

志邦家居 (603801.SH)

大家居战略稳步推进，成长路径清晰

从二线向头部挺进，大家居战略稳步推进。志邦家居创立于1998年，总部位于安徽，中国厨柜行业的先行者，2015年切入衣柜，2017年在A股上市并推出全屋品牌IK，2018年进军木门，目前在“大定制”战略指引下多品类、多品牌、全渠道融合发展。2015-2020年志邦收入从11.88亿元提升至38.40亿元，CAGR为26.44%；归母净利润从1.32亿元提升至3.95亿元，CAGR为24.47%。2021Q1公司实现收入6.83亿元，同比增长109.1%；归母净利润0.51亿元，同比增长213.2%。

市场规模广阔，龙头市占率有望提升。短期家居公司受益地产竣工回暖支撑，中长期住宅翻修需求将占据主导，同时精装房渗透率稳步提升有望推动工程渠道发展。我们预计2023/2030/2050年整体定制赛道规模分别为2530/3142/4301亿元，目前国内橱柜CR7为12%，衣柜CR6为20%，对比美国2019年橱柜CR3 30%，我国定制家居市场集中度明显偏低。我们认为短期疫情考验促进行业出清，未来地产红利消退、行业竞争加剧，对企业管理能力要求提高，头部企业市占率有望提升。

品类视角：品类扩张，协同效应显现。目前志邦品类扩张逻辑顺畅，橱柜零售相对稳定，衣柜、木门零售快速开店扩张，同时依托大宗渠道，协同效应有望显现。从盈利能力来看，志邦成本管理能力较强，且主要布局下线城市，渠道控制能力强；目前橱柜毛利率行业第一，衣柜和木门毛利率有望凭借规模优势快速提升。

渠道视角：零售&大宗双轮驱动。1)零售：2018-2020年经销门店收入从14.8亿元提升至22.3亿元，CAGR为15%。主要系1)加强品牌塑造，品宣投放业内领先；2)多品类融合发展；3)渠道下沉，五/六级城市收入占比过半。从门店数量来看，志邦从2017年的1759家提升至2021Q1的3309家，其中橱柜数量1597家，衣柜数量1408家，逐步朝着“大定制”方向迈进。2)大宗：2020年大宗业务创收11.75亿元，同比增长84%，我们认为志邦产品、供应稳定，伴随精装红利释放，预计志邦家居大宗收入具备稳定性与持续性。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2021-2023年营业收入为49.74/64.03/77.18亿元，分别同比增长29.5%/28.7%/20.5%，归母净利润为5.2/7.1/9.1亿元，分别同比增长32.0%/35.9%/27.6%，对应PE分别为23.1X/19.3X/16.3X。志邦家居多品类&多渠道搭建顺畅，大家居战略稳步推进，零售橱柜经营稳健、衣柜加速扩张，大宗高增持续，未来增长动能充足，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复；地产竣工不及预期，门店拓展不及预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,962	3,840	4,974	6,403	7,718
增长率yoy(%)	21.7	29.7	29.5	28.7	20.5
归母净利润(百万元)	329	395	522	709	905
增长率yoy(%)	20.7	20.0	32.0	35.9	27.6
EPS最新摊薄(元/股)	1.48	1.77	2.34	3.18	4.05
净资产收益率(%)	17.1	17.7	20.3	23.2	24.3
P/E(倍)	32.6	27.1	23.1	19.3	16.3
P/B(倍)	5.6	4.8	4.7	4.5	4.0

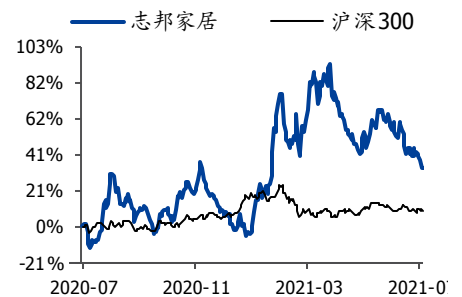
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年7月16日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	家用轻工
7月16日收盘价(元)	29.95
总市值(百万元)	9,358.85
总股本(百万股)	312.48
其中自由流通股(%)	97.53
30日日均成交量(百万股)	3.41

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1798	2490	3168	3443	4353
现金	527	825	1098	1214	1766
应收票据及应收账款	458	324	689	615	956
其他应收款	25	80	57	120	93
预付账款	45	65	78	106	115
存货	215	329	380	521	555
其他流动资产	527	867	867	867	867
非流动资产	1298	1639	1889	2208	2488
长期投资	34	39	45	51	57
固定资产	706	1191	1407	1691	1920
无形资产	136	136	143	150	160
其他非流动资产	422	273	295	316	352
资产总计	3095	4128	5057	5651	6842
流动负债	1116	1814	2400	2512	3036
短期借款	11	108	108	108	108
应付票据及应付账款	446	648	778	1036	1131
其他流动负债	659	1057	1514	1369	1797
非流动负债	50	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	86	86	86	86
负债合计	1166	1900	2486	2599	3122
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	223	223	313	313	313
资本公积	879	919	830	830	830
留存收益	966	1214	1499	1879	2373
归属母公司股东权益	1929	2228	2571	3052	3719
负债和股东权益	3095	4128	5057	5651	6842

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	344	649	811	808	1218
净利润	329	395	522	709	905
折旧摊销	90	112	128	159	173
财务费用	-8	3	-5	2	-11
投资损失	-13	-15	-15	-17	-15
营运资金变动	-94	99	181	-46	165
其他经营现金流	41	54	-1	-1	-1
投资活动现金流	-248	-484	-364	-461	-437
资本支出	334	421	245	313	274
长期投资	67	-51	-6	-7	-6
其他投资现金流	153	-114	-125	-155	-169
筹资活动现金流	-250	-16	-174	-230	-228
短期借款	11	97	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	63	0	89	0	0
资本公积增加	-62	41	-89	0	0
其他筹资现金流	-262	-154	-174	-230	-228
现金净增加额	-153	145	273	116	552

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2962	3840	4974	6403	7718
营业成本	1821	2378	3098	3939	4706
营业税金及附加	29	33	46	59	71
营业费用	463	574	746	960	1158
管理费用	168	206	249	320	386
研发费用	134	226	274	352	424
财务费用	-8	3	-5	2	-11
资产减值损失	-5	-21	0	0	0
其他收益	37	32	21	24	29
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	13	15	15	17	15
资产处置收益	-0	-1	-0	-1	-1
营业利润	385	436	603	812	1029
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	6	8	6	6	6
利润总额	381	429	599	808	1024
所得税	51	34	77	98	119
净利润	329	395	522	709	905
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	395	522	709	905
EBITDA	455	523	705	939	1159
EPS (元/股)	1.48	1.77	2.34	3.18	4.05

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	21.7	29.7	29.5	28.7	20.5
营业利润 (%)	19.6	13.3	38.2	34.7	26.7
归属母公司净利润 (%)	20.7	20.0	32.0	35.9	27.6
获利能力					
毛利率 (%)	38.5	38.1	37.7	38.5	39.0
净利率 (%)	11.1	10.3	10.5	11.1	11.7
ROE (%)	17.1	17.7	20.3	23.2	24.3
ROIC (%)	16.1	15.9	18.5	21.4	22.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.7	46.0	49.2	46.0	45.6
净负债比率 (%)	-25.5	-30.2	-36.8	-34.8	-43.4
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	8.4	9.8	9.8	9.8	9.8
应付账款周转率	4.7	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.48	1.77	2.34	3.18	4.05
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.54	2.91	3.63	3.62	5.45
每股净资产 (最新摊薄)	8.64	9.98	11.51	13.67	16.65
估值比率					
P/E	32.6	27.1	23.1	19.3	16.3
P/B	5.6	4.8	4.7	4.5	4.0
EV/EBITDA	31.2	26.8	19.5	14.5	11.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021年7月16日收盘价

内容目录

1 从二线向头部挺进，大家居战略稳步推进.....	5
1.1 品类&渠道融合发展的“大定制”家居企业.....	5
1.2 股权激励绑定核心高管，管理层经验丰富.....	6
2 市场规模广阔，龙头市占率有望提升.....	8
2.1 短期竣工回暖，中期精装房渗透率提升，长期存量房主导.....	8
2.2 市场空间广阔，行业规模可超 4000 亿.....	10
2.3 竞争格局分散，头部企业市占率有望提升.....	10
2.4 渠道流量分化，多品类&多渠道布局重要性显现.....	11
3 品类视角：品类扩张，协同效应显现.....	12
4 渠道视角：零售&大宗双轮驱动.....	15
4.1 零售：厨衣木多轮驱动，品牌塑造领先.....	18
4.2 大宗：绑定头部地产，收入增长稳定、持续.....	21
5 盈利预测与投资建议.....	22
6 风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 季度数据拆分.....	5
图表 2: 产品矩阵.....	5
图表 3: 志邦家居-发展沿革 (单位: 百万元).....	6
图表 4: 志邦家居-财务数据一览.....	6
图表 5: 志邦家居-股权结构.....	7
图表 6: 志邦家居-人均薪酬.....	7
图表 7: 志邦家居-股权激励.....	7
图表 8: 志邦家居-管理层.....	7
图表 9: 人均创收、人均创利.....	8
图表 10: 住宅新开工&竣工面积趋势图 (单位: %).....	8
图表 11: 商品房销售面积与精装商品住宅开盘项目数量.....	8
图表 12: 水泥产量累计值以及同比增速.....	8
图表 13: 平板玻璃累计值以及同比增速 (万重量箱).....	8
图表 14: 精装修新开盘套数有望实现稳步提升.....	9
图表 15: 疫情下精装房开盘规模三四线城市增速承压.....	9
图表 16: 北京二手房成交套数与同比增速.....	9
图表 17: 广州二手房成交宗数与同比增速.....	9
图表 18: 北京批准预售套数以及同比增速 (套).....	9
图表 19: 广州商品房批准预售套数以及同比增速 (套).....	9
图表 20: 规模测算.....	10
图表 21: 2020 年定制家居竞争格局 (单位: 亿元).....	11
图表 22: 2019 年美国橱柜行业集中度.....	11
图表 23: 消费者变革.....	12
图表 24: 消费渠道变革.....	12
图表 25: 2015-2020 年 8 家定制家具企业合计大宗渠道收入与 YOY.....	12
图表 26: 多品类融合.....	12
图表 27: 定制家居品类融合.....	12
图表 28: 志邦家居营业收入以及增速-分品类 (单位: 亿元).....	13
图表 29: 志邦家居单价、成本拆分-纵向对比.....	14
图表 30: 2020 年橱柜/衣柜/木门单价、成本拆分-横向对比.....	15
图表 31: 零售、大宗渠道成功关键要素.....	16
图表 32: 志邦家居橱柜展示.....	16
图表 33: 2020 年研发费用以及占营收的比例-横向对比.....	16
图表 34: 产能布局图.....	17
图表 35: 2019 年运输费用以及占总体营收的比重-横向对比.....	17
图表 36: 存货周转率.....	17
图表 37: 总资产周转率.....	17

