

所属行业

房地产

发布时间

2021年8月9日

志邦家居 (603801.SH)**以志邦家居为例，看二线家居品牌如何实现突围****核心观点：**

作为上市定制家居的二线品牌，地处合肥的志邦家居在上市后净利润在8家上市定制家居企业中位于中游水平，距离头部企业差距较大，且面临金牌橱柜等竞争对手的强力竞争。

为了向头部企业靠拢，志邦家居的管理层首先用股权激励凝聚团队，三军用命，并抓住精装房市场崛起带来的大宗业务的机会，使得公司的业务迎来了爆发性的增长。此外，公司利用原有的橱柜的渠道优势，积极开拓衣柜和木门业务，使其成为了公司新的增长点，助力公司业绩的腾飞。

展望未来，我们认为公司过去几年维持高速增长的动力（衣柜的品类扩张，大宗的渠道增长）仍将持续，考虑到衣柜和大宗的业务规模仍然较小，公司短期仍然处于跑马圈地、快速扩张的阶段。我们预计公司营业收入在2021年将继续维持中高速增长。而随着公司业务规模的扩大，规模效应将逐步显现，公司的净利润亦将随着逐步上行。

一、三军用命，股权激励凝聚人心

战事未开，人事先行。为了顺利的实现业绩上的突破，打进攻战是志邦唯一的战术。而打进攻战，则需要一只富有狼性和战斗力的团队。所谓“重赏之下，必有勇夫”，为了尽可能的发挥出团队百分百的战斗力的，公司通过给予中高层管理

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

周小龙

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级

和公司的利益牢牢地捆绑在一起，确保了团队的狼性和战斗力，为公司的扩张打下了坚实的基础。

二、品类扩张卓有成效，衣柜业务成长迅猛

自 2015 年以来，公司重点发力衣柜业务，大量使用原橱柜业务的经销商代理衣柜业务，利用橱柜向衣柜业务引流，大力招商建店。为了增强衣柜品牌法兰菲的知名度和曝光度，公司进行厨衣联动协同作战，加强志邦橱柜和法兰菲衣柜品牌的连接，从而降低了法兰菲品牌推广的成本和难度。从结果来看，随着衣柜门店数量和单店收入的快速增长，公司的衣柜业务也取得了爆发性增长。公司的营业收入由 2017 年的 2.25 亿元快速上升至 11.41 亿元，CAGR 高达 71.8%，成为公司业绩的重要抓手。

三、大宗业务“稳中有进”，盈利水平不断改善

大宗业务方面，公司抓住了精装房市场崛起所带来的市场机会，在风险可控的情况下，陆续拓展了万科、新城、中南等优质客户。随着优质客户比例的提高，和阿米巴机制的引入，大宗业务的规模和毛利润率水平都得到了大幅的提高，助力公司的业绩快速成长。

四、竣工逐步修复，有望驱动公司业绩继续向上

展望未来，我们认为公司过去几年维持高速增长的动力（衣柜的品类扩张，大宗的渠道增长）仍将持续，考虑到衣柜和大宗的业务规模仍然较小，公司短期仍然处于跑马圈地、快速扩张的阶段。我们预计公司营业收入在 2021 年将继续维持中高速增长。而随着公司业务规模的扩大，规模效应将逐步显现，公司的净利润亦将随着逐步上行。

目录

一、三军用命，股权激励凝聚人心.....	4
二、主打性价比路线，设计优化强化产品优势.....	6
三、品类扩张卓有成效，衣柜业务成长迅猛.....	10
1、衣柜业务高速成长，助力公司业绩爆发.....	10
2、木门业务渐入佳境，毛利润率逐渐回正.....	13
3、存量博弈，橱柜的零售业务进入平稳发展期.....	15
四、大宗业务“稳中有进”，整装业务蓄势待发.....	16
1、大宗业务“稳中有进”，盈利水平不断改善.....	16
2、发力整装赛道，2021年有望放量.....	20
五、深耕原点市场，扬帆出征海外.....	20
1、深耕原点市场，拓展华南区域.....	20
2、另辟蹊径，扬帆出征海外.....	21
六、竣工逐步修复，有望驱动公司业绩继续向上.....	21

2017年6月30日,伴随着上市的钟声,志邦家居正式在A股挂牌上市,成为了8家定制家居企业中最后上市的公司。褪去了上市时的喜悦和兴奋,志邦家居的管理层发现此时志邦家居的位置位列中游,不上不下。2017年志邦家居的净利润仅为2.34亿元,在8家定制家居企业中位居第五,距离欧派家居、索菲亚等头部企业相差甚远,且面临好莱客、金牌橱柜等一众强敌的激烈竞争,竞争格局较为恶劣。

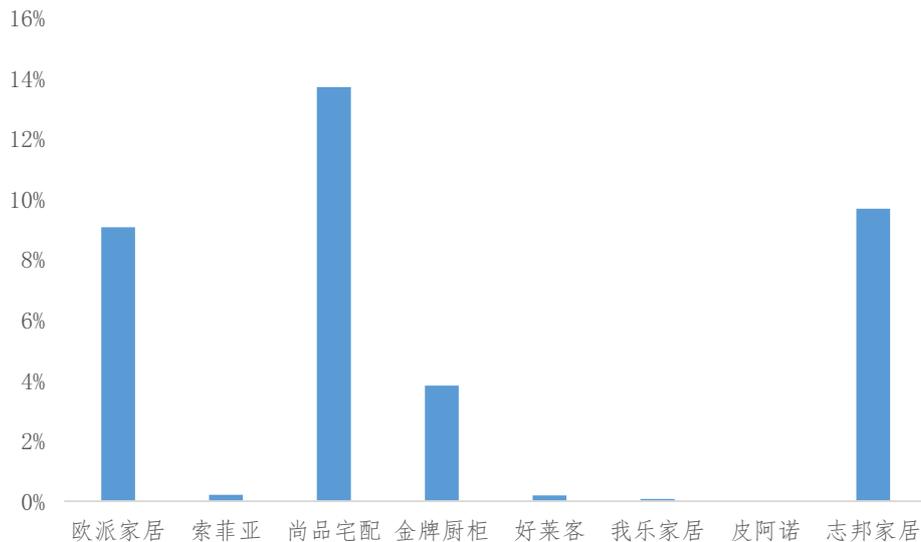
在这种恶劣的竞争环境下,为了取得突破,志邦家居的管理层凝聚团队,三军用命,抓住市场机遇,不断扩张市场渠道,打了一场漂亮的攻坚战,在众多品牌中脱颖而出。2020年,在残酷的市场环境下,公司的净利润升至3.95亿元,在8家上市公司中的排名升至第三,顺利实现逆袭。为此,我们将详细分析公司的扩张路径,理清公司实现逆袭的原因。

一、三军用命,股权激励凝聚人心

战事未开,人事先行。为了顺利地实现业绩上的突破,打进攻战是志邦唯一的战术。而打进攻战,则需要一只富有狼性和战斗力的团队。所谓“重赏之下,必有勇夫”,为了尽可能的发挥出团队百分百的战斗力的战斗力,调动团队的积极性,让团队共同为公司的未来而奋斗,公司在股权方面对公司的管理团队进行了一系列的激励。

