

# 志邦家居（603801）

## 工程零售双轮驱动，开启全屋定制新篇章

以厨柜起家，向全品类“大家居”迈进。志邦家居创立于 1998 年，厨柜销量连续多年位居全国第二，志邦厨柜市场认可度高，规模效应凸显，2019 年厨柜毛利率为 42.43%，位居行业第一。厨柜业务 2018-2019 年新增门店数量为 152/48 家，2015 年及 2018 年开拓衣柜与木门品类，目前公司产品涵盖全屋四大品类，向大家居迈进。2019 年随着竣工逐渐回暖带来零售业务的回暖及公司大宗业务放量增长，营收及归母净利润增速分别为 21.75% 和 20.72%。

**中短期竣工趋势强，精装修加速行业集中度提升。（1）零售市场：从新房市场角度**，中短期商品房销售规模处于高位，边际上竣工增速向上趋势确立，20 年自 3 月起单月竣工增速转正，今年竣工持续回暖；**从有效存量房市场角度**：角色越来越重要，预计 2020/2021/2022 年翻新需求占比分别为 31%/32%/32%；**（2）工程市场：A：渗透空间**：精装政策支持力度大，渗透率持续提升，一、二线城市占全国 29% 的销售面积以及全国 72% 的精装修面积，三四线城市渗透空间大。**B：家居龙头受益**：B 端市场集中度高、2B 端置换供应商成本高，客户粘性更强，全国商品住宅市场本身处于行业集中度提升的过程中，更加速服务于地产龙头的家居企业集中度提升。龙头地产商精装比例高，TOP 50 后的房企处于高增长阶段。**大宗业务有望成为公司的核心增长点。三大核心优势（1）起步早**，已成熟运作：2019 年大宗业务占比 22.20%。**（2）从单一大客户到客户群多元化**：单值提升，分散经营风险，工程毛利率持续提升，19 年毛利率 42.03%；**（3）现金流情况好于预期**：19 年应收账款及票据净增加值/大宗业务收入比例为 33%，低于行业平均。

**公司开店速度较快，渠道扩张力度高于行业平均水平**。公司开店增速高于同行业可比公司平均水平，总体门店数量从 2014 年的 981 家增长至 2019 年的 2827 家，2015-2019 年总体门店数量 CAGR 23.58%。公司净增加门店数量从 2017 年 494 家增长至 2019 年的 464 家。19 年公司净增加门店数量位于行业前列。

**衣柜业务成为新的业绩增长点，厨衣木协同效应逐渐显现**。2015 年-2019 年衣柜业务年均复合增速高达 139.19%，同期业务占比从 1.89% 提升至 25.52%，随着衣柜业务规模扩大，规模效应有望显现。公司开放多品类共享多渠道资源，全屋业务收入由 2018 年中期 1.49 亿元增长至 2019 年中期的 2.58 亿元，同比增速高达 73.15%。

**盈利预测与评级**：我们依旧强调竣工回暖周期从 19Q4 已经启动，2020 年零售渠道价值持续回归，公司或将持续受益于工程单快速增长和零售价值回归双轮驱动，考虑到新冠肺炎疫情对公司 Q1 业绩的影响，我们下调公司盈利预测，预计 20/21/22 年公司归母净利润分别为 3.47 亿/3.92/4.53 亿元（原预计 20/21/22 年 3.73 亿/4.34 亿/4.92 亿），同比分别增长 5.3%/12.98%/15.52%，对应 PE 分别为 16X/14X/12X。我们参考可比公司 2020 年的平均估值，给予公司 2020 年 17-19 倍的估值水平，对应目标价范围为 26.35-29.45 元，维持增持评级。

**风险提示**：渠道拓展风险、交房不及预期风险，竞争风险，疫情风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,432.99	2,962.14	3,414.94	3,908.53	4,514.86
增长率(%)	12.80	21.75	15.29	14.45	15.51
EBITDA(百万元)	453.45	577.04	436.64	494.69	563.90
净利润(百万元)	272.90	329.43	346.90	391.94	452.76
增长率(%)	16.51	20.72	5.30	12.98	15.52
EPS(元/股)	1.22	1.48	1.55	1.75	2.03
市盈率(P/E)	20.54	17.02	16.16	14.30	12.38
市净率(P/B)	2.99	2.91	2.48	2.27	2.07
市销率(P/S)	2.30	1.89	1.64	1.43	1.24
EV/EBITDA	6.58	7.28	9.77	8.08	6.15

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	25.1 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	223.33
流通 A 股股本(百万股)	109.81
A 股总市值(百万元)	5,605.67
流通 A 股市值(百万元)	2,756.22
每股净资产(元)	8.43
资产负债率(%)	36.48
一年内最高/最低(元)	32.98/16.75

### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《志邦家居-季报点评:零售受疫情影响较大，工程业务稳健增长》 2020-04-29
- 2 《志邦家居-年报点评报告:盈利能力提升，大宗业务放量》 2020-04-16
- 3 《志邦家居-公司点评:Q4 业绩超预期，工程端结算加快》 2020-03-03



## 内容目录

1. 从厨柜起家，“大家居”开启新的发展篇章	5
1.1. 扩大股权激励范围，彰显公司发展信心	5
1.2. 收入规模稳步增长，盈利能力持续改善	6
1.3. 全品类扩张成效初显，继续深耕各项细分品类	7
2. 中短期竣工趋势强，精装修加速行业集中度提升	8
2.1. 零售市场：中短期竣工回暖，趋势上中长期存量需求确定性强	8
2.1.1. 定制行业规模稳健增长，渗透率仍有提升空间	8
2.1.2. 新房市场：19 下半年进入竣工回暖周期，后周期细分领域持续受益	9
2.1.3. 有效存量商品房翻新需求逐年递增	10
2.2. 工程市场：精装政策支持力度大，渗透率依旧处于提升通道	11
2.2.1. 一、二线城市精装渗透率高，三、四线及以下城市渗透空间大	11
2.2.2. 新开工及销售端带动精装修市场渗透率提升，预计 2021 年达到 29%	12
2.2.3. 从地产销售集中度提升理解工装家居企业加速提升	12
3. 大宗业务：把握精装机遇，收入盈利双升	14
3.1. 业务规模增长可观，盈利能力显著提升	14
3.2. 完成客户战略调整，优化工程代理模式	15
3.3. 现金流状况稳健，应收款项风险可控	16
3.4. 海外市场持续开拓，出口销售稳步增长	18
4. 深耕各类业务渠道，渠道多元化拓展	18
4.1. 经销及直营：渠道持续拓展，同店增速承压	18
4.1.1. 经销渠道收入占比 67%，盈利能力稳定	18
4.1.2. 渠道持续扩张，衣柜扩张速度高于厨柜	19
4.2. 渠道加速布局，同店收入承压	20
5. 多品类齐头并进，开启“大家居”篇章	21
5.1. 深耕整体厨柜 22 年，销量连续多年位居全国第二	21
5.2. 衣柜业务增速亮眼，为新的业绩增长点	23
5.3. 厨衣木联动，开启全屋定制新篇章	25
6. 总结及投资建议	26

## 图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构图	5
图 3：2014 年-2019 年公司营业收入	6
图 4：2014 年-2019 年公司归母净利润	6
图 5：2014 年-2019 年公司期间费用率	7
图 6：2014 年-2019 年公司综合毛利率与净利率	7
图 7：2014 年-2019 年公司各产品营收占比	7

图 8：2014 年-2019 年公司各产品毛利率 .....	7
图 9：2014 年-2019 年公司各渠道收入占比 .....	8
图 10：2014 年-2019 年公司各渠道毛利率 .....	8
图 11：2012 年-2018 年中国定制家具市场规模 .....	8
图 12：2012 年-2018 年中国家具行业市场规模 .....	8
图 13：中国定制家居渗透率与发达国家比较 .....	8
图 14：2018 年定制橱柜、定制衣柜及其他柜类渗透率 .....	8
图 15：全国商品房销售面积累计值及同比增速（亿平方米） .....	9
图 16：全国房屋竣工面积（亿方）累计值及同比增速 .....	9
图 17：交房预测模型（万平方米） .....	9
图 18：交房预测模型——按季度看，2017Q4 交房最差（万平方米） .....	9
图 19：存量房翻新需求预测 .....	10
图 20：中国全装修/精装修相关政策颁布数量及变化 .....	11
图 21：2019 年 1-9 月精装修市场城市等级精装修开盘量（万套）及同比增速 .....	12
图 22：地产精装修销售市场一二、三四线城市增速对比 .....	12
图 23：2015 年-2020 年 1-4 月精装房市场规模（万套） .....	12
图 24：2012 年-2020 年 1-2 月精装修销售渗透率 .....	12
图 25：2018 年欧派橱柜在精装橱柜市场市占率达 12.3% .....	13
图 26：精装房市场水槽市场集中度更高 .....	13
图 27：商品住宅 2009-2019 年集中度持续提升，2017 年显著加速 .....	13
图 28：2016-2019 年商品房市场企业销售套数集中度（万套） .....	13
图 29：2019 年 1-9 月分排名开发商精装房套数（万套） .....	13
图 30：2019 年 1-9 月分排名开发商精装房套数占比 .....	13
图 31：2014 年-2019 年大宗业务收入（亿元）及同比增速 .....	14
图 32：2014 年-2019 年大宗业务收入占比 .....	14
图 33：2016 年-2019 年定制家居行业大宗业务收入（亿元） .....	15
图 34：2016 年-2019 年定制家居行业大宗业务收入占比 .....	15
图 35：2014 年-2019 年大宗业务毛利率 .....	15
图 36：2017 年-2019 年定制家居行业大宗业务毛利率 .....	15
图 37：与公司有合作的龙头地产企业 .....	16
图 38：公司 2014 年-2019 年经营性现金流净额及净利润（亿元） .....	16
图 39：2014 年-2019 年定制家居行业经营性现金流净额/净利润 .....	16
图 40：2014 年-2019 年公司应收账款及应收票据、同比增速 .....	16
图 41：2018 年-2019 年定制家居行业应收账款及应收票据年增加净额/当年大宗业务收入 .....	16
图 42：2018 年-2019 年公司通过 IJF 销售橱柜等商品金额及同比增速 .....	18
图 43：2014 年-2019 年经销模式、直营模式收入（百万元）及同比增速 .....	18
图 44：2014 年-2019 年经销模式及直营模式毛利率 .....	18
图 45：2014 年-2019 年公司门店数量（家）及同比增速 .....	19
图 46：2015 年-2019 年公司净增加门店数量（家）及同比增速 .....	19
图 47：2016 年-2019 年橱柜及衣柜门店数量（家）及同比增速 .....	19

图 48: 2017 年-2019 年定制家居行业净增加门店数量 (家)	19
图 49: 2016-2019 年各家同店收入及增速 (万元)	20
图 50: 2017 年-2019 年公司预收账款 (亿元) 及同比增速	20
图 51: 2014 年-2019 年定制家居行业预收账款/总资产	20
图 52: 2014 年-2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元) 及同比增速	21
图 53: 2014 年-2019 年定制家居行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	21
图 54: 2014 年-2019 年整体厨柜收入 (百万元) 及同比增速	21
图 55: 2014 年-2019 年整体厨柜的占比	21
图 56: 2015-2019 年定制家居行业厨柜业务门店数量 (家)	22
图 57: 2016-2019 年定制家居行业厨柜业务净增加门店数量 (家)	22
图 58: 2014-2019 年定制家居行业厨柜业务收入情况 (亿元)	22
图 59: 2014-2019 年公司厨柜业务毛利率	23
图 60: 2014-2019 年定制家居行业厨柜业务毛利率	23
图 61: 2015 年-2019 年定制衣柜收入及同比增速 (百万元)	23
图 62: 2015 年-2019 年定制衣柜收入占比	23
图 63: 以厨柜起家的家居公司第二品类收入占比高于以衣柜起家的家居公司 (%)	23
图 64: 以厨柜起家的家居公司第二品类收入增速高于以衣柜起家的家居公司	23
图 65: 2016 年-2019 年公司定制衣柜业务毛利率	24
图 66: 2015 年-2019 年定制家居行业衣柜业务毛利率	24
图 67: 2016 年-2019 年定制家居行业衣柜门店数量 (家)	24
图 68: 2017 年-2019 年定制家居行业衣柜净增加门店数量 (家)	24
图 69: 木门涵盖简约风格、简欧风格、简中风格等	25
图 70: 2018 年-2019 年定制家居行业木门收入 (百万元)	25
图 71: 定制家居行业品类扩展情况	25
图 72: 全屋定制覆盖客厅、厨房、餐厅、书房、少年房等	26
图 73: 2018H 及 2019H 公司全屋定制收入 (百万元)	26
表 1: 公司 2019 年及 2020 年股权激励计划	6
表 2: 全国商品住宅存量市场规模测算过程及假设	10
表 3: 全国商品住宅存量翻新需求占总需求的比例逐年攀升 (万套)	11
表 4: 定制家居行业大宗业务模式及信用政策	17
表 5: 志邦家居营收拆分及预测	27

## 1. 从厨柜起家，“大家居”开启新的发展篇章

志邦家居股份有限公司，创立于 1998 年，专注于定制家居行业多年，致力于全屋定制家居的研发、设计、生产、销售和安装服务，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。

- (1) **从安徽合肥走向全国（1998 年-2009 年）**：1998 年创立，起源于合肥，立足华东市场，2003 年开始进行全国的战略布局，并于 2009 年推出面向中高端客户群的“ZBOM 志邦”品牌。
- (2) **从单一空间走向全屋八大空间（2009 年-2017 年）**：2010 年开始布局大宗渠道业务，2012 年公司改制为志邦厨柜股份有限公司，并于 2014 年签约地产龙头中国恒大、万科及其他地产百强企业。在巩固厨柜核心业务的基础上，于 2015 年进行品类扩充，拓展衣柜业务，打造法兰菲品牌。2016 年，公司推出年轻化全屋定制品牌 IK，并签约朗诗、绿地、蓝光等地产商。2017 年公司成功登陆 A 股。
- (3) **“大定制”概念提出，全品类推进（2018 年至今）**：2018 年，公司孵化木门业务，启动年轻全屋定制 IK 品牌业务，并发力全屋空间，由整体厨房、定制衣柜转向全屋定制，拓展全屋配套家居品类。公司强调以设计为核心竞争力，提供超出客户期望的整体设计解决方案。公司业务立足中国，遍布全球十多个国家和地区，2018 年参股澳洲最大的厨柜商 IJF 公司，2019 年投资设立美国子公司。