图表 38: 志邦家居门店数量.....	18
图表 39: 零售渠道门店数量对比.....	18
图表 40: 志邦家居-零售渠道营业收入、增长率以及毛利率.....	18
图表 41: 销售费用率(%).....	18
图表 42: 广告宣传推广费/营业收入.....	19
图表 43: 志邦家居经销商数量.....	19
图表 44: 单家经销商创收(万元).....	19
图表 45: C端门店数量与经销商数量-横向对比.....	20
图表 46: 零售渠道竞争策略.....	21
图表 47: 志邦橱柜低线城市收入占比过半(2020年).....	21
图表 48: 志邦衣柜低线城市收入占比最大(2020年).....	21
图表 49: 志邦家居大宗业务规模、增速以及毛利率.....	22
图表 50: 大宗业务规模横向对比.....	22
图表 51: 志邦家居-盈利预测.....	22
图表 52: 估值预测.....	23

1 从二线向头部挺进，大家居战略稳步推进

1.1 品类&渠道融合发展的“大定制”家居企业

国内领先的“大定制”家居企业。志邦家居创立于1998年，总部位于安徽，扎根安徽和江苏，是中国厨柜行业的先行者，2015年依托橱柜优势切入衣柜领域，2017年在A股上市并推出全屋品牌IK，2018年进军木门，目前在“大定制”战略指引下多品类、多品牌、全渠道融合发展。2015-2020年志邦收入从11.88亿元提升至38.40亿元，CAGR为26.44%；归母净利润从1.32亿元提升至3.95亿元，CAGR为24.47%。2021Q1公司实现收入6.83亿元，同比增长109.1%；归母净利润0.51亿元，同比增长213.2%。

图表1: 季度数据拆分

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业总收入	1188.42	1569.99	2156.88	2432.99	2962.14	3840.44	682.51
YOY	13.21%	32.11%	37.38%	12.89%	21.75%	29.65%	109.09%
归母净利润	132.38	177.79	234.22	272.90	329.43	395.44	56.60
YOY	34.30%	34.30%	31.74%	16.51%	20.72%	20.04%	-213.23%
扣非归母净利润	125.10	163.86	225.10	253.48	285.24	358.75	47.43
YOY	-4.18%	30.98%	37.37%	12.61%	12.53%	25.77%	-204.58%
毛利率	37.74%	36.80%	34.90%	35.96%	38.53%	38.07%	36.48%
期间费用率	23.64%	22.15%	21.37%	22.59%	25.55%	26.35%	29.66%
经营费用率	15.02%	14.76%	13.58%	13.72%	15.62%	14.95%	14.49%
管理+研发费用率	9.44%	8.44%	7.95%	9.58%	10.21%	11.24%	15.74%
财务费用率	-0.83%	-1.05%	0.03%	-0.71%	-0.28%	0.08%	-0.56%
归母净利润率	11.14%	11.32%	10.86%	11.22%	11.12%	10.30%	7.41%
存货	83.12	158.04	161.30	154.32	215.35	328.71	414.57
较上年同期增减	0.17	0.90	0.02	-0.04	0.40	0.53	154.96
存货周转天数	37.45	43.75	40.94	36.46	36.54	41.18	77.15
较上年同期增减	-4.18	6.29	-2.81	-4.48	0.09	4.63	-27.58
应收账款	101.23	141.36	81.66	138.93	338.10	116.67	82.06
较上年同期增减	47.72	40.13	-59.70	57.28	199.17	-221.43	-183.35
应收账款周转天数	23.44	27.81	18.61	16.32	28.99	21.31	13.10
较上年同期增减	6.83	4.38	-9.20	-2.29	12.67	-7.67	-70.09
应付账款及应付票据	199.07	278.61	265.51	331.09	446.47	648.39	618.86
较上年同期增减	55.92	79.54	-13.09	65.57	115.38	201.92	241.86
预收账款	203.37	325.90	473.92	376.58	369.64	465.58	334.96
较上年同期增减	17.22	122.54	148.02	-97.34	-6.94	95.94	77.16
经营性现金流净额	160.81	297.46	396.07	369.83	344.38	649.06	-197.90
较上年同期增减	-7.72	136.65	98.61	-26.24	-25.45	597.06	18.60
资本开支	149.22	136.84	278.19	379.36	333.90	421.19	208.84
较上年同期增减	19.32	-12.38	138.35	104.17	-45.47	369.57	55.51
ROE	25.35%	26.68%	13.78%	14.58%	17.08%	2.27%	2.23%
YOY (±)	0.46%	1.33%	-12.90%	0.79%	2.50%	-0.91%	4.58%
资产负债率	48.78%	52.57%	35.14%	32.76%	37.68%	46.03%	45.77%
YOY (±)	-2.34%	3.79%	-17.43%	-2.38%	4.91%	8.36%	9.29%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 产品矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

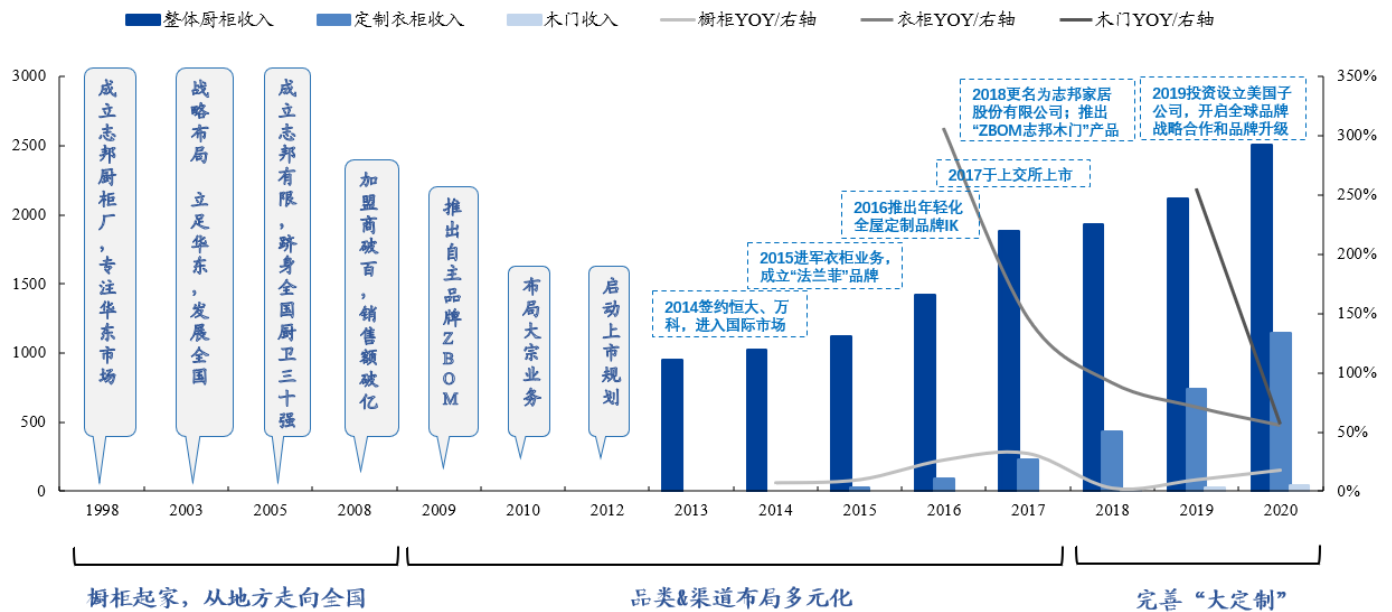
纵观公司发展，志邦家居大体经历了以下三个阶段：

1998-2008年：橱柜起家，从地方走向全国。志邦1998年从橱柜业务起家，2003年开启“立足华东，发展全国”的战略布局，2005年跻身全国厨卫三十强，2008年实现加盟商破百家，销售额破亿。

2009-2017年：品类&渠道布局多元化。公司在巩固橱柜核心业务的基础上，2009年推出自主品牌ZBOM，与众多全国家居连锁卖场建立战略合作伙伴关系；同时公司2010年开始拓展大宗业务，2014年与万科等龙头地产建立战略合作；2015年将业务延伸至衣柜，且2015-2017年陆续推出了全屋定制品牌“法兰菲”和“IK”。

2018年至今：完善“大定制”，业务布局迈向全球。2018年志邦进入木门领域，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；与此同时，公司2018年参股澳洲最大的厨柜商JIF公司，2019年投资设立美国子公司，与知名进口电器品牌达成战略合作，业务布局迈向全球。

图表 3: 志邦家居-发展沿革 (单位: 百万元)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 4: 志邦家居-财务数据一览

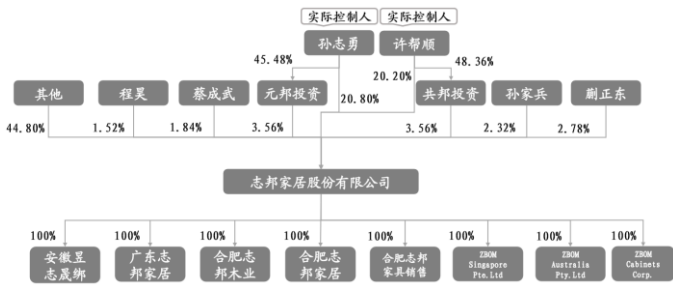
橱柜	2018	2019	2020	衣柜	2018	2019	2020	木门	2018	2019	2020
收入 (百万元)	1928.18	2117.11	2498.6	收入 (百万元)	430	734.44	1140.87	收入 (百万元)	7.79	27.63	43.37
YOY	2.76%	9.80%	18.02%	YOY	91.36%	70.80%	55.34%	YOY	254.69%	56.97%	
毛利率	38.32%	42.43%	41.84%	毛利率	29.97%	31.62%	33.40%	毛利率	-56.48%	-3.62%	15.98%
占比	79.25%	71.47%	65.06%	占比	17.67%	24.79%	29.71%	占比	0.32%	0.93%	1.13%
销量/万套	28.00	30.03	37.13	销量/万套	11.37	19.87	27.76	销量/万套	0.35	1.42	2.35
YOY	-0.07%	7.25%	23.65%	YOY	85.36%	74.80%	39.73%	YOY	302.70%	65.88%	
单价 (元/套)	6,887.21	7,050.91	6,729.81	单价 (元/套)	3,783.17	3,696.65	4,109.69	单价 (元/套)	2,211.68	1,949.24	1,844.71
YOY	2.83%	2.38%	-4.55%	YOY	3.24%	-2.29%	11.17%	YOY	-11.87%	-5.36%	
单位成本 (元/套)	4,248.00	4,059.08	3,913.84	单位成本 (元/套)	2,649.39	2,527.88	2,737.07	单位成本 (元/套)	3,463.24	2,019.77	1,549.97
YOY	0.32%	-4.45%	-3.58%	YOY	-2.33%	-4.59%	8.28%	YOY	-41.68%	-23.26%	
单位材料 (元/套)	3,572.96	3,315.74	3,175.90	单位材料 (元/套)	2,086.25	1,991.19	2,203.57	单位材料 (元/套)	1,257.86	961.12	823.99
YOY	-7.2%	-4.2%	YOY	-4.6%	10.7%	YOY	-23.6%	YOY	-23.6%	-14.3%	
单位人工 (元/套)	173.35	183.85	147.86	单位人工 (元/套)	230.38	224.21	208.63	单位人工 (元/套)	918.42	419.83	272.31
YOY	6.1%	-19.6%	YOY	-2.7%	-6.9%	YOY	-54.3%	YOY	-54.3%	-35.1%	
单位制造费用 (元/套)	501.69	559.49	590.08	单位制造费用 (元/套)	332.75	312.48	324.87	单位制造费用 (元/套)	1,286.97	638.81	453.67
YOY	11.5%	5.5%	YOY	-6.1%	4.0%	YOY	-50.4%	YOY	-50.4%	-29.0%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 股权激励绑定核心高管, 管理层经验丰富

