

603801.SH
买入

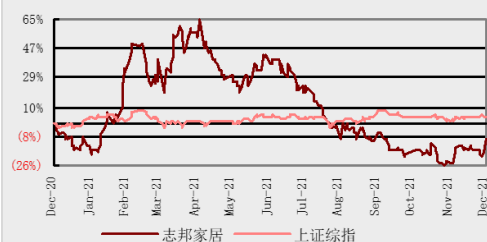
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 23.79

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	4.6	17.4	(4.4)	(9.7)
相对上证指数	2.0	15.5	(2.2)	(14.9)

发行股数(百万)	312
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	7,430
3个月日均交易额(人民币 百万)	80
主要股东(%)	
孙志勇	21

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年12月7日收市价为标准

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

志邦家居

推进大家居战略, 定制龙头志存高远

在地产增速放缓背景下, 家居行业竞争格局不断优化, 公司基本面情况优异, 依托产品及渠道优势不断扩大市场份额。未来在持续拓店, 优化经销商, 发展工程及整装业务下, 业绩有望维持高速增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **立足厨柜业务, 拓展产品渠道。**公司以厨柜业务起家, 分别于2015年和2018年进军衣柜和木门业务。衣柜木门发展迅速, 近两年厨柜/衣柜/木门收入CAGR为13.8%/62.9%/136.0%。同时, 公司发力大宗业务及整装业务, 近两年大宗业务CAGR为73.4%, 整装业务同比增长238.7%, 推动公司收入提速, 2020年公司收入依靠衣柜业务和工程渠道实现了29.7%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, 地产行业呈现精装房和二手房两大趋势, 公司依托柔性化、个性化生产以及提前布局有望持续享有红利。2) 从家居行业看, 定制家居通过满足消费者个性化需求提升渗透率。同时, 定制家居龙头公司通过多品类拓展以及供应链建设顺应整装业务趋势, 匹配消费者需求, 提升市场份额。定制家居行业格局有望持续优化。
- **多品类协同发展, 大宗整装高速放量。**从零售端看, 公司立足厨柜发力衣柜木门业务, 推进大家居战略, 在优化经销商质量的同时持续拓展终端门店数量, 提升单店收入。随着整装业务逐步释放业绩, 零售渠道有望迎来助力。从工程端看, 公司与保利等多家优质地产商达成战略合作, 2020年公司大宗业务收入11.8亿, 同比增长83.9%, 占比提升至30.6%, 未来有望依靠渠道红利以及衣柜等产品加速导入维持工程渠道高增速。

估值

- 预计公司2021-2023年营收分别为49.3/61.0/72.4亿元, 归母净利润为5.0/6.3/7.5亿元, 对应PE分别为15/12/10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, 给予买入评级。

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)	2,962	3,840	4,925	6,101	7,240
变动(%)	22	30	28	24	19
净利润(人民币 百万)	329	395	504	630	750
全面摊薄每股收益(人民币)	1.48	1.77	1.61	2.01	2.40
变动(%)	(13.5)	20.0	(8.9)	24.8	19.2
全面摊薄市盈率(倍)	16	13	15	12	10
价格/每股现金流量(倍)	15.4	8.2	10.8	9.9	7.4
每股现金流量(人民币)	1.54	2.91	2.19	2.40	3.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	9.2	7.2	5.5	4.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1. 立足厨柜业务，布局多元产品渠道	5
1.1 立足厨柜业务，拓展产品渠道.....	5
1.2 股权结构集中稳定，股权激励业绩增长.....	6
1.3 从深耕厨柜业务到全品类高速发展.....	8
1.4 积极扩建产能，拓展发展空间.....	9
1.5 新品类渠道提振收入，盈利能力维持稳定.....	9
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.....	12
2.2 精装和二手房趋势显现，厨衣木门规模稳健增长.....	13
2.3 多品类与整装趋势显现，定制龙头有望破局.....	16
3. 多品类协同发展，大宗整装高速放量	20
3.1 零售渠道持续下沉，厨柜业务再加速.....	20
3.2 依托厨柜拓展产品矩阵，衣柜领衔有望维持高速放量.....	21
3.3 大宗业务高速增长，整装渠道加快布局.....	24
4. 盈利预测与估值讨论	26
风险提示	28

图表目录

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. 公司新品类高速增长 (单位: 亿元)	6
图表 4. 公司采用多渠道战略保障长期成长动力 (单位: 亿元)	6
图表 5. 公司股权结构集中	7
图表 6. 公司高管拥有丰富行业经验	7
图表 7. 公司发布股权激励绑定核心人员	8
图表 8. 股权激励目标完成情况较好 (单位: 亿元)	8
图表 9. 公司历经二十多年发展至定制家居上市龙头之一	8
图表 10. 公司积极扩建厂房匹配扩张需求 (单位: 万平方米)	9
图表 11. 公司销售收入保持高速增长态势 (单位: 亿元)	9
图表 12. 零售渠道收入增速及占比呈下降趋势 (单位: 亿元)	10
图表 13. 大宗业务收入增速及占比快速上升 (单位: 亿元)	10
图表 14. 公司新品毛利率有望逐步提升	10
图表 15. 2021 年前三季度毛利率同比略有下滑	10
图表 16. 公司净利润维持较高增速, 净利率保持稳定 (单位: 亿元)	10
图表 17. 公司近两年优化销售管理费用率, 加大研发投入	11
图表 18. 地产增速放缓, 家居行业规模趋稳	12
图表 19. 家居行业收入增速与地产增速存在滞后关系	12
图表 20. 家居行业增速放缓 (单位: 亿元)	13
图表 21. 家居行业企业数趋近饱和 (单位: 家)	13
图表 22. 国家政策驱动精装率提升	13
图表 23. 各地出台精装修政策落实国家精装目标	13
图表 24. 我国精装率呈快速上升趋势 (%)	14
图表 25. 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)	14
图表 26. 二手房占比快速提升 (单位: 万套)	15
图表 27. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势	15
图表 28. 2020 年我国城镇化率距日美等国仍有差距	15
图表 29. 20 年内房龄为我国存量房主要部分	15
图表 30. “厨衣门”市场空间测算	16
图表 31. 定制家居行业公司增速显著高于家居行业增速	17
图表 32. 近年厨柜产品集中度显著提升	17

图表 33. 近年衣柜产品集中度显著提升	17
图表 34. 定制家居龙头企业各品类占比趋于均衡	18
图表 35. 定制家居龙头积极布局整装业务	18
图表 36. 定制龙头公司逐渐从软装拓展至整装业务	19
图表 37. 公司具备多风格材质厨柜产品	20
图表 38. 公司厨柜业务收入规模位列行业第二（单位：亿元）	20
图表 39. 2020 年厨柜领先公司经销商门店数量变化情况	21
图表 40. 公司积极下沉渠道，五六线城市收入占比上升	21
图表 41. 厨柜经销门店数量快速上升（单位：家）	21
图表 42. 公司具备多风格衣柜产品	22
图表 43. 衣柜业务收入及占比快速提升（单位：亿元）	22
图表 44. 公司衣柜门店处于快速复制阶段	22
图表 45. 公司衣柜业务单店收入迅速提升（单位：万元）	23
图表 46. 公司具备多风格木门产品系列	23
图表 47. 公司木门业务仍处起步阶段（单位：亿元）	24
图表 48. 公司进行全国化工程渠道布局（部分项目展示）	24
图表 49. 公司大力推进整装业务，业绩快速释放（单位：亿元）	25
图表 50. 公司甄选全球优质供应商推动整装业务	25
图表 51. 公司携手各大装企布局整装业务	25
图表 52. 公司收入拆分表（单位：亿元）	26
图表 53. 公司盈利预测的主要假设	27
图表 54. 公司 PE 估值表（单位：亿元）	27