具体来看,公司对于团队的激励分为两个层面,一为核心团队的股权激励。志邦家居历来重视核心团队的股权激励,从公司的招股说明书来看,公司前十大股东均为公司管理层或与管理层有关联的机构,管理层持股比例较高。直至2021年一季度,公司的前十大股东仍然以公司管理层为主。从公司对于员工的持股比例来看,志邦家居也相对慷慨。我们统计了2020年末8家定制家居企业,管理层持股占总股本的比例(剔除实际控制人的股份),志邦家居的比例高达9.68%,在8家上市公司中仅次于具有互联网基因的尚品宅配,比例在8家上市定制家居企业中居于前列。公司对于管理层的股权分配的慷慨,有利于稳定团队,将整个团队绑在公司的战车上,激励管理层奋勇向前。

图表:上市定制家居企业管理层持股占总股本的比例



资料来源：企业公告

注：管理层持股已剔除实际控制人的股份

此外，我们发现公司高管不仅持股较多，且与上市前的股东名单重合度较高。如公司的副总裁蔡成武，其在上市前便持有公司 2.42% 的股权，此后尽管股权比例略有稀释，但仍然位列公司前十大股东之列。这样的持股安排在保证公司管理层团队与公司利益保持一致的同时，也在一定程度上保证了公司管理团队的稳定性。目前公司的六位董事中，五位来自公司上市时的原董事会团队，整体团队的人员非常稳定。

图表：2021 年和上市时的十大股东对比

2021 年一季度十大股东名称	时任职务或与管理层之关系	占总股本比例 (%)	上市时十大股东名称	时任职务或与管理层之关系	占总股本比例 (%)
孙志勇	董事长	20.8	孙志勇	董事长	27.66
许帮顺	董事、总裁	20.2	许帮顺	董事、总经理	26.85
安徽元邦投资有限公司	法人为孙志勇	3.56	尚志有限公司	董事为段兰春	10
香港中央结算有限公司(陆股通)	/	3.51	蒯正东	监事会主席	4.83
蒯正东	监事会主席	2.78	共邦投资	法人为许帮顺	4.74
孙家兵	前总务部主管	2.32	元邦投资	法人为孙志勇	4.74
安徽共邦投资有限公司	法人为许帮顺	2.18	徐进中	董事、副总经理	3.22
蔡成武	董秘、副总裁	1.84	孙家兵	总务部主管	3.22
程昊	董事、副总裁	1.52	程云	信息开发部经理	2.42
国元证券股份有限公司约定购回	/	1.39	刘国宏	副总经理	2.42

式证券交易专用 证券账户					
-----------------	--	--	--	--	--

资料来源：亿翰智库、企业公告

注：经查尚志有限公司董事为段兰春，与公司现董事同名

除了在上市前给予公司股权激励，上市后公司为了发挥公司管理层的积极性，亦积极给予管理层股权激励。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%。公司不仅仅对核心管理团队给予股权的奖励，对于中层的管理者也毫不吝啬。继2019年公司给予核心管理层股权激励后，2020年公司将激励的范围扩大到了中层管理人员，共授予210名中层管理人员474.9万股。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、净利润增长率分别为12%/24%/40%。考虑到疫情期间市场环境相对恶劣，实现业绩目标存在一定的难度，有利于调动公司上下员工的积极性，助力公司的业绩高速增长。此外，相比于前一次激励，2020年的股权激励计划覆盖面明显扩大，且针对性绑定中层骨干，凸显公司自上而下深化利益绑定，谋求长远发展的信心。

在做好了内部团结的情况下，公司的进攻方向的选择则摆在了公司管理层的面前。经过公司管理层对于市场环境和公司内部环境的梳理，公司制定了大定制战略。公司通过布局全屋定制和孵化新业务，新增消费群，以实现公司的增长目标。**整体来看，公司的扩张有四大方向：产品的优化、品类的扩张、渠道的拓展、区域市场的深耕和开拓**，下面将对四大方向进行较为详细的分析。

二、主打性价比路线，设计优化强化产品优势

作为定制家居企业，好的产品是公司赖以生存的生命线。从产品战略来看，我们将志邦的策略简单归结为“低价位，低成本，强设计”，主打性价比路线，并提供超出客户期望的整体设计解决方案。

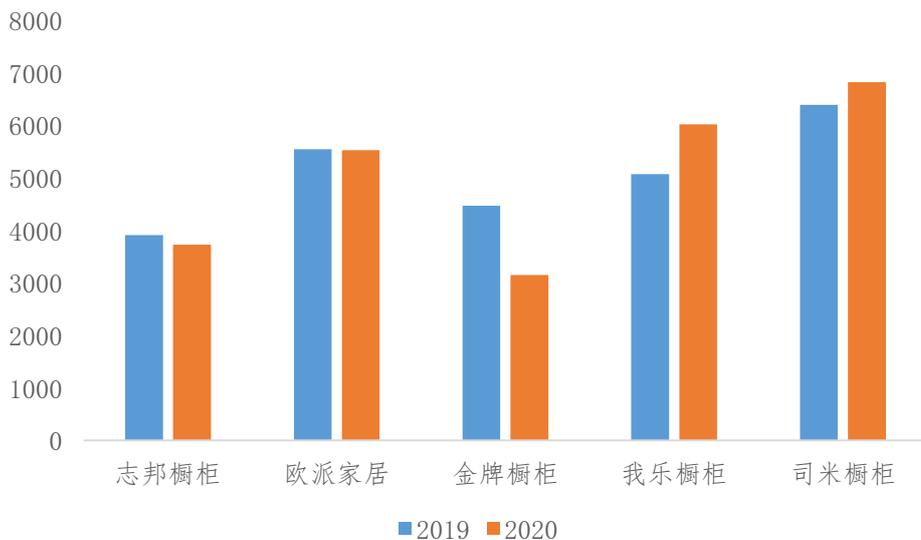
图表：公司官网的广告凸显产品性价比



资料来源: 公司官网

相比于欧派、索菲亚走中高端品牌路线, 公司的产品则更加侧重于中低端产品, 主打性价比路线, 经济型产品比例较高。以公司的主力产品橱柜为例, 2020 年公司橱柜产品的平均售价(出厂价)为 6729 元, 远低于同期司米橱柜和欧派橱柜的同期售价。

图表: 主要定制家居企业橱柜的平均成本(元)



资料来源: 亿翰智库、企业公告

注：平均生产成本=橱柜业务成本/生产量

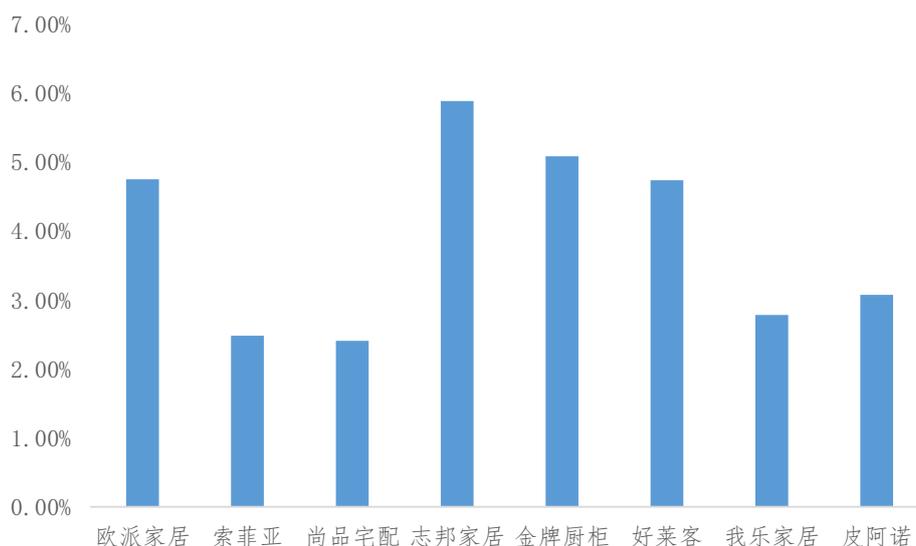
当然与低价格相对应的，是公司生产的低成本。我们计算了公司橱柜的平均制造成本，发现其 2019 年的平均制造成本为 3905 元/套，为 5 家上市公司中最低的。较低的生产成本造就了公司相对较高的利润水平。我们认为，公司之所以能够实现较低的生产成本，主要有以下两个原因：