图 1：公司发展历程



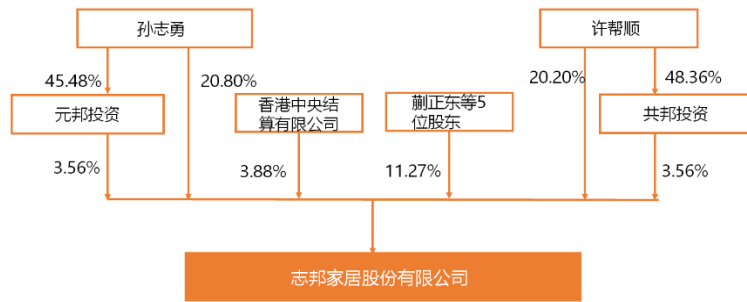
资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

### 1.1. 扩大股权激励范围，彰显公司发展信心

**公司股权结构体现核心团队利益捆绑。**公司最大的股东及实际控制人分别为孙志勇、许帮顺，分别直接持有公司股份 20.80% 和 20.20%，并分别通过元邦投资和共邦投资间接持股 3.56%。公司前十大股东中，蒯正东为监事会主席，持有公司股份 3.44%，刘国宏为副总裁，持股比例为 1.72%，体现核心管理层和公司利益的一致性。

图 2：公司股权结构图





资料来源：公司公告，天风证券研究所

为了构建稳定高效核心管理架构，公司对核心团队包括高级管理人员、以及中层管理人员实施股权激励。2019 年，公司对高层实施股权激励，激励对象为 5 名董事及高级管理人员，授予总量为 129 万股，授予价格为 9.65 元，占当期总股本比例的 0.58%。

2020 年，公司为进一步调动员工积极性，扩大股权激励范围，实际激励对象为 210 位中层管理人员，实际授予登记股数为 474.9 万股，授予价格为 9.65 元/股，占当前公司总股本的 2.13%。两次股权激励计划业绩考核要求均以 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 12%/24%/40%。

表 1：公司 2019 年及 2020 年股权激励计划

两次股权激励计划内容

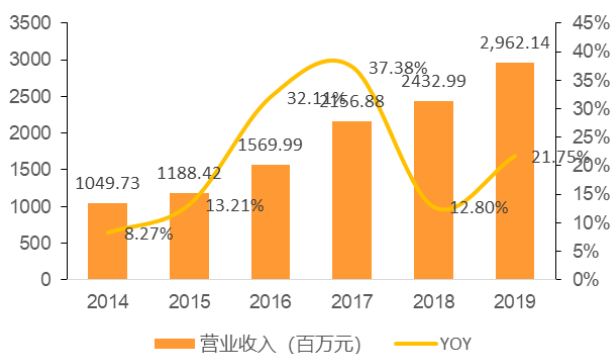
股权激励对象	2019 年：董事及高级管理人员共计 5 人 2020 年：中层管理人员共计 210 人
股权份数	2019 年：129 万股；2020 年：474.9 万股
股权份数占总股本	2019 年：0.58% 2020 年：2.13%
授予价格	首次授予：每股 9.65 元
业绩考核要求	以 2018 年业绩为基数，2019/2020/2021 年营业收入增长率、净利润增长率均达 12%/24%/40%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 收入规模稳步增长，盈利能力持续改善

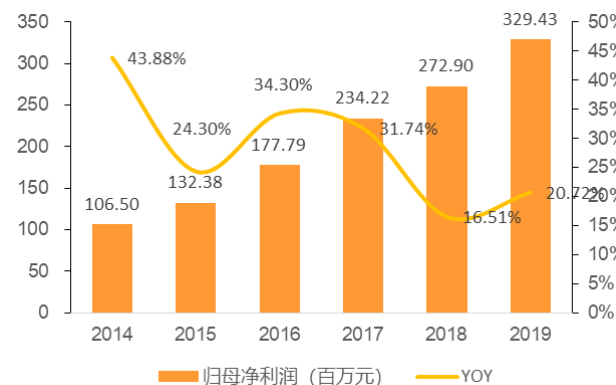
19 年公司营收、净利润均实现 20% 以上增长。公司营业收入从 2014 年的 10.50 亿元增长至 2019 年的 29.62 亿元，营收 CAGR 为 23.05%。在利润方面，公司 2014 年-2019 年归母净利润由 1.07 亿元增长至 3.29 亿元，CAGR 达 25.19%。2019 年随着竣工逐渐回暖后带来零售业务的回暖及公司大宗业务放量增长，营收及归母净利润增速分别为 21.75% 和 20.72%。

图 3：2014 年-2019 年公司营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2014 年-2019 年公司归母净利润

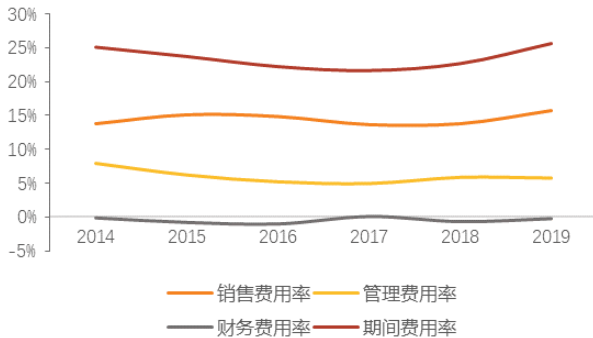


资料来源：公司公告，天风证券研究所

受销售费用增加影响，2019 年期间费用率较 2018 年提升 2.96pct。公司销售费用率从 2017 年的 13.58%提升至 2019 年的 15.62%，主要是工程服务费以及广告费用的增加。研发费用率较 2018 年提升 0.74pct,主要是公司加大研发投入力度。管理费用率为 5.67%，与去年基本持平。财务费用率同比提升 0.43pct，主要原因为汇兑损失同比增加及利息收入同比下降。

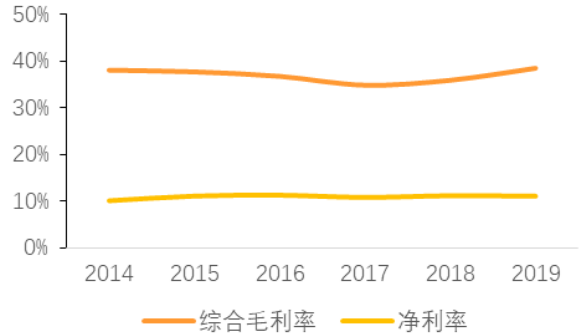
综合毛利率水平提升，公司盈利能力增强。2019 年主营业务毛利率为 39.20%，同比提升 2.74pct，净利率为 11.12%，与上年基本持平。毛利率提升主要系衣柜业务逐步成熟，以及大宗业务客户结构优化及大宗业务管理能力的提升带来的盈利能力提升。

图 5：2014 年-2019 年公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2014 年-2019 年公司综合毛利率与净利率



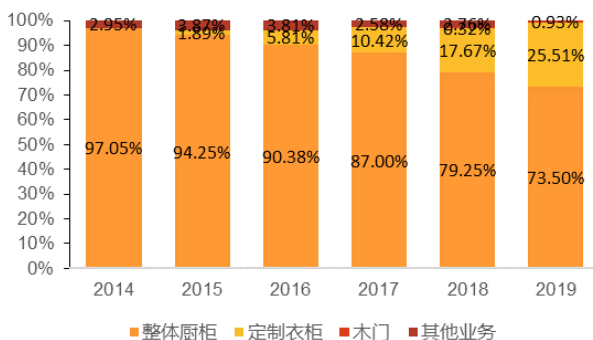
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 全品类扩张成效初显，继续深耕各项细分品类

品类扩张初显成效，衣柜占比逐年提升。厨柜业务为公司主要收入来源，而随着公司品类的扩张，厨柜业务占比从 2016 年的 90%逐步下行至 19 年的 74%。随着衣柜业务的布局，收入占比从 2015 年的 1.89%提升至 2019 年的 25.51%，增速较快。木门逐步发展，19 年收入占比同比提升 0.61pct。

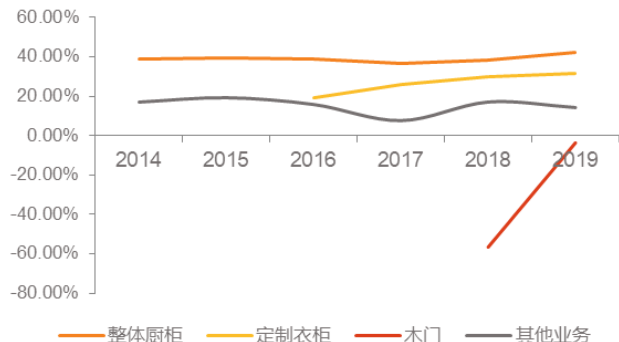
各品类盈利能力方面，2019 年厨柜毛利率同比上升 4.11pct，主要是工程大宗业务毛利率的提升所致，工程业务客户结构变化，增加优质战略合作地产客户，公司经营质量有较大改善。衣柜毛利率从 2016 年的 19.46%提升至 2019 年的 31.62%，逐步成为主要的盈利来源，随着规模效益及衣柜业务逐步成熟，衣柜毛利率或还有一定提升空间。19 年木门毛利率同比提升 52.97pct，毛利率为-3.62%，尚未实现盈利，我们认为随着厨柜、衣柜和木门融合店的增加，或有望拉动木门收入规模增长。

图 7：2014 年-2019 年公司各产品营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2014 年-2019 年公司各产品毛利率

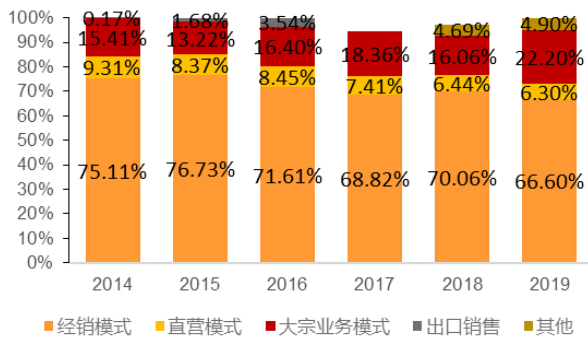


资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕经销渠道，提升大宗业务盈利能力。公司以经销模式为主，以直营专卖店和大宗业务为辅。经销渠道对收入贡献最大，随着大宗业务占比提升，经销渠道占比从 2014 年

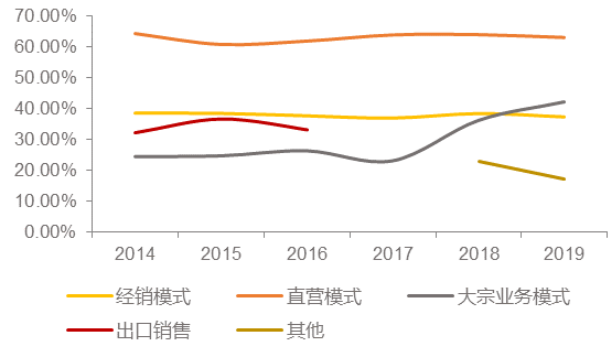
的 75.11% 下降至 2019 年的 66.60%。公司大宗业务增长显著，收入占比从 2014 年的 15.41% 增长至 2019 年的 22.20%。在毛利率方面，经销模式和直营模式较为稳定，分别在 38% 和 64% 左右。由于公司优化国内大宗业务客户结构以及在工程业务能力提升，2019 年大宗业务毛利率大幅提升至 42.03%，同比提升 11.81pct。

图 9：2014 年-2019 年公司各渠道收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2014 年-2019 年公司各渠道毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 中短期竣工趋势强，精装修加速行业集中度提升

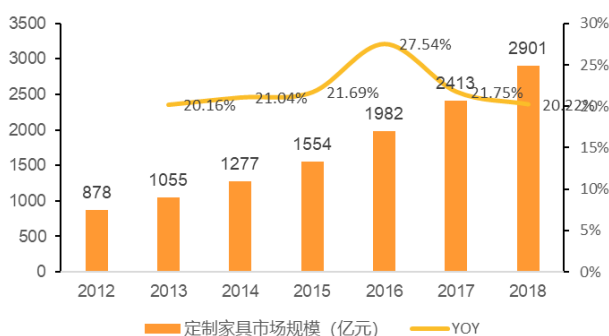
### 2.1. 零售市场：中短期竣工回暖，趋势上中长期存量需求确定性强

#### 2.1.1. 定制行业规模稳健增长，渗透率仍有提升空间

定制家居市场规模从 2012 年的 878 亿元增长至 2018 年的 2901 亿元，家具行业市场规模从 2012 年的 3695 亿元增长至 2017 年的 7330 亿元，2012-2018 年 CAGR 为 6.04%。基于显性的家居卖场高效获客的渠道红利，定制家具对成品及木工替代的产品红利，及新房市场高增长的市场红利，在消费升级的大趋势下，定制行业通过不断的渠道扩张和产能扩张获取市场份额，12-18 年 CAGR 为 22.04%。

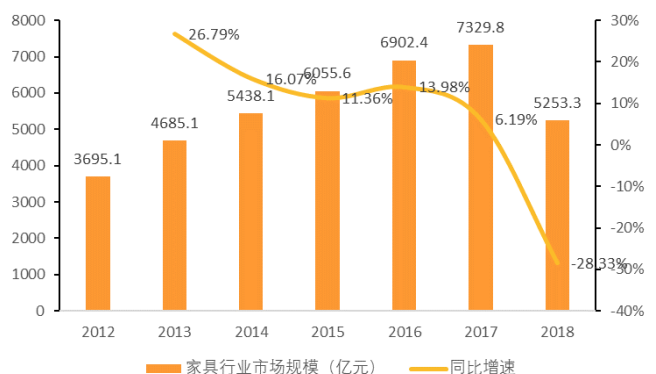
定制渗透率稳步提升，2018 年我国定制家居整体渗透率约 30%，显著低于美国、韩国等发达国家的 60%-70%。分品类看，定制厨柜起步较早，渗透率较高约为 60%，定制衣柜渗透率约 30%。

