

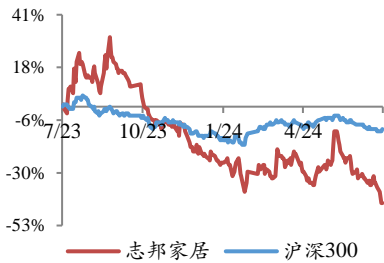
品类渠道多元开拓，大家居战略稳步推进

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-07-15

收盘价(元)	11.24
近12个月最高/最低(元)	28.37/11.24
总股本(百万股)	437
流通股本(百万股)	434
流通股比例(%)	99.50
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	49

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 概况：多产品渠道布局，大家居战略持续推进

志邦家居由定制橱柜起步，由整体厨房领先迈向整家定制领先，产品囊括九大空间，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。公司经过多年发展，已经从华东的区域性品牌走向了全国驰名和全球化布局，产品远销澳洲、北美、东南亚、中东等多个国家和地区，海外渠道布局逐渐从工程整装拓展至零售加盟领域，目前海外合作加盟已覆盖泰国、新加坡、柬埔寨、菲律宾、马尔代夫等地区。截至2024年3月31日，公司拥有各品类店面共4742家，公司拥有国内7大生产基地，其中广东省清远市生产基地一期已接近完工。

● 行业：地产政策持续加码，行业集中度提升

2024年年初以来，房地产政策不断加码，2024年5月17日，央行推出四项政策措施：1) 设立3000亿元保障性住房再贷款；2) 降低全国层面个人住房贷款最低首付比例；3) 取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；4) 下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。地产刺激政策有望在一定程度上提振新房和二手房销售，从而带动家居产品销售，并有望于3个月后作用于家居企业销售业绩。而头部定制家居公司定制橱柜和定制衣柜品类市场份额持续提高，行业格局集中程度提升，有望更大程度受益于政策端的刺激。

● 品类：橱柜业务稳定，衣柜木门为核心增长点

1) 橱柜：公司经过二十余年的发展，目前橱柜业务收入已经稳居行业第二，2014-2023年橱柜业务收入CAGR为12.08%。公司业务规模持续扩张的同时，橱柜业务保持出众的盈利能力，橱柜业务毛利率一直处于行业前列。2023年公司橱柜经销门店数量1715家，同比减少7家，门店数量有所减少，未来，公司将注重融合门店数量的提升，并通过厨电配套比例提高推动单店收入以及客单价提升。2) 衣柜：公司于2015年开始进入衣柜业务领域，依托原有的渠道基础和品牌影响力，实现衣柜业务体量的快速增长，2015-2023年衣柜业务CAGR为80.29%。随着公司衣柜业务产能利用率逐渐提升，毛利空间得到有效释放。2023年公司衣柜经销门店数量为1850家，同比增加124家，仍处于稳步拓展阶段。3) 门墙：公司于2018年开始拓展木门墙板业务，2018-2023年木门业务CAGR为120.95%，持续保持高速增长。随着产量不断提升，门墙业务毛利率逐步改善。2023年公司木门经销门店数量为983家，同比增加235家，门店仍处于快速扩张阶段，未来门店数量增长将为木门经销收入增长的主要驱动力。

● 战略：布局新兴海外市场，探索创新业务模式

公司立足华东区域，建设广东生产基地，加速南方市场布局，并布局新兴海外市场，积极探索海外零售业务模式。公司产品矩阵不断完

善，完善整家全品类布局，继超级邦战略后，接力打造整装多维赋能体系，并积极探索新零售、拎包、社区、旧改等创新业务模式。公司构建数字化精益供应链体系，聚焦降本增效，提升盈利能力。

● **盈利预测及投资建议**

公司稳步推进大家居战略，基本盘厨柜业务稳定增长，衣柜、木门业务处在快速发展期，规模效应有望驱动衣柜、木门毛利率提升；大宗渠道变中求进稳中求新，经销渠道积极布局华南市场，清远基地投产有望贡献明显收益，并持续进行渠道下沉，推动融合门店落地；凭借品类渠道双轮驱动，公司营收有望持续稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 67.82/76.25/83.99 亿元，分别同比增长 10.9%/12.4%/10.2%；归母净利润分别为 6.63/7.46/8.44 亿元，分别同比增长 11.4%/12.5%/13.3%。截至 2024 年 7 月 15 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.52/1.71/1.93 元，对应 PE 分别为 7.40/6.58/5.81 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

宏观经济周期波动带来的风险，房地产市场调控风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，经销商管理风险，应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6116	6782	7625	8399
收入同比 (%)	13.5%	10.9%	12.4%	10.2%
归属母公司净利润	595	663	746	844
净利润同比 (%)	10.8%	11.4%	12.5%	13.3%
毛利率 (%)	37.1%	37.2%	37.2%	37.1%
ROE (%)	18.1%	18.3%	18.7%	19.2%
每股收益 (元)	1.36	1.52	1.71	1.93
P/E	12.30	7.40	6.58	5.81
P/B	2.23	1.35	1.23	1.12
EV/EBITDA	7.57	4.39	3.47	2.60

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 7 月 15 日收盘价计算)

正文目录

1 概况：多产品渠道布局，大家居战略持续推进	6
1.1 深耕华东面向全国，开启全球布局	6
1.2 股权结构集中，管理层能力出众	7
1.3 业绩持续增长，经营韧性强	9
2 行业：地产政策持续加码，行业集中度提升	12
2.1 新房销售降幅扩大，房地产政策力度加强	12
2.2 疫情后行业市场规模稳步扩大，头部企业市占率持续提高	16
3 品类：橱柜业务稳定，衣柜木门为核心增长点	18
3.1 橱柜：稳居行业第二，盈利能力行业领先	18
3.2 衣柜：营收快速增长，毛利空间持续释放	20
3.3 门墙：业务处于孵化阶段，为中长期增长点	22
4 战略：布局新兴海外市场，探索创新业务模式	24
4.1 加速南方市场布局，积极探索海外零售业务模式	24
4.2 完善整家全品类布局，重视整装&新零售渠道	25
4.3 构建数字化精益供应链体系，持续推进降本增效	28
5 盈利预测及投资建议	29
6 风险提示	30
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1 志邦家居全空间集成整家解决方案	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司股权结构图（截至 2024Q1）	8
图表 4 公司核心管理层团队情况	8
图表 5 2014-2024Q1 公司营业收入及 YOY	9
图表 6 2014-2024Q1 公司归母净利润及 YOY	9
图表 7 2014-2024Q1 公司按产品分收入结构（亿元）	10
图表 8 2014-2024Q1 公司按产品分收入占比（%）	10
图表 9 2014-2024Q1 公司按渠道分收入结构（亿元）	10
图表 10 2014-2024Q1 公司按渠道分收入占比（%）	10
图表 11 2014-2023 年公司按地区分收入结构（亿元）	11
图表 12 2014-2024Q1 公司毛利率情况（%）	11
图表 13 2014-2024Q1 公司按产品分毛利率情况（%）	11
图表 14 2014-2024Q1 公司按渠道分毛利率情况（%）	12
图表 15 2014-2024Q1 公司费用率情况（%）	12
图表 16 2014-2024Q1 公司归母净利率情况（%）	12
图表 17 我国商品住宅新开工面积（万平方米）及同比增速（%）	13
图表 18 我国商品住宅竣工面积（万平方米）及同比增速（%）	13
图表 19 我国商品住宅销售面积（万平方米）及同比增速（%）	13
图表 20 2024 年年初以来房地产宽松政策	13
图表 21 10 城二手房合计销售面积（万平方米）	15
图表 22 10 城二手房销售面积（万平方米）	15
图表 23 地产销售与家具订单转化流程	16
图表 24 定制家居市场规模测算	16
图表 25 定制家居各公司市场规模（亿元）	17
图表 26 定制家居各公司市占率（%）	17
图表 27 2014-2023 年定制家居企业橱柜业务收入	18
图表 28 2014-2023 年定制家居企业橱柜业务毛利率（%）	18
图表 29 2018-2023 年定公司橱柜业务成本拆分	19
图表 30 2023 年可比公司橱柜业务成本拆分	19
图表 31 2024 年定制家居公司定制橱柜套餐情况	19
图表 32 2016-2023 年定制家居品牌经销橱柜业务门店数量（家）	20
图表 33 2019-2022 年公司橱柜业务门店线级分布（%）	20
图表 34 公司工程展厅	20
图表 35 公司大宗业务管理措施	20
图表 36 2014-2023 年定制家居企业衣柜业务收入（亿元）	21
图表 37 2014-2023 年定制家居企业衣柜业务毛利率（%）	21
图表 38 2018-2023 年定公司衣柜业务成本拆分	21
图表 39 2023 年可比公司衣柜业务成本拆分	21
图表 40 2024 年定制家居公司定制衣柜套餐情况	22

图表 41 2016-2023 年定制家居品牌经销衣柜业务门店数量 (家)	22
图表 42 2019-2022 年公司衣柜业务门店线级分布 (%)	22
图表 43 2014-2023 年定制家居企业门墙业务收入 (亿元)	23
图表 44 公司木门墙板产品	23
图表 45 2024 年定制家居公司定制木门价格	23
图表 46 2014-2023 年定制家居企业衣柜业务毛利率 (%)	23
图表 47 公司 2023 年区域市场开拓情况	24
图表 48 公司拟向不特定对象发行可转债募集资金	25
图表 49 清远智能基地项目达产前后的规划产能情况	25
图表 50 公司海外零售店面	25
图表 51 公司 2016-2023 年海外营业收入 (亿元) 及 YOY (%)	25
图表 52 公司全球供应链合作品牌	26
图表 53 公司整装合作模式	27
图表 54 公司整装战略合作伙伴	27
图表 55 志邦焕新家社区店	27
图表 56 2019-2023 年各定制家居公司衣柜业务同比增长率 (%)	28
图表 57 2019-2023 年各定制家居公司木门业务同比增长率 (%)	28
图表 58 志邦家居工业互联网蓝图规划	29
图表 59 志邦家居智能制造工厂	29
图表 60 公司分业务收入预测 (万元)	29
图表 61 盈利预测和估值 (百万元)	30
图表 62 可比公司估值	30

1 概况：多产品渠道布局，大家居战略持续推进

1.1 深耕华东面向全国，开启全球布局

志邦家居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。在产品方面，公司由定制橱柜起步，由整体厨房领先迈向整家定制领先，产品囊括九大空间，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。公司始终坚持“以市场为导向，以客户为中心”的原则，围绕为客户“装修一个家”的核心开展业务，致力向客户提供一体化、一站式的整体定制家居解决方案。在市场方面，公司经过多年发展，已经从华东的区域性品牌走向了全国驰名和全球化布局。产品远销澳洲、北美、东南亚、中东等多个国家和地区，海外渠道布局逐渐从工程整装拓展至零售加盟领域，目前海外合作加盟已覆盖泰国、新加坡、柬埔寨、菲律宾、马尔代夫等地区。在渠道方面，公司通过立足华东区域、布局全国市场，拥有强大的零售营销网络，截至 2024 年 3 月 31 日，公司拥有各品类店面共 4742 家。在生产方面，公司拥有国内 7 大生产基地，其中广东省清远市生产基地一期已接近完工，将主要供应华南和东南亚市场，提高效率和便捷性。

图 1 志邦家居全空间集成整家解决方案

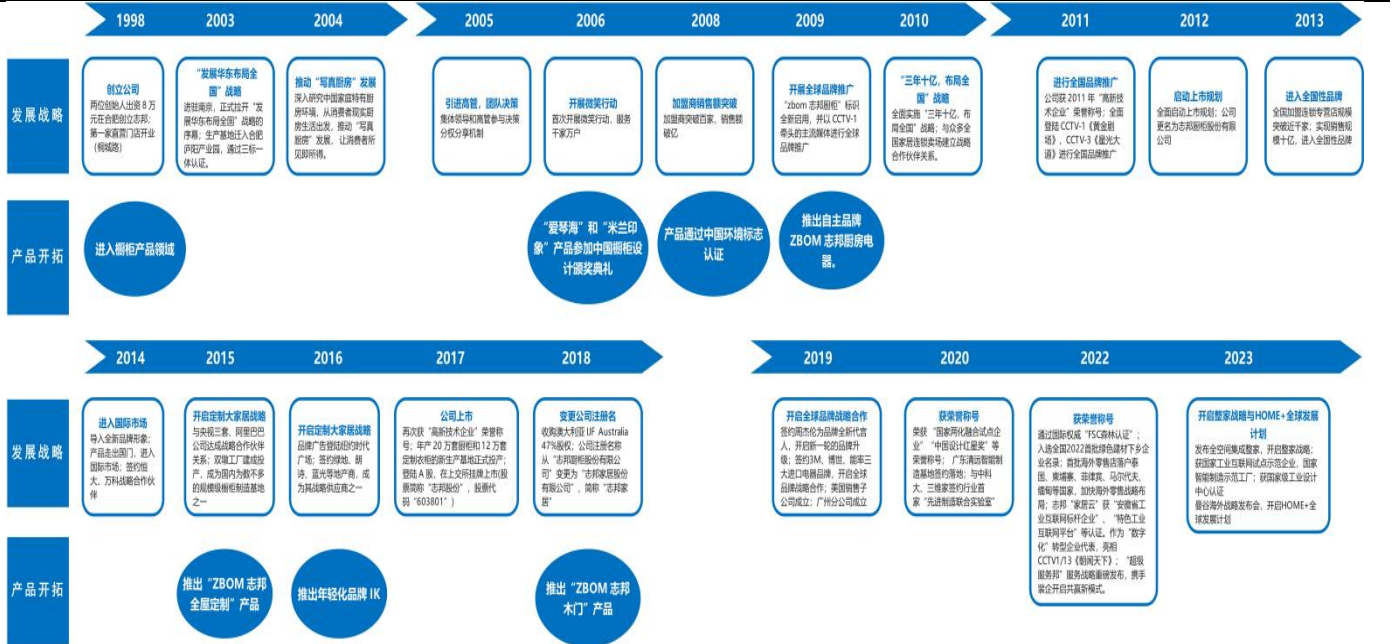


资料来源：同花顺 iFinD，公司 2023 年年报，华安证券研究所

公司前身是 1998 年由 2 位创始人创立的合肥志邦橱柜厂，主要从事橱柜的生产与销售。2003 年，公司进驻南京，正式拉开“发展华东布局全国”战略的序幕，并将生产基地嵌入合肥庐阳产业园，通过三标一证认证。于 2010 年全面实施“三年十亿，布局全国”战略，与众多全国家居连锁卖场建立战略合作伙伴关系。于 2012 年全面启动上市规划，公司更名为志邦橱柜股份有限公司。于 2014 年导入全新品牌形象，产品走出国门，进入国际市场。于 2017 年登陆 A 股，在上交所挂牌上市（股票简称“志邦股份”，股票代码“603801”）。于 2018 年推出“ZBOM 志邦木门”产品，收购澳大利亚 IJF Australia 47% 股权，公司注册名称从“志邦橱

