

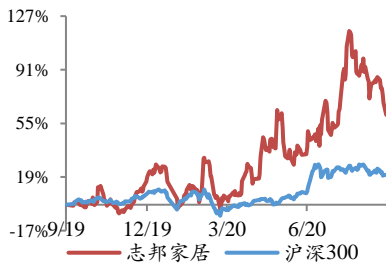
多品类齐头并进，全渠道乘势争先

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-09-29

收盘价（元）	30.84
近12个月最高/最低（元）	41.69/18.48
总股本（百万股）	223
流通股本（百万股）	223
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	69
流通市值（亿元）	69

公司价格与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕厨柜 20 余年，“大定制”扬帆起航，扩张提速。

志邦从 1998 年开始深耕厨柜 20 余年，厨柜业务规模行业第二，2015 和 2018 年又分别引入衣柜和木门业务，完成了从单一品类向“大定制”进军的布局。公司股权结构稳定，注重团队建设，2019 年底和 2020 年初分别实施了 2 次股权激励，有助于激活团队潜力，为公司加速发展带来动力。近年来公司收入业绩持续增长，盈利能力稳步提升，近期扩张步伐加快。2020 年 Q2 单季的营业收入同比增长 22.22%，归母净利润同比增长 21.44%，Q2 单季收入增速为行业第一。

● 品类扩张顺利，衣柜业务是中期成长的重要支撑点。

公司厨柜业务的收入规模行业第二，开店数和单店收入行业领先但仍有较大提升空间。2015-2019 年，公司衣柜的收入占比从 1.89% 上升至 24.79%，年复合增长率高达 139%。2018 年木门业务的加入，进一步丰富了全屋定制品类。

● 主动赋能经销体系，大宗业务有望持续放量，整装初探。

渠道多元化是家居行业近年来重要的发展趋势，志邦已完成全渠道布局。2020 年上半年，直营、经销、大宗、海外的收入占比分别为 5.70%/60.15%/27.49%/1.96%。在零售市场，公司有主动赋能经销商的基因，面对疫情更积极帮扶经销商，与各级代理商共进退。2019 年公司重组整装渠道团队，重构整装产品体系，以“志邦”和“IK”双品牌运营，为未来整装业务的开拓打下坚实基础。工程业务方面，公司拥有丰富的项目经验以及成熟的大宗业务管理体系，大宗业务的收入占比从 2015 年的 12.71% 提升至 2019 年的 21.59%，后续大宗收入有望搭乘精装修红利持续放量。

● **投资建议。**预计公司 2020-2022 年分别实现营收 34.40/45.34/57.31 亿元，同比增长 16.1%/31.8%/26.4%，实现归母净利润 3.62/4.43/5.57 亿元，同比增长 9.8%/22.4%/25.9%。2020 年 9 月 28 日收盘价 30.84 元对应 PE 为 19.05X/ 15.56X/ 12.36 X。2019 年 Q4 的竣工面积占到全年累计竣工面积的 51.35%，2020 年 8 月竣工累计降幅继续缩窄，维持 2020 全年地产竣工修复的判断。地产竣工修复将带动下家居市场回暖，行业层面公司有望受益。公司层面，志邦在管理上注重团队建设和干部年轻化，上市后实施 2 次股权激励来激发团队活力。品牌影响力和产品竞争力强，第九代展厅巩固终端竞争力。公司拥有主动赋能经销商的基因，面对疫情积极帮扶经销商，有望在行业加速集中的过程中攫取更大的市场份额。成长性方面，厨柜业务规模第二，衣柜和大宗业务是中期成长的重要支撑点。长期看好公司加速扩张跻身国内一线定制龙头的发展潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

地产销售及竣工回暖不达预期，渠道扩张速度不达预期，疫情反复导致居民购买力下降。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020	2021	2022
营业收入	2962	3440	4534	5731
收入同比 (%)	21.7%	16.1%	31.8%	26.4%
归属母公司净利润	329	362	443	557
净利润同比 (%)	20.7%	9.8%	22.4%	25.9%
毛利率 (%)	38.5%	38.1%	38.0%	38.0%
ROE (%)	17.1%	16.9%	18.2%	19.9%
每股收益 (元)	1.48	1.62	1.98	2.49
P/E	20.91	19.05	15.56	12.36
P/B	3.57	3.21	2.84	2.45
EV/EBITDA	14.58	14.68	11.89	9.17

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 立足华东辐射全国，厨柜龙头向“大定制”进军.....	6
1.1 从华东辐射全国，从厨柜到“大定制”.....	6
1.2 实控人合计持股 44.34%，重视团队建设两次实施股权激励.....	7
1.3 销售高投入，盈利水平提升，成长提速.....	8
1.4 加码品牌营销，注重研发，巩固产品竞争力.....	11
2 品类扩张：厨衣木联动进军“大定制”，衣柜是中期成长的重要支撑点.....	15
2.1 深耕厨柜 20 余年，规模行业第二，毛利率领先.....	15
2.2 衣柜业务高速增长，公司收入增长的重要支撑点.....	17
2.3 快速推进木门业务，重点发力精装渠道.....	19
3 全渠道布局：充分赋能经销体系，大宗业务放量，整装初探.....	19
3.1 To C：主动赋能经销商，推进渠道下沉，布局整装渠道.....	20
3.2 To B：大宗业务放量增长，充分受益于精装红利.....	24
3.3 持续开拓海外业务，全球布局可期.....	26
4 盈利预测及投资建议.....	26
4.1 核心假设与盈利预测.....	26
4.2 投资建议.....	28
风险提示：.....	30
财务报表与盈利预测.....	31

图表目录

图表 1 志邦家居的历史沿革	6
图表 2 志邦家居分区域销售占比 (2019)	7
图表 3 志邦家居股权结构 (截至 2020H)	7
图表 4 志邦家居股权激励情况	8
图表 5 股权激励计划公司层面业绩考核指标	8
图表 6 定制家居可比公司 2019 年收入及增速	8
图表 7 定制家居可比公司 2019 年归母净利润及增速	9
图表 8 2015-2020H 营业收入及同比	9
图表 9 2015-2020H 归母净利润及同比	9
图表 10 志邦 2020 年 Q2 收入增速为定制行业第一	10
图表 11 2015-2020H 期间费用率	10
图表 12 2015-2020H 毛利率和净利率	11
图表 13 志邦衣柜毛利率不断提升	11
图表 14 2015-2019 年销售费用明细 (亿元)	11
图表 15 志邦 2019 年签约周杰伦为公司全新品牌代言人	12
图表 16 第九代展厅囊括 7 大风格模块组合和多个家居品类	13
图表 17 2020 厨柜新品“马尔默”系列	13
图表 18 2020 全屋新品-柏林之声系列	14
图表 19 2020 年木门新品-兰亭序系列	14
图表 20 2015-2020H 志邦历年的研发费用率	15
图表 21 2019 年可比公司研发费用率对比	15
图表 22 2015-2019 年各品类收入占比	15
图表 23 2015-2020H 志邦家居厨柜收入及同比	16
图表 24 2015-2019 年可比公司厨柜收入 (亿元)	16
图表 25 2015-2019 年可比公司厨柜毛利率对比	16
图表 26 2015-2020H 志邦家居厨柜门店数量 (家)	17
图表 27 2018-2019 年可比公司厨柜门店数量 (家)	17
图表 28 2019 年可比公司厨柜单店收入 (万元) (2019)	17
图表 29 图 2015-2019 年志邦家居厨柜单店收入 (万元)	17
图表 30 2015-2020H 公司定制衣柜收入及同比	18
图表 31 2015-2019 年可比公司衣柜业务收入 (亿元)	18
图表 32 2015-2019 年可比公司衣柜毛利率	18
图表 33 2016-2020H 志邦家居的定制衣柜门店数量 (家)	19
图表 34 图 2018-2019 年可比公司衣柜门店数量 (家)	19
图表 35 2018-2019 年可比公司木门业务收入 (亿元)	19
图表 36 2018-2019 可比公司木门门店数量 (家)	19
图表 37 2015-2020H 各渠道收入占比	20
图表 38 2015-2020H 志邦家居的直营业务收入及同比	21
图表 39 2015-2019 年可比公司直营业务收入 (亿元)	21
图表 40 2015-2020H 志邦家居的经销业务收入及同比	21
图表 41 2015-2019 年可比公司经销业务收入 (亿元)	21

图表 42 2019 年分城市级别厨柜收入占比	22
图表 43 2019 年分城市级别衣柜收入占比	22
图表 44 2015-2019 年直营业务毛利率	22
图表 45 2017-2019 年可比公司直营业务毛利率	22
图表 46 2015-2019 年经销业务毛利率	23
图表 47 2017-2019 年可比公司经销业务毛利率	23
图表 48 2015-2019 年总门店数量	23
图表 49 2018-2019 年可比公司总门店数量 (家)	23
图表 50 志邦家居为加盟商打造八大加盟支持	24
图表 51 整装渠道由“志邦”和“IK”双品牌运营	24
图表 52 2015-2020H 大宗业务收入及同比	25
图表 53 2015-2019 年可比公司大宗业务收入 (亿元)	25
图表 54 2015-2019 年大宗业务毛利率	25
图表 55 2015-2019 年可比公司大宗业务毛利率	25
图表 56 2015-2020H 海外业务收入及同比	26
图表 57 2015-2019 年可比公司海外业务收入 (亿元)	26
图表 58 志邦家居的盈利预测	28
图表 59 2020 年地产竣工降幅累计缩窄	29
图表 60 近 10 年内地产竣工与家具制造业收入紧密相关	29

1 立足华东辐射全国，厨柜龙头向“大定制”进军

志邦从 1998 年开始深耕厨柜 20 余年，厨柜业务规模行业第二，2015 和 2018 年又分别引入衣柜和木门业务，完成了从单一品类向全屋定制发展的布局。公司股权结构稳定，注重团队建设。2019 年底和 2020 年初，公司分别实施了 2 次股权激励，有助于激活团队潜力，为公司加速发展带来动力。近年来公司收入业绩持续增长，盈利能力稳步提升，近期扩张步伐加快。

1.1 从华东辐射全国，从厨柜到“大定制”

公司成立于 1998 年，以厨柜业务起家，2015 年衣柜业务诞生，2016 年推出年轻化全屋定制品牌 IK，2017 年于 A 股上市，2018 年引入木门业务，经过 20 多年的发展，公司完成了从单一品类向全屋定制发展的转变。

公司现拥有三大品牌，分别是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提供全屋定制产品的“IK”品牌，以及“FLY 法兰菲”配套家居成品。

图表 1 志邦家居的历史沿革

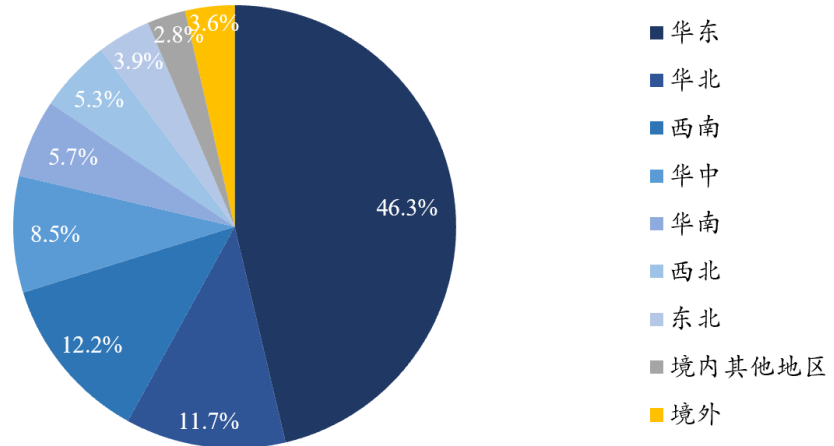


资料来源：公司官网，华安证券研究所

作为定制家居上市公司中唯一一家总部位于安徽的企业，志邦扎根安徽和江苏，从华东地区出发，辐射全国。2019 年，公司华东地区收入占比为 46.3%；华北、西南、华中、华南、西北、东北分别占 11.7%/12.2%/8.5%/5.7%/5.3%/3.9%。2019 年，公司在广州新设直营销售公司并设立第九代展厅的全国标杆形象店，以广州市场为标杆，覆盖华南市场。

