



Research and
Development Center

21 年稳健收官，多品类渠道布局成效初现

——志邦家居(603801)公司首次覆盖报告

2022 年 03 月 13 日

李宏鹏
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

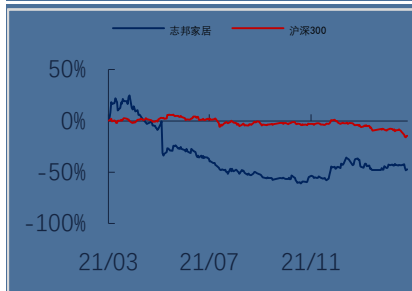
公司研究

公司首次覆盖报告

志邦家居 (603801)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	26.10
52 周内股价波动区间 (元)	65.40-19.28
最近一月涨跌幅 (%)	-6.62
总股本 (亿股)	3.12
流通 A 股比例 (%)	98.79
总市值 (亿元)	81.51

资料来源：信达证券研发中心

21 年稳健收官，多品类渠道布局成效初现

2022 年 03 月 13 日

报告内容摘要：

◆**2021 年稳健收官，全年收入、净利分别同比增长 34%、28%。**公司发布业绩快报，2021 年实现营业收入为 51.53 亿元，同比增长 34.17%；净利润 5.06 亿元，同比增长 27.84%，主要因厨柜收入增长保持稳定，衣柜收入高速增长。21 年下半年在业绩高基数背景下，公司单季营收仍实现较快增长，Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 109%/36%/23%/25%，利润受业务结构变化以及原材料波动影响季度增速有所波动，Q1/Q2/Q3/Q4 净利分别增长 213%/6%/1%/4%。回顾过去六年业绩表现，2015-2021 年公司整体实现较快增长，营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 27.7%、25%。

◆**定制行业空间广阔，公司市场份额仍有较大提升空间。**我们根据过去定制渗透率提升速度以及地产销售数据测算，预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿元，市场空间广阔，对应整体定制渗透率约 42%，预计未来定制渗透率提升趋势延续。志邦家居近年市场份额呈较快提升态势，公司占定制家居行业市占率从 2015 年的 1.1%持续提升至 2021 年的 2.2%，但仍然明显偏低。从行业格局来看，目前定制行业市场仍较分散，CR7 仅约 20%，未来公司市占率仍有较大提升空间。

◆**橱衣双品类驱动、多渠道布局初步成型，有望支撑未来成长。**橱柜深耕多年后公司于 2015 年开始发力衣柜，效果显著，9M21 衣柜收入占比 36%，同时拓展木门、家配等业务，已形成以橱衣为核心的多品类布局。展望未来，我们认为与过去公司以衣柜&大宗为主要增长点不同的是，经过最近几年在品类和渠道布局的充足准备，未来零售渠道仍有较大发展空间：1) 经销渠道开店仍有空间，目前公司单品类门店数量不到 2000 家，截至 2021 年 9 月底，公司在全国拥有橱柜、衣柜、木门、IK 经销门店分别为 1717 家、1597 家、322 家、58 家，门店总数合计 3728 家。此外，随着多品类融合以及配套品业务推进，预计未来橱衣单店提货额仍有望实现稳定提升；2) 整装渠道方面，橱柜企业具备先发优势，公司通过与全国性大型装企战略联盟、支持推动加盟商与地区性装企合作，打造新的渠道增长点。

◆**盈利预测与投资评级：**公司重研发重分享，自 2012 年开始对中层骨干、高级管理人员以及核心技术人员实施了多次股权激励，2019 年末 2020 年初上市后的两期股权激励也相继成功实施，绑定核心团队利益激发内部活力。2020 年研发费用率 5.88%，研发人员占总人数比例 17.7%，大量研发投入提升综合竞争力。基于公司目前品类、渠道以及产能布局日趋完善，多点发力仍有空间，持续看好未来增长路径。近年分红比例持续 40%以上，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 5.06 亿元、5.97 亿元、6.92 亿元，同比分别增长 27.9%、18.1%、16%，目前股价对应 2022 年 PE 为 13.6x，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**地产销售持续下滑风险、原材料价格大幅上涨风险。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,962	3,840	5,141	6,144	7,170
增长率 YoY %	21.7%	29.7%	33.9%	19.5%	16.7%
归属母公司净利润 (百万元)	329	395	506	597	692
增长率 YoY%	20.7%	20.0%	27.9%	18.1%	16.0%
毛利率%	38.5%	38.1%	36.9%	36.3%	35.8%
净资产收益率ROE%	17.1%	17.7%	19.1%	19.6%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.49	1.78	1.62	1.91	2.22
市盈率 P/E(倍)	15.61	19.44	16.12	13.65	11.77
市净率 P/B(倍)	2.70	3.46	3.07	2.68	2.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 03 月 11 日收盘价

