

轻工制造

2021年07月01日

志邦家居 (603801)

——衣柜+大宗双驱动，二线龙头的进击

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2021年06月30日

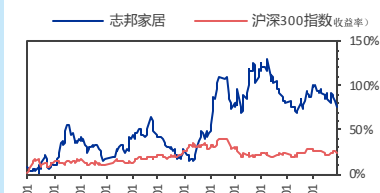
收盘价(元)	31.96
一年内最高/最低(元)	65.4/26.18
市净率	3.1
息率(分红/股价)	2.50
流通A股市值(百万元)	9740
上证指数/深证成指	3591.20/15161.70

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2021年03月31日

每股净资产(元)	10.31
资产负债率%	45.77
总股本/流通A股(百万)	312/305
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com

研究支持

黄莎 A0230121010003
huanqsha@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全品类扩张推进，管理团队稳定精悍。**志邦家居创立于1998年，以厨柜业务起家，2015年拓展定制衣柜业务，2018年增加木门品类。公司创始人深耕家居行业，通过市场化方式引入职业经理人，塑造奋斗者文化，形成年轻化管理团队。上市前搭建员工持股平台；上市后进行两轮股权激励，覆盖中高层215人，深度绑定管理层；当前董监高（不含实控人）合计持股9.55%，有效激发员工活力。
- **定制家居行业短期受益竣工弹性释放，中长期消费属性强化、竞争格局优化。**2020年疫情使得竣工推迟，交房刚性约束和地产政策影响下，将推动新开工向竣工传导，竣工有望在未来出现2年以上修复，预计2021年竣工同比+11%-12%。**中长期看**，存量房翻新、定制家居渗透率及客单价提升，带动家居消费持续增长；头部企业依托品牌效应，及供应链、多品类、多渠道优势，持续提升市场份额，将逐步摆脱地产周期扰动。**志邦家居成长动能充足，增速有望领跑行业。**定制家居企业通过扩品类、扩渠道、扩品牌获得持续增长动能，公司仍处扩品类阶段，叠加大宗业务高增长，管理团队前瞻判断，叠加强落地执行力，增速有望领跑行业。
- **志邦修炼内功打造强中台，多品类、多渠道发展带动高增长。**定制家居行业服务属性偏重，如何有效赋能经销商，消除终端服务方差，是决定公司能否实现持续稳健增长的重要因素。志邦总部对设计研发、生产和供应链、业务管理和营销全方位赋能：1)围绕人、工具和设计三个维度持续提升设计研发实力，匹配多品类发展需要。2)生产和供应链实现信息化基础上，进一步向数字化转型，打造成本优势。3)数字化工具和手段赋能营销，推动品牌向时尚化和年轻化升级。公司修炼内功，为多品类、多渠道发展奠定坚实基础，厨柜发展奠定行业第二基础，依托成熟经销体系拓展衣柜业务，新品类木门有望复刻增长；短中期依托大宗业务拓展带动高增长，长期看整装渠道拓展，布局远期增长点。
- **衣柜业务享开店红利，门店数量、单店提货额和利润率提升空间大。**公司衣柜业务2015-2020年收入CAGR达120%，2020年衣柜业务收入体量11.41亿元，占比30%，对公司收入增长贡献加大。2020年末衣柜门店数量1366家，衣柜单店收入90万元/家，对标衣柜龙头企业均存在翻倍增长空间；公司衣柜业务毛利率自2015年来持续抬升至2020年33.4%，对标龙头40%左右毛利率仍存提升空间。衣柜零售市场受大宗渠道冲击有限，公司仍享衣柜扩渠道红利，伴随后期门店运营成熟化和整体交付能力增强，以及公司产品设计和设计等软实力提升，单店收入和毛利率将向上提升。
- **大宗业务运营经验丰富，优化客户结构，实现高质量快速增长。精装修率持续提升，大宗市场向头部企业集中。**2019年国内精装房渗透率32%，政策加持下，未来3-5仍处高速渗透阶段。下游地产商集中度提升，头部家居企业凭借品牌、产品、成本、供应链和资金优势，提升大宗市场份额。公司自2010年开始全面布局大宗业务，引入先进管理经验，建立严格风控体系，多年经验积累，已具备成熟运作模式。2017-2018年优化客户结构，从单一大客户到客户群多元化，降低经营风险；引入高质量客户，单值提升，毛利率高于可比公司。严格把控客户信用和账期，大宗业务高增长同时，现金流表现稳健，经营现金流净额持续高于净利润。
- **短期看定制家居行业高增长延续，中长期行业消费属性强化，龙头市场份额进一步提升。公司仍享受衣柜扩品类红利，大宗业务持续高质量增长，收入增速领跑行业。公司管理团队狼性，激励充足；建设数字化管理和运营能力，打造强中台，提升软实力。**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为5.45/7.09/9.20亿元，分别同比+37.9%/+30.0%/+29.8%，对应PE为18X/14X/11X，首次覆盖给予“买入”评级！

财务数据及盈利预测

	2020	2021Q1	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,840	683	5,033	6,570	8,576
同比增长率(%)	29.7	109.1	31.0	30.5	30.5
归母净利润(百万元)	395	51	545	709	920
同比增长率(%)	20.0	-	37.9	30.0	29.8
每股收益(元/股)	1.77	0.23	1.75	2.27	2.94
毛利率(%)	38.1	36.5	38.3	38.3	38.5
ROE(%)	17.7	2.2	19.7	20.4	20.9
市盈率	25		18	14	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

短期看定制家居行业高增长延续，中长期行业消费属性强化，龙头市场份额进一步提升。短期竣工弹性释放，叠加二手房成交活跃，家居需求延续高增。中长期看，行业受益存量房翻新、定制家居渗透率及客单价提升，头部企业依托品牌、供应链、多品类、多渠道优势，持续提升市场份额。**志邦家居享扩品类红利，大宗业务高质量快速增长，增速领跑行业。**公司激励充足，管理团队狼性，通过数字化建设，持续打造强中台，提升软实力。公司自 2015 年拓展定制衣柜业务，2020 年收入占比已达 30%，对公司增长贡献提升，2020 年末衣柜门店 1366 家，单店收入 90 万元/家，对标龙头存翻倍空间，伴随规模扩张，毛利率向头部企业靠拢。受益精装房渗透率提升，公司大宗业务高速增长，客户结构从单一转向多元化，引入高质量客户，大宗业务毛利率提升，现金流稳健。衣柜和大宗业务双轮驱动，公司增速有望持续领跑行业。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.45/7.09/9.20 亿元，分别同比+37.9%/+30.0%/+29.8%，对应 PE 为 18X/14X/11X，首次覆盖给予“买入”评级！

关键假设点

衣柜业务：1) 零售：假设 2021-2023 年公司衣柜门店分别净增 290/300/200 家，单店收入分别同比+10%/+10%/+10%，假设 2021-2023 年毛利率分别为 35%/36%/37%。**2) 大宗：**假设 2021-2023 年衣柜大宗收入分别同比+100%/+50%/+50%，毛利率分别为 41.0%/40.5%/40.0%。

厨柜业务：1) 零售：假设 2021-2023 年公司厨柜门店分别净增 60/50/50 家，单店收入分别同比+2%/+0%/+0%，毛利率均为 42%。**2) 大宗：**假设 2021-2023 年厨柜大宗收入分别同比+50%/+50%/+50%，毛利率分别为 41.0%/40.5%/40.0%。

有别于大众的认识

市场认为家居消费的高增长延续性不强，大宗业务的增长影响企业报表质量。1) 2017 年以来竣工持续走弱，新开工向竣工传导拉长，2020 年疫情导致竣工推迟。受到交房刚性约束和地产政策影响，考虑新开工向竣工传导过程，预计将推动竣工在未来出现 2 年以上的修复。中长期看，行业受益存量房翻新、定制家居渗透率及客单价提升，头部企业依托品牌、供应链、多品类、多渠道优势，持续提升市场份额。2) 志邦为二线定制家居龙头，仍享受扩品类和扩渠道红利，增速有望领跑。3) 大宗客户结构差异对家居企业业务运营影响大，优质大宗客户占款少，增长持续性强。志邦家居 2017-2018 年调整大宗客户结构，降低经营风险，报表质量改善。

股价表现的催化剂

经营增速表现持续优于行业。

核心假设风险

衣柜开店和单店增长不及预期，大宗业务增长不及预期，现金流恶化的风险。

目录

1. 志邦家居：全品类扩张，管理团队稳定精悍	7
1.1 从地方走向全国，从厨柜走向全品类	7
1.2 团队激励充足，塑造稳定核心层	10
2. 行业：竣工弹性释放，竞争格局持续优化	12
2.1 短期竣工弹性释放，中长期消费属性强化+竞争格局优化	12
2.2 精装修率持续提升，大宗市场向头部企业集中	15
3. 公司：总部修炼内功，多品类、多渠道快速扩张	18
3.1 总部全方位赋能，数字化转型修炼内功	18
3.2 厨柜业务稳固根基，拓展品类持续增长	23
3.2.1 厨柜业务稳居行业第二，形成渠道和品牌基础	23
3.2.2 多品类扩张，衣柜成为短中期重要增长驱动力	26
3.3 大宗渠道高质量增长，多渠道布局发力全国市场	30
3.3.1 顺应趋势平衡风险，大宗业务稳健高增	30
3.3.2 加大经销商赋能，直营进军南方市场，整装布局远期增长空间	32
4. 财务分析：成长中的二线龙头，综合能力逐步提升	35
5. 盈利预测与估值分析	39
5.1 盈利预测	39
5.2 估值分析	39
风险提示	41
附表	42

图表目录

图 1：志邦家居以厨柜起家，拓展定制衣柜和木门业务	7
图 2：志邦家居 2019Q4 开始单季度收入增速领跑行业	8
图 3：2020 年实现收入 38.40 亿元，同比+29.7%	8
图 4：2020 年实现归母净利润 3.95 亿元，同比+20.0%	8
图 5：2020 年公司毛利率/净利率分别为 38.1%/10.3%	9
图 6：定制衣柜收入绝对量和占比持续提升	9
图 7：公司大宗业务收入占比持续提升	9
图 8：衣柜和大宗业务收入增长双引擎贡献持续提升	10
图 9：志邦家居股权结构图	10
图 10：住宅竣工与住宅新开工、住宅销售的剪刀差出现收缩	12
图 11：2020 年 5 月以来多数城市二手房成交面积当月同比增速走高	13
图 12：定制家居行业进入调整分化期	14
图 13：2020 年定制家居行业 CR5 为 10.6%	15
图 14：2021 年 1-5 月家具零售额同比+35.1%，较 2019 年+11.5%	15
图 15：国务院与住建部协同推进全装修	16
图 16：精装房渗透率持续提升	16
图 17：头部地产企业市占率持续提升	17
图 18：定制家居发展的三个阶段，主要驱动要素不同	18
图 19：志邦家居云设计软件开发应用	19
图 20：志邦家居研发费用率高于行业平均	20
图 21：2020 年志邦研发人员占比远超行业	20
图 22：志邦家居信息化生产流程	21
图 23：志邦家居数字化工厂	21
图 24：志邦家居数字化交付平台系统	21
图 25：志邦家居生产人员人均创收行业内最高	22
图 26：志邦家居签约周杰伦为品牌代言人	23
图 27：2017 年以来志邦厨柜经销门店单店提货额持续高于行业平均	24
图 28：志邦家居厨柜零售业务规模位居行业第二	24
图 29：志邦家居稳步扩张厨柜经销门店	24

图 30：志邦低线城市贡献厨柜收入占比高	25
图 31：2020 年志邦五六线城市厨柜/衣柜门店分别占比 67%/66%.....	25
图 32：志邦家居厨柜大宗收入位列行业第二	25
图 33：志邦积极拓展大宗渠道，厨柜大宗收入占比高，具备较强增长拉动力	25
图 34：2019 年以来志邦家居厨柜业务毛利率高于可比公司	26
图 35：志邦衣柜收入快速增长	26
图 36：志邦衣柜业务规模与龙头衣柜企业差距缩小	26
图 37：厨柜经销体系成熟，衣柜经销商依托原有体系快速增长	26
图 38：2020 年单个经销商开店数提升	26
图 39：对标龙头企业，志邦衣柜开店存翻倍空间	27
图 40：志邦衣柜单店提货额提升空间较大	28
图 41：随着规模效应发挥，志邦衣柜毛利率存提升空间	28
图 42：收入规模扩张阶段，索菲亚和欧派家居衣柜毛利率均呈提升趋势	28
图 43：2020 年木门业务毛利率转正至 16.0%	29
图 44：2020 年木门门店拓展至 203 家	29
图 45：公司大宗业务快速增长，2020 年收入达 11.8 亿元.....	30
图 46：2020 年志邦家居大宗业务收入占比提升至 31%	30
图 47：公司大宗业务毛利率自 2018 年后明显提升	31
图 48：2018 年应收款项大幅减少	31
图 49：志邦经营现金流净额/净利润比值维持 1 以上	31
图 50：2020 年公司经营现金流净额大幅提升	31
图 51：2020 年经销门店仍实现净增长	32
图 52：公司总部开发的加盟商在线学习平台“学习岛”	33
图 53：志邦 2020 年华东区域收入占比为 51%	34
图 54：志邦华东、华南区域收入在主要定制家居企业各区域总收入中占比分别 11.7%、2.2%.....	34
图 55：大宗业务收入/（应收账款+应收票据+合同资产）周转率	37
图 56：志邦存货周转率表现较为稳定	37
表 1：除实控人外，董监高合计持股比例达 9.55%	11
表 2：公司两轮股权激励覆盖范围广，绑定核心员工利益	11

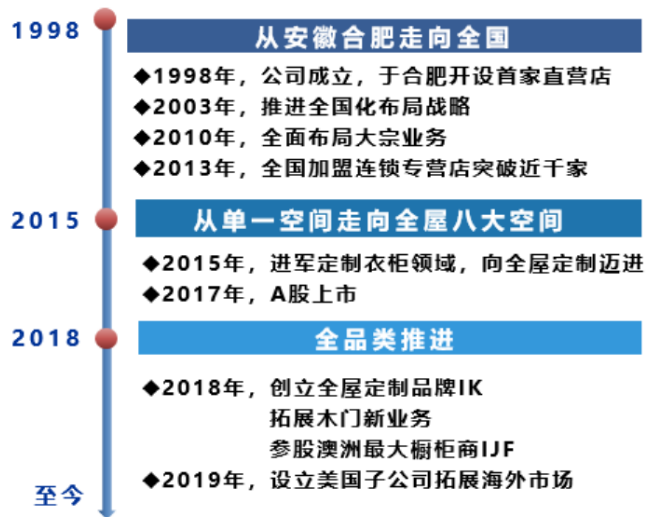
表 3：定制厨柜、衣柜和木门市场规模将跟随渗透率和客单价提升持续增长	14
表 4：定制厨柜精装市场规模快速增长.....	16
表 5：国内地产 500 强厨柜类 首选供应商品牌榜单	17
表 6：志邦家居毛利率、销售和管理费用率均略高于行业平均	36
表 7：2020 年志邦家居 ROE 超过行业平均水平	38
表 8：志邦家居 PEG 小于行业平均.....	40
表 9：志邦家居收入拆分表	42
表 10：志邦家居利润表	43
表 11：志邦家居资产负债表	44
表 12：志邦家居现金流量表	45

1. 志邦家居：全品类扩张，管理团队稳定精悍

1.1 从地方走向全国，从厨柜走向全品类

国内第二大厨柜品牌，新品类布局拓展全屋定制。志邦家居创立于1998年，以定制厨柜业务起家，经多年深耕，公司厨柜销量连续多年位居全国第二。公司2010年开始全面布局大宗业务，已形成成熟业务模式；2015年进入定制衣柜领域，向全屋定制迈进；2017年公司登陆A股上市，2018年创立年轻化的IK全屋定制新品牌，并开始拓展木门新业务，全屋布局再下一城；2018年参股澳洲最大厨柜商IJF，2019年投资设立美国子公司，拓展海外市场。

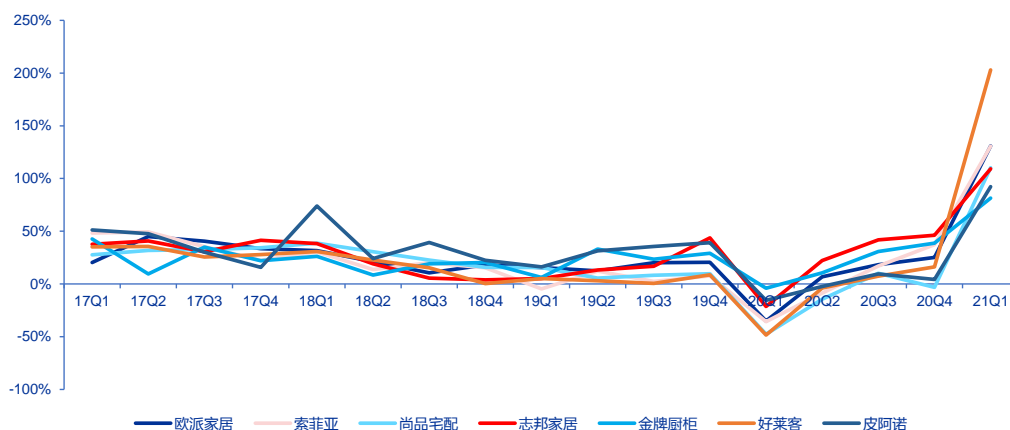
图 1：志邦家居以厨柜起家，拓展定制衣柜和木门业务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

