

603180.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 32.09

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 增长潜力较大的定制家居企业。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.5)	2.9	(23.5)	(25.5)
相对上证指数	(7.1)	5.7	(24.3)	(32.0)

发行股数(百万)	155
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	4,961
3个月日均交易额(人民币 百万)	57
主要股东(%)	
建滔集团	41

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

**中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格**
轻工制造: 家用轻工
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

金牌厨柜

多轮驱动成长, 明星厨柜展现金牌潜质

在地产增速放缓背景下, 家居行业竞争格局不断优化, 公司有望依托柔性化、个性化生产工艺提升零售和大宗业务规模。未来在不断新开门店, 优化经销商, 拓展渠道下, 业绩有望实现快速增长。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **立足明星厨柜, 构建多品类多渠道布局。**公司以高端整体厨柜起家, 2016年进军衣柜业务, 2018年布局木门业务。厨柜/衣柜近两年 CAGR 分别为 16.2%/90.2%。同时, 公司发力大宗业务, 大宗业务两年复合增长率为 110.0%。2016-2020 年公司销售收入复合增长率为 28.1%, 2020 年公司销售收入依靠衣柜业务和工程渠道实现了 24.2% 的逆势增长。公司已逐步构建多品类多渠道布局, 保障公司长期成长潜力。
- **地产增量稳定, 家居格局优化。**1) 从下游需求看, 地产行业体量已迈入稳定期, 在精装政策与城镇化影响下, 地产呈现精装房和二手房两大趋势。2) 从家居行业看, 定制家居有望通过满足消费者个性化需求提升渗透率。同时, 定制家居龙头公司有望通过柔性化、个性化生产更好地匹配地产商需求, 抢占工程业务份额, 从而提升定制家居行业集中度。
- **厨衣木门协同发展, 大宗业务快速增长。**公司同时发力“厨衣木门”业务, 在优化经销商质量的同时拓展终端门店数量, 2021 年厨柜/衣柜/木门预计分别新开 170/230/180 家门店。同时公司积极拓展大宗业务, 与万科、绿城、阳光城等多家地产龙头签订战略集采协议, 最大化享有工程渠道发展红利。综合而言, 零售与大宗渠道有望共同推动公司业绩实现更高增速。

估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 35.5/45.6/55.7 亿元, 归母净利润为 3.7/4.7/6.0 亿元, 对应 PE 分别为 12.6/9.8/7.8 倍。公司大力扶持新品类, 积极拓展新渠道, 预计未来公司增长向好。首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、新品拓展不达预期、原材料价格波动

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,125	2,640	3,553	4,558	5,574
变动(%)	25	24	35	28	22
净利润(人民币 百万)	242	290	369	472	595
全面摊薄每股收益(人民币)	3.61	2.83	2.41	3.08	3.89
变动(%)	15.0	(21.6)	(14.8)	27.8	26.3
全面摊薄市盈率(倍)	8.9	11.4	12.6	9.8	7.8
价格/每股现金流量(倍)	5.4	4.9	6.8	6.2	5.6
每股现金流量(人民币)	5.98	6.52	4.73	5.19	5.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.2	9.9	6.6	4.9	3.7
每股股息(人民币)	0.89	0.82	0.60	0.77	0.97
股息率(%)	2.8	2.5	1.9	2.4	3.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1.从高端整体厨柜到多渠道多品类	5
1.1 立足明星厨柜，拓展产品渠道.....	5
1.2 股权集中稳定，经营水平优异.....	7
1.3 从厨柜单品深耕到全品类高速增长.....	8
1.4 公司积极扩建产能匹配需求.....	9
1.5 收入迎新增长点，费用率逐步改善.....	10
2.地产增量稳定，家居格局优化	12
2.1 家居行业规模逐渐稳定，集中度逐步提升.....	12
2.2 地产增速放缓，呈现精装和二手房趋势.....	14
2.3 多品类与整装趋势显现，定制龙头有望破局.....	19
3.厨衣木门协同发展，大宗业务快速增长	22
3.1 经销商质量优化，明星厨柜再加速.....	22
3.2 依托厨柜拓展产品矩阵，衣柜领衔有望量价齐升.....	23
3.3 销售渠道多轮驱动，大宗业务快速增长.....	26
4.盈利预测与估值讨论	28
风险提示	30

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司销售收入、净利润近五年呈较高增速（单位：亿元）	5
图表 2. 公司采取多品类战略覆盖消费需求	5
图表 3. 公司新品类快速增长（单位：亿元）	6
图表 4. 中纤板与刨花板价格指数.....	6
图表 5. 五金件价格指数.....	6
图表 6. 原材料占比较大.....	6
图表 7. 公司采用多渠道战略保障长期成长动力（单位：亿元）	7
图表 8. 创始人股权集中	7
图表 9. 公司高管拥有丰富行业经验	8
图表 10. 第二次股权激励目标完成情况良好（单位：亿元）	8
图表 11. 公司历经二十多年发展至定制家居上市龙头之一.....	9
图表 12. 公司积极扩建产能匹配需求	9
图表 13. 公司销售收入连续六年实现双位数增长（单位：亿元）	10
图表 14. 零售渠道收入增速及占比呈下降趋势（单位：亿元）	10
图表 15. 大宗业务收入增速及占比快速上升（单位：亿元）	10
图表 16. 公司新品毛利率有望逐步提升.....	11
图表 17. 大宗业务毛利率显著低于零售渠道	11
图表 18. 公司净利润维持较高增速（单位：亿元）	11
图表 19. 公司总费用率逐年改善.....	11
图表 20. 地产增速放缓，家居行业进入饱和期.....	13
图表 21. 家居行业增速放缓（单位：亿元）	13
图表 22. 家居行业企业数趋近饱和（单位：家）	13
图表 23. 近年厨柜产品集中度显著提升.....	14
图表 24. 近年衣柜产品集中度显著提升.....	14
图表 25. 家居行业收入增速与地产增速存在滞后关系	14
图表 26. 地产增量趋于稳定（单位：亿平方米）	15
图表 27. 国家政策驱动精装率提升.....	15
图表 28. 各地出台精装修政策落实国家精装目标.....	16
图表 29. 我国精装率呈快速上升趋势（%）	16
图表 30. 定制家居龙头大宗业务收入规模呈快速增长态势（单位：亿元）	17

图表 31. 二手房占比快速提升 (单位: 万套)	17
图表 32. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势	17
图表 33. 2020 年我国城镇化率距日美等国仍有差距	17
图表 34. 20 年内房龄为我国存量房主要部分	18
图表 35. “厨衣门”市场空间测算	19
图表 36. 定制家居行业公司增速显著高于家居行业增速	20
图表 37. 定制家居龙头企业各品类占比趋于均衡	20
图表 38. 定制家居龙头积极布局整装业务	21
图表 39. 定制龙头公司逐渐从软装拓展至整装业务	21
图表 40. 公司具备多风格厨柜产品系列	22
图表 41. 公司厨柜经销商门店数量快速增长 (单位: 家)	23
图表 42. 公司厨柜业务收入规模位列行业前列 (单位: 亿元)	23
图表 43. 2020 年厨柜领先公司经销商门店数量变化情况	23
图表 44. 公司具备多风格衣柜产品系列	24
图表 45. 衣柜业务收入占比快速提升 (%)	24
图表 46. 公司衣柜门店数量快速增长 (单位: 家)	25
图表 47. 公司衣柜业务单店收入迅速提升 (单位: 万元)	25
图表 48. 公司具备多风格木门产品系列	26
图表 49. 公司木门业务仍处起步阶段 (单位: 亿元)	26
图表 50. 2020 行业领先公司大宗业务收入及占比 (单位: 亿元)	26
图表 51. 金牌厨柜合作地产商	27
图表 52. 公司收入拆分表	28
图表 53. 公司盈利预测的主要假设	29
图表 54. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)	29
损益表(人民币 百万)	31
资产负债表(人民币 百万)	31
现金流量表(人民币 百万)	31
主要比率 (%)	31

1. 从高端整体厨柜到多渠道多品类

1.1 立足明星厨柜，拓展产品渠道

公司深耕厨柜业务，打造明星品牌。公司创立于1999年，是国内领先的高端整体厨柜、定制及智能家居解决方案提供商。公司以“更专业的高端厨柜”为品牌发展战略，采取“经销为主，直营为辅”的销售策略，坚持风格设计和整体服务并举，为客户提供包括现代、欧式、古典等不同风格的高品质厨柜产品，满足客户不同的定制需求。公司连续9年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”，2020年实现销售收入26.4亿元，同比增长24.2%，净利润2.9亿元，同比增长20.4%。

图表 1. 公司销售收入、净利润近五年呈较高增速（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
销售收入	11.0	14.4	17.0	21.3	26.4
Yoy(%)	43.5	31.2	18.0	24.9	24.2
净利润	1.0	1.7	2.1	2.4	2.9
Yoy(%)	103.6	73.3	26.0	15.2	20.4

资料来源：公司公告，中银证券

公司采取多品类产品矩阵覆盖消费需求。公司从厨柜单品类起家，逐渐扩展品类，2016年和2018年，公司分别进军衣柜和木门业务。2019年，桔家云整装首家精选店正式开业，2020年3月，公司以“智小金”品牌开拓智能家居业务。截止到2020年，厨柜业务收入规模为20.7亿元，占比78.5%，衣柜业务收入规模为5.0亿元，占比18.5%，木门业务收入规模为0.2亿元，占比0.9%。多品类布局助力公司覆盖消费需求，提升行业竞争力。

图表 2. 公司采取多品类战略覆盖消费需求

产品	品牌	产品图示	发展概况
定制厨柜	金牌厨柜		公司自创立以来深耕厨柜业务，2020年收入规模为20.7亿元，近两年复合增速为16.2%，占比78.5%。
定制衣柜	金牌衣柜		2016年公司开拓衣柜业务，2020年收入规模为5.0亿元，近两年复合增速为90.2%，占比63.5%。
定制木门	金牌木门		2018年公司进军木门业务，2020年收入规模为0.2亿元，占比0.9%。