目 录

一、定制行业空间广阔，市场格局仍较分散	5
二、品类渠道布局逐步完善，支撑未来成长	6
2.1 过去衣柜&工程渠道是增长主驱动	7
2.2 未来深耕经销渠道、整装加快布局	8
三、盈利预测与投资评级	9
四、风险因素	11

表 目 录

表 1：预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿	5
表 2：收入预测简表	9
表 3：利润预测简表	10
表 4：可比公司 2022 年平均 PE 约 17 倍	10

图 目 录

图 1：志邦家居近年市场份额加速提升	6
图 2：定制行业格局仍较分散-2020	6
图 3：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 28%	6
图 4：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 25%	6
图 5：分季度收入表现	7
图 6：分季度利润表现	7
图 7：近年公司衣柜业务快速发展	7
图 8：21 年前三季度衣柜收入占比达 36%	7
图 9：工程渠道毛利率自 2018 年明显提升	8
图 10：21 年前三季度工程渠道收入占比 28%	8
图 11：单品类门店数量尚未超过 2000 家	8
图 12：公司衣柜单店提货额仍有较大提升空间	8

一、定制行业空间广阔，市场格局仍较分散

预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿元，对应整体渗透率约 42%。回顾定制行业过往发展，一方面，受益于早年的房地产后周期、人口中年化再来二次置业、家装个性化、空间利用最大化需求兴起等，使我国家居行业尤其是定制行业也迎来了新一轮增长需求；另一方面，定制模式的出现，全屋定制让家装变得更加便捷高效，在住房定制化需求增加让家具购买的频率更高。因此，也进一步带动了当年定制渗透率提升和行业规模扩容。

我们根据过去定制渗透率提升速度以及地产销售数据测算，2021 年我国定制橱柜、衣柜渗透率分别约 61%、45%，考虑到除衣柜外的其他全屋柜类渗透率相对略低估计在 28% 左右。以 2021 年约 2307 亿元国内定制市场规模测算，估计目前定制整体渗透率约 42% 左右。假设 2021~2025 年定制橱柜、衣柜年均 RPI 升幅均为 2%，假设 2022~2025 年定制橱柜、衣柜渗透率年均提升 1pct、其他柜类定制渗透率年均提升 4pct，测算得到 2025 年国内定制家具市场规模约 2925 亿元。

