

志邦家居（603801）：勤修内功，大家居战略发展可期

2022 年 7 月 11 日

推荐/首次

志邦家居

公司报告

多品类多渠道模式持续推进，管理层年轻化。公司前身创立于 1998 年，深耕厨柜二十余年。衣柜、木门分别于 2015、2018 年推出，增长迅猛，目前占比约 37%；渠道方面，大宗业务拓展顺利，收入占比达 32%，2021 年仍保持较高增长速度。品类与渠道的拓展推动公司数年来持续高增。2021 年公司完成高管团队变更，新任团队平均年龄仅 40 岁左右，年轻且经验充足。

家具行业集中度仍低，下沉市场与渠道变革空间充足。家具制造业 2021 年收入规模达 8000 亿，可容纳多个行业巨头。行业集中度持续增加，9 家定制家具上市公司的市占率从 2013 年的 1.71%，提升至 2021 年的 7.68%。我们认为，品类拓展是将驱动市占率持续提升的重要因素。家具多品类销售符合消费者便捷、一体化设计、优惠的需求；从企业运营角度看，定制家具各品类在渠道、工艺、材料上有较高重合度，多品类运营有助于企业形成规模优势。但同时，多品类运营也对定制家具公司的供应链能力和品牌力提出了更高要求，因此我们认为头部公司在品类拓展上更加顺利。大宗和家装业务带来行业新的渠道变革，为头部公司提供加速成长的契机。当前地产销售已有回暖迹象，有望推动家居需求向好。

衣柜业务有望继续高增，大家居打开空间。公司持续建设中台体系，在研发、设计、营销、数字化工厂等方面投入，有效提升产品力、品牌力、周转效率等。其中生产人员人均效能及资产周转率位行业前列，助力大家居战略顺利推进。公司厨柜收入规模行业第二，已在渠道、品牌等建立较强优势。衣柜持续高增长，门店仍有空白市场未覆盖，对比同业增长空间较大。当前配套品占比较低，随公司大力发展有望提供收入增量。中台的建设将推动衣柜继续开店、门店经营效率提升，保持快速增长。当前公司品类边界以拓展至软体，形成大家居体系。整家套餐对比同业具备竞争力，整家销售有望推动客单价持续提升。当前家品以规模考核为主，未来形成规模效应有望带来利润增长点。

门店增长叠加品类拓展，零售有望成为主要增长点。公司自安徽起家，在华东地区收入位于行业第二，已形成较强优势。华东外地区公司还存在大量空白市场待拓展，公司持续推进“南下”战略，华南区域收入近年来保持 30% 左右的增速，门店仍有较大开立空间。公司积极推动渠道下沉，近年来低线城市收入占比持续提高。同时公司持续强化对经销商的管控，衣柜店均提货额持续提升，在渠道下沉的背景下整体店效稳中有升。2021 年公司整装业务 3.15 亿元收入，同比增速超 100%。当前公司提高整装业务战略定位，加强团队力量，目前已探索出较为成熟运营体系。公司推出“超级邦”体系，强化对于装企的服务，未来将发力与大型装企的合作，推动整装业务高速增长。大宗业务公司已积累较强竞争力，数字化体系得到房企认可，2021 年受地产信用风险影响较小。未来公司继续强化风险控制，大宗业务预计将稳健增长。

盈利预测及投资评级：公司品类和渠道拓展顺利，持续推动奋斗者文化，强化中台优势。公司零售业务仍存空白市场，渠道持续下沉，同时公司持续推进大家居战略，未来增长可期。我们预计公司 2022-2024 年实现营收 62.61、75.67、91.42 亿元，归母净利润为 6.06、7.26、8.96 亿元，对应的 PE 分别

公司简介：

志邦家居专注于全屋定制家居的研发、生产与销售。拥有国内为数不多的规模级制造基地，从“更懂生活”的品牌理念出发，以定制设计和服务为优势，为全球亿万家庭提供从厨房到全屋的整体解决方案。公司主营业务为整体厨柜、衣柜等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售和安装服务。公司致力于为客户打造轻松、舒适、完备的整装家庭生活环境。

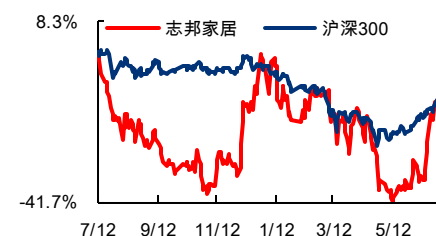
资料来源：公司公告、WIND

发债及交叉持股介绍：无

交易数据

52 周股价区间（元）	32.67-18.6
总市值（亿元）	83.54
流通市值（亿元）	82.53
总股本/流通 A 股（万股）	31,231/31,231
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.47

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

为 12.38、10.44、8.55，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：地产销售回暖不及预期，原材料价格大幅波动，疫情影响终端需求。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,840.44	5,152.80	6,260.67	7,566.97	9,141.74
增长率（%）	29.65%	34.17%	21.50%	20.87%	20.81%
归母净利润（百万元）	395.44	505.52	605.97	726.26	896.42
增长率（%）	20.04%	27.84%	19.87%	19.85%	23.43%
净资产收益率（%）	17.75%	19.51%	19.48%	19.86%	20.70%
每股收益(元)	1.78	1.62	1.94	2.30	2.81
PE	13.49	14.83	12.38	10.44	8.55
PB	2.41	2.89	2.41	2.07	1.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 志邦家居：从厨柜向多品类多渠道模式进发，管理层年轻化	5
2. 定制家具行业集中度有望提升，渠道变革有机会	8
2.1 定制家具行业广阔，目前行业集中度较低	8
2.2 下沉市场有空间，渠道变革有机会	10
2.3 地产需求转好迹象显现，有助于家居需求释放	11
3. 衣柜高速增长，大家居打开空间	12
3.1 建设强竞争力中台，助力大家居战略推进	12
3.2 厨柜业务规模行业前列，衣柜业务收入高增且盈利能力持续提高	14
3.3 品类拓展打开增长空间	16
4. 门店增长叠加品类拓展，零售有望成为主要增长点	17
4.1 空白市场开拓+渠道下沉，推动门店数量持续增长	17
4.2 整装模式逐步成熟，持续高增有望	19
4.3 大宗业务强风控，有望稳健发展	20
5. 财务分析：高资产周转率驱动优秀的 ROE 水平	21
6. 盈利预测与投资评级	23
6.1 盈利预测	23
6.2 投资评级	24
7. 风险提示	25

插图目录

图 1： 公司收入按品类拆分	6
图 2： 各品类毛利率	6
图 3： 公司收入按渠道拆分	6
图 4： 各渠道毛利率	6
图 5： 公司收入持续增长	7
图 6： 公司归母净利润持续增长	7
图 7： 股权结构图（截至 2022Q1）	7
图 8： 规模以上家具企业收入规模及增速	8
图 9： 9 家上市定制家具公司收入及市占率	9
图 10： 4 家上市定制家具公司门店数量	10
图 11： 定制家具公司大宗业务占比变化	11
图 12： 住宅销售面积去年下半年以来持续下滑	11
图 13： 住宅竣工面积今年以来开始下滑	11
图 14： 30 城商品房成交面积 6 月中旬后明显回暖	12
图 15： 公司研发费用率在行业内处于前列	12
图 16： 志邦设计谷	13
图 17： 云设计软件功能演示	13

图 18: 连续六年男人下厨节系列宣传片	13
图 19: 志邦固定资产周转率处于行业前列	14
图 20: 志邦存货周转率处于行业较好水平	14
图 21: 志邦家居生产人员人均创收高于同业	14
图 22: 公司厨柜业务规模行业第二, 保持稳健增长	15
图 23: 公司厨柜门店数业内领先	15
图 24: 公司大宗收入距同业有增长空间	15
图 25: 衣柜收入高速增长, 与同业相比空间大	16
图 26: 衣柜门店数量仍有提升空间	16
图 27: 衣柜单价呈上升趋势	16
图 28: 志邦衣柜毛利率持续提高	16
图 29: 橱柜门店数量稳步提升, 衣柜、木门快速开店	17
图 30: 华东区域收入占比高, 是公司优势区域	18
图 31: 同业华东区域收入对比	18
图 32: 厨柜收入分城市	19
图 33: 衣柜收入分城市	19
图 34: 2019 年起关店率显著提高	19
图 35: 衣柜店均提货额持续提高	19
图 36: 公司积极探索总对总签约, 三方合作的整装模式	20
图 37: 大宗收入保持快速增长趋势	21
图 38: 大宗业务毛利率情况	21
图 39: 毛利率对比	21
图 40: 净利率对比	21
图 41: 销售费用率对比	22
图 42: 管理费用率对比	22
图 43: 总资产周转率对比	22
图 44: 资产负债率对比	22
图 45: ROE (加权) 对比	23
图 46: 公司 PE-TTM 仍处历史低位	24

表格目录

表 1: 志邦发展历程	5
表 2: 高管团队呈现年轻化	7
表 3: 主要定制家具公司的上市时间和近五年收入 CAGR	9
表 4: 部分定制家具企业品类拓展时间	10
表 5: 部分公司整家套餐对比	16
表 6: 华南地区及广东重点城市门店数量对比	18
表 7: 盈利预测表	23
表 8: 估值对比	24

1. 志邦家居：从厨柜向多品类多渠道模式进发，管理层年轻化

志邦以厨柜起家，逐步形成多品类多渠道发展模式。志邦家居前身合肥志邦厨柜厂创立于1998年，2005年志邦有限正式成立，2017年登陆上交所上市。公司以厨柜起家，销售额分别于2008年、2013年突破一亿元、十亿元门槛，经销商分别达到百家、千家级别。此后公司于2015年推出衣柜产品，2018年推出木门产品，当前已形成多品类多渠道的发展模式。