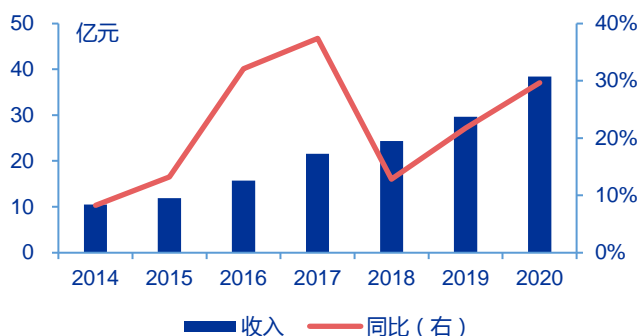
伴随业务和渠道扩张，公司收入业绩稳步增长。公司近年享受国内精装房渗透率提升红利，大宗渠道快速增长；同时，2015年进军定制衣柜领域，2018年拓展木门业务，公司2015年以来维持中高速增长，2019Q4开始收入增速领跑行业。2014-2020年收入/归母净利润CAGR分别达到24.1%/24.3%。2020年尽管受到疫情冲击，公司实现收入38.40亿元，同比+29.7%，单Q4同比+46.2%；实现归母净利润3.95亿元，同比+20.0%，单Q4同比+104.9%；剔除股权激励摊销费用影响，2020年归母净利润4.23亿元，同比+28.6%，增速领跑行业。

图 2：志邦家居 2019Q4 开始单季度收入增速领跑行业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2020 年实现收入 38.40 亿元，同比+29.7%



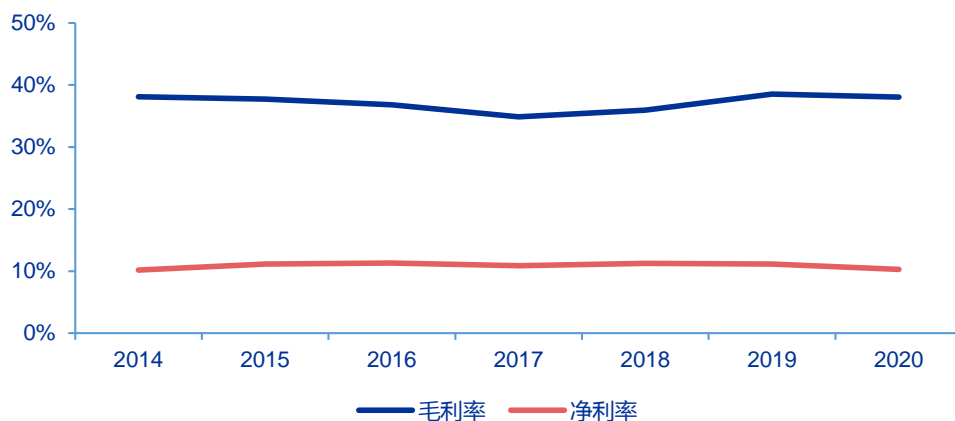
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2020 年实现归母净利润 3.95 亿元，同比+20.0%



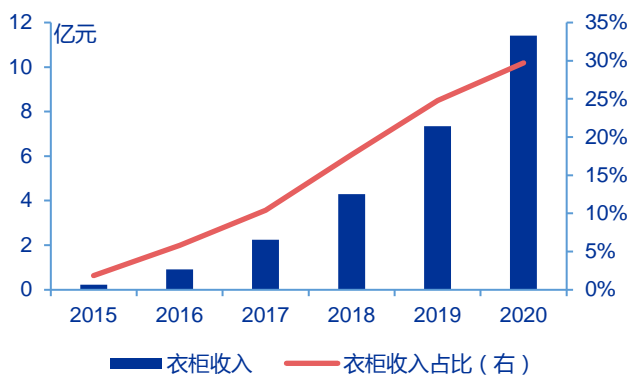
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司利润率表现较为稳定。2014-2020 年公司平均毛利率/净利率分别为 37.2%/10.9%，2017-2019 年公司毛利率呈现逐步提升趋势；主要受益于公司大宗客户结构优化，大宗业务毛利率逐步提升，同时伴随衣柜业务规模扩张，新增的衣柜业务毛利率也稳步抬升。剔除股权激励费用摊销影响，公司 2020 年净利率为 11.0%，基本持平 2019 年 11.1%净利率水平，表明公司在拓展新品类、增加对经销商帮扶的同时，通过内部降本增效，仍维持较稳定的利润率。

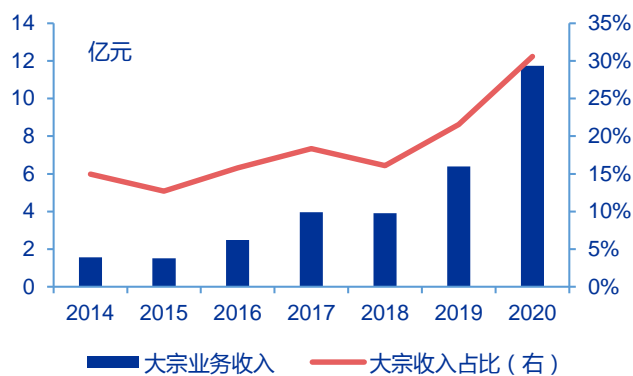
图 5：2020 年公司毛利率/净利率分别为 38.1%/10.3%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

定制衣柜与大宗业务快速增长，占比持续提升。公司自 2015 年开始拓展定制衣柜业务，2020 年定制衣柜收入达 11.41 亿元，2015-2020 年 CAGR 达到 120.3%。2020 年整体橱柜/定制衣柜/木门分别在总收入中占比 65%/30%/1%，定制衣柜收入占比大幅提升，对整体收入增长拉动增强。分渠道来看，经销/直营/大宗业务收入 2014-2020 年 CAGR 分别为 20%/16%/40%，大宗业务收入快速增长至 2020 年 11.75 亿元，2020 年经销/直营/大宗/出口业务在总收入中占比分别为 58%/6%/31%/1%。

图 6：定制衣柜收入绝对量和占比持续提升


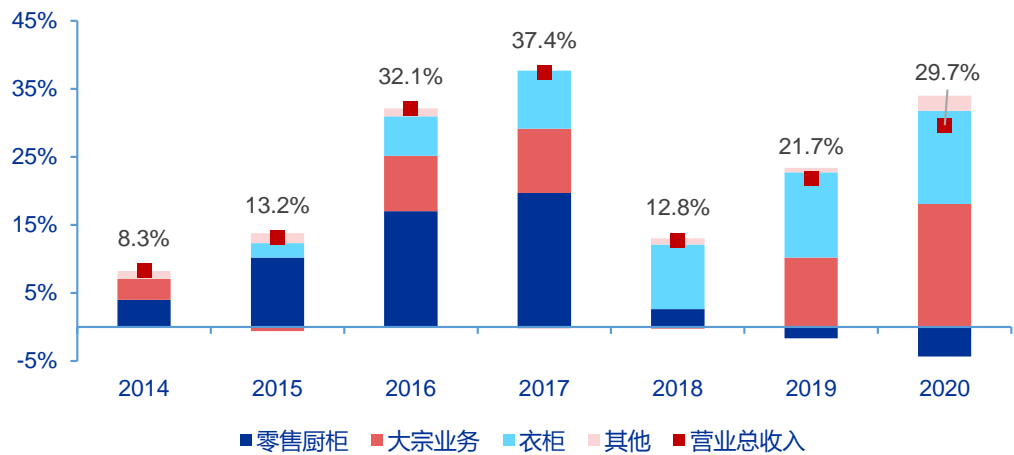
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司大宗业务收入占比持续提升


资料来源：公司公告，申万宏源研究

衣柜和大宗业务收入贡献力持续提升。2014-2017 年公司收入增长来源主要为橱柜零售业务，2016 年至今衣柜业务收入增长贡献持续提升；大宗业务经 2018 年调整期，2019-2020 年进一步驱动公司增长。2020 年公司营业总收入增速 29.7%，其中大宗业务贡献增速 18.1%、衣柜业务贡献 12.8%。

图 8：衣柜和大宗业务收入增长双引擎贡献持续提升

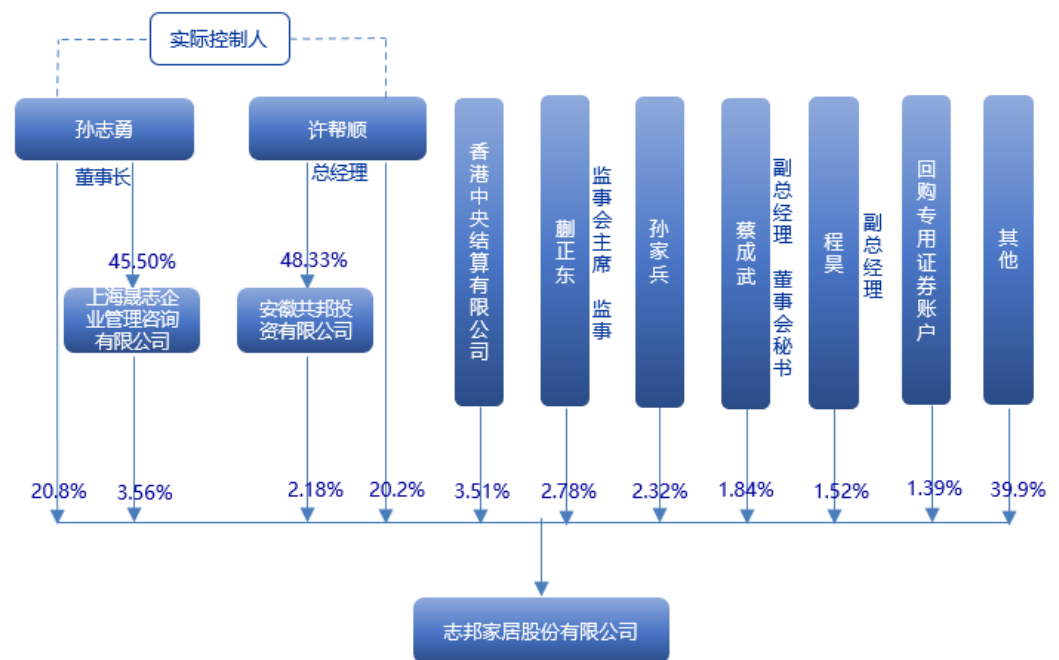


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 团队激励充足，塑造稳定核心层

公司股权结构集中，高管持股比例高。公司实控人为孙志勇、许帮顺，二人分别直接持股 20.8%/20.2%；并通过上海晟志和共邦投资分别间接持有公司股份 1.6%/1.1%，实控人合计持有公司股份 43.7%。公司前十大股东中，高管合计持股比例达 8.46%；除实控人外，公司董监高合计持股比例达 9.55%。

图 9：志邦家居股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究（数据截至 2021 年 3 月末）

注：安徽元邦投资有限公司更名为上海晟志企业管理咨询有限公司

创始人行业经验丰富，鼓励奋斗者文化，塑造年轻骨干团队。创始人董事长孙志勇、总裁许帮顺多年来坚持深耕定制家居行业，拥有丰富行业经验，增强对行业趋势的把控能力。公司注重人才的培养，鼓励不畏艰难、坚韧不拔的奋斗者文化，通过市场化方式引进优秀的职业经理人，战训结合的方式提升年轻骨干综合能力，形成年轻精悍的管理干部梯队。

表 1：除实控人外，董监高合计持股比例达 9.55%

高管姓名	职务	期末持股占比	出生年份	个人简历
蒯正东	监事会主席	2.78%	1968	曾任志邦厨柜厂业务经理，历任志邦有限采购经理、采购总监；现任公司监事会主席、供应链战略总监。
蔡成武	董事会秘书，副总裁	1.84%	1975	曾任合肥志邦厨饰有限公司财务总监，副总经理；现任公司副总经理，董事会秘书
程昊	董事，副总裁	1.52%	1978	曾任合肥志邦厨饰有限公司企划经理，企划总监，副总经理；现任公司董事，副总经理
刘国宏	副总裁，核心技术人员	1.37%	1968	曾任志邦厨柜厂销售经理，历任合肥志邦厨饰有限公司销售经理，产品总监，副总经理；现任公司副总经理
蔡立军	董事，副总裁	1.35%	1972	曾任志邦有限销售总监、副总经理；现任公司副总经理、ZBOMSingaporePte.Ltd.董事
解明海	监事，核心技术人员	0.52%	1974	曾任志邦有限班长、经理；现任公司监事
肖清平	董事，副总裁	0.13%	1963	曾任合肥志邦厨饰有限公司副总经理；现任公司董事，副总经理
周珍芝	财务总监	0.04%	1981	曾任合肥志邦厨饰有限公司财务经理，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；现任公司财务总监

资料来源：公司公告，申万宏源研究

充足激励绑定核心团队，引入阿米巴管理提升经营质量。公司上市前已对高管和中层核心员工实施多轮股权激励，上市后分别于 2019 年、2020 年再次进行两轮股权激励，进一步扩大覆盖范围，激励总人数达 215 人。公司激励充足，除实控人外，董监高合计持股比例达 9.55%，深度绑定核心骨干成员，跟随公司成长。同时，公司引入京瓷阿米巴经营管理，系统建立与市场直接挂钩的经营组织和机制，提升经营质量；并进一步完善“绩效+股权”绩效体制，推出一系列激活人才的措施，如晋升双通道、反思机制、优化选拔流程等，构建年轻化、知识化的后备人才池。

表 2：公司两轮股权激励覆盖范围广，绑定核心员工利益

实施公告日	2020年2月11日	2019年9月28日
激励总数（万股）	475	129
占当时总股本比例（%）	2.13	0.58
授予价（元/股）	9.65	9.65
有效期（年）	3	4
激励对象/授予股份占比	中层管理人员（共 210 人）	程昊（董事、副总）54%、蔡立军（董事、副总）23%、肖清平（董事、副总）12%、蔡成武（副总、董秘）5%、周珍芝（财务总监）6%
业绩考核目标	以2018年为基数，2020~2021年收入增长率不低于24%/40%，净利润增长率不低于24%/40%	以2018年为基数，2019~2021年收入增长率不低于12%/24%/40%，净利率增长率不低于12%/24%/40%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 行业：竣工弹性释放，竞争格局持续优化

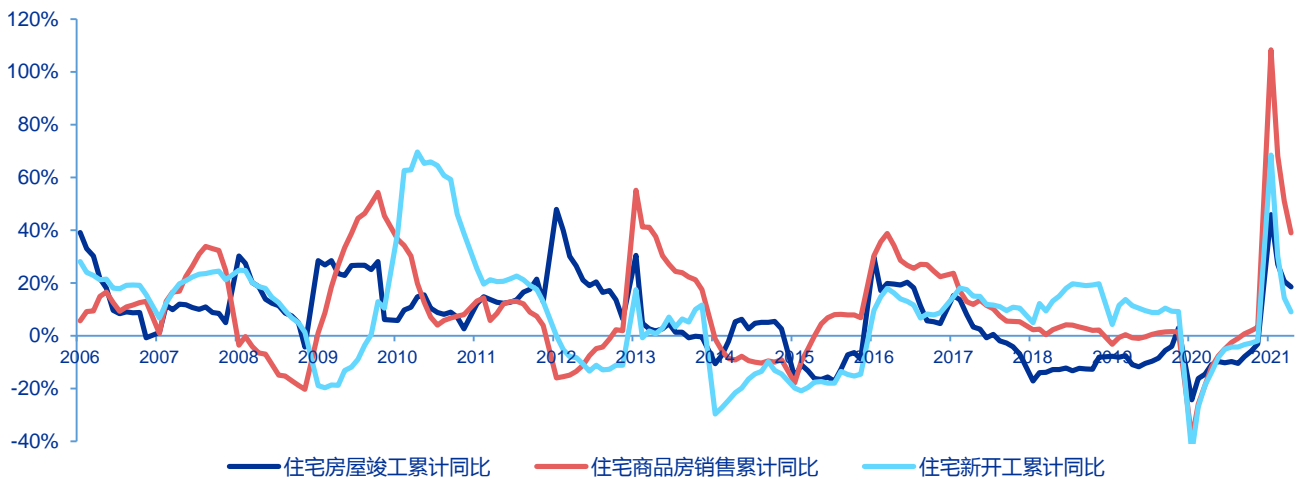
2.1 短期竣工弹性释放，中长期消费属性强化+竞争格局优化

短期看，未来两年竣工修复，推动家居消费向上：

交房刚性约束和地产政策影响，推动新开工向竣工传导，竣工未来有望持续 2 年以上修复。因棚改缩量、资管新规致资金受限、精装修比例提升使得竣工周期延长，导致 2017 年以来竣工持续走弱，新开工向竣工传导拉长，二者剪刀差扩大。2020 年住宅竣工进程受疫情影响，2020 年 10 月住宅竣工开始回暖，2021 年 1-5 月进一步修复，住宅竣工同比 +18.5%，较 2019 年+5.6%，新开工和竣工剪刀差收缩。