1. 立足厨柜业务，布局多元产品渠道

1.1 立足厨柜业务，拓展产品渠道

公司深耕定制家居行业，打造全屋定制领域专业品牌。公司创立于1998年，主要从事整体厨柜、定制衣柜等定制家具产品的设计、研发、生产、销售和安装服务。公司深耕整体厨柜业务，全力打造“志邦”品牌，目前已形成多种产品系列，匹配消费者需求。在整体厨柜形成一定市场规模后，公司拓展衣柜和木门业务，逐步形成多品类布局。2020年，公司营业收入为38.4亿元，同比增长29.7%，归母净利润为4.0亿元，同比增长20.0%。2021年前三季度公司销售收入为33.2亿元，同比增长40.0%，净利润为3.0亿元，同比增长51.8%，在地产增速放缓，行业竞争加剧情形下维持高速增长态势。

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	2021Q1-Q3
销售收入	15.7	21.6	24.3	29.6	38.4	33.2
yoy	32.1%	37.4%	12.8%	21.8%	29.7%	40.0%
归母净利润	1.8	2.3	2.7	3.3	4.0	3.0
yoy	34.3%	31.7%	16.5%	20.7%	20.0%	51.8%

资料来源：万得，中银证券

公司搭建产品矩阵覆盖消费需求。公司以厨柜业务起家，在整体厨柜领域保持行业领先地位，2020年厨柜业务收入位列国内第二。在厨柜业务形成一定规模后，公司分别于2015年和2018年进军衣柜和木门业务，并于2018年起孵化整装业务。截止到2020年，厨柜业务收入为25.0亿元，占比65.1%，衣柜业务收入为11.4亿元，占比29.7%，木门业务为0.4亿元，占比1.1%。公司衣柜、木门业务均处于高速增长期，预计未来两个业务板块将保持较高增速。

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	志邦厨柜		公司自创立以来深耕厨柜业务，厨柜收入连续多年位居行业第二，截止到2020年拥有经销商1253家，店面1576家
定制衣柜	志邦衣柜		公司自2015年起进军定制衣柜业务，截止到2020年拥有经销商1097家，店面1366家。
木门	志邦木门		2018年起开始孵化木门业务板块，目前处于起步阶段，截止到2020年拥有经销商175家，店面203家

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

图表 3. 公司新品类高速增长 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020
厨柜	19.3	21.2	25.0
yoy	2.8%	9.8%	18.0%
占比	79.3%	71.5%	65.1%
衣柜	4.3	7.3	11.4
yoy	91.4%	70.8%	55.3%
占比	17.7%	24.8%	29.7%
木门	0.1	0.3	0.4
yoy		254.7%	57.0%
占比	0.3%	0.9%	1.1%
其他	0.7	0.8	1.6
yoy	20.3%	23.8%	90.0%
占比	2.8%	2.8%	4.1%

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。公司坚持深耕传统经销渠道, 并逐步拓展大宗业务, 抢占市场份额。公司与保利、新城、金地等知名房地产商建立了合作关系, 重点推进以大型房地产项目精装修配套整体厨柜为主的大宗业务, 根据公司公告显现, 目前百强地产客户占比已达 30%, 其中前 10 占比 60%, 前 20 占比 60%。2020 年, 公司经销渠道收入为 22.3 亿元, 占比 58.1%, 直营业务收入为 2.3 亿元, 占比 6.0%, 大宗业务收入为 11.8 亿元, 占比 30.6%。**大宗业务收入占比呈快速上升趋势, 预计未来维持稳健增长势头。**

图表 4. 公司采用多渠道战略保障长期成长动力 (单位: 亿元)

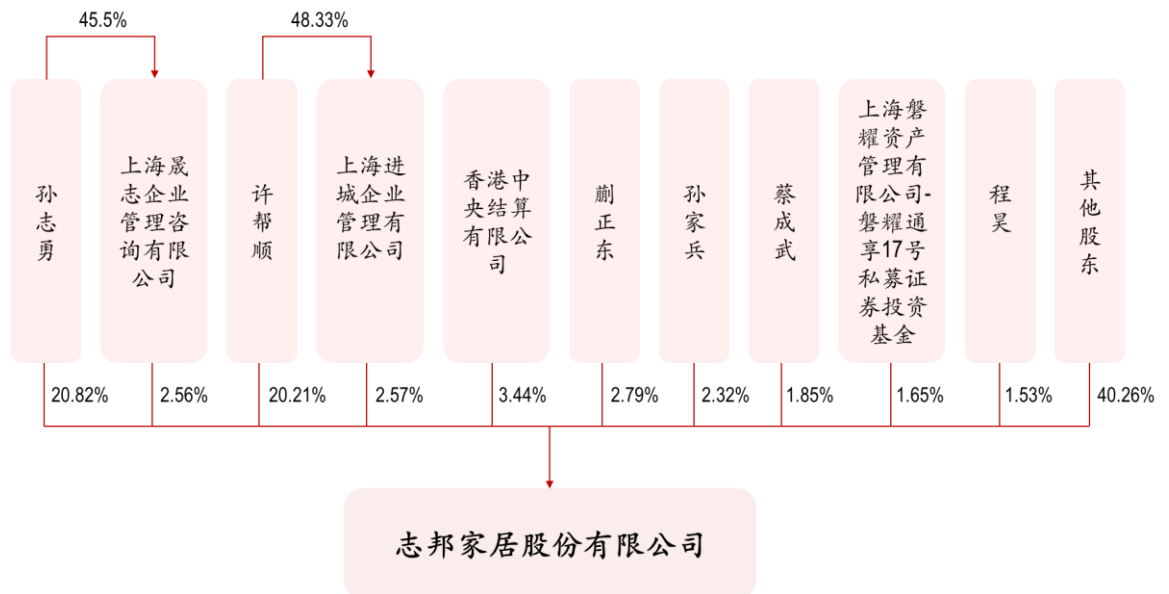
	2018	2019	2020
经销店	17.0	19.5	22.3
yoy	14.7%	14.4%	14.4%
占比	70.0%	65.8%	58.1%
直营店	1.6	1.8	2.3
yoy	-1.9%	15.9%	27.5%
占比	6.5%	6.1%	6.0%
大宗业务	3.9	6.4	11.8
yoy	-1.3%	63.4%	83.9%
占比	16.1%	21.6%	30.6%
其他	1.8	1.9	2.0
yoy	54.7%	5.5%	6.8%
占比	7.4%	6.4%	5.3%

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.2 股权结构集中稳定, 股权激励业绩增长

公司股权结构长期稳定。志邦家居创始人孙志勇和许帮顺出生于 1972 年。1998 年, 二人于合肥创立公司, 并且自公司成立以来始终共同控制公司。截至 2021 年 11 月, 孙志勇和许帮顺直接和间接持有公司股份达 43.4%, 股权结构长期保持稳定。

图表 5. 公司股权结构集中



资料来源：万得，中银证券

管理团队经验丰富，多年专注主业经营。董事长孙志勇先生、总经理许帮顺先生多年来一直从事定制家居的经营管理，拥有丰富的行业及专业经验，对行业的发展动态有较为准确的把握。同时，公司通过市场化方式引进了一批优秀的职业经理人，协助公司深耕产品品质，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 6. 公司高管拥有丰富行业经验

姓名	职位	主要工作经历
孙志勇	董事长	工程师，曾任合肥彩虹装饰工程公司工程项目负责人，志邦厨柜厂总经理。
许帮顺	总裁	曾任合肥彩虹装饰工程公司工程部经理，志邦厨柜厂副经理，合肥志邦厨饰有限公司总经理，2015年起任公司总裁。
石磊	副总裁	曾任南京志邦厨房设备有限责任公司项目部负责人。2021年起任公司副总裁。
孙玲玲	副总裁	曾任合肥丽虹厨柜公司设计师、志邦厨柜厂设计师，历任志邦家居股份有限公司人力资源中心总监、零售事业部总监，2021年起任公司副总裁。
夏大庆	副总裁	曾任合肥志邦厨饰有限公司设计师、人力资源中心经理，历任志邦家居股份有限公司建店部负责人、产品研发总监，2021年起任公司副总裁。
周珍芝	财务总监	注册会计师，曾任职于大华会计师事务所，2010年加入公司，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，2018年起任财务总监。
孙娟	董事会秘书	EMBA在读。2005年加入公司，历任志邦南京销售公司财务负责人，预算部负责人，2021年起任董事会秘书。