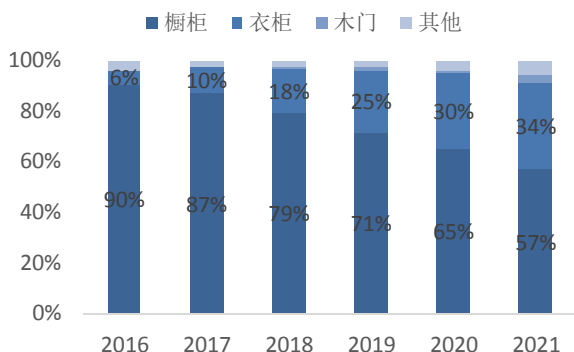
表1：志邦发展历程

年份	事件
1998	志邦在合肥成立：第一家直营店开业
2003	进驻南京，正式拉开“发展华东布局全国”战略序幕
2008	加盟商突破百家，销售额破亿 ：产品通过中国环境标志认证
2010	全国实施“三年十亿，布局全国”战略；与多家全国家居连锁卖场建立战略合作伙伴关系
2013	全国加盟连锁专营店规模突破近千家；销售额破十亿。
2014	导入全新品牌形象；产品进入国际市场；签约恒大、万科战略合作伙伴
2015	双墩工厂投产，成为国内为数不多规模级厨柜制造基地； 推出全屋定制产品，开启定制大家居战略
2017	在上交所挂牌上市；年产20万套厨柜和12万套定制衣柜的新生产基地投产
2018	推出木门产品 ：收购澳大利亚IJF 47%股权
2019	广州分公司成立；美国销售子公司成立
2021	广东清远智能制造基地签约落地；与中科大、三维家签约行业首家“先进制造联合实验室”

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

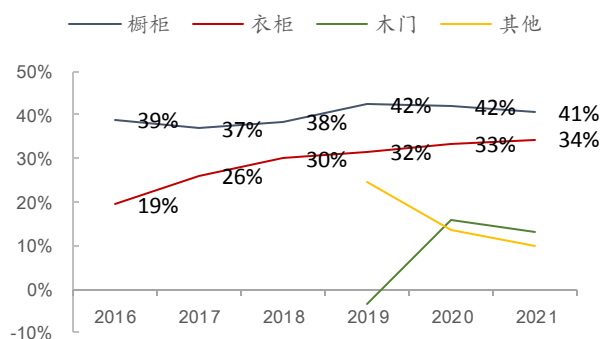
新品类高速增长，零售大宗协同发展。品类方面，厨柜是公司核心品类，收入占比57%，近年来保持稳健增长。衣柜业务收入占比已达34%，具备一定规模，当前仍保持高速增长，2021年衣柜同比增速达54%；木门仍为初期发展阶段，当前增速分别为291%。厨柜毛利率稳定在40%左右，衣柜毛利率持续提升，2021年达到34%，木门及其他品类当前毛利率较低。**渠道方面**，公司大宗业务近年来持续快速发展，当前占比已达32%，即使在2021年行业大宗业务整体放缓的情况下，全年大宗业务仍同比增长40%；同时零售业务也在大家居战略下保持着持续较快增长。此外，公司还在境外进行布局，目前仍处于探索阶段，收入占比1.2%。经销业务、大宗业务在2021年毛利率都有所下降，主要系原材料价格上涨及非橱柜品类占比上升，同时大宗业务面临一定竞争加剧。

图1：公司收入按品类拆分



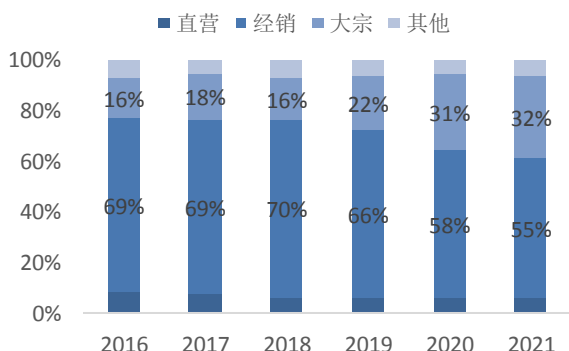
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：各品类毛利率



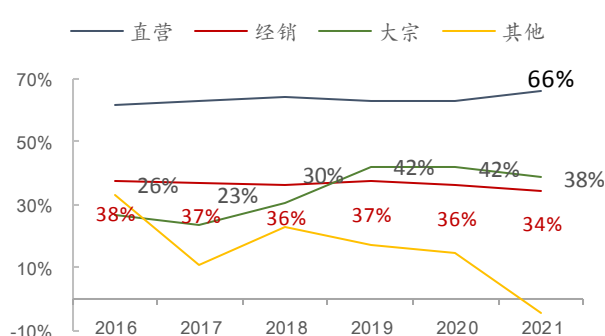
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：公司收入按渠道拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

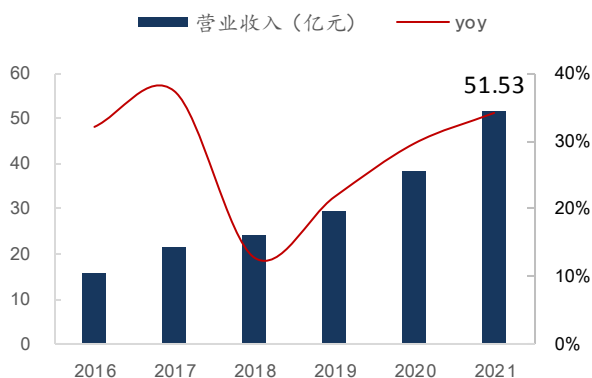
图4：各渠道毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

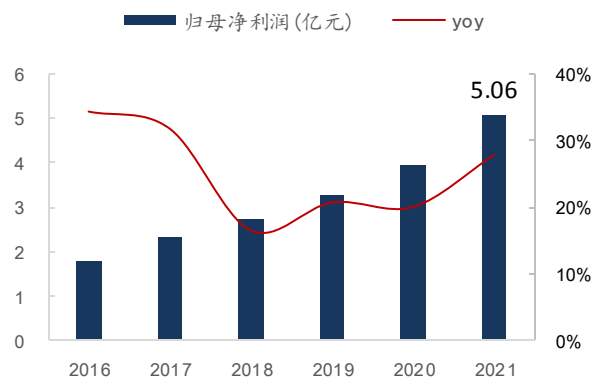
近年来公司业绩复合增速超 20%。公司以厨柜为基础拓展品类，渠道方面由零售渠道向大宗、境外等拓展，推动收入利润持续增长。2021 年收入利润分别达到 51.53、5.06 亿元；2016-2021 年，公司营业收入 5 年的 CAGR 为 26.83%，归母净利润 5 年的 CAGR 为 23.24%，均处于上市公司前列。公司设立 2024 年收入突破百亿的目标，未来持续增长值得期待。

图5: 公司收入持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

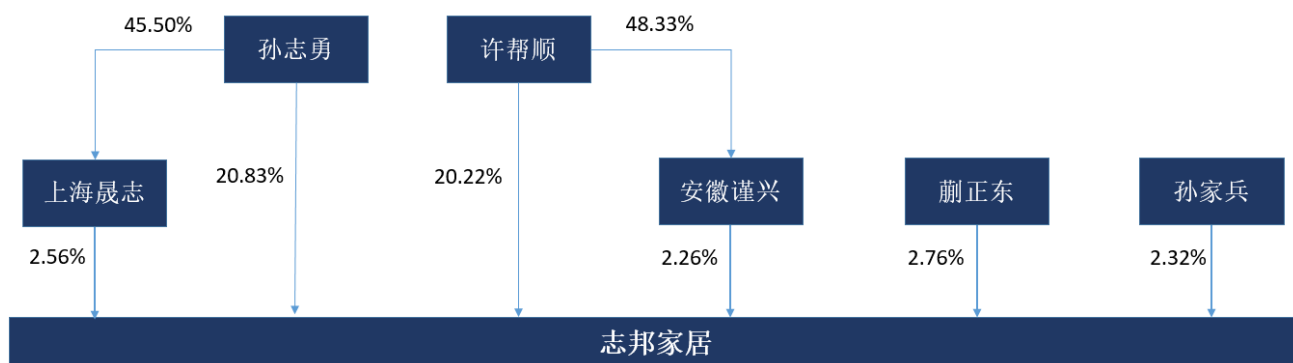
图6: 公司归母净利润持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

股权结构稳固, 充足激励绑定核心团队。公司实控人孙志勇先生与许帮顺先生共同创立志邦家居, 目前分任董事长和总经理。两人在家具行业经验丰富, 分别持股 20.83%、20.22%, 并分别通过上海晟志、安徽谨兴间接持有公司股份 2.56%、2.26%, 合计控制公司股权 46%, 股权结构较为稳固。公司先后引入项目管理、阿米巴经营管理、流程管理等管理工具, 持续优化公司管理体系。2019-2020, 公司实施了两期股权激励, 共涉及 217 人, 合计股权比例约 2.7%, 业绩考核要求为 2019-2021 年营收和净利润相比于 2018 年增长 12%、24%、40%, 公司均超额完成目标。股权激励激发员工主观能动性, 有利于绑定核心团队, 为过去的三年发展提供动能。

图7: 股权结构图 (截至 2022Q1)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

管理团队年轻化, 打造奋斗者文化。2021 年公司顺利完成董事会换届和管理团队的变更。新任高管团队平均年龄仅 40 岁左右, 年轻且经验充足。公司以市场化方式引进职业经理人, 开展志多星校园招聘计划, 从高层、中层、新晋员工三层进行系统性人才补充。公司鼓励奋斗者文化, 持续建设年轻干部梯队, 同时后续有开启新一轮股权激励的计划, 充分提高公司活力。

表2: 高管团队呈现年轻化

高管姓名	职务	出生年份	过往经历
孙玲玲	董事、副总裁	1984	历任志邦家居人力资源中心总监、零售事业部、零售

			事业部总经理。
石磊	董事、副总裁	1984	历任志邦家居工程销售总监、工程事业部总监、工程事业部总经理。
夏大庆	董事、副总裁	1979	历任志邦家居建店部负责人、产品研发总监、公司研发中心总经理。
纵飞	董事、产供事业部总经理	1978	历任志邦家居综合柜体类生产负责人、厨柜品类生产负责人。
李玉贵	家配事业部负责人、监事会主席	1982	历任志邦家居品质控制委员会秘书长、志邦家居培训中心总监、成品开发中心负责人。
陈一男	整装事业部负责人	1979	历任志邦家居培训中心负责人、IK事业部运营负责人、零售事业部副总监、整装渠道负责人。
周珍芝	财务总监	1981	历任志邦厨柜财务经理、财务副总监、证券事务代表。
孙娟	董事会秘书	1979	历任志邦南京销售公司财务负责人，营销领域财务负责人、预算部负责人。