柜股份有限公司”变更为“志邦家居股份有限公司”，简称“志邦家居”。于2022年通过国际权威“FSC 森林认证”，践行可持续发展，保护地球生态，并入选全国2022首批绿色建材下乡企业名录，首批海外零售店落户泰国、柬埔寨、菲律宾、马尔代夫、缅甸等国家，海外零售战略布局加快。

图表2 公司发展历程

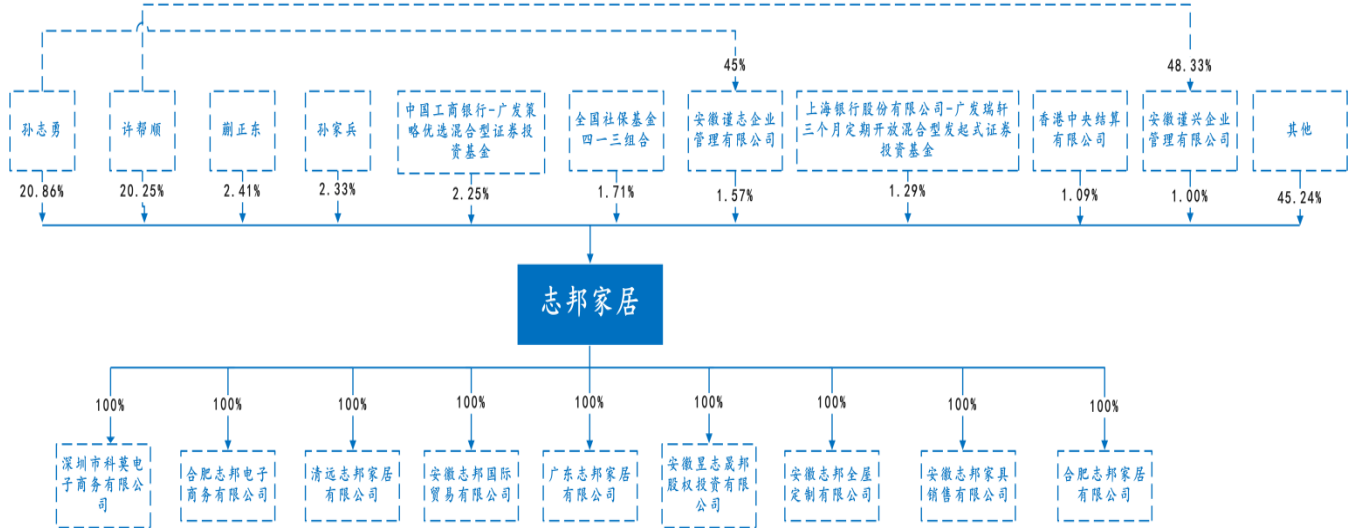


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层能力出众

股权结构集中，多家全资子公司各司其职。公司董事长孙志勇与总经理徐帮顺为一致行为人，其中，孙志勇直接持有公司 20.86% 的股份，通过安徽谨志企业管理有限公司间接持有公司 1.57% 的股份，徐帮顺直接持有公司 20.25% 的股份，通过安徽谨兴企业管理有限公司间接持有公司 1.00% 的股份，二人合计持有公司 43.68% 的股份，为公司实际控制人。二人长期从事家居行业的经营管理，对行业有着深刻理解，能够准确把握行业动态。公司拥有深圳市科莫电子商务有限公司、合肥志邦电子商务有限公司、清远志邦家居有限公司、安徽志邦国际贸易有限公司、广东志邦家居有限公司、安徽昱志晟邦股权投资有限公司、安徽志邦全屋定制有限公司、安徽志邦家具销售有限公司等 9 家子公司，分别负责家居产品的制造、销售、海外贸易等业务，职责分工明确。

图表 3 公司股权结构图 (截至 2024Q1)



资料来源：同花顺 iFinD，公司 2024 年一季度报告，华安证券研究所

核心管理层团队能力出众，对行业发展方向有前瞻性眼光。公司管理团队现以董事长孙志勇为核心，培育形成了一批以易德伟、胡亚南为代表技术型与行业领军型人才。孙志勇现任中国建筑装饰协会厨卫工程委员会会长，元邦投资执行董事，对家居行业具有深刻的理解，能够准确把握行业动态。易德伟现担任武汉嘉益宝健康科技有限公司执行董事、武汉中科光谷绿色生物技术有限公司董事，为技术型人才。胡亚南现任中国建筑装饰协会厨卫工程委员会秘书长，对家装行业发展方向具有前瞻性的眼光。

图表 4 公司核心管理层团队情况

姓名	职务	履历
孙志勇	董事长	1972 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，工程师。曾任合肥彩虹装饰工程公司班组长、工程项目经理、工程项目负责人，志邦厨柜厂负责人、总经理，合肥志邦厨饰有限公司董事长。现任公司董事长，合肥志邦家居有限公司监事，合肥志邦家具销售有限公司公司监事，广东志邦家居有限公司监事，同时，担任中国建筑装饰协会住宅部品产业分会会长、中国五金制品协会现代厨房分会第一届理事会执行会长。
许帮顺	董事，总裁，核心技术人员	1972 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。曾任合肥自行车总厂班长，合肥彩虹装饰工程公司班长、组长、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。现任公司董事、总裁，合肥志邦家居有限公司执行董事、总经理，合肥志邦家具销售有限公司公司执行董事、经理，合肥志邦木业有限公司执行董事、总经理，广东志邦家居有限公司执行董事、总经理安徽昱志晟邦股权投资有限公司执行董事、总经理。兼任安徽省政协委员、合肥市庐阳区人大代表、全国工商联协会副会长、合肥市工商联副主席、安徽省轻工业协会副会长、徽商总会监事会副主席。
孙玲玲	董事，副总裁	1984 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。曾任合肥丽虹厨柜公司设计师，志邦厨柜厂设计师，历任合肥志邦厨饰有限公司销售经理、合肥志邦家具销售有限公司总经理，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、零售事业部总经理、期间曾任公司职工监事。现任公司董事、副总裁。
石磊	董事，副总裁	1984 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。曾任南京志邦厨房设备有限公司设计师、店长、项目部负责人，公司工程销售总监、工程事业部总监，工程事业部总经理。现任公司董事、副总裁。

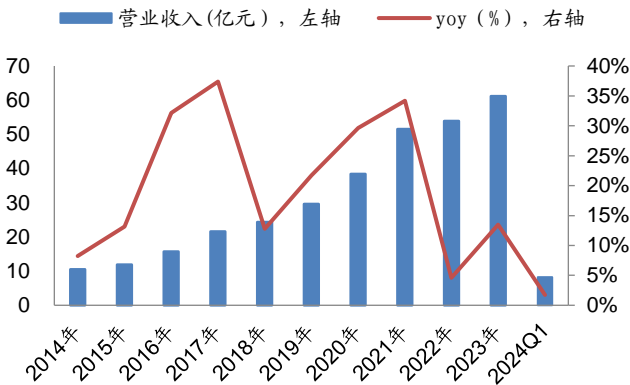
夏大庆	董事、副总裁	1979年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任安徽安庆振风广告公司设计师，合肥志邦厨饰有限公司设计师、培训部主管、人力资源中心经理，历任志邦家居股份有限公司建店部负责人、产品研发总监。
李玉贵	监事会主席	1982年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任合肥志邦厨饰有限公司采购部经理，历任志邦家居股份有限公司工厂管理部负责人，品质控制委员会秘书长，培训中心总监，成品开发中心负责人，家配事业部负责人。现任公司监事会主席、品控与客服平台负责人。
刘柱	财务总监	1985年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任美的集团中央空调事业部成本经理、生活电器事业部财务部长、日本东芝家电技术株式会社CFO，江西正邦科技股份有限公司总裁助理兼事业部财务总监，广东尚研电子科技有限公司财务总监兼董秘。现任公司财务总监。

资料来源：同花顺 iFinD，公司 2023 年年报，华安证券研究所

1.3 业绩持续增长，经营韧性强

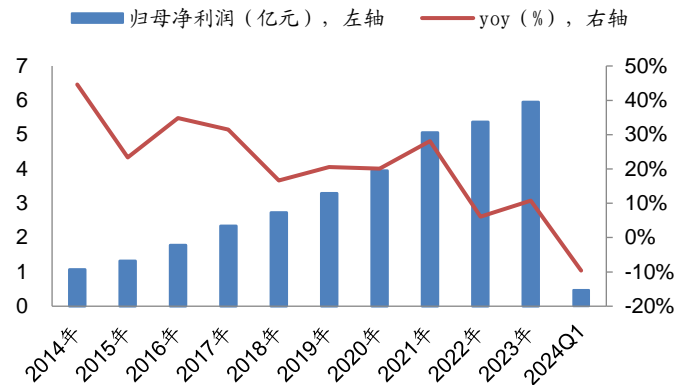
历史业绩持续稳定增长，业绩韧性强。2014-2023 年，公司营业收入由 10.50 亿元增长至 61.16 亿元，CAGR 为 21.63%；公司归母净利润由 1.07 亿元增长至 5.95 亿元，CAGR 为 21.00%。2023/2024Q1，公司分别实现营业收入 61.16/8.20 亿元，同比+13.49%/+1.74%；归母净利润分别为 5.95/0.47 亿元，同比+10.80%/-9.62%。2024Q1 归母净利润同比下降主要受到股权激励计划股份支付费用同比增加 1445 万元影响，剔除此影响后，归母净利润同比增长 15.46%。尽管终端市场承压，公司仍保持较强的业绩韧性。

图表 5 2014-2024Q1 公司营业收入及 yoy



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 6 2014-2024Q1 公司归母净利润及 yoy

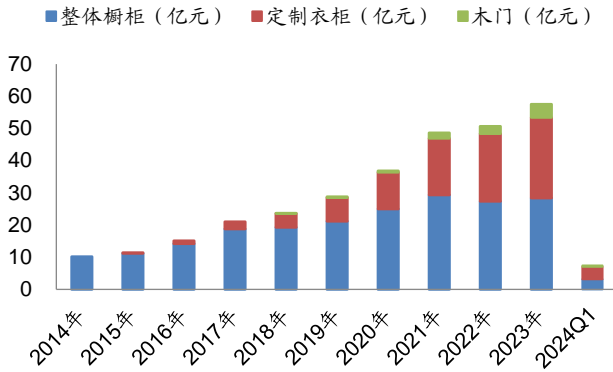


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

分产品看，整体橱柜收入占比第一，定制衣柜成为第二增长极。2023 年，公司定制衣柜实现营业收入 25.05 亿元，同比增长 19.15%，占主营收入的比例为 40.96%，贡献营业收入增长的 55.33%；整体橱柜/木门分别实现营业收入 28.38/4.10 亿元，同比+3.69%/+79.92%，占主营收入的比例分别为 46.39%/6.70%，木门业务继续维持高增长。2024Q1，整体橱柜/定制衣柜/木门分别实现营业收入 3.16/3.84/0.45 亿元，同比-0.60%/+8.71%/+12.64%，占主营收入的比例分别为 38.55%/46.80%/5.49%。公司从 2015 年起开始向衣柜业务方向拓展，定制衣柜业务体量不断攀升，成为重要业绩增长点，2024Q1 定制衣柜营业收入占比超过整体橱柜。木门业务处于新兴发展阶段，有望凭借经销门店扩张及大宗渠道拓展，维持高速增长趋

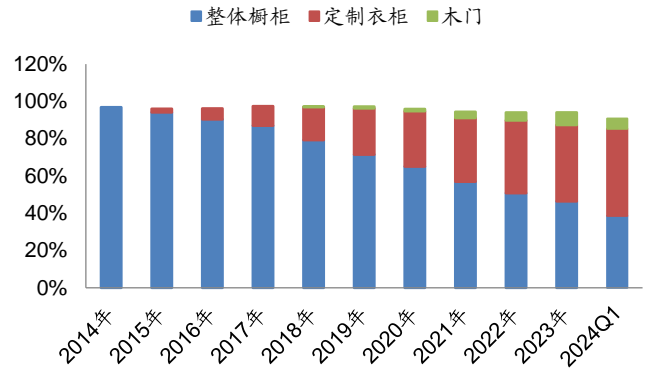
势。

图表 7 2014-2024Q1 公司按产品分收入结构 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

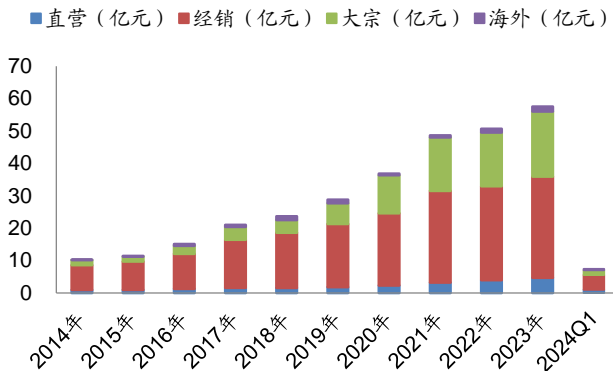
图表 8 2014-2024Q1 公司按产品分收入占比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