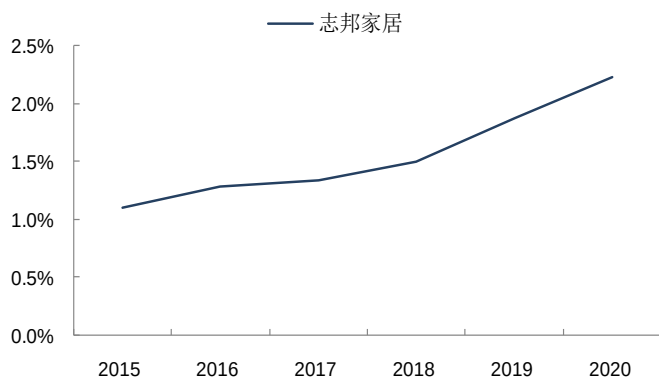
表 1：预计 2022 年定制行业规模接近 2500 亿

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅销售套数（万套）	1383	1403	1447	1463	1400	1372	1345	1318
同比	3%	1%	3%	1%	-4%	-2%	-2%	-2%
存量房套数（万套）	28472	29855	31258	32705	34169	35569	36942	38287
存量房翻新率	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
存量房翻新套数（万套）	550	588	628	664	700	736	772	808
住宅销售数量合计（万套）	1932	1992	2076	2127	2101	2109	2117	2126
同比	4%	3%	4%	2%	-1%	0%	0%	0%
定制橱柜								
平均每户购置橱柜数（套）	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
橱柜市场规模（万套）	1932	1992	2076	2127	2101	2109	2117	2126
定制橱柜渗透率	60%	60%	60%	61%	61%	62%	62%	63%
定制橱柜单价（万元/套）	0.70	0.69	0.67	0.68	0.70	0.71	0.73	0.74
定制橱柜市场规模（亿元）	807	822	835	880	893	922	952	983
同比	3%	2%	1%	5%	2%	3%	3%	3%
定制衣柜								
平均每户购置衣柜数（个）	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
衣柜市场规模（万个）	3864	3983	4152	4255	4202	4217	4234	4252
定制衣柜渗透率	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%	49%
定制衣柜单价（万元/个）	0.42	0.42	0.41	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47
定制衣柜市场规模（亿元）	682	719	749	824	849	888	929	971
同比	5%	6%	4%	10%	3%	5%	5%	5%
其他定制柜类								
平均每户购置其他柜类数（个）	2.00	2.50	2.50	3.00	3.50	3.70	3.90	4.10
定制柜类单价（万元/个）	0.20	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22	0.23
其他定制家居渗透率	17%	22%	22%	28%	34%	38%	42%	46%
其他定制家居市场规模	325	428	457	603	725	801	883	971
同比	33%	32%	7%	32%	20%	11%	10%	10%
定制家居市场规模合计（亿元）	1814	1970	2040	2307	2467	2611	2764	2925
同比	8.2%	8.6%	3.6%	13.1%	6.9%	5.9%	5.8%	5.8%

资料来源：智研咨询，中国产业信息网，Wind，信达证券研发中心

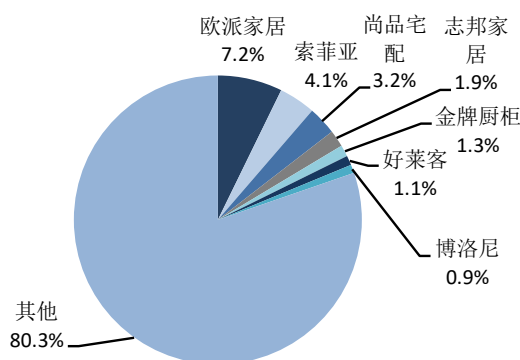
志邦家居近年市场份额加快提升，但行业格局仍较分散。从志邦过去几年发展情况来看，公司占定制家居行业市占率从 2015 年的 1.1% 提升至 2021 年的 2.2%（以 2021 年公司业绩快报 51.53 亿元营收规模测算）。2018 年以来，在定制家居行业整体增速放缓的背景下，公司通过自身业务扩张带动市场份额加快提升。但整体来看，目前定制行业市场格局仍较分散，以欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、博洛尼为代表的 CR7 整体市场份额仅约 20%，未来仍有较大提升空间。

图 1：志邦家居近年市场份额加速提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：定制行业格局仍较分散-2020