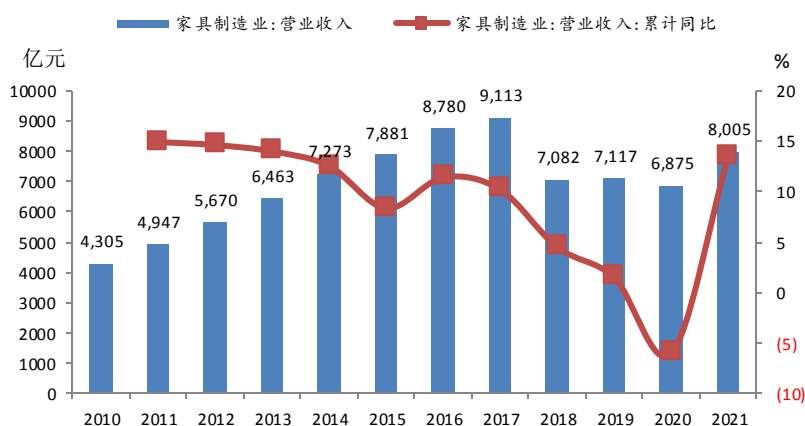
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 定制家具行业集中度有望提升，渠道变革有机会

2.1 定制家具行业广阔，目前行业集中度较低

家具行业增长速度有所放缓，但是整体规模巨大。根据国家统计局数据，2021 年规模以上家具企业的收入规模为 8005 亿元，同比增长 13.5%，较疫情前已有较好增长。从行业发展阶段看，家居行业在 2010-2017 年经历了较快的发展，复合增速超过了 12%，自 2017 年起行业增速有所放缓，近几年的复合增速降至个位数，主要系随着城市化进程放缓、人口增长红利消退有关。未来，家具行业总量增速将维持低位，但是在家具用品朝着智能化、绿色环保化方向升级，会给整个市场带来巨大的空间，行业规模将在未来几年超过万亿级别。

图8：规模以上家具企业收入规模及增速

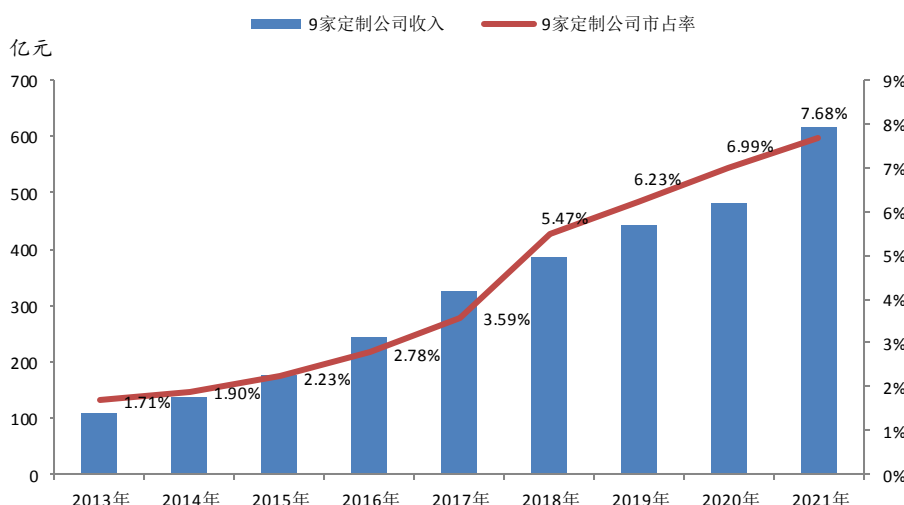


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

注：2018 年收入规模出现下滑，但增速保持正增长，原因为统计局统计口径有变化，同比数据为可比口径下的计算结果。

定制家具行业广阔, 可容纳多巨头, 集中度有所提升, 整体仍然较低。家具市场规模近万亿, 我们认为能够孕育出多个巨头。定制家具行业主要的 9 家上市公司看, 2013 年市占率仅为 1.71%, 行业极其分散; 至 2021 年 9 家公司的市占率已经提升至 7.68%, 提升幅度明显。定制家具行业集中度在 2017-2018 年有明显提升, 主要系主要公司集中在 2017 年上市, 上市后的公司加速产能及渠道的拓展步伐, 使得整体市占率有所提升。但是目前头部公司的市占率仍然处在较低位置, 头部公司依托渠道布局和品牌优势逐步进行品类拓展, 将驱动市占率持续提升, 行业的集中度有望进一步提升。

图9: 9 家上市定制家具公司收入及市占率



资料来源: 公司公告, 国家统计局数据, 东兴证券研究所

表3: 主要定制家具公司的上市时间和近五年收入 CAGR

证券简称	证券代码	上市日期	2021 年收入 (亿元)	过去 5 年 CAGR
索菲亚	002572. SZ	2011/4/12	104. 07	18. 10%
好莱客	603898. SH	2015/2/17	33. 71	18. 66%
江山欧派	603208. SH	2017/2/10	31. 57	32. 73%
尚品宅配	300616. SZ	2017/3/7	73. 10	12. 67%
皮阿诺	002853. SZ	2017/3/10	18. 24	23. 67%
欧派家居	603833. SH	2017/3/28	204. 42	23. 43%
金牌厨柜	603180. SH	2017/5/12	34. 48	25. 69%
我乐家居	603326. SH	2017/6/16	17. 25	20. 60%
志邦家居	603801. SH	2017/6/30	51. 53	26. 83%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

品类拓展助力集中度提升。定制家具公司的多品类运营符合公司的利益: 从销售端看, 家具各品类渠道重合度高, 拓门店相对容易; 家具种类繁多多样, 多品类甚至套系化的销售契合消费者便捷、美观 (一体化设计)、优惠的需求。从生产端看, 厨柜、衣柜、木门在生产工艺和材料方面重合度高, 多品类经营能助力定制家具公司降低边际成本, 形成规模优势。但同时, 多品类销售也对定制家具公司的供应链能力和品牌力提出了更高的要求, 因此头部公司在品类拓展上更加顺利, 行业集中度持续提升。一线头部公司如欧派、索菲亚已进入整家定制, 品类边界拓展至软体家具、家电, 为金牌等二线头部公司提供品类拓展范例。

表4：部分定制家具企业品类拓展时间

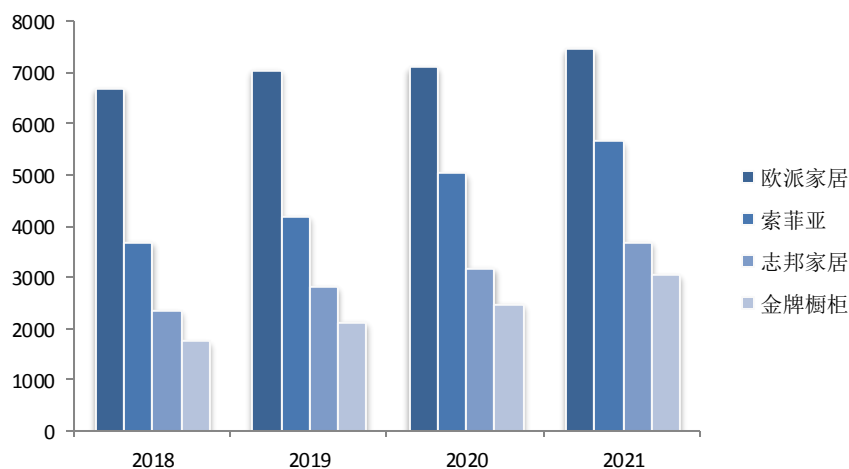
公司	厨柜	衣柜	木门	卫浴
欧派家居	1994 年	2006 年	2010 年	2003 年
索菲亚	2014 年	2003 年	2017 年	
志邦家居	1998 年	2015 年	2018 年	
金牌厨柜	1999 年	2017 年	2019 年	
江山欧派	2019 年		2006 年	
好莱客	2018 年	2002 年		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 下沉市场有空间，渠道变革有机会

渠道下沉拓展渠道空间，头部公司市场覆盖度高，二线公司仍有空间。在低集中度且规模庞大的家居市场中，各家头部公司仍有足够空间拓展业务，一线头部公司的发展路径可作为志邦等二线公司的参照。从网点数量看，头部的公司欧派、索菲亚其网点数经过多年的发展，网点布局已相对成熟，未来更多的靠多品类的发展提升网点的品类配套，进而提升客单价，来继续抢占市场。以志邦为代表的第二梯队企业，网点下沉和加密仍有较大空间，近几年门店数保持着较好的增长势头。从经销模式来看，欧派等企业已打破一城一商的原则，对于大城市按照商圈来规划门店，并推进三级分销拓展门店，使得网点布局更加贴合终端需求。志邦等企业目前在大城市仍主要采用大商，未来通过模式的转变对单一地区进行深度挖掘仍有空间。

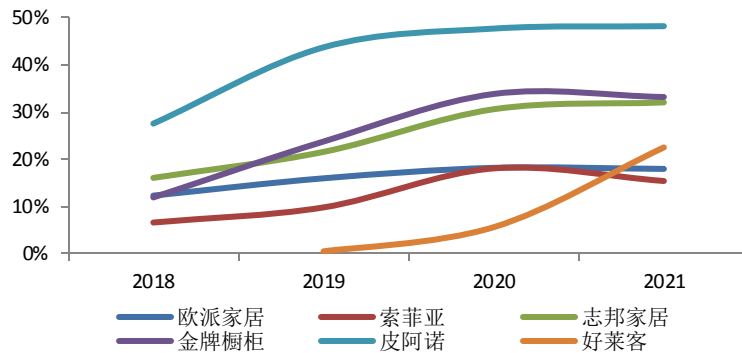
图10：4家上市定制家具公司门店数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

大宗业务和家装业务，带来行业新的渠道变革。除了传统零售渠道的建设，新的渠道模式在家居企业渠道结构的占比在提升。随着消费习惯的改变，精装房带来的大宗业务在过去近年发展迅速，未来家装一体化使得家装渠道成为家具企业争夺的重点。过去几年主要家具企业大宗业务占比在提升，整装业务在2021年增速也在加快。我们认为，新渠道模式能满足消费者整家设计、便捷的需求，重要性将继续提升，为各头部公司带来超越竞争对手的机遇。

图11: 定制家具公司大宗业务占比变化

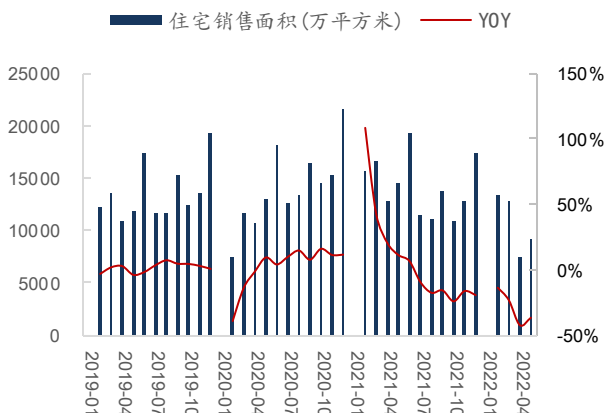


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 地产需求转好迹象显现, 有助于家居需求释放

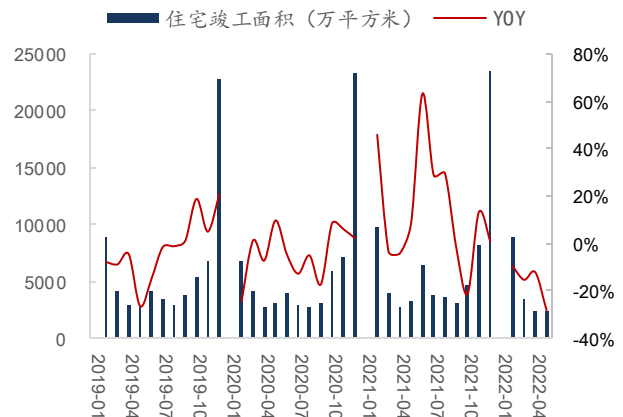
地产销售数据处于低谷, 政策端持续放松。房产销售面积自 2021 年 7 月以来持续同比下滑, 竣工面积自 2022 年以来也开始同比下滑。家居需求当前主要来自新房, 在地产竣工下滑压力下, 需求未来或将持续承压。2022 年政府工作报告把“稳增长”放在更突出的位置, 因城施策宽松的城市数量持续提高; 5 月份央行对首套房降利率 15 基点; 民营地产商公开市场融资功能有望逐步恢复。今年以来地产政策持续放松, 推动地产销售数据走出低谷。

图12: 住宅销售面积去年下半年以来持续下滑



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

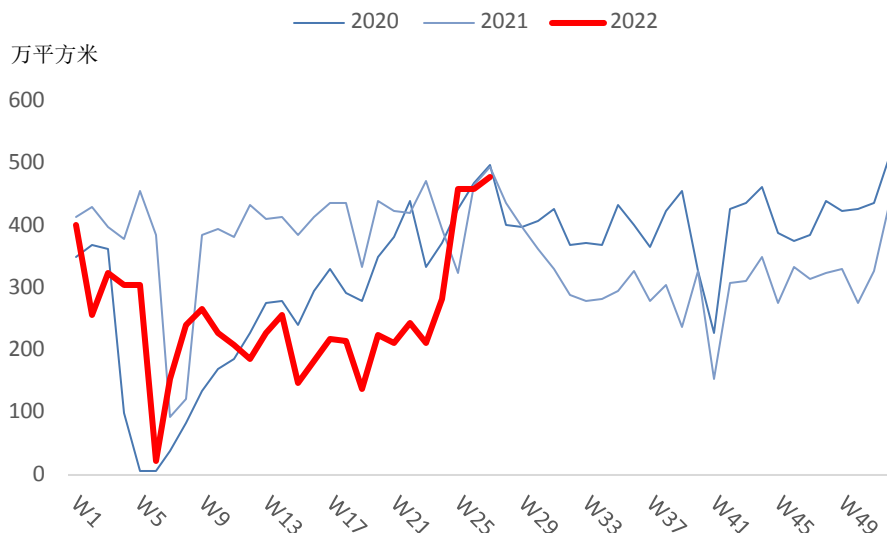
图13: 住宅竣工面积今年以来开始下滑



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

6 月地产需求数据转好, 有望助力家居需求修复。30 大中城市商品房成交面积自 6 月第三周环比大幅提升, 已连续三周持续向好; 6 月百强房企全口径销售金额环比+60.1%, 同比-43.0%, 环比收窄 17pct。从数据端看新房销售 6 月已呈现明显复苏迹象, 当前大型城市复苏更为明显。一线城市有望通过放开供给继续提振销售, 低线城市随地产政策持续回暖以及需求鼓励政策的逐步见效, 地产需求数据有望出现好转。地产需求转好有望提振地产商和消费者信心, 最终提振家具业需求, 其中龙头公司高线城市占比高, 将率先受益需求提振。

图14：30城商品房成交面积6月中旬后明显回暖



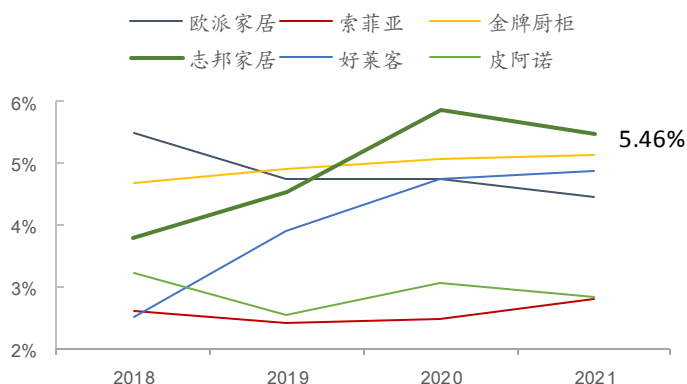
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 衣柜高速增长，大家居打开空间

3.1 建设强竞争力中台，助力大家居战略推进

强化研发，提高产品力。公司重视产品力的研发，2021 年研发费用率 5.46%，近几年研发投入在行业内都处于领先。公司发力家居空间的研发，整合厨柜、衣柜、木门、成品四大品类的资源，以产品整家全品类的模式进行融合式规划及开发，实现产品开发的套系化。公司针对不同渠道特性开发渠道特供产品，全品类产品空间与多组合功能模块相结合，重点开发套系化全屋产品及卫浴等单品。具备全屋产品体系构建能力是大家居战略的基础，持续投入助力多品类销售推进。

图15：公司研发费用率在行业内处于前列



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

以设计提升竞争力，助力大家居战略推进。公司已搭建设计师平台“志邦设计谷”，打造专属志邦设计团队互动交流平台，合作设计师近 8000 人。公司通过平台系统地管理设计团队，实现设计案例资源共享，赋能

经销商快速培养设计团队, 并解决设计订单消化问题。公司开发的全屋设计软件 3.0 版, 全线导入公司各产品, 已在多城市推广应用。设计软件能快速出具 3D 效果图, 兼具 VR 呈现、自动报价与一键下单功能, 打通设计到安装的全流程, 提高客户满意度。全品类的销售对设计端提出更高的要求, 公司持续构建并打磨的设计中台, 有望助力大家居战略的顺利推进, 及门店的快速拓展。

图16: 志邦设计谷



图17: 云设计软件功能演示



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

形成营销传播矩阵, 塑造全国家居品牌。公司重视对品牌的打造, 持续投放广告, 并采用“品销结合”促销落地品牌。1) 公司广告已布局全球: 纽约时代广场、CCTV 新闻频道、全国近 70 个大中型城市的机场、高铁站公司持续投放; 此外, 公司联合经销商在当地投放, 目前已覆盖全国一千余个城市。2) 2019 年签约周杰伦为品牌代言人, 塑造年轻化、时尚化品牌形象。3) 打造全国营销活动“男人下厨节”, 当前已持续运作 6 年, 2021 年总曝光达 12.97 亿次。公司持续在营销端投入, 有望顺利打造全国性品牌, 推动业务在全国的拓展。

图18: 连续六年男人下厨节系列宣传片

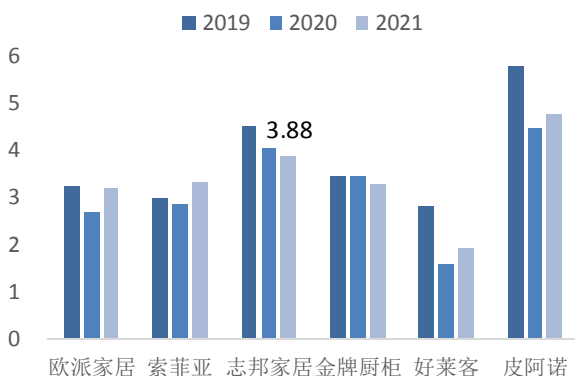


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

持续打造数字化工厂, 提升生产交付能力。目前公司投入使用的五大生产基地均在合肥市, 包含厨柜、衣柜、木门等产线, 并包含贴面、膜压、成品等家具配套, 各基地聚集一城, 协同效率较高。此外, 公司已开始建设清远基地, 规划产值 25 亿元, 助力南方市场的拓展。公司持续推进数字化改造, 数字化车间自动化已达 70% 以上, 基本实现全程数控。采购端导入 SRM 系统提升效率; 配送端实现业务流程可视化监控, 借助 TMS 系统推广中心仓业务模式, 降低运输成本; 生产端构建生产计划 APS、生产执行 MES、仓储 WMS 等数字

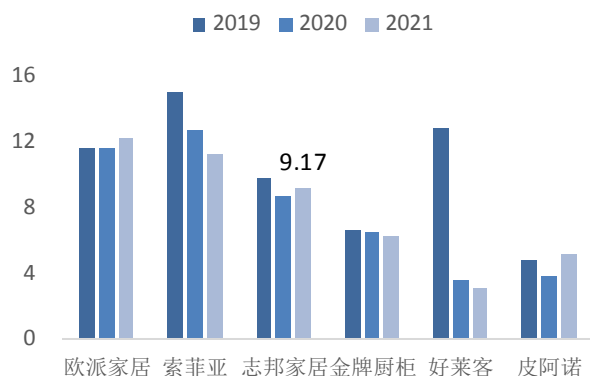
化系统，以提升材料使用率、生产交付能力以及人均效能等。此外，公司在清远基地率先引进德国豪迈柔性生产线；联合中科大、三维家成立“先进制造联合实验室”，赋能数字化升级。志邦家居行业领先的数字化改造有效提高生产人均效能、资产周转率，其中生产人效显著高于同业。

图19：志邦固定资产周转率处于行业前列



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图20：志邦存货周转率处于行业较好水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图21：志邦家居生产人员人均创收高于同业

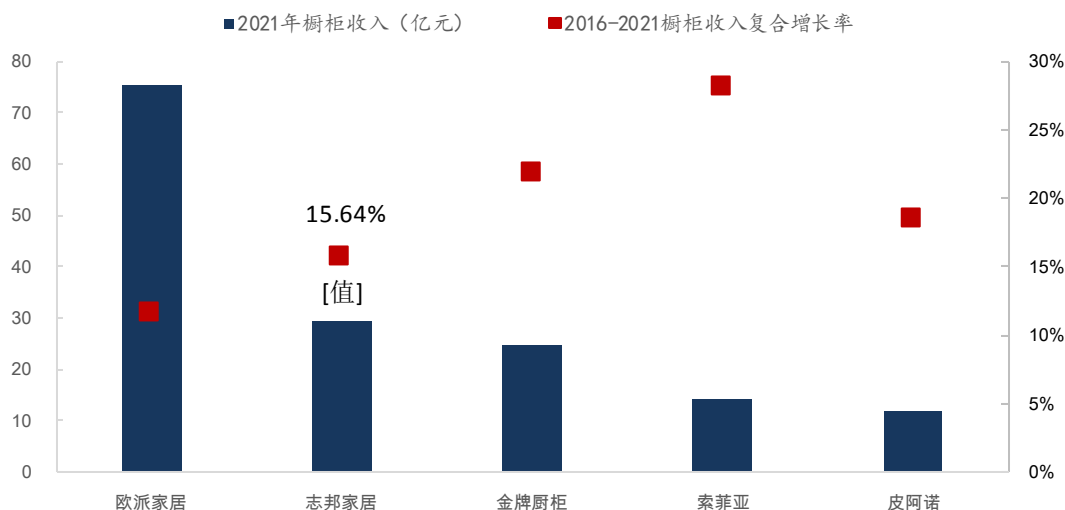


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 厨柜业务规模行业前列，衣柜业务收入高增且盈利能力持续提高

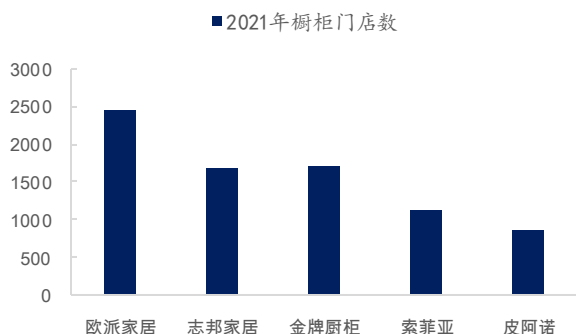
厨柜业务规模居于行业前列，是公司基本盘。2021年公司厨柜业务的规模为29.34亿元，已位于行业第二；2016-2021年公司厨柜业务复合增长率为15.64%，保持稳健增长。渠道方面，2021年公司已有厨柜门店1691家，居行业前列，公司持续通过空白市场覆盖和渠道下沉提升门店数量。工程渠道中厨柜占80%以上，公司大宗业务收入近年来快速增长，领先行业，已建立业内良好口碑。公司多年来在设计、营销、数字化的投入，使得公司厨柜在品牌力和产品力得到消费者和B端客户的认可。与头部公司对比，志邦零售和大宗均仍有较大的提升空间，随着公司对空白市场的覆盖以及中台的继续建设，厨柜业务仍有望继续保持稳步增长。厨柜业务建立的渠道、品牌和产品优势将助力公司顺利拓展品类。

图22：公司厨柜业务规模行业第二，保持稳健增长



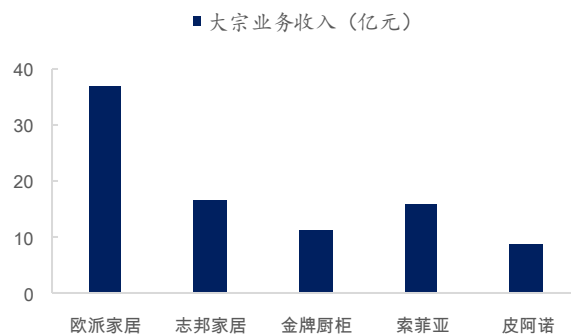
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图23：公司厨柜门店数业内领先



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

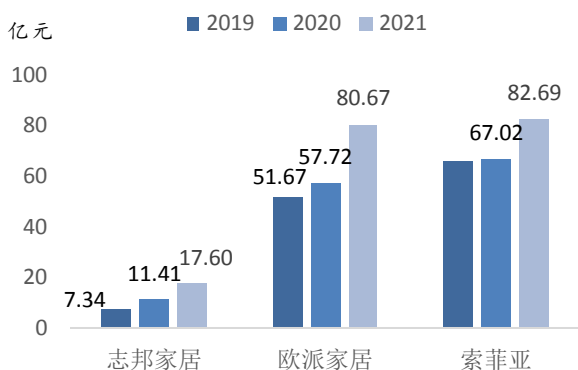
图24：公司大宗收入距同业有增长空间



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

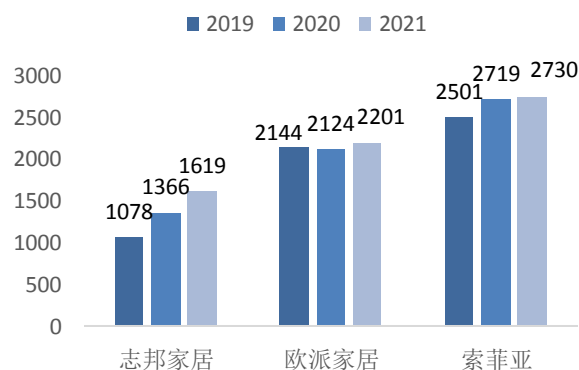
衣柜业务后发制人，处于高速发展阶段。公司 2015、2018 年分别推出衣柜、木门产品，持续快速增长，目前收入占比分别为 34%，3%，预计未来衣柜仍是公司重要增长动力。衣柜 2021 年年收入已达 17.6 亿元，实现年 54% 的增速。欧派、索菲亚衣柜规模均在 80 亿元以上，远高于公司：门店数量上志邦与欧派、索菲亚有差距，公司仍存在空白市场，短期内衣柜仍将保持每年 200 家以上的开店速度；店效存在差距，未来志邦新店店效提升将发力，多品类销售提高客单价以及门店不断汰弱留强将在中长期持续提升店效水平。随品牌力的积累、营销的持续投入，志邦有望推动家品配套率不断提升，顺利推进多品类销售。

图25：衣柜收入高速增长，与同业相比空间大



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

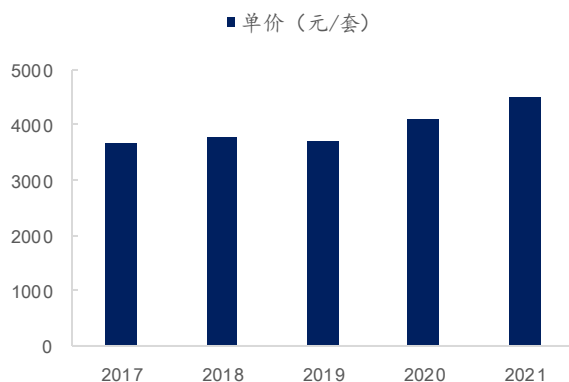
图26：衣柜门店数量仍有提升空间



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

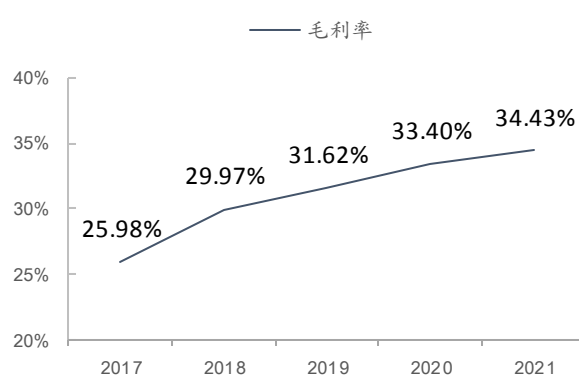
规模效应推动衣柜毛利率持续上升。随着全屋定制的推动以及品牌力的提升，衣柜客单价呈现持续上升的态势，考虑到当前家品配套率仍然较低，未来衣柜单价有望继续增加。随着衣柜规模的提升、供应链端的优化以及单价的提升，衣柜的毛利率也在持续提高。2015年欧派衣柜收入13.37亿元，毛利率33.41%，均与当前志邦相近，近年来欧派衣柜毛利率维持在40%左右。考虑到志邦衣柜规模继续提升以及数字化的推进，衣柜毛利率有望持续增涨。2018年公司衣柜业务达到盈亏平衡，毛利率提高将推动利润端增速高于收入。

图27：衣柜单价呈上升趋势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图28：志邦衣柜毛利率持续提高



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 品类拓展打开增长空间

品类边界拓展至软体，契合消费者需求。公司持续进行品类的拓展，逐步开发厨电、墙板、窗帘等配套品。公司当前已推出29800元整家定制套餐，套餐不仅包括全屋定制中的定制柜类及配套品，还包含沙发、床，合作品牌包括丝涟、RG等中高端品牌。公司套餐覆盖主要家具品类，价格与同业差别不大；合作品牌保持高端调性，同时也与同业形成差异化。便捷的一站式购物体验、统一的设计风格以及优惠的价格，充分契合消费者需求。全品类的销售以及与海外大品牌的合作，助力公司提高客单价，同时提升品牌力。

表5：部分公司整家套餐对比

公司名称	价格（元）	套餐内容
志邦家居	29800	21 平方定制+4 平方墙板+大牌 9 件套（丝涟皮床+丝涟床垫+意大利 RG 功能沙发+岩板餐桌椅+床头柜）
欧派家居	29800	20 平方定制+布拉格系列沙发（+贵妃位）+一桌四椅+茶几+皮床+床垫+3 平方背景墙
索菲亚	39800	20 平方定制 + 芝华仕 8 件套（真皮沙发、茶几、餐桌、餐椅） + 舒达 2 件套（真皮床 + 乳胶床垫） + 3 平方背景墙 + 7 平方橱柜 + 999 元送卡萨帝烟灶 2 两件套
顾家家居	49800	22 平方定制+10 件软体家具（沙发+茶几+一桌四椅+床+床垫）+配件包（拉手、抽屉、挂衣杆等）