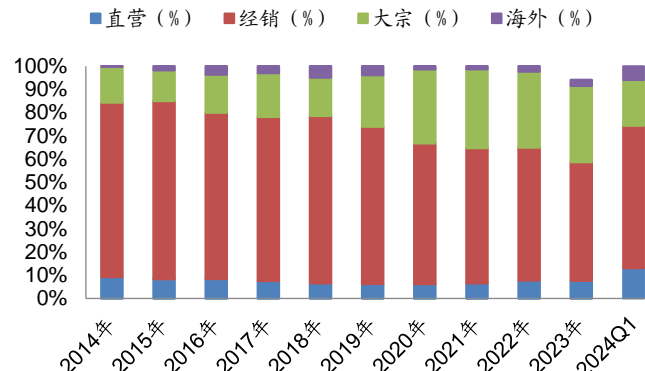
分渠道看, 经销渠道为主要渠道, 海外渠道实现高增长。2023 年公司直营/经销/大宗/海外分别实现营业收入 4.70/31.24/20.09/1.50 亿元, 同比+18.52%/+7.75%/+21.22%/+31.86%, 占主营收入比例为 7.69%/51.08%/32.84%/2.45%。2024Q1 公司直营/经销/大宗/海外分别实现营业收入 0.97/4.57/1.47/0.44 亿元, 同比+13.24%/-1.78%/+9.66%/+66.61%, 占主营收入比例为 13.02%/61.34%/19.73%/5.91%。公司从 2014 年开始走向海外市场, 业务涉及北美、中东、澳洲、东南亚等地区, 近年来海外渠道布局逐渐从工程整装拓展至零售加盟领域, 公司以贴近市场、聚焦机会、强化赋能为核心对海外业务进行了组织调整和扩充, 将海外业务分为六个区域, 并筹建亚太区技术服务中心, 发掘新兴市场机会, 实现海外业务高增长。

图表 9 2014-2024Q1 公司按渠道分收入结构 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

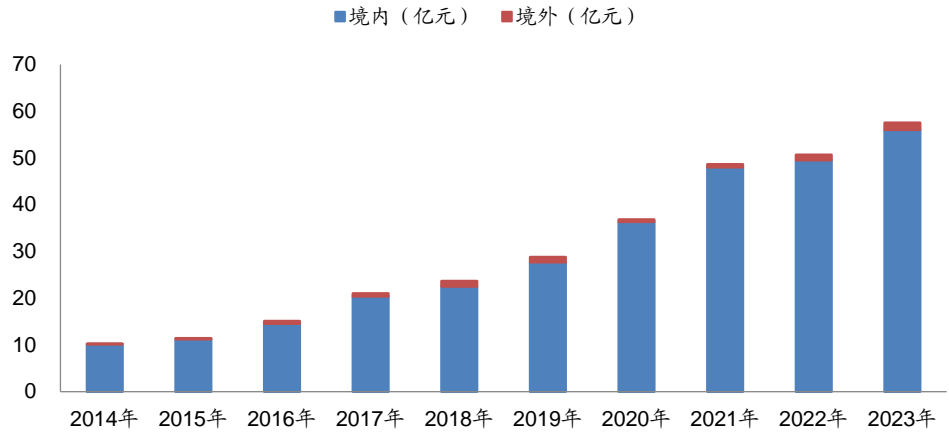
图表 10 2014-2024Q1 公司按渠道分收入占比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

分地区看, 境内业务占据主要部分, 境外业务实现高增长。2023 年, 公司境内/境外分别实现营业收入 56.03/1.50 亿元, 同比+13.11%/+31.86%。其中, 境内经销业务分为 7 个区域, 分别是华东、华南、华中、华北、西北、西南、东北地区, 华北、西北、东北一带地区增幅较高, 其他区域市场基本持平。

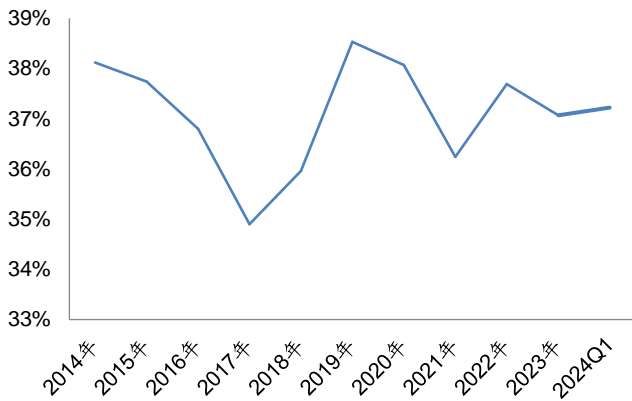
图表 11 2014-2023 年公司按地区分收入结构 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

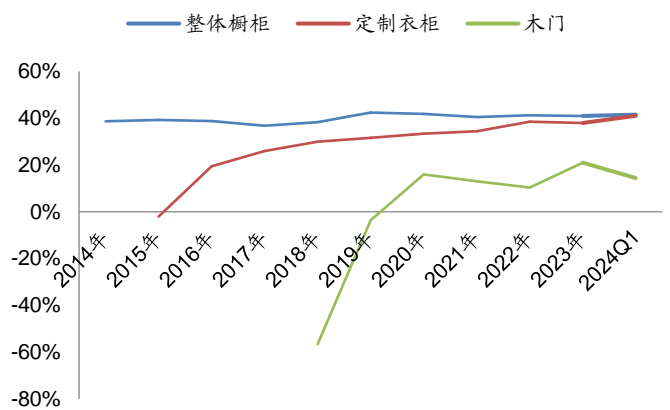
销售毛利率有所下降, 木门业务毛利率保持较高增长。2023 年/2024Q1, 公司销售毛利率分别为 37.07%/37.22%, 同比-0.62/+0.33pct。分产品看, 2023 年整体橱柜/定制衣柜/木门的销售毛利率分别为 40.93%/37.97%/20.98%, 同比-0.34/-0.55/+10.61pct, 2024Q1 整体橱柜/定制衣柜/木门的销售毛利率分别为 41.54%/41.05%/14.42%, 同比-4.94/+5.50/+7.69pct, 定制衣柜毛利率实现同比增长, 主要系产能利用率提高。公司已经连续 9 年开拓衣柜相关品类业务, 随着衣柜产能利用率逐渐提升, 毛利空间也得到了有效释放; 木门墙板产品逐渐被市场接受, 毛利水平逐渐向好, 增长较快。分渠道看, 2023 年直营/经销/大宗/海外的销售毛利率分别为 67.99%/35.04%/37.68%/18.20%, 同比+0.49/+0.22/-2.85/+6.14pct, 2024Q1 直营/经销/大宗/海外的销售毛利率分别为 69.32%/35.84%/36.51%/24.27%, 同比-0.98/+0.19/+3.88/+0.63pct。

图表 12 2014-2024Q1 公司毛利率情况 (%)



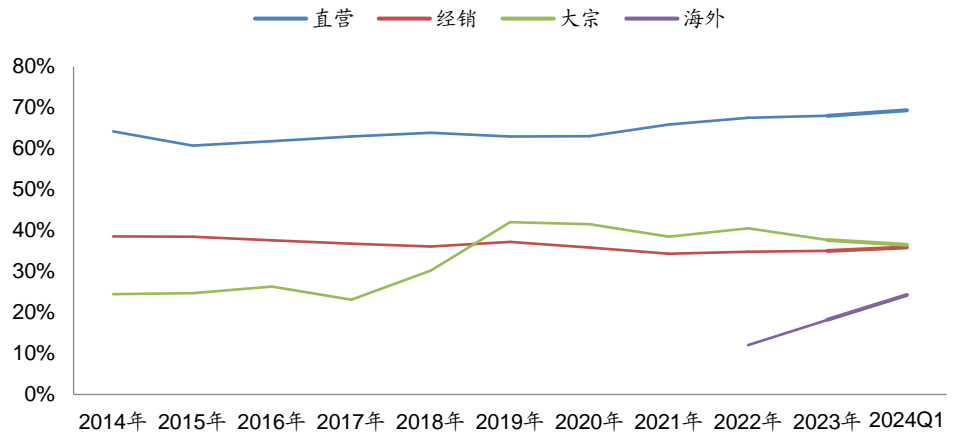
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 13 2014-2024Q1 公司按产品分毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

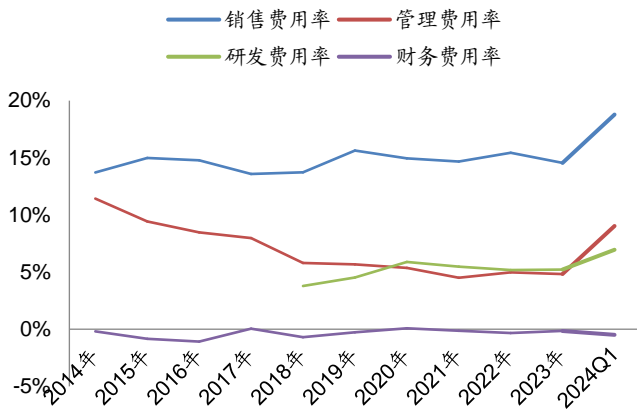
图表 14 2014-2024Q1 公司按渠道分毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

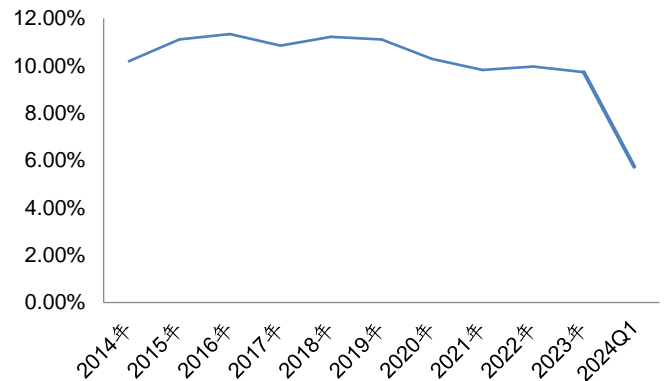
费用率控制得当, 重视研发投入。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.55%/4.82%/5.22%/-0.15%, 同比-0.89/-0.15/+0.04/+0.19pct。2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.78%/9.02%/6.95%/-0.49%, 同比+1.29/+1.70/+0.62/-0.36pct。公司持续加强研发方面投入, 研发费用从 2018 年的 0.92 亿元增长至 2023 年的 3.19 亿元, 研发费用率从 2018 年的 3.78%增长至 2023 年的 5.22%。2023 年公司销售费用同比增长 6.99%, 主要系广告费投入及销售薪酬同比增长所致, 而公司销售费用率基本保持稳定, 整体运营效率的提升使得销售费用率同比降低 0.89pct。2023 年/2024Q1 公司归母净利率分别为 9.73%/5.73%, 同比-0.23/-0.72pct。

图表 15 2014-2024Q1 公司费用率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 16 2014-2024Q1 公司归母净利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

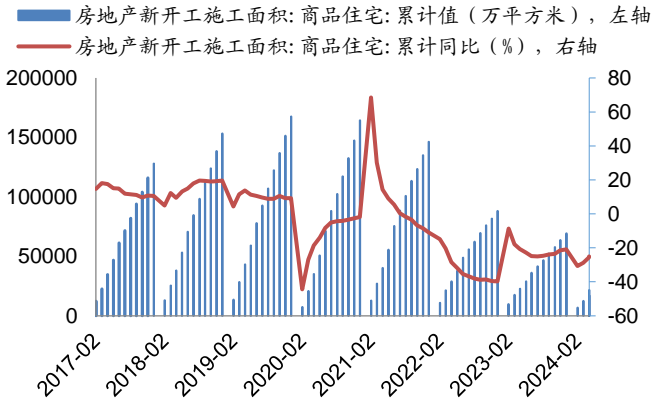
2 行业: 地产政策持续加码, 行业集中度提升

2.1 新房销售降幅扩大, 房地产政策力度加强

新房竣工面积和销售面积降幅扩大。2023 年全国商品住宅新开工建设面积为 69286 万平方米, 同比下降 20.90%, 竣工面积为 72433 万平方米, 同比上升 17.20%, 销售面积为 94796 万平方米, 同比下降 8.20%。2024 年 1-5 月, 全国商品住宅新开工建设面积为 21760 万平方米, 同比下降 25%, 竣工面积为 16199 万

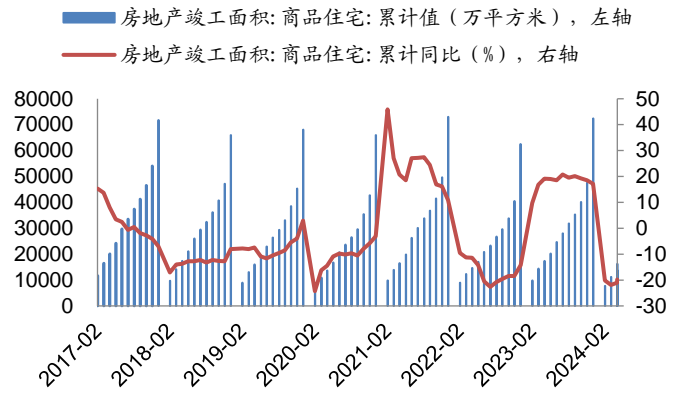
平方米, 同比下降 19.8%, 销售面积为 30744 万平方千米, 同比下降 23.6%。

图表 17 我国商品住宅新开工面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



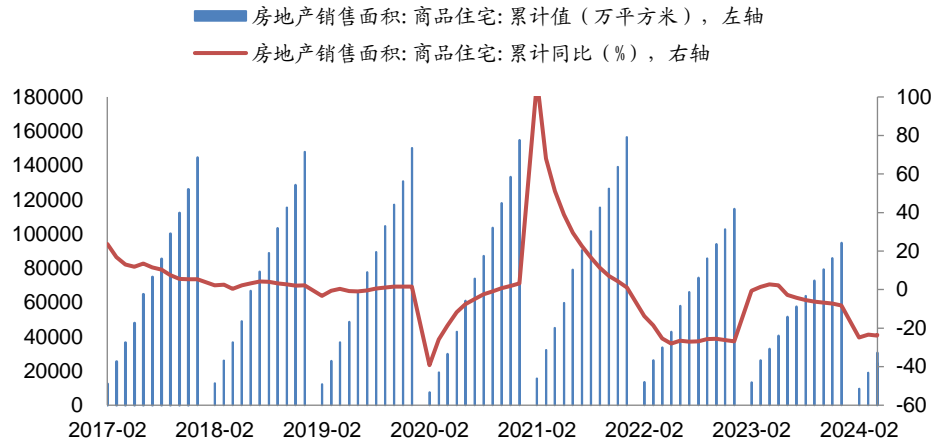
资料来源: 同花顺 iFinD, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 18 我国商品住宅竣工面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 19 我国商品住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 华安证券研究所