生产方面，公司全年能实现厨柜 30 万套、衣柜 35 万套顺利交付。目前共有三大生产厂区包括双墩厂（占地面积 11.8 万平方米）、荷塘路厂（占地面积 1.96 万平方米）和连水路厂（占地面积 5.8 万平方米），两个在建厂区包括下塘厂和 180 厂，该五大生产厂区均位于安徽省合肥市，合肥地处中部地区，能覆盖全国大部分销售区域。

图表 2 志邦家居分区域销售占比 (2019)

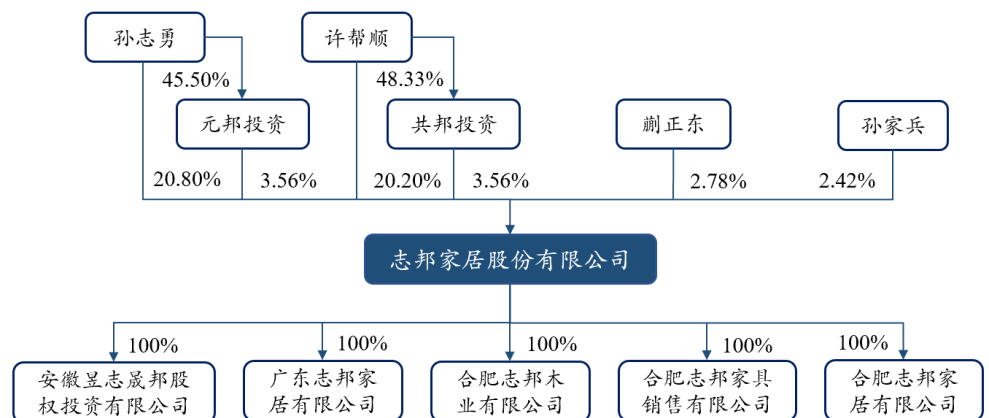


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 实控人合计持股 44.34%，重视团队建设两次实施股权激励

截至 2020 年上半年，志邦的实际控制人合计持股 44.34%。其中，孙志勇先生直接持股 20.8%，并通过元邦投资间接持有公司 1.62% 的股份，合计持有志邦家居 22.42% 的股份；许帮顺先生直接持有 20.2% 的股份，并通过共邦投资间接持有 1.72% 的股份，合计持股 21.92%。实际控制人拥有丰富的定制家居经营管理经验，对行业理解深刻，多次准确把握行业发展方向和动态。

图表 3 志邦家居股权结构 (截至 2020H)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司十分重视团队建设，通过市场化的方式引进了一批优秀的职业经理人，鼓励奋斗者文化，逐步形成年轻的管理干部梯队。为充分调动中高层管理人员以及核心技术人员的积极性和创造性，2019 年底和 2020 年初分别实施了两次股权激励。2019 年 9 月，第一次激励计划涉及 5 名公司董事、高级管理人员，授予限制性股票数量 129 万股，占当时公司总股本的 0.58%；2020 年 2 月，第二次股权激励共涉及中层管理人员 210 人，

授予的限制性股票数量为 474.9 万股，占当时总股本比例 2.13%。

图表 4 志邦家居股权激励情况

日期	股权激励对象	授予股数 (万股)	授予价格 (股/元)	占当时总股本的比例
2019年9月	公司董事、高级管理人员 (共5人)	129.00	9.65	0.58%
2020年2月	中层管理人员 (共210人)	474.90	9.65	2.13%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励计划的解除限售考核指标分为两个层面，公司层面业绩考核和个人层面绩效考核。其中，公司层面业绩考核目标以 2018 年业绩为基数，2020 和 2021 年的收入和净利润增长率分别不低于 24% 和 40%，为公司近两年的业绩增长带来核心动力。

图表 5 股权激励计划公司层面业绩考核指标

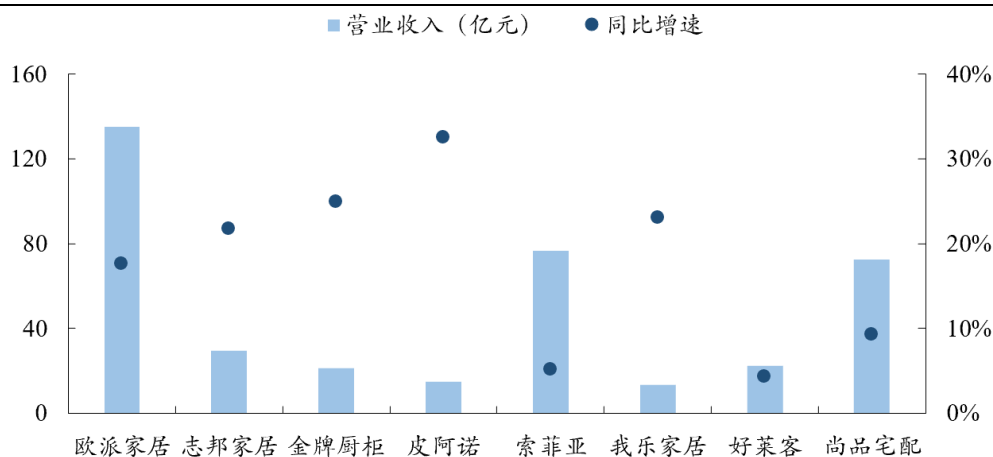
考核目标达成值	2019年	2020年	2021年
	以2018年业绩为基数		
营业收入增长率 (A)	12%	24%	40%
净利润增长率 (B)	12%	24%	40%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 销售高投入，盈利水平提升，成长提速

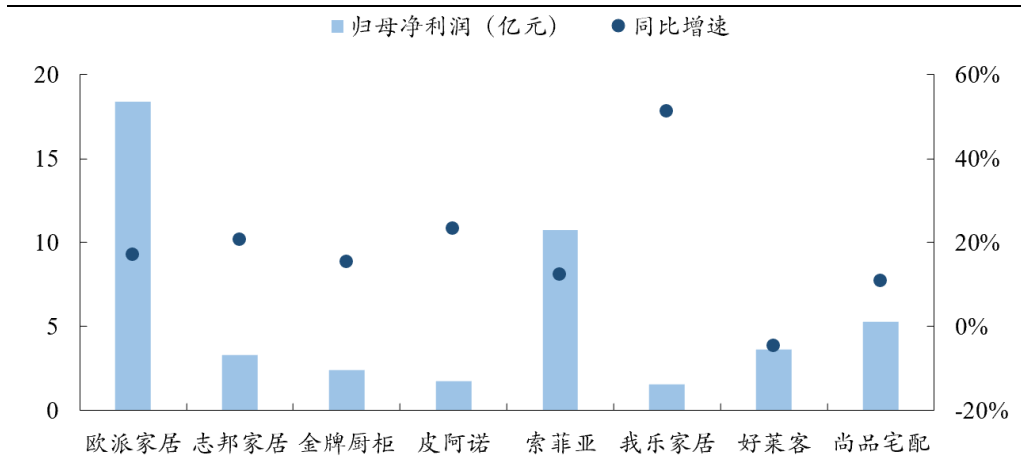
2015-2019 年，公司的营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 25.66% 和 25.65%。2018 年受地产低迷以及行业竞争加剧的影响，叠加大宗客户结构调整，志邦的收入和利润增长均有所放缓。2019 年四季度地产竣工回暖，且公司大宗客户调整完毕工程渠道收入增长恢复，全年公司收入和利润增速重回 20% 以上，全年实现营业收入 29.62 亿元，同比增长 21.75%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比增长 20.72%，该收入和利润规模分别位列定制家居行业第四和第五。

图表 6 定制家居可比公司 2019 年收入及增速



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 7 定制家居可比公司 2019 年归母净利润及增速

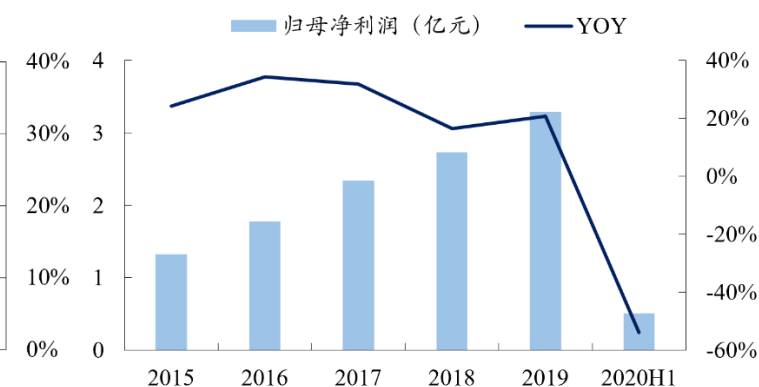
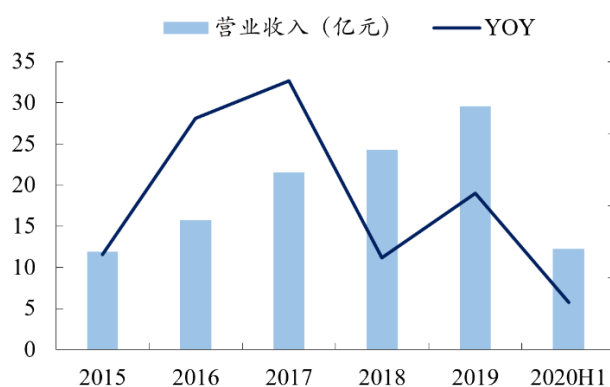


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2020 年上半年，面对疫情，公司迎难而上积极应对，大宗业务保持高速增长，同时采取多种措施与经销商共进退，实现营业收入同比增长 6.57%，归母净利润同比下降 53.99%。公司 Q2 单季的营业收入同比增长 22.22%，归母净利润同比增长 21.44%，单季收入增速为行业第一。结合 2019 年公司收入利润增速表现来看，公司近期的扩张步伐提速。

图表 8 2015-2020H 营业收入及同比

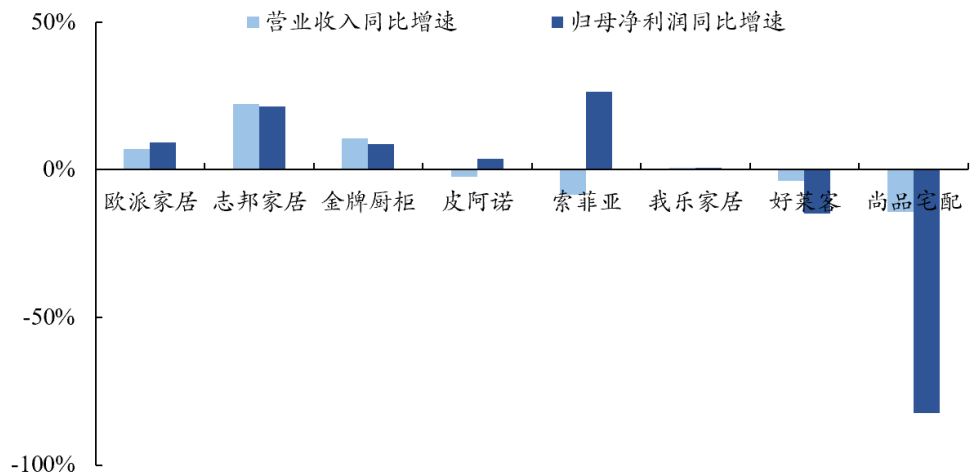
图表 9 2015-2020H 归母净利润及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