我们认为竣工修复的趋势将延续，主要因为 1) 交房刚性约束：国内上一轮住宅销售高峰发生在 2017H1，住宅销售中期房占比约 90%，考虑 3-4 年房屋交付周期，2020 年后进入刚性交房期；2) 融资新规影响：在“三道红线”政策下，预计房企将通过加快已售项目结算速度来改善净负债率和资产负债率。考虑新开工向竣工的传导过程，预计将推动竣工在未来出现 2 年以上的修复。我们预计 2021 年全部竣工面积将逐步修复，同比增速将达到 11%-12%。

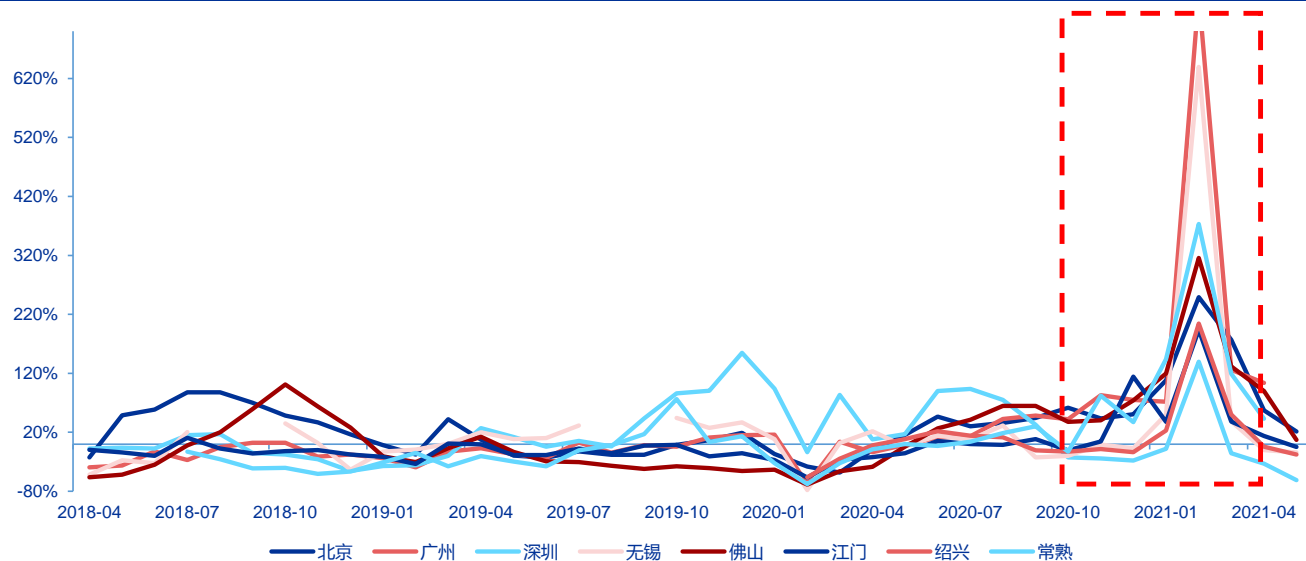
图 10：住宅竣工与住宅新开工、住宅销售的剪刀差出现收缩



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

新房销售、二手房成交亮眼，推动家居消费需求向上。地产销售数据持续良好，疫情后商品房市场需求保持较强韧性，2020 年全年住宅销售面积累计同比增长 3.2%；2021 年 1-5 月住宅销售面积同比+39.0%，较 2019 年+22.6%，新房销售向好，未来将逐步兑现到家居消费需求。国内二手房市场成交活跃，2020 年 5 月之后，北京、广州、深圳等一线城市二手房成交面积同比增速持续走高，二手房成交到翻新装修的时间传导周期约 6 个月，C 端家居消费需求预计 2021 年开始持续释放。

图 11：2020 年 5 月以来多数城市二手房成交面积当月同比增速走高



资料来源：房管局，申万宏源研究

中长期看，存量房翻新、定制家居渗透率及客单价提升，带动家居消费持续增长：

存量房重装需求将逐步提升。中长期角度，随着新房销售趋于稳定，存量房重装将贡献家居需求增量。假设二次装修周期约为 15 年，2000 年国内地产销售迎黄金增长期，未来十年将逐步迎来存量房翻新需求。我们预计，2025 年全国二手房装修占装修市场的比例将达 40%。

定制家居渗透率和客单价存提升空间，推动市场规模持续增长。考虑新房和存量房翻新需求，2025 年装修房屋套数达到 2617 万套。定制橱柜、衣柜和木门渗透率及单价持续提升，预计 2025 年定制橱柜/定制衣柜/木门市场规模分别达到 1648/1115/692 亿元。

表 3：定制橱柜、衣柜和木门市场规模将跟随渗透率和客单价提升持续增长

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新房套数 (万套)	1375	1448	1479	1501	1549	1564	1564	1564	1564	1564
精装需求	115	158	253	319	542	626	704	782	860	939
毛坯需求	1260	1290	1226	1182	1007	939	860	782	704	626
存量房套数 (万套)	291	331	397	437	607	662	824	725	990	1053
合计装修房套数 (万套)	1667	1779	1877	1938	2156	2226	2388	2289	2555	2617
定制橱柜										
零售市场规模 (亿元)	923	1006	1034	1074	1098	1131	1237	1133	1304	1322
渗透率	62%	64%	65%	67%	68%	70%	72%	73%	74%	75%
客单价 (元)	9600	9700	9800	9900	10000	10100	10200	10300	10400	10500
精装市场规模 (亿元)	31	43	72	93	163	193	224	256	290	326
定制橱柜市场规模 (亿元)	954	1050	1106	1167	1260	1325	1461	1390	1594	1648
定制衣柜										
零售市场规模 (亿元)	608	676	719	759	799	835	924	869	1024	1062
渗透率	37%	39%	41%	43%	45%	47%	49%	51%	53%	55%
客单价 (元)	10600	10700	10800	10900	11000	11100	11200	11300	11400	11500
精装市场规模 (亿元)	1	1	4	6	14	19	26	34	43	54
定制衣柜市场规模 (亿元)	609	678	722	765	813	854	950	902	1067	1115
木门										
零售市场规模 (亿元)	157	183	203	222	242	261	298	288	348	369
渗透率	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%
客单价 (元)	4600	4700	4800	4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500
精装市场规模 (亿元)	31	43	72	93	163	191	222	254	288	323
定制衣柜市场规模 (亿元)	188	226	274	315	405	453	520	541	635	692
厨衣木市场总规模 (亿元)	1751	1954	2102	2247	2477	2631	2931	2833	3297	3456

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

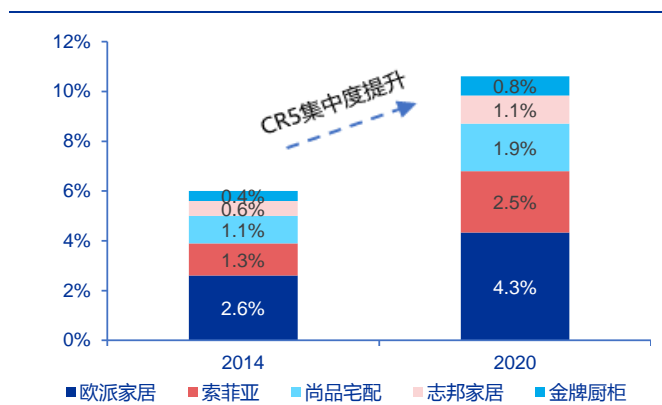
定制家居行业集中度尚低，行业进入调整分化期，龙头全方位打造竞争优势提升市占率。根据测算，2020 年定制家居行业 CR5 约为 10.6%，仍呈现较为分散格局。定制家居行业经历 2017 年以前的发展红利期，随着地产红利消退、渗透率提升边际放缓和渠道流量碎片化，行业逐步进入调整分化期，企业开始比拼核心竞争力。龙头家居企业通过完善多渠道、多品类、多品牌布局，持续打造新增长点，并通过内功修炼，提升品牌力、供应链管理能力和生产效率，支撑高质量发展，获得持续高于行业的增长，提升市场份额。

图 12：定制家居行业进入调整分化期


资料来源：申万宏源研究

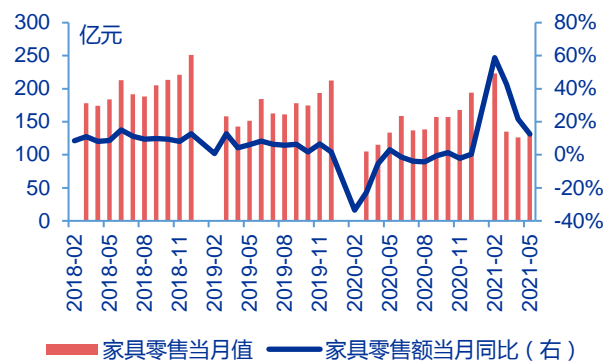
龙头企业抗风险能力和竞争力优势凸显 家居行业集中度提升逻辑持续得到验证。2020年疫情导致抗风险能力较差的企业退出市场，给予龙头企业获得线下优质渠道和经销商资源良机，同时龙头企业多渠道、多品类和品牌营销实力，持续整合市场。2020Q3 全行业家具零售额同比下滑 14%，而同期头部上市公司 2020Q3 单季度收入增速均超过 15%，部分企业内销增速超过 40%。2020Q4 家具零售额同比下滑 11%，头部定制家居企业收入增速已修复至 30%以上。2021Q1 家具零售额同比增长 52.3%，较 2019Q1 增长 7.7%；龙头家居企业 2021Q1 收入同比实现翻倍以上增长，较 2019Q1 实现 40%以上增长。

图 13：2020 年定制家居行业 CR5 为 10.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：2021 年 1-5 月家具零售额同比+35.1%，较 2019 年+11.5%

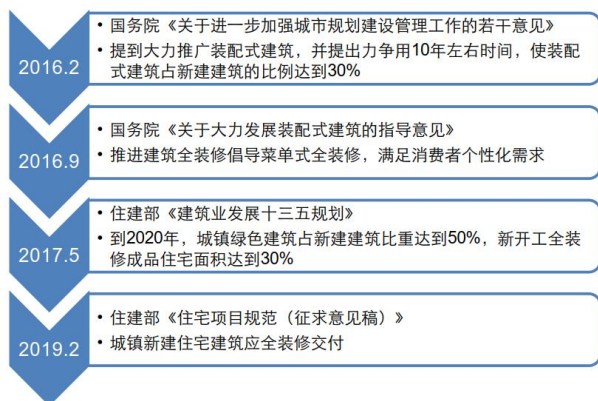


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

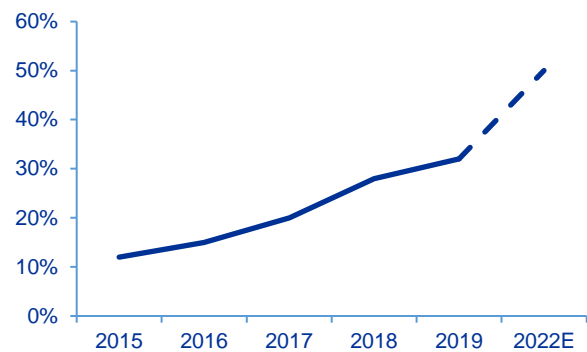
从长期角度看，头部企业的增长将逐步摆脱地产周期的扰动。存量房装修需求提升，疫情影响导致中小品牌进一步退出市场竞争，头部家具企业依托于品牌效应，供应链能力搭建的成本优势、效率优势，扩品类形成的大家居优势，以及前瞻性布局的多渠道引流优势，集中度将进一步提升。我们认为伴随零售家居企业消费属性强化，逐步摆脱地产周期波动影响，长期的估值体系也将重构。

2.2 精装修率持续提升，大宗市场向头部企业集中

精装房为国家政策导向，处于高速渗透阶段。2016-2019 年国务院、住建部等部门持续出台多项政策倡导全装修和精装修，叠加精装房顺应消费者一站式采购需求，地产行业集中度提升增强精装房供应能力，国内精装房渗透率从 2015 年 12%快速提升至 2019 年 32%。对标海外北美、欧洲和日本精装房渗透率均在 80%以上，预计未来 3-5 年国内精装房渗透率将仍处提升期。

图 15：国务院与住建部协同推进全装修


资料来源：国务院，住建部，申万宏源研究

图 16：精装房渗透率持续提升


资料来源：奥维云网，申万宏源研究

精装房推动销售渠道分化，工程渠道成为定制厨柜行业发力重点。当前阶段，头部房地产商全力推进精装房建造，需与家居企业合作以实现家具配套，**定制厨柜是精装房一级配套品，配置率达 99%以上。**精装房推动销售渠道分化，工装渠道具备标准化程度高、回收期短、成长性强的特点，成为定制厨柜行业的重点布局渠道，在此过程中，**头部定制厨柜企业凭借其品牌优势与头部房企强强联合，相互赋能，工程渠道销量实现大幅增长。**

定制厨柜精装房市场规模测算：根据建筑业十三五规划，预计 2020 年新开工精装修渗透率达到 35%，并假设 2025 年达到 60%，测算出 2020 年我国定制厨柜精装房市场规模为 163 亿元；2025 年将达到 326 亿元，在定制厨柜总市场规模中占比近 20%，工程渠道将成为定制厨柜行业重要销售渠道。

表 4：定制厨柜精装市场规模快速增长

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅销售套数（万套）	137540	144789	147929	150144	154878	156427	156427	156427	156427	156427
YOY		5%	2%	1%	3%	1%	0%	0%	0%	0%
房屋单位面积（平方米/套）	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
住宅销售套数（万套）	1375	1448	1479	1501	1549	1564	1564	1564	1564	1564
精装房开盘量（万套）	115	158	253	319	542	626	704	782	860	939
精装房渗透率	8%	20%	28%	32%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
定制厨柜均价（元/套）	2665	2745	2828	2913	3000	3090	3183	3278	3377	3478
YOY		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
单套住房厨柜配套比（套/户）	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
定制厨柜精装房市场规模（亿元）	31	43	72	93	163	193	224	256	290	326

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

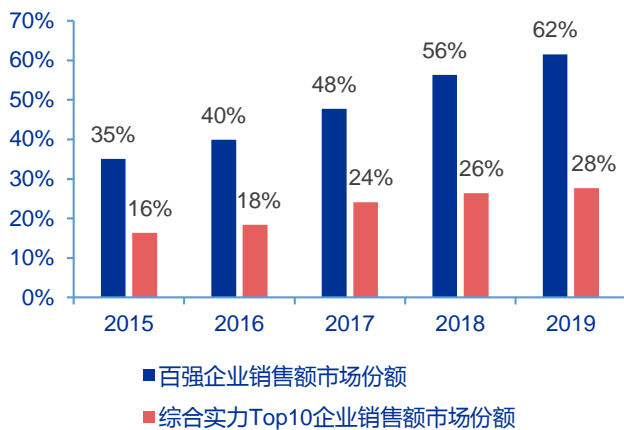
精装修市场向头部家居企业集中趋势显现：

1) 头部家居企业具备生产和产品性价比优势。头部家居企业经过较长时间积累，生产工艺成熟，产品质量得到保证。同时，具备稳定的交付能力，对下游供应链形成有力保障。头部家居企业单品类规模已实现行业领先，规模效应显现；并进一步针对大宗渠道开发特供产品，通过批量化生产，增强成本端竞争优势，叠加产品质量和稳定供货能力，产品具备高性价比。

2) 下游地产商集中度提升，寻求上游实力强劲家居企业强强联合。一方面，头部家居企业具备品牌溢价力，形成精装房装修质量背书，增强对下游住户吸引力。另一方面，头部家居企业实现全国范围销售网点布局，通过各地经销商，实现对全国化连锁地产商的响应、售后和服务能力。

3) 头部家居企业具备资金实力。工程业务开展需要家居企业具备一定的资金实力，头部家居企业具备低成本融资渠道，项目选择和风控能力更强，头部上市企业工程业务市占率呈现持续提升趋势。