资料来源：万得，中银证券

公司发布股权激励促进业绩增长。公司自2012年开始实施了多次股权激励，激励效果显著。公司分别于2019年9月和2020年2月向高管5人和中层管理人员等210人授予限制性股票129.0万股和474.9万股，根据实际情况计算，2019、2020和2021年收入目标分别为同比增长12%、1.8%和-11.3%，业绩目标分别为同比增长12%、2.7%和-3.4%，目前完成情况较好。公司通过股权激励措施将业绩与核心员工利益绑定，加强了团队的凝聚力和战斗力，推动公司业绩快速增长。

图表 7. 公司发布股权激励绑定核心人员

授予日期	激励对象	激励数量 (万份)	占股本总额比例	授予价格 (元/股)	业绩考核目标
2019年9月	高管5人	129.0	0.6%	9.65	以2018年为基数, 2019-2021年收入、净利润增长率不低于12%/24%/40%。
2020年2月	中层管理人员等210人	474.9	2.1%	9.65	以2018年为基数, 2020-2021年收入、净利润增长率不低于24%/40%。

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 8. 股权激励目标完成情况较好 (单位: 亿元)

年份	目标收入额	实际收入额	目标利润额	实际利润额
2019	27.2	29.6	3.1	3.3
2020	30.2	38.4	3.4	4.0
2021	34.1	-	3.8	-

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.3 从深耕厨柜业务到全品类高速发展

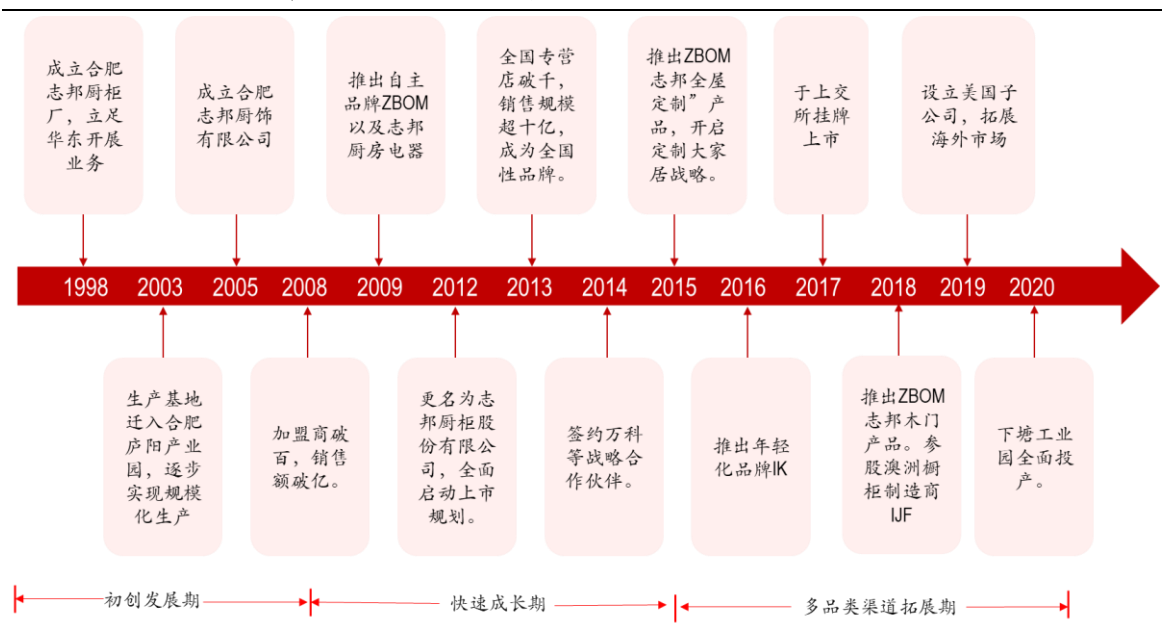
志邦家居二十多年的发展主要可以分为单品深耕期和多品拓展期。

1) **第一阶段 (1998-2008) : 初创发展期。**公司在初创期聚焦厨柜产品, 积极建造生产基地, 努力实现量产。受益于地产行业高速增长, 公司规模迅速壮大, 业务范围从华东逐步拓展至全国。截至2008年底, 公司拥有加盟商超一百家, 实现销售额超1亿元, 已形成一定规模。

2) **第二阶段 (2009-2014) : 快速成长期。**在厨柜产品逐步实现量产, 公司发力零售端, 拓展门店数量以及培养自主品牌“ZBOM”并持续打造品牌力。截止2013年底, 公司拥有加盟商超一千家, 实现销售额超10亿元, 迈入全国性品牌行列。2014年, 公司签约万科等实力地产公司, 布局工程渠道, 为多渠道拓展奠定基础。

3) **第三阶段 (2015-至今) : 多品类渠道拓展期。**随着行业竞争逐步加大, 公司拓宽产品和渠道以顺应行业趋势, 加强竞争力。公司分别于2015年和2018年进军衣柜和木门业务。**目前已形成厨柜业务稳健增长, 衣柜、木门和大宗业务快速发展的多品类多渠道布局, 2020年衣柜/大宗业务增速和占比分别为55.3%/83.9%和29.7%/30.6%, 公司总收入在地产增速放缓背景下仍维持较高增速。**

图表 9. 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: 公司官网, 公司公告, 中银证券

1.4 积极扩建产能，拓展发展空间

公司近年积极扩建产能匹配需求。公司主要产能基地位于合肥市，并积极兴建工厂扩建产能以匹配工程与零售端快速增长的需求。截至2020年底，公司拥有橱柜产能约40.0万套，衣柜产能超27.9万套，木门产能超2.4万樘。公司产能呈高速扩张态势。

投建清远项目，拓展发展空间。2021年7月，公司以16亿元人民币，其中固定资产投资10亿元投建清远志邦智能制造项目，主要包括厂房、办公楼、研发楼及宿舍楼等。此次投资践行了公司的南下发展战略，拓展全国性布局，有望进一步提升产能，丰富公司现有产品品类，拓展公司发展空间，提升综合竞争力。

图表 10. 公司积极扩建厂房匹配扩张需求（单位：万平方米）

工厂或项目名称	所在城市	占地面积	状态
双墩厂	合肥	11.8	已投产
荷塘路厂	合肥	2	已投产
连水路厂	合肥	5.8	已投产
下塘厂	合肥	-	在建
180厂	合肥	-	在建
志邦智能制造项目	清远	-	在建

资料来源：公司公告，中银证券

1.5 新品类渠道提振收入，盈利能力维持稳定

1.5.1 新品类和工程渠道驱动收入高增长

公司销售收入呈现高速增长态势。2020年公司实现营业收入38.4亿元，同比增长29.7%。2016-2020年公司销售收入复合增长率为26.4%。2021年前三季度公司实现营收33.2亿元，同比增长40.0%。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，对家居行业有一定的带动效应。另一方面，公司依靠在零售渠道拓展门店数量迅速提升品牌曝光度，获取高客流量。