第一，公司制造中使用的材料成本相对偏低。以公司重要的原材料石英石板和刨花板为例，根据公司招股说明书的披露，2015 公司的石英石精板和刨花板的平均单价为 255.66 元/平方米和 32.80 元/平方米。而同期欧派家居使用的石英石板和刨花板的平均单价为 704.77 元/平方米和 62.40/平方米，和欧派家居的材料成本相比，公司的材料成本明显偏低。

第二，公司拥有一定的生产模式和组织方式的优势。公司采用“1+N”的生产模式，公司把控技术源头，对较为简单的制造环节采用外包形式。作为工业化与信息化两化融合示范企业，公司引入精益生产，提高生产效率，减低成本。

而在实现了相对较低的生产成本下，为了保证公司产品对于消费者，尤其是年轻一代消费者的吸引力，公司高度重视设计对于企业发展的重要性。从公司年报披露的经营计划来看，打造设计竞争力，提升终端客户体验始终被放在公司经营计划的第一位，可见公司对于设计的重视。此外，从公司对于设计与研发的投入来看，2020 年公司的研发费用率高达 5.88%，高于欧派家居的 4.74%和索菲亚的 2.48%，位居 8 家定制家居企业之首。大量的研发投入有利于提升公司产品的竞争力和终端用户体验，从而在愈发激烈的市场竞争中取得优势。

图表：上市定制家居企业的研发费用率



资料来源：亿翰智库、企业公告

而在具体的设计环节上，公司主要从“设计师”和“设计工具”和“设计内容”三方面

入手，打造设计竞争力，提升终端客户体验。设计师方面，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”增强了全国终端设计师的品牌向心力，提高了设计和沟通水准。截至2020年末，设计谷在职设计师近7000人，具有证书认证5000人以上。通过该平台全面推行设计师资质认证持证上岗，系统管理设计团队，实现海量设计案例资源共享，将设计优势及时传递到终端，解决加盟商设计订单消化问题，赋能加盟商快速培养专业设计团队，提升设计师能力。

设计工具方面，公司不断升级终端应用的全屋设计软件，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”，以提升终端设计效率和品质；此外，公司将云设计软件在全国加盟商全面应用，进一步提高设计效率和客单值，提升客户满意度。让设计创造价值，让设计感动生活，让产品和服务感动人心。

而在设计内容方面，一方面整合家居生活研究院梳理设计章法，开发产品标准应用场景，进行培训和推广，另一方面不断丰富案例库，给终端设计师提供更多的新生代生活提案的参考，提升设计效率。

图表：志邦设计谷



资料来源：亿翰智库、企业公告

公司针对不同渠道特性开发渠道特供产品，采取全品类产品空间与多组合功能模块的产

品策略，开发了 16 套系全屋产品（包含厨、衣、门、墙）及 3 件单品产品。公司也凭借其优秀的产品设计，陆续获得了“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。

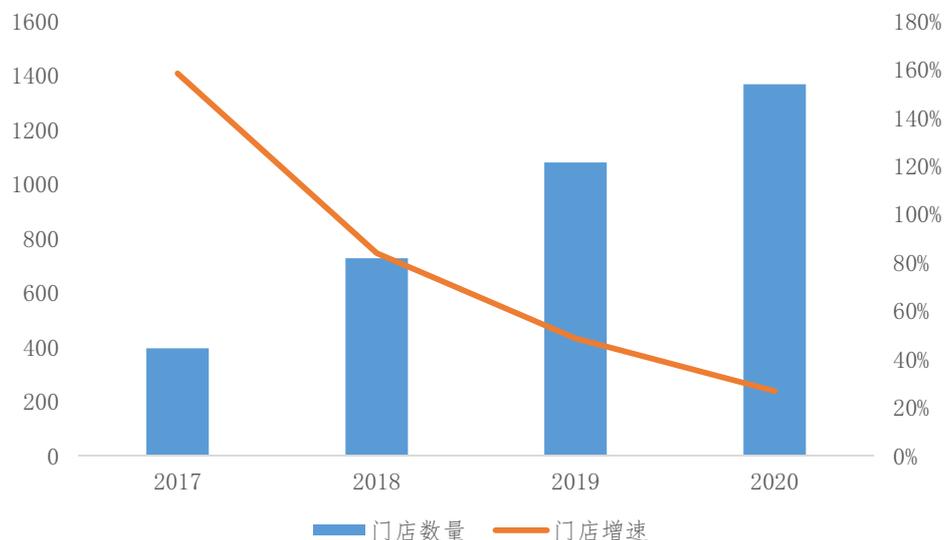
三、品类扩张卓有成效，衣柜业务成长迅猛

1、衣柜业务高速增长，助力公司业绩爆发

在做好产品的基础上，在保持公司原有橱柜业务优势的情况下，积极拓展新品类成为公司实现业绩增长的重要战略。自 2015 年开展衣柜业务以来，公司重点发力衣柜业务，通过大力招商建店，扩张衣柜业务。由于橱柜的安装顺序在衣柜之前，由橱柜向衣柜引流更为容易，整体厨柜转衣柜行业转单率一般维持在 30%-50% 的区间，转单效率较高。因此公司大量使用原橱柜业务的经销商代理衣柜业务，2017 年公司衣柜业务中 80% 的经销商为原橱柜业务，降低了公司渠道扩张的难度。此外，公司利用一系列严格的奖惩机制，鼓励经销商多开店、开大店，主动营销，推动经销商的发展壮大和衣柜业务的快速发展。

此外，尽管公司为衣柜业务创建了法兰菲品牌，但由于法兰菲为新品牌，为了增强法兰菲的知名度和曝光度，公司进行厨衣联动协同作战，加强志邦橱柜和法兰菲衣柜品牌的连接，从而降低了法兰菲品牌推广的成本和难度。