图 11：2012 年-2018 年中国定制家具市场规模



资料来源：前瞻产业研究院数据，天风证券研究所

图 12：2012 年-2018 年中国家具行业市场规模

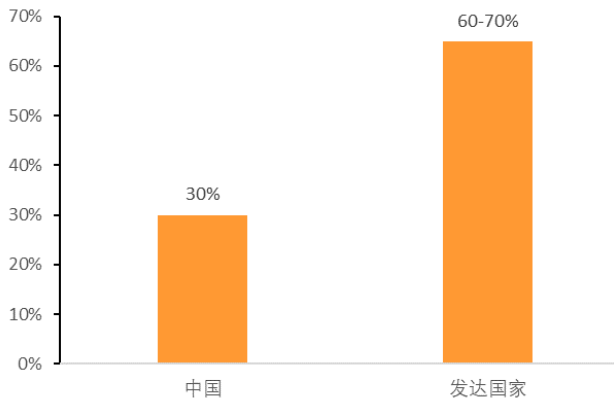


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

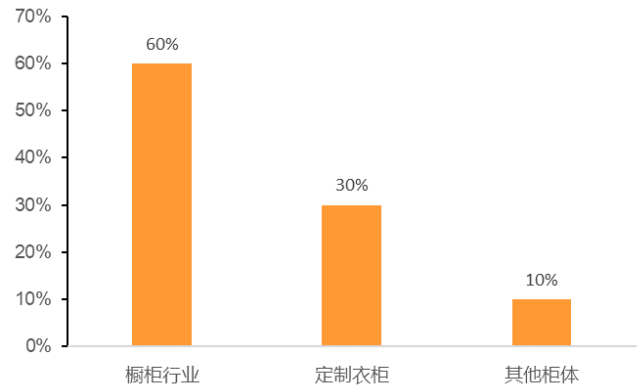
图 13：中国定制家居渗透率与发达国家比较

图 14：2018 年定制厨柜、定制衣柜及其他柜类渗透率





资料来源：前瞻产业研究院数据，天风证券研究所



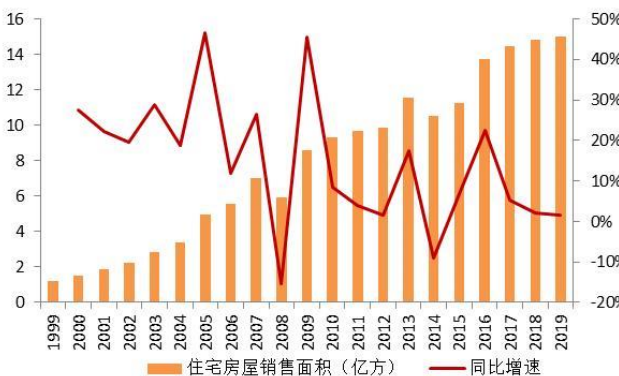
资料来源：前瞻产业研究院数据，天风证券研究所

### 2.1.2. 新房市场：19 下半年进入竣工回暖周期，后周期细分领域持续受益

中短期商品房销售规模处于高位，边际上竣工增速向上趋势确立，看好家居需求向好。2017 年以来由于库存和销售的影响，销售和竣工逐渐显现剪刀差，我们的交房模型显示 18 年底竣工情况见底回升，19 年竣工持续回暖，2020 年行业竣工将持续改善，19-20 年的交房量增长分别为 35%、21%。从统计局数据来看，2019 年下半年以来竣工改善已逐步体现，2019 年全年全国商品住宅竣工面积 6.8 亿方，同比增长 3%，行业竣工增速由负转正，我们认为竣工将由此进入 2-3 年的回暖通道，家居家品为地产后周期消费品，随着竣工回暖，家居需求或持续向好。

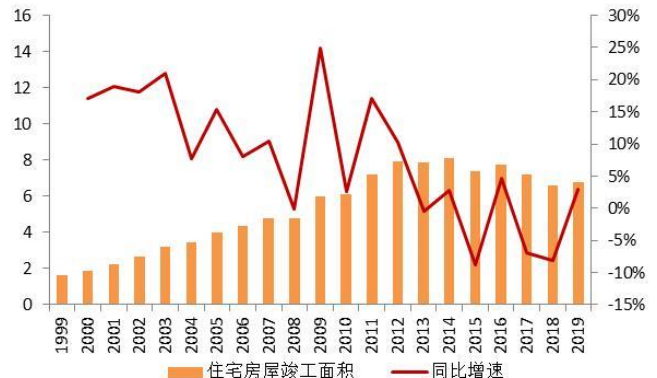
20 年自 3 月起单月竣工增速转正，2020 年竣工回暖确定性强。2020 年年初以来，受复工延后影响，商品住宅竣工数据下行，2020 年 1-3 月全国住宅竣工面积 10928 万平方米，同比下滑 16.2%，降幅较前 2 月收窄 8.1pct。单 3 月住宅竣工面积 4167.07 万平方米，同比增长 1.20%，同比单月回正。受复工延后影响商品住宅竣工数据下行，但单月数据改善明显，我们维持 2020 年竣工回暖的判断。

图 15：全国商品房销售面积累计值及同比增速（亿平方米）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

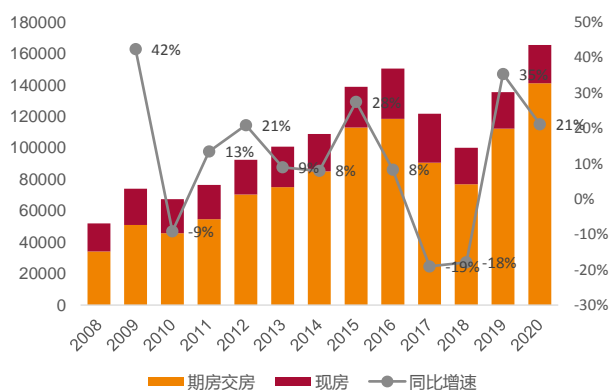
图 16：全国房屋竣工面积（亿方）累计值及同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：交房预测模型（万平方米）

图 18：交房预测模型——按季度看，2017Q4 交房最差（万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

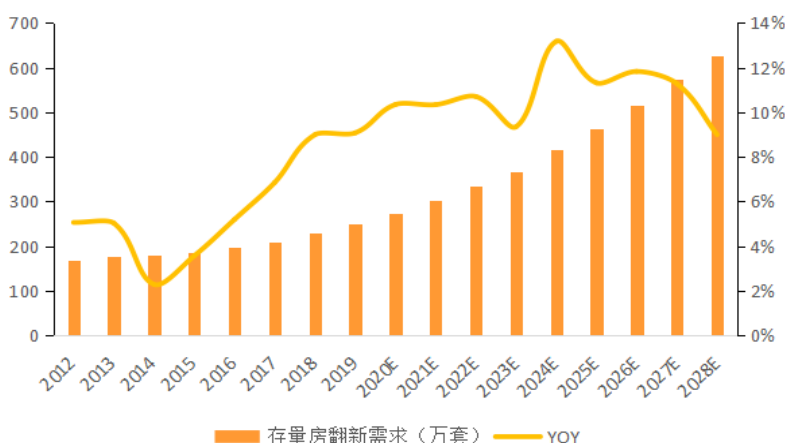


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.1.3. 有效存量商品房翻新需求逐年递增

趋势上有效存量房市场翻新规模持续提升。我们假设城镇存量商品房 15 年翻新一次，翻新比例为 10%，测算 1999 年以来住宅累计竣工面积，平均住宅面积为 90 平米/套，我们的模型显示 2020-2022 年城镇商品住宅存量翻新套数预计分别为 275/303/337 万套，对应增速分别为 10.3%/10.3%/10.7%，我们认为，随着商品房市场的发展，竣工增速的持续攀升，趋势上 20 年以后有效存量市场翻新需求持续提升更为确定。

图 19：存量房翻新需求预测



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

我们对城镇存量住宅市场测算过程如下：按国家统计局数据，1999 年全国城镇人均住宅面积 9.8 平米/人，对应城镇存量住宅规模 42.87 亿方，假设套均面积 90 平米/套，存量住宅规模为 2366 万套。在此基础上，累加每年商品住宅竣工面积，截止 2019 年我们保守预计全国城镇有效存量商品住宅市场规模为 153.05 亿方，按 90 平米/套预计，对应套数为 14607 万套。

表 2：全国商品住宅存量市场规模测算过程及假设

项目	测算过程
1999 年全国城镇人口	43748 万人
1999 年存量房套数	2365.8 万套
城镇人均住房面积	9.8 平米/人
城镇存量房总面积	42.87 亿平方米
1999-2019 竣工面积	共计 111.79 亿方
商品房平均住宅面积	90 平米/套
2019 年存量房面积	153.05 亿平方米

2019 年存量房套数	14607.42 万套
翻新频率	15 年
每年翻新需求占比	10%

资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

存量需求占比持续提升，趋势上零售总需求中，存量房扮演的角色越来越重要。趋势上有效存量房翻新需求占总零售市场（排除精装房市场需求）的需求比例呈逐年提升趋势，我们的模型预计 2020/2021/2022 年翻新需求占比分别为 31%/32%/32%。

表 3：全国商品住宅存量翻新需求占总需求的比例逐年攀升（万套）

	新房零售市场需求	精装市场需求	存量房翻新需求	存量房翻新需求占比
2012 年	722	37	167	19%
2013 年	713	44	176	20%
2014 年	718	60	180	20%
2015 年	642	69	186	22%
2016 年	660	87	196	23%
2017 年	601	100	209	26%
2018 年	548	105	228	29%
2019 年	547	127	249	31%
2020 年	602	167	275	31%
2021 年	649	211	303	32%
2022 年	698	264	335	32%

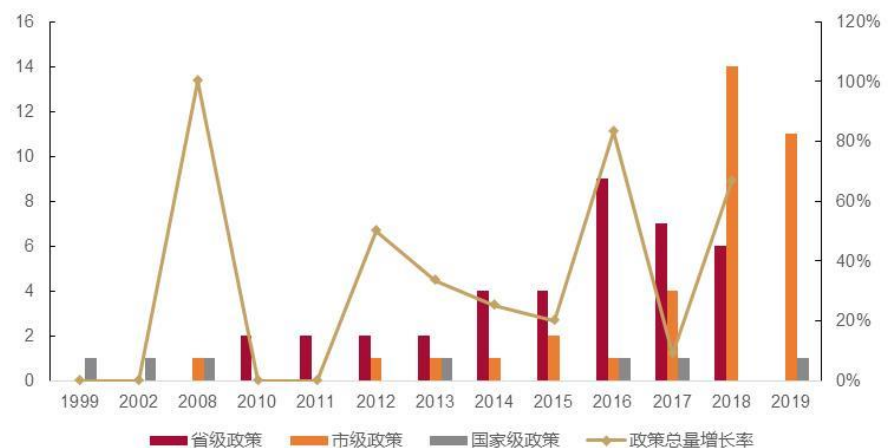
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

## 2.2. 工程市场：精装政策支持力度大，渗透率依旧处于提升通道

### 2.2.1. 一、二线城市精装渗透率高，三、四线及以下城市渗透空间大

2012 年来，国家加大精装修的政策力度和覆盖面。根据奥维云网数据，截至 2019 年 9 月，全国累计颁布全装修/精装修的各类政策累计 83 次，覆盖 27 个省市。2017 年国家住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》中明确提出，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，各地政府也出台了相应的精装修政策，明确提出等于或高于国家要求的精装修渗透率。

图 20：中国全装修/精装修相关政策颁布数量及变化

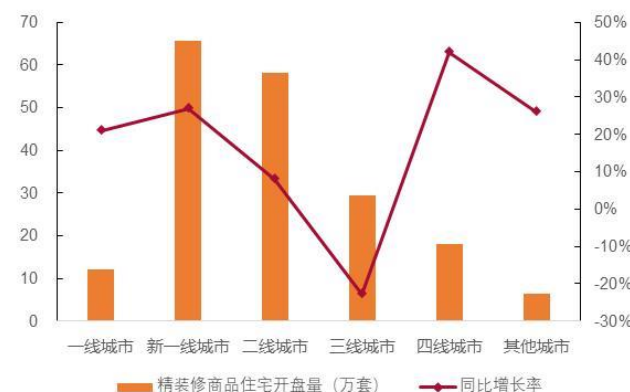


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

精装政策一二线城市先行，一、二线城市精装渗透率较高。根据奥维云网的数据，2019

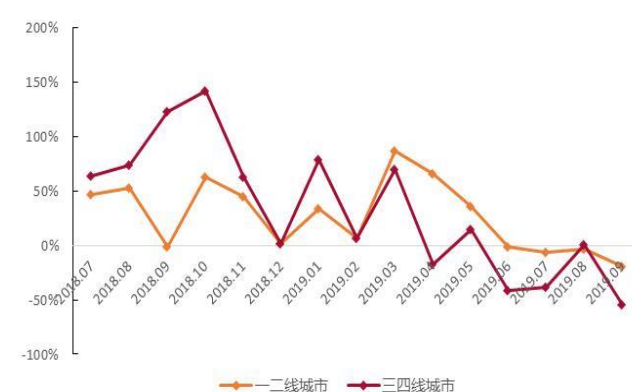
年前三季度，全国一线、新一线、二线城市精装修套数分别 12 万套、65.8 万套、58.3 万套，占比分别为 6%、35%及 31%，共计占全国精装套数的 72%，三线、四线城市及其他城市 2019 年前三季度精装修套数分别为 29.5 万套、18.1 万套及 6.4 万套，共计占比约为 28%。整体上，一、二线城市占全国 28%的销售面积以及全国 72%的精装修面积，三四线城市还有较大渗透空间。2017 年以来，大量布局在三、四线城市的房企销售面积高速增长，带动精装市场下沉，2018 年下半年以来三四线及一二线城市销售面积增速下行，但整体三四线商品房市场规模依旧较大。

图 21：2019 年 1-9 月精装修市场城市等级精装修开盘量（万套）及同比增速



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 22：地产精装修销售市场一二、三四线城市增速对比

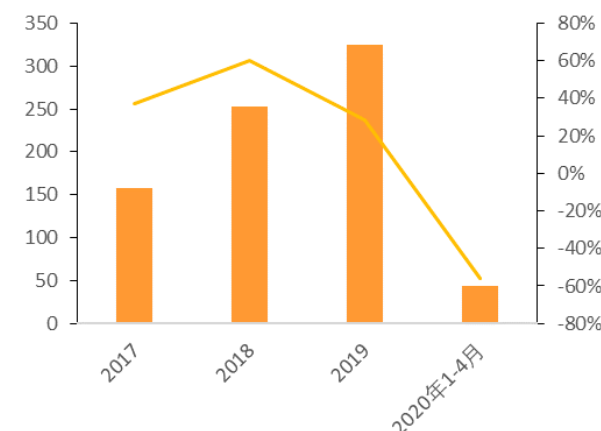


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

### 2.2.2. 新开工及销售端带动精装修市场渗透率提升，预计 2021 年达到 29%

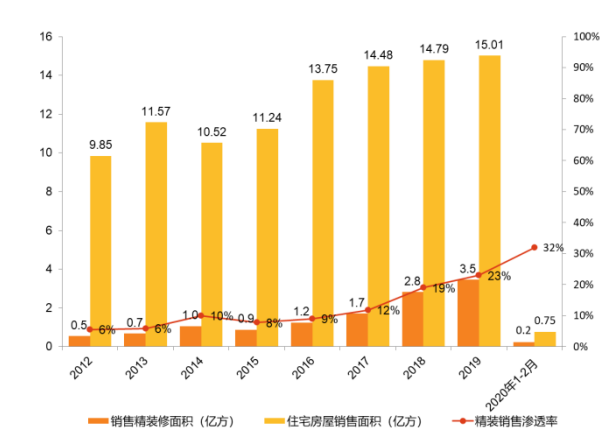
过去三年精装修行业迎来高速增长。根据奥维云网的数据，精装修行业于 2017、2018、2019 年开盘套数分别为 158.2、252.8、324.7 万套，同比分别提升 37.1%、59.8%和 28.4%，2018 年精装修行业规模增速亮眼，主要原因为国家政策大力支持以及 2017 年以来精装占比高的龙头房企销售面积大幅增长。行业精装修渗透率依旧存在提升空间，根据政策对开工精装渗透率 30%的指引，我们预计 2020-2022 年全国销售精装修渗透率或继续稳健提升。