资料来源：各公司官网、官方公众号，东兴证券研究所

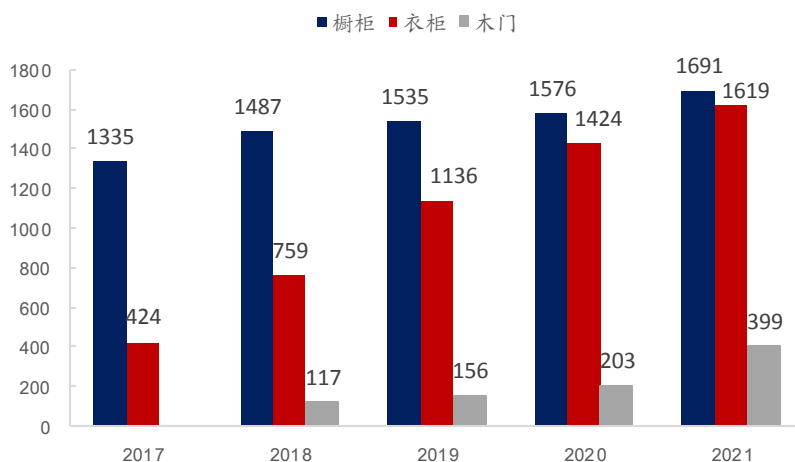
多品类销售将助力客单价提升，带来收入利润双增。公司在设计和营销上的投入为品类拓展提供坚实基础，同时公司不断推动终端销售人员引导顾客多空间多品类销售。公司橱衣出厂客单价在部分大城市已能达到 7 万左右的水平，但整体仅为 1 万左右，提升空间较大。公司积极拓展融合店，后续新店将包含大量融合店同时积极改造存量店，推动橱、衣、木、家品协同发展，提高产品整体竞争力。软体家居当前仍处拓展阶段尚未考虑盈利，未来随规模提升有望提供利润增长点。

4. 门店增长叠加品类拓展，零售有望成为主要增长点

4.1 空白市场开拓+渠道下沉，推动门店数量继续增长

门店快速拓展，新老品类协同发力。2021 年公司总门店数量 3742 家，近年来保持较快的增长速度，其中新品类衣柜、木门门店增速较高，同时橱柜门店也保持持续增长，主要来自华东外市场的持续拓展以及渠道的不断下沉。同样以橱柜起家的欧派家居，当前零售门店总数在 7000 家以上，各品类门店数均多于志邦。

图29：橱柜门店数量稳步提升，衣柜、木门快速开店



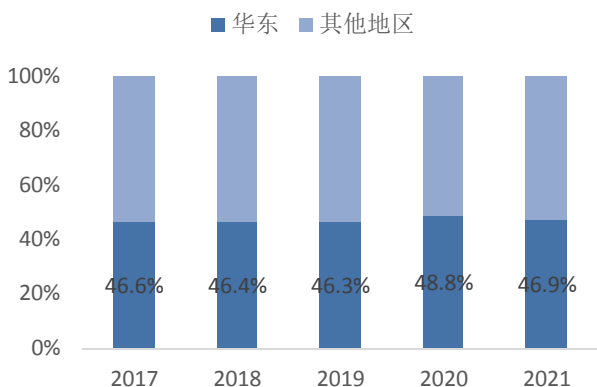
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：直营门店未列出；IK 整装店包含在衣柜门店内

积极开拓华东外市场。公司自安徽起家，深耕华东市场，已形成较强优势。2021 年公司在华东地区销售额 24.2 亿，占收入 46.9%，在华东区的收入规模为上市公司第二，仅次于欧派。2018 年起“南下”成为公司重要战略，2019 年公司设立广州直营子公司，率先在广州拓展门店，以广州市场为标杆覆盖华南市场，同时布局

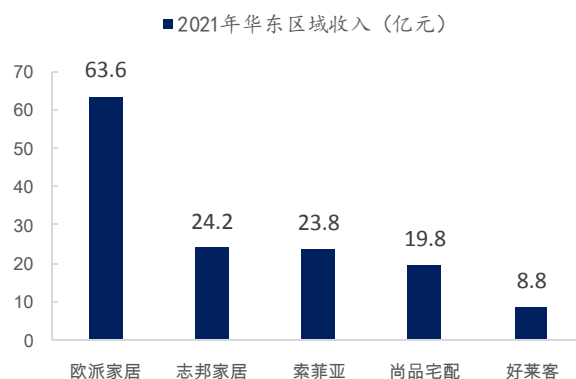
清远生产基地。与欧派对比，公司在华南地区及各重点城市门店数量均存在较大差距。开店将助力公司做大华南市场，目前华南市场仅占收入约 6%，近 4 年来持续保持 30% 左右的增速。公司也逐步推进其他区域的开拓，利用在华东地区积累的运营经验和品牌力积极拓展空白市场。

图30：华东区域收入占比高，是公司优势区域



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图31：同业华东区域收入对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

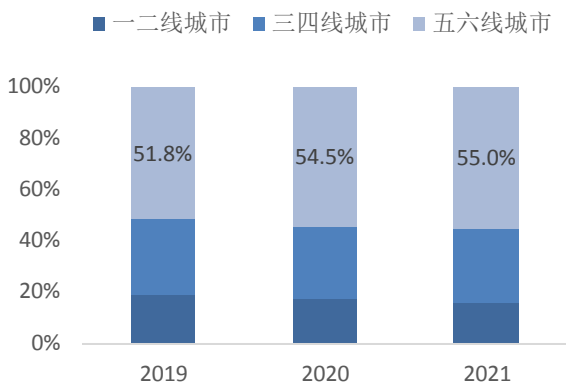
表6：华南地区及广东重点城市门店数量对比

	欧派家居	志邦家居
华东地区合计	1405	892
华南地区合计	641	173
广东省部分城市门店对比		
广州	42	24
深圳	65	15
佛山	45	10
东莞	13	7
珠海	13	6
惠州	24	5

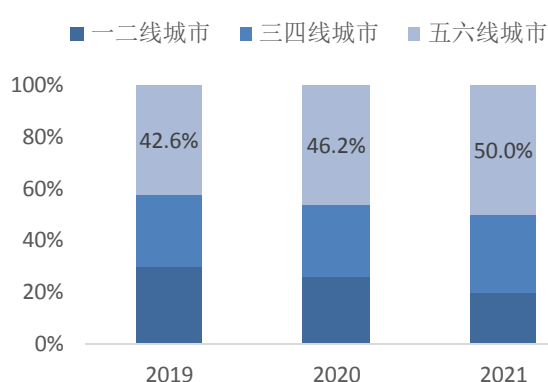
资料来源：公司官网、公司公告，东兴证券研究所

注：欧派各地区门店总数来自 2021 年报，仅包含橱柜+衣柜+木门；志邦各地区门店总数来自官网统计，两者数据可能有误差

持续推动渠道下沉。公司近年来持续推进渠道的下沉以及门店加密，不断巩固在优势地区的行业地位。近年来橱柜和衣柜在低线城市的收入占比不断增加，尤其推动华东区域收入持续快速增长。率先布局大城市做标杆，之后不断推进下沉及加密，有望推动各区域市场持续开拓。我们认为空白市场拓展+渠道深耕下沉将持续推动公司零售门店数量增长。

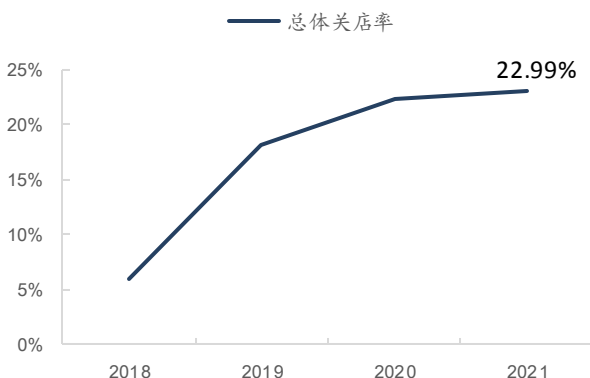
图32: 厨柜收入分城市


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

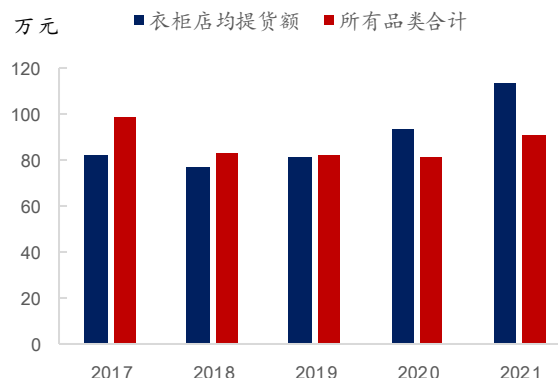
图33: 衣柜收入分城市


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

强化经销商管控, 门店经营效率有望持续提高。随着新店不断开设, 公司持续强化对经销商的管控, 实行如加强考核、提高淘汰率、提升门店关店率、细化对经销商的管理颗粒度等措施。2019年起公司在快速开店的背景下, 关店率显著提高。随着门店运营成熟化, 近年来衣柜店均提货额持续提高, 整体提货额水平也保持稳中有增的态势, 即使近年渠道均处在持续下沉的过程中。我们认为设计和数字化的投入将继续提高门店经营效率, 叠加未来公司多品类销售的推进, 融合门店占比的提高, 公司店均提货额有望实现持续提高。

图34: 2019年起关店率显著提高


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图35: 衣柜店均提货额持续提高


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

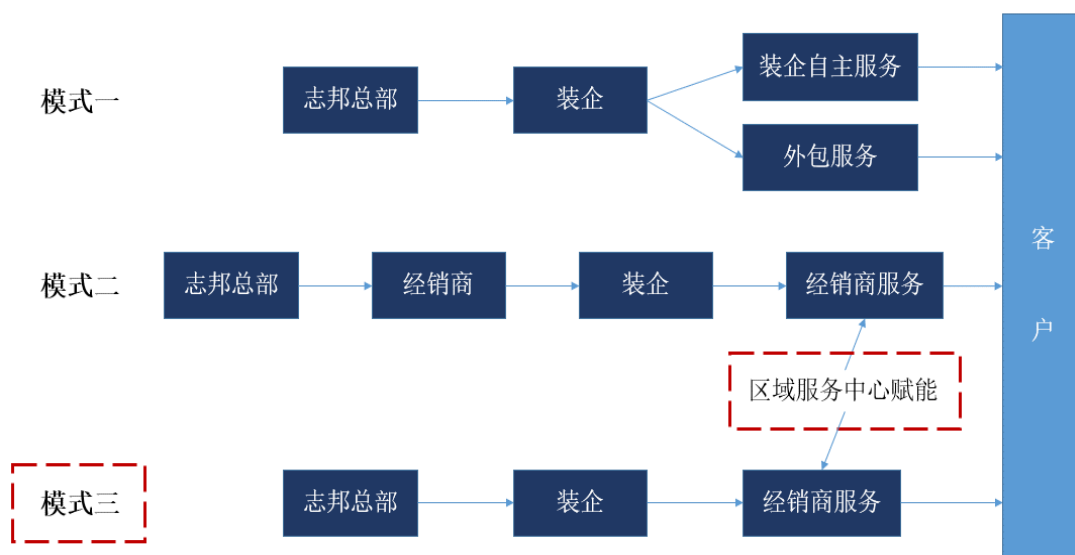
4.2 整装模式逐步成熟, 持续高增有望

提高整装战略地位, 快速发展值得期待。2021年公司整装业务收入超3亿, 增速达100%以上, 2022年公司进一步提高整装战略地位, 并设立高速增长目标。公司加强整装团队力量, 针对整装定位的年轻消费人群, 开发符合装企套系风格的套细化产品, 建立标准化门店, 与第三方共同开发整装渠道专用软件。公司通过与全国性装修企业合作, 树立标杆, 加以专项支持推动加盟与地区性装企合作。目前整装收入大部分来自经销商与装企的合作; 另外一部分是公司性与全国性大装企合作, 为整装业务开拓打下基础。

