.32	2.74
每股净资产	8.64	9.68	11.10	12.74
<b>估值比率</b>				
P/E	18	15	12	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	25	22	18	16

## 轻工纺服组团介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500