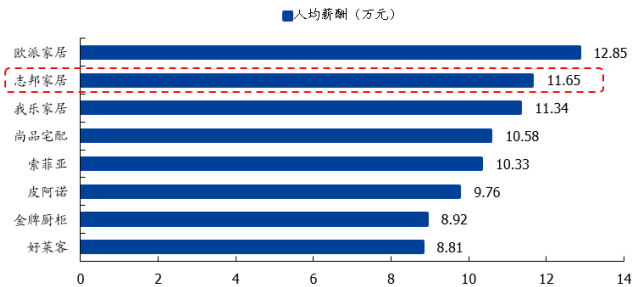
股权集中, 重视团队激励。截至 2021Q1, 公司实际控制人孙志勇 (董事长)、许帮顺 (总经理) 合计控制 48.12% 的股权, 股权相对集中。此外, 2019 年公司对高层实施股权激励, 激励对象为 5 名董事及高管, 2020 年对中高层管理人员以及核心技术人员实施股权激励, 激励对象扩大至 215 人。总体而言, 志邦家居重视团队建设, 通过市场化方式引进优秀职业经理人, 鼓励奋斗, 通过股权激励绑定核心管理层, 公司中长期发展稳定。

图表 5: 志邦家居-股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 志邦家居-人均薪酬



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 志邦家居-股权激励

年份	激励对象	授予总量	授予价格	占当期总股本的比例	激励目标
2019年	5名董事及高级管理人员	129万股	9.65元	0.58%	以2018年为基数, 2019、2020、2021年营业收入增长率、净利润增长率均达12%、24%、40%
2020年	210位中层管理人员	474.9万股	9.65元	2.13%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

管理层从业经历丰富, 人均创收业内领先。公司董事长、总经理孙志勇历任合肥彩虹装饰工程中高层, 拥有丰富的定制家居运营管理经验; 其他高管具备丰富的家具、建材、零售、智能制造等从业经历。同时, 志邦重视人才储备, 于2019年推出“志多星”人才计划, 2020届培养230名管培生, 2021届新招管培生近400名。2020年公司人均创收达到87.7万元, 同业可比公司最高, 主要系公司鼓励奋斗, 人均创利达到9.03万元, 处于行业中上水平。

图表 8: 志邦家居-管理层

职位	姓名	履历
董事长	孙志勇	曾任合肥彩虹装饰工程公司班组长, 工程项目经理, 工程项目负责人, 志邦厨柜厂负责人, 经理, 合肥志邦厨饰有限公司董事长。现任中国建筑装饰协会住宅部品产业分会会长。
总经理	许帮顺	曾任合肥自行车总厂班长, 合肥彩虹装饰工程公司班长, 组长, 工程部经理, 志邦厨柜厂副经理, 合肥志邦厨饰有限公司总经理。
副总经理, 董秘	蔡成武	曾任池州水泥制造有限公司会计, 南京天脉集团徐州分公司财务经理, 合肥志邦厨饰有限公司财务总监, 副总经理。
副总经理	蔡立军	曾任广东星河音响电子有限公司业务员, 荆沙市德华消防供水设备有限公司副经理, 合肥志邦厨饰有限公司销售总监, 副总经理。
副总经理	程昊	曾任合肥华泰集团股份有限公司营销经理, 合肥东昊商贸公司总经理, 历任合肥志邦厨饰有限公司企划经理, 企划总监, 副总经理。
副总经理	刘国宏	曾任合肥家具厂技术员, 助理工程师, 志邦厨柜厂销售经理, 历任合肥志邦厨饰有限公司销售经理, 产品总监, 副总经理。
副总经理	肖清平	曾任昌河飞机工业公司工程师, 海南马自达汽车公司工程师, 分厂长, 欧派家居集团股份有限公司事业部副总经理, 合肥志邦厨饰有限公司副总经理。
财务总监	周珍芝	注册会计师, 曾任职于大华会计师事务所(特殊普通合伙), 2010年加入合肥志邦厨饰有限公司, 曾任合肥志邦厨饰有限公司财务经理, 历任志邦厨柜股份有限公司财务经理, 财务副总监, 证券事务代表, 现任公司财务总监。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 人均创收、人均创利

	人均创收 (万元)	人均创利 (万元)
尚品宅配	39.59	0.62
好莱客	39.83	5.04
金牌厨柜	50.04	5.55
皮阿诺	55.75	7.35
索菲亚	63.44	9.06
我乐家居	67.64	9.37
欧派家居	73.62	10.30
志邦家居	87.70	9.03

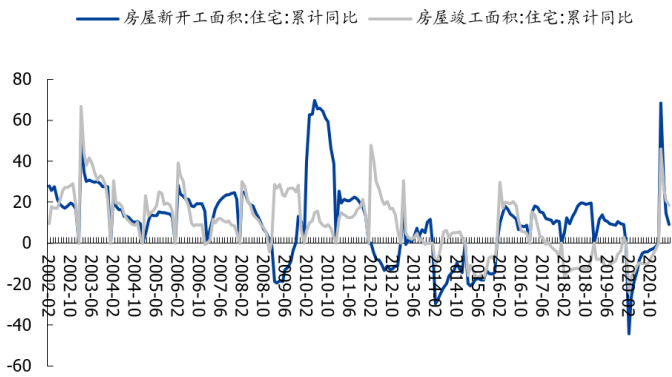
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2 市场规模广阔, 龙头市占率有望提升

2.1 短期竣工回暖, 中期精装房渗透率提升, 长期存量房主导

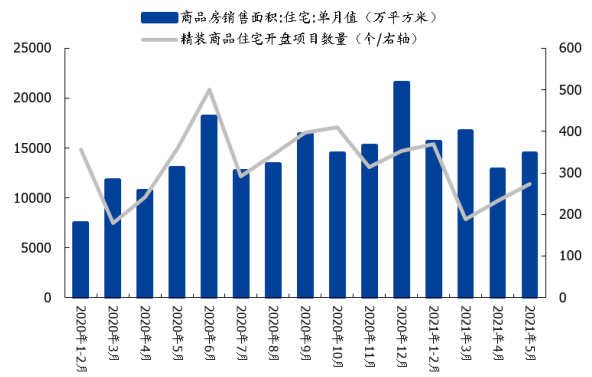
短期: 竣工回暖, 判断 2021 年家居景气上行。我们预计 2021 年地产竣工会处于相对高位, 主要系 2020 年底住宅施工面积增长至 65.56 亿平(+4.4%)、亟待竣工, 保守估计 2021 年住宅竣工面积增速约 10%。从地产前置指标来看, 竣工回暖确定性强; 玻璃、水泥领先地产竣工大约 0.5-1、1-2 年, 2021 年 1-5 月玻璃累计产量为 4.22 亿重量箱, 同比增长 10%, 水泥累计产量为 9.22 亿吨, 同比增长 20%。

图表 10: 住宅新开工&竣工面积趋势图 (单位: %)



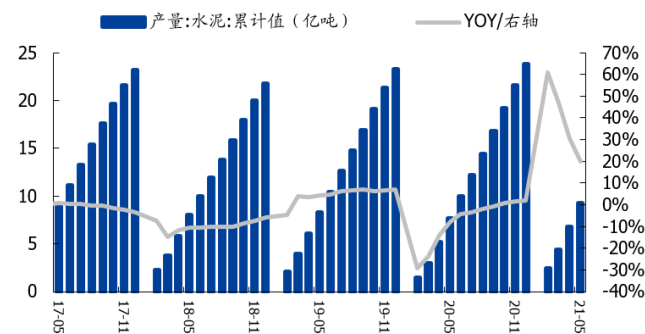
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 商品房销售面积与精装商品住宅开盘项目数量



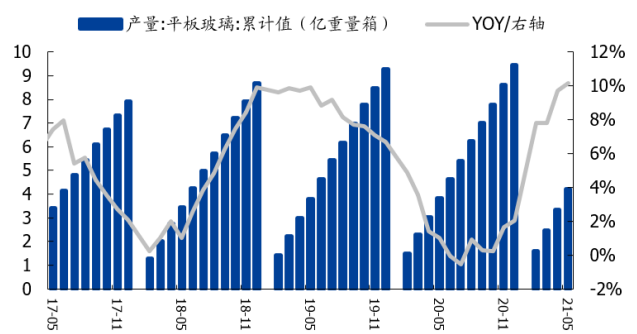
资料来源: Wind, 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 12: 水泥产量累计值以及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 平板玻璃累计值以及同比增速