强化与全国装企合作, 建立“超级邦”装企服务体系。公司将发力与大型装企的合作, 探索总对总签约、加盟商做服务, 三方合作的模式。2022年公司发布“超级邦”装企服务体系: 公司将在全国设立区域服务中心,

用机构保障服务落地，计划 2022 年新增 10 城，2023 年达到 50 城；建立集设计、生产、配送、仓储、安装、交付为一体的全托体系，以供应链能力赋能装企，保证交付，并建立维保服务体系；形成总部+区域服务中心+加盟商三级立体式服务，同时以装企满意为导向，进行年度评价。“超级邦”装企服务体系的建立有助于加速与装企的合作，叠加公司供应链和套系化设计能力的持续提升，整装业务有望快速推进。

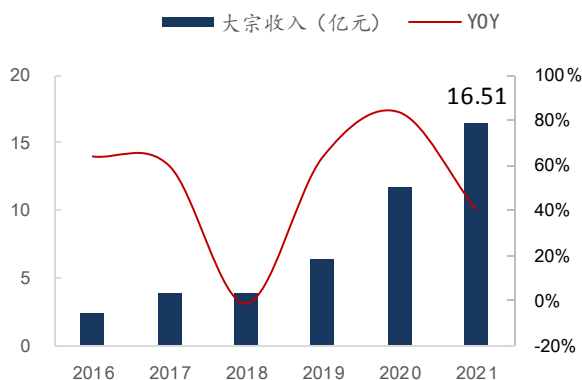
图36：公司积极探索总对总签约，三方合作的整装模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 大宗业务强风控，有望稳健发展

大宗业务积累生产交付优势，看好未来保持稳健增长。近年来精装房市场快速发展，公司凭借较强的竞争力，大宗业务实现快速发展，CAGR5 达到 46%。大宗毛利率近年来维持在 40%左右的高水平，净利率在 10% 左右。2021 年地产政策收紧，房企信用风险暴露，精装修市场增长放缓，公司大宗业务仍实现 40.59% 的增速，收入达 16.51 亿元，毛利率受竞争加剧影响下降约 3pct。公司数字化经营、生产、交付体系以及零售级产品质量，得到了地产合作公司的认可，2021 年公司获得中国房地产开发企业 500 强地产首选品牌等奖项。公司大力拓展优质战略合作地产客户，2021 年百强地产客户占比达 34%。2021 年目前厨柜在大宗中占比约 88%，木门、衣柜仍有导入空间。我们认为地产精装长期装修趋势不变，竞争加剧也为大型企业带来占有率的机会，志邦大宗业务有望保持稳健增长。

图37: 大宗收入保持快速增长趋势


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

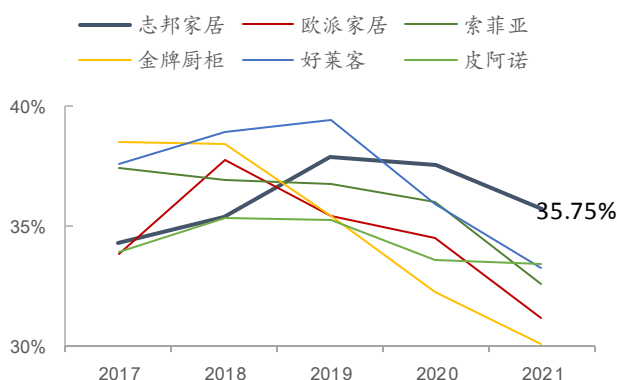
图38: 大宗业务毛利率情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

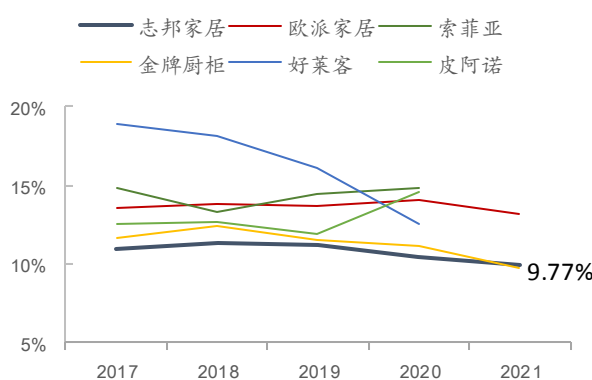
继续推进代理商模式, 持续强化风险控制。公司采用工程代理商和自营并进的模式, 逐步推进代理商模式占比提升。代理商模式保证公司稳定且快速的回款, 同时公司持续强化风险控制, 降低大客户占比, 前五客户占比 2021 年下降到 10% 左右。在 2021 年房企信用风险暴露的情况下, 公司仅计提约 5000 万应收坏账。未来公司将进一步强化风控, 加大开发战略客户和优质代理商。

5. 财务分析: 高资产周转率驱动优秀的 ROE 水平

毛利率处行业高位, 销售费用高投放。公司毛利率在行业中处于较高的水平, 净利率相对稳定但低于行业平均, 主要因为公司费用投放较高。其中销售费用率显著高于同行, 管理费用率处平均水平, 公司在业务拓展期保持较高的销售费用投放。毛利率从渠道看, 预计大宗业务占比及毛利率维持稳定; 从品类看, 衣柜毛利率预计稳步上升, 同时木门、配套品等低毛利产品占比提升, 考虑到原材料价格将回落, 预计整体毛利率将稳中有升。我们认为配套品不需销售费用投放, 预计销售费用率稳中有降; 管理费用方面, 预计整体稳健, 摊销股权激励费用是主要变量。综合考虑, 预计整体净利率保持稳定。

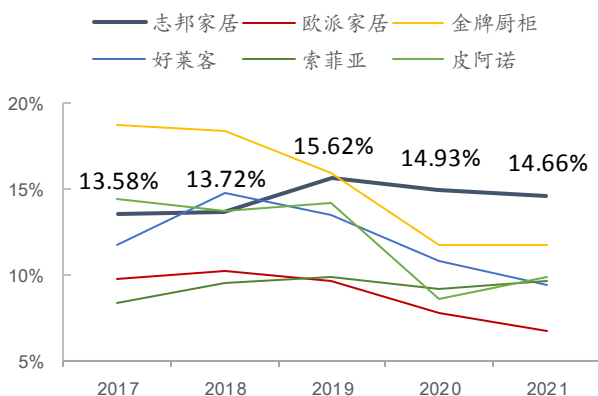
图39: 毛利率对比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图40: 净利率对比


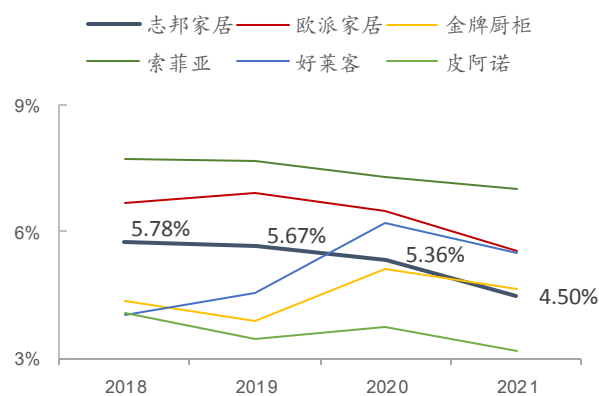
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图41：销售费用率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

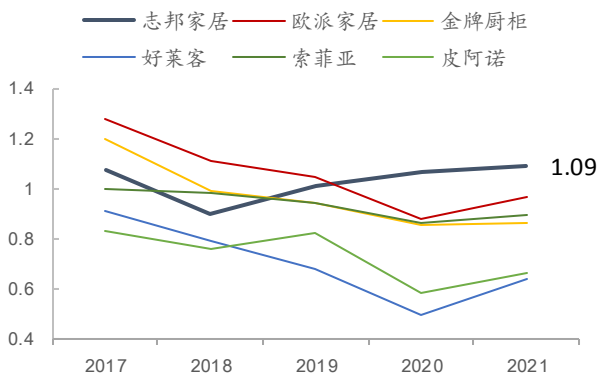
图42：管理费用率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

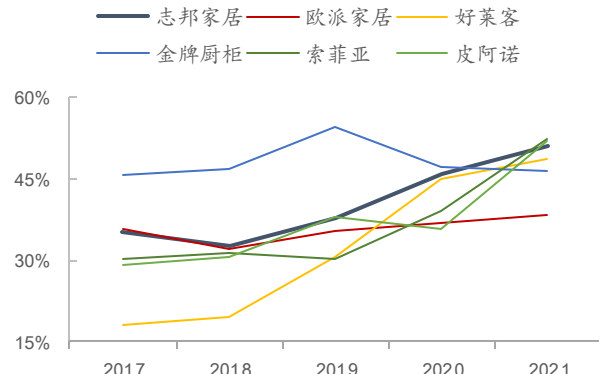
总资产周转率优于同业，资产负债率略有上行整体处在健康水平。公司随着数字化推进及生产运用效率的提升，固定资产、存货、现金周转率维持高位，近两年总资产周转率在行业中处于最好的水平。拆分看，公司高周转率主要来自固定资产周转率较好，应收周转率处于一般水平，主要受占比较高的大宗业务影响（公司将部分应收款计入合同资产，因此我们用营业收入/（应收账款+应收票据+合同资产）表示应收周转率情况。）公司资产负债率近年来有上行，主要系应付账款和应付费用的增加，负债率整体处在行业内正常水平。

