

买入（首次）

降本增效稳步进行，各类渠道全面打通

志邦家居（603801）深度报告

2023年10月31日

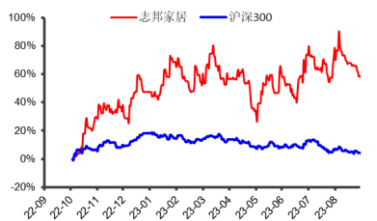
投资要点：

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2023年10月30日

收盘价(元)	19.64
总市值(亿元)	85.74
总股本(亿股)	4.37
流通股本(亿股)	4.32
ROE(TTM)	18.86
12月最高价(元)	37.69
12月最低价(元)	19.28

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **公司深耕行业二十余载，顺应趋势迈向整家定制。**志邦家居创立于1998年，是一家专注于整家定制集研发、设计、生产、销售、服务为一体的公司。公司从“单品类厨柜”到“全屋定制”再到“整家定制”，未来将发展到“全案交付”。目前，公司投入及规划中的智能化生产基地共有七处，六处位于安徽省合肥市，一处位于广东省清远市。在确保产能的基础上，公司构建了以经销业务、大宗业务渠道为主，直营公司、海外业务渠道为辅，线上线下相结合的多元化销售网络。
- **我国定制家居整体规模及产值呈逐年上升趋势。**凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，我国定制家具产业规模不断扩大。根据华经产业院数据显示，2016-2021年，我国定制家具市场规模从1982亿元迅速增长至4189亿元，CAGR为16.15%。我国定制家具行业2016年产值为1726.66亿元，2021年行业产值达到2222.1亿元，CAGR为5.17%。
- **公司盈利能力领先行业。**根据ifind，2022年，志邦家居、欧派家居、顾家家居、索菲亚、好莱客和金牌厨柜的毛利率分别为37.69%、31.61%、30.83%、32.99%、35.15%和29.46%。公司拥有行业内最高的毛利率，这主要得益于公司围绕提升制造能力、深化供应链变革，提高交付质量、持续降本增效为目标不断探索和尝试更科学并适合行业属性的方法，在未涨价的基础上，逆势实现主营产品毛利率的提升。2023年上半年，志邦的毛利率为36.80%，同比增长0.54个百分点，依然领先于同行。
- **大宗业务快速增长。**2018-2022年，公司大宗渠道收入从39075万元增长至165727万元，CAGR为43.5%。公司国内的大宗业务将与优质地产公司战略合作及全国业务代理相结合的，为B端商业精装房、公寓、酒店及养老住处等地产商提供合理设计、按需定制、批量制造、准期交付的产品和服务，满足精装地产的C端业主对家居消费的需求。公司海外大宗业务主要是向海外精装地产商销售定制家居产品为主，已覆盖的国家及地区包括澳大利亚、美国、加拿大、中东、东南亚等地区。
- **投资建议：首次覆盖，给予公司“买入”评级。**预计公司2023-2024年每股收益分别为1.46元和1.72元，对应估值分别为13倍和11倍。公司是国产家居龙头企业，随着公司销售渠道全面打通，各类产品降本增效稳步进行，公司未来成长可期。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，地产行业回暖不及预期风险，原材料价格波动风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1. 公司是国产家居龙头品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股权结构情况	5
1.3 公司业绩规模逐年提升	6
1.4 公司盈利能力有所波动	6
2. 我国家居市场稳步发展，集中度提升空间较大	7
2.1 我国家具市场规模稳步提升	7
2.2 行业竞争格局	9
2.3 竞争加剧加速企业转型，整装大家居成行业趋势	10
3. 公司竞争优势	12
3.1 公司营收规模及盈利能力处于行业前列	12
3.2 销售渠道多样化发展	13
3.3 产品创新促发展，公司产能有保障	16
3.3.1 整合设计人才，研发支出增长较快	16
3.3.2 产能布局及主营产品产销情况	17
4. 投资策略	18
5. 风险提示	19

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品展示	4
图 3：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	5
图 4：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）	6
图 5：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）	6
图 6：公司盈利能力（%）	6
图 7：公司各项费用率（%）	6
图 8：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）	7
图 9：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）	7
图 10：2017-2021 年中国定制家具市场规模（亿元）	8
图 11：中国定制家具行业产值情况（%）	8
图 12：我国家具制造业企业数量持续增长	10
图 13：我国家具制造业亏损企业数量占整体比重上升	10
图 14：2017-2021 年中国定制家居市场 CR9 占比情况（%）	10
图 15：家居行业细分领域相互渗透	11
图 16：中国家装市场总产值持续增长	11
图 17：同行业公司营业收入对比（亿元）	12
图 18：同行业公司归母净利润对比（亿元）	12
图 19：同行业公司毛利率对比（%）	13
图 20：公司主要销售模式	14
图 21：2018-2022 年各渠道营收情况（万元）	14
图 22：2018-2022 年各渠道毛利率情况（%）	14

图 23：2018-2022 年公司大宗业务收入情况	15
图 24：2020-2022 年公司门店数量情况（家）	15
图 25：公司经销渠道分布情况（截至 2022 年）	16
图 26：公司线上合作平台展示	16
图 27：2018-2023H1 年公司研发支出情况（亿元）	17

表格目录

表 1：传统家具与定制家具的对比	9
表 2：公司主营产品产销情况	18
表 3：公司盈利预测简表（截至 2023/10/30）	18

1. 公司是国产家居龙头品牌

1.1 公司简介

公司深耕行业二十余载，顺应趋势迈向整家定制。志邦家居创立于 1998 年，是一家专注于整家定制集研发、设计、生产、销售、服务为一体的公司。公司从“单品类橱柜”到“全屋定制”再到“整家定制”，未来将发展到“全案交付”。目前，公司投入及规划中的智能化生产基地共有七处，六处位于安徽省合肥市，一处位于广东省清远市。在确保产能的基础上，公司构建了以经销业务、大宗业务渠道为主，直营公司、海外业务渠道为辅，线上线下相结合的多元化销售网络

图 1：公司发展历程



资料来源：ifind，东莞证券研究所

公司产品种类丰富，涵盖室内九大空间。公司由定制橱柜起步，由整体厨房领先迈向整家定制领先。发展至今，公司产品丰富，囊括九大空间，包括整体厨房、全屋定制、木门、墙板、卫浴、成品家居等九大空间系列产品。