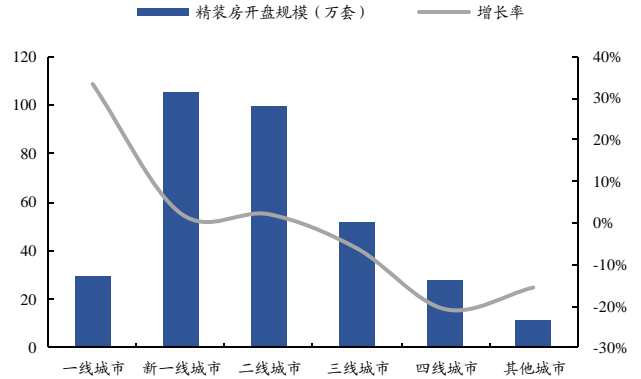
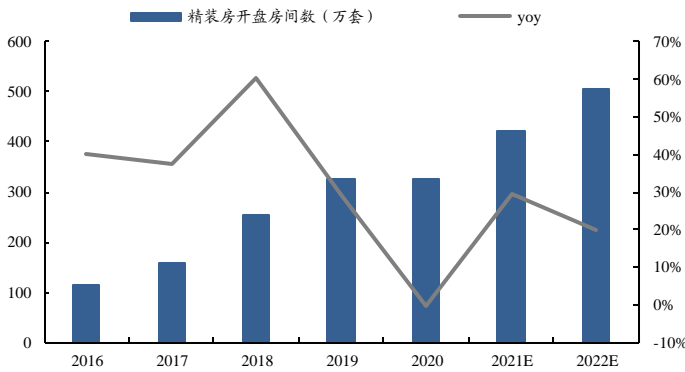


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中期：精装房渗透率有望进一步提升。2020年精装修市场总规模为325万套，同比下滑0.2%，主要系疫情下资金紧张、消费者倾向于购买低价毛坯房，地产商受制于“三条红线”新规加剧资金压力，同时短期政策推力有所减弱。从中远期角度来看，精装地产商数量快速提升（2017-2020年由490家提升至1271家）且逐步下沉三四线城市。根据奥维云网测算，预计2021-22年精装新开盘分别超过400、500万套。

图表 14: 精装修新开盘套数有望实现稳步提升

图表 15: 疫情下精装房开盘规模三四线城市增速承压



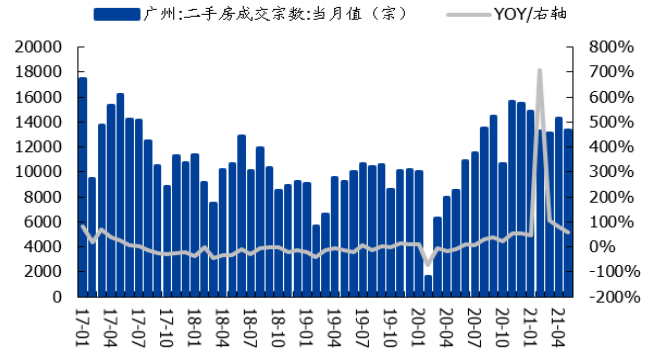
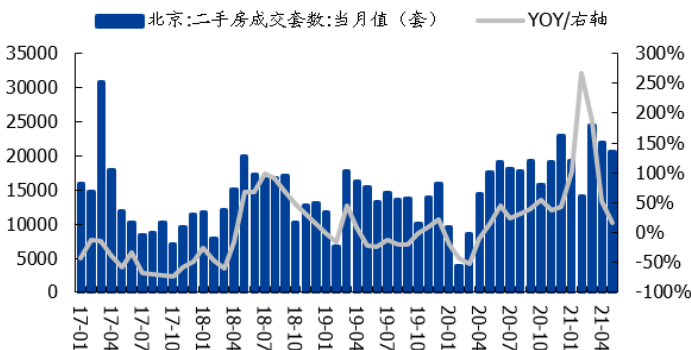
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

长期：住宅翻新需求占据主导。尽管新房中毛坯房占比预期将持续下降，但由于存量房规模累加带来可观的翻新需求，我国定制家居市场的主要需求拉力来自住宅翻新需求。以北京和广州为例，2021年1-5月北京二手房成交套数为10.0万套，同比2020年同期、2019年同期增长86%、48%；广州二手房成交套数为6.9万套，同比2020年同期、2019年同期增长100%、72%，同时期北京、广州新房批准预售套数仅分别为2.7、4.5万套，二手房成交套数明显高于新房成交套数。

图表 16: 北京二手房成交套数与同比增速

图表 17: 广州二手房成交套数与同比增速

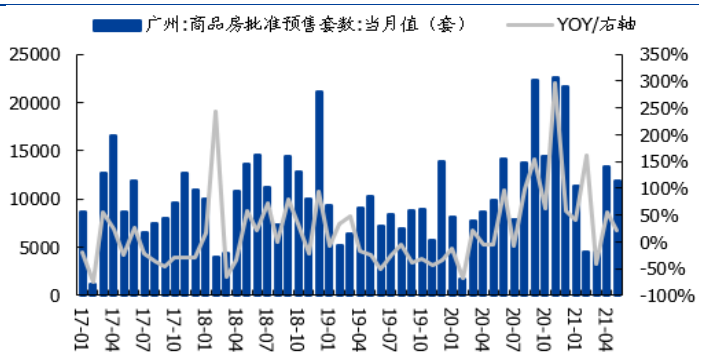
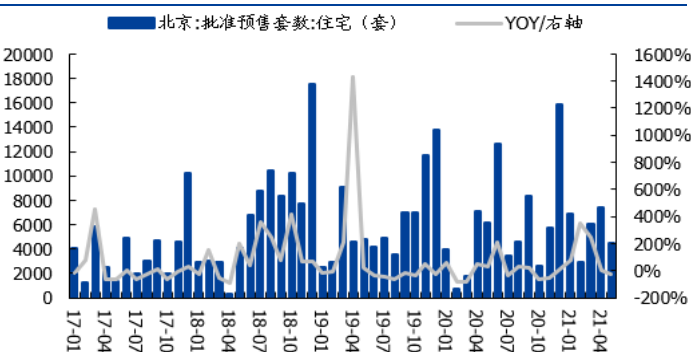


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 北京批准预售套数以及同比增速 (套)

图表 19: 广州商品房批准预售套数以及同比增速 (套)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 市场空间广阔，行业规模可超 4000 亿

我们基于定制装修行业未来发展趋势，对橱柜、衣柜以及木门的市场规模进行测算，2023/2030/2050 年整体定制赛道规模分别为 2530/3142/4301 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年 CAGR 分别为：5.3%、3.1%、1.6%。

(1) 橱柜：2023/2030/2050 年市场规模分别为 1250/1418/1476 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年 CAGR 分别为 4.2%、1.8%、0.2%。

(2) 衣柜：2023/2030/2050 年市场规模分别为 983/1318/2154 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年年均复合增速分别为 6.4%、4.3%、2.5%。

(3) 木门：2023/2030/2050 年市场规模分别为 297/405/671 亿元，2021-2023 年、2023-2030 年、2030-2050 年年均复合增速分别为 6.5%、4.5%、2.6%。

关键假设：橱柜/衣柜/木门 2018-2020 年单价（出厂口径）为志邦家居、欧派家居、索菲亚、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺剔除极值调整后的出厂均价。

图表 20: 规模测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2030E	2050E
新房销售面积 (万平方米)	147929	150144	154878	157202	158774	159568	148727	109930
同比	2.2%	1.5%	3.2%	1.5%	1.0%	0.5%	-1.0%	-1.5%
单套住宅面积 (平米/套)	111	114	114	114	114	114	100	100
新住宅销售套数 (万套)	1329	1322	1363	1384	1398	1405	1487	1099
旧住宅翻新套数 (万套)	557	804	882	914	945	1105	1363	1487
橱柜								
新住宅橱柜配置比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	85%
旧住宅翻新橱柜比例	50%	50%	50%	51%	52%	53%	55%	60%
装修需求户数合计 (万户)	1341	1459	1532	1573	1609	1709	1940	1827
平均每户配置数量 (套)	1	1	1	1	1	1	1	1
出厂口径单价 (元/套)	8217	8038	7312	7312	7312	7312	7312	8079
YOY	-1.7%	-2.2%	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
市场规模 (亿元)	1102	1173	1120	1150	1177	1250	1418	1476
衣柜								
新住宅衣柜配置比例	58%	59%	60%	61%	62%	63%	65%	70%
旧住宅翻新衣柜比例	18%	19%	20%	21%	22%	23%	30%	50%
装修需求户数合计 (万户)	871	933	994	1036	1074	1139	1376	1513
平均每户配置数量 (套)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
出厂口径单价 (元/套)	3233	3179	3302	3351	3402	3453	3832	5694
YOY	-10.8%	-1.7%	3.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%
市场规模 (亿元)	704	741	821	868	914	983	1318	2154
木门								
新住宅木门配置比例	48%	49%	50%	51%	52%	53%	55%	70%
旧住宅翻新木门比例	8%	9%	10%	11%	12%	13%	20%	30%
装修需求户数合计 (万户)	682	720	770	806	840	888	1091	1216
平均每户配置数量 (套)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
出厂口径单价 (元/套)	1050	1240	1281	1300	1320	1339	1487	2002
YOY	18.0%	18.1%	3.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%
市场规模 (亿元)	179	223	247	262	277	297	405	609

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 竞争格局分散，头部企业市占率有望提升

集中度向上趋势明确。2020 年我国橱柜 CR7 为 12%；衣柜 CR6 为 20%。志邦家居在橱柜、衣柜、木门的市占率分别为 2.2%、1.4%、0.2%。对比美国 2019 年橱柜 CR3 30%，我国定制家居市场集中度明显偏低。短期疫情考验促进行业出清，未来地产红

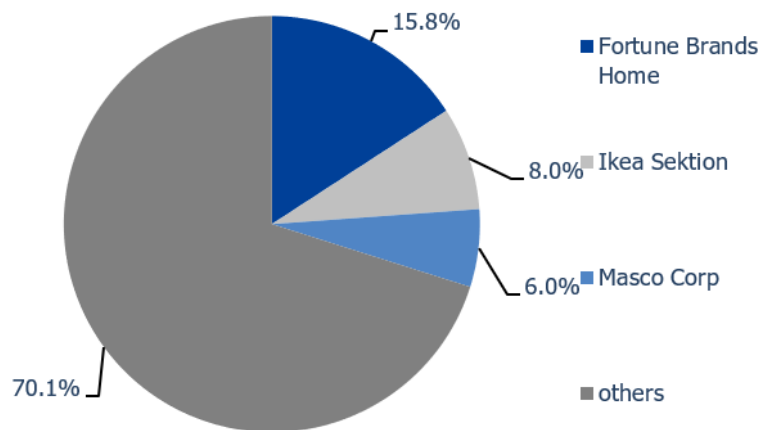
利消退、行业竞争加剧，对企业管理能力要求提高，头部企业市占率有望提升。

图表 21: 2020 年定制家居竞争格局 (单位: 亿元)