图 17：头部地产企业市占率持续提升



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

表 5：国内地产 500 强厨柜类首选供应商品牌榜单

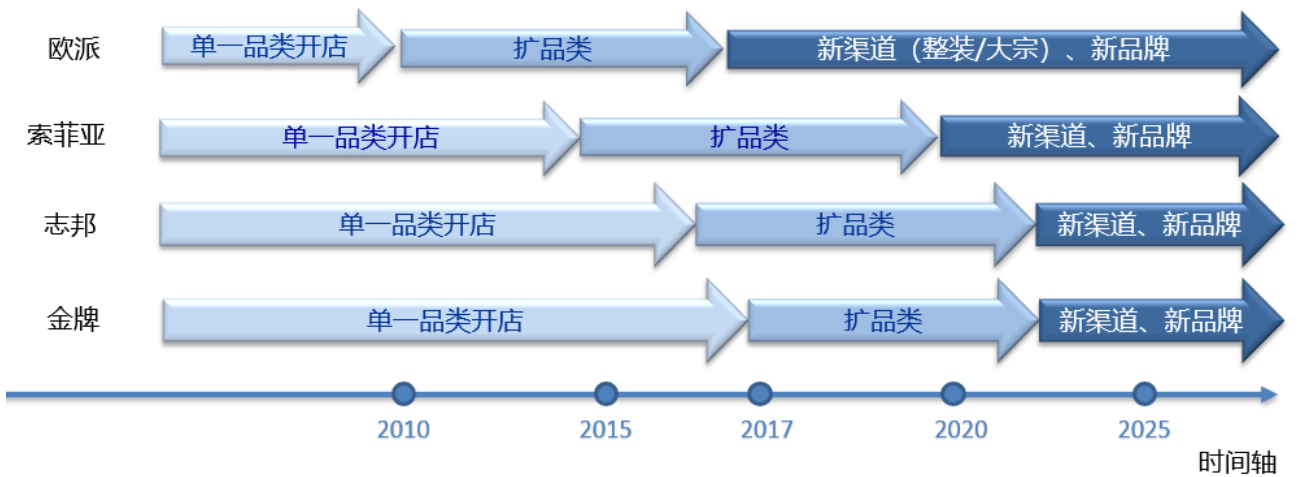
排名	2018		2019		2020	
	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率
1	金牌	16%	金牌	16%	金牌	17%
2	欧派	13%	欧派	15%	皮阿诺	15%
3	海尔	10%	皮阿诺	13%	欧派	12%
4	皮阿诺	8%	海尔	9%	海尔	9%
5	华帝	7%	华帝	6%	华帝	7%
6	科勒	5%	志邦	5%	志邦	6%
7	中意	4%	博洛尼	4%	博洛尼	4%
8	博洛尼	3%	科勒	3%	科勒	3%
9	志邦	2%	赫斯帝	3%	赫斯帝	3%
10	我乐	2%	中意	2%	中意	2%

资料来源：中房网，申万宏源研究

3. 公司：总部修炼内功，多品类、多渠道快速扩张

定制家居企业通过扩品类、扩渠道、扩品牌获得持续增长动能。定制家居发展可分三个阶段，依托不同的增长动力。1) 单一品类开店：发展初级阶段，增长模式相对简单，持续开店即可实现增长，但单品类门店超过 1500 家需寻找新增长点；2) 扩品类：单品类增长遇瓶颈后，逐步实现厨衣木的全覆盖，在新品类领域继续开店，需提升多品类运营能力；3) 新渠道、新品牌：面对流量碎片化，逐步开拓新渠道（整装/大宗等）；高线城市已逐步实现覆盖，通过多品牌运营，实现市场下沉，覆盖多样化客群。二线定制家居龙头仍享成长红利，依托大宗业务快速增长，同时扩张衣柜品类，存进一步开店空间，成长属性更为突出，增速表现更为亮眼。

图 18：定制家居发展的三个阶段，主要驱动要素不同



资料来源：申万宏源研究

志邦家居处多品类、多渠道成长阶段，总部修炼内功，衣柜新品类和大宗渠道拓展，增速引领行业。志邦家居厨柜业务已位列行业第二，打下稳固的零售渠道基础，建立一定的品牌影响力，拥有单品类高效生产能力。公司继续通过品类和渠道扩张获得持续的增长，因而对公司多品类和多渠道运营能力提出更高的要求，公司从总部层面提升设计研发、生产和营销能力，打造强中台，赋能各个环节。2020 年公司衣柜收入占总收入比达到 30%，公司积极加大新品类渠道扩张和营销投入，衣柜品类增长成为公司增长重要贡献力，并继续拓展木门墙板等新品类，持续构建成长动力。公司顺应精装房渗透率向上趋势，优化和精细化大宗渠道管理，进一步推动收入快速增长；同时，公司巩固地方零售优势渠道，通过总部持续打造强运营能力，借力直营渠道进入南方市场，未来有望真正成为全国化具备竞争优势品牌。

3.1 总部全方位赋能，数字化转型修炼内功

总部对设计研发、生产和供应链、业务管理和营销全方位赋能，推动各环节数字化转型打造强中台。公司注重产品设计研发能力的提升，围绕人、工具和设计三个维度持续提

升设计研发实力。生产和供应链实现信息化基础上,进一步向数字化转型,打造成本优势。数字化工具和手段赋能营销,推动品牌向时尚化和年轻化升级。公司总部围绕设计研发、生产和供应链、业务管理以及营销各方面持续打造竞争力,2019 年开始推动数字化转型,全方位进行数字化赋能,将进一步提高效率,为公司多品类、多渠道发展奠定坚实基础。

设计研发：从人才、工具到内容提升设计实力，针对市场需求加强研发

设计人才建设和培养：2019 年公司搭建全国专业设计师的交流与资质认证的资源共享平台“志邦设计谷”，平台共享海量设计案例资源，合作设计师近 7000 人，将设计优势及时传递到终端，解决加盟商设计订单消化问题，赋能加盟商快速培养专业设计团队，提高客单值、降低差错率。同时，公司建设设计师人才梯队和设计培训体系，针对市场变化开发设计能力提升课程，加强设计师培训和能力提升，设立设计师的培养晋升管理体系。

设计工具：2017 年公司签约开发“云设计软件”，2018 年开始向加盟商推广；2019 年将软件升级至 3.0 版本，成功将不同风格产品的标准结构、产品模块全线导入，实现快速出具 3D 效果图、兼具 VR 呈现、自动报价与一键下单的功能；2020 年进一步升级，打通设计到安装的全流程。公司根据营销一线情况的实时反馈，持续优化设计工具，加大产品标准应用推广，推进升级软件的全国范围覆盖，提升门店的门店展示和出图效率。

图 19：志邦家居云设计软件开发应用



资料来源：公司公告，申万宏源研究

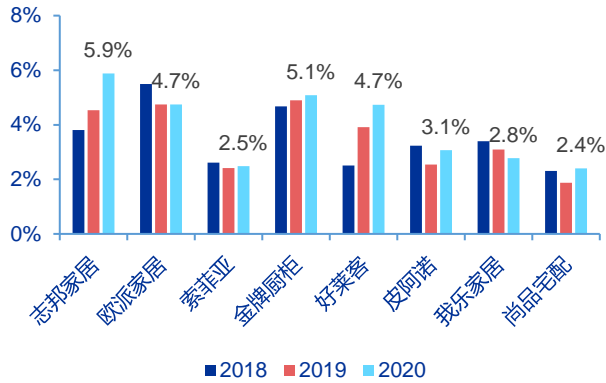
设计内容：设立家居生活研究院，开发产品标准应用场景；丰富案例库，给终端设计师提供更多的新生代生活提案的参考，提升设计效率。

研发创新：公司设有独立的设计中心和研发中心，组建高素质、经验丰富的设计研发团队，从科研立项、科技经费申请、研发绩效考核、科技成果转化等方面，均建立完善的产品规划和研发管理体系。公司注重产品研发和创新，研发费用率持续高于行业平均，2020 年提升至 5.9%；2020 年末研发人员 690 人，占总人数比例 17.7%。

研发聚焦客户需求和市场变化，开发套系化新品。针对终端门店展示空间，公司整合厨、衣、门、成品四大品类资源，以产品套系化的模式进行融合式规划及开发，实现产品开发的套系化，2020 年升级至最新 9S 代展厅，并实现全国范围推广覆盖。针对产品研发，

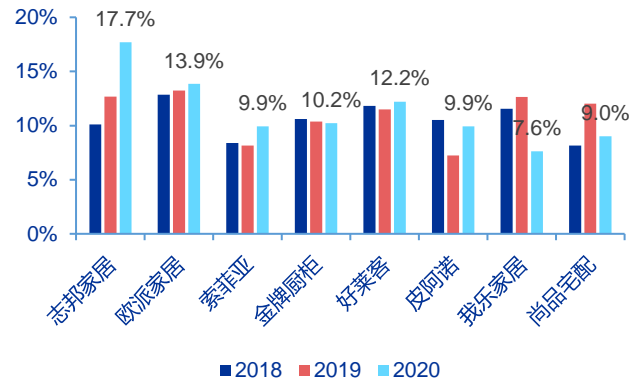
公司开发适用于不同渠道的特供产品，2020 年共开发 16 套系全屋产品（包含厨、衣、门、墙）及 3 件单品产品。

图 20：志邦家居研发费用率高于行业平均



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：2020 年志邦研发人员占比远超行业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

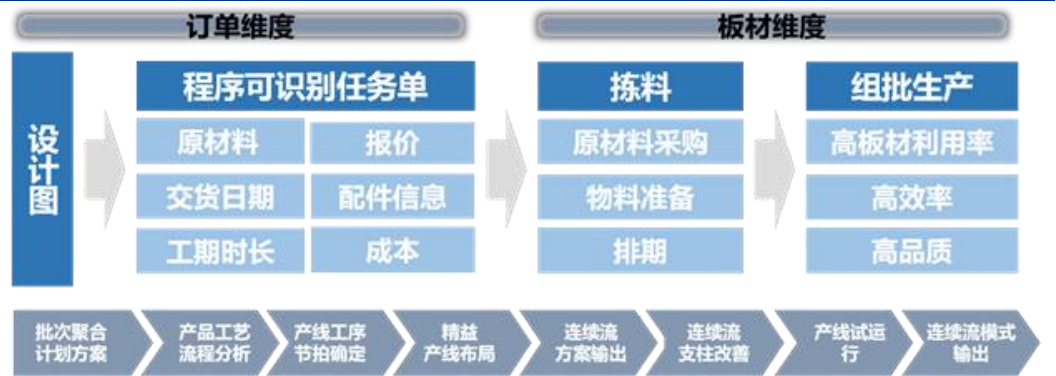
生产、供应链和业务管理：从信息化到数字化，实现降本增效

强化成本端竞争优势，提供高性价比产品，增强市场竞争力。公司共有五大生产厂区，均位于安徽省合肥市，各厂区协同性强。优化生产及安装流程，深入厨衣产能、协同配套融合，全流程信息化、自动化升级，聚焦品类，推动结构化降本。优化供应链管理，培养深度合作供应商；推进“1+N 模式”。内部划小经营单元，激活组织，提效控费，实现结构化降本，打造成本优势。公司以设计和产品力为基础，进一步优化生产、挖潜内部提效，为市场提供更高性价比产品，增强市场竞争力。

实现生产信息化：公司 2011 年以来持续推动信息化建设，实现实物流与信息流双流同步，形成客户订单交付的数字化闭环，进行柔性工艺批量化制造。生产信息化有效提升产能利用率，公司产能利用率维持 90% 以上、板材利用率达到 86% 以上；同时降低产品一次交付差错率，配合内部精益管理，缩短客户订单的整体交付周期，平均生产周期（确图订单-工厂-货物生产-安排物流）约 10 天。

精益生产固化流程：以数据为支撑，以客户订单为输入，构建生产计划 APS、生产执行 MES、仓储 WMS 及客户 CRM 等数字化生产系统，最大化协调和应用资源，以实现效益最大化。

“1+N”模式供应链管理：公司通过以建立一个标杆工厂的先进管理模式、质量体系、工艺标准输出多个（N 个）配套工序外包工厂的方式，形成独特的“1+N”模式，有效保证了外包产品品质，同时制定严格的管理制度和检验标准，并以此对其进行长效定期的监控。

图 22：志邦家居信息化生产流程


资料来源：公司公告，申万宏源研究

数字化业务流程：组建流程管理团队，优化分公司运营、整装渠道、供应链以及工程领域等业务流程。初步搭建志邦公司、事业部以及部门三级流程体系，组织扁平化，增强与终端消费者连接。建立数据中台，实现营销、研发、生产、物流以及安装和服务全流程业务数据打通，结构化降本增效。

图 23：志邦家居数字化工厂

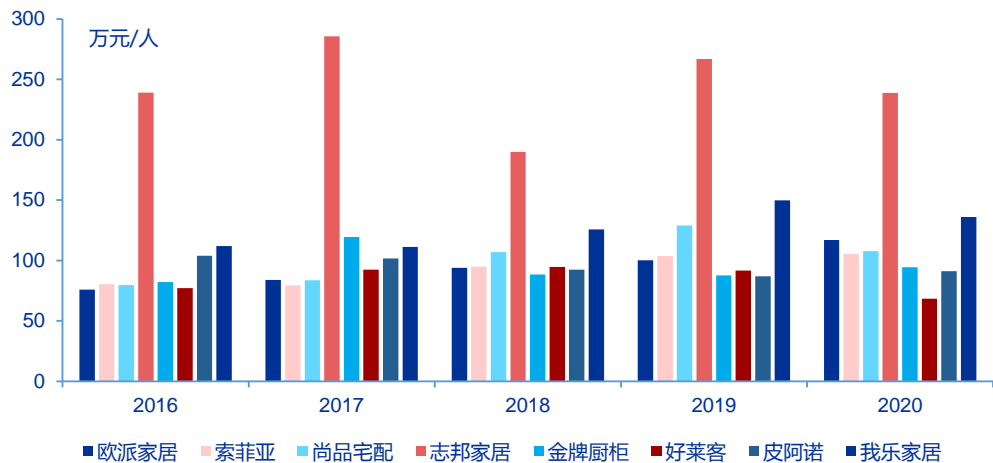

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：志邦家居数字化交付平台系统


资料来源：公司公告，申万宏源研究

工厂数字化转型：加大生产端信息化投入，打通“设计软件”、“生产系统”以及“解料软件”，衣柜设计下单一体化覆盖全国加盟商；启动厨柜的设计解料下单一体化项目，配合出厂价和销售价自动报价提升下单效率和生产交付能力。优化生产 MES、仓储 WMS 以及计划 APS 系统共线生产提升生产效率和材料利用率。自动分拣以及 IMA 门板标准生产线的成功上线，不断迭代全面数字化、智能化云工厂设计蓝图。**通过生产数字化转型，有效提升公司生产端人均效能，2020 年志邦生产人员人均创收 239 万元，为行业内最高。**

图 25：志邦家居生产人员人均创收行业内最高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

营销：以数字化营销做支撑，转型“年轻化+时尚化”品牌形象

签约周杰伦为品牌代言人，推动品牌“年轻化+时尚化”转型。公司2019年升级品牌形象，签约国际巨星周杰伦为公司全新品牌代言人，2020年赞助热点综艺《周游记》，为品牌与代言人的结合创造全新突破，塑造志邦年轻化、时尚化的品牌形象。

“品销结合”，增强品牌知名度。公司一方面用广告传播品牌，一方面用“品销结合”促销落地品牌，目前已在全国形成从面到点、自上而下的结构化整合营销传播矩阵。在纽约时代广场、CCTV 新闻频道、全国包括北京、上海、广州等在内的近70个大中型城市的机场、高铁站高频投放广告，提高品牌曝光度，同时联合加盟商在当地省区和城市进行投放，强化品牌落地，目前已覆盖全国一千余个城市；公司结合“明星矩阵”，持续打造“男人下厨节”等现象级的全国营销活动。

数字化营销推动志邦品牌向年轻时尚化全屋大家居品牌形象转变。2020年公司持续推行赋能营销、用曝光流量加持数字化营销，以技术驱动营销，与移动端头部流量媒体（腾讯、百度、头条，抖音）以及圈层kol紧密合作，精准曝光，精准引流，有效转化，同步提升与消费者互动。建立数字化营销体系，打造自媒体传播矩阵，以短视频、体验报告、知识问答、专家号等多种形式全域引流，增强客户黏性，构建企业私域流量池，为营销开辟“第二战场”：

1) 围绕“周杰伦”、“专业专注”等品牌IP，聚焦头部移动互联网平台（阿里、京东、腾讯、字节跳动、百度等），调研市场行情、搭建私域流量池、分析客户画像，开展精准数字引流、线下转化全流程客户服务转化；

2) 重点赋能全国100城，孵化、培育加盟商新零售团队，搭建一套新的引流、转化体系，提高加盟商整体营销获客、服务转化能力；

3) 抓住直播风口，打造全场景直播间和专业的直播团队，全年开展全国大型直播100余场，为终端开辟了全新落地转化模式；

4) 建立自媒体营销和传播矩阵, 围绕定制设计知识、产品实力、大咖分享, 赋能全体经销商内容制造, 提升品牌拉力, 降低获客成本;

5) 公司持续推广“U客”平台软件的使用, 实现一个入口, 二个终端和九大赋能的加盟商门店数字化运营模式, 建设招商、建店、运营、考核和淘汰加盟商运营管理平台, 提升加盟商管理和盈利能力。通过系统和平台搭建, 使用大数据分析消费者行为, 监测跟踪加盟商订单全生命周期, 为营销管理提供数字决策依据, 实现数字化营销。