图表：衣柜的门店数量及增速（家）



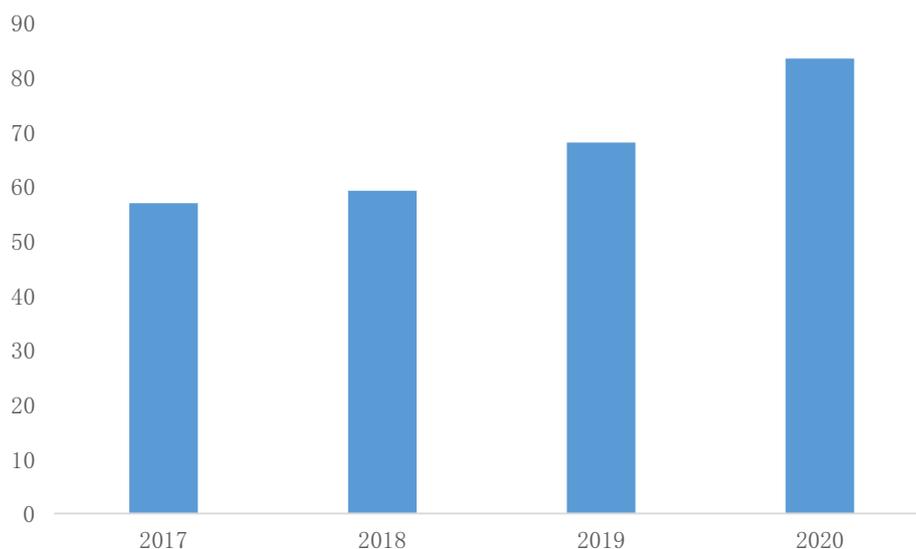
资料来源：亿翰智库、企业公告

从整体推广的效果来看，效果斐然，公司的衣柜业务取得了爆发性增长。衣柜的门店数量由 2017 年的 395 家快速上升至 2020 年的 1366 家，整体开店速度较快。从整体增速趋势来看，由于公司衣柜业务起步较晚，规模较小，衣柜的客户更多来源于橱柜的嫁接，因此随

着衣柜门店数量的增长，橱柜带动的作用相对减弱，门店增速自 2017 年以来逐步放缓，但仍然保持了相对较高的成长速度。即便是受到疫情冲击的 2020 年，公司的衣柜门店的数量仍然逆市实现了 26.72% 的增长，在 8 家定制家居企业中新增门店相对靠前。

单店收入方面，衣柜业务的单店收入节节升高。单店收入从 2017 年的 56.96 万元一路上升至 2020 年 83.52 万，整体上呈现出门店数量、单店收入上升的良好局面。

图表：衣柜线下门店的单店收入（万元）

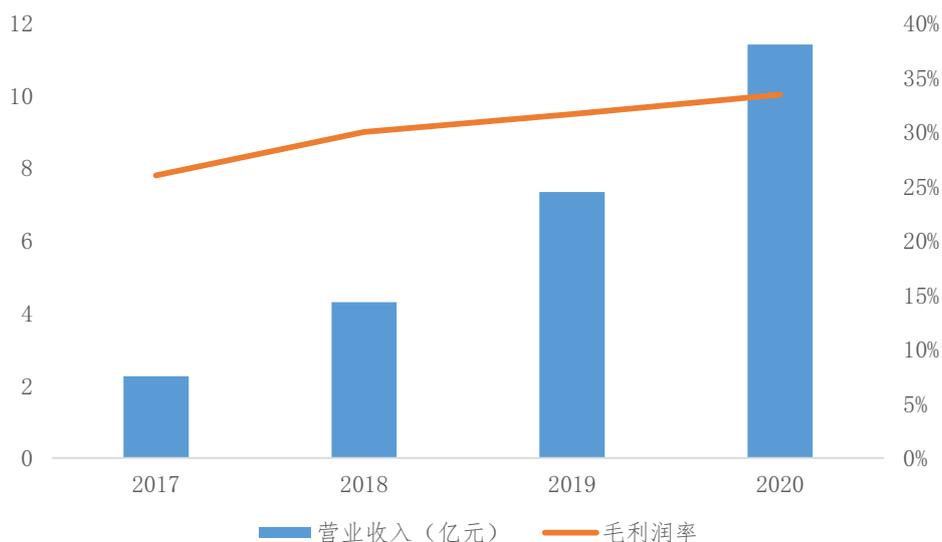


注：单店收入=衣柜业务销售额/门店数量

公司的大宗业务以橱柜为主，衣柜业务的占比较少，且公司并未披露大宗业务和整装业务的产品结构，为简化运算，我们将衣柜业务的收入均算作零售端收入。

随着衣柜门店数量和单店收入的快速增长，公司的衣柜业务也取得了爆发性增长。公司的营业收入由 2017 年的 2.25 亿元快速上升至 11.41 亿元，CAGR 高达 71.8%，增速较高。

图表：衣柜业务的营业收入及毛利润率（亿元）



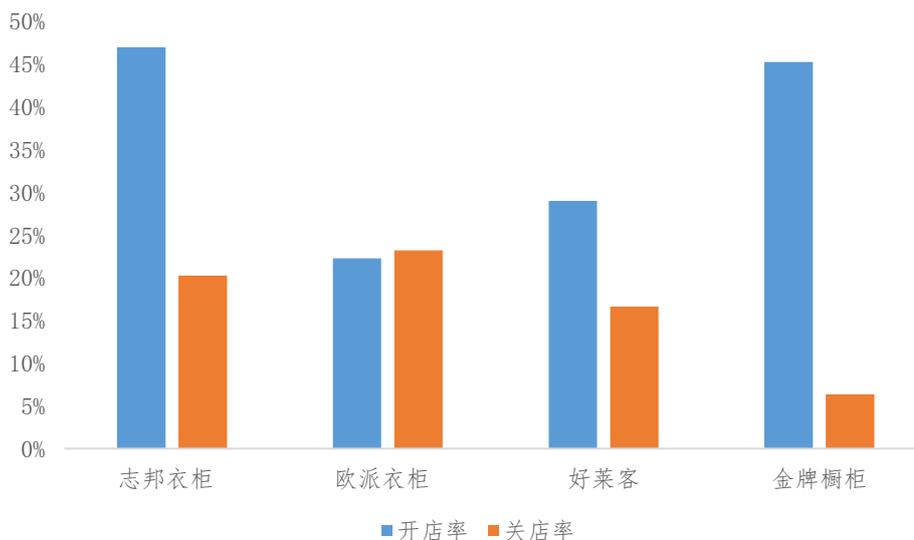
资料来源：亿翰智库、企业公告

随着衣柜产能的扩大，固定成本逐步分摊，叠加公司规模扩大后对于供应商议价权的提高，衣柜业务的毛利润率不断提高。由2017年的25.98%逐年提高至33.4%，衣柜业务盈利情况改善明显。总体来看，过去5年是公司衣柜业务大发展的5年，衣柜业务占公司主营业务的占比由2017年的10.42%上升至2020年的29.71%，成为了公司实现业务成长的最重要的抓手之一，公司的营业收入在2017年以后行业进入存量博弈时，逆市实现了业绩的高速成长。那么这一增长是否可以持续呢？我们认为，短期来看，公司的衣柜业务仍然处于跑马圈地的时期，业务仍将维持中高速的成长速度，原因主要有以下几点：

第一、公司衣柜的业务规模尚小，成长空间仍然非常巨大。2020年，公司衣柜业务的规模刚刚突破10亿元，从发展阶段来看，只能说刚刚在行业内站稳了跟脚，和规模几十亿的索菲亚、欧派家居相比差距较大。此外，公司衣柜业务收入多来自于低能级城市，来自于一、二线城市的营业收入的比例仅为25.5%，而索菲亚来自于省会高能级的城市的营业收入比例达30%，一、二线城市仍然具有扩展的空间。从地区来看，公司的收入多来源于华东地区，西南、华南等地区的收入占比相对较低，未来仍然存在较大的业务拓展空间。