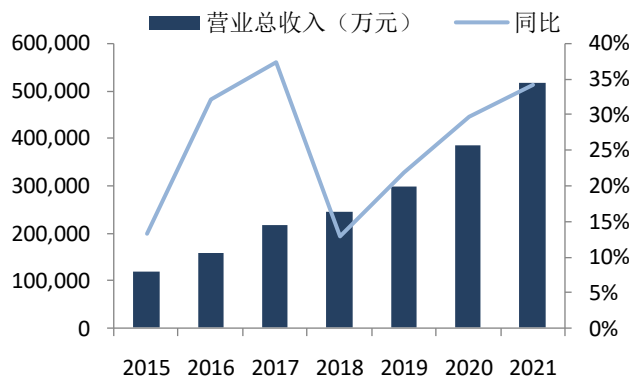


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、品类渠道布局逐步完善，支撑未来成长

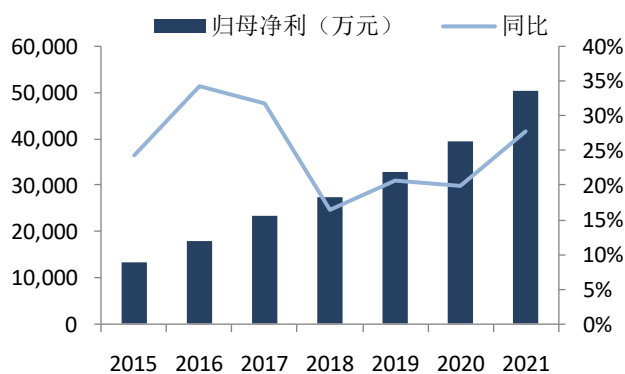
2021 年稳健收官，过去六年营业收入、归母净利 CAGR 分别为 27.7%、25%。公司发布业绩快报，2021 年实现营业收入为 51.53 亿元，同比增长 34.17%；净利润 5.06 亿元，同比增长 27.84%，主要因厨柜收入增长保持稳定，衣柜收入高速增长。21 年下半年在业绩高基数背景下，公司单季营收仍实现较快增长，Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别增长 109%/36%/23%/25%，利润受业务结构变化以及原材料波动影响季度增速有所波动，Q1/Q2/Q3/Q4 净利分别增长 213%/6%/1%/4%。回顾过去六年业绩表现，2015-2021 年公司整体实现较快增长，营业收入、归母净利 CAGR 分别为 27.7%、25%。

图 3：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 28%

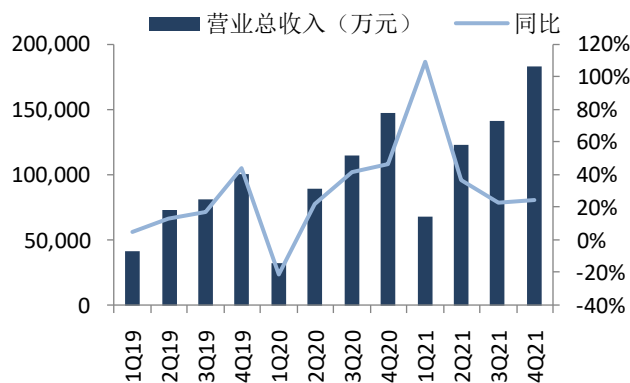


资料来源：Wind，信达证券研发中心

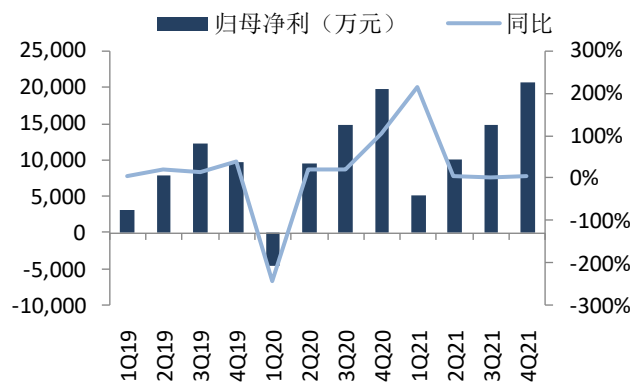
图 4：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 25%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：分季度收入表现


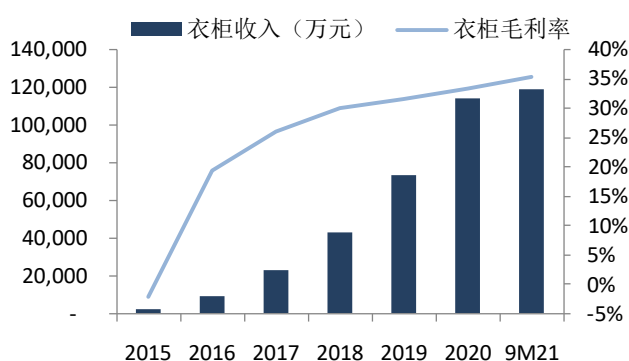
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：分季度利润表现