图 26 : 志邦家居签约周杰伦为品牌代言人



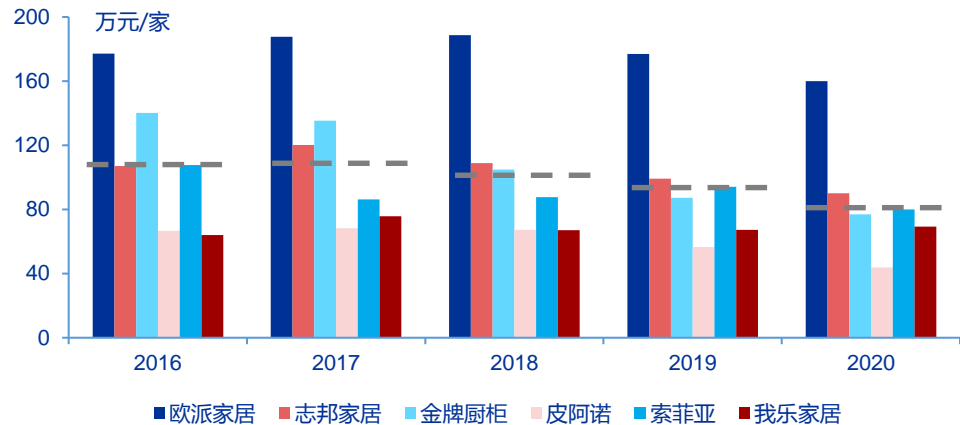
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 厨柜业务稳固根基，拓展品类持续增长

3.2.1 厨柜业务稳居行业第二，形成渠道和品牌基础

多年厨柜零售经验，获得优质经销和渠道资源卡位，成为国内行业第二。志邦家居以厨柜业务起家，经历 20 年以上发展，已稳居行业第二。2020 年厨柜业务总收入达到 25.0 亿元，其中厨柜零售业务收入 13.7 亿元。公司凭借先发优势，获得优质经销商和渠道资源，公司厨柜单店提货额 2017 年后持续高于行业平均，仅次于欧派家居，2020 年达到 90 万元/家；同时，实现持续稳健展店，2020 年疫情情况下，公司厨柜门店净增 41 家至 1576 家，门店数量位居行业第二，并规划 2021 年净增店 60 家。

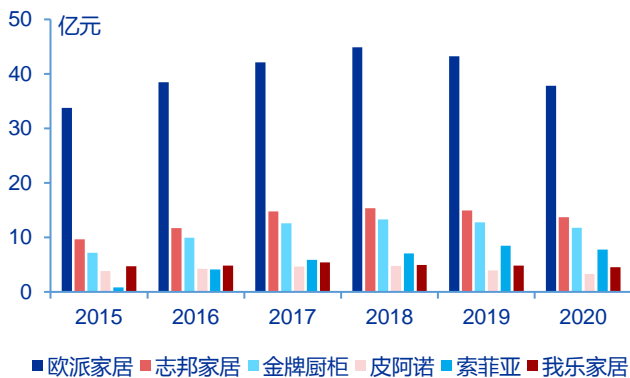
图 27：2017 年以来志邦厨柜经销门店单店提货额持续高于行业平均



资料来源：公司公告，申万宏源研究

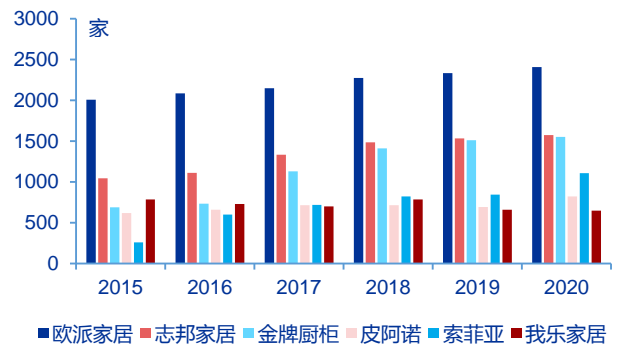
注：单店提货额=收入/年初年末门店均值

图 28：志邦家居厨柜零售业务规模位居行业第二



资料来源：公司公告，申万宏源研究

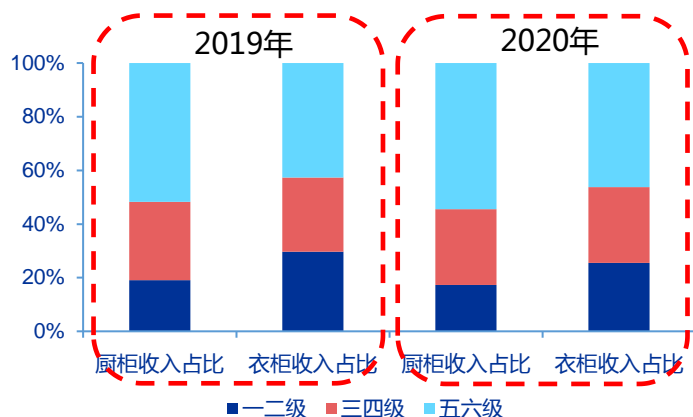
图 29：志邦家居稳步扩张厨柜经销门店



资料来源：公司公告，申万宏源研究

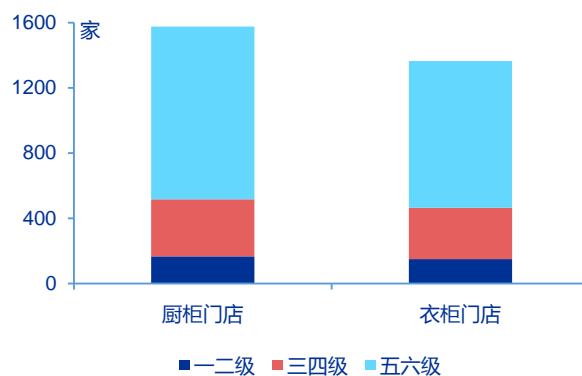
厨柜实现渠道下沉布局，具备品牌影响力，提供新品类渠道下沉基础。公司厨柜经销门店渠道向低线城市下沉深，2020 年厨柜经销门店中五六级/三四级/一二线城市占比分别为 67%/22%/11%，分别贡献公司厨柜业务收入的 55%/28%/17%。国内共 672 座城市，五线及以下城市占比 69%，低线市场空间大。公司渠道下沉深，在低线市场建立品牌知名度和影响力，有利于未来渠道稳步加密。同时，公司 2020 年衣柜业务五六线城市贡献收入占比 46%，仍存提升空间，厨柜渠道的下沉将有利于后期衣柜业务低线市场渗透率提升。

图 30：志邦低线城市贡献厨柜收入占比高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

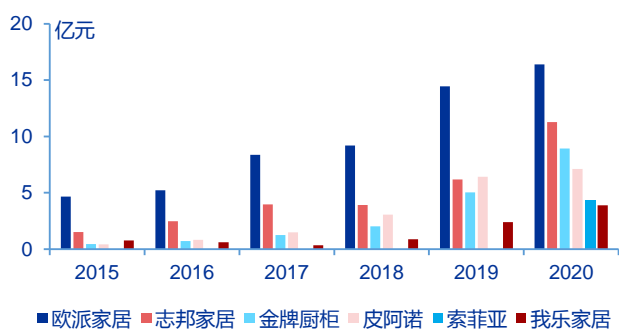
图 31：2020 年志邦五六线城市厨柜/衣柜门店分别占比 67%/66%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

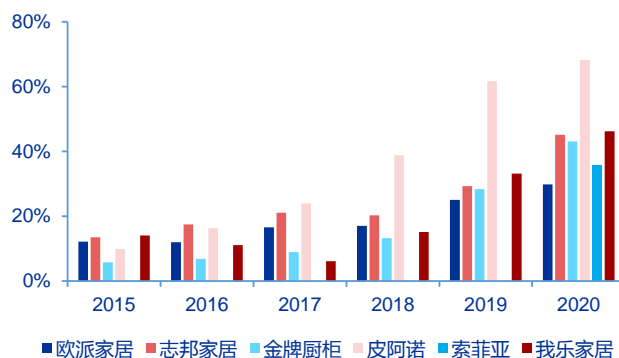
厨柜大宗渠道同样位居第二，有利未来大宗渠道多品类发展。公司厨柜大宗业务规模仅次于欧派家居，同样位列行业第二。同时公司顺应精装房渗透率提升趋势，积极拓展大宗渠道，实现对大宗渠道风险和收益的平衡，大宗渠道收入增长高于可比公司平均增长，2020 年厨柜大宗收入在厨柜总收入中占比约 45%。公司多年大宗业务运营，获得充足的经验和优质的头部地产商客户，在精装房衣柜、其他家居品类配套率提升的背景下，公司新品类有望借助原有客户基础导入大宗渠道，复刻厨柜大宗业务快速增长路径。

图 32：志邦家居厨柜大宗收入位列行业第二



资料来源：公司公告，申万宏源研究

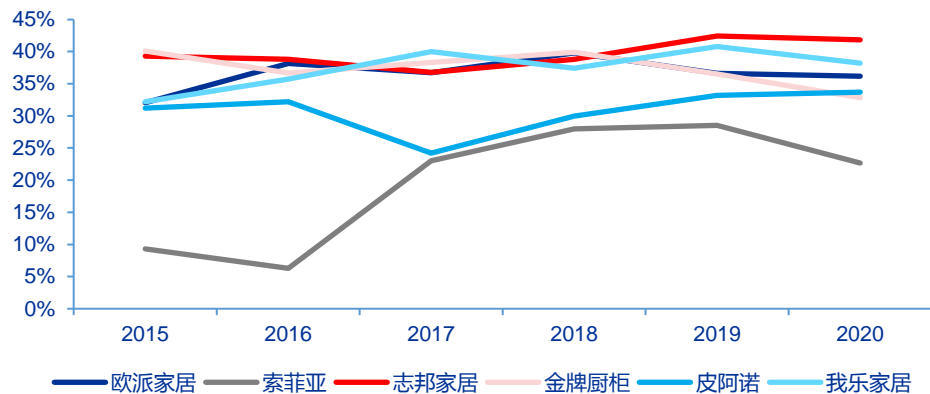
图 33：志邦积极拓展大宗渠道，厨柜大宗收入占比高，具备较强增长拉动力



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司成本管控能力提升，叠加大宗毛利率向上，厨柜业务毛利率行业内最高。公司通过信息化管理和生产端自动化升级，并进一步聚焦核心品类，逐步打造成本端竞争优势。公司大宗业务调整客户结构后，毛利率提升至 40% 以上，大宗主要为厨柜业务，带动厨柜业务整体毛利率提升。2019 年公司传统主营业务厨柜毛利率突破 40%，达到行业内最高。2020 年厨柜业务毛利率 41.8%，维持 40% 以上，仍高于可比公司。

图 34：2019 年以来志邦家居厨柜业务毛利率高于可比公司



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2.2 多品类扩张，衣柜成为短中期重要增长驱动力

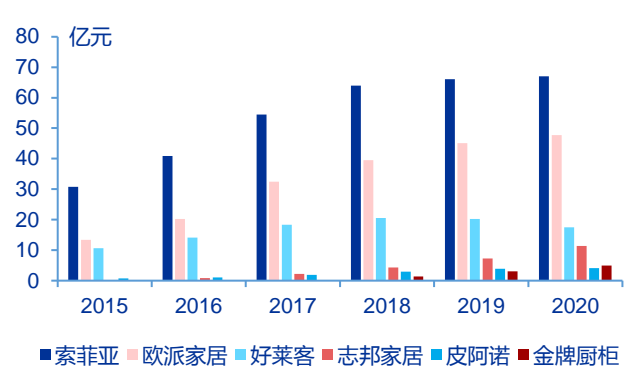
公司 2015 年进军衣柜业务，近年来逐步成为业绩新增长点。衣柜业务成立之初，以“法兰菲”独立品牌运作。2018 年，伴随衣柜业务的制造和销售成熟化，为进一步增强厨衣业务协同效应，公司更名衣柜品牌为“志邦”，与厨柜共享“志邦”品牌。定制衣柜收入增速加快，收入规模从 2015 年 0.22 亿元大幅增长至 2020 年的 11.41 亿元，CAGR 高达 120.3%，行业规模排名迅速升位。衣柜业务对公司整体收入的贡献加大，收入占比从 2015 年 2% 上升至 2020 年 30%，逐步成为业绩增量的主要来源。

图 35：志邦衣柜收入快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：志邦衣柜业务规模与龙头衣柜企业差距缩小

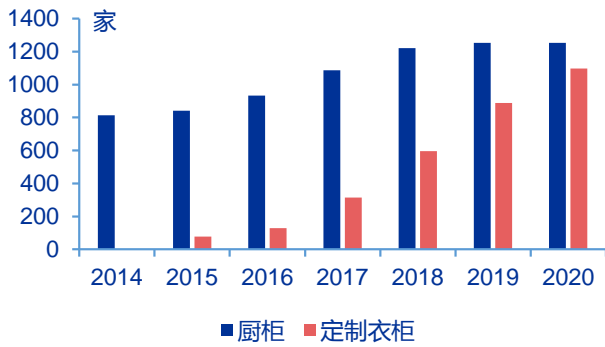


资料来源：公司公告，申万宏源研究

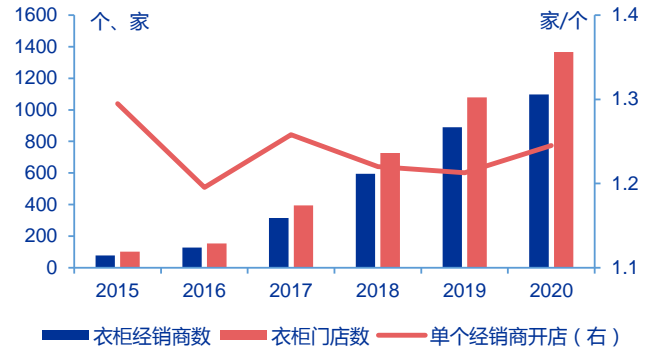
依托原有厨柜成熟经销体系，积极加大渠道营销投入，实现衣柜门店快速扩张。2017 年公司厨柜经销商已经超过 1000 家，早期公司衣柜发展依靠原有厨柜成熟经销商体系，衣柜业务初具规模后再单独进行招商，公司衣柜业务经销商迅速从 2015 年 78 家增长至 2020 年 1097 家。依托成熟经销商体系，公司衣柜店盈利模型较快成型，2020 年单个经销商开店数提升至 1.25 家/个经销商。

图 37：厨柜经销体系成熟，衣柜经销商依托原有体系快速增长

图 38：2020 年单个经销商开店数提升



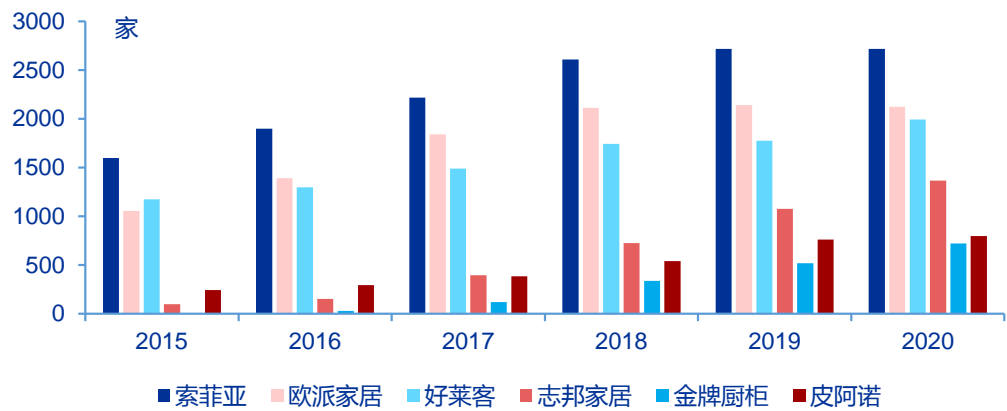
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

定制衣柜零售市场受大宗渠道冲击有限，对标龙头，公司衣柜开店存翻倍空间。相较厨柜，衣柜业务在零售市场仍有较大的渗透空间，且衣柜零售渠道受精装冲击较小，公司未来在衣柜业务的网点布局数量有望持续增长。公司定制衣柜门店数量从 2015 年的 101 家增长至 2020 年末的 1366 家，2020 年净开店 288 家，**公司规划 2021 年将继续净开店 290 家。**对标 2020 年末龙头索菲亚 2719 家、欧派家居 2124 家衣柜门店，公司衣柜零售门店开店仍存翻倍空间。