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

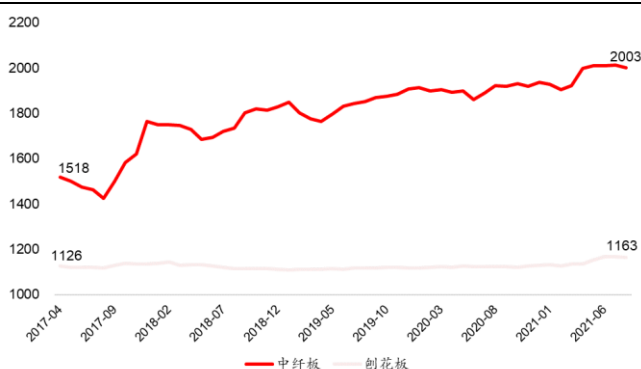
图表 3. 公司新品类快速增长 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020
厨柜	15.4	17.8	20.7
Yoy(%)	10.8	16.0	16.4
占比(%)	90.2	83.8	78.5
衣柜	1.4	3.1	5.0
yoy(%)	480.2	121.4	63.5
占比(%)	8.1	14.4	18.9
木门	0.0	0.1	0.2
yoy(%)	-	2078.7	222.6
占比(%)	0.0	0.4	0.9
其他配套产品	0.0	0.0	0.1
yoy(%)	-	-	-
占比(%)	-	-	0.3

资料来源: 公司公告, 中银证券

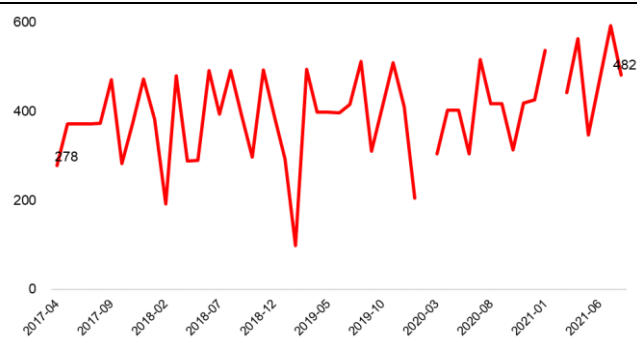
原材料价格呈上升趋势。原材料是公司营业成本的主要组成部分, 2020 年原材料成本占比 84.3%。公司主要原材料为板材、台板、五金、铝材、水槽等, 其中板材与五金占比较大。近年原材料价格呈上涨态势, 尤其是 2021 年 H1 上涨幅度较大, 对公司利润产生一定影响, 但公司有望通过提升终端产品价格以及调整产品结构, 即推出中高端系列的高价产品对冲原材料价格上涨的影响。

图表 4. 中纤板与刨花板价格指数



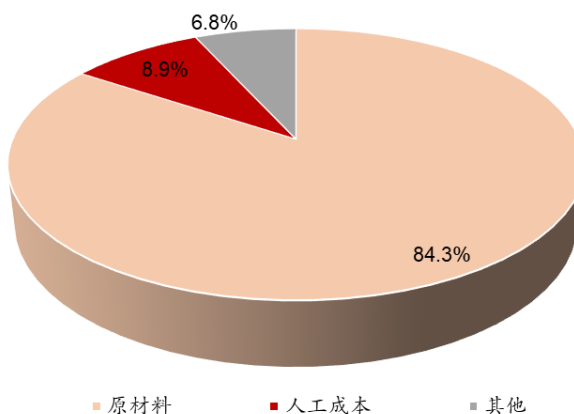
资料来源: 中国木材价格指数网, 中银证券

图表 5. 五金件价格指数



资料来源: 工商业联合会, 中银证券

图表 6. 原材料占比较大



资料来源: 公司公告, 中银证券

公司采取多渠道营销布局提升收入增速。公司以经销商模式为经营基础，逐步拓展渠道，发力大宗业务。公司提早布局，与万科、绿城、阳光城等大型房地产商签订合作协议，保障了稳定的业务来源。截止到2020年，公司直营店收入1.9亿元，占比7.2%，经销商门店收入14.1亿元，占比53.4%，大宗业务收入8.9亿元，占比33.8%，海外业务收入1.1亿元，占比4.1%，大宗业务收入占比呈快速上升趋势，预计未来保持稳健增长势头。

图表 7. 公司采用多渠道战略保障长期成长动力 (单位: 亿元)

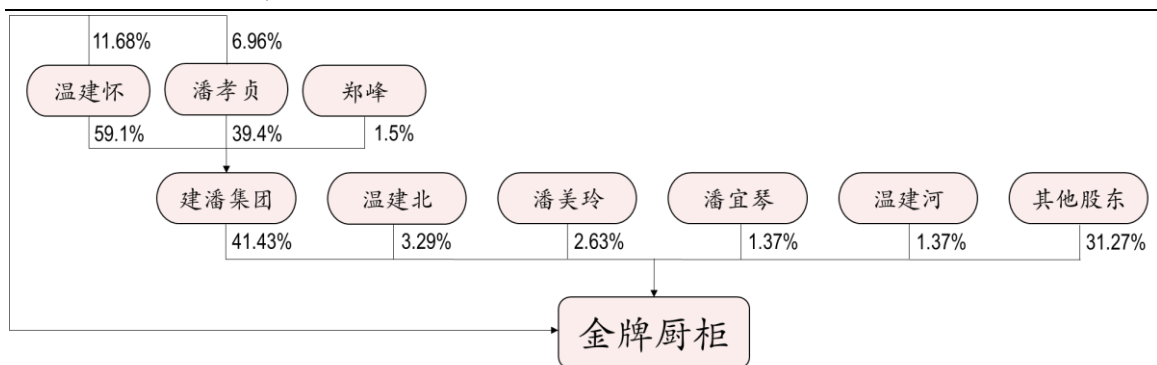
	2018	2019	2020
直营店	2.7	2.4	1.9
yoy(%)		(11.5)	(19.5)
占比(%)	15.7	11.1	7.2
经销商	11.5	13.0	14.1
yoy(%)		12.5	8.6
占比(%)	67.8	61.1	53.4
大宗业务	2.0	5.0	8.9
yoy(%)		149.3	76.8
占比(%)	11.9	23.8	33.8
境外销售	0.5	0.6	1.1
yoy(%)		9.4	95.7
占比(%)	3.0	2.6	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.2 股权集中稳定, 经营水平优异

创始人股权保持集中和稳定。金牌厨柜创始人温建怀和潘孝贞分别出生于1971年和1970年, 1999年, 二人于厦门创立了公司, 并决定以厨柜业务作为开端。截至2021年9月22日, 公司实际控制人温建怀和潘孝贞直接和间接持有公司股份达60.1%, 股权集中。二人及其家人共计持有68.7%的股份, 股权结构长期保持稳定。

图表 8. 创始人股权集中



资料来源: 万得, 公司公告, 中银证券

行业经验丰富, 经营水平优异。公司创始人温建怀先生、潘孝贞先生及其他高级管理人员从事整体厨柜行业经营平均达15年以上, 拥有丰富行业及专业经验。在公司经营上, 管理团队专注主业经营, 深耕产品品质, 提升服务质量, 拓展销售渠道, 将公司品牌打造至行业前列。

图表 9. 公司高管拥有丰富行业经验

姓名	职务	履历
温建怀	董事长	曾任多家企业高管，1999 年创立金牌厨柜，拥有丰富行业及管理经验。
潘孝贞	副董事长、总经理	高级管理工程师，注册房地产估价师，注册土地估价师。1999 年创立公司。
陈建波	副总裁，董事会秘书	先后任职于厦门灿坤实业股份有限公司，明达(厦门)塑胶有限公司，升汇集团，建潘卫厨等公司。
王永辉	副总裁	曾任职于香港八分钟洗涤集团，北京科宝博洛尼集团，建潘卫厨等公司。
朱灵	副总经理，财务总监	曾任职于湖北飞达玻璃股份有限公司，广州蒙特利实业有限公司，建潘卫厨等公司。
孙维革	副总经理	曾任职于三棵树涂料股份有限公司，北京东方雨虹防水技术股份有限公司，福建辉煌厨卫有限公司等公司。2020 年加入金牌厨柜。

资料来源：公司公告，中银证券

股权激励成长，定增彰显信心。公司上市以来共发布两次股权激励计划。2020 年 3 月，公司向高管、中层管理人员等 281 人授予限制性股票 127.8 万股，根据实际情况计算，2020 和 2021 年业绩目标分别为同比增长 10%和 4.5%，目前完成情况良好。股权激励措施加强了团队的凝聚力和战斗力，推动公司业绩快速发展。此外，公司于 2020 年 7 月增发 699.8 万股，占发行前总股本的 3.6%，价格为 40.9 元/股，共计 2.9 亿元，大股东潘建集团、温建怀及潘孝贞全额认购。此次定增彰显了大股东对于公司业绩长期成长的信心。

图表 10. 第二次股权激励目标完成情况良好（单位：亿元）

解除限售期	目标利润额	实际利润额
首次及预留授予部分第一个解除限售期（2020）	2.7	2.9
首次及预留授予部分第二个解除限售期（2021）	3.0	-

资料来源：公司公告，中银证券

1.3 从厨柜单品深耕到全品类高速增长

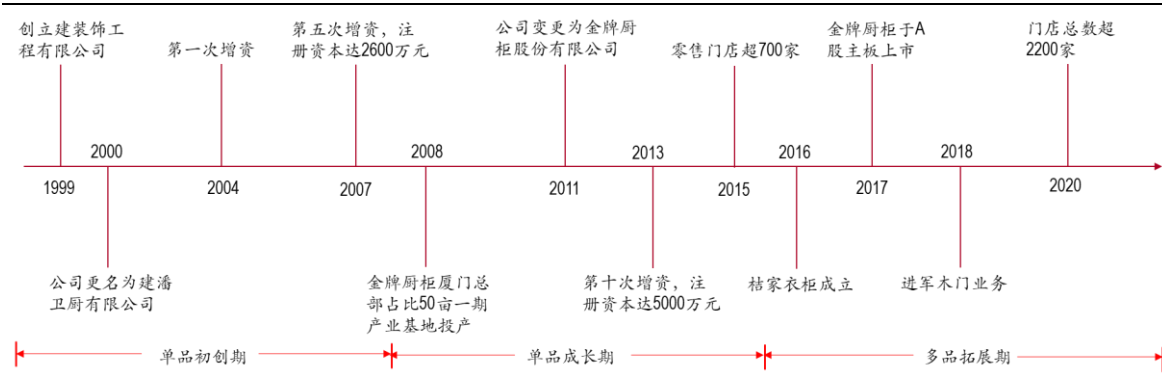
金牌厨柜二十多年的发展主要可以分为单品初创期，单品深耕期和多品拓展期。

第一阶段（1999-2007）单品初创期：公司在初创期聚焦厨柜产品，树立行业服务标杆并努力壮大。这段时间内房地产市场处于高速增长期，带动家居需求快速上升，给予了公司较大的发展空间。期间公司进行多次增资，快速扩大资产规模。