第二、衣柜经销商的相对较好的生存状况，叠加公司产能的不断提高，均在一定程度上给予了衣柜业务大发展的较强的支持，公司有能力实现衣柜业务的高速发展。我们通过比较公司的关店率和开店率，观察公司经销商的生存状况，从而为判断公司未来渠道扩张提供一定的依据。2020年，在受到疫情强烈冲击的情况下，志邦家居的开店率和关店率分别为46.94%和20.22%。开店率在上市定制家居企业中处于高位，关店率则处于中游水平，经销商的生存状况尚可，愿意拓展门店。此外，公司目前衣柜的工厂处于满负荷状态，随着公司产能的不断提高，受到规模效应的影响，我们预计衣柜业务的毛利润率将接近行业平均35%的水平。

图表：2020年上市定制家居企业的开店率与关店率



资料来源：亿翰智库、企业公告

注：开店率=本年新开店数量/上年末门店数量；

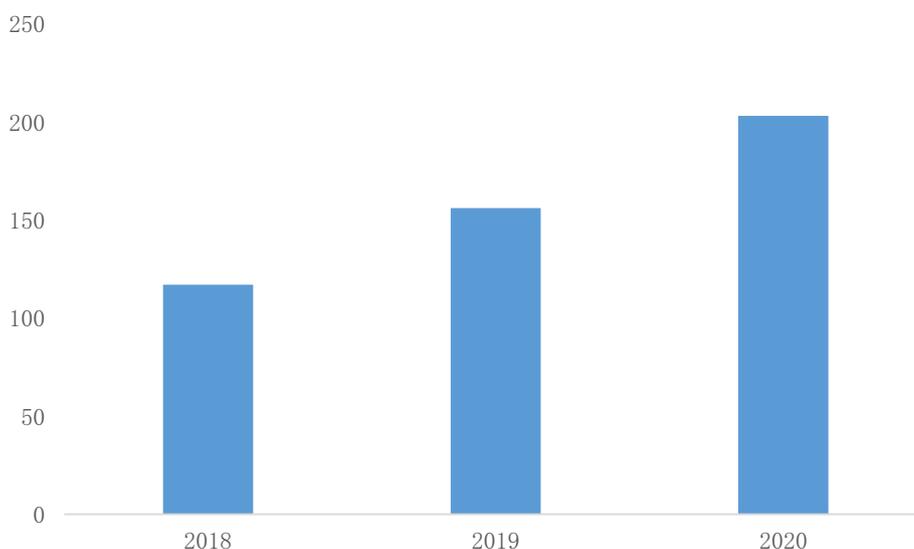
关店率=本年关闭门店数量/上年末门店数量

第三、公司有意愿在衣柜业务上进行扩张。根据公司的计划，2021 年公司计划新开 290 家衣柜门店。尽管公司管理层在经历了残酷的 2020 年洗礼后，对于经销商经营的质量提出了更高的要求，但整体上公司仍然有较强的冲刺规模的意愿。

2、木门业务渐入佳境，毛利润率逐渐回正

除了衣柜业务，为满足消费者一站式购齐的需求，公司开始孵化志邦木门业务，建立木门经销商体系建设，积极推进志邦木门渠道开拓。在品牌选择上，公司继续沿用“志邦”品牌，依托现有品牌影响力和渠道优势高速发展。而在招商策略上，为保证业务拓展的成功，公司首先选择橱柜、衣柜业务比较强势的地方，如华东区，充分利用目前的渠道优势，优选现有厨衣加盟商拓展木门业务。而在产品端，公司把木门产品融入志邦橱柜和全屋定制门店，实现一体化销售。在公司的积极努力下，木门业务也取得了长足的进步。公司的木门门店由 2018 年的 117 家快速上升至 2020 年的 203 家，门店数量快速增长。

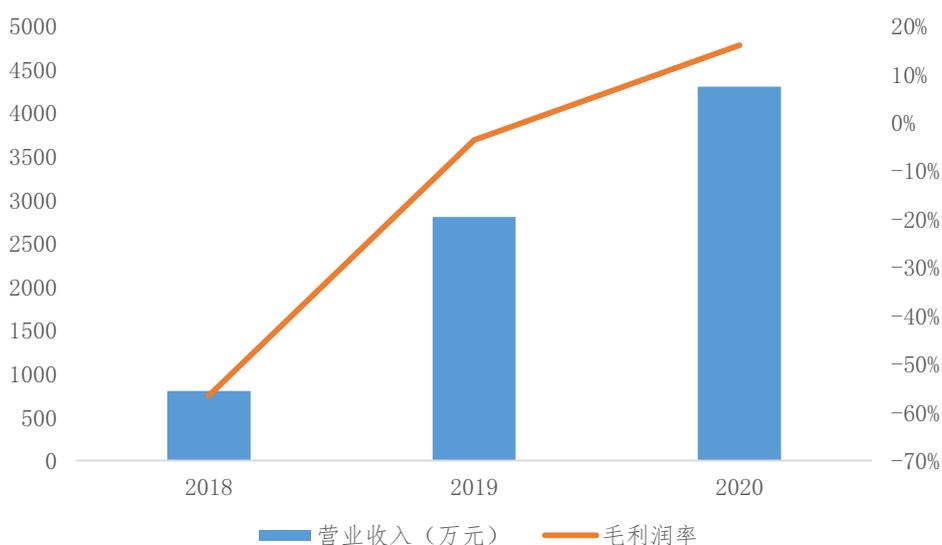
图表：木门业务线下门店的数量（家）



资料来源：亿翰智库、企业公告

此外，2020 年公司大力切入精装修市场，相继签约地产战略合约 10 家，签订批量项目合同金额近 1 亿元。受益于大宗业务的放量，木门业务的营业收入由 2018 年的 0.08 亿元快速增长至 0.43 亿元。随着业务规模的逐步扩大，木门的利润水平也不断得到改善。毛利率由 2018 年的-56.59%逐步回升，2020 年木门业务的毛利润率更是首次转正，盈利情况不断改善。