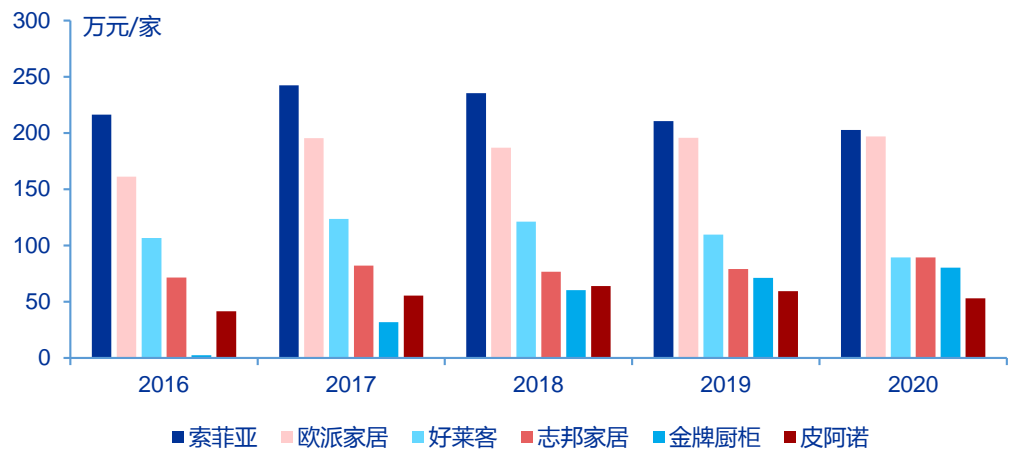
图 39：对标龙头企业，志邦衣柜开店存翻倍空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

衣柜单店提货额提升空间大，运营逐步走向成熟化、设计和产品力领先，推动单店提货额向上。2020 年公司衣柜门店单店提货额为 90 万元/家，同比+13.1%，较 2016 年提升 24.8%。对标 2020 年索菲亚 203 万元/家、欧派家居 197 万元/家提货额，公司单店提货额增长空间大。公司经历快速展店期，2017-2020 年公司每年净开店维持在 300 家左右，当前新开门店较多，伴随门店运营成熟化，以及公司进一步加强设计和产品力，提升整体交付能力和效率，公司单店提货额有望进一步增加。

图 40：志邦衣柜单店提货额提升空间较大



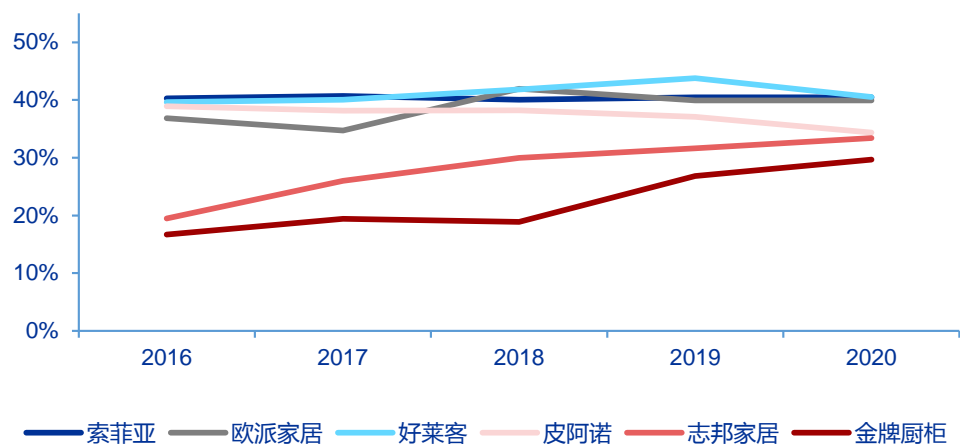
资料来源：公司公告，申万宏源研究

单店提货额=收入/年初年末门店均值

后期规模效应体现, 衣柜业务毛利率有望向上提升。自公司 2015 年开展衣柜业务以来, 衣柜业务毛利率持续向上提升, 2020 年公司衣柜业务毛利率 33.4%, 同比+1.8pct。对标定制衣柜龙头企业, 衣柜业务毛利率维持在 40%左右仍有大幅提升空间。

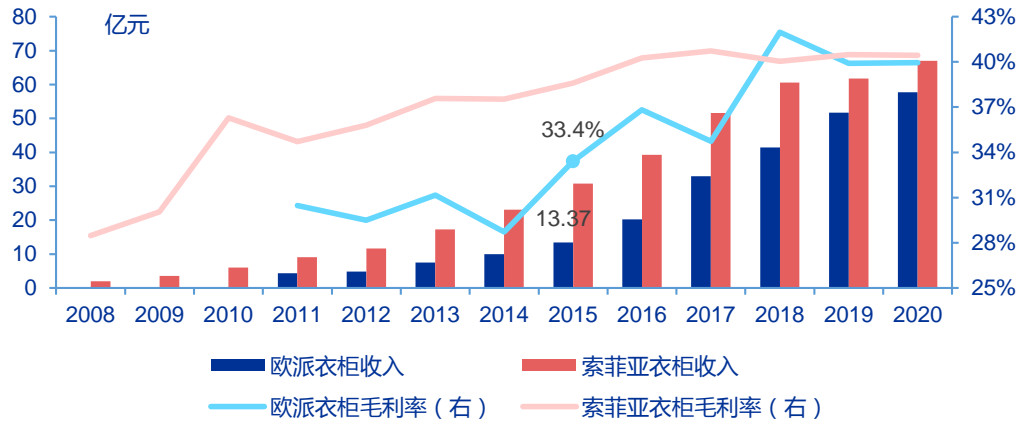
以传统定制厨柜龙头欧派家居为例, 衣柜业务收入从 2011 年 4.34 亿元增长至 2020 年 57.72 亿元, 伴随规模增长同时, 毛利率从 30.5%提升至 40.0%。志邦 2020 年衣柜业务收入 11.41 亿元, 与欧派家居 2015 年 13.37 亿元衣柜业务收入体量接近, 且志邦 2020 年衣柜毛利率 33.4%与欧派 2015 年衣柜业务毛利率相同。未来伴随公司衣柜业务体量扩张, 规模效应逐步显现, 毛利率有望持续抬升。

图 41：随着规模效应发挥，志邦衣柜毛利率存提升空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：收入规模扩张阶段，索菲亚和欧派家居衣柜毛利率均呈提升趋势

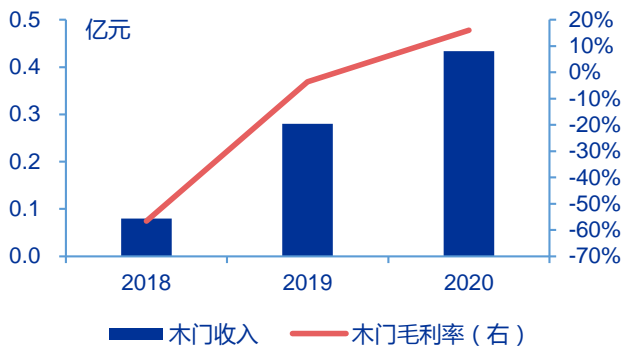


资料来源：公司公告，申万宏源研究

向全屋定制迈进，拓展木门业务，多品类协同力有望逐步显现。2018 年公司进一步拓展木门业务，2020 年实现收入 0.43 亿元，并实现毛利率转正至 16.0%。公司木门业务同样依托原有成熟经销体系，经销门店从 2018 年 117 家拓展至 2020 年 203 家。同时，公司 2020 年 7 月后重点开拓木门精装修工程业务渠道，2020 年签约地产战略合约 10 家，签订批量项目合同金额近 1 亿元，未来木门业务收入和利润率有望快速向上提升。**公司开放多品类共享多渠道资源，零售渠道多品类协同，将有望提升各品类协同带单率，降低流量成本，增强对经销商开店吸引力，提升单店提货额；大宗渠道多品类供应能力满足地产客户批量全品类采购需求，有望实现新品类短期内快速放量 and 利润率提升。**

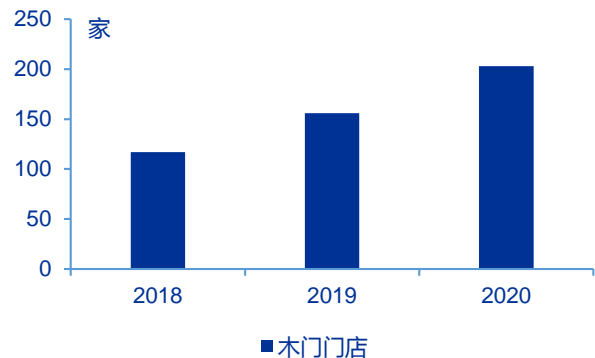
积极引入厨电、成品家居等配套品，提升客户一站式消费体验感。公司过去专注厨房空间布局，引入 3M、能率、博世等国际高端合作品牌，已开发较多厨电配套品，2020 年烟机、灶具、消毒柜、烤箱、蒸箱等厨电产品配套率提升至约 30%。2020 年公司进一步拓展日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具、爱依瑞斯等高端品牌，覆盖不同消费群体，扩充了多种成品家居，并新增软装墙布、卫阳空间产品，满足用户一站式消费需求。公司通过中台运营能力提升，增强多品类销售效率，床、沙发、定制窗帘等软体配套成品销售快速增长。

图 43：2020 年木门业务毛利率转正至 16.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：2020 年木门门店拓展至 203 家



资料来源：公司公告，申万宏源研究

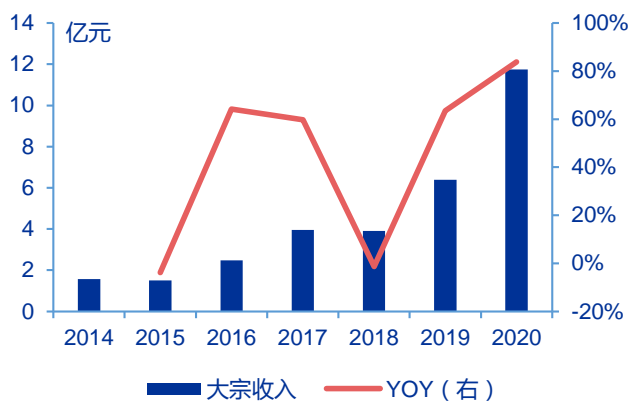
3.3 大宗渠道高质量增长，多渠道布局发力全国市场

3.3.1 顺应趋势平衡风险，大宗业务稳健高增

大宗业务布局早，运作模式成熟。公司 2010 年开始以事业部制形式全面布局大宗业务，向客户提供销售、设计、生产、交付、售后等整体服务，并持续构建了布渠道、强交付、设计领先、控风险的四大发展方向。2015 年起引入美国 PMBOK（项目管理知识体系）和项目管理软件、以及从业人员 PMP（项目管理专业）认证体制和 PMO（项目管理办公室）管理组织，建立工程产品标准和风险管理体系；引入阿米巴管理方式，系统地建立与市场直接挂钩的经营组织和机制，降低经营风险，提升交付效率。

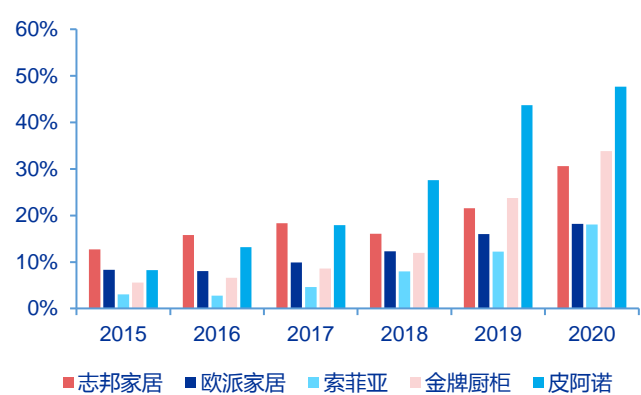
经过多年大宗业务运营，公司积累丰富的普通住宅/公寓、文旅、酒店、适老等地产业态方面的专业项目管理、安装交付、客户服务和风险控制的经验，向客户提供有力的组织级保障同时，也不断强化自身服务实力，连续多年入选“中国房地产开发企业 500 强首选供应商”、“中国房地产产业链战略诚信供应商”、“中国房地产竞争力十强供应商”。凭借丰富的运营经验、成熟的运作模式和较强的客户服务能力，公司大宗业务订单快速增长，2014-2020 年工程业务收入复合增速达到 40%，2020 年工程业务收入占比达到 31%。

图 45：公司大宗业务快速增长，2020 年收入达 11.8 亿元



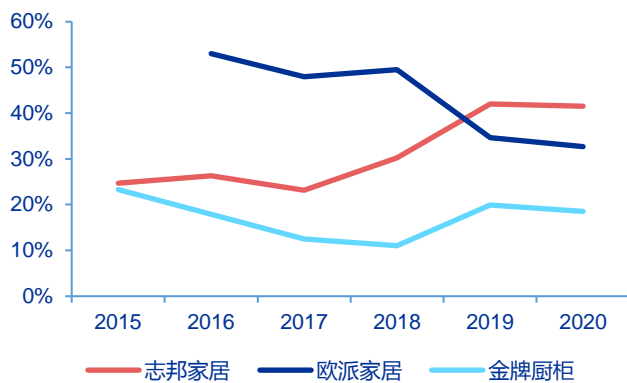
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：2020 年志邦家居大宗业务收入占比提升至 31%

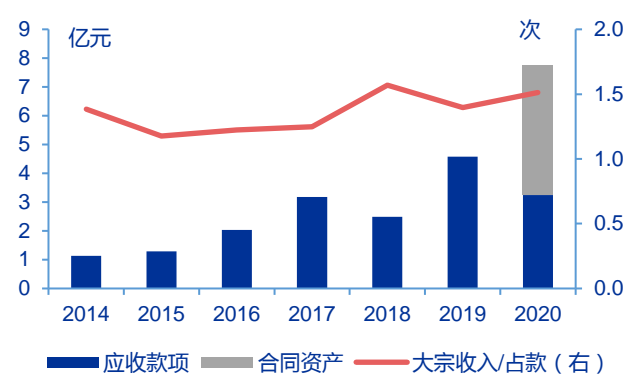


资料来源：公司公告，申万宏源研究

大宗业务客户多元化，降低经营风险，毛利率持续提升。公司过去大宗业务第一大客户占比曾达 40% 以上，存在一定的单一大客户依赖风险。2017-2018 年公司加强对大客户的管理，优化客户结构，开发新客户，2018 年收入虽经历短暂冲击出现小幅下滑，但 2018 年应收款项（应收账款+应收票据）大幅回落，资产负债表结构优化。2019 年客户结构调整完毕，优质客户订单增加，大宗业务重回高增通道。2020 年公司大宗业务前五大客户为中南、绿地、新城、阳光城、保利，百强地产客户已有 30% 与公司实现合作，前 10 大客户中已有 60% 与公司进行合作。公司客户结构优化，减少对单一大客户依赖，降低风险；同时，伴随优质客户占比提升及大宗业务模式优化，公司大宗业务毛利率自 2018 年开始出现明显提升，2020 年达到 41.5%，横向对比实现较高盈利能力。

图 47：公司大宗业务毛利率自 2018 年后明显提升


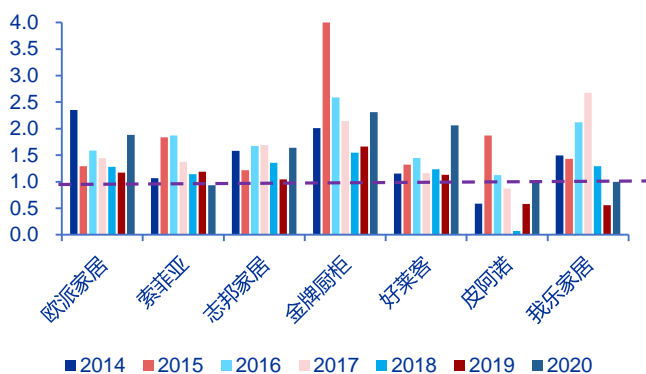
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：2018 年应收款项大幅减少


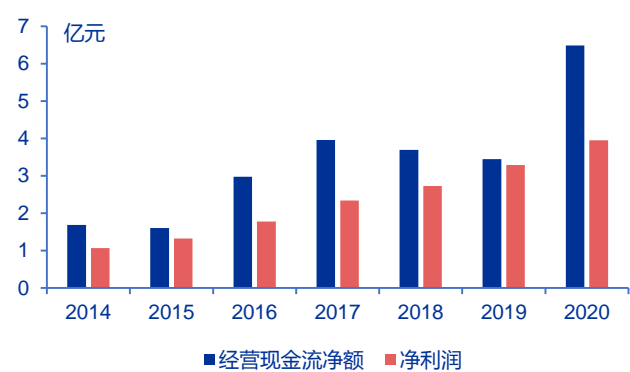
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：应收款项=应收账款+应收票据；2020 年将部分应收账款调整至合同资产科目，占款=应收账款+应收票据+合同资产

大宗业务运营稳健，应收款回款良好，现金流增长。公司对大宗业务客户信用和账期管理有较好的把控，虽然大宗业务占比持续提升，但公司经营性净现金流与净利润比值持续大于 1。2020 年经营性现金流净额达 6.5 亿元，同比+88.5%。根据会计准则，2020 年部分应收账款调整至合同资产科目，2020 年总的占款（应收账款+应收票据+合同资产）为 7.76 亿元。同时，公司大宗业务收入实现快速增长，就大宗业务收入/总占款的周转率来看，从 2019 年 1.40 次提升至 2020 年 1.51 次。公司内部对应收款项风险管理能力强、风险体系建设完善，保障大宗业务稳健运营。