图 23：2015 年-2020 年 1-4 月精装房市场规模（万套）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 24：2012 年-2020 年 1-2 月精装修销售渗透率



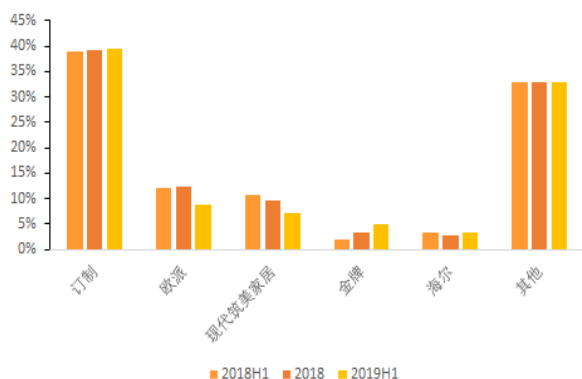
资料来源：奥维云网，国家统计局，天风证券研究所

### 2.2.3. 从地产销售集中度提升理解工装家居企业加速提升

相较零售市场，精装市场集中度更高，品牌家居龙头更易成为 B 端客户核心供应商。根据奥维云网的数据，2018 年欧派、现代筑美家居占精装厨柜市场的市占率分别为 12.3%、9.5%，显著高于两家企业在零售市场的市占率。而从水槽市场的数据验证来看，这一趋势更为明显，摩恩、科勒占精装水槽市场的市占率分别为 41.74%、19.74%。

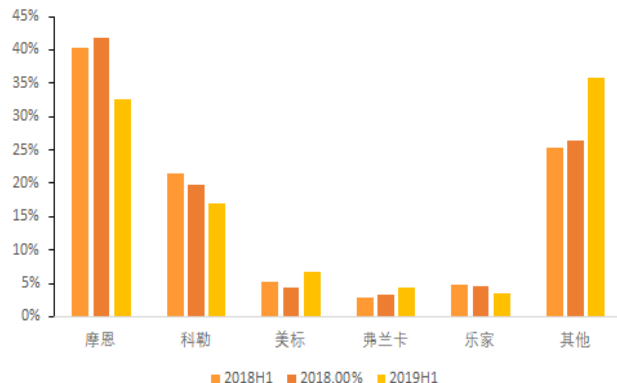
**2B 端置换供应商成本高，客户粘性更强。**大型地产商楼盘项目多规模大，置换供应商成本高，核心供应商的合作往往持续性强，相较于零售端体现出更强的客户黏性。

图 25：2018 年欧派厨柜在精装厨柜市场市占率达 12.3%



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 26：精装房市场水槽市场集中度更高

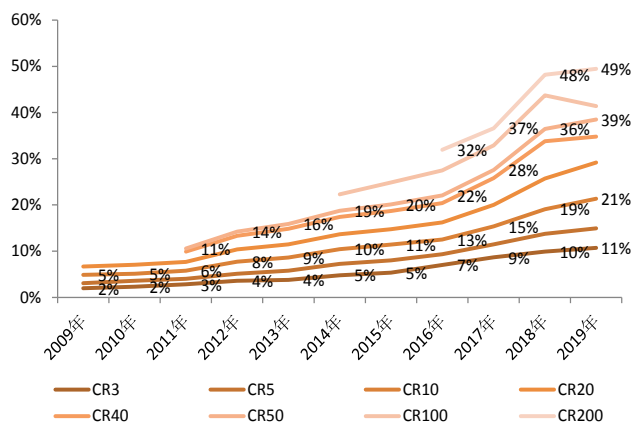


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

全国商品住宅市场也处于行业集中度提升过程。2019 年商品住宅销售市场 CR200 提升至 49%，对应 880 万套商品房销售，商品住宅销售市场 CR10 为 21%，对应 342 万套商品房销售。对于定制企业而言，地产集中度的加速提升更有助于定制企业获单，在此过程中，在工程市场占据先发优势的企业将提前受益。

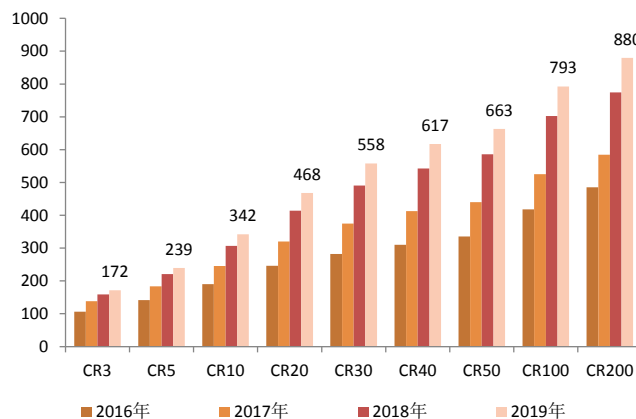
**龙头地产公司精装比例高，标杆作用强。**根据奥维云网的数据，2019 年 1-9 月 TOP10 房企精装房占行业总量的 41.27%，而排名在 50 以后的房企精装率也处于高速增长阶段。龙头开发商精装产品进入低线城市能够激活中小城市精装房产品需求，改善市场对精装房的认可和接受程度。

图 27：商品住宅 2009-2019 年集中度持续提升，2017 年显著加速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2016-2019 年商品房市场企业销售套数集中度（万套）

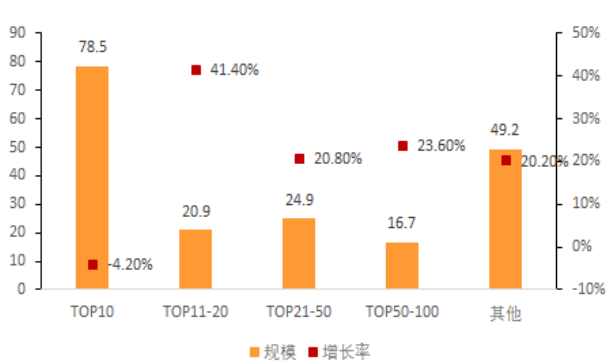


资料来源：Wind，天风证券研究所

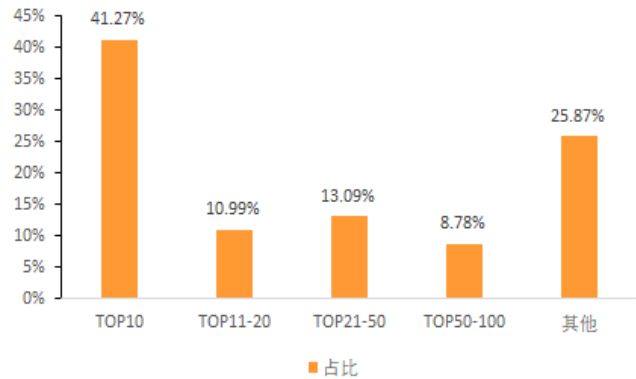
图 29：2019 年 1-9 月分排名开发商精装房套数（万套）

图 30：2019 年 1-9 月分排名开发商精装房套数占比





资料来源：奥维云网，天风证券研究所



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

综上，我们认为：（1）品牌家居更容易获得商品住宅 B 端市场客户认可；（2）B 端客户对核心材料供应商置换成本高，供应商粘性强，品牌家居企业更容易在 B 端市场提升市占率；（3）全国商品住宅市场本身处于行业集中度提升的过程中，更加速服务于地产龙头的家居企业集中度提升。（4）目前全国龙头地产商的精装房比例较高，排名在 50 以后的房企精装率也处于高速增长阶段，龙头标杆作用强。

### 3. 大宗业务：把握精装机遇，收入盈利双升

公司大宗业务为市场关注度高的焦点之一，我们认为公司大宗业务具备以下优势：

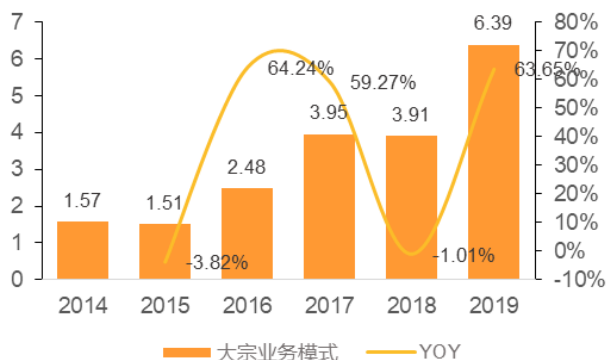
- **先发优势强，多年经验，运作成熟，承接项目能力强：**公司 2010 年起涉足大宗业务领域，业务初期与恒大、万科等地产龙头深度合作，多年经验积累，项目承接能力强。一方面，恒大、万科精装房产品推出时间早，万科精装房产品为业内标杆，公司与龙头地产商的合作经验更易于后期开拓优质客户；另一方面，恒大地产多大型楼盘，公司与恒大地产多年合作，公司大订单承接及交付能力强。
- **从单一大客户到客户群多元化，单值提升，分散经营风险，提升盈利能力：**恒大业务占比高，2015、2016 年恒大在公司采购金额分别为 7826 万元、1.1 亿元，占大宗业务的 51.82%、44.45%，占比较高。随着公司大宗业务能力的夯实，公司主动调节客户结构，19 年公司客户群多元化格局形成。优势凸显：1、随着公司产品力的提升，以及单一客户精装配置档次的提升，大宗业务盈利能力也有显著增强。2、客户数量的增加有助于公司分散经营风险。
- **现金流情况好于预期：**公司 2019 年应收账款净增加值/大宗业务收入比例为 33%，低于行业均值，现金流情况较为稳定。过去公司给予恒大的信用政策更为宽松，随着客户调整以及大宗工程代理模式的增加，公司现金流情况更有望持续维持稳健。

#### 3.1. 业务规模增长可观，盈利能力显著提升

公司大宗业务收入从 2014 年的 1.57 亿增长至 2019 年的 6.39 亿，CAGR 高达 32.41%。2018 年由于公司对大宗渠道客户结构进行调整，收入增速有一定回落，随着公司对优质客户的开发，代理模式的运作能力提升，大宗渠道收入逐步回暖，2019 年大宗业务收入为 6.39 亿元，同比增速高达 63.65%。公司大宗业务收入占比较高，从 2018 年的 16.06% 提升至 2019 年的 22.20%，大宗业务收入占比为行业领先。

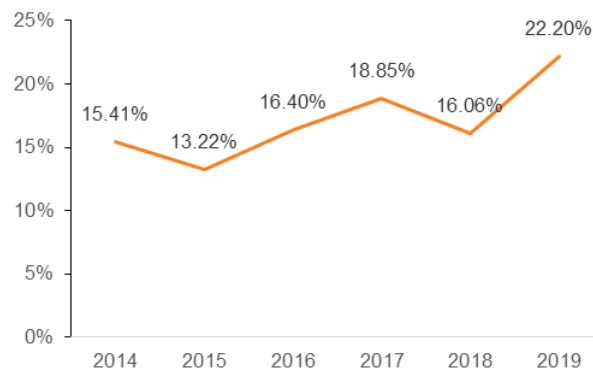
图 31：2014 年-2019 年大宗业务收入（亿元）及同比增速

图 32：2014 年-2019 年大宗业务收入占比



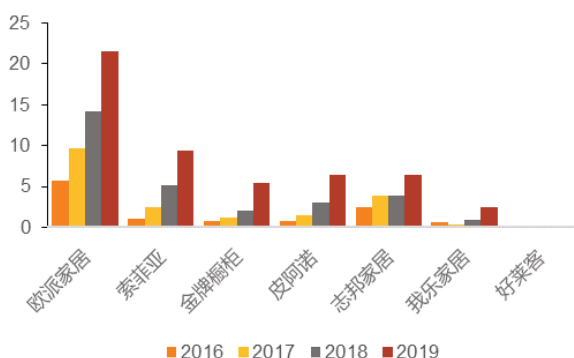
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：2016 年-2019 年定制家居行业大宗业务收入（亿元）

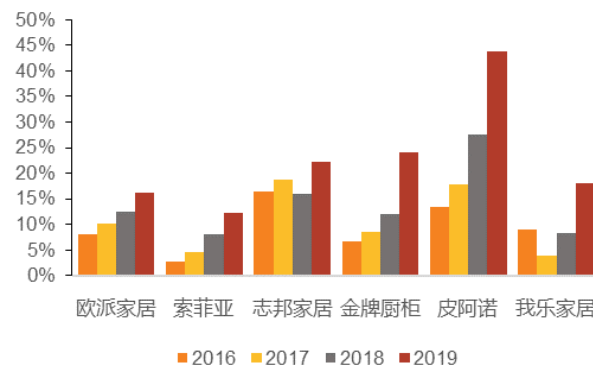


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：2016 年-2019 年定制家居行业大宗业务收入占比



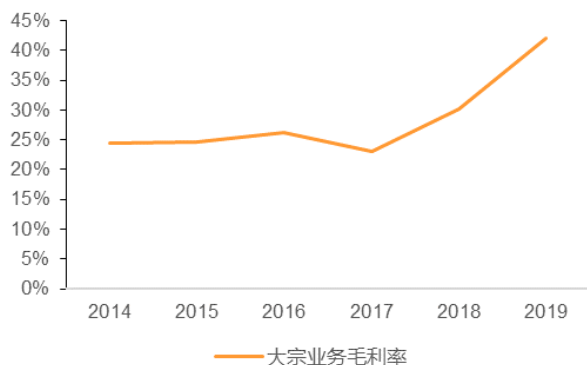
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

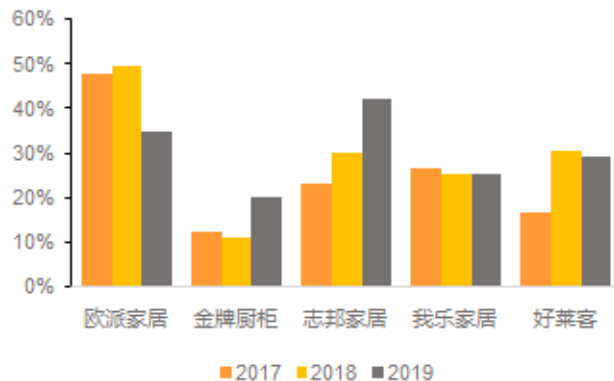
**大宗业务毛利率上升明显。**公司于 2018 年优化大宗客户结构，毛利率从 2017 年的 23.12% 大幅提升至 2019 年的 42.03%。

图 35：2014 年-2019 年定制家居行业大宗业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：2017 年-2019 年定制家居行业大宗业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 完成客户战略调整，优化工程代理模式