橱柜	规模	占比	衣柜	规模	占比	木门	规模	占比
市场总体	1120	100%	市场总体	821	100%	市场总体	247	100%
好莱客	1.38	0.1%	皮阿诺	4.13	0.5%	金牌橱柜	0.25	0.1%
我乐家居	8.43	0.8%	金牌橱柜	4.99	0.6%	志邦家居	0.43	0.2%
皮阿诺	10.44	0.9%	志邦家居	11.41	1.4%	好莱客	1.12	0.5%
索菲亚	12.11	1.1%	好莱客	17.53	2.1%	索菲亚	2.92	1.2%
金牌橱柜	20.73	1.9%	欧派家居	57.72	7.0%	欧派家居	7.71	3.1%
志邦家居	24.99	2.2%	索菲亚	67.02	8.2%	CR5	12.43	5.0%
欧派家居	60.61	5.4%	CR6	162.79	19.8%	其他	234.10	95.0%
CR7	138.70	12.4%	其他	657.98	80.2%			
其他	981.19	87.6%						

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 2019 年美国橱柜行业集中度

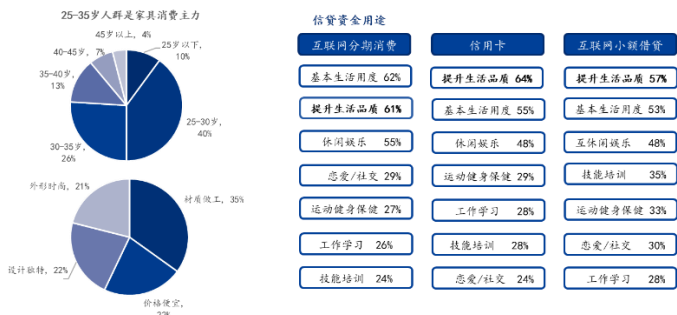


资料来源: Research & markets, 国盛证券研究所

2.4 渠道流量分化, 多品类&多渠道布局重要性显现

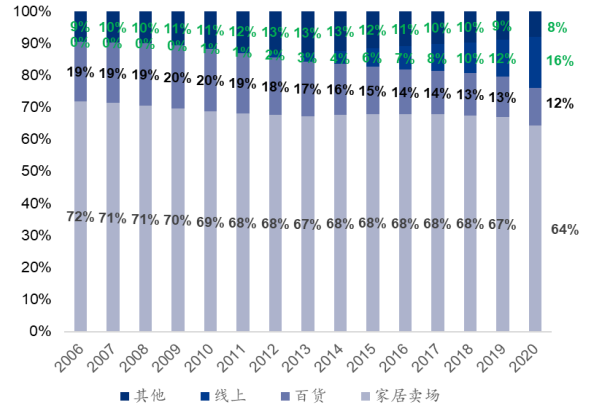
渠道流量分化, 消费者需求个性化。伴随精装、整装、全屋定制、社交电商、直播等陆续出现, 线下售货方式从货架模式变为主动推荐, 线上信息丰富度和互动性增强, 对于流量把握和转化效率要求提高。此外, 客户需求个性化明显, 35 岁以下客户占比达 76%, 其中 25-30 岁客户占比约 40%; 消费者结构从过去的中高低端三层结构, 逐渐变成哑铃型 (高端型+刚需型占比提升)。在此背景下, 企业需具备更精细化渠道管理能力解决各渠道之间流量与利益冲突 (组织架构+数字化+经销商管理), 家居行业成长路径拓展到多品类、多渠道、多品牌。

图表 23: 消费者变革



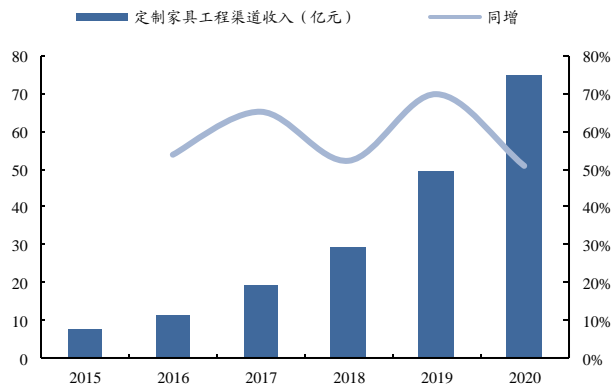
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 24: 消费渠道变革



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 25: 2015-2020年8家定制家具企业合计大宗渠道收入与YOY



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 多品类融合

公司	1994	1998	1999	2002	2003	2005	2009	2010	2011	2014	2015	2016	2017	2018
欧派家具	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 卫浴	橱柜 卫浴 衣柜	橱柜 卫浴 衣柜	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门	橱柜 卫浴 衣柜 木门
索菲亚					衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜 橱柜	衣柜 橱柜	衣柜 橱柜	衣柜 橱柜	衣柜 橱柜
好莱客				衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜	衣柜 橱柜 木门	衣柜 橱柜 木门
志邦家具		橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜 木门
金牌橱柜			橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜 木门
皮阿诺				橱柜	橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜
我乐家具							橱柜	橱柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜	橱柜 衣柜

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3 品类视角: 品类扩张, 协同效应显现

品类融合、多品牌有望驱动公司持续增长。单品类、单品牌公司成长易遇瓶颈, 目前主推品类扩张的企业, 管理、渠道等多仍独立, 未实现设计、生产、渠道等多维度融合。我们预期, 1) 多品类融合驱动客单值和坪效的提升, 如索菲亚橱柜、欧派衣柜、志邦衣柜、金牌衣柜坪效均呈持续上升趋势; 2) 多品牌面向不同层级消费者可以提高门店数量天花板, 推出高性价比的品牌/系列便于渠道快速下沉, 如志邦拥有“ZBOM 志邦”、“IK”和“FLY 法兰菲”三大品牌。

图表 27: 定制家居品类融合

		2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居	橱柜单店收入 (万元)	132	131	109	98	85
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.88	0.87	0.73	0.65	0.57
	衣柜单店收入 (万元)	71	82	77	81	93
	衣柜坪效 (万元/m ²)	0.47	0.55	0.51	0.54	0.62
金牌橱柜	橱柜单店收入 (万元)	117	133	105	86	75
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.78	0.89	0.7	0.57	0.5

	衣柜单店收入 (万元)	20	60	71	82
	衣柜坪效 (万元/m ²)	0.13	0.4	0.48	0.54
索菲亚	橱柜单店收入 (万元)	139	109	107	101
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.7	0.55	0.53	0.51
	衣柜单店收入 (万元)	227	252	249	233
	衣柜坪效 (万元/m ²)	1.13	1.26	1.24	1.17
欧派家居	橱柜单店收入 (万元)	185	213	219	206
	橱柜坪效 (万元/m ²)	0.93	1.07	1.09	1.03
	衣柜单店收入 (万元)	165	199	197	226
	衣柜坪效 (万元/m ²)	0.83	0.99	0.98	1.13

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

橱柜稳步增长, 新品类进入成长快车道。志邦家居自 1998 年起从事橱柜业务, 2015 年进军衣柜市场, 2018 年依托优势品类进军木门领域。从品类规模和增速来看,

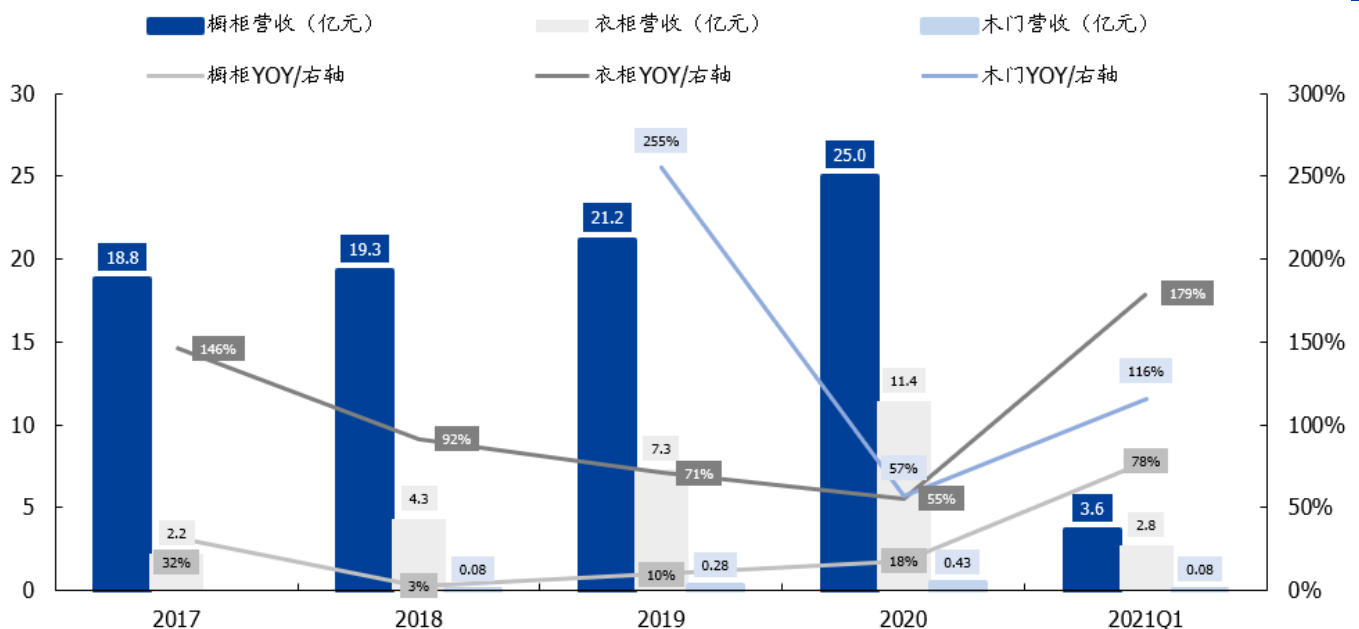
橱柜: 收入规模业内第二, 门店仍有拓张空间。2020 年橱柜营收 24.99 亿元 (占比 65.1%), 仅次于欧派家居, 2017-2020 年 CAGR 为 10%; 目前公司门店数量为 1576 家, 横向比较欧派 2407 家, 仍有提升空间。

衣柜: 增速亮眼, 门店快速扩张。2020 年衣柜营收 11.4 亿元 (占比 29.7%), 2017-2020 年 CAGR 为 72%, 2018/2019/2020 年衣柜店面数量净增加 331/352/288 家, 目前达 1408 家, 门店数量直追一线品牌欧派家居、索菲亚。

木门: 尚处于起步阶段, 品类协同快速放量。2020 年木门营收为 0.43 亿元 (占比 1.1%), 2018-2020 年 CAGR 为 136%; 目前公司木门主要布局高线城市, 单独门店数量较少。