房地产刺激政策力度明显增强, 有望提振房地产销售。2024 年年初以来, 房地产政策不断加力。2024 年 4 月, 政治局会议提出要切实做好保交楼工作, 保障购房人合法权益, 抓紧构建房地产发展新模式; 五一期间, 北京市、天津市、上海市、南京市、无锡市相继推出房地产宽松政策, 旨在刺激合理购房需求释放; 2024 年 5 月 17 日, 央行针对房地产业发布四项公告, 一是设立 3000 亿元保障性住房再贷款, 二是调整首套房商业房贷最低首付比值不低于 15%, 二套房最低首付比例不低于 25%, 三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限, 四是下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25%。新一轮房地产刺激政策力度明显增强, 有望在一定程度上提振房地产销售, 带动地产链后周期产品销售。

图表 20 2024 年年初以来房地产宽松政策

时间	政策来源	内容
2024 年 4 月	政治局会议	继续坚持因城施策, 压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任, 切实做好保交房工作, 保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待, 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 抓紧构建房地产发展新模式, 促进房地产高质量发展。
2024 年 4 月 30 日	北京市	在执行现有住房限购政策的基础上, 允许以下居民家庭(含夫妻双方及未成年子

2024年4月30日	天津市	<p>女,下同)或成年单身人士,在五环外新购买1套商品住房(包括新建商品住房和二手住房):1.本市户籍居民家庭(含驻京部队现役军人和现役武警家庭、持有有效《北京市工作居住证》的家庭),已在京拥有2套住房的;2.本市户籍成年单身人士,已在京拥有1套住房的;3.连续5年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税的非本市户籍居民家庭或成年单身人士,已在京拥有1套住房的。</p> <p>一、满足京津冀协同发展住房需求。为服务京津冀协同发展重大国家战略,深入推进区域一体化和京津同城化发展,《通知》明确北京市、河北省户籍居民和在北京市、河北省就业人员在津购买住房的,享受本市户籍居民购房政策。</p> <p>二、进一步优化住房限购政策。为更好满足居民改善性住房需求,《通知》明确本市户籍居民在市内六区购买单套120平方米以上新建商品住房的,不再核验购房资格。</p> <p>三、完善住房套数认定标准。为充分满足居民职住平衡需求,《通知》明确居民在非限购区购买住房的,核查其在相应区住房情况。同时,对有60周岁(含)以上成员的居民家庭或生育二孩及以上的多子女家庭,《通知》明确可凭居民家庭户口簿等材料,在认定住房套数时核减1套。</p> <p>四、继续鼓励各区因区施策。《通知》提出,继续鼓励各区结合本区实际,通过发放购房补贴、企业团购优惠等政策减轻居民购房负担,支持刚性和改善性住房需求。同时,鼓励各区结合城中村改造、城市更新等安置需求,探索房票安置方式,对接本区新建商品房项目,更好满足被安置居民住房需求。</p>
2024年5月1日	南京市	<p>南京都市圈其他城市按规定缴存住房公积金的在职职工,在南京市行政区域范围内购买自住住房,向南京住房公积金管理中心申请住房公积金贷款,南京住房公积金管理中心按规定为其发放住房公积金贷款。适用城市包括常州市、镇江市、扬州市、淮安市、芜湖市、马鞍山市、滁州市、宣城市。房屋套数和购房提取次数按购房地城市单独计算。</p>
2024年5月1日	无锡市	<p>二套房公积金首付比例从40%调整为20%;二孩及以上家庭,申请公积金购买首套住房,夫妻双方合并最高贷款额度调整至130万元;加大“卖旧买新”支持力度,卖旧房不受“在取得不动产权证2年内不可转让”限制,买新房享有最高不超过10万元契税补贴;6个月内使用房票购房,给予购房使用房票金额的7%补贴;来锡面试人才可“免费住”,符合条件的新引进人才购房给予5万元至500万元购房补贴或购房券支持。</p>
2024年5月3日	上海市	<p>商品住房“以旧换新”活动主要针对计划出售二手住房并购买新房的购房居民。购房居民先与房地产开发企业达成购买新房的意向,再由房地产经纪机构优先推动其旧房交易,旧房成功出售后按约定完成新房交易。首批参加倡议的房地产开发企业20余家,房地产经纪机构近10家。首批参加倡议的项目30余个,主要分布在上海嘉定、松江、青浦、奉贤以及中国(上海)自由贸易试验区临港新片区等区域。参加“以旧换新”活动的房地产开发企业承诺,在一定期限内,旧房未成功出售的,购房居民可以无条件“退房退款”;房地产经纪机构承诺,对购房居民的旧房“全城推、优先卖”</p>
2024年5月17日	央行	<p>一是设立3000亿元保障性住房再贷款,二是调整首套房商业房贷最低首付比值不低于15%,二套房最低首付比至不低于25%,三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下线,四是下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25%。</p>
2024年5月27日	上海市	<p>发布《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》,《通知》明确调整优化住房限购政策。一是优化非沪籍居民购房条件。缩短非本市户籍居民家庭以及单身人士购房缴纳社会保险或个人所得税的年限,扩大购房区域。二是调整相关政策口径。取消离异购房限制,调整住房赠与规定,支持企业购买小户型二手住房用于职工租住;强调支持多子女家庭合理住房需求。一是可增购1套住房。二是优化多子女家庭在个人住房贷款中首套住房认定标准;提出优化住房信贷政策。一是按照因城施策原则调整优化个人住房信贷政策。二是进一步发挥住房公积金个人贷款支持居民合理住房需求的作用,适度提高本市住房公积金个人贷款最高额度;提出支持居住困难家庭改善居住条件。阶段</p>

2024年6月20日

住建部

性采取给予过渡租房、装修搬家等适度补贴措施，支持居住困难家庭住房“以旧换新”，促进改善居住条件。

住建部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议，会议指出，收购已建成存量商品房用作保障性住房是党中央、国务院作出的重要决策部署，有利于推动已建成存量商品房去库存、助力房地产市场健康发展，盘活存量资源加大保障性住房供给，配合保交房攻坚战和“白名单”机制，防范化解房地产风险。强调市县根据本地区房地产市场情况，综合考虑保障性住房实际需求、商品房市场库存水平等因素，按照“政府主导、市场化运作”的思路，自主决策、自愿参与。

2024年6月26日

北京市

一、首套房最低首付款比例不低于20%。

二、二套房五环内首付款比例不低于35%，五环以外最低首付款比例不低于30%。二是首套房贷款利率下限不低于LPR减45个基点（目前为3.5%）；二套房五环内不低于LPR减5个基点（目前为3.9%），五环外不低于LPR减25个基点（目前为3.7%）。

三、北京户籍二孩及以上的多子女家庭，购买第二套住房的，在个人住房贷款中认定为“首套住房”。

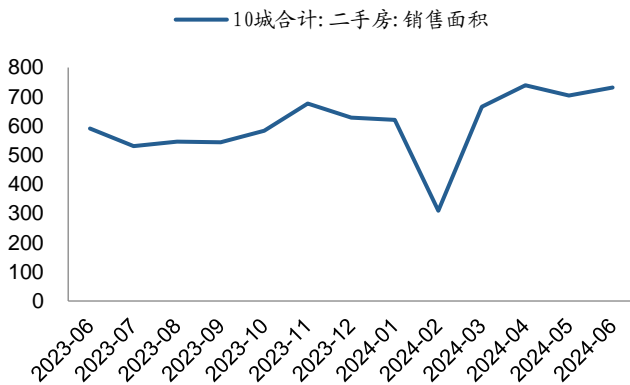
四、公积金购买二星级及以上绿色建筑、装配式建筑或者超低能耗建筑的缴存职工家庭，最多可上浮40万元，最高贷款额度不超过160万元。

五、组织开展住房“以旧换新”活动，持续满足刚需和改善型家庭的合理住房需求。

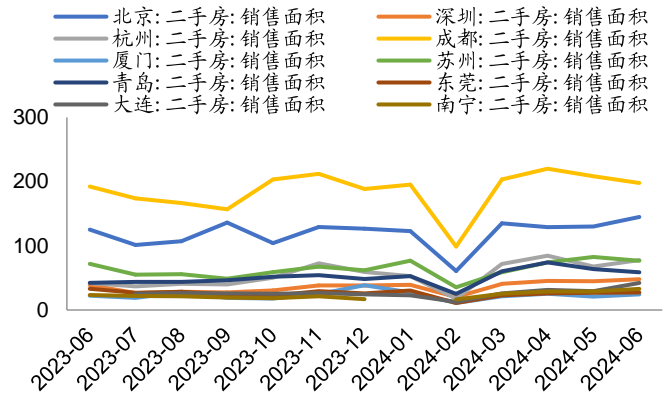
资料来源：中国共产党新闻网，天津市住房和城乡建设委员会，南京市住房公积金管理中心，无锡市住房和城乡建设局，上海市人民政府，中国人民银行，上海市住房和城乡建设管理委员会，中华人民共和国住房和城乡建设部，北京市住房和城乡建设委员会，华安证券研究所

517 新政后，市场反馈积极，二手房成交回暖。从二手房销售面积来看，2024年6月10城（北京、深圳、杭州、成都、厦门、苏州、青岛、东莞、大连、南宁）中的7城较上月实现增长，10城合计销售二手房731.46万平方米，环比增长3.95%，其中一线城市北京/深圳二手房销售面积分别为144.91/47.96万平方米，分别环比增长11.31/6.51%，分别同比增长15.70/23.61%，新政出台推动二手房销售止跌企稳，市场回暖。

图表 21 10城二手房合计销售面积（万平方米）



图表 22 10城二手房销售面积（万平方米）



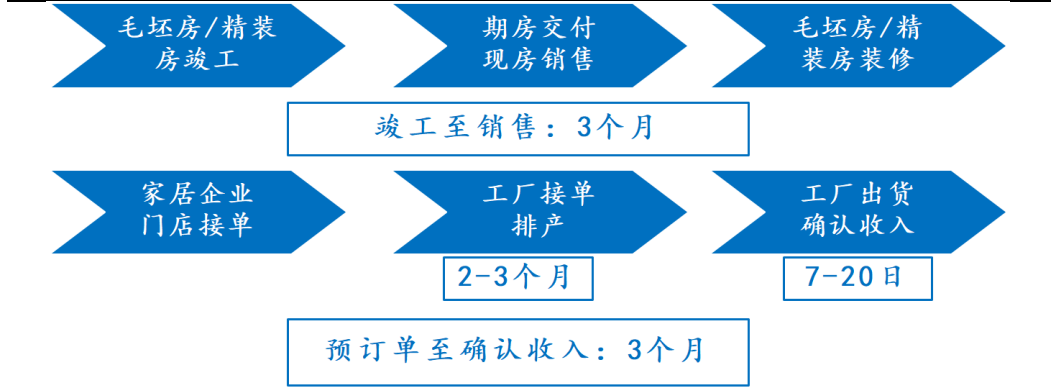
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

地产销售到家居订单的转化存在一定期限的转化周期。从消费者一端看，作为毛坯房/精装房的新房竣工后，完成期房交付/现房销售期存在2个月左右的时间，之后再转化为全屋装修/精装订单；存量房从销售时点开始算起，需要1-3个月时间完成交付，再转化为局部/全屋装修订单。从家居企业一端看，其订单转化完成包

括：家居企业门店接到订单定金、与消费者完成全屋产品的最终确认、工厂接单安排生产、工厂完成生产出货，其中从家居企业门店接到订单定金到工厂接单排产需要2-3月的时间，从工厂排产到完成出货转化为财报收入需要7-20日的时间。地产政策的发力有望于3个月后作用于家居产品销售。

图表 23 地产销售与家具订单转化流程



资料来源：华安证券研究所整理

2.2 疫情后行业市场规模稳步扩大，头部企业市占率持续提高

定制家居行业规模随装修需求变化。我们根据公式“家居行业市场规模+装修需求套数*产品渗透率*客单价”，对定制家居行业分品类市场规模进行测算。其中，装修需求套数方面，采用中国商品住宅新房销售面积和二手房销售面数据，并作出如下假设：①每年新房和二手房套均面积为95平方米/套；②每年新房和二手房销售总套数中的80%存在装修需求；③2015年自住房翻新数为170万套，以后每年增长9%。产品渗透率方面，根据2015-2022年共研网中国定制橱柜/衣柜的渗透率数据，并假设未来每年中国定制橱柜/衣柜的渗透率分别提升1%/0.5%，假设2015年定制木门的渗透率为90%，以后每年增长1%。客单价方面，根据头部定制家居公司产品客单价的平均水平，并假设历年全国橱柜、衣柜、木门平均客单价的增长率为4%，由于2023年定制家居市场头部公司纷纷采取以量换价、降价促销的策略，价格战竞争激烈，客单价较上年下降，假设2023年客单价同比下降4%。根据以上假设，我们测算得到2023年定制橱柜、定制衣柜、定制木门市场规模分别为1133亿元/2208亿元/1268亿元，定制家居市场规模总计达到4609亿元。

图表 24 定制家居市场规模测算

	2016年			2017年			2018年			2019年			2020年			2021年			2022年			2023年		
	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房	新房	二手房	翻新房
销售套数 (万套)	1448	516		1524	416		1557	416		1580	413		1630	417		1648	379		1206	417		998	600	
装修套数 (万套)	1158	413	185	1219	333	202	1246	333	220	1264	330	240	1304	333	262	1318	303	285	965	333	311	798	480	339
装修需求套数 (万套)		1756			1754			1798			1834			1899			1907			1610			1617	
定制橱柜																								
渗透率		66%			67%			68%			69%			70%			71%			72%			73%	
客单价 (元)		7903			8219			8548			8890			9246			9615			10000			9600	
市场空间 (亿元)		916			966			1045			1125			1229			1302			1159			1133	
定制衣柜																								
渗透率		35%			38%			42%			43%			44%			44.5%			45%			45.5%	
客单价 (元)		24697			25685			26713			27781			28892			30048			31250			30000	