第二阶段（2008-2015）单品成长期：房地产市场随后进入平稳上升阶段，公司继续把握行业红利，积极扩建产能并发力零售端，快速提升业务收入。2012-2015 年间，厨柜零售店以每年约 150 家速度持续增长。至 2015 年，公司拥有零售店超 700 家，营业收入达 7.8 亿元，处于行业前列。

第三阶段（2016-至今）多品拓展期：随着地产市场逐渐进入饱和阶段，公司保持开店力度同时拓宽产品维度以顺应行业趋势，加强竞争力。公司于 2016 年开启衣柜业务，探索第二成长曲线。2017 年，公司于 A 股主板上市，进一步增大规模。2018 年，公司进军木门业务。2020 年，公司门店总数超 2200 家，营业收入达 26.4 亿元。公司已形成厨柜业务稳健增长，衣柜、木门快速发展的产品布局。

图表 11. 公司历经二十多年发展至定制家居上市龙头之一



资料来源：公司公告，中银证券

1.4 公司积极扩建产能匹配需求

公司近年积极扩建产能匹配需求。公司主要产能基地位于江苏泗阳县与福建同安区，产能利用率维持在约 95% 的水平。公司近年积极扩建产能以适应工程与零售端快速增长的需求，公司 2019 年发行的可转债募投同安与泗阳的产能扩建项目，2020 年公司完成 2.9 亿定增继续扩建同安与泗阳产能。同时，公司在成都购买土地用于新建产能。2020 年，公司厨柜产能约为 44.2 万套，同比增长 74.6%，衣柜产能约为 13.3 万套，同比增长 63.4%，木门产能约为 2.4 万樘，同比增长 336.9%，**公司产能呈高速扩张态势。**

图表 12. 公司积极扩建产能匹配需求



资料来源：公司公告，中银证券

1.5 收入迎新增长点，费用率逐步改善

1.5.1 新品类和大宗渠道助力收入高增长

公司销售收入连续六年实现双位数增长。2020 年公司实现营业收入 26.4 亿元，同比增长 24.2%。2016-2020 年公司销售收入复合增长率为 28.1%。2021 年 H1 公司实现营收 13.3 亿元，同比增长 60.1%。2016-2017 年公司销售收入高速增长一方面因为房地产市场增速较高，对家居行业仍有可观的带动效应。另一方面，公司依靠在零售渠道拓展门店数量迅速提升终端流量。

工程及衣柜业务高速增长带动公司 2020 年收入维持高增速。2018-2020 年即使新房市场增速下降，公司仍保持了较高的增长速度，一方面是随着精装房比例的快速上升，公司积极布局并迅速发展大宗业务。另一方面，公司积极拓展新品类，建设第二增长曲线，尤其是衣柜业务占比已显著提升。2020 年大宗业务收入为 8.9 亿元，占比 33.8%，2018-2020 复合增长率为 76.8%，2021 年 H1 大宗业务收入 4.6 亿元，占比 34.8%，同比增长 88.7%。2020 年衣柜业务收入为 5.0 亿元，占比 19.2%，同比增长 63.5%。依靠工程和衣柜业务的快速增长，2020 年公司销售收入实现逆势增长。

图表 13. 公司销售收入连续六年实现双位数增长（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
销售收入	7.7	10.7	14.4	17.0	21.3	26.4	13.3
yoy(%)	13.9	40.0	34.5	18.0	24.9	24.2	60.1
厨柜	6.5	9.3	13.9	15.4	17.8	20.7	10.0
yoy(%)	16.6	42.9	49.8	10.8	16.0	16.4	53.6
衣柜		0.0	0.2	1.4	3.1	5.0	2.8
yoy(%)			6152.6	480.2	121.4	63.5	78.0
木门				0.0	0.1	0.2	0.2
yoy(%)					2078.7	222.6	256.6

资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 零售渠道收入增速及占比呈下降趋势（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021H1
收入	9.7	11.5	13.0	14.1	7.9
yoy(%)		18.6	12.5	8.6	48.6
占比(%)	67.5	67.8	61.1	53.4	59.5

资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 大宗业务收入增速及占比快速上升（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021H1
收入	1.2	2.0	5.0	8.9	4.6
yoy(%)		63.7	149.3	76.8	88.7
占比(%)	8.6	11.9	23.8	33.8	34.8

资料来源：公司公告，中银证券

1.5.2 毛利率结构性变化，净利率维持稳定

毛利率结构性下降，新品毛利率逐渐提升。公司 2018-2020 年毛利率分别为 39.0%、35.8%和 32.7%，毛利率受到大宗业务占比提升的影响有所下降，因为公司大宗业务普遍采用经销模式，毛利率低于零售端毛利率。2020 年大宗业务毛利率为 18.5%，零售业务毛利率为 39.0%。同时，衣柜和木门业务的毛利率低于厨柜，尤其是木门业务 2020 年毛利率仅为 0.3%，随着衣柜木门业务占比提升，公司整体毛利率有所下降。但我们认为随着未来衣柜业务规模效应逐步释放，衣柜毛利率有望持续上升，对公司整体毛利率水平形成正向拉动作用。

图表 16. 公司新品毛利率有望逐步提升

(%)	2017	2018	2019	2020
公司整体毛利率	38.0	39.0	35.8	32.7
厨柜业务毛利率	38.3	39.9	36.5	32.9
衣柜业务毛利率	19.4	18.9	26.8	29.7
木门业务毛利率		48.7	10.6	0.3
其他业务毛利率			24.4	13.8

资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 大宗业务毛利率显著低于零售渠道

(%)	2018	2019	2020
公司整体毛利率	39.0	35.8	32.7
零售渠道毛利率	42.3	40.1	39.0
大宗业务毛利率	11.0	20.0	18.5
境外渠道毛利率	31.8	30.9	36.6
其他渠道毛利率			15.2

资料来源：公司公告，中银证券

净利润维持高增速，净利率保持稳定。2020 年公司实现净利润 2.9 亿元，同比增长 20.7%，2016-2020 复合增速为 32.1%，呈现高增长势头。2017 年后公司净利率稳定在 11.6% 附近，2020 年受疫情影响公司净利率为 11.0%，同比略有下降，预计未来维持稳定。

图表 18. 公司净利润维持较高增速（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
净利润	1.0	1.7	2.1	2.4	2.9
yoy(%)	103.3	73.3	26.1	15.4	20.7
净利润率(%)	8.8	11.6	12.3	11.4	11.0

资料来源：公司公告，中银证券

1.5.3 研发力度提升，费用率整体改善

销售费用率逐步改善，薪酬及研发投入增加。公司总费用率呈逐年下降态势，原因在于公司大宗业务占比不断提升，而大宗业务费用率投放相对零售渠道较少，因此对销售和管理费用率有减少作用。同时，公司从 2019 年开始针对零售渠道加大费用投放效率，尤其是在 2020 年疫情影响下，公司广告费用有所减少，预计未来公司销售费用率保持下降趋势。2020 年公司研发费用率为 5.1%，呈逐年上升趋势，主要因为公司针对大宗业务和零售业务进行产品研发，在开拓工程渠道的同时巩固零售业务。**总体而言，我们判断公司总费用率依靠销售费用率的稳步下降有望维持逐年优化态势。**

图表 19. 公司总费用率逐年改善

(%)	2017	2018	2019	2020
销售费用率	18.8	18.4	15.9	11.8
管理费用率	4.4	4.4	3.9	5.1
研发费用率	4.6	4.7	4.9	5.1
财务费用率	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.3)
总费用率	27.7	27.5	24.7	22.0

资料来源：公司公告，中银证券

2. 地产增量稳定，家居格局优化

2.1 家居行业规模逐渐稳定，集中度逐步提升

2.1.1 家居行业增速放缓

由于房地产行业对家居行业影响较大，且家居行业收入增速滞后房地产市场增速大约不到两年，我们以地产行业变化为基础将家居行业分为三个发展阶段：

1) 高速发展期 (2001-2011)：地产高速增长，家居粗放发展。2000-2009年是房地产市场的黄金增长期。新房销售面积复合增速为21.9%，GDP同期复合增速为14.4%。我国居民将收入的较大比重投入房地产市场，进而产生大量的家居产品需求。2002-2011年间家居行业收入从394.5亿元上涨至4992.3亿元，复合增长率为28.9%。由于行业处于起步阶段，企业数量较少，且运输费用较高，家居地方性企业大量成立以覆盖当地家具需求，企业数量由2001年1500家增长至2011年4255家。期间市面上以手打家具与成品家具为主，同质化程度较高。

2) 平稳上升期 (2012-2018)：地产增速下降，家居平稳上升。2010-2016年间，房地产市场平稳上涨。新房销售面积复合增速为6.9%，GDP同期复合增速为11.5%。居民购房投入与收入比下降，家居产品需求有所下滑，行业增速下降。2012-2018年间家居行业收入从4992.3亿元上涨至9445.4亿元，复合增长率为9.5%。由于行业内企业数量较多，传统手工及成品家具出现过剩情况，更符合时代需求的定制家居应运而生。

3) 规模稳定期 (2019-至今)：地产增量趋稳，家居规模稳定。2017-2020年间，新房市场销售增速逐步放缓，二手房交易逐渐活跃。新房销售面积维持在15亿平方米水平，房屋总销售面积增长至21.8亿平方米，新房复合增速为3.0%，房屋销售总增速为6.7%，GDP同期复合增速为8.0%，居民房地产投入占收入比重进一步下降，同时二手房销售面积与新房销售面积比例上升。2020年间家居行业收入为9011.9亿元，同比减少6.0%。

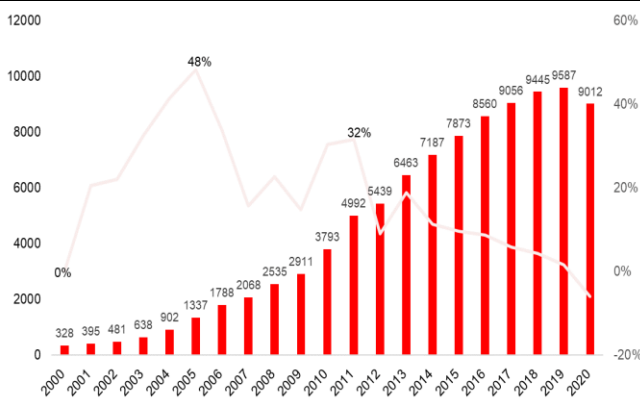
随着房地产市场红利逐渐消退，家居行业从粗放式的扩张阶段逐步过渡到结构优化的阶段。在这种背景下，家居行业未来增速将维持稳定增速，且随着龙头公司不断在工程及零售端发力，通过打造优质产品品牌拉开与其他公司的差距，家居行业集中度有望持续提升。