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11.8亿元，占比30.6%，同比增长83.9%，2021年前三季度大宗业务收入9.3亿元，同比增长54.4%。2020年衣柜业务收入为11.4亿元，占比29.7%，同比增长55.3%。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 11. 公司销售收入保持高速增长态势（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
销售收入	11.9	15.7	21.6	24.3	29.6	38.4	33.2
yoy	13.2%	32.1%	37.4%	12.8%	21.7%	29.7%	40.0%
橱柜	11.2	14.2	18.8	19.3	21.2	25.0	18.7
yoy	9.9%	26.6%	32.3%	2.8%	9.8%	18.0%	23.4%
衣柜	0.2	0.9	2.2	4.3	7.3	11.4	11.9
yoy		306.3%	146.4%	91.4%	70.8%	55.3%	64.2%
木门				0.1	0.3	0.4	0.8
yoy					254.9%	57.0%	234.9

资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 零售渠道收入增速及占比呈下降趋势 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
收入	16.5	18.6	21.3	24.6	21.7
yoy		13.1%	14.5%	15.5%	33.8%
占比	76.3%	76.5%	71.9%	64.1%	65.5%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 13. 大宗业务收入增速及占比快速上升 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
收入	4.0	3.9	6.4	11.8	9.3
yoy		-1.3%	63.4%	83.9%	54.4%
占比	18.4%	16.1%	21.6%	30.6%	27.9%

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.5.2 毛利率逐步提升, 净利率维持稳定

衣柜及大宗业务毛利率上涨带动公司毛利率稳健提升。2017-2020 年毛利率分别为 34.9%、36.0%、38.5% 和 38.1%。公司毛利率水平有所提升一方面因为衣柜等新品类逐步释放规模效应, 另一方面公司提升工程渠道代理业务比例, 从而大幅提升大宗业务毛利率。2021 年前三季度公司毛利率同比下降 1.5pct 一方面因为原材料上涨带来压力, 另一方面行业在大宗业务中竞争加剧, 毛利率水平有明显下降。我们认为随着未来衣柜、木门等业务规模效应继续释放, 衣柜和木门业务毛利率有望持续上升, 叠加原材料价格下降, 对公司整体毛利率水平有望形成正向拉动作用。

图表 14. 公司新品毛利率有望逐步提升

	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
公司整体毛利率	34.9%	36.0%	38.5%	38.1%	37.9%	36.4%
厨柜业务毛利率	36.8%	38.3%	42.4%	41.8%	42.8%	39.8%
衣柜业务毛利率	25.8%	30.0%	31.6%	33.4%	31.4%	35.3%
木门业务毛利率	-	-56.6%	-3.6%	16.0%	10.8%	11.4%
其他业务毛利率	7.6%	17.1%	14.3%	18.2%	17.8%	18.8%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 2021 年前三季度毛利率同比略有下滑

	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
公司整体毛利率	34.9%	36.0%	38.5%	38.1%	37.9%	36.4%
经销渠道毛利率	36.8%	36.1%	37.2%	35.8%	35.5%	34.2%
直营业务毛利率	62.9%	63.8%	62.9%	63.0%	61.2%	64.5%
大宗业务毛利率	23.1%	30.2%	42.0%	41.5%	43.6%	39.3%
其他渠道毛利率	12.7%	23.0%	17.1%	14.2%	15.7%	14.3%

资料来源: 公司公告, 中银证券

净利润快速上升, 盈利能力维持稳定。2020 年公司实现净利润 4.0 亿元, 同比增长 20.0%, 2016-2020 复合增速为 24.5%, 呈现高增长势头。公司近五年净利率稳定在 11.0% 附近, 2020 年受疫情影响公司净利率为 10.3%, 同比略有下降, 预计未来维持稳定。

图表 16. 公司净利润维持较高增速, 净利率保持稳定 (单位: 亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
净利润	1.8	2.3	2.7	3.3	4.0	19.8	30.0
yoy	34.3%	31.7%	16.5%	20.7%	20.0%	-15.1%	51.8%
净利率	11.3%	10.9%	11.2%	11.1%	10.3%	8.3%	9.0%

资料来源: 公司公告, 中银证券

优化销售管理费用率，重视产品研发投入。公司近两年持续优化销售管理费用率，2020年公司销售、管理费用率分别同比优化 0.7pct/0.3pct。2021 年前三季度销售和管理费用率同比下降 1.3pct/1.3pct，反映公司逐步提升控费能力。2020 年公司研发费用率同比提升 1.4pct，2021 年前三季度研发费用率同比提升 0.6%，主要因为公司加大大宗业务和零售业务的产品研发力度，在开拓工程渠道的同时巩固零售业务。

图表 17. 公司近两年优化销售管理费用率，加大研发投入

	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
销售费用率	13.6%	13.7%	15.6%	14.9%	15.8%	14.5%
管理费用率	4.9%	5.8%	5.7%	5.4%	6.2%	4.9%
研发费用率	3.1%	3.8%	4.5%	5.9%	5.9%	6.5%
财务费用率	0.0%	-0.7%	-0.3%	0.1%	0.1%	-0.3%
总费用率	22.1%	21.6%	25.6%	26.3%	27.9%	25.6%

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

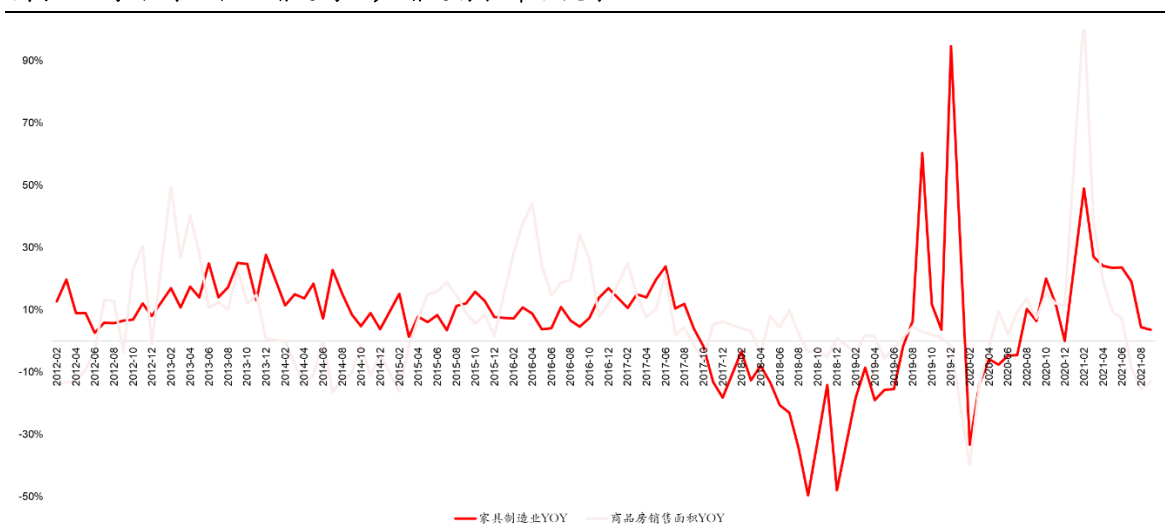
家居行业增速逐步放缓。家居行业的发展与地产行业存在滞后关系，2017-2020 年间，新房市场销售增速逐步放缓，复合增速为 3.0%，GDP 同期复合增速为 8.0%，居民房地产投入占收入比重下降。2020 年间家居行业收入为 9011.9 亿元，同比减少 6.0%，逐步趋于稳定。随着房地产市场红利消退，家居行业从粗放式的扩张阶段过渡到结构优化的阶段。

图表 18. 地产增速放缓，家居行业规模趋稳

	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%)
2021Q1-Q3	11.5	1.5%	14.4%	8082.9	18.0%