市场空间 (亿元)	1518	1712	2017	2191	2415	2549	2264	2208
木门								
渗透率	91%	92%	93%	94%	95%	96%	97%	98%
客单价 (元)	6586	6849	7123	7408	7705	8013	8333	8000
市场空间 (亿元)	1053	1105	1191	1277	1390	1467	1301	1268
定制行业规模 (亿元)	3487	3784	4254	4593	5034	5318	4724	4609

资料来源：共研网，中国新闻网，新浪财经，贝壳研究院，全屋定制网，同花顺 iFinD，华安证券研究所（注：客单价以 95 平方米每户的总需求客单价计）

2023 年头部定制家居公司定制橱柜和定制衣柜品类市场份额持续提高，行业格局集中程度提升。定制家居行业中，定制橱柜品类头部公司（头部公司包括欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌橱柜，下同）市占率从 2015 年的 8.05% 提升至 2023 年的 11.77%；定制衣柜品类头部公司市占率从 2015 年的 3.87% 提升至 2023 年的 11.28%；定制木门品类头部公司市占率从 2015 年的 0.15% 提升至 2023 年的 2.07%，其中，定制衣柜品类集中度提升更快。受疫情影响，定制家居行业集中度加速提升，在疫情前（2015-2019 年），定制橱柜/衣柜/木门品类头部公司市占率年均增幅分别为 0.56/0.45/0.12pct，疫情期间（2020-2022 年）定制橱柜/衣柜/木门品类头部公司市占率年均增幅分别为 1.03/2.46/0.42pct。志邦家居 2023 年定制橱柜/衣柜/木门品类的市占率分别为 2.50/1.13/0.32%，同比分别提高 0.14/0.21/0.15pct，市占率与主要竞争对手相比仍有较大提升空间。

图表 25 定制家居各公司市场规模 (亿元)

橱柜 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
市场规模	722	916	966	1045	1125	1229	1302	1159	1133
欧派家居	38.45	43.69	53.54	57.65	61.93	60.61	75.29	71.73	70.31
索菲亚	0.87	4.13	5.90	7.09	8.51	12.11	14.20	12.72	12.44
志邦家居	11.19	14.19	18.76	19.28	21.17	24.99	29.34	27.37	28.38
金牌橱柜	7.66	10.71	13.86	15.36	17.82	20.73	24.80	23.63	22.32
衣柜 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
市场规模	1146	1518	1712	2017	2191	2415	2549	2264	2208
欧派家居	13.37	20.22	32.96	41.48	51.67	57.72	101.72	121.39	119.49
索菲亚	30.74	39.26	51.57	60.61	61.76	67.02	82.69	91.77	94.11
志邦家居	0.22	0.91	2.25	4.30	7.34	11.41	17.60	21.03	25.05
金牌橱柜			0.24	1.38	3.05	4.99	8.00	9.61	10.44
木门 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
市场规模	833	1053	1105	1191	1277	1390	1467	1301	1268
欧派家居	1.21	2.08	3.21	4.75	5.97	7.71	12.36	13.46	13.78
索菲亚			0.73	1.58	1.88	2.92	4.58	4.34	5.89
志邦家居			0.00	0.08	0.28	0.43	1.70	2.28	4.10
金牌橱柜					0.08	0.25	0.84	1.49	2.46

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 26 定制家居各公司市占率 (%)

橱柜	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
欧派家居	5.32%	4.77%	5.54%	5.52%	5.50%	4.93%	5.78%	6.19%	6.20%
索菲亚	0.12%	0.45%	0.61%	0.68%	0.76%	0.99%	1.09%	1.10%	1.10%
志邦家居	1.55%	1.55%	1.94%	1.84%	1.88%	2.03%	2.25%	2.36%	2.50%

金牌橱柜	1.06%	1.17%	1.44%	1.47%	1.58%	1.69%	1.91%	2.04%	1.97%
合计	8.05%	7.94%	9.53%	9.51%	9.73%	9.63%	11.04%	11.69%	11.77%
衣柜	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
欧派家居	1.17%	1.33%	1.92%	2.06%	2.36%	2.39%	3.99%	5.36%	5.41%
索菲亚	2.68%	2.59%	3.01%	3.00%	2.82%	2.78%	3.24%	4.05%	4.26%
志邦家居	0.02%	0.06%	0.13%	0.21%	0.34%	0.47%	0.69%	0.93%	1.13%
金牌橱柜			0.01%	0.07%	0.14%	0.21%	0.31%	0.42%	0.47%
合计	3.87%	3.98%	5.08%	5.34%	5.65%	5.84%	8.24%	10.77%	11.28%
木门	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
欧派家居	0.15%	0.20%	0.29%	0.40%	0.47%	0.55%	0.84%	1.03%	1.09%
索菲亚			0.07%	0.13%	0.15%	0.21%	0.31%	0.33%	0.46%
志邦家居				0.01%	0.02%	0.03%	0.12%	0.18%	0.32%
金牌橱柜					0.01%	0.02%	0.06%	0.11%	0.19%
合计	0.15%	0.20%	0.36%	0.54%	0.64%	0.81%	1.33%	1.66%	2.07%

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

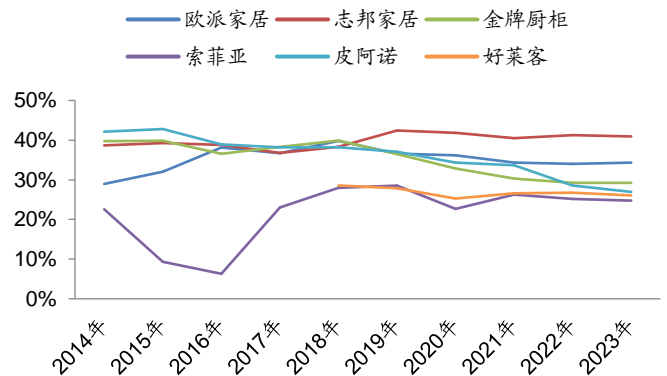
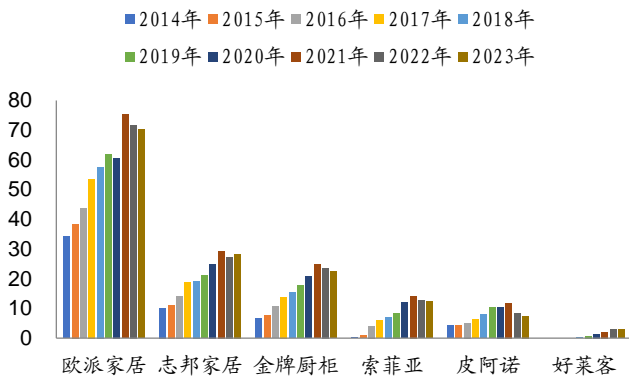
3 品类：橱柜业务稳定，衣柜木门为核心增长点

3.1 橱柜：稳居行业第二，盈利能力行业领先

橱柜业务基本盘稳定，稳居行业第二。公司的前身是 1998 年创立的合肥志邦橱柜厂，主要从事橱柜的生产与销售，经过二十余年的发展，目前橱柜业务收入已经稳居行业第二。2023 年公司整体橱柜业务实现营收 28.38 亿元，同比增长 3.69%，占总收入之比为 46.39%，尽管面临房地产调控与居民消费信心不足的压力，公司橱柜业务全年仍实现营业收入增长，韧性较强。2014-2023 年橱柜业务 CAGR 为 12.08%，业务规模稳步扩张。根据我们的测算，2023 年公司橱柜业务市占率为 2.50%，较 2022 年提高 0.14pct，橱柜业务收入稳居行业第二。

图表 27 2014-2023 年定制家居企业橱柜业务收入 (亿元)

图表 28 2014-2023 年定制家居企业橱柜业务毛利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

规模效应和供应链管理能力强，盈利能力行业领先。公司业务规模持续扩张的同时，橱柜业务保持出众的盈利能力，橱柜业务毛利率一直处于行业前列。2023 年公司橱柜业务毛利率为 40.93%，同期欧派家居/金牌厨柜/索菲亚/皮阿诺/好莱客橱柜业务毛利率分别为 34.33%/29.22%/24.75%/26.95%/26.07%，显著领先于行业竞争对手。2018-2023 年公司橱柜单位成本从 4248 元/套降低到 3160 元/套，规模

效应已经显现，主要原因是材料成本持续下降，公司具备较强的议价能力；橱柜的单位人力成本从 173 元/套下降至 129 元/套，公司通过精益生产管理方法，实现内部的专业化分工、高效柔性生产体系实现高人效。

图表 29 2018-2023 年定公司橱柜业务成本拆分

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
业务收入 (亿元)	19.28	21.17	24.99	29.34	27.37	28.38
毛利率 (%)	38.32%	42.43%	41.84%	40.50%	41.27%	40.93%
销量 (套)	279,965	300,261	371,274	476,909	463,223	530,454
单价 (元/套)	6887	7051	6730	6152	5908	5350
单位成本 (元/套)	4248	4059	3914	3661	3470	3160
单位材料 (元/套)	3573	3316	3176	2897	2627	2561
单位人工 (元/套)	173	184	148	165	213	129
单位制造费用 (元/套)	502	559	590	599	630	470

资料来源：同花顺 iFinD，志邦家居 2018-2023 历年年报，华安证券研究所

图表 30 2023 年可比公司橱柜业务成本拆分

	志邦家居	欧派家居	索菲亚	金牌厨柜
业务收入 (亿元)	28.38	70.31	12.44	22.32
毛利率 (%)	40.93%	34.33%	24.75%	29.22%
销量 (套)	530454	860162	186598	709091
单价 (元/套)	5,350	8,174	6,667	3,148
单位成本 (元/套)	3160	5368	5015	2228
单位材料 (元/套)	2561	4064	3613	1864
单位人工 (元/套)	129	390	238	194
单位制造费用 (元/套)	470	914	336	170
单位外协服务成本 (元/套)			829	

资料来源：同花顺 iFinD，志邦家居 2023 年年报，欧派家居 2023 年年报，索菲亚 2023 年年报，金牌厨柜 2023 年年报，华安证券研究所

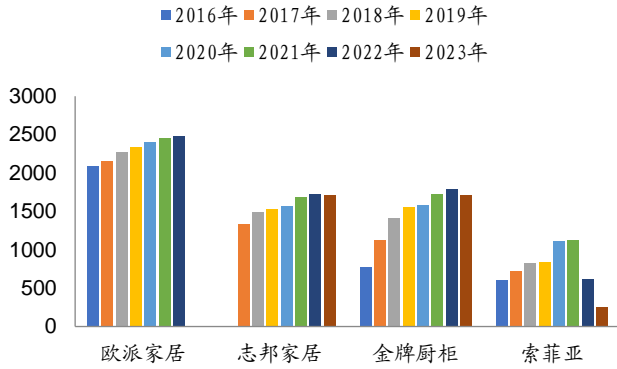
图表 31 2024 年定制家居公司定制橱柜套餐情况

公司	套餐价格	产品
志邦家居	11999	3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜
欧派家居	12800	3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜，赠送欧派烟机、欧派炉灶、欧派水槽（双槽/单槽二选一）
索菲亚	19800	3 米台面+3 米地柜+1 米吊柜，赠送龙头
金牌厨柜	10888	3 米台面+3 米地柜+1 米吊柜，赠送烟机、灶具、水槽、龙头

资料来源：淘宝网，华安证券研究所

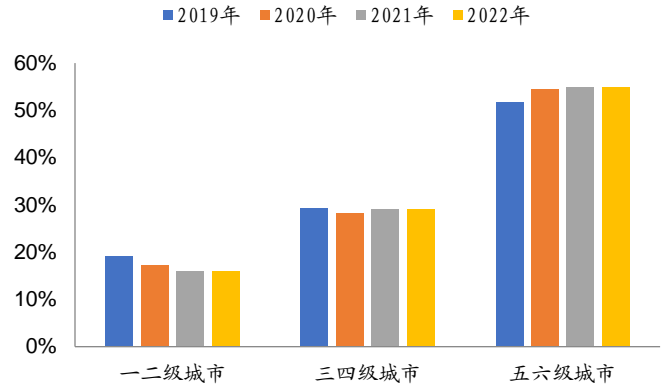
橱柜门店数趋于稳定，经销渠道不断下沉。从门店数量来看，公司作为最早一批进入橱柜业务领域的企业，积累了大量优质经销商与门店资源，2024Q1 公司橱柜经销门店数量 1759 家，较 2023 年末增加 44 家，门店数量有所扩张。2024Q1 竞争对手金牌厨柜的橱柜门店数量为 1702 家，较 2023 年末减少 7 家，目前志邦家居橱柜经销门店数量与金牌厨柜基本持平。从门店线级分布来看，2022 年公司经销渠道橱柜业务一二线城市收入占 16%，三四线城市收入占 29%，五六线城市收入占 55%，渠道不断下沉。此外，橱柜经销门店通过布局多元配套品类产品，公司推出多款定制卫浴产品，随着厨电配套比例提高，卫生间和阳台业务并入橱柜业务，将推动单店收入以及客单价提升。

图表 32 2016-2023 年定制家居品牌经销橱柜业务门店数量 (家)



资料来源: 志邦家居 2016-2023 历年年报, 欧派家居 2016-2023 历年年报, 金牌厨柜 2016-2023 历年年报, 索菲亚 2016-2023 历年年报, 华安证券研究所

图表 33 2019-2022 年公司橱柜业务门店线级分布 (%)