图 2：公司产品展示

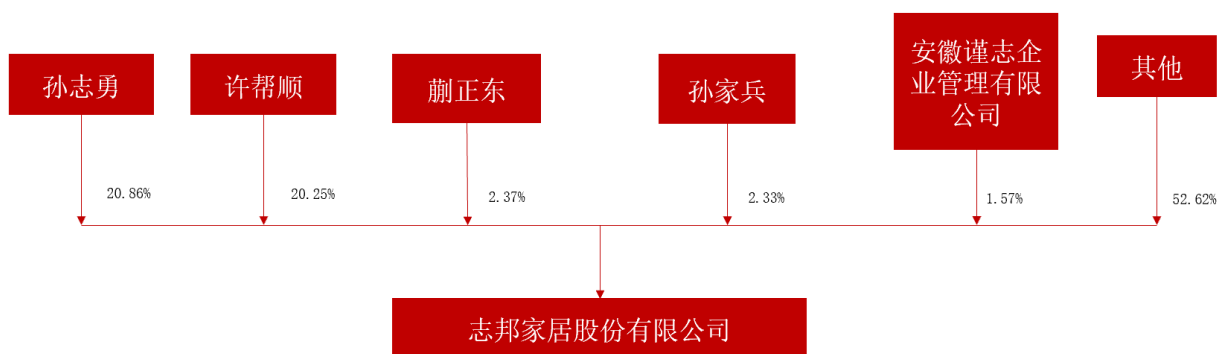


资料来源：公司 2022 年报，东莞证券研究所

1.2 公司股权结构情况

实际控制人深耕行业，公司股权相对集中。截至 2023 年 9 月 30 日，公司董事长孙志勇先生持有公司 20.86% 的股份，总裁许帮顺先生持有公司 20.25% 的股份，二人合计持股 41.01%，股权相对集中稳定。实际控制人孙志勇及许帮顺多年来始终深耕定制家具的经营与管理，对整体行业具有深刻的理解，能够准确把握行业动态及未来发展趋势。

图 3：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



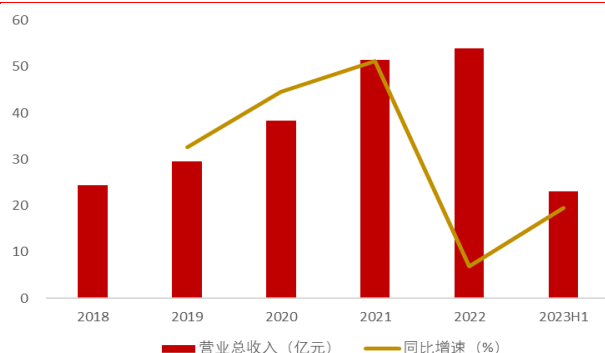
资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.3 公司业绩规模逐年提升

公司逆势前行，营业收入逐年上升。2018-2022 年，公司营业总收入从 24.33 亿元增长至 53.89 亿元，CAGR 为 21.99%。收入规模不断扩大主要得益于公司反应迅速并凭借差异化的产品和服务不断扩大营收规模。2023 年上半年，公司实施前方抢战、后方逆战的双战行动，最终实现营业收入 23.01 亿元，同比增长 13.04%。

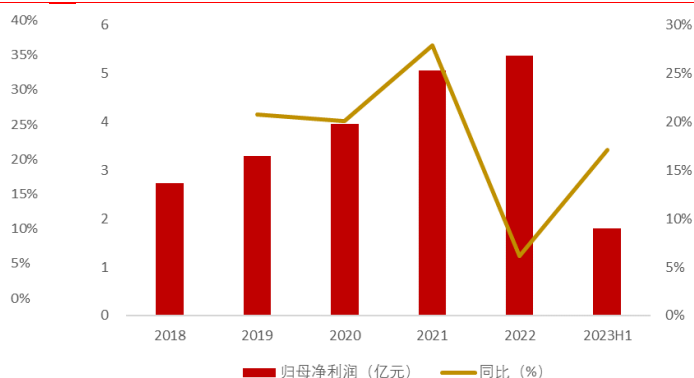
归母净利润逐年提升。2018-2022 年，公司归母净利润从 2.73 亿元增长至 5.37 亿元，CAGR 为 18.42%。净利润保持较快增长主要得益于公司不断深入推动降本增效措施落地及经营效率不断提升。2023 年上半年，公司持续营销创新、整家提单、降本增效、品质交付和赋能提效，最终实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 13.66%。

图 4：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 5：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）



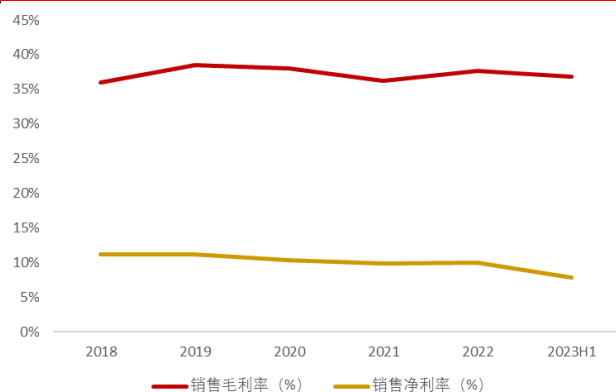
资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力有所波动

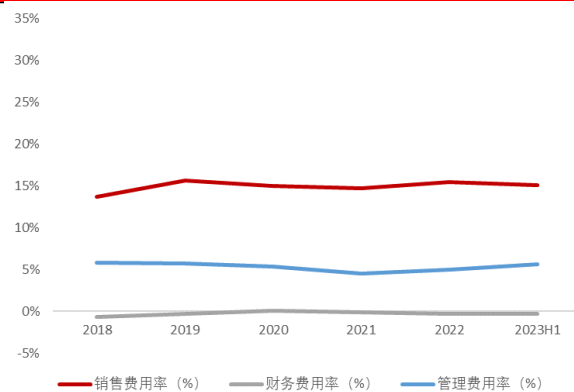
毛利率有所波动，净利率短期内小幅反弹。2018-2019 年，公司毛利率从 35.96% 增长至 38.53%。2020-2021 年，受疫情和房地产行业下行等因素影响，公司毛利率有所下滑至 36.24%。2022 年，公司毛利率同比提升 1.4 个百分点至 37.7%，这主要受益于衣柜业务的亮眼表现，其规模效应为公司整体盈利水平做出了贡献，构建了业务的成本优势，抵消了上游原材料价格上涨对毛利率的不利影响。2023 年上半年，公司持续落实降本增效，最终实现毛利率同比增长 0.54 个百分点至 36.8%。2018-2019 年，公司净利率较为稳定，始终保持在 11% 以上。2020-2021 年，疫情期间公司毛利率出现下滑的同时，期间费用率在 2020 年到达了近几年最高的 26.25%，导致净利率呈下降趋势至 9.81%。2022 年，随着疫情管控的放开，公司净利率出现增长。2022 年，公司实现净利率 9.96%，同比提升 0.15 个百分点。2023 年上半年，公司通过一系列的布局和调整下，实现净利率 7.79%，同比增长 0.04 个百分点。

图 6：公司盈利能力（%）

图 7：公司各项费用率（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所



资料来源：ifind，东莞证券研究所

2. 我国家居市场稳步发展，集中度提升空间较大

我国家具行业发展至今，共经历了四个阶段：

阶段一：改革开放前，我国家具主要以个体手工作坊生产为主；

阶段二：改革开放后，国内企业开始引进先进的机械设备进行流水作业，生产效率大大提高，这一时期中国家具业的企业构成、家具用材、产品结构、产品风格和生产工艺都发生了根本的变化；