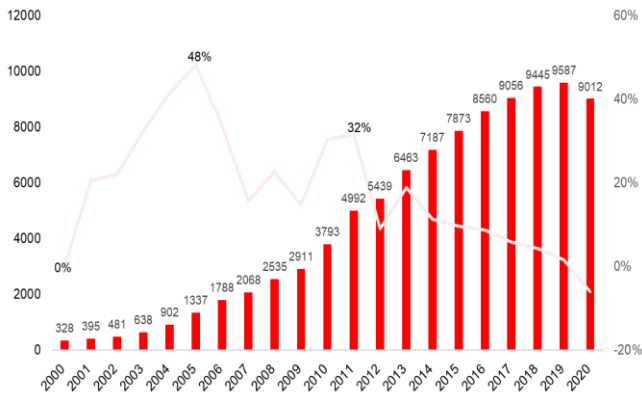
资料来源: 万得, 中银证券

图表 19. 家居行业收入增速与地产增速存在滞后关系



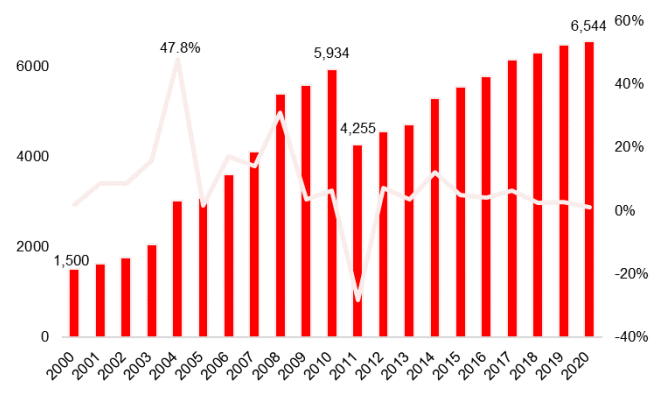
资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

图表 20. 家居行业增速放缓 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 家居行业企业数趋近饱和 (单位: 家)



资料来源: 万得, 中银证券

2.2 精装和二手房趋势显现, 厨衣木门规模稳健增长

2.2.1 精装趋势显现, 龙头加速布局

精装率快速上升, 工程渠道迎发展良机。地产行业增量趋于稳定, 并逐步呈现精装房和二手房两大趋势。随着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。
- 2)

图表 22. 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 23. 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。

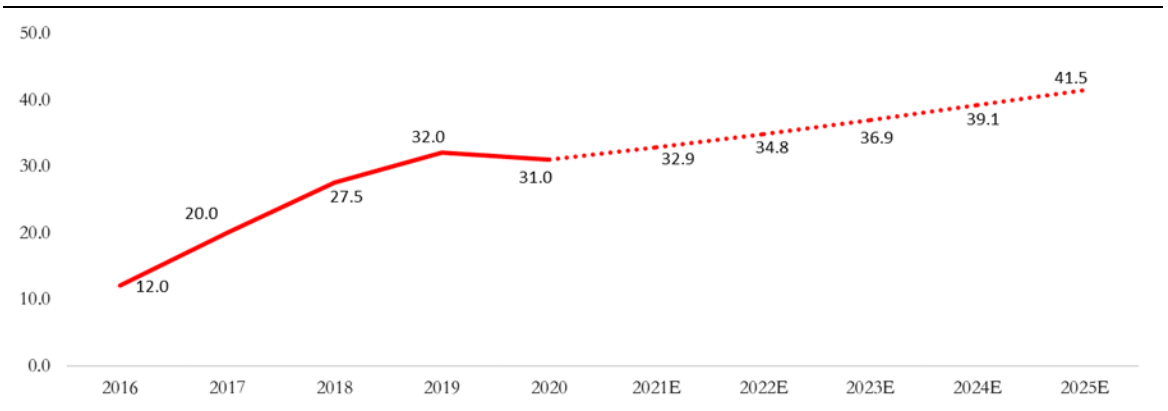
资料来源: 住建部, 各省份官网, 奥维云网, 中银证券

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 24. 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，龙头公司凭借优质产品以及工程质量有望争夺更多优质订单。精装率的崛起意味着 To B 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，可以很好的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 25. 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	2021Q1-Q3
欧派家居	9.6	14.2	21.6	26.8	26.3
yoy		47.0%	52.5%	24.1%	43.9%
索菲亚	2.8	5.8	9.4	15.1	11.6
yoy		106.5%	60.9%	60.7%	50.0%
志邦家居	4.0	3.9	6.4	11.8	9.3
yoy		(1.3%)	63.7%	83.7%	54.4%
金牌厨柜	1.2	2.0	5.0	8.9	7.5
yoy		63.7%	149.3%	76.8%	50.0%

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 26. 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 27. 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

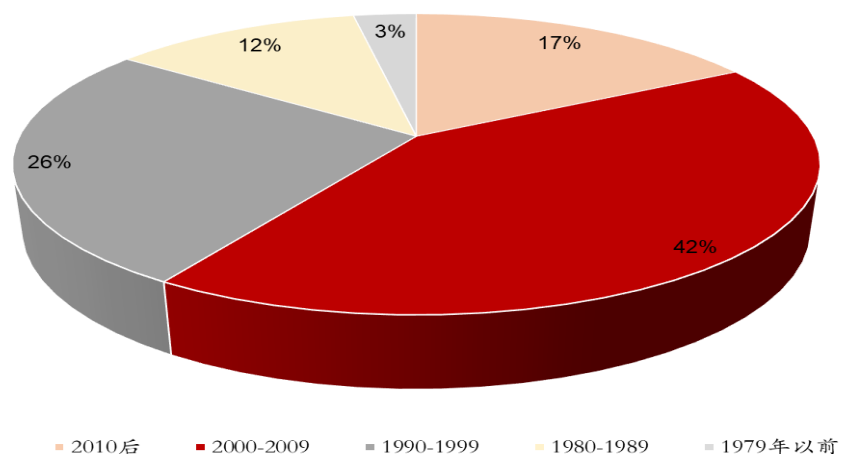
图表 28. 2020 年我国城镇化率距日美等国仍有差距

	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。

图表 29. 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3076.0亿元，其中厨柜空间为1213.6亿元，衣柜空间为1275.6亿元，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 30. “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: 万得, 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，集中度迅速提升

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 31. 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

定制家居产品集中度提升迅速。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 6.9%，在 2020 年达到 14.5%，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 32. 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 33. 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%
志邦家居	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%
CR5 合计	6.9%	8.9%	12.2%	14.6%	14.3%	14.5%

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

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打造多元产品矩阵，覆盖消费需求。志邦家居顺应行业趋势，依托厨柜业务优势拓展衣柜木门业务，覆盖“厨衣浴门”类别，然后进一步完善家居配套品，推动大家居战略。龙头公司的大家居战略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 34. 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	橱柜	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	橱柜	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%
志邦家居	橱柜	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%
金牌厨柜	橱柜	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%
好莱客	橱柜	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%