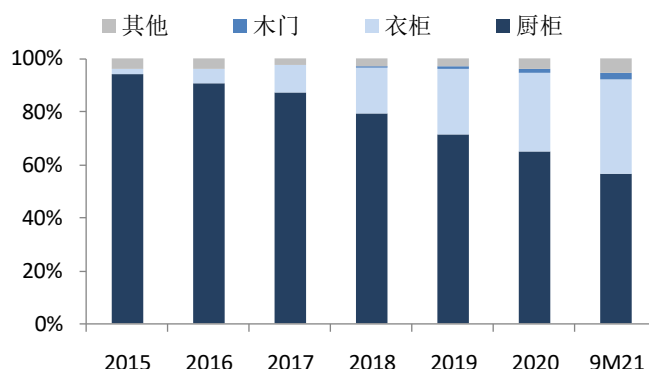
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 过去衣柜&工程渠道是增长主驱动

橱柜深耕多年，2015 年开始发力衣柜业务，效果显著。公司自 2015 年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务增速显著，成为新的业绩贡献增长点。2015-2020 年公司衣柜业务收入 CAGR 为 119%，衣柜收入占比从 2015 年的 2% 提升至 9M21 的 36%，是公司过去几年强劲增长驱动。随着衣柜业务规模扩张，规模效应逐步显现，衣柜业务毛利率至 2021 年前三季度提升至 35%。

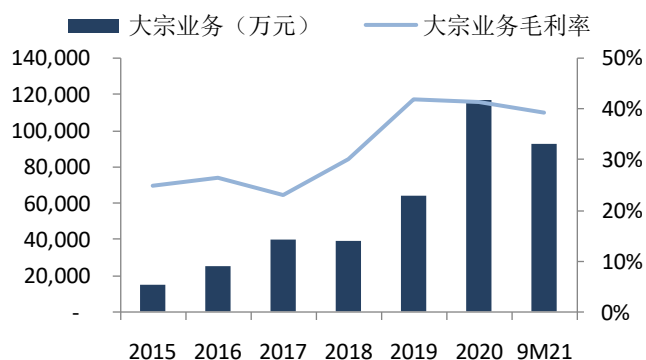
图 7：近年公司衣柜业务快速发展


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

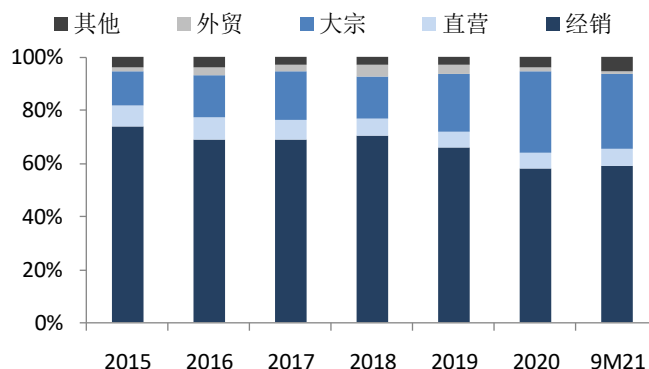
图 8：21 年前三季度衣柜收入占比达 36%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

工程渠道积极优化调整，2021 年前三季度营收占比有所回落。公司自 2010 年全面布局大宗工程业务，形成成熟的业务模式和丰富的实战经验，业务能力行业领先。过去公司针对大宗业务单一客户占总收入比例较高的现象，主动积极调整客户结构，整体思路已经转化为优质客户+控制风险，经历了 2018 年短暂调整后公司工程业务重拾快速发展通道。工程渠道毛利率从 2017 年的 23% 提升至 2020 年的 41.5%。2021 年以来，面对地产环境快速变化，公司通过制定工程客户和产品标准，建立风险管理体系等识别并规避工程业务风险，并将多模式并举推动业务持续发展。2021 年前三季度，公司工程渠道收入占比 28%，较 2020 年底的 31% 有所回落，21 年前三季度工程渠道毛利率仍维持在 39.3% 的较好水平。

图 9：工程渠道毛利率自 2018 年明显提升


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

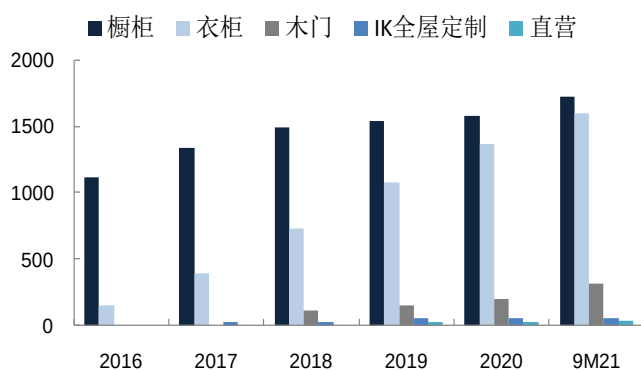
图 10：21 年前三季度工程渠道收入占比 28%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