公司于 2010 年开始探索大宗业务，国内大宗业务以与龙头地产公司战略合作及全国业务代理相结合的模式。与公司有深度合作的地产企业包括：绿地集团、龙湖地产、中南建设、阳光城、保利地产等。截止目前，公司大宗客户中百强地产企业占比已达 30%，其中前 10 占比 60%，前 20 占比 60%。

**加大开发战略客户和优质代理商。**2019 年代理商销售占比约 22%，以公司名义签约销售并委托代理商提供服务的占 42%，公司自营占 36%。随着公司在大宗业务领域管理经验

的丰富，以及对代理商管理运营的水平更高，公司未来或逐步提升代理商比例。

图 37：与公司有合作的龙头地产企业

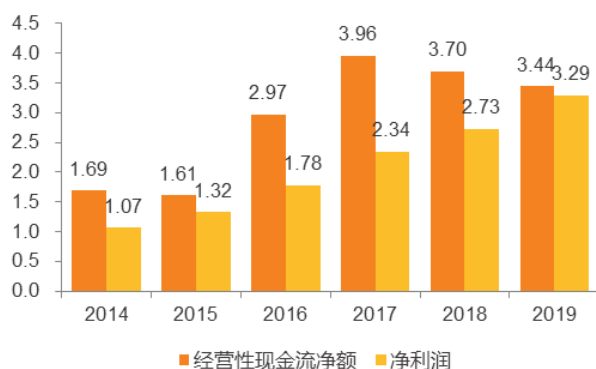


资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.3. 现金流状况稳健，应收款项风险可控

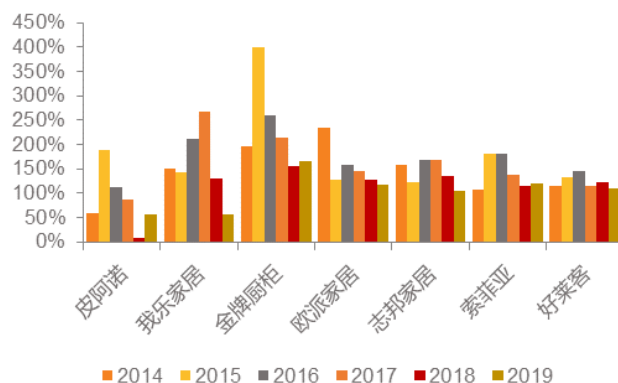
2014 年-2018 年公司经营性现金流净额占净利润比值维持在 100%-170%之间。2019 年受大宗业务占比大幅提升影响，比值下降至 105%，但依旧处于可控区间。回顾过去，15、16 年，公司大宗业务第一大客户中国恒大，销售金额分别为 7826 万元、1.1 亿元，占公司大宗业务收入的 51.82%、44.45%，占公司业务比例高，付款信用政策较为宽松，随着客户结构的调整，现金流管控能力的提升，公司现金流状况或继续维持稳定。

图 38：公司 2014 年-2019 年经营性现金流净额及净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2014 年-2019 年定制家居行业经营性现金流净额/净利润

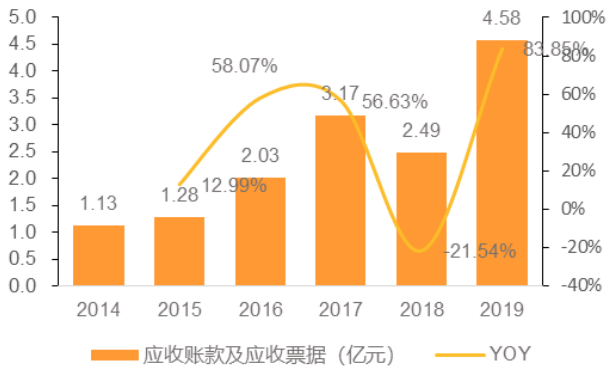


资料来源：Wind，天风证券研究所

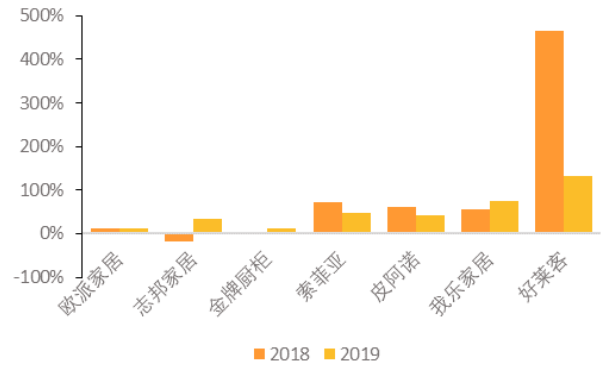
2019 年公司应收账款及票据年增加净额/大宗业务为 33%，应收账款风险可控。随着公司业务规模的扩展，公司应收账款及应收票据总额从 2018 年的 2.49 亿元增长至 2019 年的 4.58 亿元，同比增速为 83.85%。公司 2019 年应收账款及应收票据年度净增加额占当年大宗业务收入规模的比例为 33%。公司建立完善的风险管理体系，深度实践阿米巴经营管理方式，对大宗业务客户信用和账期管理有较好的把控。

图 40：2014 年-2019 年公司应收账款及应收票据、同比增速

图 41：2018 年-2019 年定制家居行业应收账款及应收票据年增加净额/当年大宗业务收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

定制家居行业大宗业务授信方式主要分为两种，一种是预先收取一定比例货款，按进度结算剩余合同款项，部分企业的大宗客户会保留一定比例的合同款作为质保金，质保金支付期限约 1-2 年；另一种是工程经销商支付保证金或者收取工程经销商全款再安排生产。公司针对一般房地产开发商采取按进度付款的结算方式，从信用政策来看，公司对恒大到货结算款占 20%，安装验收结算占 70%，而相比于其他地产商，例如绿地集团，早在到货即可交付 50% 货款，龙湖、万科的信用政策均为到货款交付 70%。

**信用政策差异引起应收账款结构差异。**公司采用针对房地产商分阶段收款和工程代理商先付款后生产相结合的结算方式，应收账款及应收票据总额占大宗业务收入比例 2018 年-2019 年分别为-17.50%/32.66%。欧派家居采用经销商支付保证金的方式，公司在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款，相关应收账款基本不存在坏账损失风险，比值维持在 10%-12% 之间。金牌厨柜采用融资担保+分阶段付款模式，应收账款占大宗业务收入比例较低，在 3%-14% 之间。欧派家居和金牌厨柜应收账款回款能力较强。

表 4：定制家居行业大宗业务模式及信用政策

公司名称	业务模式	信用政策
志邦家居	直营+工程代理商合作	<p>房地产开发商：针对一般房地产开发商采取按进度付款方式贷款进行货款结算；对于广州恒大，下单结算货款 10%，到货结算货款 20%，安装验收结算货款 70%，绿地集团，早在到货即可交付 50% 货款，龙湖、万科的信用政策均为到货款交付 70%，上述各期结算款均在 6 个月内以商业承兑汇票支付。</p> <p>工程经销商：在收取工程经销商全款后，公司按照订单安排生产。</p>
欧派家居	由公司与房地产开发商或工程承包商签订产品供应与安装合同，工程经销商作为项目履约实际操作人	<p>大宗业务客户：向公司支付一定比例的货款。</p> <p>经销商：需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金。公司在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款，相关应收账款基本不存在坏账损失风险。</p>
索菲亚	自营+经销商经营	依据客户信用和资金实力等情况，与客户签订合同，并按照合同规定先收取一定比例的货款，然后按照计划安排量度、设计、生产、发货、安装和收取货款。
金牌厨柜	直营销+代理销售	<p>(1) 融资担保：为了及时收回货款，经过授权，工程代理商可在兴业银行办理“卖方担保买方融资业务”，即工程代理商与兴业银行签订授信贷款合同并约定贷款用途，贷款只能用于支付代理商与公司之间购销合同项下的货款，公司为前述合同提供担保。该贷款账户由公司和代理商共同管理。(2) 货款结算：下单前工程代理商支付货款的 30%，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 40%，剩余 30% 的货款给予 1 个月信用期。</p>
好莱客	直营为主	<p>工程客户需要先预付一定比例合同款，然后根据工程进度结算除保修金外的剩余合同款，待工程验收后，通常情况下，工程客户保留 5% 左右的合同款作为质保金，待工程验收完工后 1-2 年支付给公司。</p>

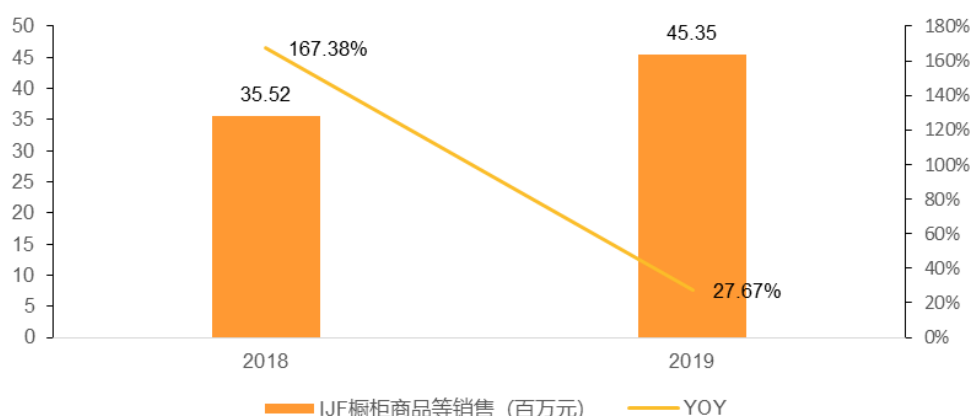
皮阿诺	直营+工程经销商	合同签署后公司需预收部分定金，产品安装并经验收合格，公司与客户进行账单核对并开具发票后，收取 95%左右的货款（公司开票、客户核对账单及付款一般需一个月左右），剩余 5%质保金于质保期（一般为 2 年）满后收取。
我乐家居	直营为主	大宗客户根据双方签署的合同约定付款。
顶固集创	直营模式	大宗用户一般需要先预付一定比例的合同款，待产品安装验收后，通常情况下，大宗用户保留 5%左右的合同款作为质保金，待安装验收完工后 1-2 年内支付给公司。

资料来源：各公司招股书及公告，天风证券研究所

### 3.4. 海外市场持续开拓，出口销售稳步增长

公司直营海外大宗业务模式，向海外精装地产商销售定制家居产品，或通过海外定制销售公司向地产商提供产品与服务。公司于 2018 年以 6.67 百万澳元获得澳洲最大的厨柜商 IJF Australia 47% 的股权。IJF Australia 是具有 54 年专业管理经验的厨柜制造商和工程服务商，与澳大利亚大型上市房地产及总承包商有多年的合作经验。通过对 IJF 的投资，扩大公司在澳大利亚的销售渠道。2018 年及 2019 年通过 IJF 销售厨柜等商品金额分别约 35.52 百万元及 45.35 百万元，同比增速分别为 167.38% 和 27.67%。

图 42：2018 年-2019 年公司通过 IJF 销售厨柜等商品金额及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 深耕各类业务渠道，渠道多元化拓展

### 4.1. 经销及直营：渠道持续拓展，同店增速承压

#### 4.1.1. 经销渠道收入占比 67%，盈利能力稳定

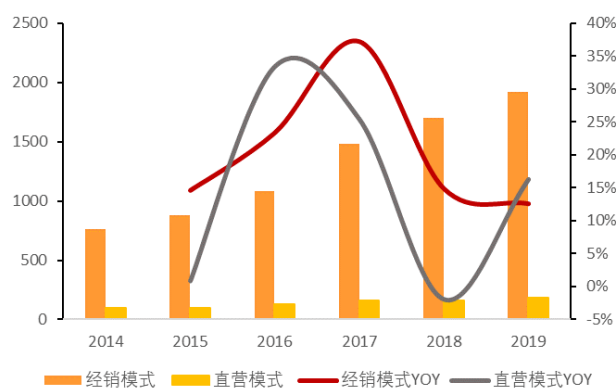
**经销业务稳健增长。**公司经销业务收入从 2014 年的 7.65 亿元，增长至 2019 年的 19.18 亿元，CAGR 为 20.18%。经销模式对营业收入贡献最大，随着公司渠道的多元化布局，2014-2019 年经销渠道收入占比从 75.11% 下降至 66.60%。经销渠道毛利率较为稳定，随着衣柜经销渠道的拓展和投入，以及公司让利加盟商，加大补贴力度，经销渠道毛利率从 2014 年的 38.56% 略微下降至 2019 年的 37.21%。

**直营店收入增速回升，毛利率持续提升。**公司共有 17 家直营店，主要分布于合肥市，公司于 2019 年在广州设立直营销售公司，并设立第九代展厅的全国标杆形象店，以广州为标杆，逐步覆盖华南市场。直营业务规模 2019 年实现 1.82 亿元，同比增长 16.25%，增速由负转正，较 2018 年末回升 18.23pct。随着公司业务多元化发展，直营业务收入占比从 2014 年的 9.31% 下降至 2019 年的 6.30%。

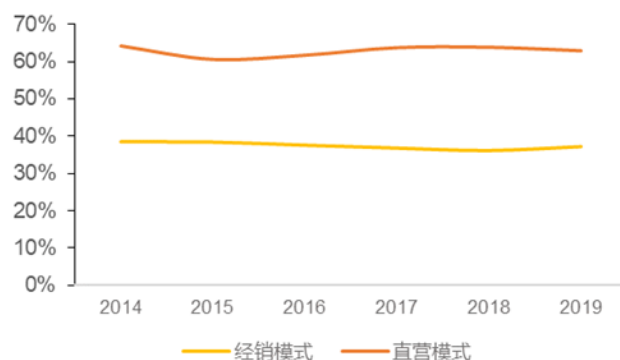
图 43：2014 年-2019 年经销模式、直营模式收入（百万元）及同比增速

图 44：2014 年-2019 年经销模式及直营模式毛利率





资料来源：公司公告，天风证券研究所



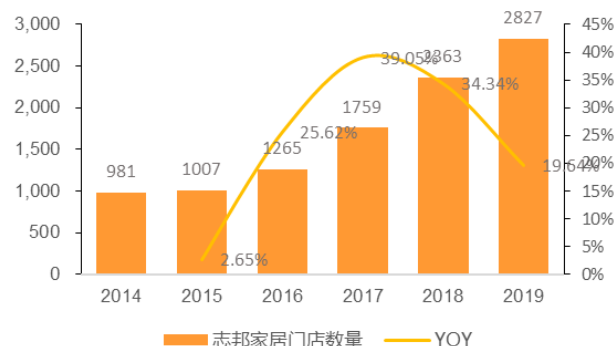
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.1.2. 渠道持续扩张，衣柜扩张速度高于橱柜