阶段三：到了 90 年代，随着生产设备、管理水平与国际接轨，国内家具的设计视野不断扩展，不仅满足了国内用户的需求，而且开始对外出口，使得中国家具生产呈现出前所未有的繁荣景象，与国际市场的深度接轨，也促进了国内家具企业的快速提升；

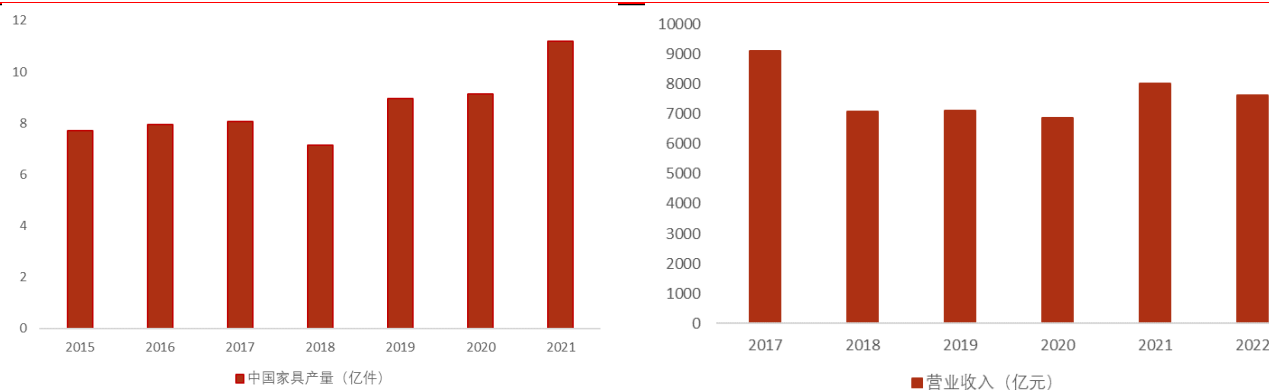
阶段四：进入 21 世纪后，随着生活水平不断提高，人们对于家居产品消费习惯有了很大的改变。从之前浅层次的实用需要上升到追求高品位的生活，而且更注重家具产品的健康环保，行业朝着工艺标准化及高端个性化方向发展。

2.1 我国家具市场规模稳步提升

中国家具产量有所提升，营收整体呈波动趋势。2015-2021 年，我国家具产量期间虽有所波动，但整体呈增长趋势，由 7.7 亿件增长至 11.2 亿件，CAGR 为 5.5%。2021 年，我国家具产量同比增长 22.8%。2017-2022 年，受上游原材料、疫情及地产行业下行等因素影响，我国家具行业规模以上家具企业营业收入呈波动趋势。随着疫情防控常态化和利好地产行业政策的支持，被抑制的家居消费需求有望迎来释放。

图 8：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）

图 9：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.2 我国定制家居行业概况

我国定制家居行业发展至今，共经历了四个阶段：

阶段一（1990s-2000）：定制橱柜起源于欧美地区，逐渐成为欧美家庭的必备产品。20世纪90年代，定制橱柜经由中国香港传入广东、浙江、上海、北京等地。90年代末，随着改革开放的持续深入，定制橱柜开始向全国渗透，一系列橱柜龙头企业如德宝·西克曼、欧派家居、金牌厨柜诞生，我国定制家居行业由此拉开序幕。

阶段二（2000-2011）：在此阶段，我国开始进入地产、人口红利期。随着城镇化进程的加速，人们对家具的需求变得旺盛，定制家居在此时开始盛行。2000年，法国索菲亚凭借入墙壁柜及移动门进入中国，开创了定制衣柜行业在中国市场的先河。此阶段市面上涌现出大量家居定制企业。

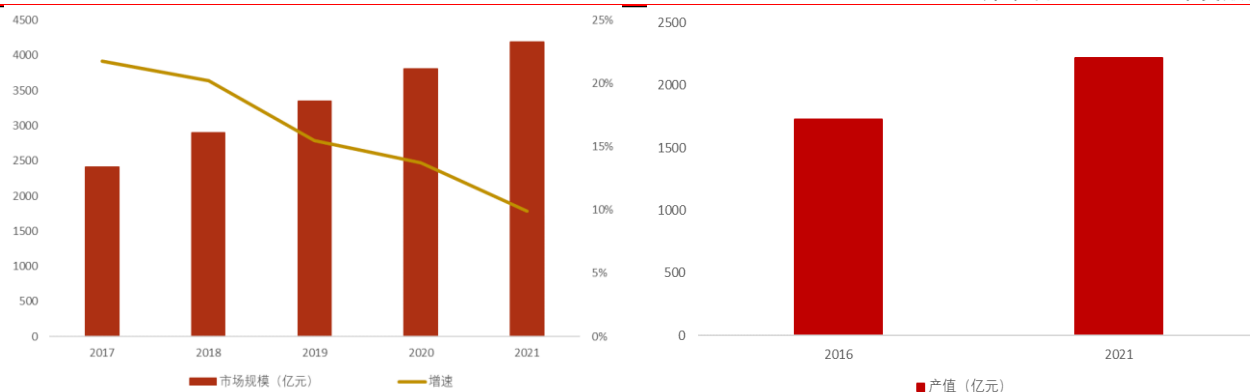
阶段三（2012-2017）：随着家具消费朝向功能化、个性化发展，定制家居需求快速释放。地产商家装公司、家电企业纷纷入局，跨界进入定制赛道。2017年则是定制家居企业的上市元年，尚品宅配、皮阿诺、欧派、索菲亚、志邦家居相继上市。

阶段四（2018至今）：2018年以来，商品房销售增速趋缓，地产红利逐渐消退。传统通过粗放式开店扩张模式对家居企业的业绩拉动效应递减，多元化渠道和多产品线布局成为行业新特色。行业集中度较低，但马太效应逐渐显现，龙头企业有望依靠渠道、产品、品牌、规模等优势加速提升市场占有率。

我国定制家居整体规模及产值呈逐年上升趋势。凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，我国定制家具产业规模不断扩大。根据华经产业院数据显示，2016-2021年，我国定制家具市场规模从1982亿元迅速增长至4189亿元，CAGR为16.15%。我国定制家具行业2016年产值为1726.66亿元，2021年行业产值达到2222.1亿元，CAGR为5.17%。

图 10：2017-2021 年中国定制家具市场规模（亿元）

图 11：中国定制家具行业产值情况（%）



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

定制家居的特点及竞争力。传统的定制家具生产是批量化生产之前的一种生产模式，按照客户订单的具体要求组织家具生产，这种定制生产模式能够在某种程度上满足客户的个性化需求，不适合如今的工业化生产模式。大规模定制，是定制家具生产的主要方式，是以规模化、模块化和信息化为基础，以模块化为主的标准化设计体系，实现了生产过程的柔性化。通过家具产品结构和制造过程的重组，全部或部分地转化为批量生产，能满足客户的个性化需求，是个性化和大批量生产的有机结合。