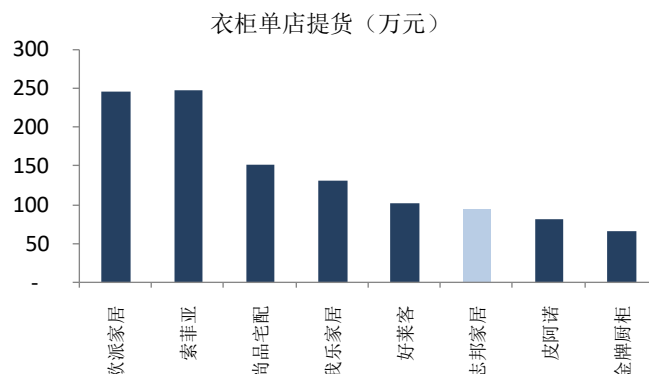
2.2 未来深耕经销渠道、整装加快布局

经销渠道门店扩张、单店提货仍有较大发展空间。公司注重全品类扩张，进一步强化厨柜业务下沉市场的店面布局，完善衣柜业务空白市场的全国布局。截至 2021 年 9 月底，公司在全国拥有橱柜、衣柜、木门、IK 经销门店分别为 1717 家、1597 家、322 家、58 家，拥有直营门店 34 店，门店总数合计 3728 家，单一品类门店数量均不超过 2000 家，未来仍有较大开店空间。

2021 年公司拓展日本松下、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，扩充了多种成品家具，并新增软装墙布、卫浴空间产品，满足用户一站式消费需求。实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发，定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。公司开放多品类共享多渠道资源，丰富全屋定制家居品类，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现。近年来，公司衣柜店效呈持续提升态势，至 2020 年公司衣柜单店提货额约 93 万元，较 2019 年同比提升 15%，但较头部企业仍有一定差距，预计未来公司通过多品类融合推进将带动店效稳步提升。

图 11：单品类门店数量尚未超过 2000 家


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 12：公司衣柜单店提货额仍有较大提升空间


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

整装渠道布局，橱柜企业先发优势明显。近年来顺应消费者对整装需求趋势，公司重组了整装渠道团队，重构整装产品体系。标准展厅建立，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基础。为适应年轻一代消费人群的刚需变化，加强对整装渠道的

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

客户分析研究，针对性开发符合装企套系风格的套系化产品，以“志邦”和“IK”双品牌运营；通过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来推动加盟商与地区性装企的合作。

三、盈利预测与投资评级

主要收入预测假设：1) 假设 2021-2023 年橱柜开店约 100~150 家、衣柜开店 200~290 家；2) 考虑到配套品业务以及零售整装渠道逐步起量，假设 2021-2023 年橱柜零售单店提货分别提升 3.5%、2%、2%，衣柜单店提货分别提升 20%、15%、15%；3) 假设 2021-2023 年工程渠道收入分别同比增长 40%、10%、5%。

综合以上考虑，我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 51.4 亿元、61.4 亿元、71.7 亿元，同比分别增长 33.9%、19.5%、16.7%。