图 49：志邦经营现金流净额/净利润比值维持 1 以上


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 50：2020 年公司经营现金流净额大幅提升


资料来源：公司公告，申万宏源研究

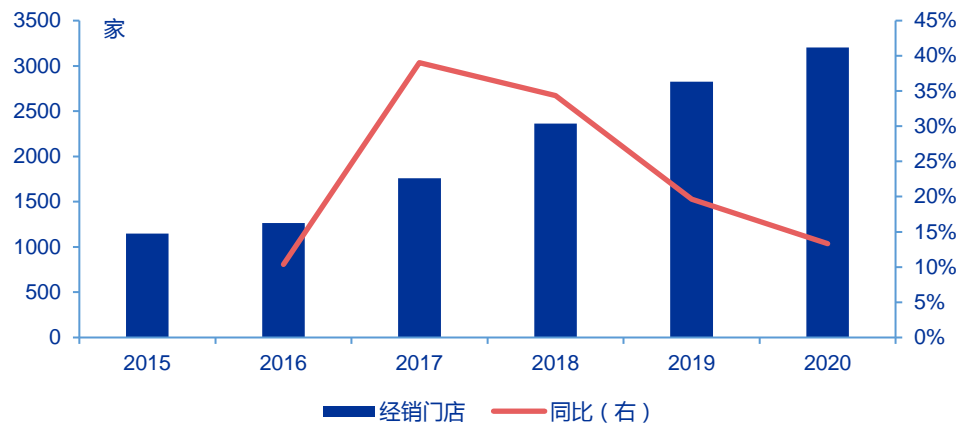
大宗业务完善渠道结构，进一步开发木门品类促增长。公司积极培育工程代理商，代理商模式在大宗业务中占比约 60%，可有效承接中小订单，分散公司大宗业务经营风险。公司大宗业务收入主要来自大宗厨柜，公司 2018 年开始布局木门业务，**2020 年 7 月开始加大木门大宗业务发展，2020 年合同金额近 1 亿元**，预计在 2021 年逐步转化收入。新品类拓展与厨柜、衣柜大宗业务协同，提升公司精装房多品类交付能力。户内门在精装房配置率达 99% 以上，大宗木门业务拓展有望进一步推动公司大宗业务高速增长。

3.3.2 加大经销商赋能，直营进军南方市场，整装布局远期增长空间

公司主动赋能加盟商，增强加盟商主动营销能力。公司自 2009 年开始主动赋能加盟商，鼓励并指导他们对潜在消费者进行内容营销，使其不再局限于传统的坐店营销思路。公司根据家居市场周期，排布六大营销时间点，包括每年的“315 促销”活动等，针对不同时期地域，设计差异化的营销执行方案赋能当地经销商，其中包括传统广告投放、新媒体传播、消费者互动等内容设计方案，以及价格策略和产品策略的推广设计，使得经销商能更高效准确的将信息传达给目标消费者，从而实现每一次营销活动的效益最大化。

视加盟商为合作伙伴，支持力度充足，攻克难关，增强绑定深度。公司将加盟商视为重要伙伴，2020 年疫情爆发，通过动“减”和“免”两大举措，三个月内（2020 年 2-4 月）出厂价直减 10%，给予加盟商最有力的支持。同时，公司动员中后方及职能体系超数百人次抵达市场一线，成立各领域负责人挂帅的支援队，公司总部管理人员奔赴前线超过三个多月，帮助加盟商攻克疫情难关，强化终端竞争实力。疫情背景下，2020 年全年公司经销门店仍实现逆势增长，净增 376 家，有效扩张市场份额。

图 51：2020 年经销门店仍实现净增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为定制家居行业渠道重服务属性的特点，使得经销商落地执行能力存在巨大的方差。企业唯有强化对经销商的终端赋能，标准化服务流程环节，缩小经销商资源禀赋与能力的差异，才能实现持续可控的稳健增长。而志邦始终强调总部的能力输出：通过持续升级加盟商赋能手段，提升终端服务和销售能力：

1) 终端门店迭代升级：2020 年公司实现产品开发的套系化，并推出第 9S 代展厅，公司总部增强设计研发能力同时，给予经销商充足的扩改店支持，也使得公司最新 9S 代门店实现快速覆盖。

2) 数字化引流支持：2018 年公司开发贯穿服务全流程的信息化平台“U 客”系统，通过电商、新媒体、自媒体、行业垂直网站等渠道，将线上的消费者引流至志邦线下体验店，完成“体验-成交-服务销售”闭环，助力终端加盟商快速引流，赋能加盟商实现数字化转型。

3) **提升终端设计能力**：公司总部持续优化“云设计软件”，提高终端设计效率，并降低设计遗留差错；通过专业设计师平台“志邦设计谷”运营，实现设计资质认证持证上岗和海量设计案例资源共享，帮助加盟商消化设计订单、提升设计师能力。

4) **标准化全流程终端服务**：公司总部层面，打造“管家式安装服务”体系，涵盖六大管理方向、八大服务环节、四十二个标准服务步骤，打造统一化、标准化的前后端服务，开发以客户为中心的全流程管家服务。将“管家服务”模式导入加盟商，增强加盟商安装交付能力，提高客户满意度；在全国重点核心城市推出“安装管家”多对一的专属VIP服务，从订单受理预约、配送安装、进度汇报、问题沟通、跟进解决，实现一户跟踪到底，通过服务前置提高安装的一次完工率，提升客户满意度，构建加盟商售服护城河。

5) **提供加盟商学习交流平台**：通过在线学习平台“学习岛”，让加盟商员工自主学习销售、设计、安装、店长、市场、技战术等多岗位专业知识，交流分享实操经验，提升终端专业技能；通过线下加盟商团队的分圈层交流平台“志慧堂”，形成市场营销、管理实践、城市运营的创意分享和问题诊断，提升加盟商经营管理水平和盈利能力。

图 52：公司总部开发的加盟商在线学习平台“学习岛”



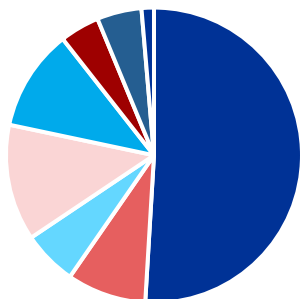
资料来源：公司公告，申万宏源研究

推进“南下”战略，增强南方市场竞争力。南方市场布局具备战略意义，一线定制家居龙头（欧派家居、索菲亚）及较早成立的定制家居企业（好莱客、皮阿诺）均于广东发家，在华南市场具备较强影响力。志邦成立于合肥，公司推进全国化布局和发展势必将面临与南方市场传统强势品牌的直面竞争，公司采取直营方式进军华南，2018年确定“南下”战略，2019年成立广州子公司，采用核心管理人员外派与团队成员当地招聘相结合的方式，迅速组建团队，通过总部精细化运营，参与到南方市场激烈竞争中，并可更有效学习龙头企业运作经验，进一步加强公司自身能力提升。公司前期通过打造南方市场自营标杆门店，未来有望拓展加盟渠道，增强南方市场竞争力。

巩固强势区域，突破布局其他地区，从区域龙头走向全国龙头。公司强势区域位于华东，2020年华东区域贡献公司主营业务收入的51%。横向对比来看，2019年志邦华东区域收入在主要上市定制家居企业各区域总收入中分别占比11.7%，华南区域占比仅为2.2%。公司通过发力华南市场，突破其他区域布局，有望逐步从区域型龙头走向全国化定制龙头。

2020 年疫情背景下,公司直营渠道拓展顺畅,实现收入 2.32 亿元,同比+27%,2014-2020 年 CAGR 达到 16%,直营门店增加至 29 家。

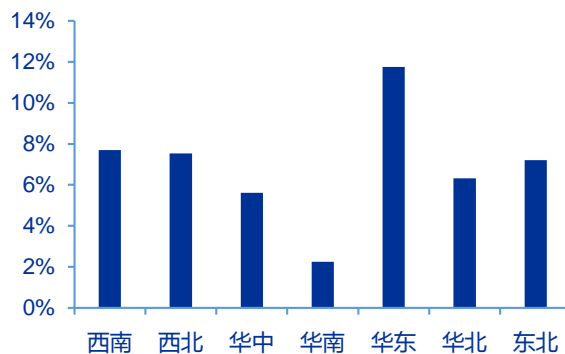
图 53 : 志邦 2020 年华东区域收入占比为 51%



■ 华东 ■ 华中 ■ 华南 ■ 西南 ■ 华北 ■ 东北 ■ 西北 ■ 海外

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 54 : 志邦华东、华南区域收入在主要定制家居企业各区域总收入中占比分别为 11.7%、2.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：主要定制家居企业包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客、志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺、我乐家居

整装渠道布局持续深化，铺垫公司远期增长点。2020 年公司重组整装渠道团队，持续发力整装渠道。1) **标准化展厅建设，与第三方共同开发整装渠道专用软件**，为整装渠道业务开拓打下坚实的基础。2) **开发针对整装渠道产品**，“志邦”品牌定位中高端，整装渠道开发“IK”品牌针对年轻一代刚需群体，开发符合装企套系风格的 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品，推动整装渠道“志邦”和“IK”双品牌运营。3) **与全国性大型装企形成战略联盟**，深化合作；通过树立标杆以及专项支持，推动加盟商与地区性装企的合作。整装渠道的拓展顺应下游一站式消费需求，并将流量入口前置，提升公司前端获客能力。公司经过前期“内功修炼”，多品类开发整合，生产、供应链管理和柔性化定制能力将持续提升，在零售和大宗渠道持续开发的基础上，未来整装渠道有望成为公司新增长点。

4. 财务分析：成长中的二线龙头，综合能力逐步提升

我们此处列举了定制家居行业的可比公司，包括欧派家居、索菲亚、金牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居，上述公司业务类型与志邦家居基本一致，仅细分品类和渠道结构上存在个体化差异。

盈利能力：公司净利率略低于行业平均，主要因费用投入较高。就毛利率来看，2017-2019年志邦毛利率呈现提升趋势，2019年后志邦毛利率超过行业平均。考虑到2020年将运输费从销售费用调整至成本项，公司2017-2020年毛销差（毛利率-销售费用率）持续提升。同时，公司拓展衣柜和木门新品类，产能爬坡期，对毛利率表现有所影响，后期仍存提升空间。

就费用率来看，公司销售和管理费用率高于行业平均。公司仍处在扩张期，推广衣柜和木门新品类使得公司需要加大营销投入，公司销售费用率与同样处在扩品类阶段的二线定制家居企业金牌厨柜相接近。公司强调职业经理人制度，上市后进行两次股权激励，2020年摊销股权激励费用约2824万元（对应费用率0.7%），使得管理费用率较高，但与管理组织架构领先的一线定制家居龙头欧派家居、索菲亚接近，高于其他定制家居企业。

公司2020年推进年产20万套厨柜、180新厂和木业厂项目建设，2020Q3/4分别转固2.27/0.72亿元，增加折旧摊销，伴随后期新项目达产，生产效率提升；同时2021-2022年志邦股权激励摊销费用将持续下降，且取消疫情期间对经销商的提货额折扣，公司利润弹性有望释放。

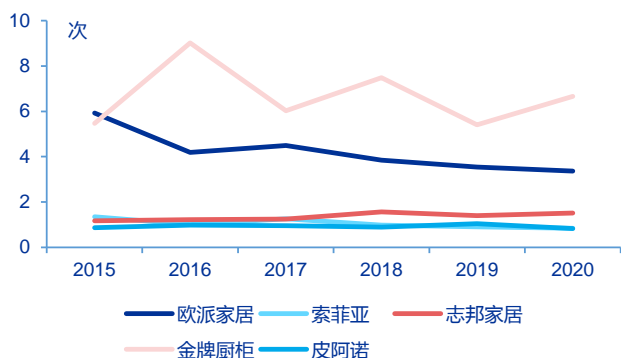
表 6：志邦家居毛利率、销售和管理费用率均略高于行业平均

	2016	2017	2018	2019	2020
毛利率					
志邦家居	36.8%	34.9%	36.0%	38.5%	38.1%
欧派家居	36.5%	34.5%	38.4%	35.8%	35.0%
索菲亚	36.6%	38.2%	37.6%	37.3%	36.6%
金牌厨柜	38.1%	39.1%	39.0%	35.8%	32.7%
好莱客	40.0%	38.3%	39.6%	40.1%	36.7%
皮阿诺	37.9%	34.5%	35.9%	35.8%	34.1%
我乐家居	34.7%	37.0%	37.4%	43.8%	42.4%
行业平均	37.3%	36.9%	38.0%	38.1%	36.3%
期间费用率					
志邦家居	22.1%	21.6%	22.6%	25.5%	26.2%
欧派家居	20.5%	19.0%	22.2%	20.8%	18.8%
索菲亚	17.4%	18.4%	20.3%	20.4%	19.4%
金牌厨柜	28.4%	27.6%	27.3%	24.6%	21.7%
好莱客	18.9%	16.9%	21.0%	22.2%	22.9%
皮阿诺	21.4%	21.1%	22.0%	20.3%	15.9%
我乐家居	21.8%	24.9%	26.0%	29.6%	25.2%
行业平均	21.4%	21.3%	23.1%	23.0%	20.6%
销售费用率					
志邦家居	14.8%	13.6%	13.7%	15.6%	14.9%
欧派家居	11.4%	9.8%	10.2%	9.7%	7.8%
索菲亚	8.6%	8.4%	9.6%	10.0%	9.2%
金牌厨柜	18.3%	18.8%	18.4%	15.9%	11.8%
好莱客	13.4%	11.8%	14.7%	13.5%	10.9%
皮阿诺	15.1%	14.4%	13.7%	14.2%	8.6%
我乐家居	12.9%	16.1%	17.1%	22.2%	18.1%
行业平均	13.3%	13.2%	14.0%	14.2%	11.0%
管理费用率					
志邦家居	8.4%	8.0%	9.6%	10.2%	11.2%
欧派家居	9.2%	9.2%	12.2%	11.7%	11.3%
索菲亚	8.9%	9.8%	10.4%	10.1%	9.8%
金牌厨柜	9.9%	9.0%	9.0%	8.8%	10.2%
好莱客	5.7%	5.2%	6.5%	8.5%	10.9%
皮阿诺	6.9%	7.3%	7.3%	6.0%	6.8%
我乐家居	8.8%	8.7%	8.9%	7.4%	6.9%
行业平均	8.2%	8.2%	9.1%	8.7%	9.3%
财务费用率					
志邦家居	-1.1%	0.0%	-0.7%	-0.3%	0.1%
欧派家居	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.2%
索菲亚	-0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
金牌厨柜	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.3%
好莱客	-0.2%	-0.1%	-0.3%	0.2%	1.1%
皮阿诺	-0.5%	-0.6%	0.9%	0.1%	0.5%
我乐家居	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
行业平均	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.3%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

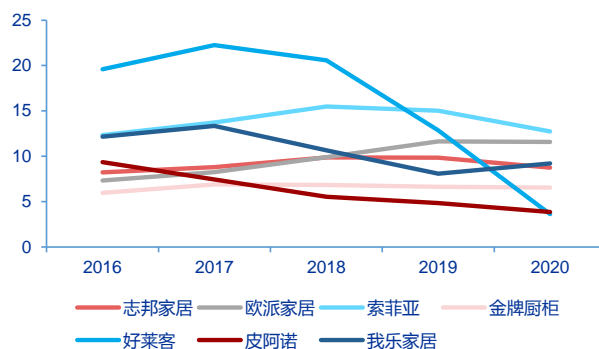
营运能力：公司总资产周转率表现略好于行业平均。2020 年公司应收账款周转率为 16.9 次，略低于行业平均 22.5 次。由于公司大宗业务收入占比高，且 2020 年将部分应收账款调整至合同资产科目，我们使用大宗业务收入/（应收账款+应收票据+合同资产）计算可比公司周转率。志邦家居该比例高于索菲亚和皮阿诺，2020 年志邦家居该周转率同比提升 0.11 次至 1.51 次。就存货周转率来看，2020 年公司存货周转率 8.74 次，表现好于行业平均，表现较为稳定，并未因大宗业务的开展受到拖累。

图 55：大宗业务收入/（应收账款+应收票据+合同资产）周转率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 56：志邦存货周转率表现较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

综合来看，2016-2019 年公司 ROE 与行业平均水平接近，2020 年超过行业平均。2016-2018 年公司 ROE 趋于回落主要因拓展新品类和调整大宗客户结构，影响利润率表现，同时财务杠杆比例降低。2019 年公司大宗业务客户结构调整完毕，新增的衣柜品类发展步入正轨，2020 年公司 ROE 提升至 19.0%，高于行业平均水平。公司新品类毛利率仍存提升空间，费用率存下降空间，后期 ROE 有望继续提升。