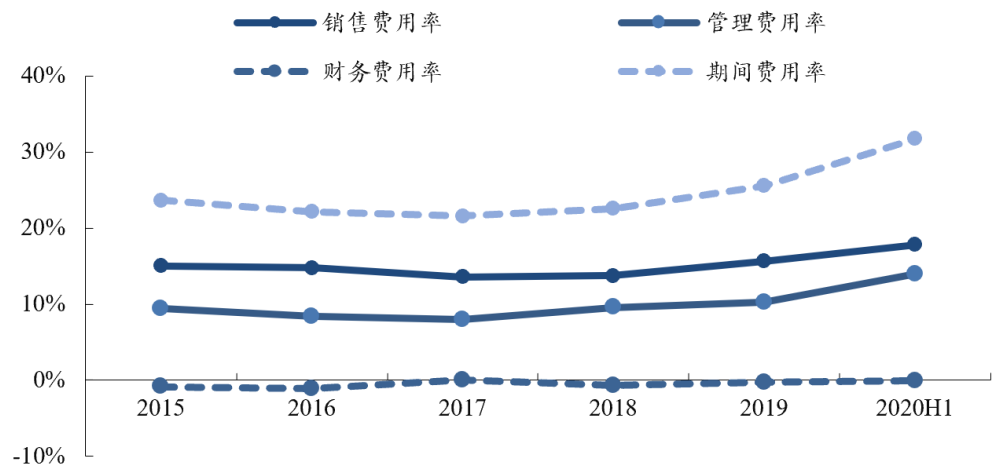
图表 10 志邦 2020 年 Q2 收入增速为定制行业第一



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

销售高投入，期间费用率呈上升趋势。2015-2019 年，公司的期间费用率从 23.64% 增长至 25.55%，呈上升趋势，其中销售费用率和管理费用率均有所增加，而销售费用的增长主要源于广告费用的高投放。2020 年上半年，期间费用率较去年同期增加了 5.69 个 pct，主要是由于疫情期间产能未充分利用，工厂的折旧费用等成本因素当期费用化使得管理费用同比增加了 4.95 个 pct。伴随 Q2 复工复产，下半年产能将会得到充分利用。

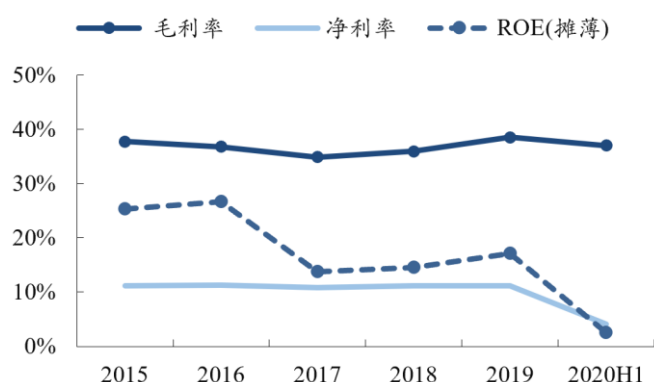
图表 11 2015-2020H 期间费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

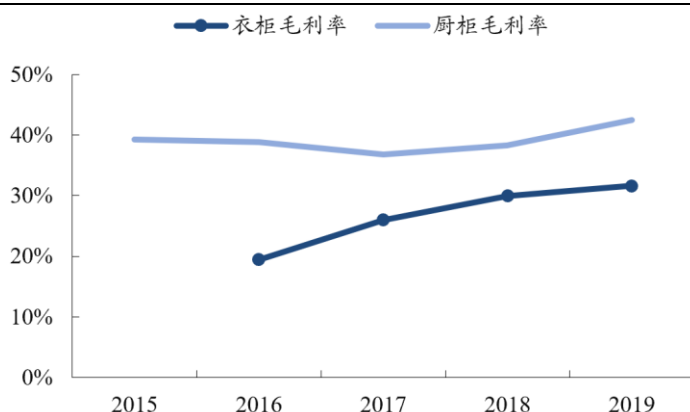
毛利率上升，盈利水平平稳上升。受益于大宗客户结构调整、衣柜业务毛利率的提升以及公司对供应链的科学管理和精细化生产管理，2019 年志邦的销售毛利率同比增加了 2.58 个 pct 至 38.5%。2015-2019 年公司的净利率一直保持在 11% 左右，而上市后 ROE（摊薄）连续两年呈上升趋势。

图表 12 2015-2020H 毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 志邦衣柜毛利率不断提升

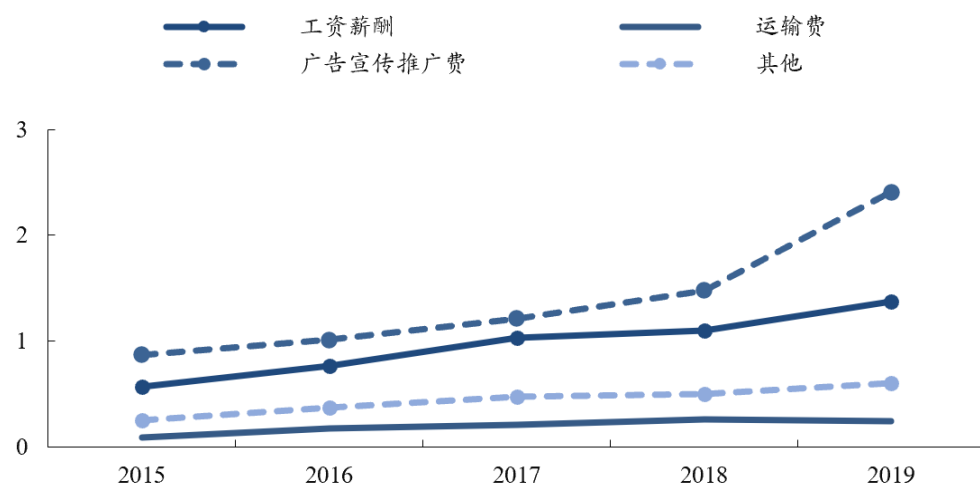


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.4 加码品牌营销，注重研发，巩固产品竞争力

加码营销，品牌影响力持续提升。近几年，公司不断整合资源，每年加大广告宣传费用的投放力度，通过广告传播品牌，用“品销结合”促进品牌知名度提升。目前志邦已在全国形成从面到点的营销传播矩阵。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。**2019 年**，志邦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，输出“专注家居、更懂生活”的品牌理念。

图表 14 2015-2019 年销售费用明细 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 志邦 2019 年签约周杰伦为公司全新品牌代言人

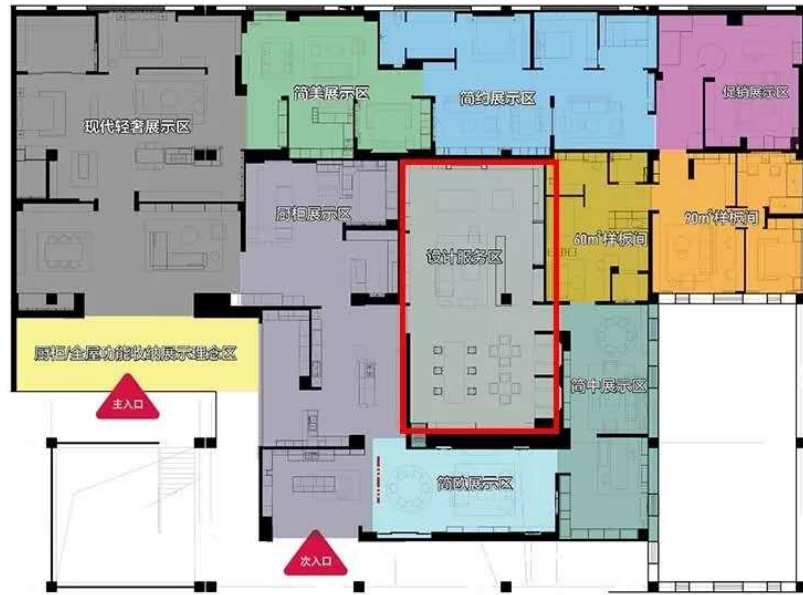


资料来源：志邦家居公众号，华安证券研究所

打造第九代展厅，重视研发，不断巩固产品竞争力。公司坚持原创设计和技术创新，设有独立的研发中心。2019年，公司在家居空间研发方面，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，**打造全新的第九代展厅，帮助经销商提高终端竞争力。**

根据公司官方公众号，第九代展厅整体以中心服务区为中心，四周分布现代轻奢区、简美轻奢区、现代简约区、厨柜展示区、简中欧展示区及入口处的功能收纳展示理念区7大风格模块组合，不仅涵盖厨柜、衣柜、木门，还包括墙板、餐桌椅、沙发、床、床垫、厨电、窗帘等多个细分品类。在风格上，第九代展厅延续经典并推陈出新，兼具**融合、年轻、简约**三大标签，迎合当下年轻化的市场需求，从感知到体验进行了全方位升级。

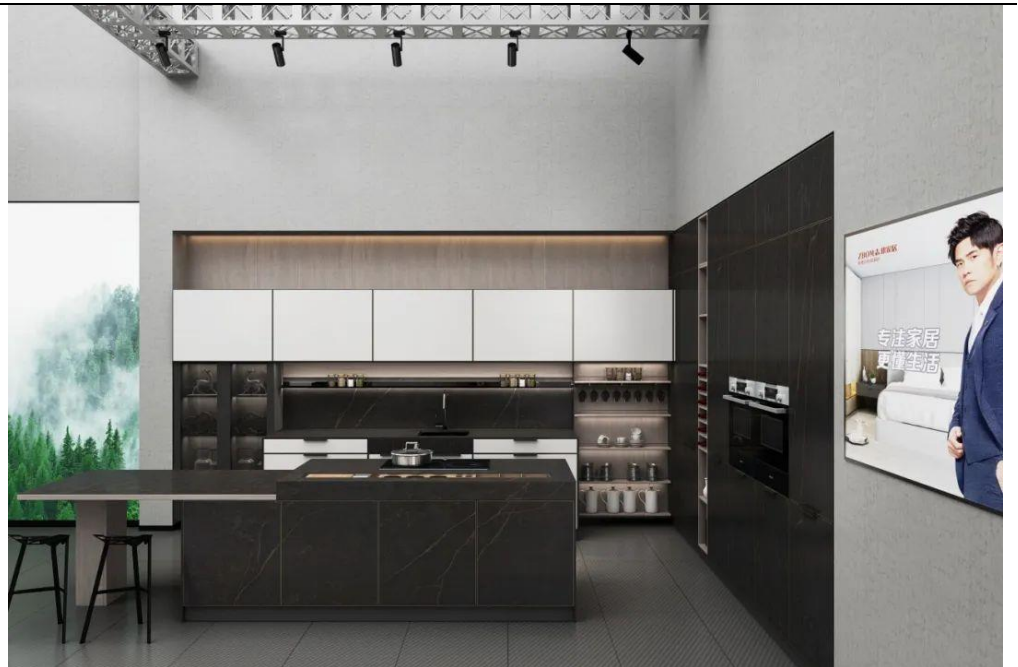
图表 16 第九代展厅囊括 7 大风格模块组合和多个家居品类



资料来源：志邦家居公众号，华安证券研究所

重视产品研发，公司力求通过产品竞争力占据消费者心智。2019 年公司共开发 27 套系全屋产品及 33 套厨柜产品，针对不同渠道开发不同套系的产品。2020 年 7 月的广州建博会，志邦携新品“马尔默”、“圆舞曲”、“兰亭序”系列惊喜亮相。