资料来源: 志邦家居 2019-2022 历年年报, 华安证券研究所

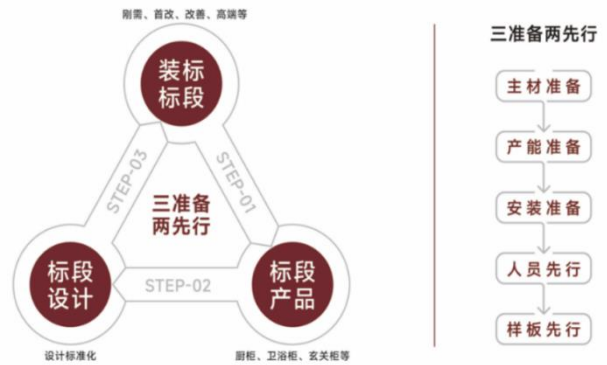
持续优化大宗业务客户结构, 降低整体经营风险。 1) 2018 年初公司主动调整大宗业务客户结构, 终止与恒大合作, 当年大宗业务收入增速有所下滑。业务调整落地后, 公司大宗业务步入高速发展轨道, 2018-2021 年大宗渠道收入 CAGR 达 46%。2) 2021 年下半年起公司再次优化客户结构, 新增战略客户和央企国企, 截止 2022 年末, 百强地产客户占比已达 36%; 并主动降低前五大客户占比, 分散风险。受与央国企合作影响, 大宗业务利润率有所降低, 但经营风险得到有效控制, 且盈利能力仍行业领先。3) 积极开发适老公寓、企事业公寓、人才公寓、工程高等定等产品, 并与全球知名企业建立合作, 在住宅、公寓、文旅、酒店、适老等地产业态方面积累了丰富的项目管理、安装交付、客户服务和风险控制的经验。

图表 34 公司工程展厅



资料来源: 公司 2022 年年报, 华安证券研究所

图表 35 公司大宗业务管理措施



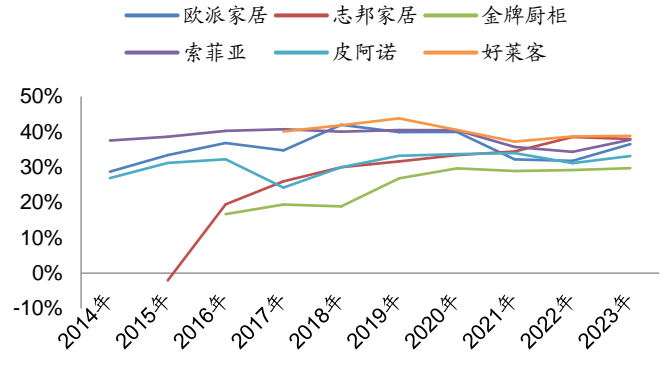
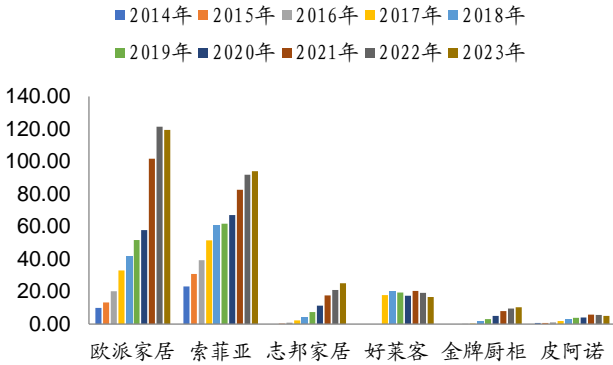
资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

3.2 衣柜: 营收快速增长, 毛利空间持续释放

衣柜业务体量持续提升, 成为重要业绩增长点。公司于 2015 年开始进入衣柜业务领域, 起初以“法兰菲”品牌运作, 从 2018 年起与橱柜业务共享“ZBOM 志邦”品牌。在房屋装修流程中, 衣柜的入场次序相较于橱柜更为靠后, 因此由橱柜向衣柜的引流路径更为通畅, 公司衣柜业务依托原有的渠道基础和品牌影响力, 实现衣柜业务体量的快速增长。2023 年衣柜业务实现收入 25.05 亿元, 同比增长 19.15%, 占营业收入比重为 40.96%; 2015-2023 年衣柜业务 CAGR 为 80.29%。

根据我们的测算，2023年公司衣柜业务市占率为1.13%，较2022年提升0.21pct，业务规模仍有上升空间。

图表 36 2014-2023 年定制家居企业衣柜业务收入（亿元） 图表 37 2014-2023 年定制家居企业衣柜业务毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

衣柜业务毛利率仍有提升空间。2023年公司衣柜业务毛利率为37.97%，同比降低0.55pct，相较于公司橱柜业务（2023年毛利率为40.93%），仍有一定提升空间。2018-2023年公司衣柜单价从3783元/套提高到4851元/套，议价能力显现；2023年公司衣柜单位成本为3009元/套，同比提高202元/套，单位成本有所上涨，主要源于公司加强大宗业务风险控制，调整客户结构，培育创新业务等导致大宗业务利润空间有所下降，成本增幅高于收入增幅。单位材料/单位人工/单位制造费用分别为2276/250/483元/套，同比+108/-6/+100元/套。

图表 38 2018-2023 年定公司衣柜业务成本拆分

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
业务收入（亿元）	4.30	7.34	11.41	17.60	21.03	25.05
毛利率（%）	29.97%	31.62%	33.40%	34.43%	38.52%	37.97%
销量（套）	113,661	198,676	277,604	391,250	460,497	516,477
单价（元/套）	3,783	3,697	4,110	4,498	4,566	4,851
单位成本（元/套）	2649	2528	2737	2949	2807	3009
单位材料（元/套）	2086	1991	2204	2254	2169	2276
单位人工（元/套）	230	224	209	270	256	250
单位制造费用（元/套）	333	312	325	425	382	483

资料来源：同花顺 iFinD，志邦家居 2018-2023 历年年报，华安证券研究所

图表 39 2023 年可比公司衣柜业务成本拆分

	志邦家居	欧派家居	索菲亚	金牌厨柜
业务收入（亿元）	25.05	119.49	94.11	10.44
毛利率（%）	37.97%	36.51%	37.75%	29.70%
销量（套）	516,477	3327887	52,336,404	360274
单价（元/套）/（元/平方米）	4,851	3,591	180	2,898
单位成本（元/套）/（元/平方米）	3009	2280	112	2037
单位材料（元/套）/（元/平方米）	2276	1883	87	1575
单位人工（元/套）/（元/平方米）	250	193	12	238
单位制造费用（元/套）/（元/平方米）	483	203	9	224
单位外协服务成本（元/套）/（元/平方米）			4	

资料来源：同花顺 iFinD，志邦家居 2023 年年报，欧派家居 2023 年年报，索菲亚 2023 年年报，金牌厨柜 2023 年年报，华安证券

研究所 (索菲亚的单位为元/平方米, 其他定制家居公司单位为元/套)

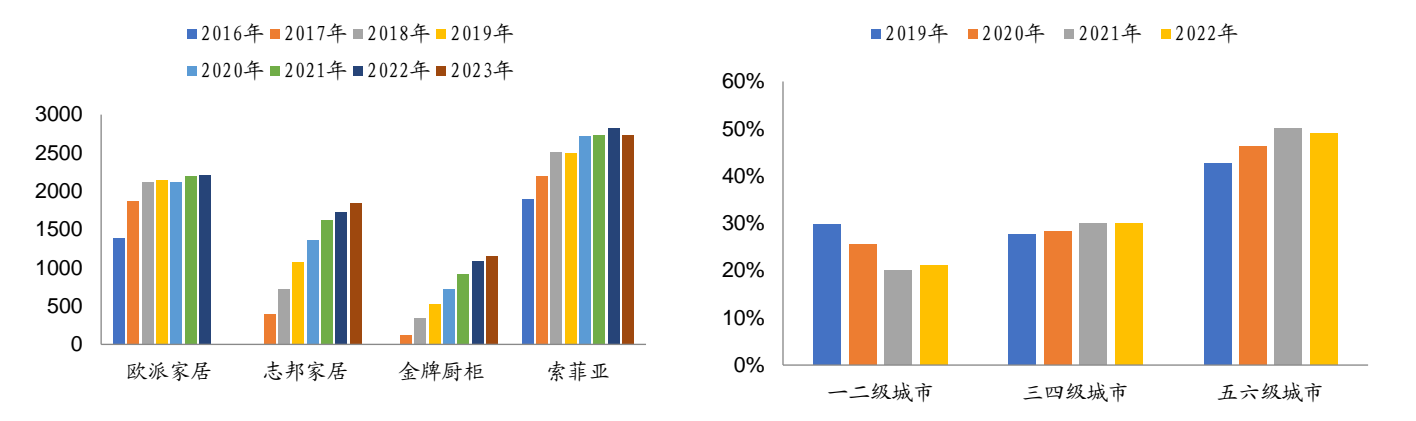
图表 40 2024 年定制家居公司定制衣柜套餐情况

公司	套餐价格	产品
志邦家居	28600	22 平米投影面积 (客厅、餐厅、卧室、厨房、儿童房、阳台)
欧派家居	19800	22 平米投影面积 (衣柜、电视柜、餐边柜、鞋柜、书桌柜、阳台柜)
索菲亚	26800	20 平米全屋定制柜 (卧室、入户、客厅、餐厅、书房、衣帽间六大空间)
金牌厨柜	22500	20 平米定制 (主卧、次卧、阳台、客厅、玄关、餐厅六大空间)

资料来源: 淘宝网, 华安证券研究所

衣柜门店稳步拓展, 门店数仍余上升空间。从门店数量来看, 2024Q1 公司衣柜经销门店数量为 1912 家, 较 2023 年增加 62 家, 仍处于稳步拓展阶段; 2024Q1 竞争对手金牌厨柜衣柜经销门店数量分别为 1163 家, 较 2023 年增加 11 家。从门店线级分布来看, 2022 年公司经销渠道衣柜业务一二线城市收入占 21%, 三四线城市收入占 30%, 五六级城市收入占 49%, 相较于橱柜业务在五六级城市收入占比的 55%, 衣柜业务渠道仍有继续下沉的空间。

图表 41 2016-2023 年定制家居品牌经销衣柜业务门店数 图表 42 2019-2022 年公司衣柜业务门店线级分布 (%)



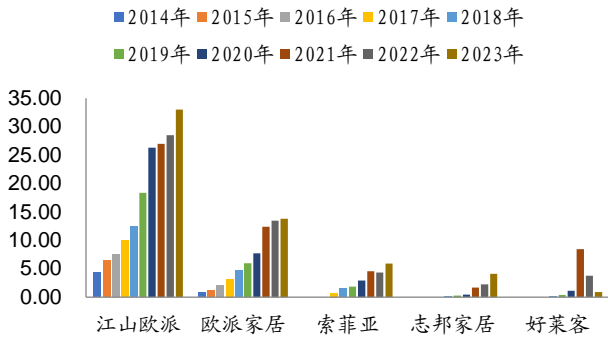
资料来源: 志邦家居 2016-2023 历年年报, 欧派家居 2016-2023 历年年报, 金牌厨柜 2016-2023 历年年报, 索菲亚 2016-2023 历年年报, 华安证券研究所

资料来源: 志邦家居 2019-2022 历年年报, 华安证券研究所

3.3 门墙: 业务处于孵化阶段, 为中长期增长点

门墙业务处于孵化阶段, 将成为公司第三增长曲线。公司于 2018 年推出“ZBOM 志邦木门”产品, 开始拓展木门墙板业务。近年来, 公司积极在门墙业务的“渠道、产品、毛利水平、交付保障”等方面进行全面布局, 并拉通产品端 (含销售、定价、政策)、交付端、信息化等, 推动研产供销全面降本, 逐步提升经营质量和规模, 实现合理利润。2023 年, 公司木门业务实现收入 4.10 亿元, 同比增长 79.92%, 占总收入比重为 6.70%, 已经持续保持高速增长; 2018-2023 年木门业务 CAGR 为 120.95%。根据我们的测算, 2023 年公司木门业务市占率约为 0.32%, 较 2022 年提升 0.15pct。

图表 43 2014-2023 年定制家居企业门墙业务收入 (亿元) 图表 44 公司木门墙板产品



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

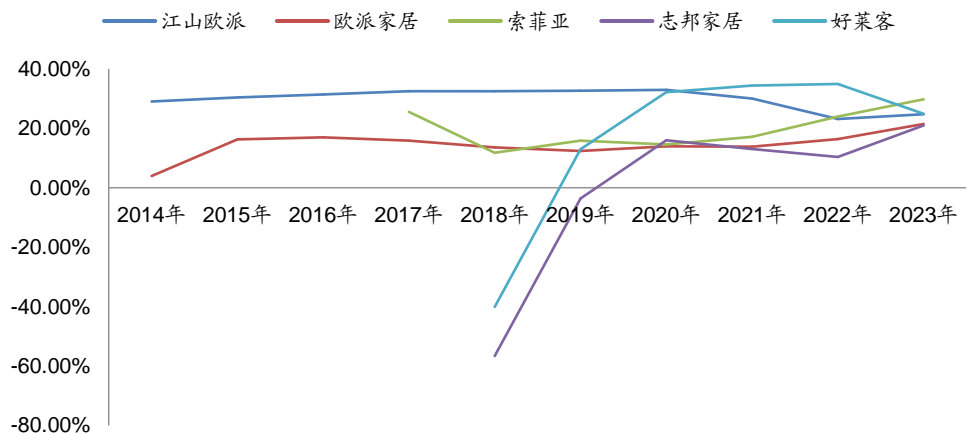
图表 45 2024 年定制家居公司定制木门价格

公司	套餐价格	产品
志邦家居	2400 元/樘	门洞尺寸: 宽 900*高 2300mm
欧派家居	1860 元/樘	门洞尺寸: 宽 900*高 2300mm
索菲亚	2199 元/樘	门洞尺寸: 300mm*930mm*2250mm
金牌厨柜	1399 元/樘	门洞尺寸: 宽 900*高 2450*厚 600mm

资料来源: 淘宝网, 华安证券研究所

衣柜和木门融合店数量增长为主要驱动力, 规模拓展后盈利能力快速提升。2024Q1 公司木门经销门店数量为 1046 家, 较 2023 年末增加 63 家, 门店仍处于快速扩张阶段, 未来门店数量增长将为木门经销收入增长的主要驱动力。2023 年志邦家居木门业务毛利率为 20.98%, 同比提高 10.61pct, 随着产量不断提升, 门墙业务毛利率逐步改善。竞争对手江山欧派/欧派家居/索菲亚/好莱客木门业务毛利率分别为 24.75%/21.47%/29.77%/24.91%, 同比+1.61/5.09/5.83/-10.03pct, 志邦家居毛利率仍有一定提升空间。

图表 46 2014-2023 年定制家居企业衣柜业务毛利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