图表：木门业务的营业收入及毛利润率（万元）



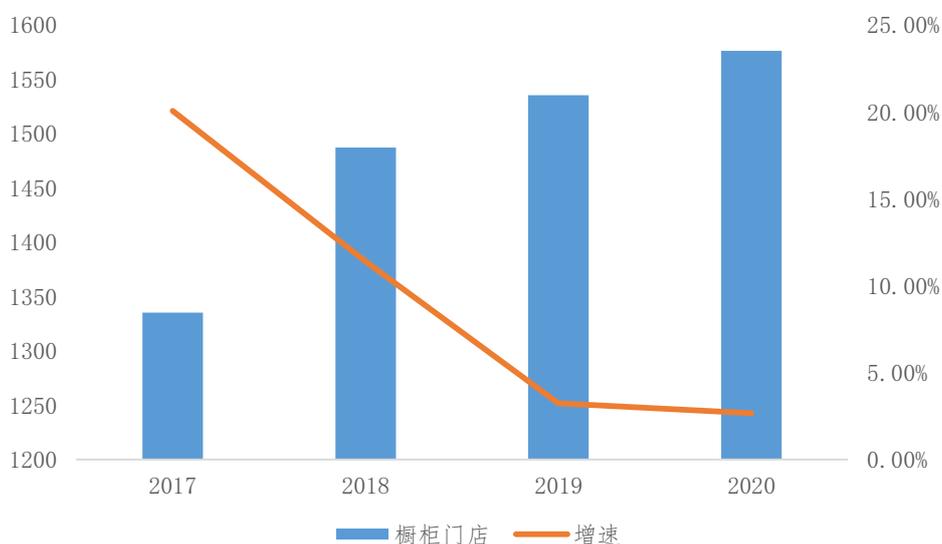
整体来看，目前公司衣柜业务规模尚小，盈利水平亦较低，尚处于培育期。随着未来门

店的逐步拓展和大宗业务的逐步放量，公司木门业务将逐步成为公司新的增长点。

3、存量博弈，橱柜的零售业务进入平稳发展期

相比于蓬勃发展的衣柜业务，公司的核心业务橱柜业务则逐渐进入平稳发展期。2017 年年报显示，公司的橱柜业务的营业收入高达 18.76 亿元，占公司总营收收入的 87%，居于绝对优势。公司的橱柜门店的数量由 2017 年的 1335 个快速增长至 2020 年末的 1576 个。从整体趋势来看，上市以后，得到资本加持的橱柜业务经过了 2017、2018 年的开店潮后，开店速度逐步趋缓。2019 年受到行业增速下行影响，公司对橱柜的经销商结构进行了调整，门店的数量增长趋于缓慢。2020 年，受到疫情的冲击，门店增速相对缓慢，门店增速降至 2.67%。

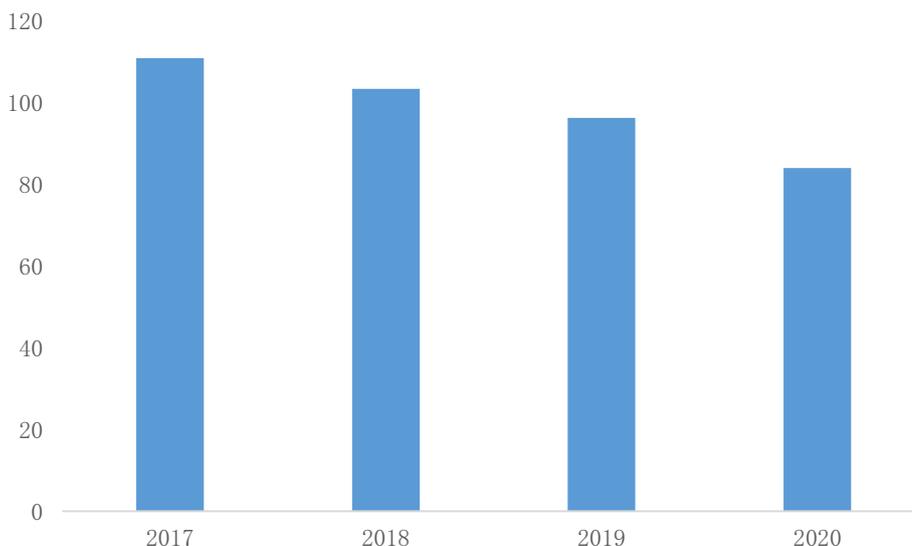
图表：橱柜门店的数量及增速（家）



资料来源：亿翰智库、企业公告

从单店收入来看，公司橱柜业务的颓势也更加明显，橱柜的单店收入呈现出逐年下滑的趋势。单店收入从 2017 年的 110.86 万元逐年下滑至 2020 年的 84.04 万元。此外，公司的单店收入从规模上亦距离欧派家居有较大差距，单店收入相对较低，业务成长更多依赖新开店的支持。

图表：橱柜线下门店的单店收入逐年下滑（万元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

注：单店收入=橱柜零售端收入/门店数量

零售端收入=橱柜业务营业收入-大宗业务收入

整体来看，橱柜业务起步较早，渗透率较高，行业以存量博弈为主。随着 2018 年以后行业需求转弱，零售渠道受到大宗等渠道的分流影响，线下门店客流量下滑明显，此外公司经销商的实力相对于头部企业相对较弱，抵御行业下行风险的能力较弱，因此零售端收入不增反减，橱柜业务的增长更多依赖大宗业务的开拓。

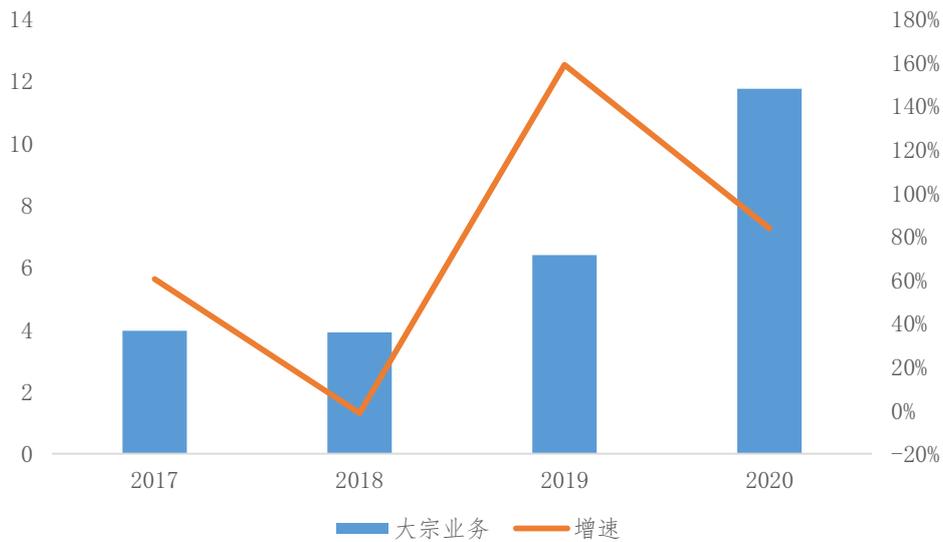
四、大宗业务“稳中有进”，整装业务蓄势待发

随着年轻消费者崛起，精装房比例的提高，定制家居企业的客户和流量入口均发生了深刻的变化。大宗、整装渠道快速涌现，卖场零售渠道占比下降。而对于像志邦家居这样的二线品牌来说，新趋势的变化可谓是“危中有机”，新趋势对于定制家居企业的发展提出了新的挑战的同时，也赋予了公司弯道超车的巨大机会。公司亦积极发力大宗业务和整装业务，实现了业绩的弯道超车。

1、大宗业务“稳中有进”，盈利水平不断改善

从大宗业务来看，公司的大宗业务的发展可以用“稳中有进”来概括，分为“进”和“稳”两个维度。从“进”的维度来看，公司接触大宗业务较早，2010 年开始布局大宗业务，2014 年成为恒大、万科的战略合作伙伴，并在上市后加大了对大宗业务的投入力度，此后陆续拓展了新城、中南等优质客户。公司的大宗业务的规模不断扩大，从 2017 年的 3.96 亿元快速上升至 2020 年的 11.75 亿元，业务规模翻了接近 3 倍，成长速度可谓惊人。2020 年，大宗业务占公司营业收入比例的 30.59%，成为公司业绩成长的重要推手。