图表 17 2020 厨柜新品“马尔默”系列



资料来源：志邦家居公众号，华安证券研究所

图表 18 2020 全屋新品-柏林之声系列



资料来源：志邦家居公众号，华安证券研究所

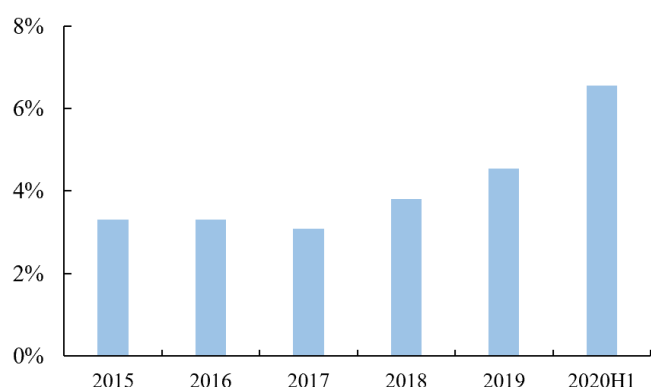
图表 19 2020 年木门新品-兰亭序系列



资料来源：志邦家居公众号，华安证券研究所

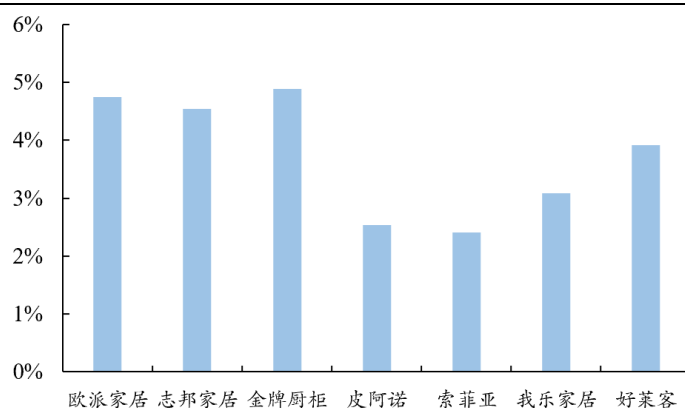
截至 2019 年年底，公司共授权专利 85 项，获得发明专利 9 项，实用新型专利 137 项，外观专利 80 项，国际专利 4 项。在设计领域，志邦获得了“中国优秀工业设计奖”、“中国橱柜行业时尚设计金奖”、“中国橱柜行业产品原创设计金奖”等荣誉。**2015-2019 年，志邦的研发费用率从 3.31% 上升到 4.54%，研发投入位于行业前列。**大量的研发投入有助于提升公司的产品竞争力，使其能够更好地满足客户需求。

图表 20 2015-2020H 志邦历年的研发费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 2019 年可比公司研发费用率对比

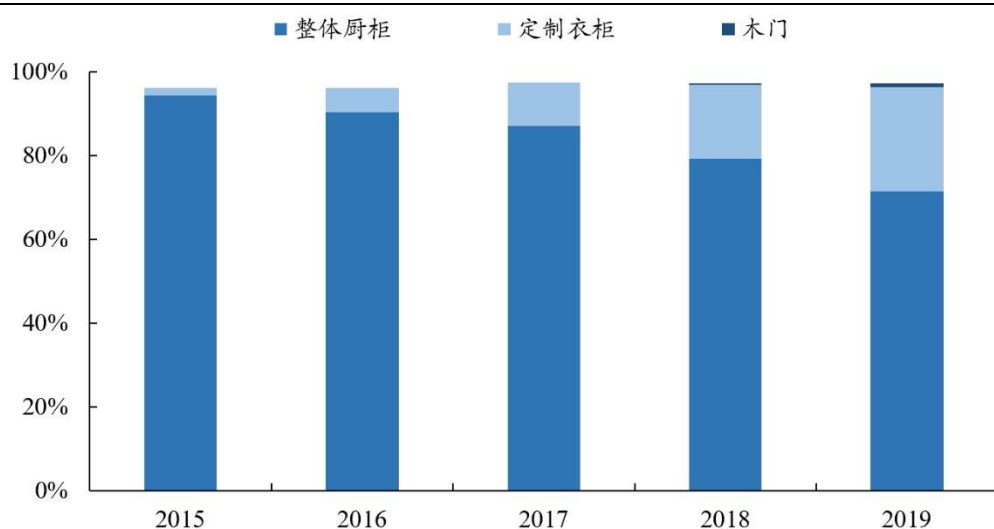


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2 品类扩张：厨衣木联动进军“大定制”，衣柜是中期成长的重要支撑点

厨衣木联动，“大定制”格局初定。公司衣柜业务的收入占比不断上升，2015-2019 年定制衣柜的收入占比从 1.89% 上升到 24.79%，年复合增长率高达 139%。2018 年木门业务的加入，进一步丰富了公司全屋定制的品种，公司“大定制”格局初定。2019 年木门收入占比为 0.93%，较 2018 年增加了 0.61 个 pct。

图表 22 2015-2019 年各品类收入占比



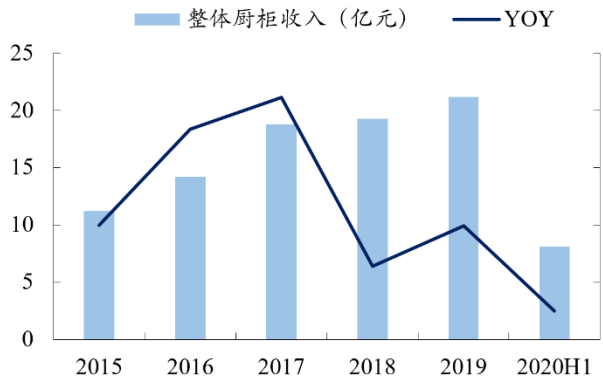
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1 深耕厨柜 20 余年，规模行业第二，毛利率领先

志邦自 1998 年创立以来，不断深耕厨柜业务，规模持续扩大，毛利率行业领先。

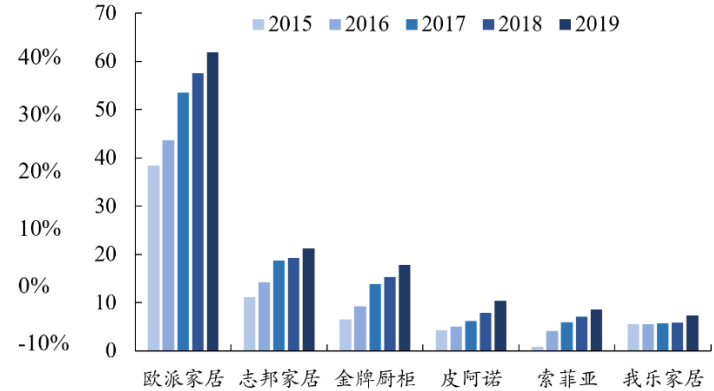
2019年，公司厨柜业务收入21.17亿元，同比增长9.8%。2015-2019年厨柜业务收入的复合增长率为17.25%，厨柜销量连续多年位居全国第二。此外，近几年公司厨柜业务的毛利率均处于行业领先水平。受益于公司大宗客户结构调整以及大宗业务项目经营质量的提升，2019年公司厨柜业务的毛利率高达42.33%，较2018年提升了4.11个百分点，在可比公司中位列第一。

图表 23 2015-2020H 志邦家居厨柜收入及同比



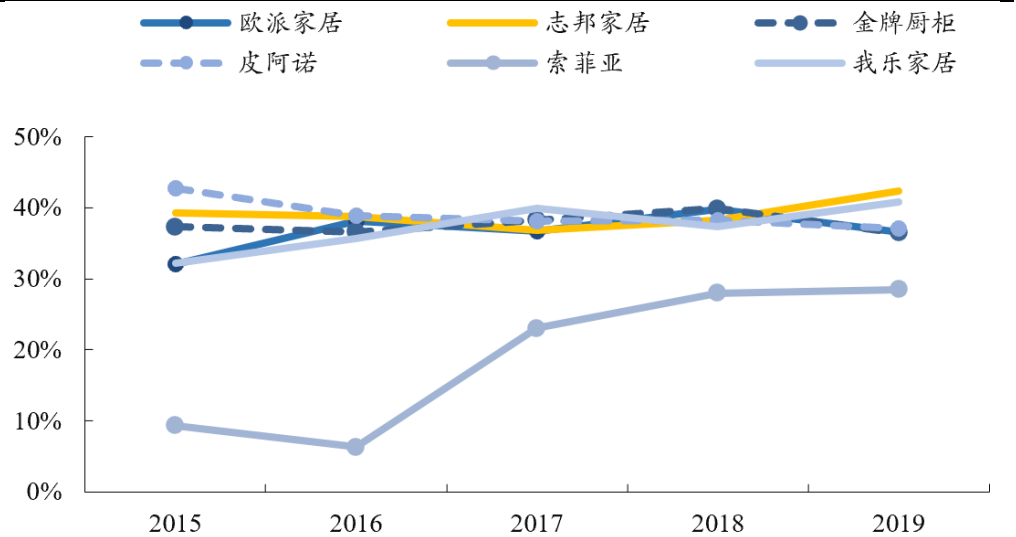
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 2015-2019 年可比公司厨柜收入 (亿元)



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

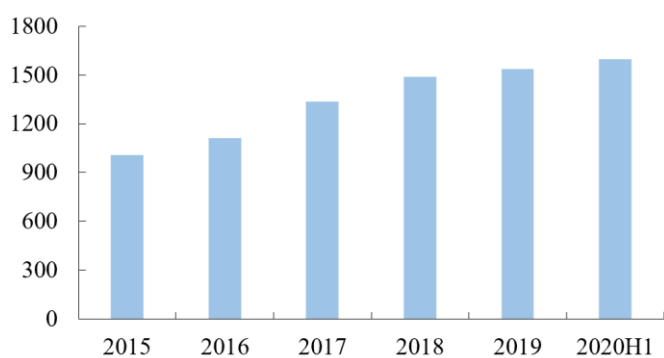
图表 25 2015-2019 年可比公司厨柜毛利率对比



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

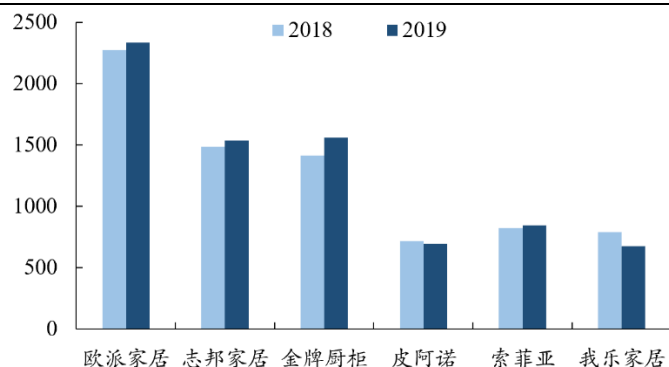
门店稳步扩张，4年内净增加528家厨柜门店。2015-2019年，公司的厨柜门店从1007家增长至1535家，共净增加528家门店。2020年公司计划新开厨柜门店70家，截至2020年上半年，公司厨柜店面数量达到1597家，半年内已净增加62家，招商力度不减。一般来说单品类门店数量全国范围内达到3000家左右是上限，志邦厨柜仍存在较大的开店空间。

图表 26 2015-2020H 志邦家居厨柜门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 27 2018-2019 年可比公司厨柜门店数量 (家)

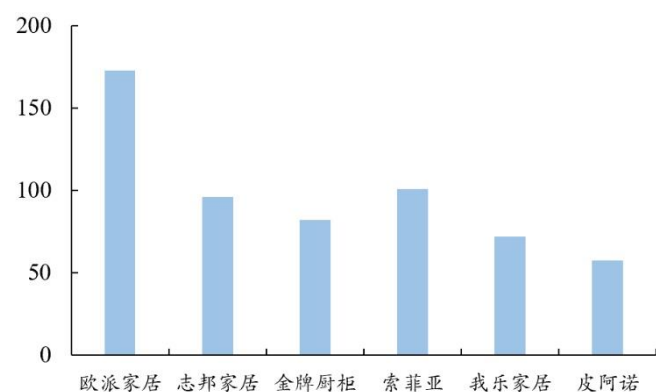


资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

注: 皮阿诺 2019 年厨柜门店的数量包含厨衣综合店的数量

单店收入方面, 横向看志邦厨柜的单店收入位居行业前列。2019 年志邦家居厨柜单店收入约 96 万元, 仅次于欧派家居和索菲亚。纵向看, 厨柜业务受精装修分流的影响, 2015-2019 年其厨柜的单店收入呈先上升后下降的趋势, 2017 年的厨柜单店收入约 105 万元, 为近五年最高。