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

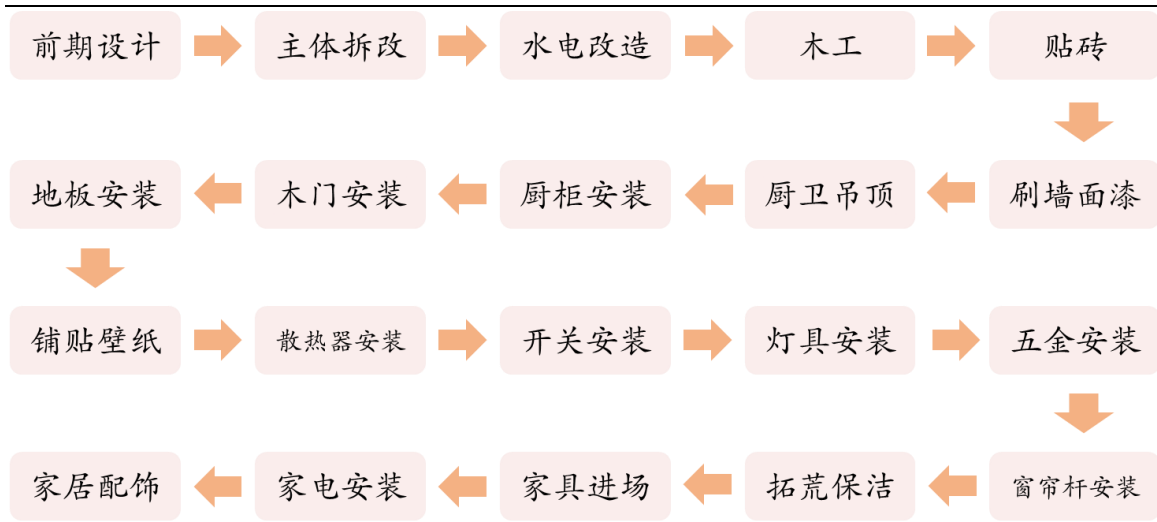
整装大家居模式是行业技术水平提升的重要体现。整装大家居模式在近年兴起，不仅顺应了行业的发展趋势，并且很好的适配了二手房趋势。整装大家居涵盖主辅材、家居软饰全案以及家电家纺等部分，对公司的供应链建设，运营效率等提出了较高要求，而中小家居公司由于资金与供应链限制无法拓展整装业务，因此龙头公司市占率提升逻辑显现。志邦家居积极顺应行业趋势，联合优质原料供应商及装企拓展整装业务，整装业务规模快速提升。公司通过对整装业务持续投入，完善产业链，有望扩大成本优势以及增加品牌曝光度与接受度，助力零售渠道增长，扩大市场份额。

图表 35. 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、星之家整装
尚品宅配	圣诞鸟
索菲亚	签约圣都家装、星艺装饰
志邦家居	志邦整装、IK 整装
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 36. 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. 多品类协同发展，大宗整装高速放量

3.1 零售渠道持续下沉，厨柜业务再加速

3.1.1 行业领先地位，收入稳健增长

公司深耕厨柜业务，打造行业领先品牌。公司深耕厨柜业务，在设计、用材、工艺等方面有深厚积淀，精益求精的产品助力公司打造行业领先品牌。公司聘请资深设计师创造简约、欧式、中式等多种风格以适应不同消费需求，并推出双饰面、烤漆、PET、实木等不同材质的厨柜产品覆盖不同消费能力的消费者。2020年，公司厨柜业务收入达25.0亿元，同比增长18.0%，收入规模位列行业第二。

图表 37. 公司具备多风格材质厨柜产品

风格	材质	产品图示
简约	双饰面	
简中	PET	
简欧	烤漆	
轻奢	实木	

资料来源：公司官网，中银证券

图表 38. 公司厨柜业务收入规模位列行业第二（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
志邦家居	18.8	19.3	21.2	25.0
yoy	24.3%	2.8%	9.8%	18.0%
欧派家居	53.5	57.7	61.9	60.6
yoy	22.5%	7.7%	7.4%	-2.1%
金牌厨柜	13.9	15.4	17.8	20.7
yoy	29.4%	10.8%	16.0%	16.4%
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 优化经销门店质量，下沉低线城市拓店

公司持续优化门店质量。优质经销商有望通过扩大门店面积以及增加营销力度提升品牌影响力。近两年公司持续优化经销商质量，关闭不盈利门店，尽可能的为有布局、有团队、有投入的经销商提供资源。2020年，公司关闭门店/总门店比例达 25.8%，相较前两年优化力度有所加强。我们预计公司未来仍将加大经销商与门店优化力度，提升门店服务质量，进而提升获客量及客单值。

图表 39. 2020 年厨柜领先公司经销商门店数量变化情况

	2018	2019	2020
期初门店	1335	1487	1535
新开门店	140	317	437
关闭门店	88	269	396
净增门店	152	48	41
期末门店	1487	1535	1576
关闭门店/总门店	6.6%	18.1%	25.8%

资料来源：公司公告，中银证券

公司积极下沉渠道，未来厨柜仍有较大开店空间。公司近年下沉渠道拓展门店数量，经销商门店从 2014 年的 981 家扩张至 2020 年的 1576 家，平均每年新增 100 家门店。2020 年，公司厨柜经销渠道收入中，一二级、三四级、五六线城市收入占比分别为 17.3%/28.2%/54.5%，同比-1.8pct/-1.0pct/2.7pct，县级及以下乡镇市场贡献最大，且有进一步提升占比的趋势。目前公司厨柜经销商门店数量为 1576 家，对比欧派厨柜超 2400 家仍有较大发展空间。随着公司持续下沉渠道，经销商门店数量有望继续快速上涨，厨柜业务零售端收入有望步入快车道。

图表 40. 公司积极下沉渠道，五六线城市收入占比上升

	2019	2020
一二线城市（省会、直辖市和少数发达的地级市）收入占比	19.1%	17.3%
三四线城市（地级市和少数发达地区的县级市）收入占比	29.2%	28.2%
五六线城市（县级及以下乡镇）收入占比	51.8%	54.5%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 41. 厨柜经销门店数量快速上升（单位：家）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
经销商门店数量	981	1112	1335	1487	1535	1576
净增		131	223	152	48	41

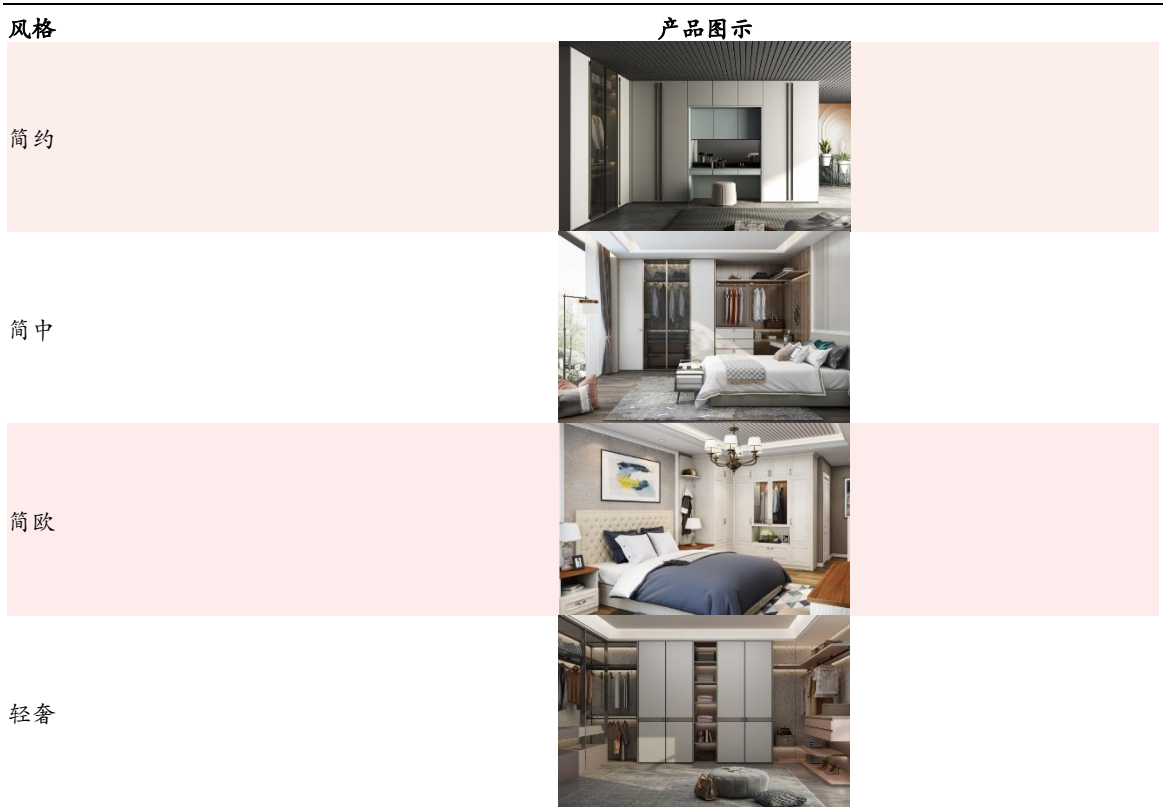
资料来源：公司公告，万得，中银证券

3.2 依托厨柜拓展产品矩阵，衣柜领衔有望维持高速放量

3.2.1 拓展衣柜业务，创造第二成长曲线

公司依托厨优势拓展产品矩阵，衣柜业务占比显著提升。打造优质厨柜产品后，公司顺应行业潮流，依托品牌与渠道优势拓展产品矩阵，抢占市场份额，其中衣柜业务规模提升迅速。公司于 2015 年拓展衣柜业务，衣柜业务继承了厨柜业务的优秀基因，拥有多元设计风格及用材。在公司品牌影响下，衣柜业务规模高速增长，2020 年衣柜业务收入为 11.4 亿元，同比增长 55.3%，占比 29.7%，成为公司业绩新增长点。