表 1：传统家具与定制家具的对比

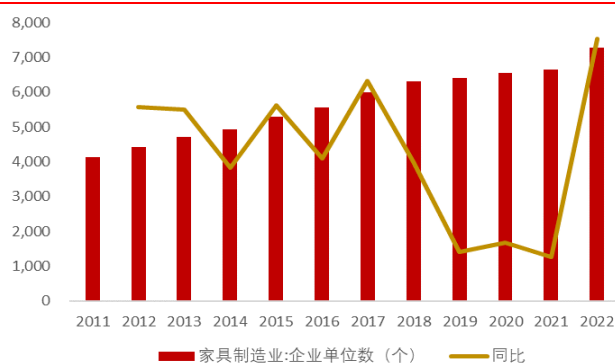
传统家具与定制家具的对比				
项目	手工家具		成品家具	定制家居
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	1) 尺寸贴切、空间利用率高; 2) 个性化设计; 3) 价格较低	1) 尺寸贴切、空间利用率高; 2) 个性化涉及; 3) 材料高档; 4) 做工精美	1) 形式美观、多种材质可选; 2) 标准化产品，即买即用; 3) 价格稍低	1) 尺寸贴切、空间利用率高; 2) 个性化涉及; 3) 工厂生产，安装便捷; 4) 为整体款式，风格统一; 5) 款式新颖，美观时尚
主要劣势	1) 质量不稳定; 2) 美观欠缺; 3) 一般需要油漆，材料存在环保隐患	价格高	1) 空间利用率底; 2) 风格、尺寸等选择空间	1) 生产周期较长; 2) 价格稍高

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.2 行业竞争格局

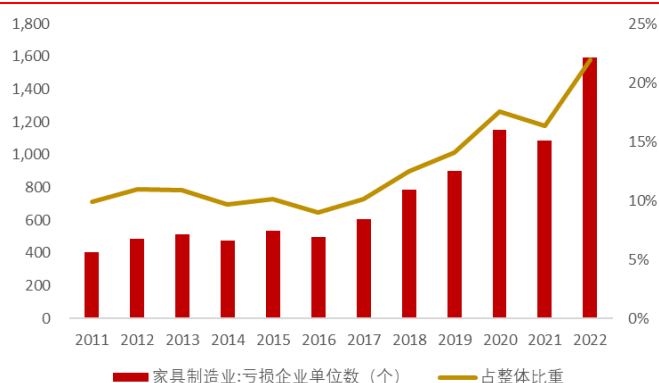
我国家居行业规模庞大，企业数量众多。2022 年，我国家居市场规模超过 7000 亿，但由于产品种类众多、技术壁垒不高、准入门槛较低、原材料供应较为充足、供应链碎片化程度高等原因，业内企业数量众多，行业竞争较为剧烈。根据国家统计局，我国家具制造业企业数量在 2022 年达到 7,273 家，近 10 年复合增速为 5.13%。但由于家具制造业企业数量持续增加，业内竞争也逐渐加剧，亏损企业数量整体呈现增长态势。国家统计局数据显示，2022 年我国家具制造业亏损企业数量比重高达 21.92%，较 2012 年上升超过 10 个百分点。

图 12：我国家具制造业企业数量持续增长



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

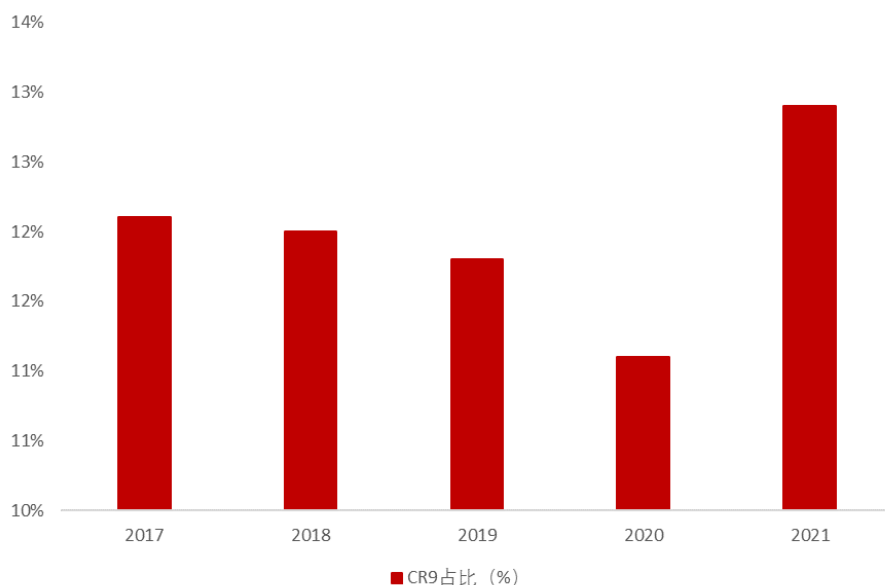
图 13：我国家具制造业亏损企业数量占整体比重上升



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国定制家居行业集中度提升空间较大。由于定制家居行业具有产品同质化、门槛低等特点，市场集中度低，CR9 不足 15%。2021 年 CR9 较前几年有所增长，市占率为 12.9%。定制家居行业 CR9 包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客、金牌橱柜、皮阿诺、我乐家居、顶固集创，市场份额最大的欧派家居 2021 年市占率仅为 4.8%。随着定制家居企业品类拓展、整装业务布局等，龙头竞争力增强，未来市场集中度有望提高。

图 14：2017-2021 年中国定制家居市场 CR9 占比情况 (%)



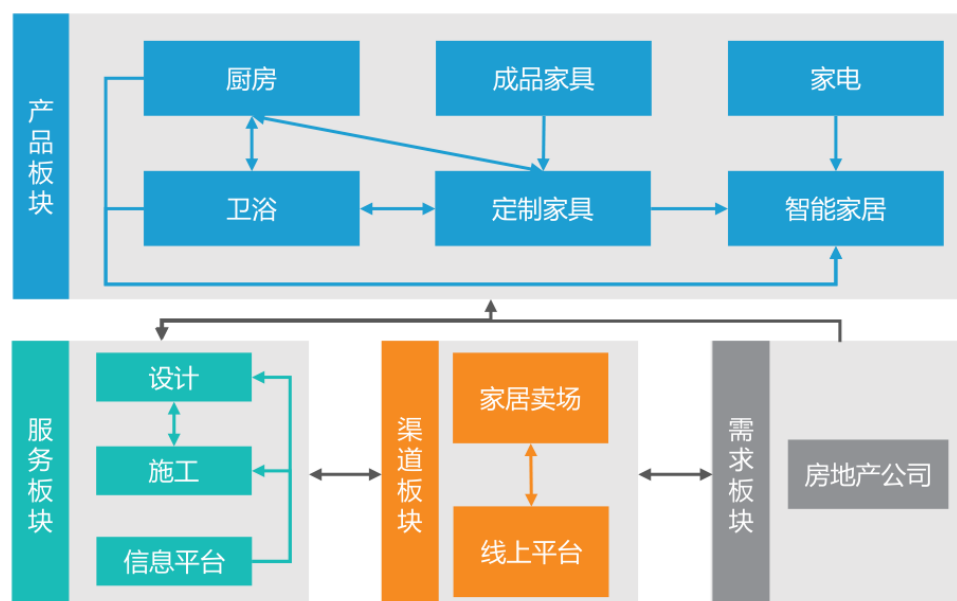
资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