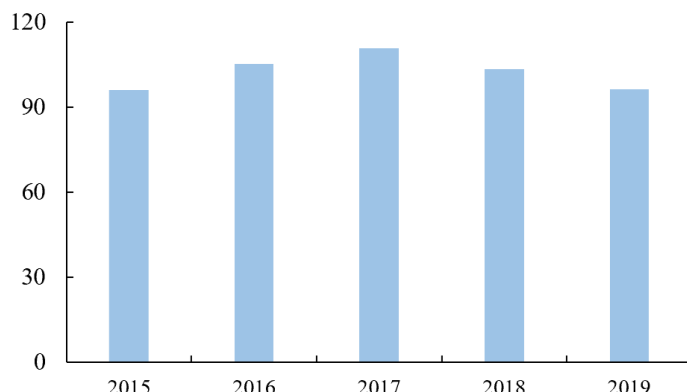
图表 28 2019 年可比公司厨柜单店收入 (万元) (2019)



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

备注: 此处单店收入采用 (厨柜业务收入-大宗业务收入) / 当期厨柜店面数量计算得出, 索菲亚由于大宗业务以衣柜收入为主, 此处未扣除大宗收入

图表 29 图 2015-2019 年志邦家居厨柜单店收入 (万元)

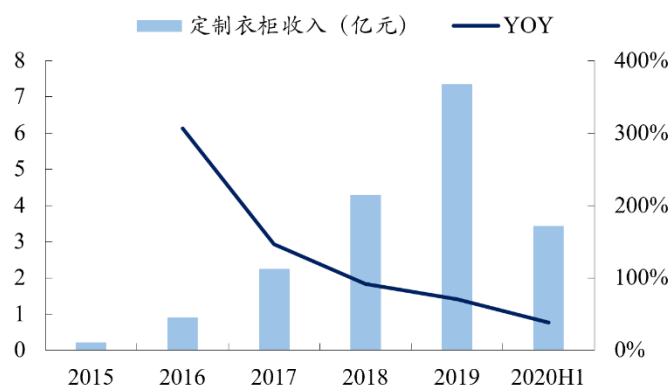


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 衣柜业务高速增长, 公司收入增长的重要支撑点

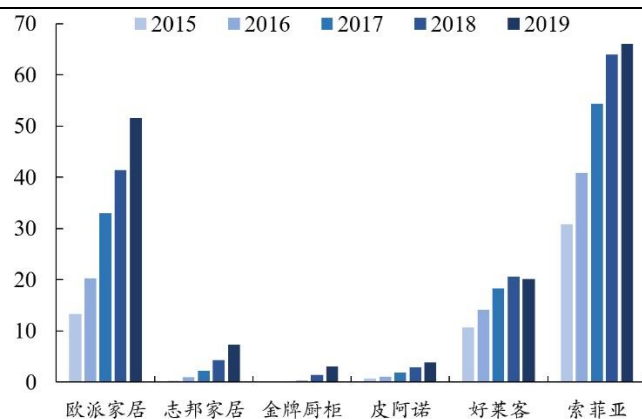
衣柜的精装房配套率较低, 其销售不受工程渠道分流的影响。同时, 定制衣柜行业规模仍享有品类渗透率提升的红利。公司的衣柜业务近 4 年的收入复合增长率高达 139.17%, 呈高速发展态势。2015 年公司开展定制衣柜业务, 经过 4 年的发展, 定制衣柜业务收入从 2015 年的 0.22 亿元增长到了 2019 年的 7.34 亿元, 2016-2019 年的同比增速分别为 306.32%/146.40%/91.36%/70.80%, 衣柜的收入占比从 2015 年的 1.89% 上升到了 2019 年的 24.79%。2020 年上半年, 公司衣柜业务实现营业收入 3.43 亿元, 同比增长 38%, 已逐渐成为公司收入增长的重要支撑点之一。

图表 30 2015-2020H 公司定制衣柜收入及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

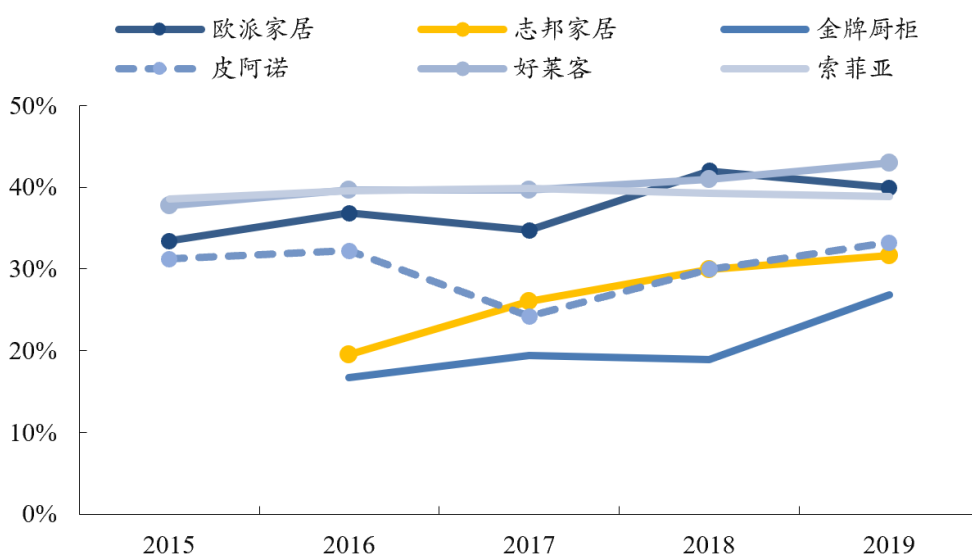
图表 31 2015-2019 年可比公司衣柜业务收入 (亿元)



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

规模效应初显，毛利率逐年提升，仍存在较大提升空间。2019 年公司定制衣柜的产能达到 35 万套，伴随收入的放量，产能利用率逐渐提升，规模效应初显，衣柜的毛利率从 2016 年的 16.69% 提升到了 2019 年的 31.62%。目前公司的衣柜业务尚未进入成熟期，受渠道发展初期样柜采购比例较高等因素影响，衣柜业务的毛利率相较成熟企业仍有一定差距，我们认为未来该业务毛利率仍有较大的提升空间。

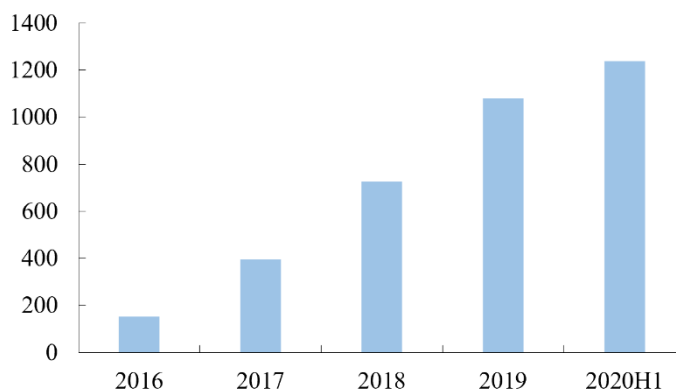
图表 32 2015-2019 年可比公司衣柜毛利率



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

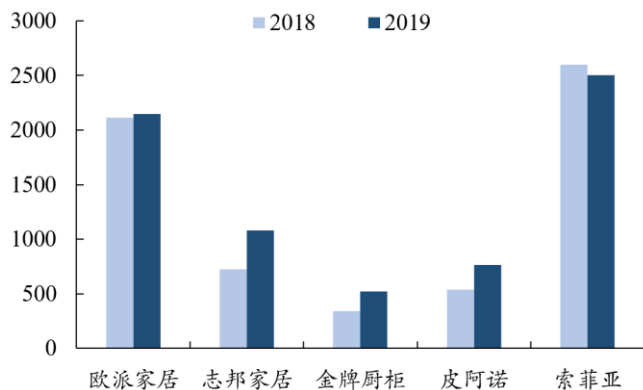
公司衣柜业务的渠道处于高速扩张期，2019 年门店数破 1000 家。截至 2019 年年底公司拥有定制衣柜经销商 889 家，店面 1078 家，门店数量比 2018 年净增加 352 家，正快速追赶第一梯队品牌。从 2016 年开始，公司衣柜门店数量每年净增加超过 200 家。2020 年公司计划净增加 270 家衣柜门店，截至 2020 年上半年，衣柜门店已净增加 159 家。此外，2019 年开始，公司还陆续扩充了多种成品家具，实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发，定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。

图表 33 2016-2020H 志邦家居的定制衣柜门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 34 图 2018-2019 年可比公司衣柜门店数量 (家)



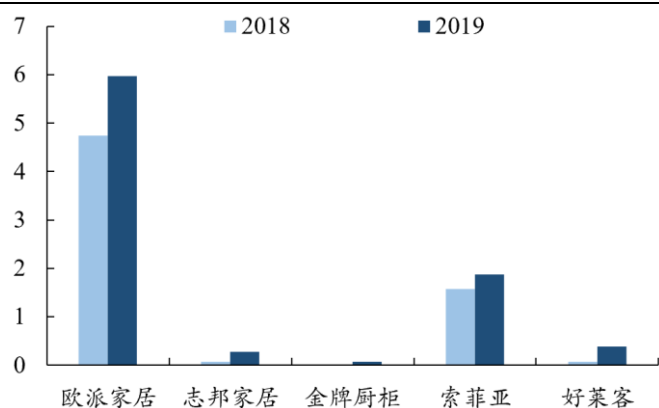
资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

注: 索菲亚衣柜门店数量不包含 20m²-60m²的超市店; 皮阿诺 2019 年衣柜门店数量包含厨衣综合店的数量

2.3 快速推进木门业务, 重点发力精装渠道

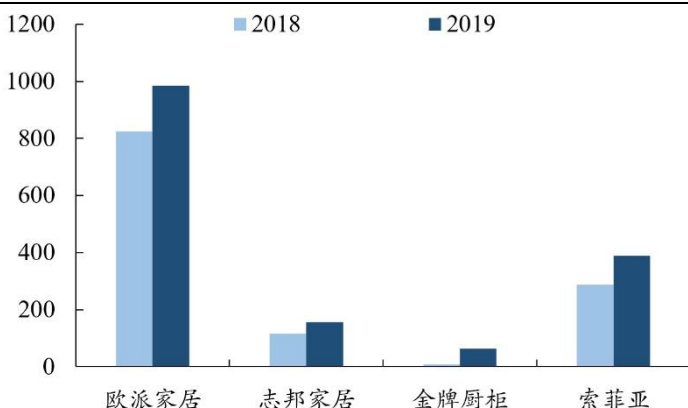
为满足消费者一站式购齐的需求, 公司于 2018 年开拓了定制木门业务, 补齐了志邦“大定制”布局的重要一环。2019 年公司实现木门收入 0.28 亿元, 同比增长 255%。截至 2019 年年底, 志邦的木门经销商有 127 个, 店面 156 家, 店面数量比 2018 年净增加 39 家。此外, 借助精装修渗透率快速提升的红利, 依托公司厨柜大宗业务的强劲实力和客户储备, 2020 年公司木门将重点开拓精装修工程业务渠道, 预计未来公司木门业务将迎来快速发展。

图表 35 2018-2019 年可比公司木门业务收入 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

图表 36 2018-2019 可比公司木门门店数量 (家)