图表 20. 地产增速放缓，家居行业进入饱和期

	商品房销售面积 (单位: 亿平方米)	商品房销售面积 YOY(%)	GDP YOY(%)	家具制造业收入 (单位: 亿元)	家居制造业 YOY(%)
2000	1.5	27.4	10.7	327.5	23.0
2001	1.8	22.2	10.6	394.5	20.5
2002	2.2	19.6	9.8	481.3	22.0
2003	2.9	28.9	12.9	637.8	32.5
2004	3.4	18.7	17.8	902.1	41.4
2005	5.0	46.6	15.7	1337.1	48.2
2006	5.5	11.8	17.1	1787.9	33.7
2007	7.0	26.5	23.1	2068.4	15.7
2008	5.9	(15.5)	18.2	2535.4	22.6
2009	8.6	45.4	9.2	2911.0	14.8
2010	9.3	8.3	18.2	3793.1	30.3
2011	9.7	3.9	18.4	4992.3	31.6
2012	9.8	1.5	10.4	5438.9	8.9
2013	11.6	17.5	10.1	6462.8	18.8
2014	10.5	(9.1)	8.5	7187.4	11.2
2015	11.2	6.9	7.0	7872.5	9.5
2016	13.8	22.4	8.4	8559.5	8.7
2017	14.5	5.3	11.5	9056.0	5.8
2018	14.8	2.2	10.5	9445.4	4.3
2019	15.0	1.5	7.3	9587.1	1.5
2020	15.5	3.2	3.0	9011.9	(6.0)

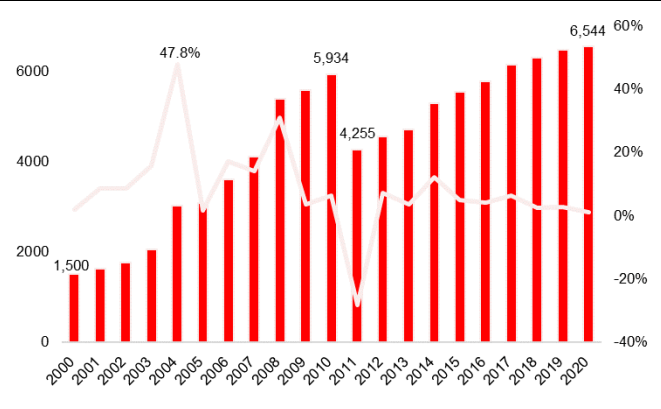
资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 家居行业增速放缓 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 家居行业企业数趋近饱和 (单位: 家)



资料来源: 万得, 中银证券

2.1.2 家居行业结构有望持续优化

家居行业市场集中度较低，定制家居崛起迎来破局机会。家居行业呈现“大行业，小公司”的结构，主要原因是过去家居行业人均消费水平较低尤其是三线以下城市，因此家居行业以手工打制家居和成品家居为主，各地区规模不大的家居公司即可满足当地消费需求。但随着定制家居的兴起，家居行业结构有望持续优化。定制家居根据消费者的个人喜好、房屋空间布局等为其量身定做家居用品，随着消费者消费能力的普遍提升，消费者的需求逐渐以功能性为主的手工打制家居和成品家居提升至定制家居，未来定制家居渗透率有望继续提升，家居行业集中度迎来提升契机。

定制家居龙头公司在产品集中度上取得了较大进展。定制家居近年增速较快，2016-2020 年定制家居行业增速达 21.9%。2015 年厨柜 CR5 为 6.5%，到 2020 年行业 CR5 提高到了 11.1%。衣柜 CR5 在 2015 年时只有 6.8%，在 2020 年达到 14.0%，两种产品的集中度都得到了提升，但未来仍有较大提升空间。随着行业领头公司依靠设计、技术、产业链以及成本优势拉开差距，市场份额将不断向龙头集中，我们预计行业集中度增速将保持。

图表 23. 近年厨柜产品集中度显著提升

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
欧派家居	3.8	4.1	4.9	5.1	4.8	5.0
志邦家居	0.4	1.4	1.7	1.7	1.7	2.1
金牌厨柜	1.4	1.0	1.3	1.4	1.4	1.7
尚品宅配	0.9	1.1	1.4	1.6	1.5	1.4
索菲亚	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7	1.0
CR5 合计	6.5	8.1	9.8	10.4	10.0	11.1

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 24. 近年衣柜产品集中度显著提升

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
索菲亚	3.0	3.7	4.8	5.6	5.0	5.3
欧派家居	1.3	1.9	3.0	3.8	4.2	4.5
尚品宅配	1.6	2.0	2.6	3.1	2.9	2.4
好莱客	1.0	1.3	1.7	1.8	1.6	1.4
金牌厨柜	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4
CR5 合计	6.8	8.9	12.1	14.4	14.0	14.0

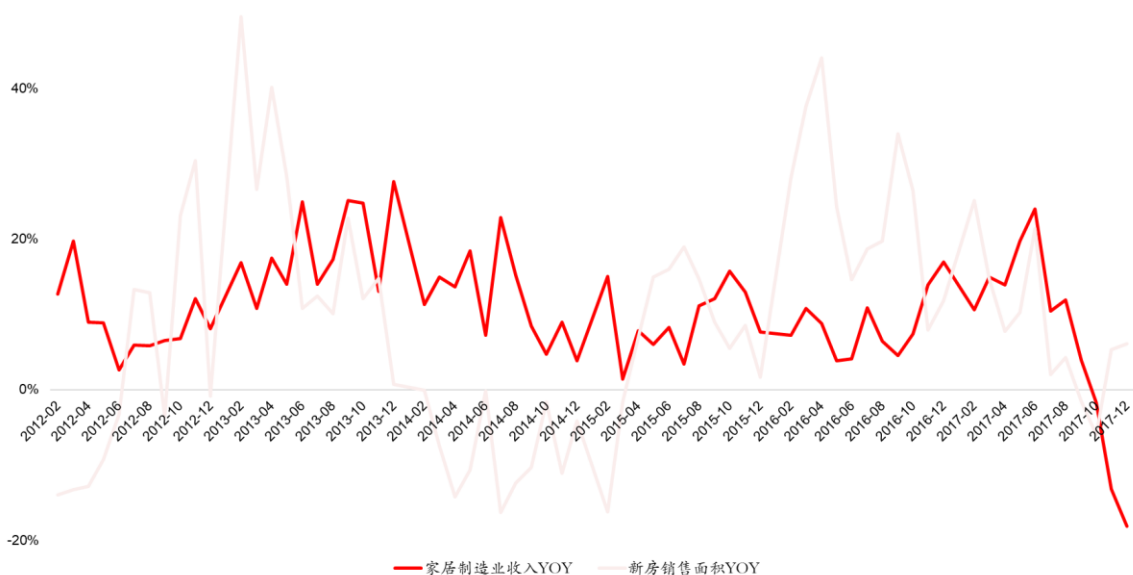
资料来源：公司公告，万得，中银证券

2.2 地产增速放缓，呈现精装和二手房趋势

2.2.1 地产增量趋于稳定，精装比率不断提升

家居与地产增速匹配，地产增量步入稳定期。地产作为家居行业的下游需求端对家居行业业绩有着较大影响。我们通过研究二者关系发现家居行业收入增速与地产增速存在明显的滞后关系，且滞后时间为 14-20 个月，家居行业业绩增速与地产增速呈现高度匹配性。房地产销售类别主要分为比例较大的增量新房和比例较小的存量二手房，近年由于地产需求走弱以及地产商融资趋严新房销售增速放缓，2017-2020 年新房复合增速为 3.0%，新房市场对家居行业的业绩拉动作用逐步减弱。

图表 25. 家居行业收入增速与地产增速存在滞后关系



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 26. 地产增量趋于稳定 (单位: 亿平方米)

	新房销售面积	新房销售面积 YOY(%)
2000	1.5	27.4
2001	1.8	22.2
2002	2.2	19.6
2003	2.9	28.9
2004	3.4	18.7
2005	5.0	46.6
2006	5.5	11.8
2007	7.0	26.5
2008	5.9	(15.5)
2009	8.6	45.4
2010	9.3	8.3
2011	9.7	3.9
2012	9.8	1.5
2013	11.6	17.5
2014	10.5	(9.1)
2015	11.2	6.9
2016	13.8	22.4
2017	14.5	5.3
2018	14.8	2.2
2019	15.0	1.5
2020	15.5	3.2

资料来源: 万得, 中银证券

精装率快速上升, 工程渠道迎发展良机。虽然地产增量趋于稳定, 但内部精装房比率快速上升, 家居公司迎来大力发展工程渠道, 提升整体业绩的良机。根据奥维云网数据, 精装渗透率从 2016 年 12% 提升至 2020 年 31%。从中长期看, 精装渗透率上升将成大趋势, 推动精装房渗透率大幅度提升原因主要有三点:

- 1) **政府的大力推动。**政府长期倡导普及精装修以节约生产材料, 避免二次装修造成破坏结构、浪费和扰民等现象, 并频繁出台政策支持精装修。随着各地分别出台精装修政策落实国家关于家装的要求, 精装修渗透率有望持续提升。

图表 27. 国家政策驱动精装率提升

推出时间	政策名或地名	内容
2011 年	《建筑业发展“十二五”规划》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013 年	《关于加强住宅装修管理的通知》	积极推进成品住宅开发建设工作, 扩大成品住宅建设规模。
2017 年	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年, 新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2020 年	《绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年, 城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达 70%。