我们认为志邦家居目前仍处于快速成长期, 品类扩张逻辑顺畅, 目前橱柜零售相对稳定, 衣柜、木门零售快速开店扩张, 同时依托大宗渠道、协同效应显现。

图表 28: 志邦家居营业收入以及增速-分品类 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

橱柜: 定位中端, 成本控制优异。志邦橱柜定位中端, 2017-2019 年单价逐年从 6698 元/套提升至 7051 元/套, 2020 年下降至 6730 元/套, 主要系疫情期间补贴经销商 (2020 年疫情期间, 志邦家居通过“减”和“免”的方式 3 个月内出厂价降低 10%) 同时大宗渠道占比提高。从盈利能力来看, 志邦家居 2020 年橱柜实现毛利率 41.8%, 业内第一, 我们认为主要系 1) 成本管理能力强, 2017-2020 年志邦家居单位成本从

4234元/套下降至3914元/套，CAGR为-3%，规模效应显现；2) 主要布局下线城市，渠道控制能力强；3) 2018年起调整工程渠道客户结构，带动毛利率提升。

衣柜：看好成本优化下盈利提升。2020年志邦家居衣柜单位成本为2737元/套，明显高于同行，对应公司衣柜毛利率仅为33.4%，主要系公司规模较小。我们认为定制衣柜制作工艺较橱柜简单，未来伴随下塘厂、180厂产能落地，规模效应释放，盈利向上趋势明确。

木门：规模效应初显，盈利快速提升。志邦木门2020年毛利率由负转正达15.98%，主要系1) 木门尚处于起步阶段，主要布局高线城市，单价定位高；2) 单位成本逐年下降，2018-2020年单位成本从3463元/套下降至1550元/套，对应销售单价从2212元/套下降至1845元/套，规模效应初显。

图表 29: 志邦家居单价、成本拆分纵向对比

橱柜	2017	2018	2019	2020
收入(百万元)	1,876	1,928	2,117	2,499
YOY	32.2%	2.8%	9.8%	18.0%
毛利率	36.8%	38.3%	42.4%	41.8%
销量/万套	28.0	28.0	30.0	37.1
单价(元/套)	6,697.8	6,887.2	7,050.9	6,729.8
单位成本(元/套)	4,234.3	4,248.0	4,059.1	3,913.8
单位材料(元/套)	3,571.0	3,573.0	3,315.7	3,175.9
单位人工(元/套)	158.4	173.3	183.9	147.9
单位制造费用(元/套)	505.2	501.7	559.5	590.1
衣柜	2017	2018	2019	2020
收入(百万元)	225	430	734	1,141
YOY	146.4%	91.4%	70.8%	55.3%
毛利率	26.0%	30.0%	31.6%	33.4%
销量/万套	6.1	11.4	19.9	27.8
单价(元/套)	3,664.5	3,783.2	3,696.6	4,109.7
单位成本(元/套)	2,712.5	2,649.4	2,527.9	2,737.1
单位材料(元/套)	2,130.6	2,086.2	1,991.2	2,203.6
单位人工(元/套)	233.3	230.4	224.2	208.6
单位制造费用(元/套)	347.3	332.8	312.5	324.9
木门	2017	2018	2019	2020
收入(百万元)	-	8	28	43
YOY	-	-	254.7%	57.0%
毛利率	-	-56.5%	-3.6%	16.0%
销量/万套	-	0.4	1.4	2.4
单价(元/套)	-	2,211.7	1,949.2	1,844.7
单位成本(元/套)	-	3,463.2	2,019.8	1,550.0
单位材料(元/套)	-	1,257.9	961.1	824.0
单位人工(元/套)	-	918.4	419.8	272.3
单位制造费用(元/套)	-	1,287.0	638.8	453.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 30: 2020 年橱柜/衣柜/木门单价、成本拆分横向对比

橱柜	志邦家居	欧派家居	索菲亚	金牌橱柜	好莱客
单价(元)	6,730	8,498	9,333	4,688	4,554
毛利率	41.8%	36.2%	22.7%	32.9%	25.3%
销量(套)	371,274	713,309	129,749	442,250	30,200
单位材料(元/套)	3,176	4,074	5,742	2,709	2,467
单位人工(元/套)	148	462	380	240	393
单位制造费用(元/套)	590	888	465	199	542
单位成本(元/套)	3,914	5,424	7,217	3,148	3,403
衣柜	志邦家居	欧派家居	索菲亚 (元/平方米)	金牌橱柜	好莱客 (元/平方米)
单价(元)	4,110	3,074	168	2722	179
毛利率	33.4%	40.0%	40.4%	29.7%	40.5%
销量(套)	277,604	1,877,771	39,930,806	183,380	9,768,900
单位材料(元/套)	2,204	1,347	73	1,493	75
单位人工(元/套)	209	274	12	258	13
单位制造费用(元/套)	325	225	9	164	19
单位成本(元/套)	2,737	1,846	100	1,915	107
木门	志邦家居	欧派家居	索菲亚(趟)	金牌橱柜	好莱客
单价(元)	1,845	1,208	1,847	1,043	1,591
毛利率	16.0%	14.0%	14.6%	0.3%	32.2%
销量(套)	23,513	638,138	157,989	23,526	70,400
单位材料(元/套)	824	621	1,125	747	702
单位人工(元/套)	272	168	156	212	92
单位制造费用(元/套)	454	250	269	507	285
单位成本(元/套)	1,550	1,039	1,578	1,040	1,079

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4 渠道视角: 零售&大宗双轮驱动

零售考验产品力和渠道力, 大宗考验性价比和服务响应。零售渠道与大宗渠道的竞争策略存在明显差异, 我们认为零售渠道的成功关键依托产品力和渠道力, 虽然短期较难一家独大, 但是优势企业能够通过供应链管理提升单品份额, 并能够通过组织变革实现跨界扩张, 其中渠道质量(经销商运营能力)是判断优势企业能否实现跨品类跨渠道扩张的核心。大宗渠道的成功关键要素主要在于产品的性价比、服务响应能力, 核心在于快速提升客户采购中的市场份额, 需要密切跟踪利润率和资产周转的变化。

图表 31: 零售、大宗渠道成功关键要素

	产品	品牌	渠道	对下游议价能力
零售	品类齐全、定位差异化, 尽可能多的覆盖客户群体	多品牌, 满足不同客户的需求	对经销商依赖程度较高, 渠道铺设进展大部分取决于经销商能力	下游客户、经销商分散, 议价能力强, 现款现货, 现金流回款快
大宗	主打性价比, 质量有保障, 价格有竞争力, 差异化小, 供应量大, SKU要满足B端客户需求	上游原材料供应可靠稳定, 仓储系统高效, 运输管控能力强, 生产自动化水平高, 生产管控严格		一般为大客户, 客户集中度较高, 对地产商的议价能力较弱, 回款周期较长, 对资金营运能力要求较高
	产品	供应链		

资料来源: 国盛证券研究所

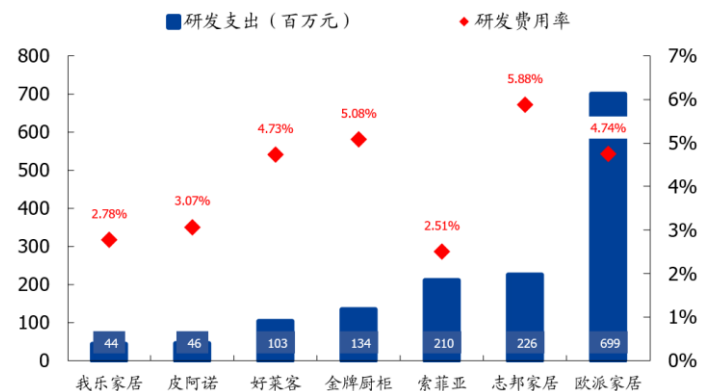
志邦实现全流程数字化, 设计业内领先。 1) 质量有保障, 优质客户背书: 公司自2011年以来推进信息化项目, 打造柔性工艺、批量化制造, 以数据为支撑, 以客户订单为输入, 构建生产计划 APS、生产执行 MES、仓储 WMS 及客户 CRM 等全流程数字化生产系统, 实现效益最大化。目前拥有万科、保利、绿地等优质客户, 侧面反映出业内领先的产品品质。2) 设计研发业内领先: 2020 年志邦研发费用投入 2.26 亿元, 占比为 5.88%, 业内领先, 研发人员占总人数比例为 17.7%。此外, 公司打造了全国专业设计师的交流与资质认证的资源共享平台“志邦设计谷”, 实现快速出具 3D 效果图, 兼具 VR 呈现、自动报价与一键下单的设计应用软件“云设计软件”。此外, 公司签约德国红点奖获得者吴作光、香港著名室内设计师陈飞杰、意大利知名设计师 MICHELE MRRCON 为设计顾问, 签约“断舍离”生活哲学创始人—山下英子为首席生活顾问, 共同致力于产品研发设计。

图表 32: 志邦家居橱柜展示



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 2020 年研发费用以及占营收的比例-横向对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

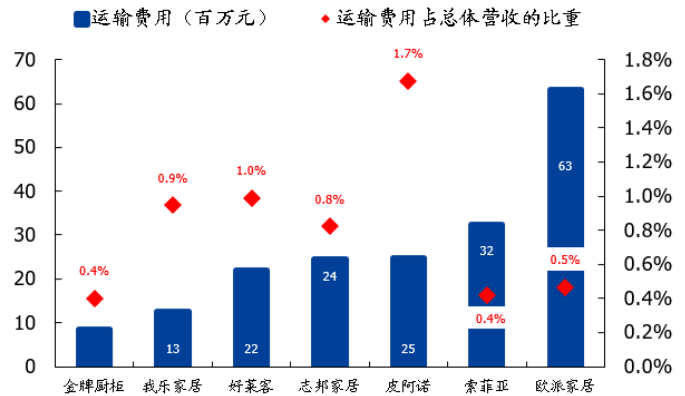
供应链优势突出, 营运能力领先。 1) 产能稳定扩张: 志邦家居主要产能基地位于安徽

省合肥市，与公司最大的营收来源地华东地区（2020年收入占比48.8%）接近，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、180厂，产能稳步推进保障供应。2) 营运能力持续优化，业内靠前。从存货周转率来看，志邦家居由2013年的7.45次提升至2020年的8.74次，仅次于欧派家居与索菲亚，明显高于业内的其他可比公司；从总资产周转率来看，2020年为1.06次，业内居首；优秀的营运能力也能从侧面体现出优秀的供应链管理水平。

图表 34: 产能布局图



图表 35: 2019年运输费用以及占总体营收的比重-横向对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 存货周转率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居	7.45	8.65	9.61	8.23	8.79	9.87	9.85	8.74
欧派家居	8.26	9.55	9.10	7.32	8.24	9.91	11.65	11.58
索菲亚	10.35	10.59	11.71	12.34	13.72	15.48	15.01	12.74
金牌厨柜	3.94	4.32	4.47	5.97	6.90	6.84	6.64	6.55
尚品宅配	4.12	4.89	6.15	7.11	8.38	7.75	6.15	4.95
好莱客	17.05	18.77	19.25	19.59	22.27	20.57	12.85	3.62
皮阿诺	7.47	9.02	8.88	9.36	7.45	5.54	4.84	3.85