表 7：2020 年志邦家居 ROE 超过行业平均水平

	2016	2017	2018	2019	2020
ROE					
志邦家居	29.9%	19.8%	15.3%	17.3%	19.0%
欧派家居	39.4%	28.5%	22.8%	21.5%	19.2%
索菲亚	21.4%	21.7%	20.6%	21.0%	20.6%
金牌厨柜	39.7%	29.2%	22.8%	22.1%	19.3%
好莱客	23.9%	21.6%	17.5%	15.0%	10.6%
皮阿诺	25.3%	15.9%	14.6%	15.9%	12.7%
我乐家居	25.1%	16.0%	13.0%	17.3%	21.2%
行业平均	29.2%	22.2%	18.6%	18.8%	17.3%
净利率					
志邦家居	11.3%	10.9%	11.2%	11.1%	10.3%
欧派家居	13.2%	13.4%	13.7%	13.6%	14.0%
索菲亚	14.1%	14.7%	13.2%	14.2%	14.7%
金牌厨柜	8.8%	11.6%	12.3%	11.4%	11.0%
好莱客	17.6%	18.7%	17.9%	16.0%	12.3%
皮阿诺	13.9%	12.5%	12.6%	11.7%	14.4%
我乐家居	10.2%	9.1%	9.4%	11.6%	13.9%
行业平均	12.9%	13.3%	13.2%	13.1%	13.4%
总资产周转率					
志邦家居	1.30	1.07	0.90	1.01	1.06
欧派家居	1.51	1.28	1.11	1.04	0.88
索菲亚	1.07	0.99	0.98	0.94	0.86
金牌厨柜	1.38	1.19	0.99	0.94	0.86
好莱客	1.05	0.91	0.79	0.68	0.49
皮阿诺	1.09	0.83	0.76	0.82	0.58
我乐家居	1.53	1.11	0.89	0.93	0.90
行业平均	1.27	1.05	0.92	0.89	0.76
权益乘数					
志邦家居	2.11	1.54	1.49	1.60	1.85
欧派家居	1.92	1.55	1.47	1.55	1.58
索菲亚	1.34	1.44	1.46	1.44	1.64
金牌厨柜	2.94	1.84	1.88	2.20	1.90
好莱客	1.36	1.22	1.25	1.44	1.81
皮阿诺	1.69	1.41	1.44	1.61	1.56
我乐家居	1.64	1.55	1.56	1.64	1.77
行业平均	1.81	1.50	1.51	1.65	1.71

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

厨柜零售：根据公司开店规划，假设 2021-2023 年公司厨柜门店分别净增 60/50/50 家；公司厨柜单店收入增长放缓，假设 2021-2023 年单店收入分别同比+2%/+0%/+0%；假设 2021-2023 年毛利率均为 42%，基本持平 2020 年。

厨柜大宗：大宗业务进一步享受精装渗透率提升红利，假设 2021-2023 年厨柜大宗收入分别同比+50%/+50%/+50%；考虑到原材料涨价，大宗业务成本传导能力弱于零售业务，假设 2021-2023 年毛利率分别为 41.0%/40.5%/40.0%。

衣柜零售：根据公司开店规划，假设 2021-2023 年公司衣柜门店分别净增 290/300/200 家；单店收入延续增长趋势，单店收入分别同比+10%/+10%/+10%；伴随规模效应提升，预计衣柜毛利率改善，假设 2021-2023 年毛利率分别为 35%/36%/37%。

衣柜大宗：公司衣柜大宗收入基数低，假设 2021-2023 年衣柜大宗收入分别同比+100%/+50%/+50%；考虑到原材料涨价，大宗业务成本传导能力弱于零售业务，假设 2021-2023 年毛利率分别为 41.0%/40.5%/40.0%。

我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 50.33/65.70/85.76 亿元，分别同比+31.0%/+30.5%/+30.5%，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.45/7.09/9.20 亿元，分别同比+37.9%/+30.0%/+29.8%。

5.2 估值分析

志邦家居主营定制家居业务，与欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜主营业务一致，因此选用以上公司用作估值分析。

快速增长消化估值，PEG 小于行业平均。志邦家居大宗业务快速增长，并实现稳健高质量运营；同时衣柜业务仍享受扩渠道红利，单店和利润率提升空间增大。2019Q4 开始公司收入增速领跑行业，后期凭借大宗和衣柜双轮驱动，增长有望持续保持领先优势，实现对估值的消化。就 PEG 来看，志邦家居 PEG 仅 0.6X，小于行业平均 1.1X。伴随着稳定业绩增长持续兑现，PEG 有望得到修复。

短期看定制家居行业高增长延续，中长期行业消费属性强化，龙头市场份额进一步提升。短期竣工弹性释放，叠加二手房成交活跃，家居需求延续高增。中长期看，行业受益存量房翻新、定制家居渗透率及客单价提升，头部企业依托品牌、供应链、多品类、多渠道优势，持续提升市场份额。**志邦家居享扩品类红利，大宗业务高质量快速增长，增速领跑行业。**公司激励充足，管理团队狼性，通过数字化建设，持续打造强中台，提升软实力。公司自 2015 年拓展定制衣柜业务，2020 年收入占比已达 30%，对公司增长贡献提升，2020 年末衣柜门店 1366 家，单店收入 90 万元/家，对标龙头存翻倍空间，伴随规模扩张，毛

利率向头部企业靠拢。受益精装房渗透率提升，公司大宗业务高速增长，客户结构从单一转向多元化，引入高质量客户，大宗业务毛利率提升，现金流稳健。衣柜和大宗业务双轮驱动，公司增速有望持续领跑行业。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.45/7.09/9.20 亿元，分别同比+37.9%/+30.0%/+29.8%，对应 PE 为 18X/14X/11X，首次覆盖给予“买入”评级！

表 8：志邦家居 PEG 小于行业平均

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			2021-2023	PEG
		2021/6/30	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR	
603833.SH	欧派家居	858	26.29	31.87	38.75	33	27	22	21%	1.5
002572.SZ	索菲亚	221	14.13	16.97	20.07	16	13	11	19%	0.8
300616.SZ	尚品宅配	176	6.24	7.44	9.05	28	24	19	20%	1.4
603180.SH	金牌厨柜	69	3.78	4.75	5.83	18	15	12	24%	0.8
	行业平均					24	20	16		1.1
603801.SH	志邦家居	100	5.45	7.09	9.20	18	14	11	30%	0.6

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：金牌厨柜为 Wind 一致预测，其余为申万轻工预测

风险提示

衣柜开店和单店增长不及预期。衣柜业务拓展为公司后期增长主要驱动力之一，对标衣柜龙头企业，志邦衣柜展店和单店收入存在较大提升空间，公司作为衣柜领域新进入者，持续通过提升设计、生产、营销等软实力，逐步向衣柜领域传统龙头靠拢。若公司衣柜扩张出现瓶颈，将影响公司收入增长表现。

大宗业务增长不及预期。公司厨柜零售业务已奠定行业第二基础，增长逐步趋缓，厨柜的增长重要驱动将来自大宗渠道。若大宗渠道客户开发不及预期，或精装房渗透率下滑导致大宗业务整体增长不及预期，将影响公司收入增长表现。

现金流恶化的风险。公司大宗业务量保持较快增长，将增加对公司占款。若大宗下游客户回款出现困难，或公司对大宗业务风险管控能力不足，可能影响公司现金流表现。

附表

表 9：志邦家居收入拆分表

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
1. 橱柜业务							
橱柜业务总收入	18.76	19.28	21.17	24.99	31.70	40.67	53.82
yoy	32.2%	2.8%	9.8%	18.0%	26.9%	28.3%	32.3%
橱柜零售收入	14.81	15.37	14.98	13.70	14.77	15.28	15.74
yoy	26.4%	3.8%	-2.6%	-8.5%	7.8%	3.4%	3.0%
橱柜年末门店	1335	1487	1535	1576	1636	1686	1736
净新开	206	152	48	41	60	50	50
有效门店	1232	1411	1511	1556	1606	1661	1711
门店贡献增速	12.6%	14.5%	7.1%	2.9%	3.2%	3.4%	3.0%
单店收入（万元/店）	120.18	108.96	99.12	90.16	91.97	91.97	91.97
单店贡献增速	12.3%	-9.3%	-9.0%	-9.0%	2%	0%	0%
橱柜大宗收入	3.96	3.91	6.19	11.29	16.93	25.39	38.09
yoy	59.8%	-1.3%	58.5%	82.2%	50%	50%	50%
橱柜业务总成本	11.86	11.89	12.19	14.53	18.55	23.97	31.98
橱柜零售成本	8.82	9.17	8.60	7.93	8.57	8.86	9.13
橱柜大宗成本	3.04	2.73	3.59	6.60	9.99	15.11	22.85
橱柜业务毛利率	36.8%	38.3%	42.4%	41.8%	41.5%	41.1%	40.6%
橱柜零售毛利率	40.4%	40.4%	42.6%	42.1%	42.0%	42.0%	42.0%
橱柜大宗毛利率	23.12%	30.22%	42.0%	41.5%	41.0%	40.5%	40.0%
2. 衣柜业务							
衣柜业务总收入	2.25	4.30	7.34	11.41	15.81	20.96	26.59
yoy	146.4%	91.4%	70.8%	55.3%	38.6%	32.6%	26.9%
衣柜零售收入	2.25	4.30	7.14	10.95	14.89	19.58	24.52
yoy	146.4%	91.4%	66.1%	53.2%	36.0%	31.5%	25.2%
衣柜年末门店	395	726	1078	1366	1656	1956	2156
净新开	242	331	352	288	290	300	200
有效门店	274	561	902	1222	1511	1806	2056
门店贡献增速	115.7%	104.6%	60.9%	35.5%	23.6%	19.5%	13.8%
单店收入（万元/店）	82.01	76.72	79.21	89.60	98.56	108.41	119.25
单店贡献增速	14.2%	-6.5%	3.2%	13.1%	10%	10%	10%
衣柜大宗收入			0.20	0.46	0.92	1.38	2.07
yoy				130%	100%	50%	50%
衣柜业务总成本	1.66	3.01	5.02	7.60	10.22	13.35	16.69
衣柜零售成本	1.66	3.01	4.91	7.34	9.68	12.53	15.45
衣柜大宗成本			0.12	0.27	0.54	0.82	1.24
衣柜业务毛利率	26.0%	30.0%	31.6%	33.3%	35.3%	36.3%	37.2%
衣柜零售毛利率	26.0%	30.0%	31.3%	33.0%	35.0%	36.0%	37.0%
衣柜大宗毛利率			42.0%	41.5%	41.0%	40.5%	40.0%
3. 木门业务							
木门业务总收入		0.08	0.28	0.43	1.08	2.17	3.25
yoy			254.9%	57.0%	150.0%	100.0%	50.0%
木门业务总成本		0.12	0.29	0.36	0.87	1.63	2.34
木门业务毛利率		-56.6%	-3.6%	16.0%	20.0%	25.0%	28.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10 : 志邦家居利润表

利润表							
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业总收入	2,157	2,433	2,962	3,840	5,033	6,570	8,576
其中：营业收入	2,157	2,433	2,962	3,840	5,033	6,570	8,576
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	1,892	2,141	2,606	3,419	4,476	5,825	7,601
其中：营业成本	1,404	1,558	1,821	2,378	3,107	4,051	5,273
其他类金融业务成本	-0	0	-0	0	0	0	0
税金及附加	20	22	29	33	50	66	86
销售费用	293	334	463	574	771	1,024	1,375
管理费用	105	141	168	206	257	306	371
研发费用	66	92	134	226	290	376	491
财务费用	1	-17	-8	3	1	2	5
加：其他收益	7	7	37	32	10	10	10
投资收益	8	23	13	15	15	15	15
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	1	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	-19	-11	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-3	-11	-5	-21	11	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-1	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	280	322	385	436	593	770	1,000
加：营业外收入	1	1	1	2	0	0	0
减：营业外支出	5	4	6	8	0	0	0
四、利润总额	276	320	381	429	593	770	1,000
减：所得税	42	47	51	34	47	62	80
五、净利润	234	273	329	395	545	709	920
持续经营净利润	234	273	329	395	545	709	920
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	234	273	329	395	545	709	920
六、其他综合收益的税后净额	0	-1	2	-0	0	0	0
七、综合收益总额	234	272	331	395	545	709	920
归属于母公司所有者的综合收益总额	234	272	331	395	545	709	920

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 11：志邦家居资产负债表

资产负债表							
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	713	729	527	825	1,228	1,900	2,930
交易性金融资产	0	0	322	325	325	325	325
衍生金融资产	0	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	359	303	541	485	536	587	654
其中： 应收票据、应收账款及应收款项融资	317	249	470	340	391	442	509
应收票据及应收款项融资	236	110	132	223	223	223	223
应收账款	82	139	338	117	168	219	286
其他应收款	8	10	25	80	80	80	80
预付款项	34	44	45	65	65	65	65
存货	161	154	215	329	239	265	281
合同资产	0	0	0	452	591	897	1,338
其他流动资产	639	491	171	75	75	75	75
持有待售资产及其他	0	0	21	0	0	0	0
流动资产合计：	1,873	1,677	1,798	2,490	2,994	4,048	5,603
长期应收款	0	0	0	8	8	8	8
长期股权投资	0	37	34	39	39	39	39
其他权益工具投资	0	0	3	3	3	3	3
其他非流动金融资产	0	0	0	20	20	20	20
固定资产	607	615	706	1,191	1,201	1,292	1,363
在建工程	10	194	260	37	237	257	107
无形资产类	73	131	136	136	136	136	136
其中： 无形资产	73	131	136	136	136	136	136
长期待摊费用	13	24	31	37	37	37	37
递延所得税资产	8	12	24	76	76	76	76
其他非流动资产	35	91	104	93	93	93	93
使用权资产及其他	0	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计：	747	1,108	1,298	1,639	1,849	1,960	1,880
资产总计	2,620	2,785	3,095	4,128	4,843	6,007	7,483
短期借款	0	0	11	108	100	100	100
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	842	793	940	824	1,071	1,397	1,818
合同负债	0	0	0	466	534	627	725
其他应付款	66	86	165	345	208	244	282
其他流动负债	0	0	0	71	71	71	71
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0	0	0
流动负债合计：	909	879	1,116	1,814	1,983	2,439	2,995
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	27	24	44	44	44	44
递延所得税负债	0	6	26	42	42	42	42
非流动负债合计	12	33	50	86	86	86	86
负债合计	921	912	1,166	1,900	2,070	2,525	3,082
股本	160	160	223	223	312	312	312
资本公积	941	941	879	919	830	830	830
减：库存股	0	3	139	129	129	129	129
其他综合收益	0	-1	1	1	1	1	1
盈余公积	65	80	110	112	113	116	119
未分配利润	534	696	855	1,102	1,646	2,352	3,269
归属于母公司所有者权益合计	1,700	1,872	1,929	2,228	2,773	3,482	4,402
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,700	1,872	1,929	2,228	2,773	3,482	4,402
负债和股东权益总计	2,620	2,785	3,095	4,128	4,843	6,007	7,483

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 12：志邦家居现金流量表

现金流量表	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	234	273	329	395	545	709	920
加：计提的资产减值准备	3	11	5	21	-11	0	0
固定资产折旧	42	59	67	85	89	109	129
无形资产摊销	4	5	8	8	0	0	0
长期待摊费用摊销	7	10	15	19	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	0	-0	-2	-1	0	0	0
财务费用（收益以“-”号列示）	3	-2	-0	11	1	2	5
投资损失（收益以“-”号列示）	-8	-23	-13	-15	-15	-15	-15
递延所得税资产减少（增加以“-”号列示）	-0	-5	-11	-34	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“-”号列示）	0	6	19	17	0	0	0
存货的减少（增加以“-”号列示）	-8	3	-66	-118	100	-25	-16
经营性应收项目的减少（增加以“-”号列示）	-125	140	52	-249	-190	-357	-509
经营性应付项目的增加（减少以“-”号列示）	243	-108	-80	467	315	419	519
经营活动产生的现金流量净额	396	370	344	649	698	878	1,070
收回投资所收到的现金	813	3,128	2,729	3,533	0	0	0
取得投资收益收到的现金	7	20	18	14	15	15	15
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	0	2	1	31	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	1	0	0	0
投资活动现金流入小计	820	3,149	2,748	3,579	15	15	15
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	275	379	334	421	300	220	50
投资所支付的现金	1,448	3,236	2,662	3,584	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	0	14	0	58	0	0	0
投资活动现金流出小计	1,723	3,630	2,996	4,063	300	220	50
投资活动产生的现金流量净额	-903	-480	-248	-484	-285	-205	-35
吸收投资收到的现金	858	0	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	20	0	16	370	-8	0	0
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	12	46	0	0	0
发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	878	0	28	416	-8	0	0
偿还债务支付的现金	20	0	4	275	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	51	96	137	156	1	2	5
支付的其它与筹资活动有关的现金	14	3	136	1	0	0	0
筹资活动现金流出小计	84	99	278	432	1	2	5
筹资活动产生的现金流量净额	793	-99	-250	-16	-9	-2	-5
现金及现金等价物净增加额	284	-208	-153	145	404	671	1,030
货币资金的期初余额	342	625	417	264	825	1,228	1,900
货币资金的期末余额	625	417	264	409	1,228	1,900	2,930

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。