资料来源: 住建部, 奥维云网, 中银证券

图表 28. 各地出台精装修政策落实国家精装目标

城市名称	推出时间	相关政策
海南	2016 年 12 月	2017 年 7 月 1 日起，各市县商品住宅项目要全部实行装修。
重庆	2020 年 9 月	对于绿色建筑全装修的设计、施工、材料以及验收环节进行了明确规范。
广东	2017 年 9 月	推进住宅一次性装修到位，鼓励建设单位采用菜单式提供全装修成品房。
辽宁	2017 年 9 月	以沈阳为全省新建住宅全装修重点推进地区，城市中心区新建住宅将全部实行全装修。
上海	2017 年 1 月	2017 年起外环线以内城区精装率应达 100%，除奉贤、金山、崇明区之外，其他地区应达到 50%，奉贤区、金山区、崇明区到 2020 年应达到 50%。
江苏	2021 年 1 月	到 2025 年末，新建成品住房比例达到 50% 以上。
贵州	2021 年 1 月	到 2021 年，贵阳、遵义、安顺试点城市新开工商品住宅中成品住宅比例分别达 40%、50% 和 30%，郊区市（县）比例达到 3%-15%。
宁夏	2021 年 1 月	到 2025 年力争达到 100% 全装修。
河北	2018 年 9 月	力争新建住房全装修比例不低于 60%。
天津	2020 年 9 月	到 2025 年，全市新建住宅 100% 实现全装修交付。

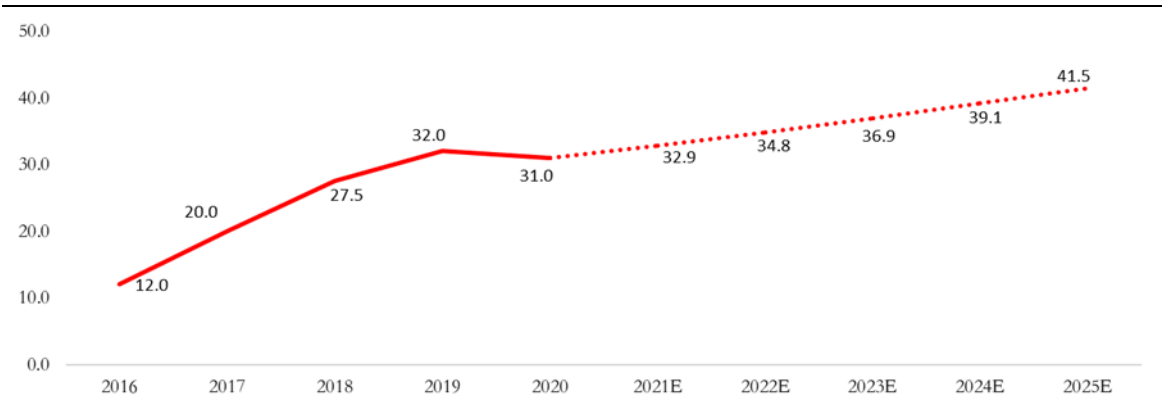
资料来源：住建部，各省份官网，奥维云网，中银证券

2) 房地产商的需求。精装修模式为消费者提供了一体化式的体验，房地产商需要精装修模式以展示服务水平，提升品牌价值。由于家居品类服务链条大多很长，售前服务工作繁重，售后维修周期长。除了进行采购外，部分地产商通过设立子公司的方式，串接地产与精装，实现对产品品质的直接把控，如绿城、碧桂园等都有类似的子公司提供精装业务。

3) 消费者理念转变。随着生活节奏的转变，消费者逐渐追求简洁的生活方式，“拎包入住”成了许多消费者的基本需求，以年轻消费者为代表，线下挑选下单再装修的传统模式越来越少，这一现象在一二线城市尤为明显。

这三种原因共同促进了精装渗透率的提升，根据奥维云网预测，预计在未来精装率增速仍将维持在 6% 左右，预计 2025 年到达 41.5%。

图表 29. 我国精装率呈快速上升趋势 (%)



资料来源：奥维云网，中银证券

精装率的上升为定制家居龙头公司的扩张提供了契机。精装率的快速上升意味着工程端业务规模迅速扩大，为定制家居龙头公司提供了扩张契机。首先定制家居产品的柔性化、个性化特点可以很好地匹配地产商的需求。其次，地产商对定制家居品牌力有着较高要求。家居公司需要先进入地产商的供货品牌库，再参与投标后中标才能开展业务。地产商根据公司品牌力、价格、大宗供货能力、售后服务能力以及资金实力等多维度指标量化评定供货商，一般 1-3 年进行重新筛选，因此定制家居龙头公司争夺优质订单的机会相对更大。

精装率的崛起意味着ToB端将成为家居行业公司的重要收入组成部分,可能对零售端造成一定冲击,但我们认为行业龙头公司依靠和地产商深度合作,加上工程信息化的应用使得工程订单转化速度加快,产品交付数量和交付速度实现质的提升,可以很好地把握精装率上升带来的红利,进一步挤压中小企业在C端的收入,扩大市场份额。

图表 30. 定制家居龙头大宗业务收入规模呈快速增长态势 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020
欧派家居	9.6	14.2	21.6	26.8
yoy(%)		47.0	52.5	24.1
索菲亚	2.8	5.8	9.4	15.1
yoy(%)		106.5	60.9	60.7
好莱客	0.0	0.0	0.1	1.2
yoy(%)		3271.6	795.3	962.5
金牌厨柜	1.2	2.0	5.0	8.9
yoy(%)		63.7	149.3	76.8
志邦家居	4.0	3.9	6.4	11.8
yoy(%)		(1.3)	63.7	83.7

资料来源: 公司公告, 中银证券

2.2.2 二手房趋势凸显

二手房交易量快速增长, 未来有望维持高增速。存量地产交易呈快速上升态势, 二手房与新房比例逐年提升。二手房成交量在近年增速较快, 背后凸显两大原因:

1) 不断涌现的新购房需求。我国城镇化率已达 63.9%, 呈逐年上升态势, 但较日美等发达国家超 80% 的城镇化率仍有差距, 当我国城镇化率达 70% 时, 预计新增城镇人口 1.9 亿, 有望拉动城市住房需求。同时, 2020 年户籍化城镇人口比例只有 45.4%, 意味着城镇中的一部分群体为外地进城务工人员, 大学生等, 预计未来将转化为住房需求, 二手房市场交易量有望迎来活跃期。

图表 31. 二手房占比快速提升 (单位: 万套)

	2017	2018	2019	2020
新房销售套数	1448	1478	1501	1549
二手房销售套数	280	328	519	633
二手房销售套数 yoy(%)	23.5	17.0	58.5	21.9
二手房占新房比例(%)	19.3	22.2	34.6	40.9

资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

图表 32. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
城镇化率(%)	49.7	51.3	52.6	53.7	54.8	56.1	57.4	58.0	59.6	60.6	63.9

资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 33. 2020 年我国城镇化率距日美等国仍有差距

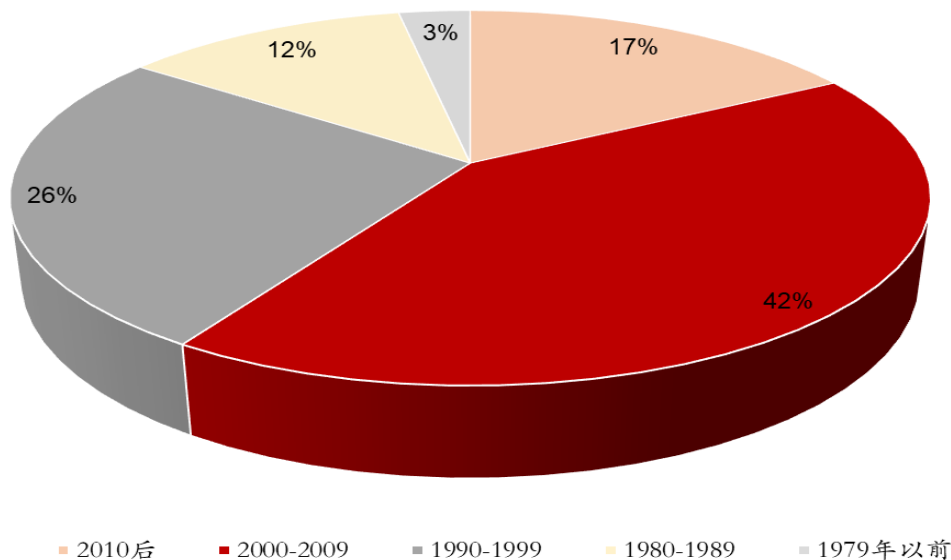
	日本	巴西	英国	美国	法国	中国
城镇化率(%)	92	87	84	82	81	64

资料来源: 世界银行, 中银证券

2) **高速增长期新房产出效应显现。**我国现有存量房可以满足涌现的购房需求，20 年以下房龄的二手房具有配套齐全，设备性能良好等优点，普遍受到购房者青睐。同时，我国存量房大多建于 20 年以内，根据奥维云网数据，2020 年我国存量住房 42% 来自于 2000-2009 年间，17% 来自 2010 年后，对应房地产行业的高速以及平稳增长期。因此未来几年二手房市场需求存在供给支撑，我们预计二手房成交量将维持高速增长。

3)

图表 34. 20 年内房龄为我国存量房主要部分



资料来源：国家统计局，奥维云网，中银证券

2.2.3 家居产品规模较大，未来有望平稳增长

家居行业市场规模有望平稳增长。家居市场整体规模较大，如厨柜、衣柜、木门等产品拥有较大市场空间，未来随着房屋销售数量增加以及产品价格的稳步提升，市场规模有望进一步提升。根据我们测算，2020 年厨衣木门市场空间达 3076.1 亿元，其中厨柜空间为 1213.6 亿元，衣柜空间为 1275.3 亿元，木门空间为 587.2 亿元，预计到 2025 年“厨衣门”市场空间将超过 3900 亿元，其中厨柜空间为 1565.7 亿元，衣柜空间为 1598.1 亿元，木门空间为 757.6 亿元。未来家居行业市场规模有望保持平稳增长。