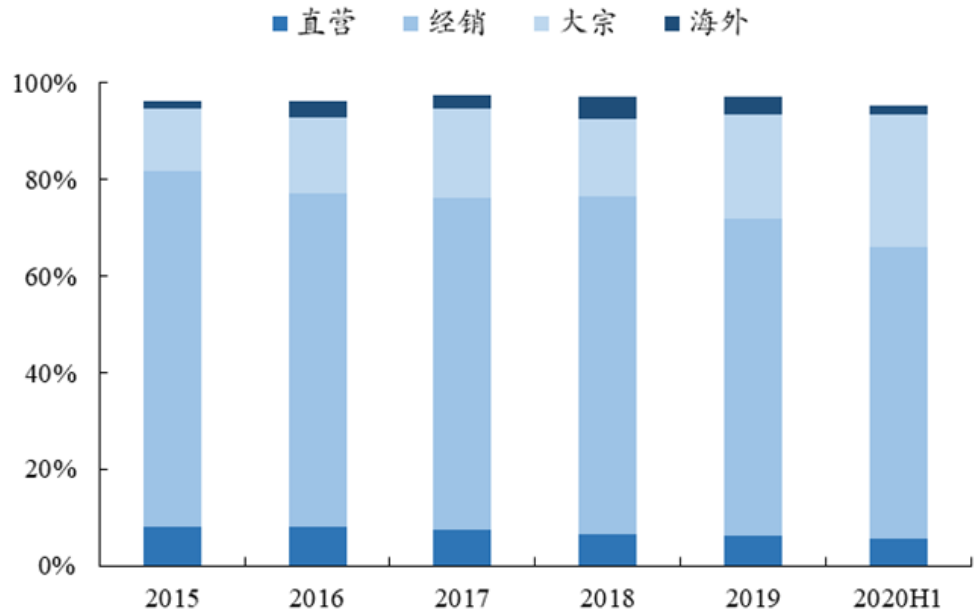


资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

3 全渠道布局: 充分赋能经销体系, 大宗业务放量, 整装初探

渠道多元化是家居行业近年来重要的发展趋势，志邦已完成全渠道布局。公司的主要销售渠道以 To C 的经销商模式和 To B 的大宗业务模式为主，To C 的直营模式为辅。2015-2019 年，直营店收入占比从 8.05% 下降到 6.15%；经销商收入占比从 73.76% 下降到 65.81%；搭乘精装修红利，大宗业务收入占比从 12.71% 上升到 21.59%；海外收入占比从 1.62% 上升到 3.65%。2020 年上半年，直营、经销、大宗、海外的收入占比分别为 5.70%/60.15%/27.49%/1.96%，大宗收入占比进一步提高。

图表 37 2015-2020H 各渠道收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1 To C：主动赋能经销商，推进渠道下沉，布局整装渠道

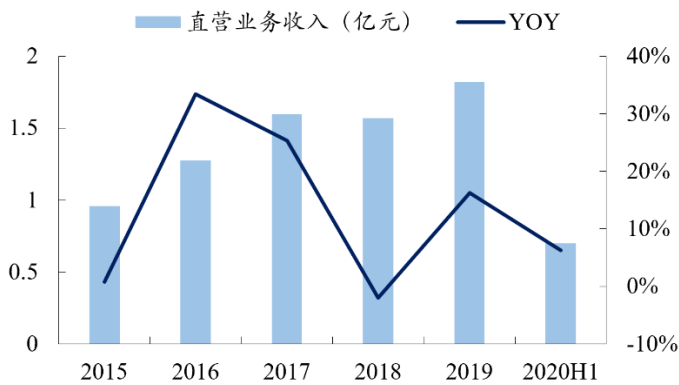
家居的零售市场主要分直营和经销两种体系，一般以经销体系为主。零售市场的主要渠道包括线下终端门店、传统家装公司合作、整装公司合作以及包括创新渠道、线上直播、社群电商等在内的其他新兴渠道。公司的直营业务收入从 2015 年的 0.96 亿元增长至 2019 年的 1.82 亿元，年复合增长率为 17.48%，2020 年上半年，公司直营业务收入为 0.70 亿元，同比增长 6.23%。经销业务收入从 2015 年的 8.77 亿元增长至 2019 年的 19.49 亿元，年复合增长率为 22.11%，2020 年上半年，公司经销业务收入 7.37 亿元，同比下降 4.55%。

志邦家居具备主动赋能经销商的基因，面对疫情公司积极帮扶经销商，Q2 率先恢复较快增长。通过数字化引流和 U 客系统管理来提高加盟商运营效率；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；通过专业设计师平台“志邦设计谷”来帮助加盟商消化设计订单和提升设计师能力；通过导入“管家服务”模式，增强加盟商安装交付能力；通过在线学习平台“学习岛”，提升加盟商员工的终端专业技能。面对疫情，公司迅速应对，积极部署，不仅在疫情期间产品出厂价全部 9 折，而且总部人员下沉到各区域市场主动帮扶经销商，与各级代理商共进退。2020 年 Q2 率

先于全行业实现收入 20% 以上的较快增长。

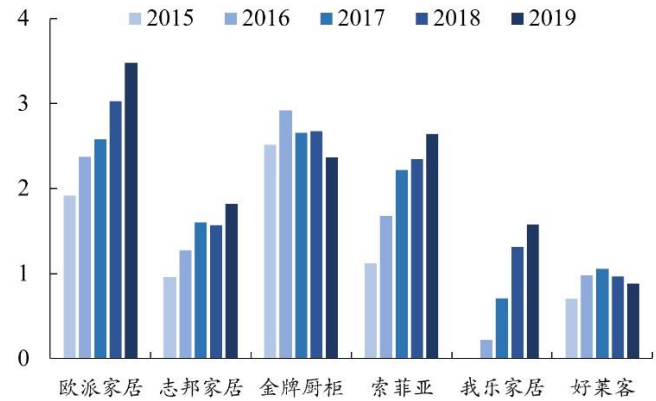
志邦的经销体系中，五六级城市是主力。公司将经销业务模式下的城市分为六个级别，一二级城市主要以省会、直辖市和少数发达的地级市为主；三四级城市主要以地级市和少数发达地区的县级市为主；五六级城市主要以县级及以下乡镇为主。2019 年，经销渠道的厨柜业务，一二级城市收入占 19.1%，三四级城市收入占 29.2%，五六级城市收入 51.8%；经销渠道衣柜业务，一二级城市收入占 29.7%，三四级城市收入占 27.7%，五六级城市收入占 42.6%。

图表 38 2015-2020H 志邦家居的直营业务收入及同比



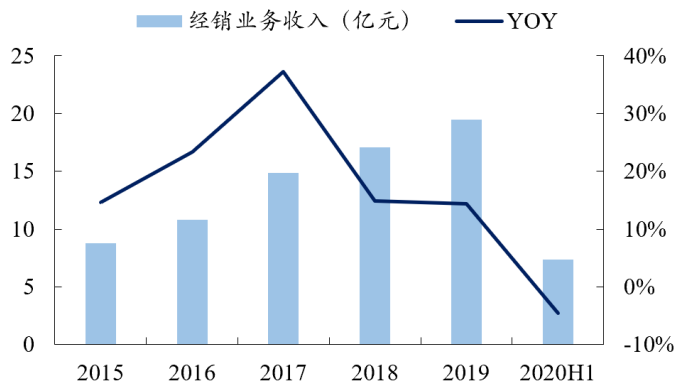
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 2015-2019 年可比公司直营业务收入 (亿元)



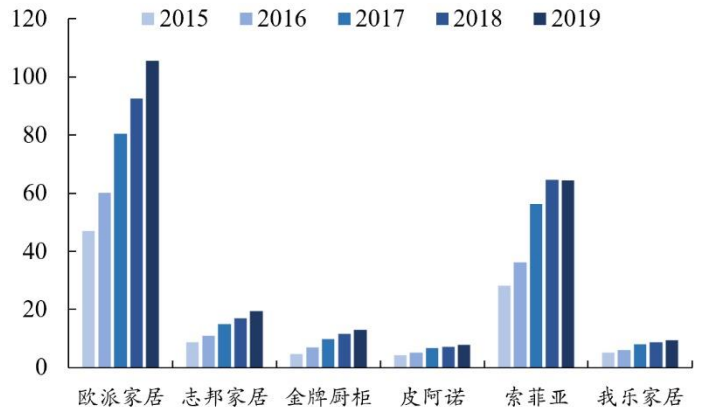
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 40 2015-2020H 志邦家居的经销业务收入及同比



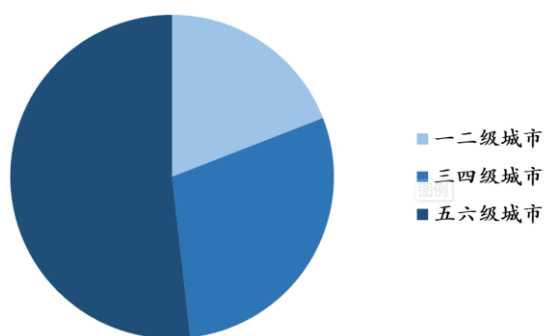
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2015-2019 年可比公司经销业务收入 (亿元)



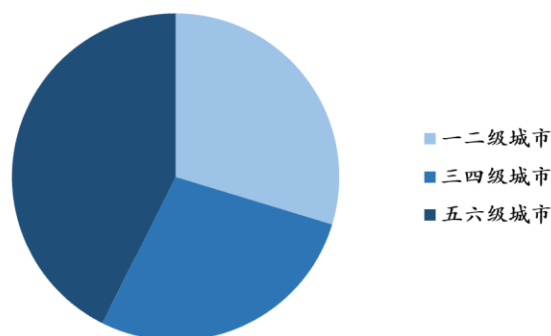
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 42 2019 年分城市级别厨柜收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

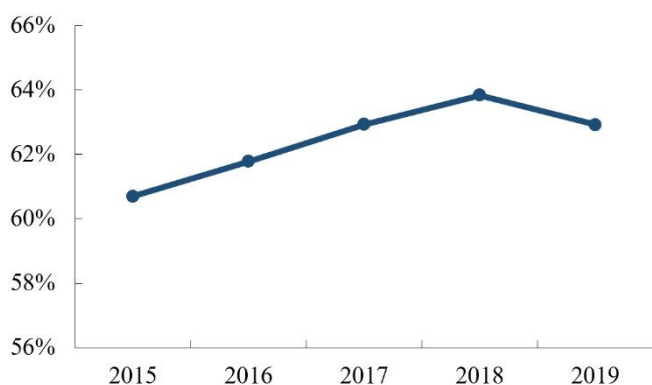
图表 43 2019 年分城市级别衣柜收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

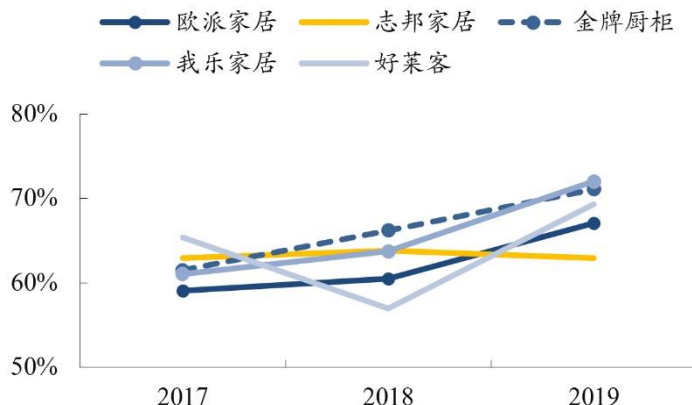
直营毛利率总体呈上升趋势，经销毛利率有望触底回升。随着公司运营模式的成熟以及精细化管理，公司直营业务的毛利率从 2015 年的 60.7% 上升到 2019 年的 62.92%，2019 年新设广州直营公司使得当期直营业务的毛利率出现了一定程度的下滑。此外，随着厨柜以外的新品类加入带来的毛利率结构变化，公司经销业务的毛利率从 2015 年的 38.48% 下滑至 2018 年的 36.09%，但 2019 年公司经销业务的毛利率提升了 1.12 个 pct 至 37.21%，且横向对比，其经销体系毛利率的变化较可比公司相对更平稳。

图表 44 2015-2019 年直营业务毛利率



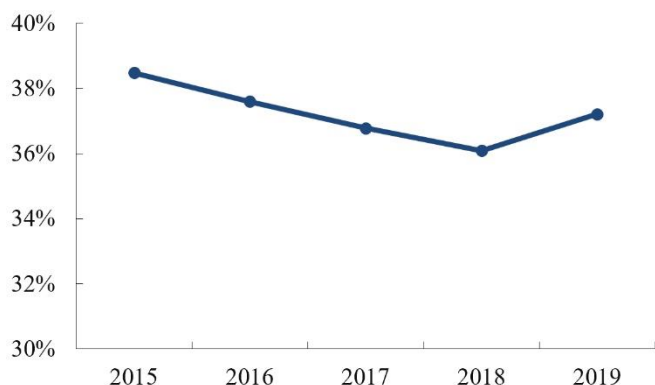
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 2017-2019 年可比公司直营业务毛利率