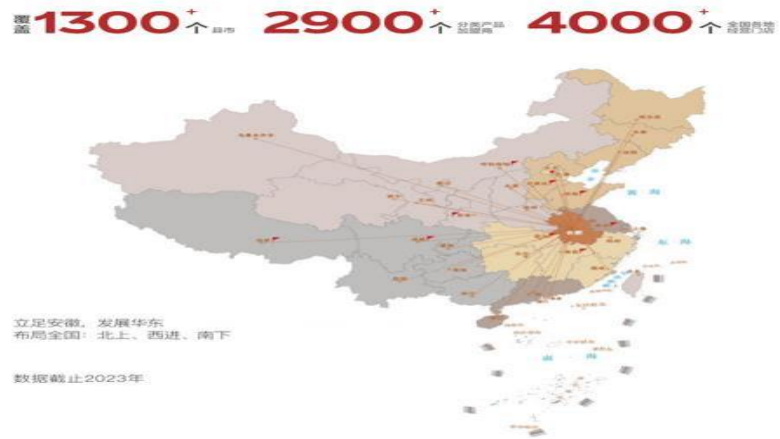
4 战略：布局新兴海外市场，探索创新业务模式

4.1 加速南方市场布局，积极探索海外零售业务模式

立足华东区域，布局全国市场。公司通过全渠道、多品类战略，布局多层次市场，立足华东区域，推进北上、西进、南下，建起强大的零售营销网络体系。依托于华东区域优势，公司北上、西进取得积极成效，在国内经销业务的 7 个区域中，2023 年华北、西北、东北一带的北方区域收入增幅较高，其他区域市场基本持平。

境内业务营收增速行业领先，华东区域市场优势明显。2023 年志邦家居/欧派家居/索菲亚/金牌厨柜分别实现境内营业收入 56.03/219.89/114.06/32.72 亿元，分别同比+13.11%/+0.95%/+3.44%/+0.82%，分别实现境外业务收入 1.50/3.20/0.50/2.74 亿元，同比+31.86%/+46.54%/+42.92%/+16.92%，境内营业收入增速行业领先。在华东区域方面，2023 年志邦家居的营业收入与 2022 年的 12.33 亿元基本持平，欧派家居/索菲亚华东区域营业收入分别为 69.48/26.73 亿元，分别同比-1.39%/+10.64%。公司目前设有 7 大智能化生产基地，其中 6 处位于安徽省合肥市，建有橱柜、衣柜、木门等多品类产线，就近生产供应和服务于华东区域。

图表 47 公司 2023 年区域市场开拓情况



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

建设广东生产基地，加速南方市场布局。公司之前在南方市场的销售依赖于现有华东生产基地的生产供应和服务，一定程度上限制了公司南方市场业务的快速增长。公司近年来推动布局华南市场，在广东省清远市建设智能工厂，打造厨、衣柜智能生产线，提供高效的生产保障，生产基地一期已接近完工。清远基地项目建成后规划年产 7.20 万套橱柜、37.80 万套衣柜，项目达产年可实现营业收入 116,094.97 万元/年、销售毛利 44,005.70 万元/年，达产年毛利率为 37.90%，净利润 11,603.42 万元/年，达产年净利率为 9.99%。基地辐射半径可覆盖广东省、广西壮族自治区、湖南省、江西省、海南省和福建省等南方地区，能有效满足南方市场的交付需求，提高南方市场的响应速度，提升公司产品在南方市场的市场占有率，并为公司海外业务的扩展奠定基础。公司拟向不特定对象发行可转债募集资金总额不超过 7 亿元，拟投资于清远智能生产基地（一二期）建设项目、数字化升级项目等。

图表 48 公司拟向不特定对象发行可转债募集资金

序号	项目名称	总投资额	募集资金投入金额
1	清远智能生产基地（一二期）建设项目	60,984.80	41,616.88
2	数字化升级项目	9,660.37	8,383.12
3	补充流动资金	20,000.00	20,000.00
	合计	90,645.17	70,000.00

资料来源：志邦家居股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书（申报稿）（2023 年度财务数据更新版），华安证券研究所

图表 49 清远智能基地项目达产前后的规划产能情况

产品名称	计量单位	现有年产能	新增年产能	达产后年产能	新增产能复合增长率
整体厨柜	套	540,000	72,000	612,000	4.26%
定制衣柜	套	520,000	378,000	898,000	19.98%

资料来源：关于志邦家居股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券申请文件的审核问询函的回复报告（2023 年度财务数据更新版），华安证券研究所（注：未考虑未来经营过程中可能的扩产或产能淘汰情况）

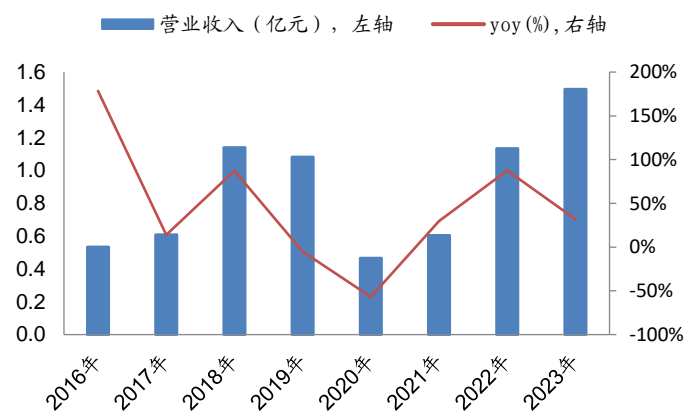
布局新兴海外市场，积极探索海外零售业务模式。公司早在 2014 年就开始走向国际市场，大宗业务涉及北美、中东、澳洲、东南亚等地区；2022 年 1 月，公司第一家海外品牌专卖店在泰国曼谷开业，是布局海外零售的重要开端；2023 年公司相继在新加坡、柬埔寨、菲律宾、缅甸、马尔代夫、马来西亚、印度尼西亚、科威特等多个国家落地零售店，其中新加坡店为东南亚规模最大的志邦旗舰店，上下两层超 1400 平融合展厅，可实现厨、衣、木、成一站购齐。2023 年公司实现海外业务收入 1.50 亿元，同比增长 31.86%，占总收入的比例为 2.15%。公司海外业务以国际 B、C 端业务双核驱动、齐头并进，并把在本土市场 C 端积累的成功经验复制到海外零售市场，为未来业务可持续高质量增长打下基础。

图表 50 公司海外零售店面



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

图表 51 公司 2016-2023 年海外营业收入（亿元）及 yoy（%）



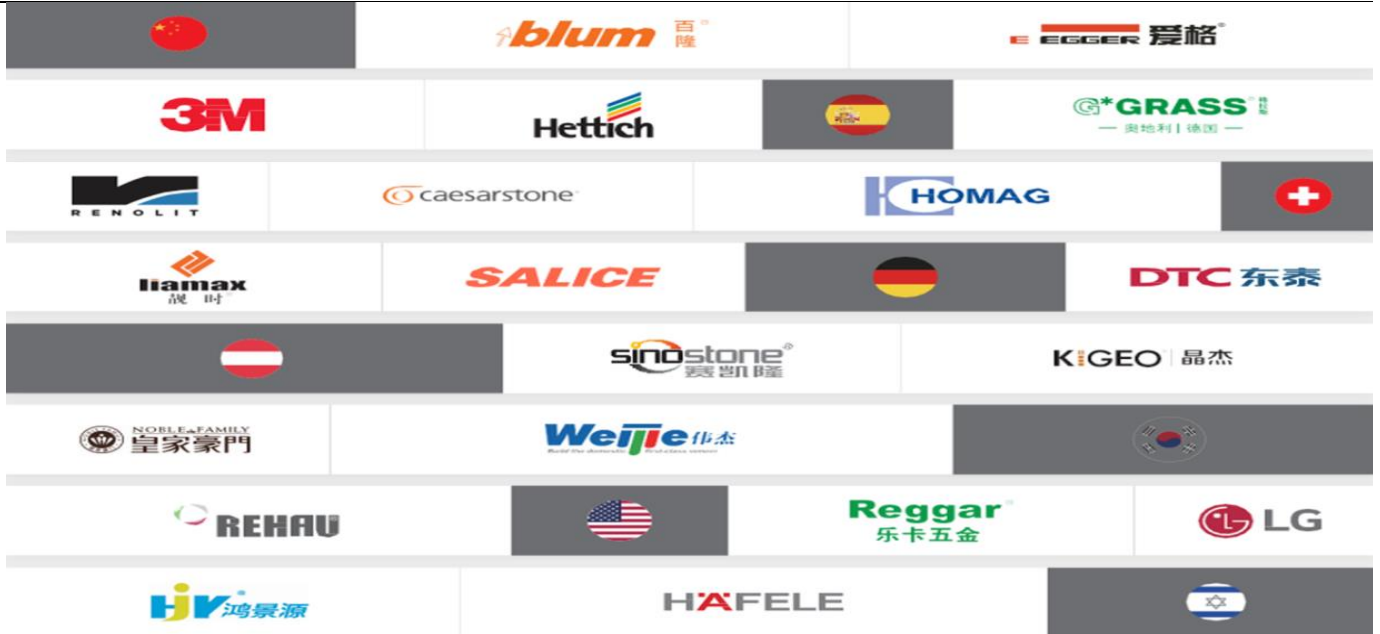
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

4.2 完善整家全品类布局，重视整装&新零售渠道

完善整家全品类布局，产品矩阵不断完善。公司从定制橱柜起步，由整体厨房领先迈向整家定制领先，囊括整体厨房、全屋定制、木门、墙板、卫浴、成品家居

等九大空间系列产品。公司按既定规划完善整家全品类布局，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、卫浴、成品家居等品类协同效应优势已逐步得到市场验证。公司积极拓展国内外知名家电、成品家具一线大品牌签约合作，如日本松下、意大利OXO卫浴、意大利R&G家具、爱依瑞斯等高端品牌，打造成成品多品牌矩阵，满足不同消费群体差异化需求，产品套系化有望促进客单值提升。

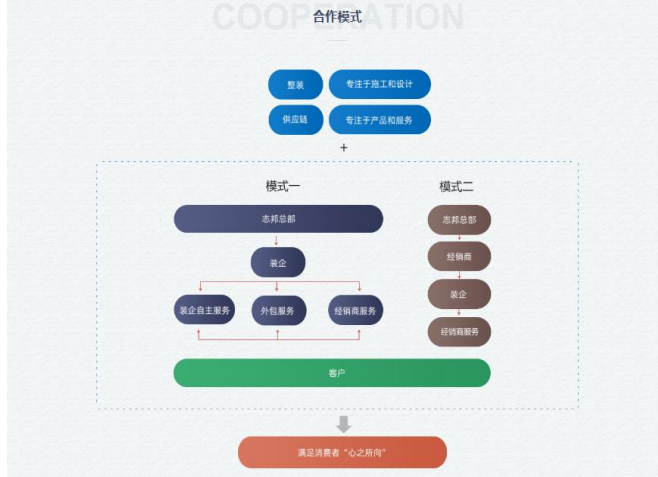
图表 52 公司全球供应链合作品牌



资料来源：公司官网，华安证券研究所

继超级邦战略后，接力打造整装多维赋能体系。整装赛道崛起，成为定制与装企融合发展的有利条件，2023 年公司整装渠道合作业务增速达 34.50%。公司继 2022 年发布“超级邦”装企战略服务后，在 2023 年进行了整装大家居千坪展厅的云发布，展厅以 BOX 为基础，采用穿插分割手法，呈现一个中心，四大抓手模式，展现整装展厅的未来感和定制的专业性，并相继发布“超级服务邦”、“全空间高效整装”、“十大超能力”等多维赋能体系，与多家优秀装企达成合作，携手共创共建整装新生态。通过与装企强强联合、资源共享，开辟全新增长路径，共创共赢装企合作新模式。双方在合作模式、经营理念、服务领域等方面达成契合。公司将充分发挥定制企业产品、设计和供应链整合能力，与装企在流量承接、设计、施工、交付的优势中形成互补，双方协同分工，以新消费引领新供给，以新供给满足新需求，为消费者带来更专业的产品和服务，合力实现 1+1>2 的战略合作效果。

图表 53 公司整装合作模式



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 54 公司整装战略合作伙伴



资料来源：公司官网，华安证券研究所

积极探索新零售、拎包、社区、旧改等创新业务模式。一方面，公司在深耕传统渠道的同时积极探索新零售、拎包、社区等创新业务模式。公司在新零售方面已有成功试点案例，将扩大城市新零售模式，帮助经销商构建家配产品等自引流能力，线上引流，线下到店，转化链路。另一方面，公司借助橱柜专业起家的优势，通过研究全案局改、全改构建综合能力，跟上国家对老旧小区改造的步伐，拓展老旧改存量的第二市场新业务，以社区生活服务为商业原点，构建具备空间改造、全屋定制、墙面翻新、基础维修、家居用品等局改整改等能力范围的便利社区小店，打造零售业绩增长的第二引擎。

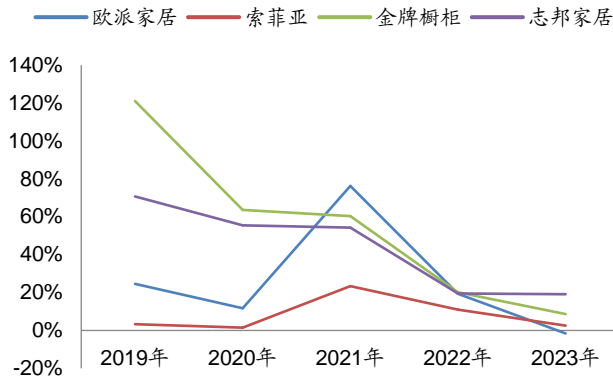
图表 55 志邦焕新家社区店



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

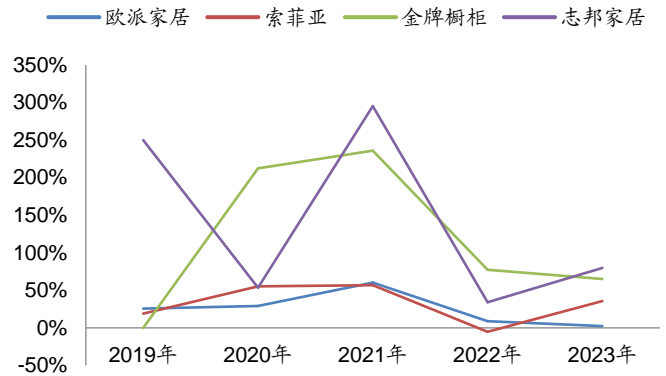
定制橱柜与定制衣柜仍处于拓展期，增长空间将持续释放。在定制橱柜与定制衣柜领域，竞争对手涉足较早，业务模式相对成熟。其中，欧派家居于 1994 年推出第一套橱柜产品，2010 年进军整体衣柜产业；索菲亚也早于 2001 年将定制衣柜引入中国，2014 年与法国知名厨房制造服务商 SALM S.A.S (现名为 Schmidt Groupe) 合资成立司米厨柜有限公司。而志邦家居从 1998 年开始踏足橱柜业务领域，2015 年开始拓展衣柜业务，定制橱柜与定制衣柜业务仍处于拓展期，且新开门店多为品类融合店，单品类传统经销商与多品类融合经销商利益冲突问题较少，2023 年志邦家居衣柜/木门业务营业收入分别同比增长 19.15%/79.92%，市场占有率分别为 2.50%/1.13%，业绩增长空间仍将持续释放。