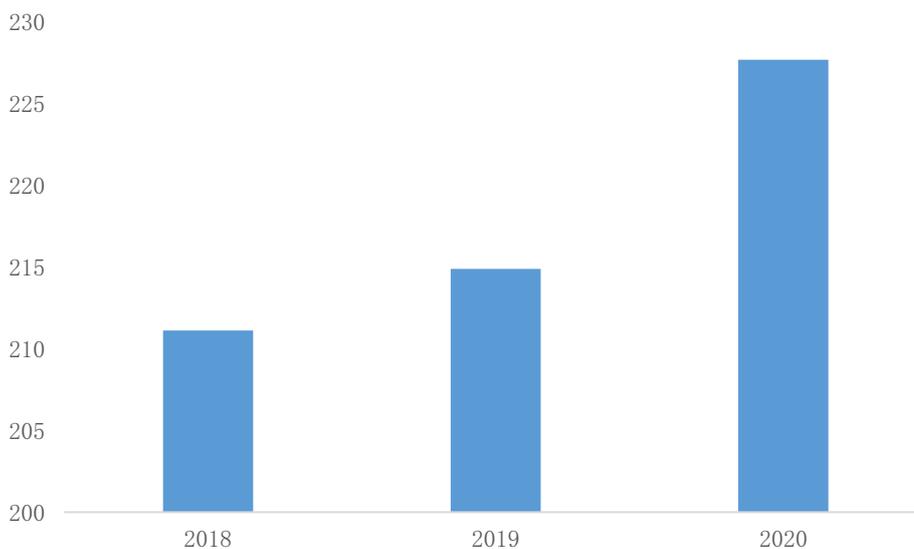
图表：公司大宗业务的规模（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

而在“稳”的维度上，由于地产开发商掌握了流量入口，话语权较强，定制家居企业的议价权则相对较弱。随着地产景气度的下滑，房企大量通过赊账等方式拉长账期，部分房企在支付上则通过商票的形式进行支付，优化自身的现金流。以 E50 房企为例，我们可以较为明显的看到，2018-2020 年整体房企应付账款周转天数的拉长，而对应的则是其供应商的应收账款的激增和坏账的不断计提，房企供应商的生存环境恶化。因此，如何能够在业务的发展和风险的把控中取得平衡，在业务规模不断扩张的同时，保证现金流的稳定，是定制家居企业不得不面对的任务。

图表：E50 房企应付账款周转天数不断拉长（天）



资料来源：亿翰智库、企业公告

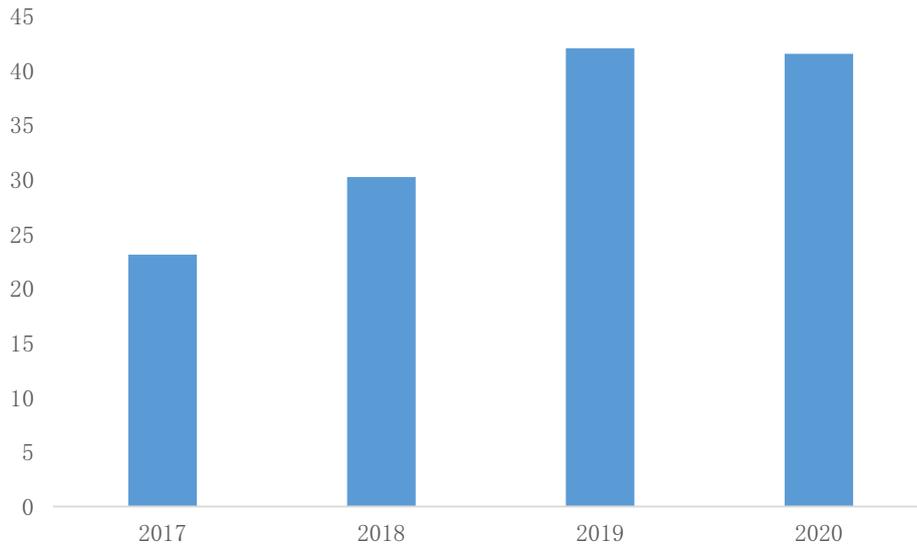
和其他定制家居企业一样，志邦家居亦面对相同的问题。截至 2016 年末，中国恒大的期末余额占公司应收账款余额的比例高达 60.76%，公司对于中国恒大的依赖度较高。此外，中国恒大下单和到货的付款比例较低（仅为 30%），且支付以商票为主，对于公司的现金流形成了较大的压力。

面对不利局面，志邦家居首先从源头入手，甄选优质客户，积极开发风险较小的优质客户，并对于部分账期较长的客户进行战略退出。具体策略上，公司加强了对于万科、绿城等优质客户的开拓力度，并退出了部分恒大的业务。来自中国恒大的应收账款余额由 2017 年的 1352.82 亿元下降至 2018 年的 493.42 万元。尽管客户的调整对于公司短期的业绩形成了冲击，2018 年大宗业务的规模小幅下滑，但整体业务的经营质量有所改善，公司逐渐解决了对于单一客户过度依赖的问题。百强房企的占比由 2018 年的 15% 上升至 2020 年的 18%。

除了在客户结构上防范风险，公司亦通过设立代理经销商等一系列手段转嫁风险。公司早期的大宗业务全部采取直营模式，即公司负责产品的签约与交付，在产品到货后获取一部分货款，待安装交付后确认全部货款。该模式虽然毛利润率相对较高，但是公司容易面临较大的资金压力。为缓解公司的资金压力，公司自 2018 年开始重视培养工程端的加盟项目，陆续培育了数十个工程代理商。

在加盟模式下，代理商和房地产开发企业签约，公司在收到代理商发来的货款后组织生产和安装，公司则将支付给代理商一部分代理费用。由于在加盟模式下，代理商会面临较强的资金压力，因此公司在选择代理商时会优先选择实力较强，拥有一定融资能力的代理商。此外，公司亦会根据信用、跟志邦的绑定程度以及代理商之前的一些表现给予一定的账期，减轻代理商的资金压力。此外，由于头部的开发商对于公司的资质、服务和响应速度均有一定要求，因此公司对于代理商的选择亦相对严格。整体来看，通过公司的代理商开拓大宗业务，公司将部分风险转嫁给了代理商，有利于保障业务现金流的稳定回收，降低公司面对的资金压力。

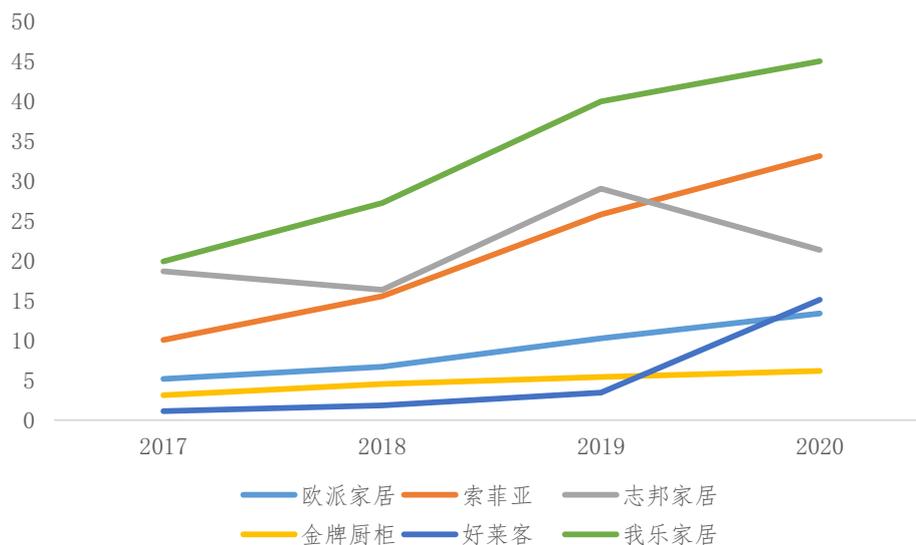
图表：大宗业务的毛利润率逐年上行（%）



资料来源: 亿翰智库、企业公告

客户结构的改善, 代理商模式的采用, 不仅仅有效的降低了公司大宗业务的风险, 还极大的改善了大宗业务的盈利情况。随着优质客户的逐渐加入, 以及精益生产模式和阿米巴模式的引进, 成本管控能力有所提升, 公司大宗业务的毛利润率得到不断提高。公司大宗业务的毛利润率由 2017 年的 23.12% 上升至 2020 年的 41.54%, 利润水平得到显著的改善。此外, 在定制家居企业近年的应收账款周转天数不断上行的情况下, 志邦家居的应收账款周转天数则整体保持稳定, 体现了公司优秀的风险控制能力。

图表: 上市定制家居企业的应收账款周转天数 (天)



资料来源: 亿翰智库、企业公告

展望未来, 按照公司未来的规划, 未来大宗业务的比例将达到 4 成左右。随着大宗业务

的不断开拓，我们预计大宗业务未来仍将成为公司业绩增长的主要动力之一。

2、发力整装赛道，2021 年有望放量

由于定制家居的主流客户 80 后、90 后的生活节奏相对较快，缺乏足够的时间和精力参与装修过程，其对于能够实现“拎包入住”拥有较高的需求。据《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》显示，在装修方式上，选择“全屋整装，拎包入住”的消费者占比为 39.6%。43.57%的 80 后选择拎包入住，38.93%的 90 后选择拎包入住，整装也成为了传统家装行业转型的发展方向。此外，按照装修的顺序，硬装在软装之前，发展整装业务也有利于公司抢占流量入口。公司也在 2019 年开始拓展整装业务，推动公司整装业务的发展。

在模式上，公司主要通过让加盟商和区域前几位的整装公司合作。公司赋予代理商相应的产品和价格政策，甚至在商务环节给予一定的赋能，为整装公司客户提供定制产品及服务。此外，公司亦积极和大型整装企业达成战略合作，如公司先后和齐家网以及沪尚茗居达成深度战略合作，共同推进整装业务的大发展。

2019 年，公司重组了整装渠道团队，将原有 IK 团队全部合并至整装业务，并重构了整装产品体系，完成渠道 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品开发工作，标准展厅建立，与第三方共同开发整装渠道专用软件，为整装渠道业务开拓打下坚实的基础。

尽管公司在整装渠道做出了一系列调整，但是在前期由于经销商利益协调较为复杂，整装的经销商拓展较为谨慎，叠加部分的产品供应存在压力，因此整装业务的规模相对较小。2020 年，公司的整装业务为 1 亿元左右，相对于欧派家居 10 亿元的规模相对较低。但随着整装经销商的逐步开拓，整装业务预计将逐步放量。2021 年一季度，公司整装业务同比增长 175%，实现了爆发性增长，预计整装业务将逐步成为公司未来重要的业绩增长点。

五、深耕原点市场，扬帆出征海外

1、深耕原点市场，拓展华南区域

公司自安徽起家，早期的业务多位于原点市场华东地区。上市以后，对于公司的大本营华东地区，公司采取了重点深耕的策略。华东区域整体上也保持了较快的增长速度。从 2017 年的 10.04 亿元上升至 2020 年的 18.75 亿元，CAGR 高达 23.15%，增速较高。华东区域占公司营业收入的比例则由 2017 年的 46.56% 上升至 2020 年的 48.83%，华东地区始终是公司最重要的区域。在疫情肆虐的 2020 年，华东地区的营业收入逆势增长 36.86%，成为了公司业绩的压舱石和稳定器。

随着公司的发展，公司的业务的触角也逐渐拓展至全国，公司其他区域的业务取得了长足的发展。以华南区域为例，华南区域为众多定制家居企业的强势区域，竞争尤为激烈，公司在该区域的品牌影响力相对薄弱。为了开拓市场，公司在疫情时点逆市进入华南区域，并将直营店开在了广州核心片区，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。公司力图通过直营带动加盟商发展的方式，逐渐将南方市场培育成公司新的

增长点。2020年，公司的华南区域取得30%的增长，在一定程度上支撑了公司的业绩突破。

2、另辟蹊径，扬帆出征海外

随着全球化的逐步深入，开辟海外市场成为了众多国内企业实现业绩赶超的重要选择。然而对于定制家居企业来说，受限于本土化、产业链建设等一系列问题，我国定制家居企业对于开拓海外市场的兴趣并不算高，海外业务的比重较低，增速也较为缓慢。相对于竞争对手对于海外市场的忽视，戮力突破的志邦家居则另辟蹊径，积极出海。

公司2015年成立专门的外贸部，打开海外市场。为了更为方便的融入当地市场，志邦与全球多个国家的企业建立合作关系，项目遍布美国、澳大利亚、中东等地区，参加了包括拉斯维加斯IBS展会、悉尼Design Build展会、迪拜Big5展会等多个大规模专业建材展，并通过海外投资澳洲具有54年专业项目管理经验的厨柜制造商IJF Australia公司，借助IJF公司在海外市场多年的深耕细作，提升公司品牌国际影响力。2018年通过IJF销售商品增长167%。此后公司成立了美洲市场项目组，拟建立子公司实现仓库展厅属地化配套，贴近市场服务客户，探索全球化发展路径。

经过公司积极努力的拓展，公司在美国、澳大利亚市场均取得了一定的突破。公司的海外业务收入由2017年的0.61亿元升至2019年的1.08亿元，取得了爆发性的增长。在总量上，志邦家居在8家定制家居企业中排名第二，仅次于龙头欧派家居。此外，发力海外市场，也有助于提高公司拓展渠道的能力，反哺国内市场。2020年，受到国外疫情的影响，公司的海外业务受到较大的冲击。预计随着疫苗施打率的提高和国外疫情的得到控制，2021年公司海外业务将逐渐得到恢复。

从整体区域布局来看，华东地区的收入占比接近一半，公司对于华东地区依赖程度相对较高，西南、华南、海外等区域的影响力相对较弱，线下门店的拓展仍然有较大的空间。随着华南等地线下门店的拓展，公司亦将逐渐完成由区域性企业向全国性企业的蜕变，整体区域收入的分布将更加均衡。

六、竣工逐步修复，有望驱动公司业绩继续向上

整体来看，我们认为过去公司过去几年高速增长的动力（衣柜的品类扩张，大宗的渠道增长）仍将持续，考虑到衣柜和大宗的业务规模仍然较小，公司短期仍然处于跑马圈地、快速扩张的阶段。

从5月份全国的房屋竣工面积（住宅）累计值来看，5月份累计竣工面积达19880万平方米，好于2019年、2020年同期水平，竣工持续修复。在行业环境好转的情况下，2021年一季度公司实现收入6.83亿元，较2019年同期实现收入增长64.98%。归母净利润增长59.38%，业绩表现靓丽，我们预计公司营业收入在2021年将继续维持中高速增长。而随着公司业务规模的扩大，规模效应将逐步显现，公司的净利润亦将随着逐步上行。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