2.3 竞争加剧加速企业转型，整装大家居成行业趋势

行业竞争加剧下催化家居企业升级转型。随着家居行业企业数量增加，行业竞争加剧，业内企业纷纷走向升级转型之路。其中，拓宽赛道以培育新的业绩增长点家居企业的主要转型方向之一。规模较大、资金实力较强的家居企业通过战略合作、跨界投资等路径来扩大业务范围，不断优化战略布局。据亿欧数据，目前家居行业各细分领域相互渗透的情况多见，企业开始在产品、服务、渠道等多方面进行融合，

走向整装大家居方向。

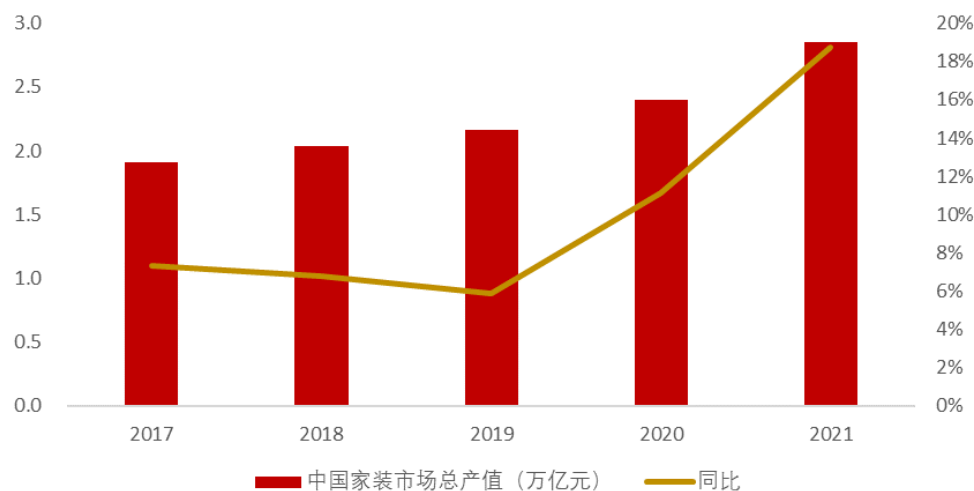
图 15：家居行业细分领域相互渗透



资料来源：亿欧智库，东莞证券研究所

整装大家居是未来家居行业大趋势，家装渠道将成重要筹码。对消费者而言，整装具有一站式采购的、便利性高的特点，在售后服务方面亦有优势。根据华经产业研究院，2017-2021 年，我国家装市场总产值从 1.91 万亿元增长至 2.85 万亿元，期间 CAGR 约为 10.5%。虽然家装市场目前已经进入成熟期，但行业规模庞大并持续增长，把握家装渠道对家居企业的重要性不言而喻。亿欧智库资料显示，2022 年知名家居企业战略合作和布局事件超百起，家居制造企业纷纷跨界投资家装领域，部分家具制造业企业开展整装整家业务。欧派家居、顾家家居、索菲亚、好莱客、志邦家居等公司都陆续开启“大家居”战略模式，追求不同层面的变革与创新。

图 16：中国家装市场总产值持续增长



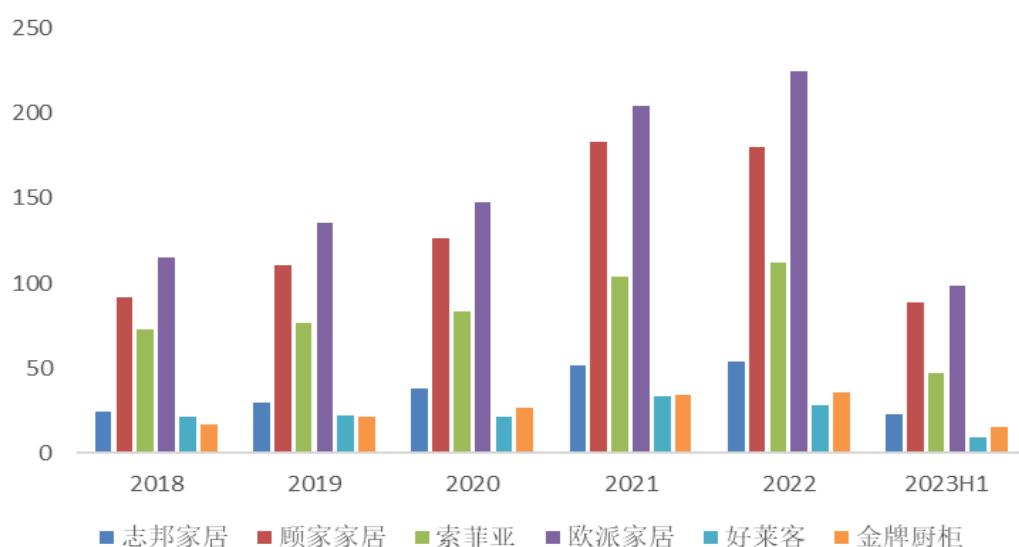
资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

3. 公司竞争优势

3.1 公司营收规模及盈利能力处于行业前列

公司营业收入稳居行业第二梯队领先地位。公司属于定制家居行业，根据业务相似度，选取欧派家居、金牌厨柜、好莱客、索菲亚、顾家家居作为同行业可比公司。根据 ifind，2022 年，志邦家居、欧派家居、顾家家居、索菲亚、金牌厨柜和好莱客的营业收入分别为 53.89 亿元、224.80 亿元、180.10 亿元、112.23 亿元、35.53 亿元和 28.23 亿元。志邦家居营收处于行业第二梯队，占据领先地位。

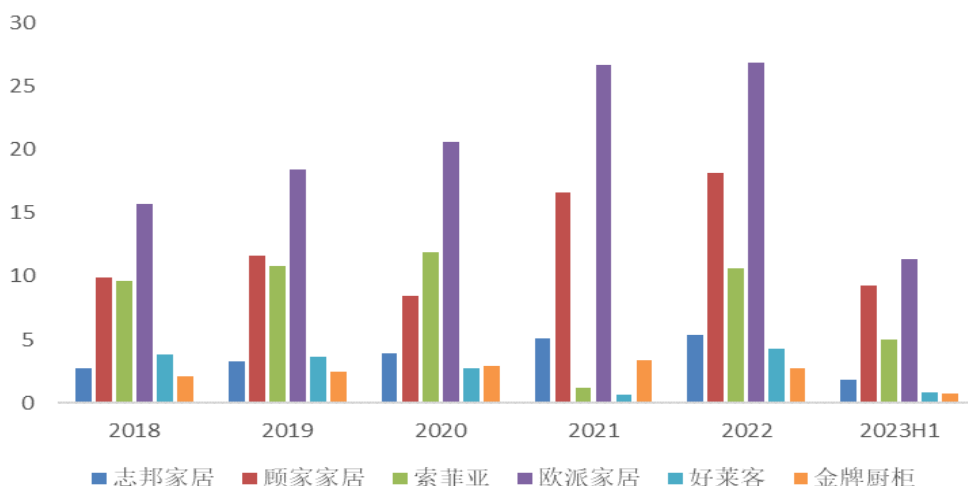
图 17：同行业公司营业收入对比（亿元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