图43：总资产周转率对比



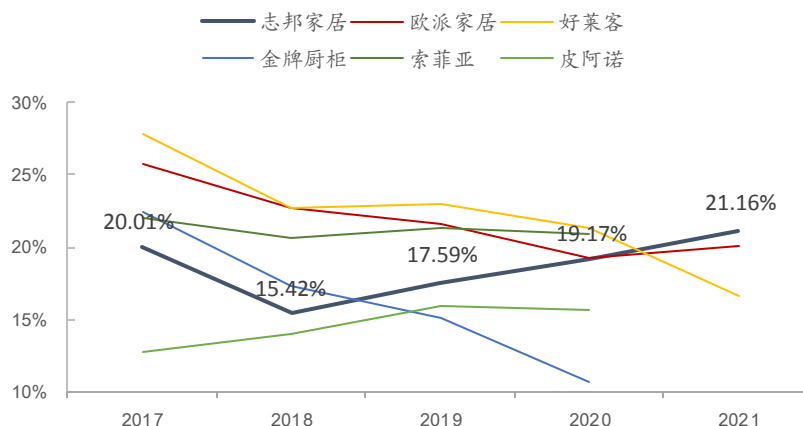
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图44：资产负债率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

ROE 持续提升，当前处于行业前列。综合来看，公司近三年 ROE 水平近年来不断提升，目前达到同业领先的水平。后续盈利能力预计稳定，数字化有望推动资产周转率持续提高，ROE 有望保持行业内高水平。

图45：ROE（加权）对比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

收入假设：

零售业务：2022-2024 年间，厨柜门店年均开店 50 家，衣柜、木门年均开店 150、200 家左右，整体店提货额年均增 5%左右。

大宗业务：2022-2024 年整体保持平稳，其中厨柜稳中有增，衣柜、木门继续导入。

毛利率：2021 年，因原材料价格上升对公司毛利率造成压力，今年以来板材等价格有所回落，下半年原材料压力或能逐渐缓解；叠加大宗业务增速低于零售，我们预计 2022 年后毛利率将保持稳健上行的态势。

费用率：预计各业务费用比例保持稳定，但考虑到费用消耗较少的其他品类占比提升，预计费用率整体微降。

收入&净利润：综合上述因素，预计公司 2021-2023 年实现营收 62.61、75.67、91.42 亿元，归母净利润为 6.06、7.26、8.96 亿元。

表7：盈利预测表

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
厨柜					
营业收入	24.99	29.34	31.00	33.50	36.18
YOY	18.02%	17.43%	5.67%	8.05%	8.00%
毛利率	41.84%	40.50%	40.65%	41.00%	41.00%
衣柜					
营业收入	11.41	17.60	24.43	32.25	42.03
YOY	55.34%	54.25%	38.85%	31.97%	30.34%
毛利率	33.40%	34.43%	35.51%	36.83%	37.00%

木门

营业收入	0.43	1.70	4.16	6.75	9.45
YOY	56.98%	291.53%	144.70%	62.38%	40.00%
毛利率	15.98%	13.04%	12.52%	13.00%	13.00%

其他

营业收入	1.58	2.89	3.01	3.17	3.33
YOY	89.96%	83.40%	4.24%	5.38%	5.00%
毛利率	13.80%	10.10%	3.11%	10.00%	10.00%

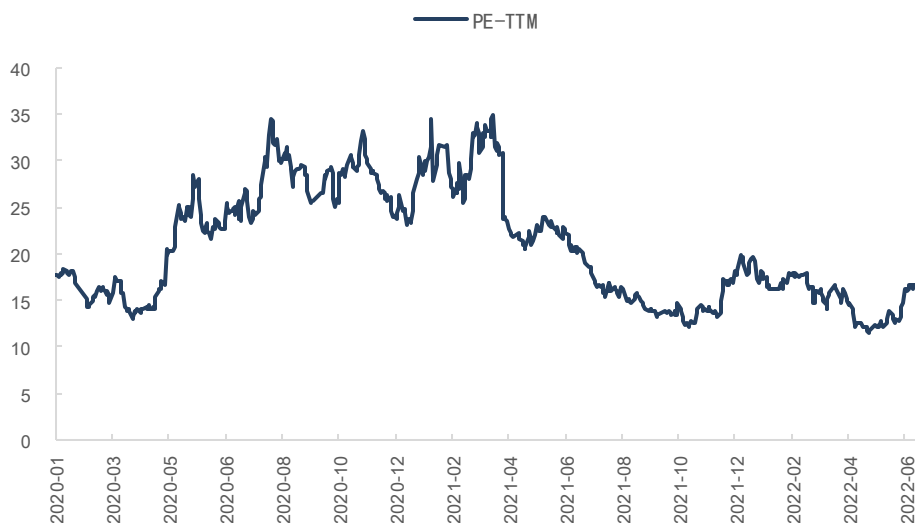
合计

营业收入	38.40	51.53	62.61	75.67	90.99
YOY	29.65%	34.17%	21.50%	20.87%	20.25%
毛利率	38.07%	36.24%	34.78%	35.43%	35.11%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6.2 投资评级

志邦家居持续投入强化中台，数字化进程领先同业，有望助力多品类多渠道顺利发展。发展方向上，公司积极布局华东以外区域市场，持续进行渠道下沉，开店空间较大。衣柜、木门处在快速发展期，规模效应驱动衣柜盈利能力持续提升。整装业务建立超级邦装企服务体系，链接经销商与装企，业务前景可期。工程渠道方面，公司积累了生产和交付优势，后续将继续强化风险控制。目前公司市值对应 2022 年业绩仅 14 倍市盈率，PEG 小于 1，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

图46：公司 PE-TTM 仍处历史低位

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表8：估值对比

股票简称	EPS (元)			PE			PB
	21A	22E	23E	21A	22E	23E	

志邦家居	1.62	1.94	2.30	15.13	12.63	10.65	1.76
欧派家居	4.38	5.10	6.01	33.71	26.85	22.80	5.70
索菲亚	0.13	1.52	1.83	165.24	16.43	13.69	3.97
金牌厨柜	2.19	2.71	3.33	17.59	10.34	8.40	1.76

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：除志邦家居外其余都采用 WIND 一致预期

7. 风险提示

地产销售回暖不及预期，原材料价格大幅波动，疫情影响终端需求。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	2490	2787	4275	6766	7570	营业收入	3840	5153	6261	7567	9142
货币资金	825	668	1943	4116	4721	营业成本	2378	3285	4069	4886	5931
应收账款	117	147	172	207	250	营业税金及附加	33	40	51	62	75
其他应收款	80	149	181	219	264	营业费用	574	756	905	1090	1312
预付款项	65	49	56	48	54	管理费用	206	232	259	363	402
存货	329	388	647	843	975	财务费用	3	-7	11	-14	-28
其他流动资产	73	127	138	151	151	研发费用	226	282	344	415	498
非流动资产合计	1639	2511	2349	2643	2817	资产减值损失	-20.96	-43.33	-1.00	-1.00	-1.00
长期股权投资	39	36	0	0	0	公允价值变动收益	1.31	5.28	3.29	0.00	0.00
固定资产	1191	1465	1502	1528	1774	投资净收益	14.92	-1.34	6.79	2.73	4.76
无形资产	136	232	223	214	207	加：其他收益	32.31	36.81	34.56	35.68	35.12
其他非流动资产	93	538	315	427	371	营业利润	436	552	663	801	989
资产总计	4128	5298	6624	9409	10387	营业外收入	1.55	2.98	2.27	2.62	2.44
流动负债合计	1814	2426	3222	5465	5768	营业外支出	8.41	5.08	6.74	5.91	6.33
短期借款	108	295	0	0	0	利润总额	429	550	659	798	985
应付账款	405	485	638	739	913	所得税	34	44	53	72	89
预收款项	0	2034	2968	5027	5036	净利润	395	506	606	726	896
一年内到期的非流	0	10	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	86	281	284	279	281	归属母公司净利润	395	506	606	726	896
长期借款	0	200	200	200	200	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	1900	2707	3506	5744	6049	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	29.65%	34.17%	21.50%	20.87%	20.81%
实收资本（或股本）	223	312	312	315	319	营业利润增长	13.35%	26.50%	20.19%	20.84%	23.41%
资本公积	919	806	806	806	806	归属于母公司净利	20.04%	27.84%	19.87%	19.85%	23.43%
未分配利润	1102	1422	1871	2407	3070	获利能力					
归属母公司股东权	2228	2591	3111	3657	4331	毛利率(%)	38.07%	36.24%	35.00%	35.43%	35.12%
负债和所有者权益	4128	5298	6617	9402	10380	净利率(%)	10.30%	9.81%	9.68%	9.60%	9.81%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.58%	9.54%	9.15%	7.72%	8.63%
单位:百万元						ROE(%)	17.75%	19.51%	19.48%	19.86%	20.70%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	649	496	1640	2814	1116	资产负债率(%)	46%	51%	53%	61%	58%
净利润	395	506	606	726	896	流动比率	1.37	1.15	1.33	1.24	1.31
折旧摊销	111.84	144.64	142.25	152.08	170.47	速动比率	1.19	0.99	1.13	1.08	1.14
财务费用	3	-7	11	-14	-28	营运能力					
应收账款减少	221	-30	-24	-36	-43	总资产周转率	1.06	1.09	1.05	0.94	0.92
预收账款增加	-370	2034	934	2058	9	应收账款周转率	17	39	39	40	40
投资活动现金流	-484	-516	35	-477	-318	应付账款周转率	10.68	11.58	11.15	10.99	11.07
公允价值变动收益	1	5	3	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	38	0	0	每股收益(最新摊	1.78	1.62	1.94	2.30	2.81
投资收益	15	-1	7	3	5	每股净现金流(最新	0.67	0.51	4.08	6.89	1.90
筹资活动现金流	-16	179	-400	-165	-193	每股净资产(最新摊	9.98	8.30	9.96	11.59	13.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	200	0	0	0	P/E	13.81	15.13	12.63	10.65	8.71
普通股增加	0	89	0	3	3	P/B	2.46	2.95	2.46	2.11	1.80
资本公积增加	41	-113	0	0	0	EV/EBITDA	8.93	11.19	7.29	4.08	2.91
现金净增加额	149	159	1276	2173	605						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业研究助理, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526