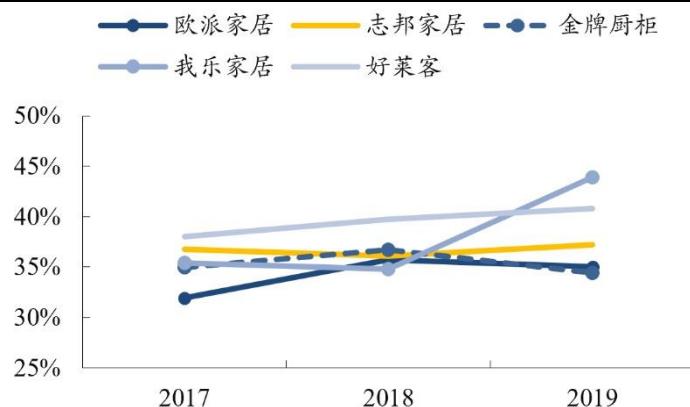
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 46 2015-2019 年经销业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 2017-2019 年可比公司经销业务毛利率



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

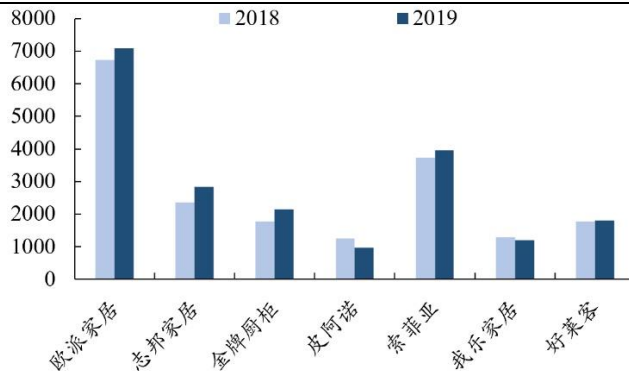
门店高速扩张，总店面数量近 4 年复合增长率 29.44%。公司的门店从 2015 年的 1007 家增加到 2019 年的 2827 家，年复合增长率 29.44%，总店面数量在可比公司中仅次于欧派家居和索菲亚。公司通过不断招募优质加盟商，完善从招商、建店到运营的加盟商全生命周期管理平台等方式，有计划有步骤的逐步优化加盟商结构，帮助加盟商提升管理水平和盈利能力。

图表 48 2015-2019 年总门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 2018-2019 年可比公司总门店数量 (家)



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 50 志邦家居为加盟商打造八大加盟支持



资料来源：志邦家居公众号，华安证券研究所

整装模式初探，双品牌运营，重构产品体系。整装是近年来家装行业的发展方向，定制企业与整装公司合作，一方面有利于提高客单价，另一方面也相当于打开了新的流量入口。志邦的整装渠道主要通过直接与整装公司合作以及加盟商与当地的整装公司合作的模式开展，以“志邦”和“IK”双品牌运营。2019年公司重组了整装渠道团队，重构整装产品体系，完成渠道多种产品开发工作，建立标准展厅，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。不过，目前公司的整装业务规模较小，尚未单独从零售业务收入中剥离。

图表 51 整装渠道由“志邦”和“IK”双品牌运营



资料来源：IK 品牌官网，华安证券研究所

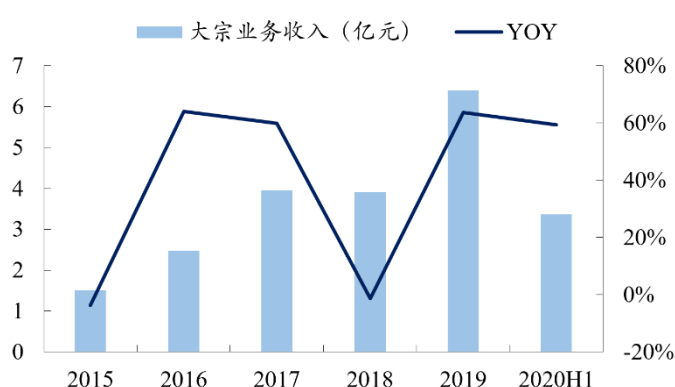
3.2 To B: 大宗业务放量增长，充分受益于精装红利

公司大宗业务具备较强的竞争力，2018年大宗客户结构调整，2019年下半年重新

开启放量增长。2015-2019年，公司的大宗业务收入从1.51亿元增长至6.39亿元，年复合增速43.45%，收入占比从12.71%上升至21.59%。2020上半年，大宗业务收入达到3.37亿元，同比增长59.27%，收入占比也达到了27.49%。

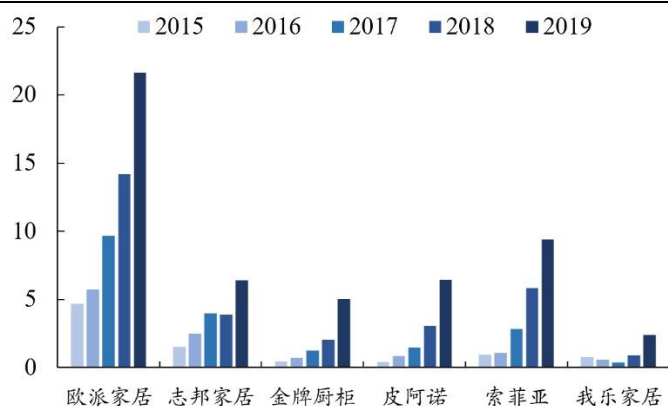
受精装政策影响，厨柜的精装修配套率接近100%，因此近年来工程渠道已成为厨柜企业不得不争夺的重要渠道。公司自2010年全面布局大宗工程业务，已形成成熟的业务模式，大宗业务具备很强的竞争力。公司开拓工程业务有三种模式：第一种直营模式是由公司直接负责签约和交付；第二种完全由代理商与地产商签约并提供服务；第三种是三方合作，公司为地产商提供产品，代理商为地产商提供服务，未来三方合作的模式占比有望提升。

图表 52 2015-2020H 大宗业务收入及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

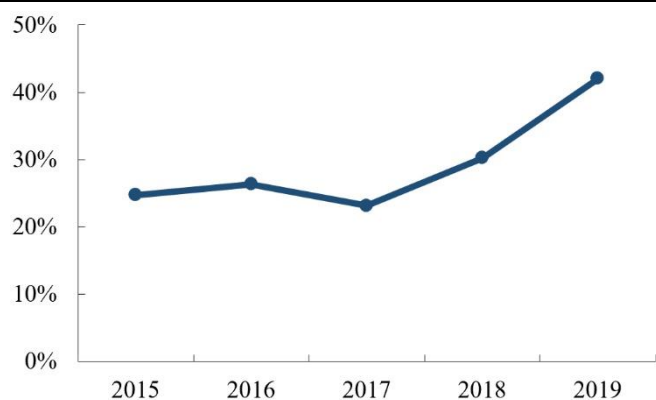
图表 53 2015-2019 年可比公司大宗业务收入 (亿元)



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

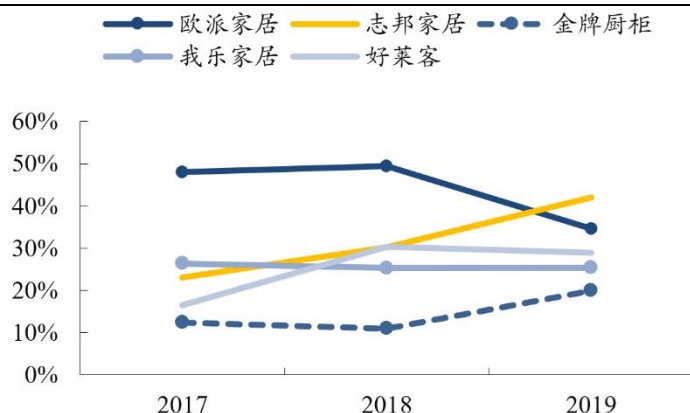
工程业务百强地产客户占比达30%，大宗业务毛利率行业领先。公司的大宗工程业务客户多为百强头部地产、主板上市公司和地区龙头地产公司。2019年，百强地产客户占比已达30%，其中前10占比60%。截至2020年上半年，公司的前五大地产客户已调整为一些增速较快的颈部和腰部的地产公司。受益于大宗客户结构调整和规模生产，公司的毛利率从2017年的23.12%提升至2019年的42.03%，毛利率行业领先。

图表 54 2015-2019 年大宗业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 55 2015-2019 年可比公司大宗业务毛利率

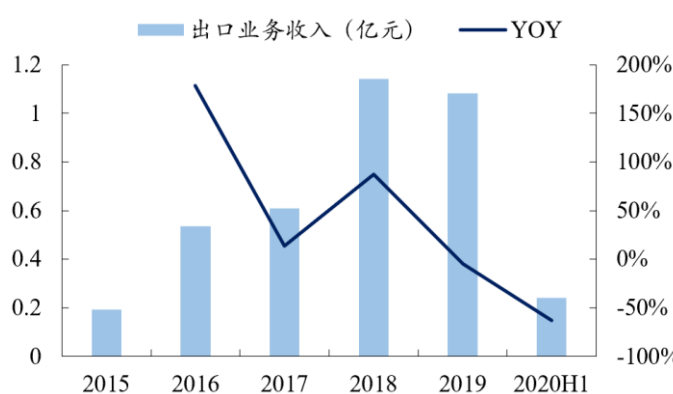


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

3.3 持续开拓海外业务，全球布局可期

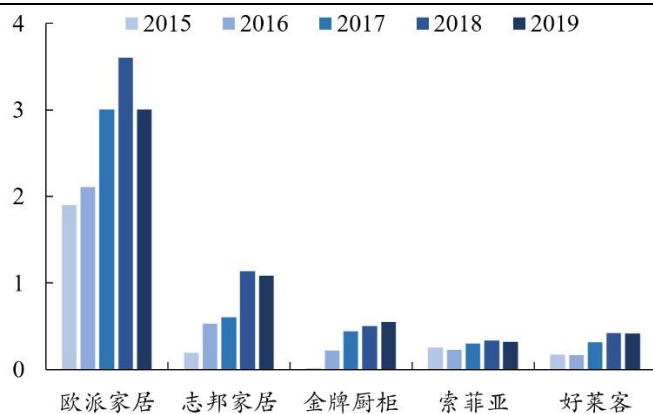
2018 年收购 IJF，助力公司澳洲业务发展。公司海外业务的贡献主要来自于澳洲、美国，2019 年收入占比分别为 48%、50%。2018 年 7 月，公司收购了澳大利亚 IJF Australia 47% 股权，成为其第一大股东。IJF Australia 在澳大利亚厨柜行业具有 54 年专业管理经验，与澳大利亚大型上市房地产开发商及总承包商建立了良好的长期合作关系。**2018 年，公司通过 IJF 销售商品的收入同比增长了 167%，带动公司海外收入同比增长 87.24% 至 1.14 亿元。2019 年，公司通过 IJF 销售商品的收入同比增长了 28%。**2019 年，受中美贸易摩擦以及美国对华厨柜公司实施的双反制裁政策影响，公司海外业务收入 1.08 亿元，同比下滑 5.06%，其他可比公司的海外业务也受到了同样的影响。**2020 年海外业务受疫情影响以及美国双反政策影响大幅下滑，不过海外业务占整体收入的比重较低，对公司业绩的影响可控。**

图表 56 2015-2020H 海外业务收入及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 57 2015-2019 年可比公司海外业务收入 (亿元)