图表 56 2019-2023 年各定制家居公司衣柜业务同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 57 2019-2023 年各定制家居公司木门业务同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.3 构建数字化精益供应链体系，持续推进降本增效

在运营层面，公司初步搭建集营销运营平台、数字化营销平台、SBbC 商城为一体的综合性营销云平台，有效解决营销获客的问题。通过构建互联网矩阵实现吸粉近百万以及近 3500 万的曝光量。打造总部+城市的新零售线上线下新模式，同时探索城市数字化运营新模式，实现营销政策数据化、自动化，通过总部、经销商和客户的三方协同互通，进行数据集成，有效提升城市运营效率和经营质量。

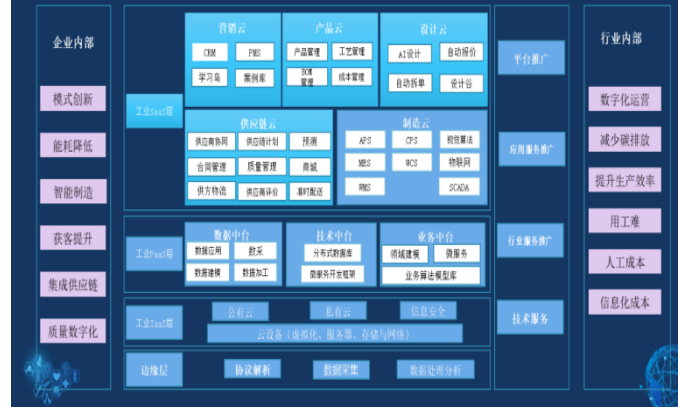
在供应链层面，公司通过订单预测计划、需求计划、物控计划和总体订单计划锁定、SRM 系统拉通供应商协同计划、VMI 管理模式导入、TMS 系统拉通订单安装与发货计划、中心仓库网规划、送装一体化服务等手段，构建志邦精益供应链体系。实现了运输流、信息流、资金流的匹配与信息共享，消除信息孤岛，全面提升供应商管理能力与监控水平，加强供应链控制，提升整体运作效率、制造主材准时化率等。

在设计层面，公司联合供应商建设设计云平台，一方面实现消费者所见及所得、快速设计出图，提升成交率和客户满意度；另一方面，打通设计效果图直接对接拆单系统，进一步解决了消费者个性化需求和大规模生产的矛盾，真正实现了定制家居企业 C2F 的客户服务模式创新。该平台节约了客户平均签单、下单等环节的时间，缩短了订单全流程交付周期，提升了订单环节的人效。

在生产层面，公司基于“制造及服务”的理念，以精益生产为指导思想，以信息化、自动化为助推手段，建立工厂级、车间级、产线级生产计划一体化的制造云平台。通过制造云平台实现计划排产、优化、派工、调度及生产现场的综合管控，制造物流与信息流的一致并共享，极大提升了车间的交付响应速度。通过采用智能化等方式已实现制造产线自动化覆盖率达 80% 以上，为企业人效提升、人工成本节约、提升单产线产能方面作出较大贡献。

聚焦降本增效，提升盈利能力。公司持续挖潜降本增效空间，沿着从显性降本到隐性降本，进一步到系统性降本的路径，推动一系列变革性的降本增效方案落地实践，降低产品生产浪费和组织管理内耗，以效率驱动为主的价值链管控，进一步优化完善成本管理体系，加强流程和数字化建设赋能，进一步提升研产销供全价值链运营效率，稳步构建可持续的企业竞争力。

图表 58 志邦家居工业互联网蓝图规划



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

图表 59 志邦家居智能制造工厂



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

5 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

(1) 整体橱柜：整体橱柜业务为公司经营基本盘，各渠道发展稳定，营收有望稳定增长。公司在大宗渠道积极开拓企事业单位、养老、医疗等创新业务，有望贡献业绩增量，但该等项目毛利率较低，假设因此毛利率有所下降。我们预计 2024-2026 年公司整体橱柜业务收入增速为 3%/5%/4%，毛利率为 40.50%/40.40%/40.30%。

(2) 定制衣柜：公司借助橱柜专业起家的优势，积极开拓衣柜品类，衣柜及成品业务体量持续提升，成为重要的业绩增长点。随着衣柜产能利用率逐渐提升，毛利率有望进一步提升。我们预计 2024-2026 年公司定制衣柜业务收入增速为 15%/15%/10%，毛利率为 40.0%/40.5%/41.0%。

(3) 木门：公司 2018 年起开展木门墙板业务，一方面公司通过大力开拓精装修工程业务渠道拓展木门墙板业务，另一方面品牌门店快速扩张，有望推动木门业务收入高增长。随着产品逐渐被市场接受，毛利率水平亦逐渐向好。我们预计 2024-2026 年公司木门业务收入增速为 50%/40%/35%，毛利率为 22.0%/23.0%/24.0%。

图表 60 公司分业务收入预测 (万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体橱柜	273,661.04	283,768.72	292,281.78	306,895.87	319,171.70
yoy	-6.73%	3.69%	3.00%	5.00%	4.00%
定制衣柜	210,274.15	250,538.48	288,119.25	331,337.13	364,470.85
yoy	19.49%	19.15%	15.00%	15.00%	10.00%
木门	22,785.78	40,995.62	61,493.43	86,090.80	116,222.58
yoy	34.17%	79.92%	50.00%	40.00%	35.00%
营业总收入	538,877.97	611,647.30	678,238.95	762,485.52	839,934.93
yoy	4.58%	13.50%	10.89%	12.42%	10.16%

资料来源：公司 2022 年年报，公司 2023 年年报，华安证券研究所

公司稳步推进大家居战略，基本盘厨柜业务稳定增长，衣柜、木门业务处在快速发展期，规模效应有望驱动衣柜、木门毛利率提升；大宗渠道变中求进稳中求新，经销渠道积极布局华南市场，清远基地投产有望贡献明显收益，并持续进行渠道下沉，推动融合门店落地；凭借品类渠道双轮驱动，公司营收有望持续稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 67.82/76.25/83.99 亿元，分别同比增长 10.9%

/12.4%/10.2%; 归母净利润分别为 6.63/7.46/8.44 亿元, 分别同比增长 11.4%/12.5%/13.3%。截至 2024 年 7 月 15 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.52/1.71/1.93 元, 对应 PE 分别为 7.40/6.58/5.81 倍。

图表 61 盈利预测和估值 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6116	6782	7625	8399
收入同比 (%)	13.5%	10.9%	12.4%	10.2%
归属母公司净利润	595	663	746	844
净利润同比 (%)	10.8%	11.4%	12.5%	13.3%
毛利率 (%)	37.1%	37.2%	37.2%	37.1%
ROE (%)	18.1%	18.3%	18.7%	19.2%
每股收益 (元)	1.36	1.52	1.71	1.93
P/E	12.30	7.40	6.58	5.81
P/B	2.23	1.35	1.23	1.12
EV/EBITDA	7.57	4.39	3.47	2.60

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 7 月 15 日)

按照申万二级行业分类, 公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品”, 我们选取申万二级行业分类家居用品下的所有上市公司作为可比公司, 采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 7 月 12 日收盘价, 根据 Wind 一致预期, 家居用品公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 16.15/16.75/13.26 倍, 志邦家居的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 8.82/7.40/6.58 倍, 均低于可比公司平均值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 62 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
801142.SI	轻工制造—家居用品 (申万)	16.15	16.75	13.26
603801.SH	志邦家居	8.82	7.4	6.58

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 7 月 12 日, 家居用品指数的盈利预测采用 Wind 一致预期, 志邦家居的盈利预测采用华安证券的盈利预测)

6 风险提示

(1) 宏观经济周期波动带来的风险。未来若宏观经济周期波动导致居民可支配收入增速减缓, 将直接影响到城镇居民的消费需求和能力, 定制家具产品将受到一定程度的影响。

(2) 房地产市场调控风险。公司所处行业为定制家具行业, 与房地产行业的发展具有关联性。目前房地产市场调控虽呈现回温和积极政策逐步释放的态势, 但仍具有不确定性, 房地产行业政策的不确定性可能对定制家具行业产生不利影响。

(3) 市场竞争加剧的风险。定制家具企业纷纷拓展品类, 从厨柜、衣柜单品定制进入全屋定制领域, 在品牌管理、营销网络、设计研发等方面增加投入, 行业渗透度提高, 导致市场竞争加剧。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。

(4) 原材料价格波动的风险。公司生产所需的原材料主要包括板材、台面及五金配件等材料以及厨房电器等成品, 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。

（5）经销商管理风险。由于公司经销商数量较多，地域分布较为分散，增加了销售渠道管理的难度。如果个别经销商违反合作协议的约定，在销售价格、售后服务等方面未按公司要求经营，将对公司的品牌和声誉产生不利影响。

（6）应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。未来如果宏观经济形势、房地产行业融资政策等因素发生不利变化，客户经营状况发生重大困难，可能导致公司存在应收账款、合同资产无法收回，商业承兑汇票无法兑付的风险，进而对公司财务状况和经营成果产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表						
		单位:百万元						单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
流动资产	3469	4054	4789	5559	营业收入	6116	6782	7625	8399		
现金	863	1409	2016	2699	营业成本	3849	4256	4788	5280		
应收账款	225	207	195	173	营业税金及附加	56	68	76	84		
其他应收款	101	109	116	126	销售费用	890	1058	1174	1293		
预付账款	54	55	60	63	管理费用	295	387	427	462		
存货	220	266	253	237	财务费用	-9	-22	-39	-58		
其他流动资产	2007	2007	2148	2260	资产减值损失	-122	30	-40	-40		
非流动资产	2918	2908	2942	2959	公允价值变动收益	16	0	0	0		
长期投资	169	169	169	169	投资净收益	26	-3	23	25		
固定资产	1450	1480	1486	1469	营业利润	619	694	779	883		
无形资产	262	304	346	388	营业外收入	9	5	6	7		
其他非流动资产	1038	955	942	934	营业外支出	6	5	5	5		
资产总计	6387	6962	7731	8518	利润总额	622	694	781	884		
流动负债	2861	3055	3412	3738	所得税	27	31	35	40		
短期借款	130	180	230	280	净利润	595	663	746	844		
应付账款	591	627	692	748	少数股东损益	0	0	0	0		
其他流动负债	2140	2249	2490	2710	归属母公司净利润	595	663	746	844		
非流动负债	238	283	333	383	EBITDA	888	879	966	1068		
长期借款	124	174	224	274	EPS (元)	1.36	1.52	1.71	1.93		
其他非流动负债	114	109	109	109							
负债合计	3099	3339	3745	4122							
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率						
股本	437	437	437	437	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
资本公积	671	685	685	685	成长能力						
留存收益	2181	2502	2864	3275	营业收入	13.5%	10.9%	12.4%	10.2%		
归属母公司股东权	3288	3623	3986	4397	营业利润	7.5%	12.0%	12.4%	13.3%		
负债和股东权益	6387	6962	7731	8518	归属于母公司净利	10.8%	11.4%	12.5%	13.3%		
					获利能力						
现金流量表	单位:百万元				毛利率(%)	37.1%	37.2%	37.2%	37.1%		
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	9.7%	9.8%	9.8%	10.1%		
经营活动现金流	756	900	1139	1265	ROE(%)	18.1%	18.3%	18.7%	19.2%		
净利润	595	663	746	844	ROIC(%)	18.5%	16.1%	15.9%	15.9%		
折旧摊销	203	207	225	242	偿债能力						
财务费用	9	8	10	13	资产负债率(%)	48.5%	48.0%	48.4%	48.4%		
投资损失	-26	3	-23	-25	净负债比率(%)	94.2%	92.1%	94.0%	93.7%		
营运资金变动	-163	8	99	99	流动比率	1.21	1.33	1.40	1.49		
其他经营现金流	897	666	729	838	速动比率	0.57	0.71	0.81	0.92		
投资活动现金流	-436	-115	-238	-236	营运能力						
资本支出	-359	-257	-256	-256	总资产周转率	1.01	1.02	1.04	1.03		
长期投资	-87	0	0	0	应收账款周转率	28.34	31.45	37.92	45.57		
其他投资现金流	10	141	18	20	应付账款周转率	6.58	6.99	7.26	7.34		
筹资活动现金流	-307	-239	-293	-346	每股指标(元)						
短期借款	-237	50	50	50	每股收益	1.36	1.52	1.71	1.93		
长期借款	124	50	50	50	每股经营现金流	1.73	2.06	2.61	2.90		
普通股增加	125	0	0	0	每股净资产	7.53	8.30	9.13	10.07		
资本公积增加	-95	14	0	0	估值比率						
其他筹资现金流	-223	-353	-393	-446	P/E	12.30	7.40	6.58	5.81		
现金净增加额	17	546	607	682	P/B	2.23	1.35	1.23	1.12		
					EV/EBITDA	7.57	4.39	3.47	2.60		

资料来源:公司公告,华安证券研究所(以2024年7月15日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 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，致使无法给出明确的投资评级。