公司归母净利润处于行业前列。根据 ifind，2018-2022 年，公司归母净利润逐年提升，紧随欧派家居、顾家家居和索菲亚。2022 年，志邦家居、欧派家居、顾家家居、索菲亚、金牌厨柜和好莱客的归母净利润分别为 5.37 亿元、26.88 亿元、18.12 亿元、10.64 亿元、2.77 亿元和 4.31 亿元。

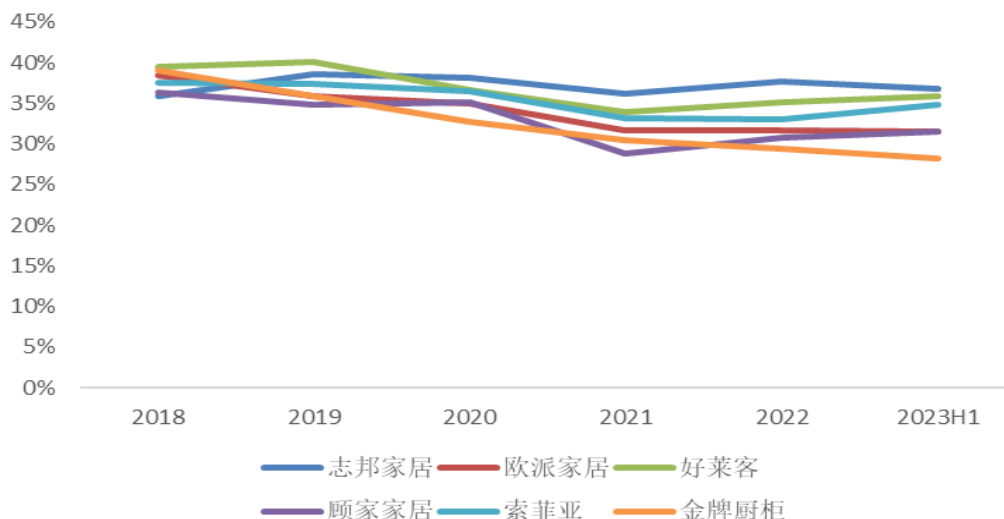
图 18：同行业公司归母净利润对比（亿元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

公司盈利能力领先行业。根据 ifind，2022 年，志邦家居、欧派家居、顾家家居、索菲亚、好莱客和金牌厨柜的毛利率分别为 37.69%、31.61%、30.83%、32.99%、35.15%和 29.46%。公司拥有行业内最高的毛利率，这主要得益于公司围绕提升制造能力、深化供应链变革、提高交付质量、持续降本增效为目标不断探索和尝试更科学并适合行业属性的方法，在未涨价的基础上，逆势实现主营产品毛利率的提升。2023 年上半年，志邦的毛利率为 36.80%，同比增长 0.54 个百分点，依然领先于同行。

图 19：同行业公司毛利率对比（%）

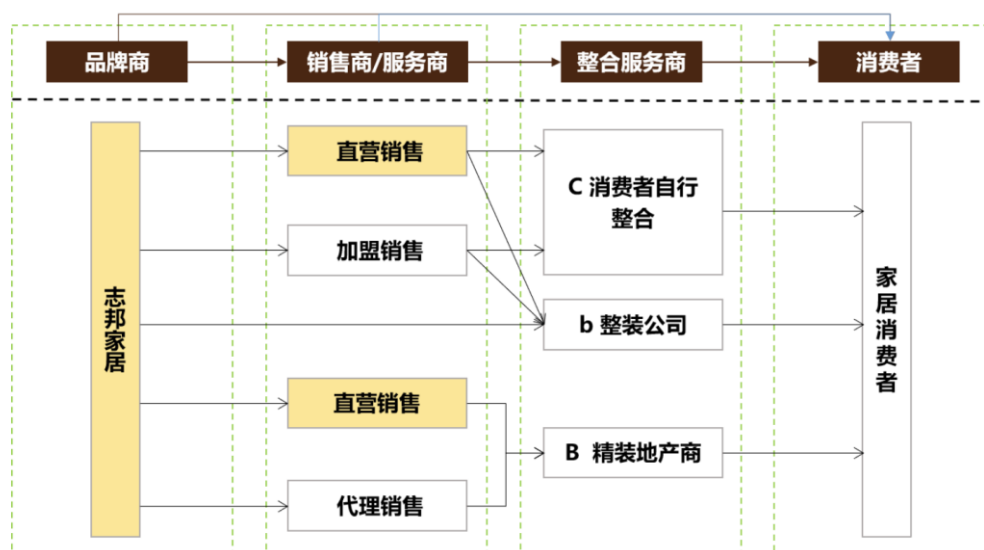


资料来源：ifind，东莞证券研究所

3.2 销售渠道多样化发展

公司销售渠道多样化布局。公司的销售模式主要分为 C 端直接服务家居消费者的国内外经销商销售模式、整装销售模式和直营销售模式；B 端通过精装地产商间接服务于家居消费者大宗业务销售模式和海外销售模式。销售渠道以经销商销售为主，同时大力开展整装业务合作，直营销售、大宗业务及海外业务为辅。

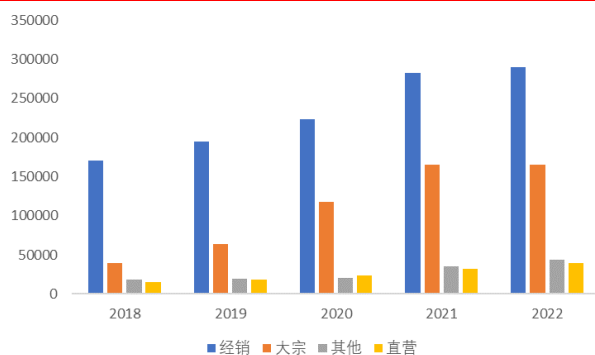
图 20：公司主要销售模式



资料来源：公司 2022 年报，东莞证券研究所

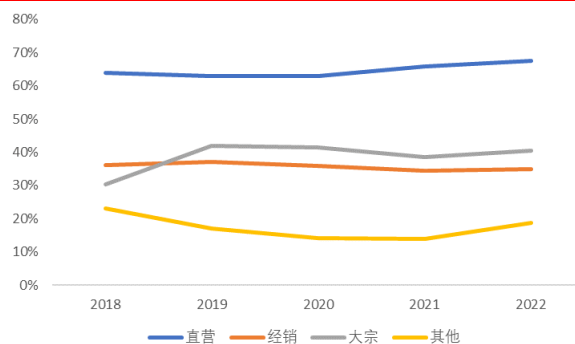
直销模式毛利率较高。由于直营模式省去部分中间环节以及为经销商留出利润空间等因素，因此拥有较高的毛利率。2022 年，直营渠道的毛利率为 67.49%，同比提升 1.69 个百分点。大宗渠道的毛利率也高于经销渠道，随着大宗渠道的快速发展，其较高的毛利率有望持续为公司的盈利能力加码。