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 总资产周转率

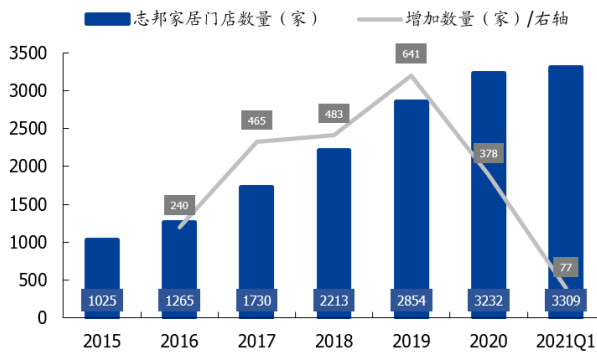
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居	1.71	1.46	1.25	1.30	1.07	0.90	1.01	1.06
欧派家居	1.64	1.50	1.52	1.51	1.28	1.11	1.04	0.88
索菲亚	0.93	1.02	1.12	1.07	0.99	0.98	0.94	0.86
金牌厨柜	1.40	1.40	1.22	1.38	1.19	0.99	0.94	0.86
尚品宅配	2.16	2.09	2.26	2.15	1.59	1.34	1.27	1.05
好莱客	1.81	1.81	1.26	1.05	0.91	0.79	0.68	0.49
皮阿诺	1.64	1.41	1.13	1.09	0.83	0.76	0.82	0.58
我乐家居	2.00	1.69	1.59	1.53	1.11	0.89	0.93	0.90

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.1 零售：厨衣木多轮驱动，品牌塑造领先

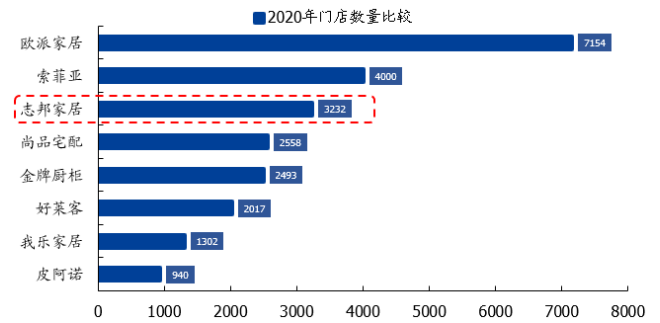
橱衣木三轮驱动，朝大定制迈进。志邦 2018-2020 年经销门店收入从 14.8 亿元提升至 22.3 亿元，CAGR 为 15%。主要系 1) 加强品牌塑造，品宣投放业内领先；2) 多品类融合发展；3) 渠道下沉，五/六级城市收入占比过半。从门店数量来看，志邦从 2017 年的 1759 家提升至 2021Q1 的 3309 家，其中橱柜数量 1597 家，衣柜数量 1408 家，逐步朝着“大定制”方向迈进。

图表 38: 志邦家居门店数量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 39: 零售渠道门店数量对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 40: 志邦家居-零售渠道营业收入、增长率以及毛利率

单位：万元	2017	2018	2019	2020	2021Q1
经销门店营业收入	148,444.84	170,444.36	194,925.25	222,977.03	44,771.27
YOY		14.82%	14.36%	14.39%	134.01%
毛利率	35.19%	36.09%	37.21%	35.84%	33.89%
直销门店营业收入	15,992.01	15,673.77	18,220.06	23,191.91	5,879.27
YOY		-1.99%	16.25%	27.29%	208.59%
毛利率	64.52%	63.83%	62.92%	63.00%	63.62%
大宗业务营业收入	39,589.73	39,075.06	63,946.72	117,453.00	13,015.01
YOY		-1.30%	63.65%	83.67%	52.73%
毛利率	23.12%	30.22%	42.03%	41.54%	42.05%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

加强品牌塑造，品宣投放力度业内领先。从品牌来看，志邦家居目前拥有 3 大品牌，分别是面向中高端家居消费者的“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，面向不同需求消费者。从品宣投放来看，志邦家居 2020 年销售费用率为 14.9%，处于行业中高水平；此外，广告宣传推广费/营业收入为 8.8%，居业内第一。志邦家居在纽约时代广场、CCTV 新闻频道、全国 70 个大中型城市的机场、高铁站高频投放广告，同时联合加盟商在当地省区和城市进行投放，目前已覆盖全国一千余个城市。同时，公司赞助热点综艺《周游记》，结合“明星矩阵”打造“男人下厨节”等现象级全国营销活动，坚持推动主打客户关怀的“微笑行动”主题活动近 20 年，品牌塑造成为行业标杆。

图表 41: 销售费用率 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居	19.96	13.72	15.02	14.76	13.58	13.72	15.62	14.93
欧派家居	10.05	9.73	11.87	11.44	9.75	10.23	9.68	7.78
索菲亚	9.03	9.58	9.64	8.56	8.42	9.58	9.96	9.17

金牌厨柜	28.64	23.12	22.68	18.30	18.80	18.43	15.91	11.78
尚品宅配	23.19	25.59	29.96	27.93	27.81	29.49	27.16	24.28
好莱客	13.71	13.92	14.25	13.35	11.78	14.74	13.52	10.89
皮阿诺	16.18	17.76	18.38	15.10	14.40	13.73	14.16	8.59
我乐家居	13.36	12.97	10.27	12.91	16.13	17.10	22.22	18.07

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

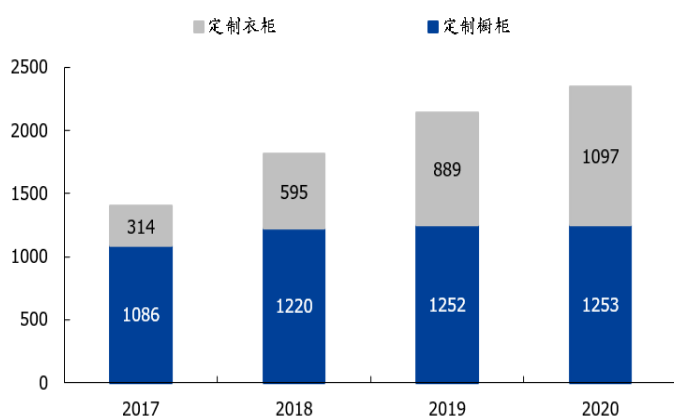
图表 42: 广告宣传推广费/营业收入

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居	6.63%	7.34%	6.45%	5.63%	6.07%	8.13%	8.80%
欧派家居	3.97%	4.53%	4.37%	3.69%	3.91%	3.00%	2.44%
索菲亚	4.31%	4.33%	3.43%	3.31%	4.17%	3.57%	3.08%
金牌厨柜	7.55%	8.25%	5.46%	5.68%	5.02%	3.97%	1.86%
尚品宅配	7.51%	6.19%	5.81%	6.70%	7.64%	6.93%	7.03%
好莱客	6.71%	4.86%	4.76%	4.63%	5.47%	4.39%	4.26%
皮阿诺	3.29%	1.55%	1.05%	1.86%	0.96%	0.49%	0.73%
我乐家居	7.29%	3.07%	4.54%	5.18%	2.53%	6.00%	3.76%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

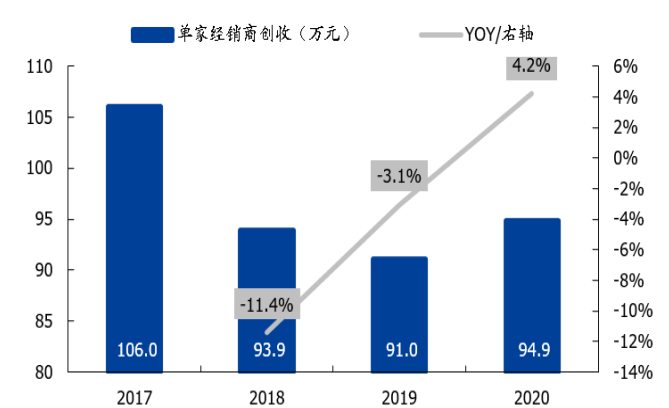
单经销商创收逐步提升，开店意愿提升。从经销商数量来看，志邦家居 2020 年橱柜、衣柜业务经销商数量分别为 1253、1097 家，受精装房分流的影响，橱柜经销商数量比较稳定，衣柜经销商数量快速增长（2020 年增长 208 家）。此外，志邦单经销商创收逐步提升，2020 年志邦家居单经销商创收 95 万元，同比增长 4.2%，激发经销商开店意愿，2017-2020 年平均每家经销商开店数量由 1.26 家提升至 1.36 家，接近欧派家居 1.39 家。

图表 43: 志邦家居经销商数量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44: 单家经销商创收（万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 45: C端门店数量与经销商数量-横向对比

志邦家居		2017	2018	2019	2020
门店数量拆分	志邦厨柜	1335	1487	1535	1576
	志邦衣柜	395	726	1078	1366
	志邦木门	0	117	156	203
	IK全屋定制	29	33	58	58
经销门店汇总		1759	2363	2827	3203
经销商数量拆分	定制橱柜	1086	1220	1252	1253
	定制衣柜	314	595	889	1097
经销商数量汇总		1400	1815	2141	2350
经销门店/经销商数量		1.26	1.30	1.32	1.36
欧派家居		2017	2018	2019	2020
门店数量拆分	欧派橱柜(经销商门店)	2,150	2,276	2334	2407
	欧派衣柜(经销商门店)	1,842	2,113	2144	2124
	欧派卫浴(经销商门店)	443	559	611	588
	公司直营店			33	42
	欧铂丽全屋定制(经销商门店)	839	935	988	928
	欧铂尼木门(经销商门店)	634	825	985	1065
经销门店汇总		5908	6708	7062	7112
经销商数量拆分	欧派橱柜(含橱衣综合)	1556	1618	1702	1637
	欧派衣柜	843	973	1001	1059
	欧铂丽家居定制	808	892	1027	881
	欧派卫浴	368	488	531	568
	欧铂尼木门	683	808	938	979
经销商数量汇总		4258	4779	5199	5124
经销门店/经销商数量		1.39	1.40	1.36	1.39
索菲亚		2017	2018	2019	2020
门店数量拆分	柜类定制	2200	2600	2501	2719
	司米橱柜	720	822	845	1108
	索菲亚木门			697	970
	米兰纳MILANA	95	128		
	华鹤木门	160	160	163	243
门店汇总		3175	3710	4206	5040
经销商数量拆分	柜类定制	1200	1400	1500	1652
	司米橱柜	500	722	833	958
	索菲亚木门			560	793
	米兰纳MILANA	200	500		
经销商数量汇总		2050	2771	3043	3629
经销门店/经销商数量		1.55	1.34	1.38	1.39