图表 35. “厨衣门”市场空间测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新房房屋面积 (亿平方米)	14.5	14.8	15.0	15.5	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
yoy(%)	5.3	2.1	1.6	3.2	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
新房平均面积	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
新房套数 (万套)	1448	1478	1501	1549	1600	1600	1600	1600	1600
yoy(%)	5.3	2.1	1.6	3.2	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
二手房套数 (万套)	280	328	520	633	716	780	827	860	877
yoy(%)	23.5	17.0	58.5	21.9	13.0	9.0	6.0	4.0	2.0
二手房占新房比例	19.3	22.2	34.6	40.9	44.7	48.8	51.7	53.8	54.8
新房加二手房套数 (万套)	1729	1805	2021	2182	2316	2380	2427	2460	2477
yoy(%)	7.9	4.5	11.9	8.0	6.1	2.8	2.0	1.4	0.7
市场空间测算									
厨柜:									
出厂单价	6294.8	6221.0	6347.7	5561.2	5839.3	5956.1	6075.2	6196.7	6320.6
yoy(%)	(3.2)	(1.2)	2.0	(12.4)	5.0	2.0	2.0	2.0	2.0
套数/房	1	1	1	1	1	1	1	1	1
出厂总规模 (亿元)	1087.6	1123.1	1282.8	1213.6	1352.2	1417.6	1474.4	1524.4	1565.7
yoy(%)	4.5	3.3	14.2	(5.4)	11.4	4.8	4.0	3.4	2.7
衣柜									
出厂单价	3128.1	3019.3	3031.9	2922.0	3009.6	3084.9	3146.6	3193.8	3225.7
yoy(%)	4.3	(3.5)	0.4	(3.6)	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0
套数	2	2	2	2	2	2	2	2	2
出厂总规模	1081.0	1090.1	1225.4	1275.3	1393.9	1468.5	1527.3	1571.3	1598.1
yoy(%)	12.5	0.8	12.4	4.1	9.3	5.4	4.0	2.9	1.7
木门									
出厂单价	768.0	870.1	849.7	768.8	807.2	823.4	839.8	856.6	873.7
yoy(%)	(36.0)	13.3	(2.3)	(9.5)	5.0	2.0	2.0	2.0	2.0
套数	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
出厂总规模(亿元)	464.4	549.8	601.0	587.2	654.2	685.9	713.4	737.5	757.6
yoy	(31.0)	18.4	9.3	(2.3)	11.4	4.8	4.0	3.4	2.7

资料来源: 万德, 中银证券

2.3 多品类与整装趋势显现, 定制龙头有望破局

2.3.1 定制化趋势显现, 渗透率不断提升

定制家居顺应时代潮流, 渗透率有望持续提升。定制家居包括柜类、木门、卫浴等多种产品。相比传统的成品家居和手工打制家居, 定制家居的优势主要在于:

1) 节省房屋空间, 给予消费者更多的选择权。随着消费升级趋势显现, 消费者从追求基本功能和质量的基础上进一步升级为追求个性化和体验感。而定制家居根据消费者的个人喜好、房屋空间布局等为其量身定做个性化家具用品, 很好的匹配了消费升级趋势。

2) 具有以销定产的特点, 减小库存压力。定制家居采用柔性生产方式, 即根据市场需求确定生产数量, 避免了大量库存带来的压力, 这种“以销定产”的模式加快家居公司资金周转, 从而使其更好地拓展业务。同时, 柔性生产方式倒逼公司提升运营效率与服务质量, 很好地推动了行业的发展。

定制家居渗透率有望持续提升。虽然定制家居对于消费者和生产商都有一定优势, 且近年定制家居行业保持高速增长, 然而由于价格相对较高, 我国定制家居渗透率仍处较低水平。未来随着我国家居行业人均消费水平持续提升, 定制家居渗透率有望保持稳步增长。

图表 36. 定制家居行业公司增速显著高于家居行业增速

(%)	2016	2017	2018	2019	2020
家居行业收入增速	22.4	5.3	2.2	1.5	3.2
欧派家居收入增速	26.6	36.2	18.5	18.0	8.5
索菲亚收入增速	41.9	35.7	18.8	5.2	8.8
志邦家居收入增速	34.8	39.1	12.6	21.7	27.9
金牌厨柜收入增速	40.0	31.6	18.7	25.2	24.3
好莱客收入增速	32.4	30.0	14.5	4.3	(1.9)
皮阿诺收入增速	23.1	31.1	34.3	32.5	1.5

资料来源：公司公告，万得，中银证券

2.3.2 产品类别丰富化，价格带逐渐拓宽

行业内公司均陆续推出新品类新品牌，抢占市场份额。随着消费者消费水平以及意识的改变，多品类的推出是大势所趋，龙头公司依托渠道品牌优势，后端工厂打造多元产品矩阵，覆盖各个需求端消费者人群。自此，市场份额之争进入了白热化阶段。行业内龙头公司在 2015 年后纷纷推出新品类，覆盖“厨衣浴门”类别，然后在“厨衣浴门”基础上继续推出新品牌以覆盖所有消费群体。龙头公司的全品类以及全消费群体覆盖的趋势将进一步压缩中小企业的生存空间，扩大自身市场占有率。

图表 37. 定制家居龙头企业各品类占比趋于均衡

公司	产品类别	2016	2017	2018	2019	2020
欧派家居(%)	厨柜	61.2	55.1	50.1	45.8	41.1
	衣柜	28.3	33.9	36.0	38.2	39.2
	卫浴	3.4	3.1	3.9	4.6	5.0
	木门	2.9	3.3	4.1	4.4	5.2
索菲亚(%)	厨柜	9.1	9.6	9.7	11.1	14.5
	衣柜	86.7	83.7	82.9	80.3	80.2
	木门	0.0	1.2	2.2	2.4	3.5
好莱客(%)	厨柜	0.0	0.0	1.2	3.1	6.3
	衣柜	98.8	96.2	93.1	87.1	80.3
	木门	0.0	0.0	0.3	1.7	5.1
金牌厨柜(%)	厨柜	97.5	96.1	90.2	83.8	78.5
	衣柜	0.0	1.6	8.1	14.4	18.9
	木门	0.0	0.0	0.0	0.4	0.9
志邦家居(%)	厨柜	96.2	87.0	79.3	71.5	65.1
	衣柜	0.0	10.4	17.7	24.8	29.7
	木门	0.0	0.0	0.3	0.9	1.1

资料来源：公司公告，中银证券

2.3.3 整装大家居趋势兴起，龙头加速扩大优势

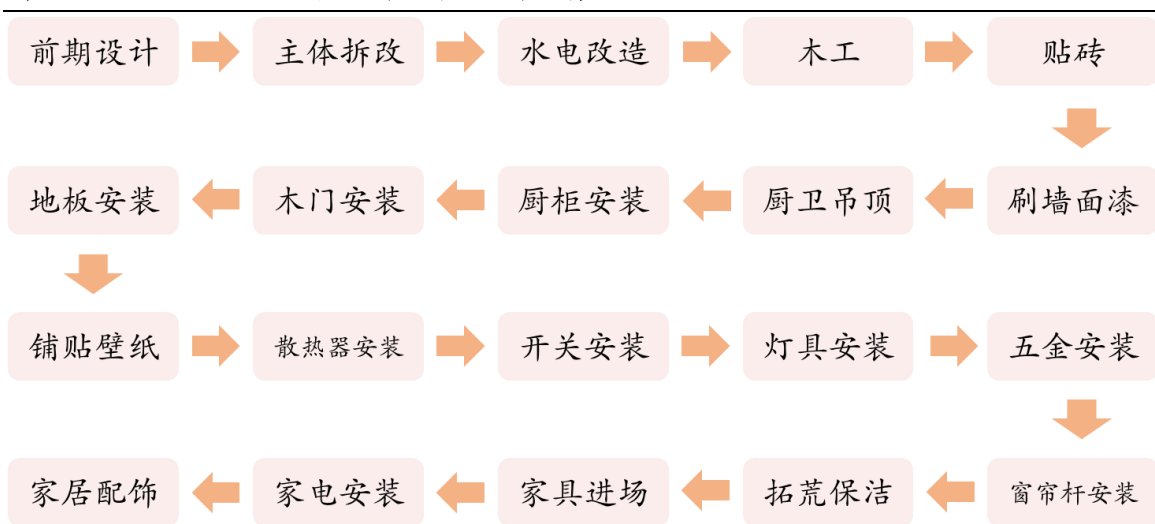
整装大家居模式是行业技术水平提升的重要体现。整装大家居模式在近年兴起，不仅顺应了行业的发展趋势，并且很好的适配了二手房趋势。整装大家居采用全产业链发展模式，涵盖了主辅材、家居软饰的全案以及家电家纺等组成部分，对公司的供应链建设，运营效率以及设计水平提出了较高要求，而中小家居公司由于资金与供应链限制无法拓展整装业务，因此行业内大公司市占率份额提升逻辑显现。定制家居龙头公司未来将加大整装业务投入，参与完整产业链，提供一条龙式家装服务，最终有望通过增大自身产品品牌曝光度助力零售渠道增长，扩大市场份额。

图表 38. 定制家居龙头积极布局整装业务

定制家居巨头	布局
欧派家居	欧派整装大家居
尚品宅配	圣诞鸟
索菲亚	签约圣都家装
志邦家居	签约沪尚茗居
金牌厨柜	桔家云
好莱客	好莱客艺术整装
皮阿诺	米拉拉整装

资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 定制龙头公司逐渐从软装拓展至整装业务



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

3. 厨衣木门协同发展，大宗业务快速增长

3.1 经销商质量优化，明星厨柜再加速

3.1.1 行业领先地位，收入稳健增长

公司打造了行业内领先厨柜品牌。公司深耕厨柜业务多年，在设计、用材、工艺等方面都有深厚积淀，这使得公司厨柜业务品牌力以及规模达到行业领先地位。公司聘请资深设计师设计简约、中式、欧式等多种风格以适应不同消费需求，并推出双饰面、烤漆、实木等不同材质的厨柜产品覆盖不同消费能力的消费者。此外，公司厨柜产品台面普遍宽于竞争对手，且在防水、防尘等细节上不断优化。2020年厨柜业务收入达20.7亿元，同比增长16.4%，厨柜收入规模位于行业第三。

图表 40. 公司具备多风格厨柜产品系列

产品	风格	产品图示	系列数量
定制厨柜	现代简约		42种
定制厨柜	意式极简		3种
定制厨柜	东方轻奢		6种
定制厨柜	新中式		7种
定制厨柜	北欧		12种

资料来源：公司官网，中银证券

公司厨柜业务收入稳健增长，增速处于行业前列。2017-2020年公司厨柜业务收入从13.9亿元上升至20.7亿元，复合增速达18.0%，高于志邦家居等同期级别公司收入水平。在地产红利消退叠加疫情影响下，厨柜业务规模仍保持快速增长的主要原因是厨柜经销商门店数量保持快速增长。经销商门店从2017年1130家上升至2020年1554家。同时，公司依托高品质厨柜和柔性化生产大力发展大宗业务，2020年厨柜大宗业务收入规模为8.1亿元，同比增长71.2%。公司厨柜业务依靠零售和工程渠道的双轮驱动不断拓展。

图表 41. 公司厨柜经销商门店数量快速增长 (单位: 家)

	2017	2018	2019	2020
门店数量	1130	1413	1510	1554
净增门店		283	97	44

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 42. 公司厨柜业务收入规模位列行业前列 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020
金牌厨柜	13.9	15.4	17.8	20.7
yoy(%)	29.4	10.8	16.0	16.4
欧派家居	53.5	57.7	61.9	60.6
yoy(%)	22.5	7.7	7.4	-2.1
志邦家居	18.8	19.3	21.2	25.0
yoy(%)	24.3	2.8	9.8	18.0
索菲亚	5.9	7.1	8.5	12.1
yoy(%)	42.9	20.0	20.1	42.3
皮阿诺	6.2	7.9	10.4	10.4
yoy(%)	21.5	27.6	32.2	0.2

资料来源: 公司公告, 中银证券

3.1.2 加强经销商管理, 零售端有望反弹

公司加大经销商管理投入, 厨柜业务零售端有望迎来高速增长。经历 2020 年疫情后, 公司决心大力投入整顿经销商, 加大门店优化比例, 对于不达标的经销商公司采取不续约等调整措施, 尽可能的为有布局、有团队、有投入的经销商提供资源。**公司的目标是保证质量的情况下尽可能提升经销商数量, 进而更密集地布局门店。**2020 年公司关闭门店/总门店比例提升至 6.0%, 远高于 19 年 0.6%。目前公司经销商门店收入主要来自三线及以下城市, 但公司在 2021 年着手补贴一二线城市经销商, 并协助他们在当地加密门店, 未来一二线城市门店及收入比例有望提升。

目前公司厨柜经销商门店数量为 1668 家, 对比欧派厨柜超 2400 家仍有较大发展空间, 未来在公司拓展三线及以下城市门店和加密一二线城市门店下, 经销商门店数量有望继续快速上涨, 厨柜业务零售端收入规模有望步入快车道。

图表 43. 2020 年厨柜领先公司经销商门店数量变化情况

	2018	2019	2020	2021H1
期初门店	1130	1413	1510	1554
新开门店	287	154	135	-
关闭门店	4	8	91	-
净增门店	283	146	44	114
期末门店	1413	1559	1554	1668
关闭门店/总门店 (%)	0.4	0.6	6.0	-

资料来源: 公司公告, 中银证券

3.2 依托厨柜拓展产品矩阵, 衣柜领衔有望量价齐升

3.2.1 扩类战略推进, 衣柜业绩亮眼

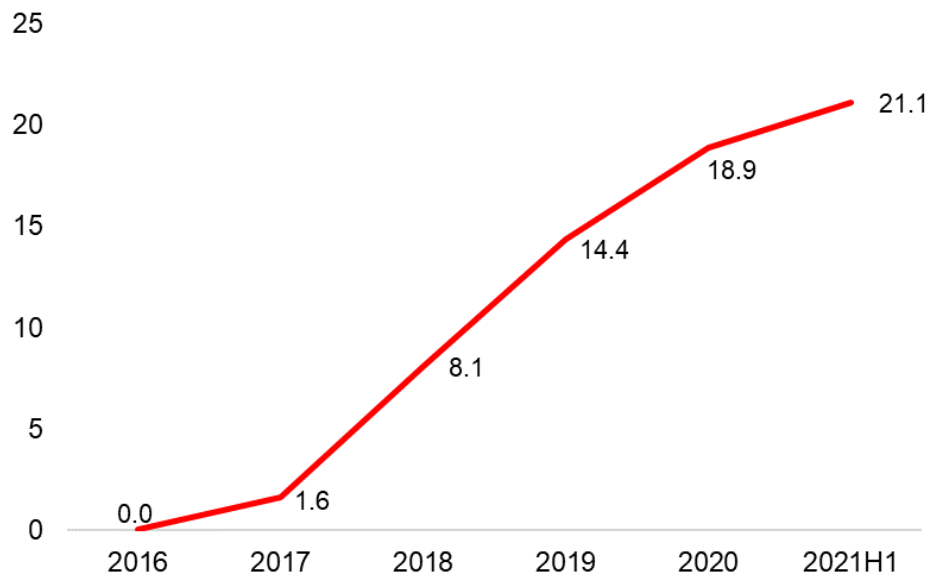
衣柜业务成为公司业绩新增长点。打造厨柜明星产品后, 公司顺应行业潮流, 依托渠道优势拓展产品矩阵, 抢占市场份额, 其中衣柜规模最为可观。2017 年公司推出桔家衣柜, 并在 2021 年更名为金牌衣柜, 优享厨柜强大的品牌力。衣柜业务继承了厨柜业务的优秀基因, 同时使公司具备为消费者提供整体化解决方案的能力。在公司品牌影响下, 衣柜业务规模高速增长, 2020 年衣柜业务销售收入规模达 5.0 亿元, 同比增长 63.5%, 占比 19.2%, 成为公司业绩新增长点。

图表 44. 公司具备多风格衣柜产品系列

产品	风格	产品图示	系列数量
定制衣柜	简欧		7 种
定制衣柜	现代简约		20 种
定制衣柜	北欧		12 种
定制衣柜	新中式		16 种
定制衣柜	乡村		2 种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 45. 衣柜业务收入占比快速提升 (%)



资料来源：公司公告，中银证券

3.2.2 渠道空间广阔，衣柜持续放量

衣柜经销商门店有望保持高速增长态势。2020年公司衣柜业务收入规模为5.0亿元，同行业竞争对手欧派家居、索菲亚、志邦家居等衣柜收入规模均高于5.0亿元，且在超过5.0亿规模后仍能维持较快增长，因此我们预计在未来三年里公司衣柜业务仍能维持较快增长。衣柜经销商门店从2017年120家提升到2020年722家，平均每年上升约200家，仍然处于起步阶段，对比索菲亚衣柜超2700家门店仍有较大空间。随着公司继续拓展零售门店数量，衣柜业务有望保持高速放量态势。

图表 46. 公司衣柜门店数量快速增长（单位：家）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
金牌厨柜							120	337	520	722
增长								217	183	202
欧派家居				767	894	1394	1842	2113	2144	2124
增长					127	500	448	271	31	-20
索菲亚	800	1000	1200	1450	1600	1900	2200	2510	2501	2719
增长	218	200	200	250	150	300	300	310	-9	218
志邦家居						153	395	726	1078	1366
增长							242	331	352	288

资料来源：公司公告，中银证券

3.2.3 品牌力迎头赶上，单店额持续提升

衣柜品牌力和产品质量逐步提升，单店收入持续上涨。由于衣柜业务起步较晚，品牌力及产品品质短时间内无法达到厨柜业务的水平，但随着公司对衣柜业务持续投入，消费者对衣柜产品的接受度逐渐提升。衣柜单店收入从2017年的19.8万元上升至2020年69.1万元，复合增长率为51.7%。随着公司进一步优化经销商质量，提升终端运营能力以及增强衣柜品牌力与产品质量，衣柜业务单店收入有望维持快速增长势头。综合来看，衣柜业务零售端有望实现门店数量和单店收入的双重增长。

图表 47. 公司衣柜业务单店收入迅速提升（单位：万元）

	2017	2018	2019	2020
单店收入	19.8	40.9	58.7	69.1
yoy(%)		106.6	43.5	17.7

资料来源：公司公告，中银证券

3.2.4 木门业务兴起，份额快速提升

木门业务规模有望维持高增速。公司近三年大力拓展木门业务，主要定位于轻整装战略，公司以木门为核心产品，增加背景墙、无醛石晶地板、铝合金门窗、灯光系统等配套产品，丰富经营品类，为用户提供全屋空间系统解决方案。2021年公司将木门改名为金牌木门，使其同样优享厨柜强大品牌力。2020年公司木门业务收入2454万元，同比增长222.6%，对比欧派家居7.7亿木门业务规模仍处于起步阶段。随着公司扩大门店面积，加强木门与厨柜衣柜的联动，同时加大木门产品在工程渠道中的份额，木门有望维持高速增长态势。

图表 48. 公司具备多风格木门产品系列

产品	风格	产品图示	系列数量
定制木门	现代简约		2 种
定制木门	北欧		4 种
定制木门	新中式		5 种
定制木门	简欧		5 种
定制木门	乡村新经典		3 种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 49. 公司木门业务仍处起步阶段（单位：亿元）

	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌厨柜
木门业务收入	7.7	2.9	0.4	0.2
木门业务占比(%)	5.2	3.5	1.1	0.9

资料来源：公司公告，中银证券

3.3 销售渠道多轮驱动，大宗业务快速增长

大宗业务有望助力公司市场份额达到新高度。公司采用多渠道布局，除零售渠道外公司大力发展大宗业务。大宗业务在近三年兴起，是零售渠道外的重要补充，公司提早布局，凭借优质品牌及柔性化生产工艺抢占大宗业务市场份额，目前已与万科、绿城、阳光城等 65 家房地产企业签订战略集采协议。2020 年，公司大宗业务收入为 8.9 亿元，占比 33.8%，同比增长 76.8%，对比行业内其他公司，公司大宗业务占比处于较高水平。

图表 50. 2020 行业领先公司大宗业务收入及占比（单位：亿元）

	金牌厨柜	欧派家居	索菲亚	志邦家居	好莱客
大宗业务收入	8.9	26.8	15.1	11.7	1.2
大宗业务占比(%)	33.8	18.5	18.1	30.6	5.8

资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 金牌厨柜合作地产商

万科	融创	绿地	中海
新城	华润	龙湖	阳光城
绿城	金茂	建发	

资料来源：公司公告，中银证券

衣柜木门加速导入，大宗业务有望维持高增速。未来公司大宗业务有望维持高增速，首先随着精装趋势愈发清晰，大宗业务红利逐渐释放，公司凭借自身品牌力以及提前的布局有望优享渠道红利。同时，目前公司大宗业务中厨柜产品占比较高，2020年厨柜大宗业务收入占工程渠道收入的90.5%，随着未来衣柜与木门业务品牌以及产品品质不断提升，衣柜木门在工程渠道中占比有望逐步提升，对大宗业务整体规模有一定推动作用。总体来说，大宗业务红利释放叠加衣柜木门在工程渠道中的加速导入使得大宗业务规模有望维持高速增长，为总体业绩增长提供动力。

4. 盈利预测与估值讨论

厨柜业务：公司厨柜业务收入主要由零售端收入和大宗业务收入组成，随着公司经销商管理的改善以及公司在大宗业务的布局，预计 2021-2023 年收入分别为 26.3/31.8/36.4 亿元，同比增长 26.8%/21.2%/14.3%。

衣柜业务：公司衣柜业务于 2021 年上半年改名为金牌衣柜，有望依托厨柜品牌提升产品接受度。由于衣柜业务处于起步阶段，开店空间大，预计 2021-2023 年收入分别为 7.8/11.5/16.0 亿元，同比增长 56.5%/46.7%/30.1%。

木门业务：公司木门业务于 2021 年上半年改名为金牌木门，有望依托厨柜品牌提升产品接受度。由于木门业务刚刚成立，未来有望保持高速增长，预计 2021-2023 年收入分别为 1.0/1.8/2.9 亿元，同比增长 311.8%/82.0%/56.8%。

其他主营收入：我们保守假设未来三年其他主营收入维持 2020 年水平。

图表 52. 公司收入拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	20.9	26.0	35.2	45.2	55.4
yoy(%)	25.2	24.3	35.1	28.6	22.5
厨柜	17.8	20.7	26.3	31.8	36.4
yoy(%)	16.0	16.4	26.8	21.2	14.3
其中：厨柜零售	13.1	12.7	14.6	16.4	18.2
yoy(%)	(2.5)	(3.4)	15.1	12.5	10.9
其中：厨柜大宗	4.7	8.1	11.7	15.5	18.2
yoy(%)	145.2	71.2	45.0	32.0	18.0
衣柜	3.1	5.0	7.8	11.5	16.0
yoy(%)	121.4	63.5	56.5	46.7	39.7
其中：衣柜零售	2.7	4.1	6.3	8.9	11.9
yoy(%)	112.9	52.1	51.7	41.1	33.8
其中：衣柜大宗	0.3	0.8	1.5	2.6	4.2
yoy(%)	229.1	157.9	80.0	70.0	60.0
木门	0.1	0.2	1.0	1.8	2.9
yoy(%)	4144.9	222.6	311.8	82.0	56.8
其他主营收入	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy(%)	0.0	1773.8	0.0	0.0	0.0

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着大宗业务占比继续增加，以及行业竞争加剧，公司毛利率或继续小幅度下滑，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 31.3%/30.5%/30.2%。

费用率：公司总费用率呈逐年下降态势，其中销售费用率与管理费用率均有所改善，预计未来保持优化趋势，由于公司重视产品研发，研发费用率上升，预计未来仍将保持上涨趋势。我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 10.5%/9.5%/8.8%，管理费用率为 4.8%/4.5%/4.2%，研发费用率为 5.5%/5.6%/5.8%，总费用率为 20.4%/19.3%/18.5%，呈逐年改善趋势。

综合来看，预计公司 2021-2023 年营收分别为 35.5/45.6/55.7 亿元，同比增长 35.1%/28.6%/22.5%；归母净利润为 3.7/4.7/6.0 亿元，同比增长 27.1%/28.0%/26.1%。

图表 53. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	21.3	26.4	35.5	45.6	55.7
yoy(%)	25.2	24.3	35.1	28.6	22.5
毛利率 (%)	35.8	32.7	31.3	30.5	30.2
费用率 (%)	24.6	21.7	20.4	19.3	18.5
销售费用率 (%)	15.9	11.8	10.5	9.5	8.8
管理费用率 (%)	3.9	5.1	4.8	4.5	4.2
研发费用率 (%)	4.9	5.1	5.5	5.6	5.8
财务费用率 (%)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
营业利润率 (%)	12.9	12.4	11.7	11.7	12.1
所得税率 (%)	12.0	11.9	11.9	11.9	11.9
净利润 (亿元)	2.4	2.9	3.7	4.7	6.0
yoy(%)	15.4	20.7	27.1	28.0	26.1
净利润率 (%)	11.4	11.0	10.4	10.4	10.7
EPS (摊薄)	3.61	2.83	2.41	3.08	3.89

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

我们选取国内定制家居企业作为其可比公司, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 12.6/9.8/7.8 倍。对比行业平均值 14.6/11.9/9.9, 考虑到公司未来营业收入有望实现高速增长, 盈利能力不断增强, 高于行业平均水平。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 54. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同比增速 (%)				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
欧派家居	300957.SZ	130.87	20.6	26.8	32.6	38.7	12.1	29.9	21.6	18.7	39.2	29.8	24.5	20.6
索菲亚	600315.SH	16.63	11.9	13.9	16.4	19.2	10.7	16.5	18.4	16.8	19.8	10.9	9.2	7.9
尚品宅配	603983.SH	44.26	1.0	4.8	5.7	6.7	(80.8)	370.9	19.6	17.2	156.1	18.4	15.4	13.1
志邦家居	300740.SZ	21.22	4.0	5.2	6.5	8.0	20.0	31.6	24.4	23.0	19.5	12.7	10.2	8.3
好莱客	603898.SH	11.43	2.8	3.9	4.6	5.4	(24.3)	41.3	17.6	16.9	18.2	9.1	7.8	6.6
皮阿诺	002853.SZ	15.36	2.0	2.7	3.5	4.3	12.4	36.5	29.2	24.8	19.3	10.7	8.3	6.6
我乐家居	603326.SH	9.96	2.2	2.6	3.3	4.1	42.6	19.1	25.0	25.1	12.9	12.3	9.8	7.8
行业平均			5.9	8.0	9.7	11.5	1.7	71.7	22.9	20.9	37.8	14.6	11.9	9.9
金牌厨柜	603180.SH	30.28	2.9	3.7	4.7	6.0	20.7	27.1	28.0	26.1	17.6	12.6	9.8	7.8

资料来源: 万得, 中银证券, 金牌厨柜采用预测数据, 其余公司盈利预测皆来自万得预期。

注: 股价及PE均对应9月30日收盘数据

风险提示

行业竞争加剧：2021 年 H1 定制家居行业内公司在大宗业务中竞争激烈，若之后竞争加剧，可能进一步对公司毛利率与净利率产生影响。

原材料价格波动：原材料为公司成本主要组成部分，若未来产生波动，可能对公司毛利率产生一定影响。

新品拓展不达预期：衣柜等业务为公司第二成长曲线，若未来发展不及预期，可能对公司收入增长带来直接影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,125	2,640	3,553	4,558	5,574
销售成本	(1,378)	(1,793)	(2,464)	(3,197)	(3,924)
经营费用	(359)	(378)	(414)	(469)	(510)
息税折旧前利润	388	469	675	891	1,140
折旧及摊销	(65)	(75)	(137)	(177)	(224)
经营利润(息税前利润)	323	394	538	714	916
净利息收入/(费用)	2	(0)	(0)	(1)	(1)
其他收益/(损失)	53	60	61	60	58
税前利润	275	331	420	538	678
所得税	(33)	(39)	(50)	(64)	(81)
少数股东权益	0	1	2	2	3
净利润	242	290	369	472	595
核心净利润	244	295	374	477	601
每股收益(人民币)	3.61	2.83	2.41	3.08	3.89
核心每股收益(人民币)	3.62	2.86	2.42	3.09	3.89
每股股息(人民币)	0.89	0.82	0.60	0.77	0.97
收入增长(%)	25	24	35	28	22
息税前利润增长(%)	25	22	37	33	28
息税折旧前利润增长(%)	25	21	44	32	28
每股收益增长(%)	15	(22)	(15)	28	26
核心每股收益增长(%)	16	(21)	(15)	28	26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	275	331	420	538	678
折旧与摊销	65	75	137	177	224
净利息费用	3	8	10	13	18
运营资本变动	92	291	316	263	194
税金	(34)	(41)	(52)	(66)	(83)
其他经营现金流	1	9	(101)	(124)	(148)
经营活动产生的现金流	402	673	731	802	882
购买固定资产净值	(93)	(206)	(261)	(339)	(440)
投资减少/增加	16	23	23	23	23
其他投资现金流	(402)	(689)	(732)	(771)	(810)
投资活动产生的现金流	(479)	(872)	(970)	(1,087)	(1,227)
净增权益	468	141	(207)	(205)	(264)
净增债务	55	78	0	0	0
支付股息	60	84	93	119	150
其他融资现金流	(208)	(242)	156	119	138
融资活动产生的现金流	348	42	383	389	461
现金变动	271	(157)	145	104	116
期初现金	364	662	468	612	716
公司自由现金流	(73)	(191)	(229)	(272)	(329)
权益自由现金流	(18)	(115)	(231)	(274)	(332)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	662	468	612	716	832
应收帐款	93	134	136	142	146
库存	243	299	302	335	367
其他流动资产	23	54	60	67	70
流动资产总计	1,528	1,884	2,511	2,733	2,837
固定资产	22	35	46	60	78
无形资产	124	125	126	128	130
其他长期资产	46	48	63	80	98
长期资产总计	1,148	1,602	1,663	2,121	2,710
总资产	2,676	3,486	4,174	4,853	5,547
应付帐款	571	781	1,028	1,211	1,425
短期债务	55	133	133	133	133
其他流动负债	477	676	755	882	901
流动负债总计	1,103	1,589	1,916	2,226	2,459
长期借款	323	0	0	0	0
其他长期负债	37	63	63	63	63
股本	67	103	154	154	154
储备	1,138	1,741	2,033	2,402	2,864
股东权益	1,214	1,834	2,195	2,564	3,026
少数股东权益	3	8	8	8	8
总负债及权益	2,676	3,486	4,174	4,853	5,547
每股帐面价值(人民币)	18.06	17.76	14.22	16.61	19.60
每股有形资产(人民币)	15.74	16.08	13.06	15.29	18.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.03)	(3.24)	(3.11)	(3.78)	(4.53)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.3	17.8	19.0	19.6	20.5
息税前利润率(%)	15.2	14.9	15.1	15.7	16.4
税前利润率(%)	12.9	12.5	11.8	11.8	12.2
净利率(%)	11.4	11.0	10.4	10.4	10.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	483.4	312.5	328.4	335.3	330.7
速动比率(倍)	1.2	1.0	1.2	1.1	1.0
估值					
市盈率(倍)	8.9	11.4	12.6	9.8	7.8
核心业务市盈率(倍)	8.9	11.2	12.5	9.7	7.7
市净率(倍)	1.8	1.8	2.3	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	5.4	4.9	6.8	6.2	5.6
企业价值/息税折旧前利	11.2	9.9	6.6	4.9	3.7
周转率					
存货周转天数	91.9	88.6	80.2	77.8	73.4
应收帐款周转天数	40.2	42.2	41.7	35.9	33.7
应付帐款周转天数	49.1	54.1	53.0	48.7	46.8
回报率					
股息支付率(%)	24.7	29.1	25.2	25.2	25.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371