图表 42. 公司具备多风格衣柜产品



资料来源：公司官网，中银证券

图表 43. 衣柜业务收入及占比快速提升（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
定制衣柜	0.2	0.9	2.2	4.3	7.3	11.4
yoy		306.3%	146.4%	91.4%	70.8%	55.3%
占比	1.9%	5.8%	10.4%	17.7%	24.8%	29.7%

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

衣柜经销门店快速上升，未来有望维持趋势。2020 年公司衣柜业务收入规模为 11.4 亿元，同行业竞争对手欧派家居、索菲亚等衣柜收入规模均高于 11.4 亿元，且在超过 11.4 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将保持高增速。衣柜经销商门店从 2016 年 153 家提升到 2020 年 1366 家，平均每年上升约 303 家，对比索菲亚衣柜超 2700 家门店仍处于快速拓展阶段，未来开店空间较大。随着公司继续拓展门店数量，衣柜业务有望保持高速放量态势。

图表 44. 公司衣柜门店处于快速复制阶段

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
志邦家居						153	395	726	1078	1366
增长							242	331	352	288
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
欧派家居				767	894	1394	1842	2113	2144	2124
增长					127	500	448	271	31	-20

资料来源：公司公告，中银证券

3.2.3 品牌力稳步向上，单店额持续提升

衣柜品牌力和产品质量逐步提升，单店收入有望持续上涨。由于衣柜业务起步较晚，品牌力时间内无法看齐厨柜业务，但随着公司对衣柜业务持续投入，提升衣柜产品的质量及曝光度，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46.2万元上升至2020年56.6万元，复合增长率为7.0%，呈稳健增长态势。随着公司进一步优化经销商质量，提升终端运营能力以及推动产品融合，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 45. 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	46.2	49.4	52.9	56.6
yoy		7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：公司公告，中银证券

3.2.4 木门业务兴起，收入快速增长

木门业务规模有望维持高增速。公司于2018年开始孵化木门业务，积极推进木门渠道开拓。作为全屋定制重要板块，木门业务已逐渐形成品牌、研发、供应、生产、服务一体化的事业雏形。2020年公司木门业务收入4337万元，同比增长57.0%，对比欧派家居7.7亿木门业务规模仍处于起步阶段，未来具备较大发展空间。随着公司持续推进大家居战略，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 46. 公司具备多风格木门产品系列

风格	产品图示	系列数量
简约		8种
简欧		2种
简中		1种
轻奢		9种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 47. 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
木门业务收入	7.7	2.9	0.4
木门业务占比	5.2%	3.5%	1.1%

资料来源：公司公告，中银证券

3.3 大宗业务高速增长，整装渠道加快布局

3.3.1 大宗业务加速布局，优质客户助力增长

大宗业务提振公司收入增速。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。公司提早进行全国化布局，凭借优质品牌及柔性化生产工艺抢占大宗业务市场份额，目前已与保利、新城、金地等多家优质地产商达成战略合作，凭借优质的地产客户基础，大宗实现高速增长。2020 年，公司大宗业务收入为 11.8 亿元，占比 30.6%，同比增长 83.9%，大宗业务收入高增速有力推动了公司总收入增长。

图表 48. 公司进行全国化工程渠道布局（部分项目展示）

地区	城市	地产商	工程项目
华北	邯郸市	阳光城	邯郸御府雅居
华北	天津市	龙湖	新城武清梧桐公馆
华北	北京市	旭辉	旭辉 7 号院
华东	天津市	保利发展	福州大东湖悦海湾
华东	济南市	绿地控股	绿地国际花都
华东	上海市	阳光城	奉贤青溪水岸
华东	合肥市	金科	学林春晓
华南	深圳市	仁恒	仁恒四季园
华南	广州市	保利发展	保利广钢 218
华中	株洲市	金茂	如茂苑
华中	长沙市	东原	东原栖湘花园
西北	西安市	正荣地产	正荣府
西南	昆明市	俊发	琥珀俊园
西南	成都市	蓝光	蓝光江安城
西南	重庆市	和泓	和泓文华府
东北	沈阳市	中粮	中粮花熙祥云

资料来源：公司官网，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超 68%，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。**

3.3.2 推进整装业务，业绩有望快速释放

公司推进整装业务提振零售端，整装业绩有望迎来快速释放。公司近年大力拓展整装业务，与全国性、区域性整装企业建立合作，并推出“志邦”和“IK”品牌专属整装产品，覆盖不同消费需求。公司鼓励加盟商共同深耕整装渠道，并为其提供渠道双品牌专属产品线。在公司持续推动下，整装业务规模快速提升。2020 年，公司整装业务收入为 1.1 亿元，同比增长 238.7%。**随着公司顺应行业趋势进一步完善产业链，整装业务业绩有望迎来加速释放，推动零售业务规模快速提升。**

图表 49. 公司大力推进整装业务，业绩快速释放（单位：亿元）

	2018	2019	2020
志邦/KK（整装）	0.4	0.3	1.1
yoy		-11.4%	238.7%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 50. 公司甄选全球优质供应商推动整装业务



资料来源：公司官网，中银证券

图表 51. 公司携手各大装企布局整装业务



资料来源：公司官网，中银证券

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 29.1/33.4/37.6 亿元，同比增长 16.5%/14.8%/12.4%。

衣柜业务：公司衣柜业务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 16.7/22.6/28.2 亿元，同比增长 46.8%/35.0%/24.8%。

木门业务：公司木门业务仍处于起步阶段，有望依托厨柜业务品牌以及厨衣柜门店导流实现高速增长，预计 2021-2023 年收入分别为 1.1/1.9/2.8 亿元，同比增长 158.0%/69.8%/46.3%。

图表 52. 公司收入拆分表（单位：亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	29.6	38.4	49.3	61.0	72.4
yoy	21.7%	29.7%	28.2%	23.9%	18.7%
厨柜	21.2	25.0	29.1	33.4	37.6
yoy	9.8%	18.0%	16.5%	14.8%	12.4%
衣柜	7.3	11.4	16.7	22.6	28.2
yoy	70.8%	55.3%	46.8%	35.0%	24.8%
木门	0.3	0.4	1.1	1.9	2.8
yoy	254.9%	57.0%	158.0%	69.8%	46.3%
其他主营收入	0.8	1.6	2.3	3.1	3.9
yoy	23.8%	90.0%	45.0%	35.0%	25.0%

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着原材料价格维持高位以及大宗业务占比趋稳，预计毛利率小幅下降后趋于稳定，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 36.8%/36.7%/36.6%。

费用率：随着公司逐步注重费用投放效率，公司总费用率有望保持逐年优化，同时由于公司重视产品研发，研发费用率上升，预计未来稳定在较高水平。我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 13.9%/13.7%/13.4%，管理费用率为 4.9%/4.8%/4.7%，研发费用率为 6.2%/6.4%/6.5%，总费用率为 24.8%/24.7%/24.4%，呈逐年改善趋势。

综合来看，预计公司 2021-2023 年营收分别为 49.3/61.0/72.4 亿元，同比增长 28.2%/23.9%/18.7%；归母净利润为 5.0/6.3/7.5 亿元，同比增长 27.5%/24.8%/19.2%。

图表 53. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	29.6	38.4	49.3	61.0	72.4
yoy(%)	21.7%	29.7%	28.2%	23.9%	18.7%
毛利率 (%)	38.5%	38.1%	36.8%	36.7%	36.6%
费用率 (%)	25.5%	26.2%	24.8%	24.7%	24.4%
销售费用率 (%)	15.6%	14.9%	13.9%	13.7%	13.4%
管理费用率 (%)	5.7%	5.4%	4.9%	4.8%	4.7%
研发费用率 (%)	4.5%	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%
财务费用率 (%)	-0.3%	0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
营业利润率 (%)	13.0%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%
所得税率 (%)	13.4%	7.9%	9.1%	9.1%	9.1%
净利润 (亿元)	3.3	4.0	5.0	6.3	7.5
yoy(%)	20.7%	20.0%	27.5%	24.8%	19.2%
净利润率 (%)	11.1%	10.3%	10.2%	10.3%	10.4%
EPS (摊薄)	1.48	1.77	1.61	2.01	2.40

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 15/12/10 倍。对比行业平均值 16/13/11 倍, 考虑到公司未来营业收入有望保持高速增长, 盈利能力维持稳定。首次覆盖, 给予“买入”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				净利润同增速				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
欧派家居	603833.SH	130.00	20.6	27.5	33.4	39.9	12.1	33.4	21.5	19.2	39.2	28.8	23.7	19.9
索菲亚	002572.SZ	19.00	11.9	13.7	16.1	18.7	10.7	14.6	17.6	16.1	19.8	12.7	10.8	9.3
尚品宅配	300616.SZ	43.39	1.0	3.5	4.5	5.4	-80.8	248.5	26.3	20.1	156.1	24.4	19.3	16.1
金牌厨柜	603180.SH	34.85	2.9	3.4	4.3	5.4	20.7	15.2	28.7	24.3	17.6	16.0	12.4	10.0
好莱客	603898.SH	12.06	2.8	3.7	4.4	5.3	-24.3	35.8	18.0	19.9	18.2	10.0	8.5	7.1
皮阿诺	002853.SZ	16.97	2.0	2.5	3.1	3.7	12.4	26.2	24.8	18.1	19.3	12.7	10.2	8.6
我乐家居	603326.SH	9.11	2.2	2.5	3.1	3.9	42.6	12.0	25.1	25.3	12.9	11.9	9.5	7.6
行业平均			5.9	7.7	9.4	11.2	1.7	51.7	23.4	20.3	37.8	16.4	13.3	11.1
志邦家居	603801.SH	23.79	4.0	5.0	6.3	7.5	20.0	27.5	24.8	19.2	19.5	14.8	11.8	9.9

资料来源: 万得, 中银证券, 志邦家居采用预测数据, 其余公司盈利预测均来自万得预期。

注: 股价及 PE 均对应 12 月 7 日收盘数据

风险提示

行业竞争加剧：随着地产红利消失，定制家居行业内竞争逐渐激烈，对大宗业务等形成一定影响，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	2,962	3,840	4,925	6,101	7,240
销售成本	(1,850)	(2,411)	(3,157)	(3,911)	(4,650)
经营费用	(565)	(700)	(889)	(1,075)	(1,244)
息税折旧前利润	548	730	879	1,115	1,347
折旧及摊销	(90)	(112)	(75)	(91)	(107)
经营利润(息税前利润)	458	618	804	1,024	1,240
净利息收入/(费用)	1	13	(2)	2	7
其他收益/(损失)	49	45	45	46	48
税前利润	381	429	555	692	825
所得税	(51)	(34)	(50)	(63)	(75)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	329	395	504	630	750
核心净利润	325	389	497	622	743
每股收益(人民币)	1.48	1.77	1.61	2.01	2.40
核心每股收益(人民币)	1.46	1.74	1.59	1.99	2.38
每股股息(人民币)	0.652	0.798	0.646	0.806	0.720
收入增长(%)	22	30	28	24	19
息税前利润增长(%)	25	35	30	27	21
息税折旧前利润增长(%)	24	33	21	27	21
每股收益增长(%)	(14)	20	(9)	25	19
核心每股收益增长(%)	(14)	19	(9)	25	19

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	381	429	555	692	825
折旧与摊销	90	112	75	91	107
净利息费用	8	(3)	15	15	15
运营资本变动	(94)	99	164	99	226
税金	(51)	(34)	(50)	(63)	(75)
其他经营现金流	11	45	(73)	(85)	(93)
经营活动产生的现金流	344	649	685	750	1,005
购买固定资产净值	(96)	(484)	(356)	(463)	(603)
投资减少/增加	10	20	15	15	15
其他投资现金流	(162)	(20)	(227)	(221)	(202)
投资活动产生的现金流	(248)	(484)	(568)	(669)	(790)
净增权益	168	691	619	540	736
净增债务	11	97	(98)	0	0
支付股息	146	178	202	252	225
其他融资现金流	(435)	(707)	(371)	(559)	(737)
融资活动产生的现金流	(250)	(16)	148	108	(96)
现金变动	(153)	149	265	189	119
期初现金	729	527	825	1,090	1,279
公司自由现金流	106	175	131	98	237
权益自由现金流	117	266	28	92	231

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	527	825	1,090	1,279	1,398
应收帐款	458	324	494	438	544
库存	215	329	404	534	652
其他流动资产	45	65	84	100	104
流动资产总计	1,798	2,490	2,965	3,164	3,399
固定资产	966	1,229	1,376	1,541	1,726
无形资产	136	136	134	133	133
其他长期资产	65	84	94	106	117
长期资产总计	1,298	1,639	1,900	2,389	3,022
总资产	3,095	4,128	4,865	5,554	6,421
应付帐款	446	648	835	1,048	1,247
短期债务	11	108	10	10	10
其他流动负债	659	1,057	1,185	1,282	1,425
流动负债总计	1,116	1,814	2,030	2,340	2,682
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	86	86	86	86
股本	223	223	312	312	312
储备	1,844	2,133	2,436	2,815	3,340
股东权益	1,929	2,228	2,749	3,127	3,653
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,095	4,128	4,865	5,554	6,421
每股帐面价值(人民币)	8.64	9.98	8.80	10.01	11.69
每股有形资产(人民币)	7.96	9.24	8.26	9.43	11.05
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.31)	(3.21)	(3.46)	(4.06)	(4.44)

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(%)	18.5	19.0	17.9	18.3	18.6
息税前利润率(%)	15.5	16.1	16.3	16.8	17.1
税前利润率(%)	12.8	11.2	11.3	11.3	11.4
净利率(%)	11.1	10.3	10.2	10.3	10.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	91.7	201.0	196.9	183.4
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.1	1.0
估值					
市盈率(倍)	16	13	15	12	10
核心业务市盈率(倍)	16.3	13.7	15.0	12.0	10.0
市净率(倍)	2.8	2.4	2.7	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	15.4	8.2	10.8	9.9	7.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	9.2	7.2	5.5	4.5
周转率					
存货周转天数	53.9	58.7	60.9	63.9	66.7
应收帐款周转天数	62.0	46.7	57.5	48.6	46.0
应付帐款周转天数	27.6	30.9	31.0	31.5	31.5
回报率					
股息支付率(%)	44.2	45.1	40.0	40.0	30.0
净资产收益率(%)	34.2	35.5	36.7	40.3	41.1
资产收益率(%)	25.6	27.6	30.1	33.5	35.1
已运用资本收益率(%)	8.5	8.5	9.1	10.0	10.2

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