表 2：收入预测简表

万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计收入	243,299	296,214	384,044	514,101	614,354	716,969
yoy	12.8%	21.7%	29.7%	33.9%	19.5%	16.7%
橱柜	192,818	211,711	249,860	313,162	344,089	365,979
yoy	2.8%	9.8%	18.0%	25.3%	9.9%	6.4%
橱柜零售收入	142,340	136,939	127,745	140,335	153,979	165,902
yoy	0.2%	-3.8%	-6.7%	9.9%	9.7%	7.7%
门店数量	1,487	1,535	1,576	1,726	1,826	1,926
新开店	152	48	41	150	100	100
单店收入	101	91	82	85	87	88
yoy	-13.1%	-10.2%	-9.4%	3.5%	2.0%	2.0%
衣柜	43,000	73,444	114,087	169,281	226,239	289,807
yoy	91.4%	70.8%	55.3%	48.4%	33.6%	28.1%
门店数量	726	1078	1366	1656	1856	2056
新开店	331	352	288	290	200	200
单店收入	77	81	93	112	129	148
yoy	-6.5%	6.1%	14.7%	20%	15%	15%
木门	779	2,763	4,337	8,018	14,788	24,010
yoy		254.9%	57.0%	84.8%	84.4%	62.4%
大宗业务	39,075	63,947	117,453	164,434	180,878	189,922
yoy	-1.1%	63.7%	83.7%	40.0%	10.0%	5.0%
出口	11,403	10,826	4,663	8,393	9,232	10,155
yoy	86.9%	-5.1%	-56.9%	80.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率和费用率假设：1) 假设 2021-2023 年橱柜毛利率分别为 40%、39.5%、39%，衣柜毛利率分别为 35%、35%、35%，木门毛利率分别为 11%、15%、20%。2) 假设 2021-2023 年销售费用率、管理费用率基本稳定，研发费用率分别为 5.6%、5.5%、5.2%。3) 假设 2021-2023 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。

综合以上考虑，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 5.06 亿元、5.97 亿元、6.92 亿元，同比分别增长 27.9%、18.1%、16%，2022-2023 对应综合净利率均为 9.7%。

表 3：利润预测简表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
综合毛利率	36.0%	38.5%	38.1%	36.9%	36.3%	35.8%
橱柜	38.3%	42.4%	41.8%	40.0%	39.5%	39.0%
衣柜	30.0%	31.6%	33.4%	35.0%	35.0%	35.0%
木门	-56.6%	-3.6%	16.0%	11.0%	15.0%	20.0%
其他	17.1%	14.3%	18.2%	18.2%	20.0%	20.0%
期间费用率						
销售费用	334	463	574	768	917	1,071
%销售收入	13.7%	15.6%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
管理费用	141	168	206	275	329	384
%销售收入	5.8%	5.7%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用	92	134	226	298	338	373
%销售收入	3.8%	4.5%	5.9%	5.8%	5.5%	5.2%
财务费用	-17	-8	3	-6	-14	-27
%销售收入	-0.7%	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
营业利润	322	385	436	554	653	757
yoy	15.0%	19.6%	13.3%	27.0%	17.9%	15.8%
归属于母公司的净利润	273	329	395	506	597	692
yoy	16.5%	20.7%	20.0%	27.9%	18.1%	16.0%
净利率	11.2%	11.1%	10.3%	9.8%	9.7%	9.7%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

重研发重分享，多品类多渠道扩张仍有空间，首次覆盖给予“买入”评级。公司自 2012 年开始对中层骨干、高级管理人员以及核心技术人员实施了多次股权激励，2019 年末 2020 年初，上市后的两期股权激励也相继成功实施，涉及 215 人，绑定核心团队利益激发内部活力。2020 年研发费用率 5.88%，研发人员占总人数比例 17.7%，通过大量研发投入，公司以客户需求为出发点，实现客户价值为最终目标，提升综合竞争力。

基于公司目前品类、渠道以及产能布局日趋完善，多点发力仍有空间，持续看好未来增长路径。近年分红比例持续 40%以上，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 5.06 亿元、5.97 亿元、6.92 亿元，同比分别增长 27.9%、18.1%、16%，目前股价对应 2022 年 PE 为 13.6x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 2022 年平均 PE 约 17 倍

公司名称	股价	— 归母净利 (亿元) —			— PE (x) —			PB	ROE	市值
	2022/3/11	2021E	2022E	2023E	21PE	22PE	23PE	(MRQ)	(%)	(亿元)
欧派家居	123.49	27.5	33.2	39.6	27.4	22.7	19.0	5.4	16.41	752.2
尚品宅配	33.05	1.7	2.6	3.3	38.2	25.3	19.6	1.8	2.45	65.7
索菲亚	19.71	5.2	14.6	17.5	34.5	12.3	10.3	2.8	13.61	179.8
金牌厨柜	32.64	3.4	4.2	5.2	14.8	12.0	9.6	2.1	7.83	50.4
江山欧派	64.18	3.3	4.8	6.1	20.2	14.1	11.0	3.7	16.51	67.4