开店速度较快，渠道扩张力度高于行业平均水平。公司开店增速高于同行业可比公司平均水平，总体门店数量从 2014 年的 981 家增长至 2019 年的 2827 家，2014-2019 年总门店数量年均复合增速为 23.58%。其中，公司净增加门店数量从 2017 年的 494 家增长至 2019 年的 464 家，CAGR 约 3.08%，高于行业平均水平 25.49%。

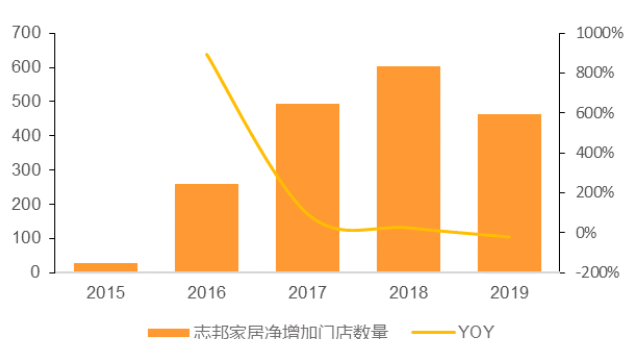
定制衣柜渠道扩张增速高于整体厨柜。近年来，公司加大定制衣柜渠道扩张力度，2016 年至 2019 年定制衣柜专卖店从 153 家增长至 1078 家，年均复合增速高达 91.71%。整体厨柜经销商及门店数量稳步增长，专卖店从 2016 年的 1112 家增长至 2019 年的 1535 家，CAGR 为 11.34%。

图 45：2014 年-2019 年公司门店数量（家）及同比增速



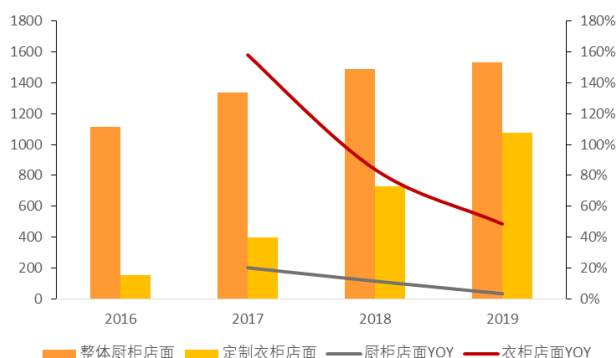
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 46：2015 年-2019 年公司净增加门店数量（家）及同比增速



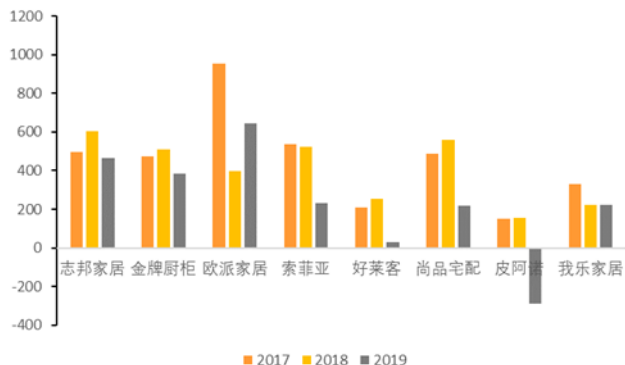
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：2016 年-2019 年厨柜及衣柜门店数量（家）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：2017 年-2019 年定制家居行业净增加门店数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

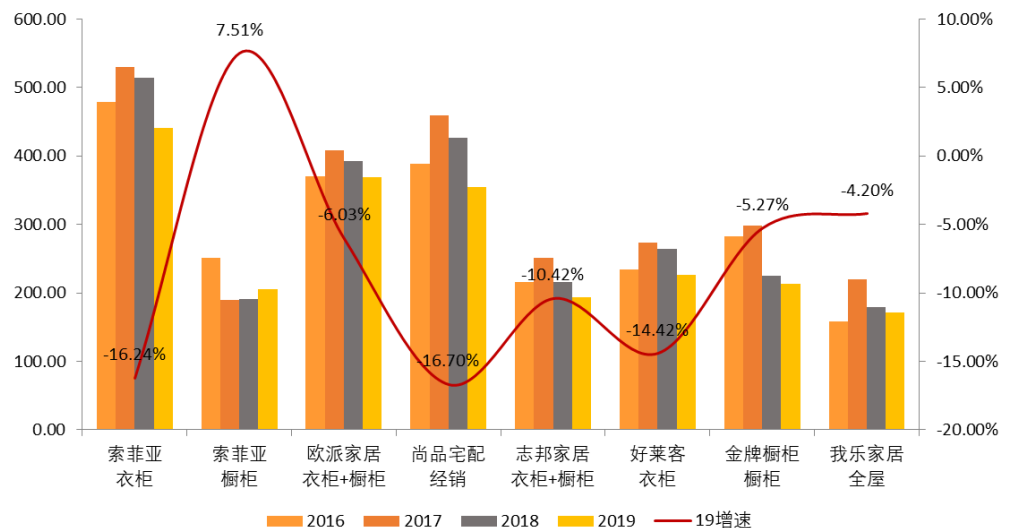
## 4.2. 渠道加速布局，同店收入承压

**公司加速渠道布局，同店收入下降。**我们采用这样一个公式来测算同店收入：同店收入=当期经销商渠道收入\*2/（上年同期门店数量+一年内净开店数量\*0.2），其中包含的假设是当年新开门店的年收入约为老店收入的40%，并且在一年中匀速开业，且经销商渠道加价率为1倍。（注：受数据所限，这个公式测算的同店收入是基于一定假设的，并非企业真实同店收入，只用作我们纵向或横向比较，由于当前新开门店的业绩爬坡期越来越长，近期开店较快的企业真实同店收入会高于我们测算值。）

**从公司同店收入绝对值来看，**公司同店收入从2016年的215.76万元下降至2019年的192.94万元。目前公司与行业龙头相比，在同店收入方面仍有一定的提升空间。未来随着公司衣柜渠道的拓展以及全屋定制融合店的发展，引流效果有望逐步增强，同店收入有望逐步改善。

**从同店收入增速看，公司2019年同店增速低于行业平均水平。**公司同店增速从2017年的16.45%下降至-10.42%。主要原因是：1）2017年及2018年上半年行业景气度尚可，基数较高；2）2019年经销渠道收入从Q4才显著回暖，所以同店压力较大；3）2018年以来公司开店速度加快。

图 49：2016-2019 年各家同店收入及增速（万元）

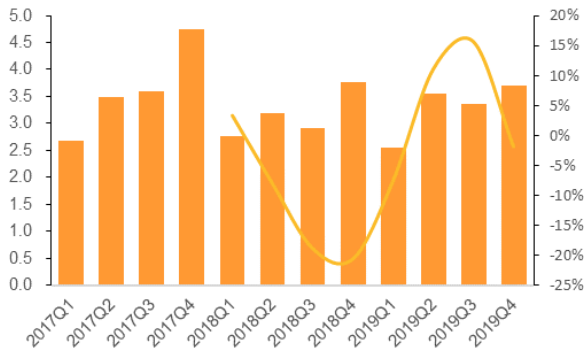


资料来源：公司公告，天风证券研究所

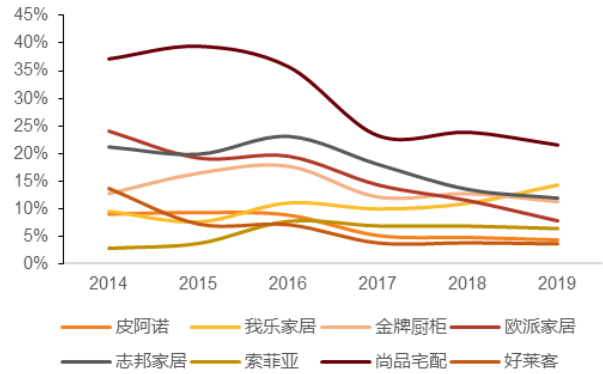
**伴随零售渠道回暖，预收账款增速回升。**公司预收账款从2017年的4.74亿元下降至2018年3.77亿元，同比下降20.54%。伴随公司第九代展厅标杆形象店的设立以及公司丰富全屋定制家居品类，门店引流效果有所增强，2019Q2-Q4预收账款同比增速分别为11.04%/15.61%/-1.84%，分别较2018年同比提升19.05/34.42/18.70pct。从横向看，公司预收账款占总资产比例从2016年的23.20%下降至2019年的11.94%，均高于同期行业平均值16.35%/11.67%/11.00%/10.15%。

图 50：2017 年-2019 年公司预收账款（亿元）及同比增速

图 51：2014 年-2019 年定制家居行业预收账款/总资产



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

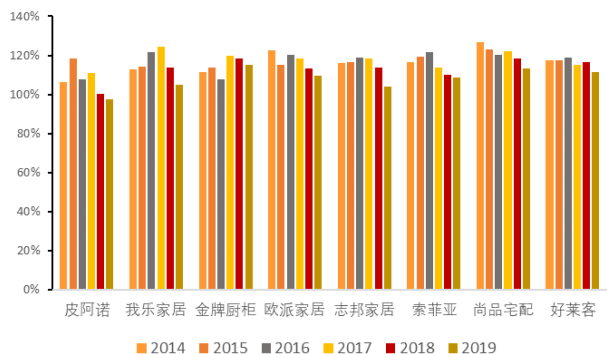
销货现金流高于营业收入,接近行业平均水平。公司销售商品、提供劳务收到的现金从 2014 年的 12.17 亿元增长至 2018 年的 27.71 亿元, 2019 年下降至 24.49 亿元, 同比下降 11.62%。2014 年-2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比例维持稳定, 在 104% 到 120%之间, 由于公司大宗业务占比提升, 2019 年比值略低于行业平均值, 但销货现金流仍覆盖营业收入。

图 52: 2014 年-2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 53: 2014 年-2019 年定制家居行业销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 多品类齐头并进, 开启“大家居”篇章

### 5.1. 深耕整体厨柜 22 年, 销量连续多年位居全国第二

公司以厨柜业务起家, 销量连续多年位居全国第二。经过 22 年深耕, 目前厨柜产品拥有美厨、名仕御庭、爱尔兰、维也纳、凡尔赛 6 大系列, 涵盖双饰面、烤漆、亚克力、实木等多种材质。

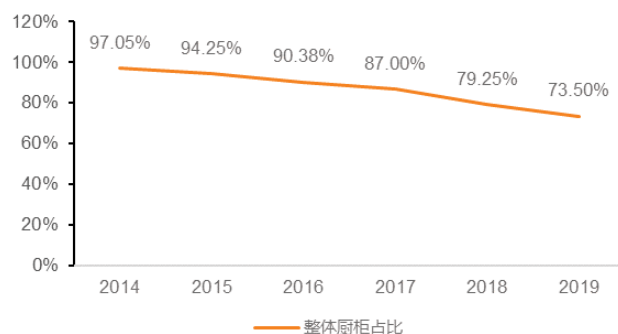
厨柜业务经销渠道在低线城市占比超过半数。公司厨柜收入从 2014 年的 10.19 亿元增长至 2019 年的 21.17 亿元, CAGR 为 15.75%。整体厨柜是公司主要营收来源, 2014 年-2016 年占比均在 90%以上, 随着衣柜业务的扩张, 厨柜业务占比从 2016 年的 90.38% 下降至 2019 年的 73.50%。厨柜业务经销渠道收入在低线城市占比较高, 在一二线/三四线/五六线城市收入占比分别为 19.1%/29.2%/51.8%。

图 54: 2014 年-2019 年整体厨柜收入（百万元）及同比增速

图 55: 2014 年-2019 年整体厨柜的占比



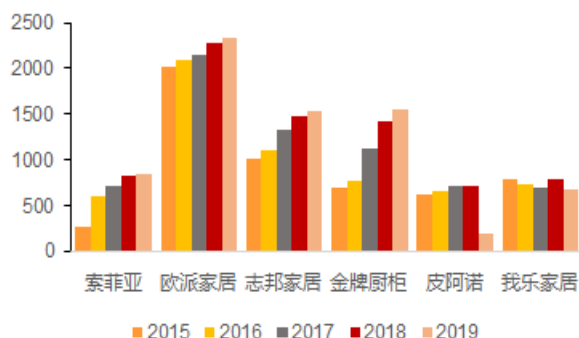
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

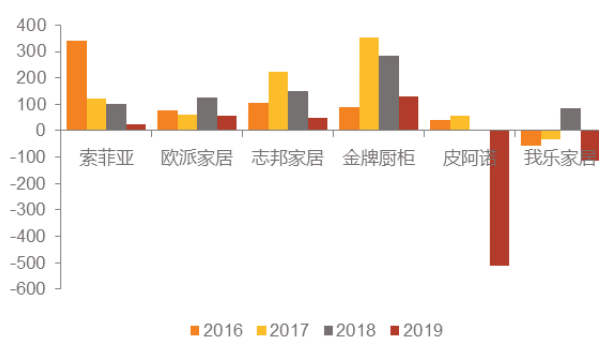
**厨柜业务开店数量及收入规模位居行业前列。**志邦家居厨柜门店从 2015 年的 1007 家增长至 2019 年的 1535 家，2020 年预计净开店厨柜 70 家。在净增加门店方面，公司 2016 年-2019 年新增门店分别为 105/223/152/48 家，2018 年-2019 年新增数量高于行业可比公司，仅次于欧派家居和金牌厨柜。公司厨柜品牌知名度高，厨柜业务收入规模连续多年位列行业第二，业务比例近年来虽有所下降，但仍位居行业前列。

图 56: 2015-2019 年定制家居行业厨柜业务门店数量 (家)



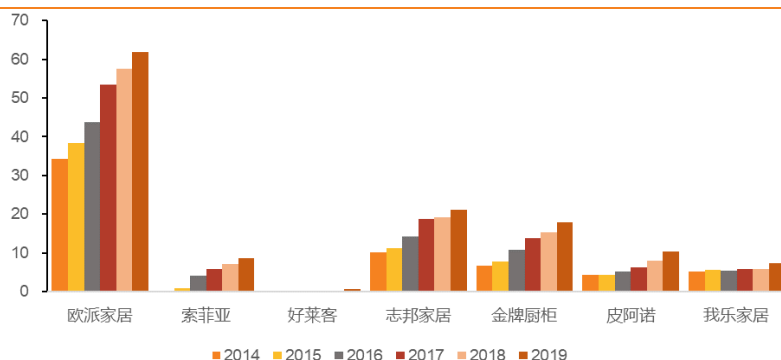
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57: 2016-2019 年定制家居行业厨柜业务净增加门店数量 (家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