图 21：2018-2022 年各渠道营收情况（万元）



资料来源：公司 2018-2022 年报，东莞证券研究所

图 22：2018-2022 年各渠道毛利率情况（%）



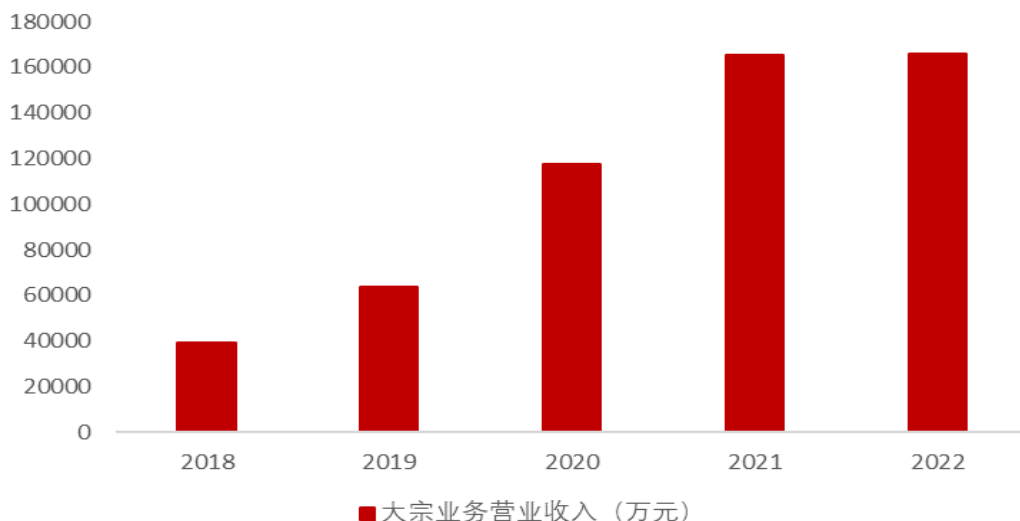
资料来源：公司 2018-2022 年报，东莞证券研究所

大宗业务快速增长。2018-2022 年，公司大宗渠道收入从 39075 万元增长至 165727 万元，CAGR 为 43.5%。公司国内的大宗业务将与优质地产公司战略合作及全国业务代理相结合的，为 B 端商业精装房、公寓、酒店及养老住处等地产商提供合理设计、按需定制、批量制造、准期交付的产品和服务，满足精装地产的 C 端业主对家居消费的需求。公司海外大宗业务主要是向海外精装地产商销售定制家居产品为主，已覆盖的国家及地区包括澳大利亚、美国、加拿大、中东、东南亚等地区。

公司大宗业务得到业内广泛认可。2022 年，公司获得了中国房地产供应商行业竞争力 10 强、中国房地产配套供应商上市公司投资价值五强、年度魅力家居设计甄选品牌、战略诚信供应商、房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商橱柜/定制家居类代表企

业等奖项。

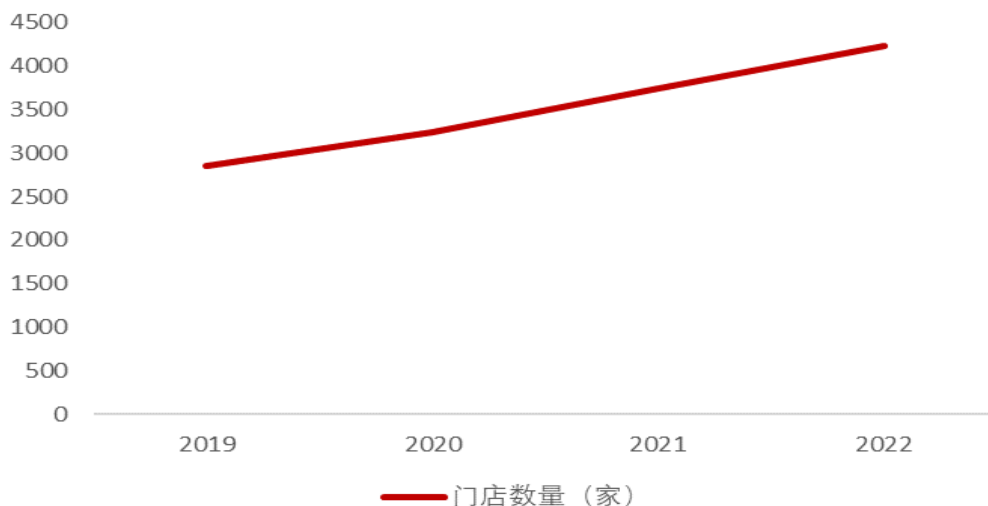
图 23：2018-2022 年公司大宗业务收入情况



资料来源：公司 2018-2022 年报，东莞证券研究所

经销代理模式成熟，门店数量逐年攀升。2020-2022 年，公司门店数量呈逐年上升趋势，从 3232 家增长至 4231 家。公司线下终端门店包括全国性和区域性家居卖场门店，如红星美凯龙、居然之家、富森美家居等；地方建材商圈的临街店铺，如上海宜山路建材街等；社区门店等。公司坚持立足华东区域、布局全国市场，构建起了强大的零售营销网络。在门店设计方面，公司所有的门店均有统一的展厅设计，在选址时对位置有充分地考虑，确保公司的每家门店均位于人流量高、潜在消费者数量众多的优质位置。这不仅确保了门店的获客能力，还为品牌带来了潜在的宣传效应。

图 24：2020-2022 年公司门店数量情况（家）



资料来源：公司 2020-2022 年度报告，东莞证券研究所

五六级城市经销收入占比较高。公司将经销业务模式下的城市分为六个级别，省会、直辖市和少数发达的地级市为一二线城市；地级市和少数发达地区的县级市为三四级城市；县级及以下乡镇为五六级城市。经销渠道厨柜业务方面，一二线城市收入占比

为 16%，三四级城市收入占比为 29%，五六级城市收入占比为 55%；经销渠道衣柜业务方面，一二线城市收入占比为 21%，三四级城市收入占比为 30%，五六级城市收入占比为 49%。综上，一二线城市经销厨柜及衣柜业务收入提升空间较大。

图 25：公司经销渠道分布情况（截至 2022 年）



资料来源：公司 2022 年度报告，东莞证券研究所

线上销售赋能公司获客能力。随着消费群体逐渐年轻化以及线上销售的趋势化，公司持续增强数字化营销实力，通过电商线上直播、短视频引流等营销策略，辅以下线转化的方式，增加额外获客方式。此外，公司借助达人直播和明星直播等形式，设计 618、“大牌升级，盛装派对”等一系列主题活动，实现线上客户的精准导入。2022 年，公司大型直播活动共计 276 余场，为终端开辟了全新落地转化模式。