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 核心假设与盈利预测

厨柜业务：志邦厨柜深耕华东地区多年逐渐辐射全国，拥有较高的品牌知名度，预计公司未来三年仍将持续加密终端，加速扩张以进入第一梯队，我们假设 2020-2022 年公司厨柜门店分别净增 100/130/130 家。**单店收入方面，**2018 年下半年起受地产景气度下滑以及精装修渗透率提升对零售渠道挤压的影响，厨柜门店的店效下滑明显，今年受疫情影响厨柜零售持续承压，假设公司 2020-2022 年单店收入分别同比降低 -20%/0%/0%。**大宗业务方面，**当前大宗业务大部分是厨柜订单。公司与全国多家百强地产签订合作协议，18 年大宗客户调整对报表的影响已于 2019 年消除，预计未来 3 年大宗业务仍将保持高速增长，2020-2022 年公司大宗业务收入同比增长 83%/59%/40%。**海外业务方面，**受中美贸易摩擦、美国对中国厨柜企业双反以及海外疫情的影响，预计海外收入近年下滑较多，我们假设公司 2020-2022 年出口业务收入分别同比增长 -61%/0%/5%。

伴随大宗业务放量以及精益化生产管理效果的持续体现,预计志邦未来三年的厨柜毛利率水平保持平稳,预计 2020-2022 年毛利率分别为 41.50%/41.14%/40.76%。

衣柜业务:公司 2015 年开始发展衣柜业务,目前门店数量破千,业务占比超过 25%,我们预计志邦的衣柜业务仍将保持高速发展态势,假设 2020-2022 年门店分别净增加 270/250/250 家。除 2020 年受疫情影响之外,我们认为衣柜的**单店收入**小幅平稳增长,预计 2020-2022 年单店收入分别增长-4%/4%/4%。**毛利率方面**,伴随衣柜规模效应的持续释放以及渠道日趋成熟,衣柜业务毛利率有望逐年提升,我们预计 2020-2022 年衣柜业务毛利率分别为 32.69%/33.39%/34.12%。

木门业务:木门业务 2018 年推出,仍处于培育期,2020 年将木门发展的重点放在精装修工程业务渠道,我们预计未来三年公司木门业务的发展将快于前期。2020-2022 年收入同比增长 43%/84%/73%。木门业务发展初期毛利率较低,但预计伴随规模的持续扩大,毛利率趋势向上,预计 2020-2022 年木门业务毛利率分别为 1.14%/5.17%/10.08%。

图表 58 志邦家居的盈利预测

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整体厨柜						
收入	1,876.47	1,928.18	2,117.11	2323.16	3088.54	3927.07
YOY	32.25%	2.76%	9.80%	9.73%	32.95%	27.15%
成本	1186.37	1189.29	1218.78	1358.99	1817.84	2326.28
毛利	690.11	738.89	898.33	964.17	1,270.69	1,600.79
毛利率(%)	36.78%	38.32%	42.43%	41.50	41.14	40.76
业务收入占比	87.00%	79.25%	71.47%	67.54%	68.12%	68.53%
整体衣柜						
收入	224.71	430.00	734.44	993.98	1272.88	1558.43
YOY	146.40%	91.36%	70.80%	35.34%	28.06%	22.43%
成本	166.25	301.13	502.23	669.05	847.85	1026.77
毛利	58.46	128.87	232.21	324.93	425.03	531.66
毛利率(%)	25.98%	29.97%	31.62%	32.69	33.39	34.12
业务收入占比	10.42%	17.67%	24.79%	28.90%	28.08%	27.19%
木门						
收入		7.79	27.63	39.57	72.87	125.76
YOY			254.92%	43%	84%	73%
成本		12.19	28.63	39.12	69.10	113.08
毛利		-4.41	-1.00	0.45	3.77	12.68
毛利率(%)		-56.59%	-3.62%	1.14	5.17	10.08
业务收入占比		0.32%	0.93%	1.15%	1.61%	2.19%
其他家居						
收入	55.70	67.03	82.96	82.96	99.55	119.46
YOY		20.35%	23.76%	0%	20%	20%
成本	51.43	55.58	71.11	62.22	74.66	89.60
毛利率(%)	7.64%	17.09%	14.28%	25	25	25
业务收入占比		2.76%	2.80%	2.41%	2.20%	2.08%

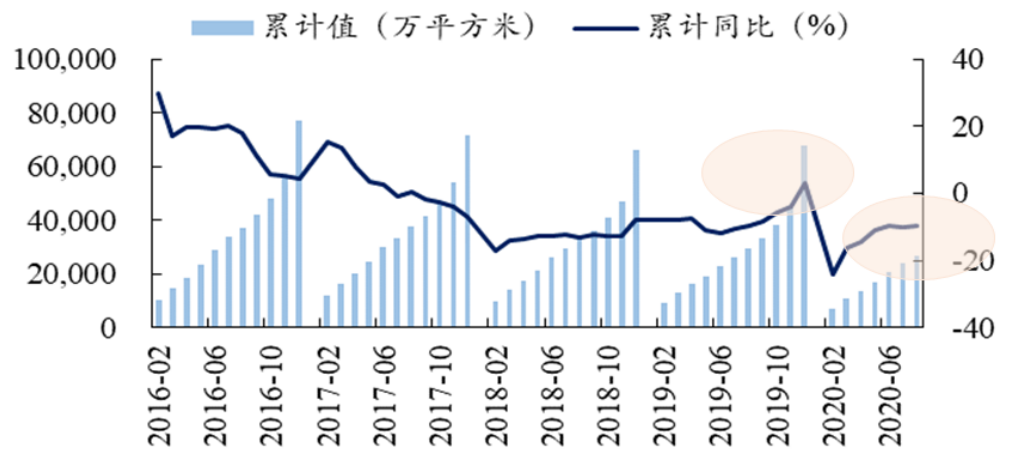
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4.2 投资建议

盈利预测及投资建议: 预计公司 2020-2022 年分别实现营收 34.40/45.34/57.31 亿元, 同比增长 16.1%/31.8%/26.4%, 实现归母净利润 3.62/4.43/5.57 亿元, 同比增长

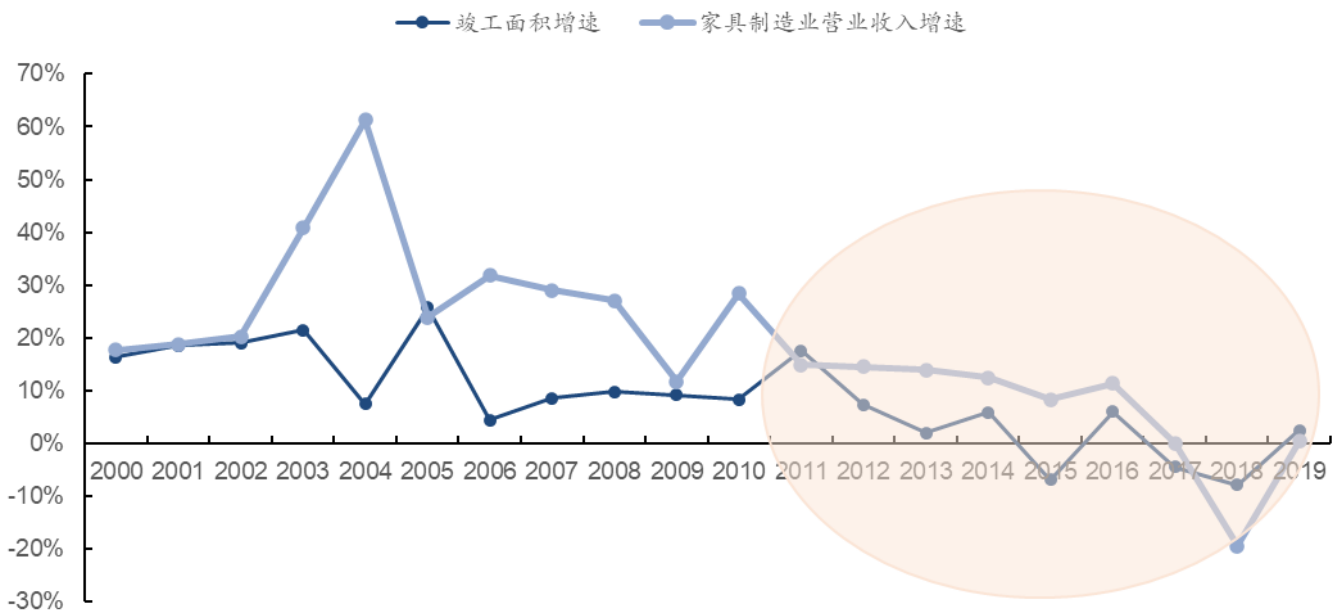
9.8%/22.4%/25.9%。2020年9月28日收盘价30.84元对应PE为19.05X/15.56X/12.36X。2019年Q4的竣工面积占到全年累计竣工面积的51.35%，2020年8月竣工累计降幅继续缩窄，维持2020全年地产竣工修复的判断。**地产竣工修复将带动下游家居市场回暖，行业层面公司有望受益。**公司层面，志邦在管理上注重团队建设和干部年轻化，上市后实施2次股权激励来激发团队活力。**品牌影响力和产品竞争力强，第九代展厅巩固终端竞争力。**公司拥有主动赋能经销商的基因，面对疫情积极帮扶经销商，有望在行业加速集中的过程中攫取更大的市场份额。**成长性方面，厨柜业务规模第二，衣柜和大宗业务是中期成长的重要支撑点。**长期看好公司加速扩张跻身国内一线定制龙头的发展潜力。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表 59 2020 年地产竣工降幅累计缩窄



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 60 近 10 年内地产竣工与家具制造业收入紧密相关



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

风险提示:

地产销售及竣工回暖不达预期;
渠道扩张速度不达预期;
疫情反复导致居民购买力下降。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	1798	2084	2707	3460	营业收入	2962	3440	4534	5731
现金	527	647	867	1176	营业成本	1821	2129	2809	3556
应收账款	338	424	584	769	营业税金及附加	29	33	44	55
其他应收款	25	28	37	47	销售费用	463	543	725	917
预付账款	45	55	73	91	管理费用	168	200	272	344
存货	215	251	331	419	财务费用	-8	-12	-15	-20
其他流动资产	647	679	816	957	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	1298	1405	1514	1623	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	34	39	44	49	投资净收益	13	17	23	29
固定资产	706	736	756	766	营业利润	385	419	512	644
无形资产	136	140	144	148	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	422	490	570	660	营业外支出	6	4	5	5
资产总计	3095	3489	4221	5082	利润总额	381	416	509	640
流动负债	1116	1293	1743	2227	所得税	51	54	66	83
短期借款	11	0	0	0	净利润	329	362	443	557
应付账款	314	368	485	614	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	791	925	1258	1613	归属母公司净利润	329	362	443	557
非流动负债	50	50	50	50	EBITDA	437	425	506	623
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.48	1.62	1.98	2.49
其他非流动负债	50	50	50	50					
负债合计	1166	1343	1793	2277					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	223	223	223	223	会计年度	2019	2020	2021	2022
资本公积	879	879	879	879	成长能力				
留存收益	827	1044	1326	1704	营业收入	21.7%	16.1%	31.8%	26.4%
归属母公司股东权益	1929	2146	2428	2806	营业利润	19.6%	8.8%	22.3%	25.8%
负债和股东权益	3095	3489	4221	5082	归属于母公司净利润	20.7%	9.8%	22.4%	25.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	38.5%	38.1%	38.0%	38.0%
					净利率 (%)	11.1%	10.5%	9.8%	9.7%
					ROE (%)	17.1%	16.9%	18.2%	19.9%
					ROIC (%)	15.5%	14.1%	15.1%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.7%	38.5%	42.5%	44.8%
					净负债比率 (%)	60.5%	62.6%	73.8%	81.2%
					流动比率	1.61	1.61	1.55	1.55
					速动比率	1.36	1.36	1.31	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.96	0.99	1.07	1.13
					应收账款周转率	8.76	8.11	7.77	7.45
					应付账款周转率	5.80	5.79	5.79	5.79
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.48	1.62	1.98	2.49
					每股经营现金流薄)	1.54	2.67	2.94	3.45
					每股净资产	8.64	9.61	10.87	12.56
					估值比率				
					P/E	20.91	19.05	15.56	12.36
					P/B	3.57	3.21	2.84	2.45
					EV/EBITDA	14.58	14.68	11.89	9.17

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

联系人：谢丽媛，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，曾任职于天风证券家电行业研究组。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。