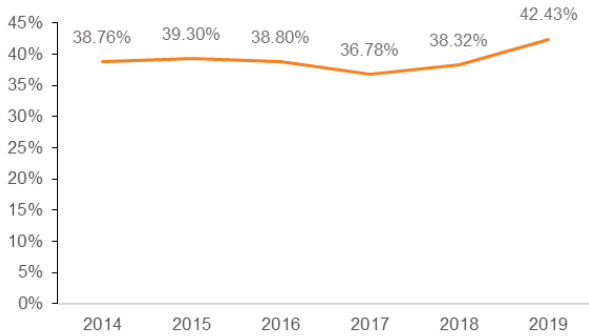
图 58: 2014-2019 年定制家居行业厨柜业务收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

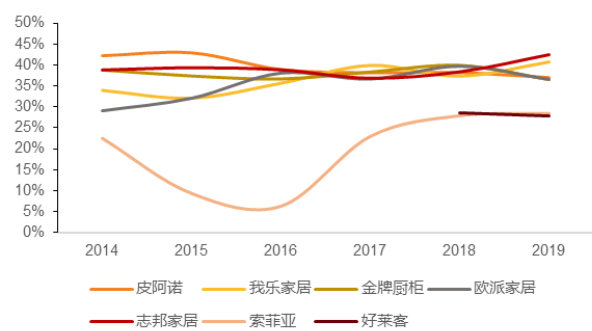
**志邦专业厨柜品牌深入人心，市场认可度高，产能利用率充足，2019 年单品类毛利率位于行业第一。**在毛利率方面，志邦家居深耕厨柜领域多年，规模效应凸显，毛利率水平较高，除 2017 年以外，毛利率水平均在 38% 以上，随着厨柜大宗业务客户结构优化，单个项目利润提升，毛利率从 2017 年的 36.78% 提升至 2019 年的 42.43%。2014 年至 2019 年毛利率水平平均居于行业前列，2019 年位列行业第一。

图 59：2014-2019 年公司橱柜业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 60：2014-2019 年定制家居行业橱柜业务毛利率

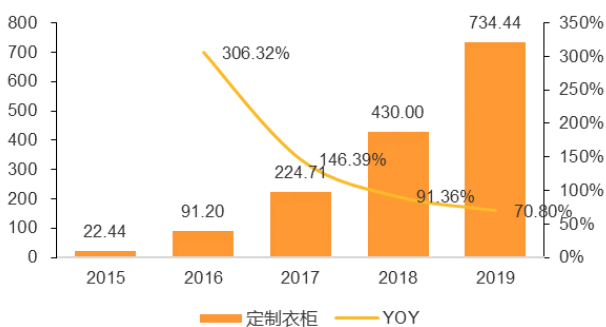


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5.2. 衣柜业务增速亮眼，为新的业绩增长点

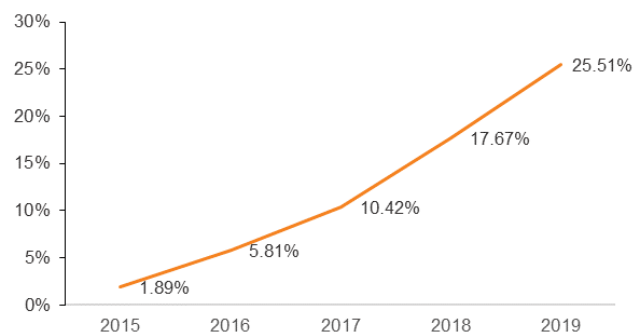
公司 2015 年进军衣柜业务，推出法兰菲品牌，近年来逐步成为业绩新增长点。公司衣柜产品涵盖名仕、凡尔赛及维也纳三大系列。定制衣柜收入增速加快，收入规模从 2015 年 0.22 亿元大幅增长至 2019 年的 7.34 亿元，CAGR 高达 139.19%，行业规模排名迅速升位。衣柜业务对公司整体收入的贡献加大，同期收入占比从 1.89% 上升至 25.51%，逐步成为业绩增量的主要来源。

图 61：2015 年-2019 年定制衣柜收入及同比增速（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 62：2015 年-2019 年定制衣柜收入占比



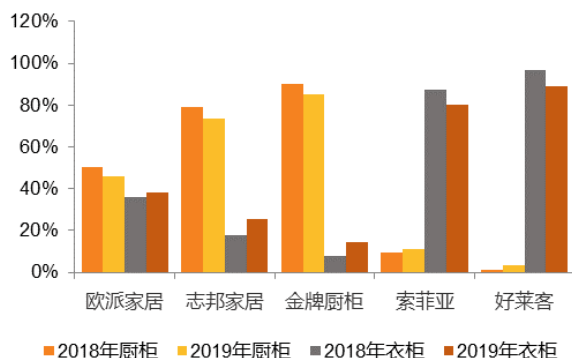
资料来源：公司公告，天风证券研究所

衣柜业务处于成长阶段，公司从厨柜外延拓展至衣柜具备较强优势。由于公司定制衣柜业务起步较晚，收入规模及占比仍低于同行业可比公司平均水平，但近两年显示出一定的上升优势。由于厨柜在研发技术以及生产技术方面难度高于衣柜，相比衣柜企业拓展厨柜，从厨柜拓展衣柜业务具备一定的技术优势。厨柜起家的欧派家居、志邦家居、金牌厨柜第二品类衣柜的收入占比以及增速高于以衣柜起家的索菲亚、好莱客在第二品类厨柜方面的收入占比及增速。

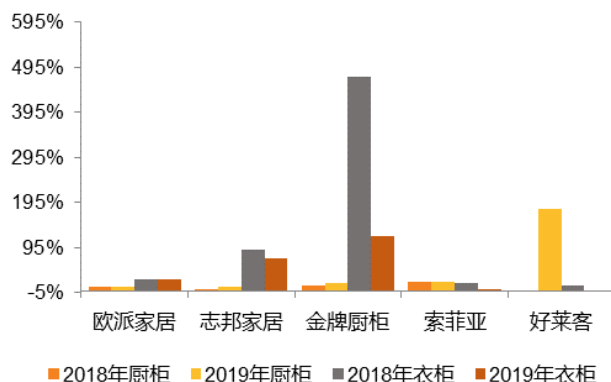
图 63：以厨柜起家的家居公司第二品类收入占比高于以衣柜起家的家居公司 (%)

图 64：以厨柜起家的家居公司第二品类收入增速高于以衣柜起家的家居公司





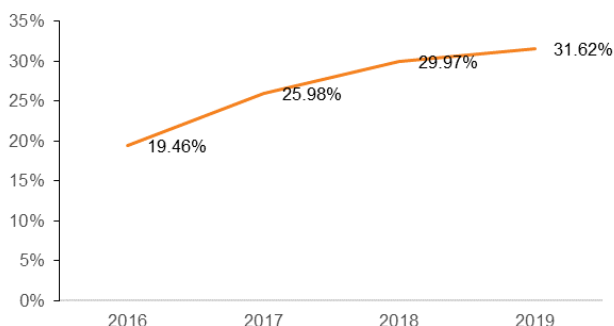
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

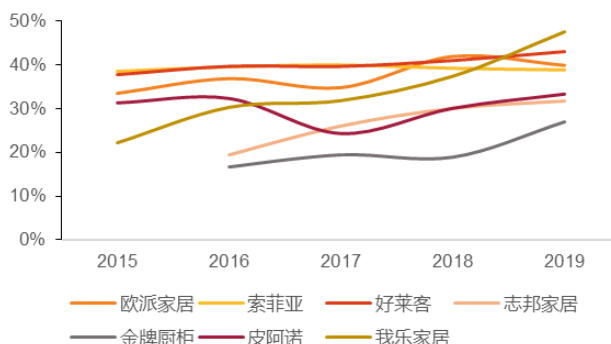
**公司衣柜业务盈利能力或存在提升空间。**公司定制衣柜业务毛利率稳步提升，2016-2019 年毛利率从 19.46% 提升至 31.62%。从横向看，由于公司进入衣柜市场较晚，仍处于业务爬坡期，渠道建设及相关营销投入较大，相较于衣柜行业龙头，毛利率仍存在一定提升空间。未来公司将逐步完善衣柜业务空白市场的全国布局，加上厨柜业务积累的客户资源将持续带来衣柜订单，衣柜业务有望通过规模的扩张实现毛利率的提升。

图 65：2016 年-2019 年公司定制衣柜业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 66：2015 年-2019 年定制家居行业衣柜业务毛利率

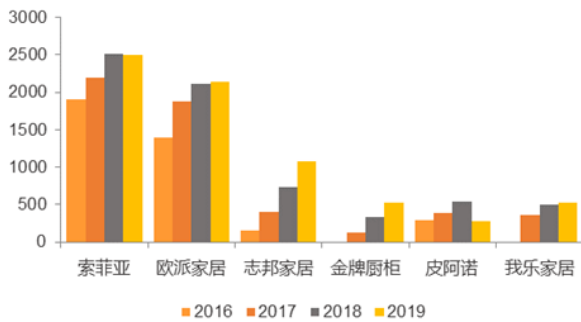


资料来源：公司公告，天风证券研究所

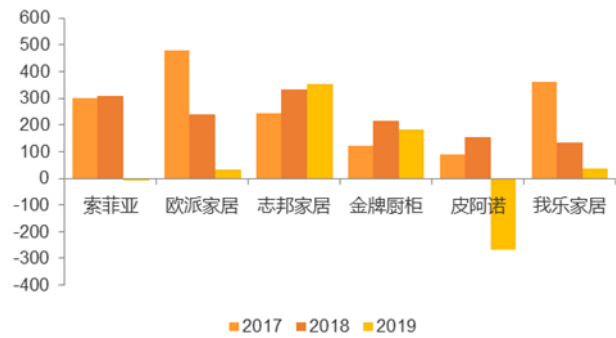
定制衣柜门店数量从 2016 年的 153 家增长至 2019 年的 1078 家，截至 2019 年定制衣柜拥有 889 家经销商，目前定制衣柜渠道业务主要集中在四线以上城市，一二/三四/五六线城市收入占比分别为 29.7%/27.7%/42.6%。相较行业龙头企业，公司在衣柜渠道扩展方面还有一定的空间。从整体市场方面看，厨柜配置率较高，未来厨柜市场一部分业务或被精装业务分流。相较厨柜，衣柜业务在零售市场仍有较大的渗透空间，公司未来在衣柜业务的网点布局数量有望持续增长，2020 年预计净开店衣柜 270 家。

图 67：2016 年-2019 年定制家居行业衣柜门店数量（家）

图 68：2017 年-2019 年定制家居行业衣柜净增加门店数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 5.3. 厨衣木联动，开启全屋定制新篇章

公司于 2018 年开始孵化木门业务。志邦木门产品聚焦轻奢、简欧及现代风格空间套系产品。2019 年上半年已推广 9 个套系 18 个款式。2019 年木门品类收入，约 27.63 百万元，同比增速高达 254.91%，收入占比为 0.93%，与行业龙头企业相比，仍具备较大的提升空间。木门业务毛利率为-3.62%，同比提升 52.97%，由于木门业务处于开发初期，销量较小，但制造费用及渠道布局费用较高，目前仍处于亏损状态。

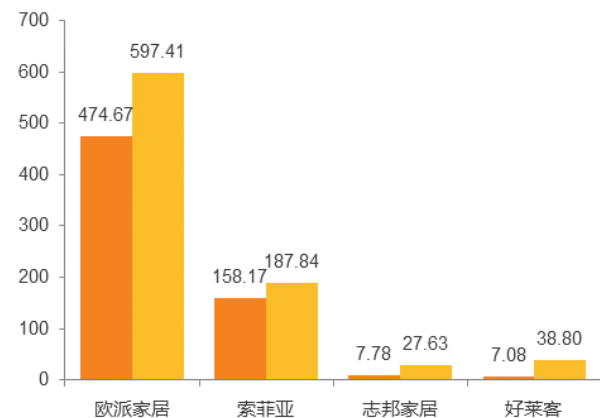
在木门渠道方面，截至 2019 年，木门门店约 156 家，木门经销商约 127 家。公司计划未来持续增加木门店面数量，开放多品类共享多渠道资源，将木门产品融入志邦厨柜和全屋定制店，实现一体化销售。另外，公司推进精装品牌化运营，2020 年木门将重点开拓精装修工程业务渠道，木门业务有望在未来成为新的收入增长支撑点。

图 69：木门涵盖简约风格、简欧风格、简中风格等



资料来源：公司官网，天风证券研究所

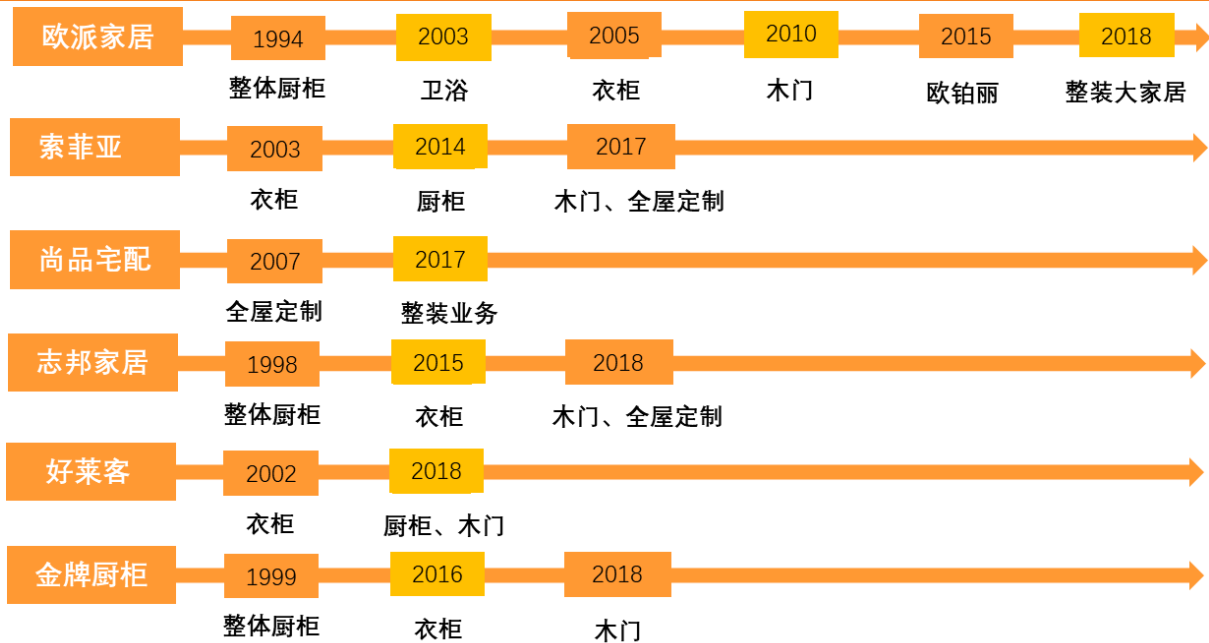
图 70：2018 年-2019 年定制家居行业木门收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着消费者需求的转变，各定制家居公司突破业务边界，以强势产品作为切入点，延伸至提供全屋家具的一站式解决方案，构建大家居概念店。2018 年 8 月公司由整体厨房、定制衣柜转向全屋定制，开启定制家居新篇章。公司拓展全屋配套家居品类，增加床、床垫、沙发、餐桌椅、软饰等家居配套成品，业务主要分全屋和厨柜两个板块。公司目前已经形成“厨衣木”联合发展的全屋定制雏形，2019 年共开发 27 套系全屋产品，未来将持续推进新一代品类的研发和推广。

图 71：定制家居行业品类扩展情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

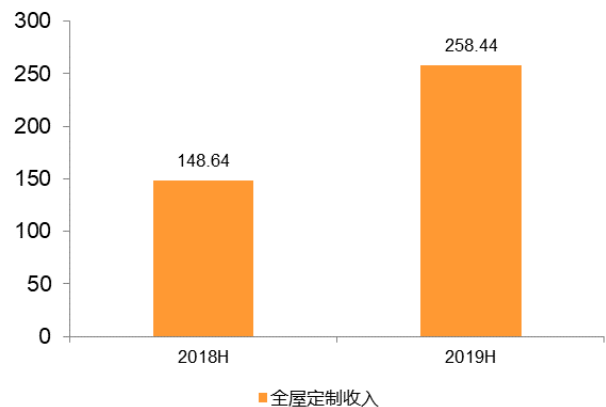
公司开放多品类共享多渠道资源，丰富全屋定制家居品类，橱柜、衣柜、木门/墙板协同效应逐渐显现。全屋业务收入由 2018 年中期 1.49 亿元增长至 2019 年中期的 2.58 亿元，同比增速高达 73.15%。由于全屋定制规模较小，利润率仍有待提升。由于大家居店能够为消费者提供更方便、顺畅的购物体验，引流能力更强，随着跨品类业务的拓展以及品牌的延伸，有助于带动客单值以及门店坪效的提升，我们预计未来公司全屋定制业务将有所改善。

图 72：全屋定制覆盖客厅、厨房、餐厅、书房、少年房等



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 73：2018H 及 2019H 公司全屋定制收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6. 总结及投资建议

以橱柜起家，向全品类“大家居”迈进。志邦家居创立于 1998 年，橱柜销量连续多年位居全国第二，志邦橱柜市场认可度高，规模效应凸显，2019 年橱柜毛利率为 42.43%，位居行业第一。橱柜业务 2018-2019 年新增门店数量为 152/48 家，2015 年及 2018 年开拓衣柜与木门品类，目前公司产品涵盖全屋四大品类，向大家居迈进。

中短期竣工趋势强，精装修加速行业集中度提升。（1）零售市场：从新房市场角度，中短期商品房销售规模处于高位，边际上竣工增速向上趋势确立，20 年自 3 月起单月竣工增

速转正，今年竣工或具备回暖趋势；**从有效存量房市场角度**：角色越来越重要，预计2020/2021/2022年翻新需求占比分别为31%/32%/32%；**(2)工程市场**：**A：渗透空间**：精装政策支持力度大，渗透率依旧处于提升通道，一、二线城市占全国29%的销售面积以及全国72%的精装修面积，三四线城市还有较大渗透空间。**B：家居龙头受益**：B端市场集中度高、2B端置换供应商成本高，客户粘性更强，全国商品住宅市场本身处于行业集中度提升的过程中，更加速服务于地产龙头的家居企业集中度提升。龙头地产商的精装房比例高，排名在50以后的房企精装率也处于高速增长阶段。

**大宗业务有望成为公司的核心增长点。三大核心优势**(1)起步早，已成熟运作：2019年大宗业务占比22.20%。(2)从单一大客户到客户群多元化：单值提升，分散经营风险，工程毛利率持续提升，19年毛利率42.03%；(3)现金流情况好于预期：19年应收账款净增加值/大宗业务收入比例为33%。

**公司开店速度较快，渠道扩张力度高于行业平均水平**。公司开店增速高于同行业可比公司平均水平，总体门店数量从2014年的981家增长至2019年的2827家，2015-2019年总体门店数量CAGR 23.58%。公司净增加门店数量从2017年494家增长至2019年的464家，CAGR约-3.08%，高于行业平均水平-25.49%。19年公司净增加门店数量位于行业前列。

**衣柜业务成为新的业绩增长点，厨衣木协同效应逐渐显现**。2015年-2019年衣柜业务年均复合增速高达139.19%，同期业务占比从1.89%提升至25.52%，随着衣柜业务规模扩大，规模效应有望显现。公司开放多品类共享多渠道资源，全屋业务收入由2018年中期1.49亿元增长至2019年中期的2.58亿元，同比增速高达73.15%。

#### 核心假设

- 1) 整体橱柜业务20-22年收入增长分别为：11.5%、10.0%、11.0%；
- 2) 定制衣柜20-22年收入增长分别为：27%、25%、25%；
- 3) 其他业务20-22年收入增长分别为：10%、20%、20%；

表5：志邦家居营收拆分及预测

单位(万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>整体橱柜</b>						
收入	1,876.00	1,928.18	2,117.14	2,360.61	2,596.67	2,882.31
增速	32.2%	2.8%	9.8%	11.5%	10.0%	11.0%
毛利率	36.8%	38.3%	42.4%	42.4%	41.43%	41.4%
<b>定制衣柜</b>						
收入	225.00	430.00	734.44	932.74	1,165.92	1,457.40
增速	147.25%	91.11%	70.80%	27.0%	25.0%	25.0%
毛利率	26.0%	30.0%	30.5%	31.6%	31.6%	31.6%
<b>其他业务</b>						
收入	56.00	67.03	111.00	122.10	146.52	175.82
增速	-6.7%	19.7%	65.6%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	7.7%	17.1%	20.0%	21.0%	22.0%	22.0%
<b>合计</b>						
收入	2,156.88	2,432.99	2,962.14	3,414.94	3,908.53	4,514.86
增速	37.4%	12.8%	21.8%	15.3%	14.5%	15.5%
毛利率	35.0%	36.0%	38.5%	38.7%	37.8%	37.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用相对估值法，选取与公司主营业务相近的欧派家居/好莱客/皮阿诺作为可比公司，可比公司2020/2021/2022年平均PE估值分别为17.23X/14.47X/12.26X。

我们依旧强调竣工回暖周期从 19Q4 已经启动，2020 年零售渠道价值持续回归，公司或将持续受益于工程单快速增长和零售价值回归双轮驱动，考虑到新冠肺炎疫情对公司 Q1 业绩的影响，我们下调公司盈利预测，预计 20/21/22 年公司归母净利润分别为 3.47 亿/3.92/4.53 亿元（原预计 20/21/22 年 3.73 亿/4.34 亿/4.92 亿），同比分别增长 5.3%/12.98%/15.52%，对应 PE 分别为 16X/14X/12X。我们参考可比公司 2020 年的平均估值，给予公司 2020 年 17-19 倍的估值水平，对应目标价范围为 26.35-29.45 元，维持增持评级。

表 6：可比公司盈利预测表

公司代码	公司名称	现价	EPS			P/E		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603833.SH	欧派家居	113.9	4.89	5.77	6.67	23.28	19.73	17.07
603898.SH	好莱客	15.1	1.23	1.36	1.5	12.31	11.13	10.09
002853.SZ	皮阿诺	22.7	1.41	1.81	2.36	16.10	12.54	9.62

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 风险提示：

**渠道拓展风险：**经销渠道为公司主要的销售渠道，考虑到公司经销商数量较多、区域分布分散，随着渠道拓展力度的增大，渠道管理难度提升，或造成渠道拓展经营不及预期风险；

**地产调控政策收紧、交房不及预期风险：**国家在房地产政策方面强调“房住不炒、因城施策”，定制家具企业大部分需求来自于新房成交装修，地产调控政策收紧或对行业造成一定影响，若房企资金面进一步收紧，或造成施工进度推迟，交房不及预期风险；

**竞争加剧风险：**传统家具制造业、部分关联性电器企业向定制家具行业渗透，市场竞争或进一步加剧；

**新冠肺炎疫情扩大风险：**今年年初，由于新冠肺炎疫情影响，服务属性较强的定制家具行业经营受到一定冲击，目前国外疫情还未改善，国内疫情或存在扩大风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	729.08	526.91	943.78	1,212.76	1,728.59	营业收入	2,432.99	2,962.14	3,414.94	3,908.53	4,514.86
应收票据及应收账款	249.10	457.98	353.37	353.42	463.01	营业成本	1,558.19	1,820.75	2,093.15	2,432.29	2,821.75
预付账款	43.82	45.09	51.99	65.69	69.37	营业税金及附加	22.42	28.88	32.02	36.92	43.00
存货	154.32	215.35	226.33	273.58	318.74	营业费用	333.76	462.64	512.02	586.03	676.94
其他	500.57	552.29	740.12	697.28	656.51	管理费用	140.71	168.04	221.97	242.33	270.89
<b>流动资产合计</b>	<b>1,676.89</b>	<b>1,797.61</b>	<b>2,315.58</b>	<b>2,602.74</b>	<b>3,236.23</b>	研发费用	92.49	134.42	149.98	171.66	216.71
长期股权投资	37.23	33.50	33.50	33.50	33.50	财务费用	(17.39)	(8.37)	(15.00)	(15.00)	(20.00)
固定资产	614.80	705.62	796.48	862.70	901.13	资产减值损失	10.72	(4.55)	4.45	3.54	1.15
在建工程	193.75	259.99	192.00	163.20	127.92	公允价值变动收益	0.06	2.45	(31.96)	(4.30)	13.52
无形资产	131.38	136.39	128.65	120.90	113.16	投资净收益	23.00	13.49	22.37	12.90	11.38
其他	130.53	162.28	107.02	108.85	110.74	其他	(52.81)	(40.42)	19.19	(17.21)	(49.80)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,107.69</b>	<b>1,297.79</b>	<b>1,257.64</b>	<b>1,289.15</b>	<b>1,286.45</b>	<b>营业利润</b>	<b>321.84</b>	<b>384.80</b>	<b>406.76</b>	<b>459.37</b>	<b>529.31</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,784.58</b>	<b>3,095.40</b>	<b>3,573.23</b>	<b>3,891.89</b>	<b>4,522.68</b>	营业外收入	1.19	1.34	2.79	1.60	1.91
短期借款	0.00	11.16	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.51	5.55	4.11	4.39	4.68
应付票据及应付账款	331.09	446.47	389.02	591.26	564.94	<b>利润总额</b>	<b>319.51</b>	<b>380.59</b>	<b>405.44</b>	<b>456.57</b>	<b>526.54</b>
其他	547.92	658.55	894.85	795.30	1,203.81	所得税	46.61	51.16	58.54	64.63	73.78
<b>流动负债合计</b>	<b>879.01</b>	<b>1,116.17</b>	<b>1,283.87</b>	<b>1,386.56</b>	<b>1,768.75</b>	<b>净利润</b>	<b>272.90</b>	<b>329.43</b>	<b>346.90</b>	<b>391.94</b>	<b>452.76</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>272.90</b>	<b>329.43</b>	<b>346.90</b>	<b>391.94</b>	<b>452.76</b>
其他	33.26	50.03	31.78	38.36	40.06	每股收益(元)	1.22	1.48	1.55	1.75	2.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.26</b>	<b>50.03</b>	<b>31.78</b>	<b>38.36</b>	<b>40.06</b>						
<b>负债合计</b>	<b>912.28</b>	<b>1,166.20</b>	<b>1,315.65</b>	<b>1,424.92</b>	<b>1,808.81</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	160.00	223.33	223.33	223.33	223.33	<b>成长能力</b>					
资本公积	940.55	878.54	878.54	878.54	878.54	营业收入	12.80%	21.75%	15.29%	14.45%	15.51%
留存收益	1,716.41	1,844.06	2,034.24	2,243.63	2,490.53	营业利润	14.97%	19.56%	5.71%	12.93%	15.23%
其他	(944.66)	(1,016.74)	(878.54)	(878.54)	(878.54)	归属于母公司净利润	16.51%	20.72%	5.30%	12.98%	15.52%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,872.30</b>	<b>1,929.20</b>	<b>2,257.57</b>	<b>2,466.97</b>	<b>2,713.86</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,784.58</b>	<b>3,095.40</b>	<b>3,573.23</b>	<b>3,891.89</b>	<b>4,522.68</b>	毛利率	35.96%	38.53%	38.71%	37.77%	37.50%
						净利率	11.22%	11.12%	10.16%	10.03%	10.03%
						ROE	14.58%	17.08%	15.37%	15.89%	16.68%
						ROIC	27.95%	32.18%	36.07%	41.61%	50.95%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产负债率	32.76%	37.68%	36.82%	36.61%	39.99%
净利润	272.90	329.43	346.90	391.94	452.76	净负债率	-38.94%	-26.73%	-41.81%	-49.16%	-63.69%
折旧摊销	73.36	89.58	44.88	50.32	54.59	流动比率	1.91	1.61	1.80	1.88	1.83
财务费用	(1.78)	(0.05)	(15.00)	(15.00)	(20.00)	速动比率	1.73	1.42	1.63	1.68	1.65
投资损失	(23.00)	(13.49)	(22.37)	(12.90)	(11.38)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	127.84	218.86	82.81	84.97	277.86	应收账款周转率	8.59	8.38	8.42	11.06	11.06
其它	(79.49)	(279.95)	(31.96)	(4.30)	13.52	存货周转率	15.42	16.03	15.46	15.64	15.24
<b>经营活动现金流</b>	<b>369.83</b>	<b>344.38</b>	<b>405.26</b>	<b>495.04</b>	<b>767.35</b>	总资产周转率	0.90	1.01	1.02	1.05	1.07
资本支出	328.12	216.31	78.25	73.42	48.30	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	37.23	(3.73)	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.22	1.48	1.55	1.75	2.03
其他	(845.58)	(460.64)	(51.95)	(131.93)	(113.96)	每股经营现金流	1.66	1.54	1.81	2.22	3.44
<b>投资活动现金流</b>	<b>(480.23)</b>	<b>(248.06)</b>	<b>26.30</b>	<b>(58.51)</b>	<b>(65.66)</b>	每股净资产	8.38	8.64	10.11	11.05	12.15
债权融资	0.00	11.16	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	13.28	(124.41)	153.20	15.00	20.00	市盈率	20.54	17.02	16.16	14.30	12.38
其他	(112.70)	(136.44)	(167.88)	(182.55)	(205.86)	市净率	2.99	2.91	2.48	2.27	2.07
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(99.43)</b>	<b>(249.69)</b>	<b>(14.68)</b>	<b>(167.55)</b>	<b>(185.86)</b>	EV/EBITDA	6.58	7.28	9.77	8.08	6.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.64	8.36	10.89	9.00	6.81
<b>现金净增加额</b>	<b>(209.82)</b>	<b>(153.37)</b>	<b>416.87</b>	<b>268.98</b>	<b>515.83</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com