顾家家居	64.66	16.9	21.1	26.0	24.2	19.3	15.7	5.1	16.73	408.8
曲美家居	12.56	2.9	4.9	6.5	25.3	14.8	11.3	3.5	8.55	72.9
喜临门	30.60	5.5	7.1	9.2	21.6	16.6	12.8	3.9	12.51	118.5
梦百合	12.85	-2.2	5.0	7.7	-27.8	12.5	8.1	2.0	-5.36	62.5
平均					16.6	13.1	3.4	9.9		

资料来源: Wind 一致预期, 信达证券研发中心

四、风险因素

地产销售下滑风险: 家居板块消费受地产销售影响, 若地产销售大幅下滑, 家居板块企业收入及利润均将受到较大影响, 提示地产销售大幅下滑的风险。

原材料成本大幅上涨风险: 原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大, 若出现原材料价格大幅上涨的情况, 企业盈利能力将受到较大影响, 提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,798	2,490	3,361	4,115	5,122
货币资金	527	825	821	1,148	1,717
应收票据	120	207	282	337	393
应收账款	338	117	272	327	383
预付账款	45	65	146	176	207
存货	215	329	533	643	757
其他	552	947	1,307	1,484	1,666
非流动资产	1,298	1,639	1,844	1,774	1,699
长期股权投资	34	39	39	39	39
固定资产(合计)	706	1,191	1,161	1,116	1,059
无形资产	136	136	136	136	136
其他	422	273	509	483	466
资产总计	3,095	4,128	5,205	5,889	6,821
流动负债	1,116	1,814	2,467	2,756	3,230
短期借款	11	108	169	0	0
应付票据	133	243	332	400	471
应付账款	314	405	553	666	785
其他	659	1,057	1,414	1,689	1,974
非流动负债	50	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他	50	86	86	86	86
负债合计	1,166	1,900	2,553	2,842	3,316
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,929	2,228	2,652	3,047	3,505
负债和股东权益	3,095	4,128	5,205	5,889	6,821

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,962	3,840	5,141	6,144	7,170
同比(%)	21.7%	29.7%	33.9%	19.5%	16.7%
归属母公司净利润	329	395	506	597	692
同比(%)	20.7%	20.0%	27.9%	18.1%	16.0%
毛利率(%)	38.5%	38.1%	36.9%	36.3%	35.8%
ROE%	17.1%	17.7%	19.1%	19.6%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.49	1.78	1.62	1.91	2.22
P/E	15.61	19.44	16.12	13.65	11.77
P/B	2.70	3.46	3.07	2.68	2.33
EV/EBITDA	10.18	12.93	11.96	9.80	8.04

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,962	3,840	5,141	6,144	7,170
营业成本	1,821	2,378	3,244	3,912	4,606
营业税金及附加	29	33	44	52	61
销售费用	463	574	768	917	1,071
管理费用	168	206	275	329	384
研发费用	134	226	298	338	373
财务费用	-8	3	-6	-14	-27
减值损失合计	-5	-21	0	0	0
投资净收益	13	15	1	1	1
其他	20	21	35	44	52
营业利润	385	436	554	653	757
营业外收支	-4	-7	-5	-5	-5
利润总额	381	429	549	648	752
所得税	51	34	43	51	59
净利润	329	395	506	597	692
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	395	506	597	692
EBITDA	460	541	627	715	800
EPS(当年)(元)	1.49	1.78	1.62	1.91	2.22

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	344	649	346	756	854
净利润	329	395	506	597	692
折旧摊销	90	112	115	120	125
财务费用	0	11	10	6	0
投资损失	-13	-15	-1	-1	-1
营运资金变动	-92	128	-292	20	25
其它	31	18	9	13	13
投资活动现金流	-248	-484	-319	-52	-51
资本支出	-333	-391	-253	-53	-53
长期投资	67	-51	-10	0	0
其他	18	-42	-56	1	1
筹资活动现金流	-250	-16	-31	-376	-234
吸收投资	0	0	89	0	0
借款	16	370	60	-169	0
支付利息或股息	-137	-156	-181	-208	-234
现金流净增加额	-153	145	-4	327	568

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。