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

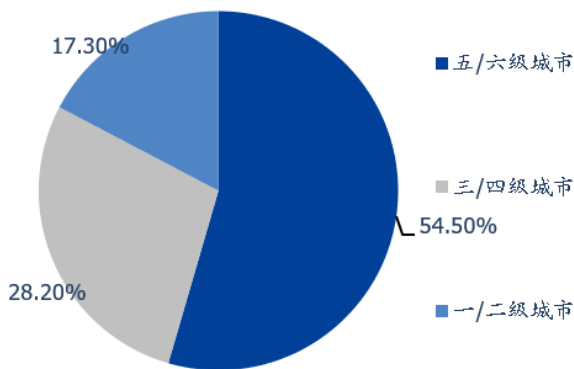
线上线下齐头并进, 未来增长动能充足。1) 线下渠道: 公司渠道下沉较早, 目前橱柜、衣柜五/六级城市收入占比分别达 54.5%、46.2%, 预期未来公司一方面开拓南方区域, 另一方面继续下沉, 门店数量仍有进一步提升空间。整装方面, 2020 年公司重组整装团队, 重构整装产品体系, 同时与第三方共同开发整装渠道专用软件, 鼓励加盟商签约, 未来高增可期。2) 线上渠道: 围绕“周杰伦”等 IP 扩充私域流量, 同时抓住直播风口, 2020 年开展全国大型直播 100 余场, 为终端落地转化提供动能。

图表 46: 零售渠道竞争策略

公司名称	线下门店 竞争策略	线上渠道 竞争策略
志邦家居	<p>(1) 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。经销渠道厨柜业务, 一二线城市收入占 17.3%, 三四级城市收入占 28.2%, 五六级城市收入 54.5%; 经销渠道衣柜业务, 一二线城市收入占 25.5%, 三四级城市收入占 28.3%, 五六级城市收入占 46.2%。</p> <p>(2) 为适应年轻一代消费人群的刚需变化, 加强对整装渠道的客户分析研究, 针对性开发符合装企套系风格的套系化产品, 以“志邦”和“IK”双品牌运营; 通过与全国性大型装企形成战略联盟, 深化合作; 通过树立标杆以及专项支持来推动加盟商与地区性装企的合作。</p>	<p>(1) 公司围绕“周杰伦”、“专业专注”等品牌IP, 聚焦头部移动互联网平台(阿里、京东、腾讯、字节跳动、百度等)。</p> <p>(2) 重点赋能全国100城。</p> <p>(3) 抓住直播风口, 全年开展全国大型直播100余场, 为终端开辟了全新落地转化模式;</p> <p>(4) 建立自媒体营销和传播矩阵。</p> <p>(5) 持续推广“U客”平台软件的使用, 整合数字引流、电商拓客、线上社群、全民经纪人、老客户营销、粉丝会员裂变、直播落地等模式实现线上客户的精准导入。</p>

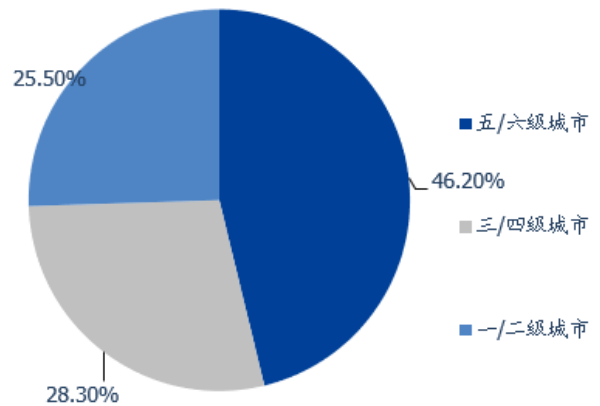
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 志邦厨柜低线城市收入占比过半 (2020年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 志邦衣柜低线城市收入占比最大 (2020年)

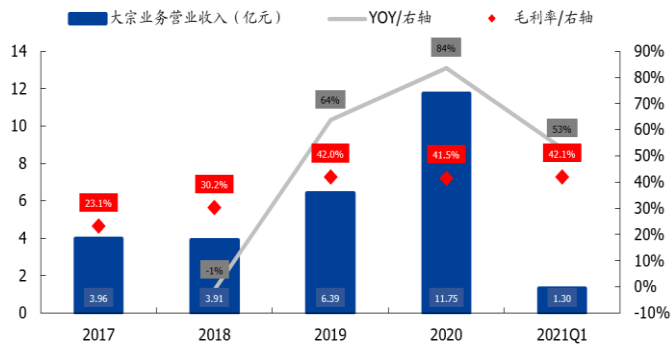


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 大宗: 绑定头部地产, 收入增长稳定、持续

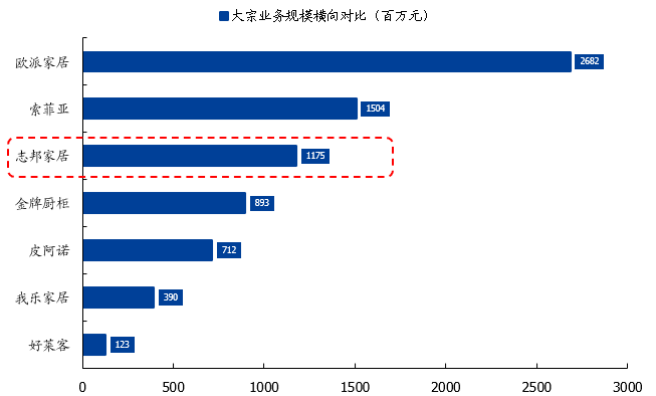
大宗收入增长稳定、持续, 盈利能力强劲。2020年志邦家居大宗业务创收 11.75 亿元, 同比增速达 84%。志邦 2010 年进军精装地产项目, 目前切入多家头部地产供应链体系, 2020 年志邦获得中国房地产竞争力 10 强供应商、中国房地产开发企业 500 强地产首选品牌等奖项, 其百强地产客户占比已达 30%, 其中前 10 占比 60%。我们认为头部地产为保持产品、供应稳定, 选择上游供应商的门槛与标准较高, 且达成合作后轻易不会更换; 因此伴随精装红利释放, 预计志邦家居大宗收入具备稳定性与持续性。

图表 49: 志邦家居大宗业务规模、增速以及毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 大宗业务规模横向对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5 盈利预测与投资建议

盈利预测:

橱柜: 品牌具备较强知名度, 预计未来 3 年开店数量 100/70/60 家, 同店稳定增长; 此外, 精装房渗透率仍有进一步提升空间, 且公司在客户的采购比例稳步提升, 预计 2021-2023 年收入为 31.7/41.2/49.0 亿元, 同比增长 26.9%/30.1%/18.8%, 毛利率为 40.9%/41.5%/42.1%。

衣柜: 初具规模, 渠道扩张空间较大, 同时橱柜衣柜具协同效应, 预计未来 3 年开店数量 290/250/200 家, 同店稳定增长。此外, 考虑衣柜规模快速上升, 预期规模效应体现有望带动毛利率提升, 预计 2021-2023 年收入为 15.2/18.8/22.3 亿元, 同比增长 33.4%/23.3%/18.9%, 毛利率为 34.9%/36.2%/37.4%。

木门: 初步拓展, 在橱柜衣柜优势品类带动下, 预期零售和工程渠道都有望快速上量, 且利润率有望稳步提升。预计 2021-2023 年收入为 1.24/2.42/4.27 亿元, 同比增长 185%/96%/76.4%, 毛利率为 16.6%/18.9%/20.6%。

图表 51: 志邦家居-盈利预测

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3840.4	682.5	4974.1	6403.1	7717.7
毛利率	38.1%	36.5%	37.7%	38.5%	39.0%
归母净利润	329.4	395.4	522.1	709.3	905.2
橱柜					
收入	2117.1	2498.6	3169.9	4124.4	4898.0
YOY	9.8%	18.0%	26.9%	30.1%	18.8%
毛利率	42.4%	41.8%	40.9%	41.5%	42.1%
门店数量	1535	1576	1676	1746	1806
单店收入 (万元)	96.3	84.0	84.0	85.7	87.4
衣柜					
收入	734.4	1140.9	1521.4	1875.6	2229.9
YOY	70.8%	55.3%	33.4%	23.3%	18.9%
毛利率	31.6%	33.4%	34.9%	36.2%	37.4%
门店数量	1078	1366	1656	1856	2006
单店收入 (万元)	68.1	83.5	91.9	101.1	111.2

木门

收入	27.6	43.4	123.6	242.3	427.4
YOY	254.7%	57.0%	185.0%	96.0%	76.4%
毛利率	-3.6%	16.0%	16.6%	18.9%	20.6%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

投资建议：

我们预计志邦家居 2021-2023 年营业收入为 49.74/64.03/77.18 亿元，分别同比增长 29.5%/28.7%/20.5%，归母净利润为 5.2/7.1/9.1 亿元，分别同比增长 32.0%/35.9%/27.6%，对应 PE 分别为 23.1X/19.3X/16.3X。我们选取欧派家居、索菲亚、金牌厨柜、尚品宅配作为可比公司，以 2021 年 7 月 14 日市值为参考，按照市盈率估值模型，该四家公司 PE 平均值为 23.1X。考虑到志邦家居多品类&多渠道搭建顺畅，大家居战略稳步推进，当前估值低估，首次覆盖给予“买入”评价。

图表 52: 估值预测

代码	公司名称	市值	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603833.SH	欧派家居	828	4.19	4.99	5.85	32.45	27.27	23.25
002572.SZ	索菲亚	201	1.55	1.82	2.14	14.24	12.12	10.31
603180.SH	金牌厨柜	65	2.45	3.08	3.77	17.13	13.63	11.12
300616.SZ	尚品宅配	157	2.77	3.28	3.81	28.50	24.05	20.67
603898.SH	好莱客	42	1.25	1.47	1.73	10.76	9.15	7.79
002853.SZ	皮阿诺	39	1.44	1.84	2.29	14.48	11.33	9.10
603326.SH	我乐家居	35	0.83	1.03	1.30	13.02	10.53	8.29
603801.SH	志邦家居	97	2.29	2.90	3.64	23.08	19.27	16.34

资料来源：wind，国盛证券研究所（备注：除志邦家居外，其余数据均来自 2021 年 7 月 14 日 wind 一致预期）

6 风险提示

- 疫情反复。**疫情对国内外需求影响较大，若疫情在国内外持续蔓延，销售存下滑风险。
- 地产竣工不及预期。**家居行业受地产竣工和销售影响，若竣工不及预期将影响家居产品销售。
- 门店拓展不及预期。**门店拓展不及预期，将影响公司产品销售。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com