图 26：公司线上合作平台展示



资料来源：公司 2022 年报，东莞证券研究所

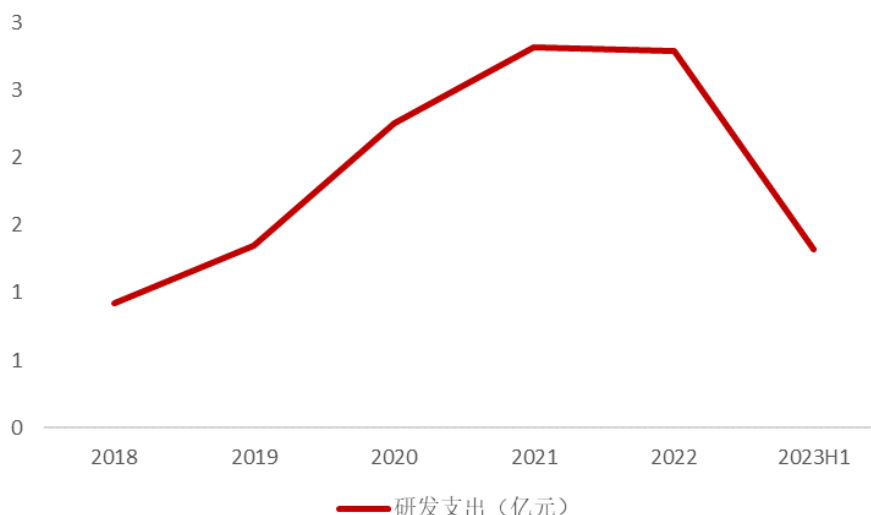
3.3 产品创新促发展，公司产能有保障

3.3.1 整合设计人才，研发支出增长较快

公司坚持自主创新，研发团队协同发力。公司设有自己独立的研发中心，始终坚持产品的原创设计和技术创新。研发中心拥有一批经验丰富、高素质的设计研发人员为产品保驾护航。公司整合了全球优秀设计资源，签约德国红点奖获得者吴作光、香港著

名室内设计师陈飞杰、意大利知名设计师 MICHELEMRCON 为设计顾问，签约“断舍离”生活哲学创始人——山下英子为首席生活顾问，协同为产品设计把关。此外，公司还获得了“高新技术企业”等奖项称号，是整体厨柜行业《家用厨房设备》GB/T18884-2015 及《全装修行业法规标准规范汇编》国家标准起草单位之一。从研发投入来看，2018-2021 年，研发支出保持逐年增长态势，从 0.92 亿元增长至 2.82 元，CAGR 为 45%；2022 年，研发支出同比下降 0.94%，这主要是由于公司研发费用下降所致。2023 年上半年，公司继续加大研发投入，研发支出同比增长 12.59%至 1.32 亿元。

图 27：2018-2023H1 年公司研发支出情况（亿元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

3.3.2 产能布局及主营产品产销情况

七大基地协同合作提升生产效率。截至 2022 年底，公司投入和规划中的智能化生产基地共有七处。其中，六处位于安徽省合肥市，一处位于广东省清远市。安徽合肥基地的产品线包括厨柜、衣柜及木门等，同时还覆盖贴面、膜压、成品等家具配套。清远基地将建成智能工厂，致力将基地打造成厨柜、衣柜智能生产线，提升生产效率，为南方零售市场、工程战略客户以及海外批量业务赋能。

公司木门业务发展迅速。2018-2022 年，公司三大主营产品的产销率均保持在 95%以上。其中，公司木门销售量从 3529 榀增长至 168945 榀，CAGR 为 163.21%，拥有最快的增长速度。这主要是由于公司木门产品经历了几年市场的历练，质量及设计得到了消费者的认可。随着品牌影响力和行业地位的持续提升，公司按目标完成了招商建店的布局，为今后得业绩支撑起到重要作用。

衣柜业务近年来成为新的业绩增长点。2015 年，公司由厨柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务体量不断提升。2018-2022 年，公司衣柜销售量从 113661 套增长至 460497 套，CAGR 为 41.87%。随着衣柜产能利用率逐渐提升，利润空间也得到了有效释放。公司通过产品套系化开发的稳步推进，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板、卫阳产品和成品家居等品类协同效应已逐步呈现。

表 2：公司主营产品产销情况

整体厨柜（套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减（%）	销售量比上年增 减（%）	库存量比上年增 减（%）
2018	266809	279965	20739	-7.03	-0.07	-38.81
2019	312077	300261	32555	16.97	7.25	56.97
2020	390280	371274	51561	25.06	23.65	58.38
2021	493895	476909	68547	26.55	28.45	32.94
2022	478047	463223	83371	-3.21	-2.87	21.63
定制衣柜（套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减（%）	销售量比上年增 减（%）	库存量比上年增 减（%）
2018	114558	113661	1713	85.93	85.36	109.91
2019	199064	198676	2102	73.77	74.80	22.65
2020	279399	277604	3896	40.36	39.73	85.43
2021	390193	391250	2838	39.65	40.94	-27.14
2022	460523	460497	2864	18.02	17.70	0.92
木门（樘）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减（%）	销售量比上年增 减（%）	库存量比上年增 减（%）
2018	4381	3520	861			
2019	14755	14175	1441	236.8	302.7	67.36
2020	24489	23513	2417	65.97	65.88	67.73
2021	94503	89833	7087	285.9	282.06	193.21
2022	165425	168945	3567	75.05	88.07	-49.67

资料来源：公司 2018-2022 年度报告，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 1.46 元和 1.72 元，对应估值分别为 13 倍和 11 倍。公司是国产家居龙头企业，随着公司销售渠道全面打通，各类产品降本增效稳步进行，公司未来成长可期。首次覆盖，给予公司“买入”（公司是买入，行业评级）。

表 3：公司盈利预测简表（截至 2023/10/30）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,389	6,322	7,404	8,685
营业总成本	4,761	5,678	6,640	7,800
营业成本	3,358	4,104	4,861	5,760
营业税金及附加	44	51	60	70
销售费用	832	910	1,051	1,216
管理费用	268	310	333	373
财务费用	-18	-20	-21	-20
研发费用	279	322	355	400
公允价值变动净收益	5	5	5	5

资产减值损失	-37	0	0	0
营业利润	576	693	813	935
加：营业外收入	4	3	3	3
减：营业外支出	4	6	6	6
利润总额	577	690	810	932
减：所得税	40	52	61	70
净利润	537	638	749	862
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	537	638	749	862
摊薄每股收益(元)	1.23	1.46	1.72	1.97
PE（倍）	16	13	11	10

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧的风险。虽然公司是国内定制家具行业的领先企业，在品牌管理、营销网络、设计研发等方面具备较强的竞争优势，但市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

地产行业政策不确定性带来的风险。定制家具行业的发展，尤其是B端业务，与房地产行业的发展具有一定的相关性，而房地产行业政策的不确定性对定制家具行业会产生一定的影响。

原材料价格波动。公司产品生产所需的原材料主要包括板材、台面、厨房电器及五金配件等。公司直接材料价格对公司主营业务成本的影响较大。虽然报告期内公司主要原材料采购价格小幅波动，但若未来原材料采购价格发生较大波动，可能对公司经营产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn