

## 家居

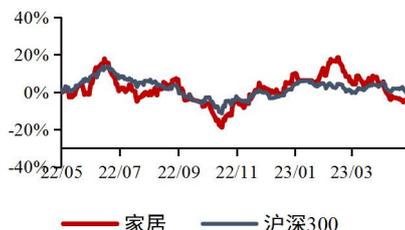
## 家居 22A&amp;23Q1 业绩综述

## 家居行业需求复苏在即，盈利能力修复可期

2023年5月14日

行业研究/行业分析

## 家居板块近一年市场表现



来源：最闻

## 相关报告：

【山证家居】短期关注大宗修复，长期零售能力突围-2023年家居行业年度策略 2023.1.15

【山证家居】日本家居六十年，宜得利如何脱颖而出-【山证轻纺】家居行业专题报告 2022.12.18

## 分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

## 研究助理：

孙萌

邮箱：sunmeng@sxzq.com

## 投资要点：

➢ **2023年以来家居用品板块走势先扬后抑，板块当前估值处于近三年底部。**2023年至今（截至5月12日），SW定制家具、SW成品家居板块分别累计下跌3.0%、6.5%，分别跑输沪深300指数4.7、8.2pct，逐月来看，受益于年初新房及二手房销售高频数据表现亮眼，板块估值修复行情持续演绎，家居板块在今年1-2月表现较好，前两月累计涨幅分别达到20.6%、15.5%，3月开始板块持续回调，主要受到市场对1季报预期悲观影响，以及4月开始新房及二手房销售数据增速环比回落影响。估值方面，截至5月12日，SW家居用品PE-TTM为24.36倍，较2023年初的28.52倍小幅下滑，处于近三年估值水平的底部位置，投资价值显现。

➢ **定制家具：2022年盈利能力小幅提升，23Q1行业经营触底：**营收方面，22A，定制家具行业实现营业收入549.73亿元，同比基本持平，2022年，行业外部环境压力较大，但定制家具企业经营仍然具备亮点，1）整装渠道收入高速增长；2）家居品类融合带动客单价继续提升；3）第二梯队家居企业保持门店快速扩张。23Q1实现营收85.80亿元，同比下降13.4%，主因国内疫情影响前端门店接单。各公司表现分化，2022年实现营收增长的公司为欧派家居（+10.0%）、索菲亚（+7.8%）、志邦家居（+4.6%）、金牌厨柜（+3.1%），9家定制家具企业营收占家具制造业收入比重为7.2%，同比提升0.34pct。业绩方面，22A，行业毛利率为33.2%，同比小幅提升0.2pct，主因原材料价格22H2开始回落、部分企业对产品进行提价传导部分原材料上涨压力，但产能利用率下滑与配套品占比提升，对毛利率有负向拖累，23Q1毛利率为30.4%，同比小幅下滑0.2pct。22A，行业归母净利润为53.6亿元，同比增长90.8%，归母净利率为9.8%，同比提升4.6pct，主因上年同期家居企业计提减值损失较高，2021年行业归母净利润基数较低。23Q1，行业归母净利润为2.65亿元/-37.7%，归母净利率为3.1%/-1.2pct。

➢ **软体家居：2022年逆势拓店，内外销毛利率均有提升：**营收方面，22A，软体家居行业实现营业收入396.79亿元，同比下降2.6%，拆分内外销看，内销实现营收236.05亿元/-4.4%，外销实现营收150.73亿元/+1.1%，内销多次受到国内疫情扰动，压力大于外销。23Q1，软体家居行业实现营收80.8亿元，同比下降13.5%。业绩方面，22A行业毛利率为33.5%，同比提升1.5pct，四家软体家居企业毛利率均实现同比提升，主因原材料压力缓解、企业提价落地、降本增效工作推进、海运及汇率因素正面贡献。23Q1，毛利率为34.9%，同比提升2.5pct。22A，行业归母净利润为28.0亿元，同比增长6.3%，归母净利率为7.1%，同比提升0.6pct。23Q1，行业归母净利润为5.80亿元/-11.1%，归母净利率为7.2%/+0.2pct。



➤ **投资建议：**家居外销方面，2022年以来，美国成屋及新建住房当月销售同比持续下滑，趋势延续至今年3月，2023年3月，美国成屋销售同比下滑22.0%，新建住房销售同比下滑3.4%，美国家具和家用装饰店销售额当月同比下降2.36%。2022年，我国家具及其零件出口696.80亿美元，同比下降5.62%，23Q1家具及其零件出口155.89亿美元，同比下降7.13%，3月当月同比增长13.68%，4月当月同比下滑0.01%。我国软体家居企业外销业务2022年呈现前高后低趋势，盈利能力在海运和汇率因素改善情况下，同比实现提升。我们认为当前家具外销业务恢复仍存不确定性，但美国家具批发商库存自2022年12月以来呈现下降趋势，库存虽整体仍处于高位，但边际改善态势呈现，外销业务至暗时刻已过，盈利能力修复有望延续。

家居内销方面，2022年，我国家具类社零/建材家居卖场销售额同比分别下降7.5%/1.4%，23Q1同比增长4.6%/10.3%，家居终端零售恢复正增长，行业复苏态势显现，从家居主要需求来源看，新房竣工及二手房成交在今年以来均显著回暖，住宅竣工方面，23Q1累计同比增长16.8%，较2021年同期增长3.7%，恢复至2019年同期的110.4%。二手房成交方面，根据克而瑞，15个重点城市23Q1二手房累计成交2113万平方米，同比增长66%，二手房市场企稳回升，为后续家居需求提供支撑。竞争格局方面，2022年，家具制造业/定制家具行业/软体家居行业收入同比增速分别为-8.1%、-0.01%、-2.6%，上市公司营收增速领先，且头部企业增速更高，目前行业亏损比例达35%左右，中小企业加速退出，头部企业市场集中度提升空间广阔。

目前，家居行业需求复苏迹象显现且有望持续，同时，家居用品板块PE估值水平处于近三年低位，投资价值显现。建议关注定制家具企业**欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜**，软体家居标的**顾家家居、慕思股份、喜临门**，以及智能家居标的好太太、箭牌家居。

➤ **风险提示：**房地产市场恢复不及预期；行业竞争加剧影响企业盈利能力；海外市场需求恢复不及预期；原材料价格大幅波动。

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 1.23Q1 家居板块走势先扬后抑，板块估值处于近三年底部.....     | 6  |
| 2.家居内需呈现改善趋势，外需仍存压力.....               | 7  |
| 3.定制家具：2022 年盈利能力小幅提升，23Q1 行业经营触底..... | 9  |
| 4.软体家居：2022 年逆势拓店，内外销毛利率均有提升.....      | 15 |
| 5.投资建议.....                            | 20 |
| 6.风险提示.....                            | 21 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1：家居用品板块 2023 年以来单月涨跌幅.....            | 6 |
| 图 2：家居用品板块 2023 年以来累计涨跌幅（截至 5.12）.....   | 6 |
| 图 3：SW 家居用品板块估值（截至 2023 年 5 月 12 日）..... | 6 |
| 图 4：家具类当月社零及同比增速.....                    | 7 |
| 图 5：家具类累计社零及同比增速.....                    | 7 |
| 图 6：当月住宅竣工面积（万平方米）及当月同比.....             | 8 |
| 图 7：重点城市二手房成交面积同比增速.....                 | 8 |
| 图 8：我国家具制造业营收及同比增速.....                  | 8 |
| 图 9：我国家具制造业亏损比例持续上升.....                 | 8 |
| 图 10：美国成屋及新建住房销售（万套）.....                | 9 |
| 图 11：美国家具家用装饰店销售额（百万美元）及同比增速.....        | 9 |
| 图 12：我国家具及其零件出口额（亿美元）及同比增速.....          | 9 |
| 图 13：美国批发商家具库存（百万美元）及库销比.....            | 9 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 14: 定制家具行业营收及同比增速.....      | 10 |
| 图 15: 定制家具行业季度营收及同比增速.....    | 10 |
| 图 16: 定制家具企业大宗业务营收同比增速.....   | 12 |
| 图 17: 定制家具企业大宗业务占总收入比重.....   | 12 |
| 图 18: 定制家具行业毛利率和净利率.....      | 12 |
| 图 19: 定制家具行业季度毛利率和净利率.....    | 12 |
| 图 20: 定制家具行业期间费用率.....        | 13 |
| 图 21: 定制家具行业季度期间费用率.....      | 13 |
| 图 22: 定制家具行业归母净利润及同比增速.....   | 14 |
| 图 23: 定制家具行业季度归母净利润及同比增速..... | 14 |
| 图 24: 定制家具行业经营活动现金流情况.....    | 15 |
| 图 25: 定制家具行业营运情况.....         | 15 |
| 图 26: 软体家居行业营收及同比增速.....      | 16 |
| 图 27: 软体家居行业季度营收及同比增速.....    | 16 |
| 图 28: 软体家居企业线上营收规模（亿元）.....   | 17 |
| 图 29: 软体家居企业线上业务毛利率.....      | 17 |
| 图 30: 软体家居行业毛利率和净利率.....      | 17 |
| 图 31: 软体家居行业季度毛利率和净利率.....    | 17 |
| 图 32: 软体家居行业期间费用率.....        | 18 |
| 图 33: 软体家居行业季度期间费用率.....      | 18 |
| 图 34: 软体家居企业汇兑损益（百万元）.....    | 18 |
| 图 35: 美元兑人民币汇率.....           | 18 |
| 图 36: 软体家居行业归母净利润及同比增速.....   | 19 |

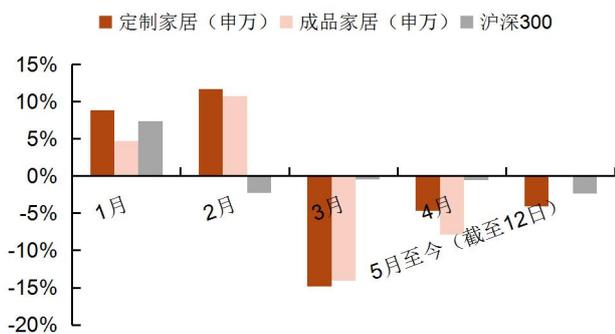


|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 37: 软体家居行业季度归母净利润及同比增速.....    | 19 |
| 图 38: 软体家居行业经营活动现金流情况.....       | 20 |
| 图 39: 软体家居行业营运情况.....            | 20 |
| 表 1: 定制家具企业营收（亿元）及同比增速.....      | 10 |
| 表 2: 定制家具企业历年厨衣木业务营业收入及同比增速..... | 11 |
| 表 3: 家居企业门店数量.....               | 11 |
| 表 4: 定制家具企业毛利率.....              | 13 |
| 表 5: 定制家具企业归母净利润（亿元）及同比增速.....   | 14 |
| 表 6: 各软体家居企业内外销收入（亿元）及同比增速.....  | 16 |
| 表 7: 各软体家居企业毛利率.....             | 17 |
| 表 8: 软体家居企业归母净利润及（亿元）同比增速.....   | 19 |
| 表 9: 家居行业相关标的.....               | 21 |

## 1.23Q1 家居板块走势先扬后抑，板块估值处于近三年底部

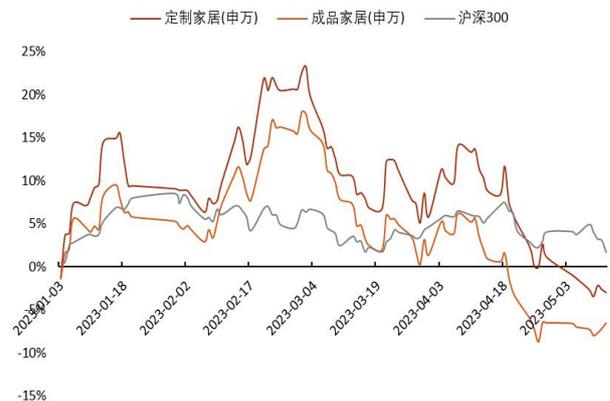
2023 年以来家居用品板块走势先扬后抑，板块当前估值处于近三年底部。2023 年至今（截至 5 月 12 日），SW 定制家具、SW 成品家居板块分别累计下跌 3.0%、6.5%，分别跑输沪深 300 指数 4.7、8.2pct，逐月来看，受益于年初新房及二手房销售高频数据表现亮眼，板块估值修复行情持续演绎，家居板块在今年 1-2 月表现较好，前两月累计涨幅分别达到 20.6%、15.5%，3 月开始板块持续回调，主要受到市场对 1 季报预期悲观影响，以及 4 月开始新房及二手房销售数据增速环比回落影响。估值方面，截至 5 月 12 日，SW 家居用品 PE-TTM 为 24.36 倍，较 2023 年初的 28.52 倍小幅下滑，处于近三年估值水平的底部位置，投资价值显现。

图 1：家居用品板块 2023 年以来单月涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：家居用品板块 2023 年以来累计涨跌幅（截至 5.12）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：SW 家居用品板块估值（截至 2023 年 5 月 12 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.家居内需呈现改善趋势，外需仍存压力

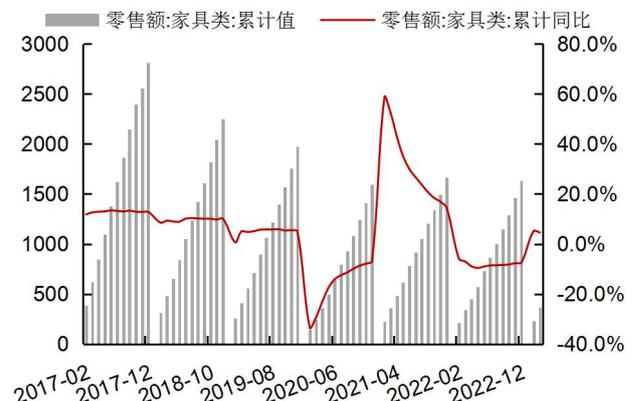
2023年以来家具社零增速由负转正，住宅竣工及二手房成交均企稳回升。内需方面，2022年，我国家具类社零实现1635亿元，同比下降7.5%，23Q1，我国家具类社零实现364亿元，同比增长4.6%，较2021年同期增长1.2%，恢复至2019年同期的87.9%，23年1-2月、3月家具类社零同比分别增长5.2%、3.5%，结束自2021年12月以来连续12个月的下滑局面。从家居主要需求来源看，住宅竣工方面，23年1-2月、3月，我国住宅竣工面积同比分别增长9.7%、35.4%，23Q1累计同比增长16.8%，较2021年同期增长3.7%，恢复至2019年同期的110.4%。二手房成交方面，根据克而瑞，15个重点城市23Q1二手房累计成交2113万平方米，同比增长66%，其中1月由于春节假期原因表现较弱，2月多城二手房成交激增，3月增幅略有回落，但整体二手房市场企稳回升走势延续。

疫情期间积压的家装需求释放，行业315及五一大促客流升温。根据国家统计局，2022年我国建材家居卖场销售额实现11611亿元，同比下降1.4%，23Q1实现3207亿元，同比增长10.30%，1-3月当月同比增长分别为-21.1%、34.5%、20.4%，家居卖场消费明显回暖。根据红星美凯龙全国统计数据显示，“315FUN肆嗨购节”期间，客流同比增长15.8%，消费人数同比增长23%，客总价同比增长6%，销售金额同比去年实现稳中有涨；五一大促期间（截至5月7日），红星美凯龙全国商场迎来汹涌客流，全国商场销售金额同比增长11%，此外，消费人数、订单数、客总价、客单价等维度数据均实现同比增长。红星美凯龙家居集团执行总裁兼大营运中心总经理朱家桂表示，整个家居市场消费活力正在加速释放，虽然整体销售转化率略低于预期，但五一增长的客流也为后续发力增长提供了很大的想象空间，有望推动家居消费在618期间加速释放。

图4：家具类当月社零及同比增速

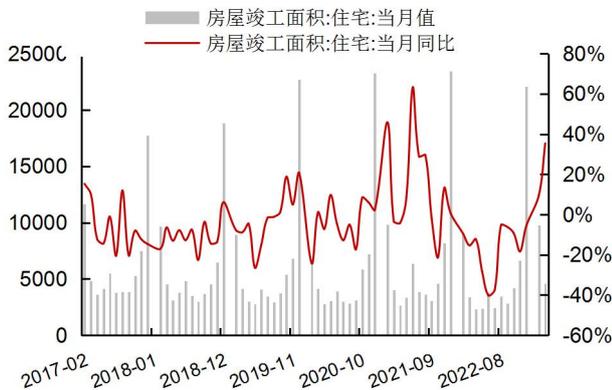


图5：家具类累计社零及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：当月住宅竣工面积（万平方米）及当月同比



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

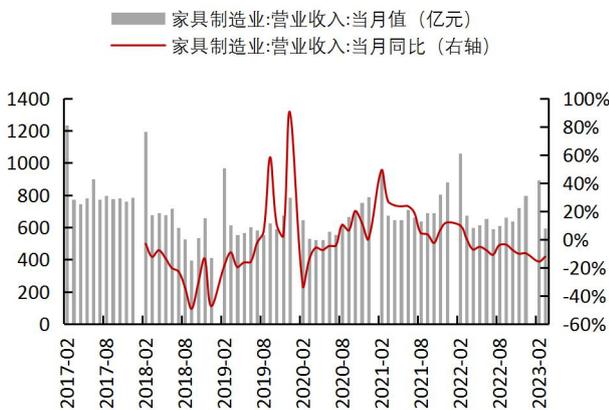
图 7：重点城市二手房成交面积同比增速



资料来源：克而瑞，山西证券研究所

**23Q1 我国家具制造业营收端短暂承压，亏损比例显著扩大。**供给端，2022 年，我国家具制造业累计实现营业收入 7624.10 亿元，同比下降 8.1%，23Q1 实现营收 1485.9 亿元，同比下降 13.2%，行业 1 季度营收端持续承压。2017 年以来，我国家具制造业企业总数稳中有升，但亏损比例大幅增加，截至 23Q1 末，我国家具制造业共有 7223 家，亏损比例扩大至 34.7%。

图 8：我国家具制造业营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：我国家具制造业亏损比例持续上升



资料来源：Wind，山西证券研究所

外需方面，2022 年以来，美国成屋及新建住房当月销售同比持续下滑，趋势延续至今年 3 月，2023 年 3 月，美国成屋销售同比下滑 22.0%，新建住房销售同比下滑 3.4%，我国家具和家用装饰店销售额当月同比下降 2.36%。2022 年，我国家具及其零件出口 696.80 亿美元，同比下降 5.62%，23Q1 家具及其零件出口 155.89 亿美元，同比下降 7.13%，3 月当月同比增长 13.68%，4 月当月同比下滑 0.01%。当前家具外销业务恢复仍存不确定性，但美国家具批发商库存自 2022 年 12 月以来呈现下降趋势，库存虽整体仍处于高位，但边际改善态势呈现，外销业务至暗时刻已过。

图 10：美国成屋及新建住房销售（万套）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：美国家具家用装饰店销售额（百万美元）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：我国家具及其零件出口额（亿美元）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：美国批发商家具库存（百万美元）及库销比



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.定制家具：2022 年盈利能力小幅提升，23Q1 行业经营触底

营收增长表现分化，23Q1 行业短暂承压。2022 年，定制家具<sup>1</sup>行业实现营业收入 549.73 亿元，同比小幅下滑 0.01%，分季度看，22Q1-23Q1 营业收入同比分别增长 10.1%、-0.4%、-0.5%、-4.6%、-13.4%，22Q2 以来，行业营收规模持续下滑，23Q1 降幅扩大到双位数以上，主因春节假期影响、前期国内疫情影响门店接单、上年同期基数较高。2022 年行业经营受到疫情以及地产竣工持续下滑、二手房交易疲弱、大宗业务下滑负面影响，但家居企业通过拓展整装/家装渠道、品类融合依旧取得一些经营亮点：

1) 整装渠道快速拓展，整装收入高速增长。2022 年，欧派家居整装收入实现 25.74 亿元，同比增长 37.6%；

<sup>1</sup> 定制家具：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/我乐家居/尚品宅配/皮阿诺/好莱客/顶固集创

索菲亚整装收入超过 11 亿元，实现翻倍以上增长；志邦家居整装渠道营收同比增长近 20%。

2) 橱、衣、木、软体、卫浴等整家品类融合，客单价持续增长。2022 年，索菲亚工厂端客单价为 18498 元，同比增长 28%；欧派衣柜与衣柜配套品分别实现收入 121.4、27.3 亿元，同比增长 19%、30%；志邦家居、金牌厨柜的衣柜产品营收同比分别增长 19.5%、20.1%。

3) 第二梯队家居公司经销店持续扩张，加密市场布局。志邦家居、金牌厨柜门店数量较年初净增 489、599 家至 4231、3729 家。

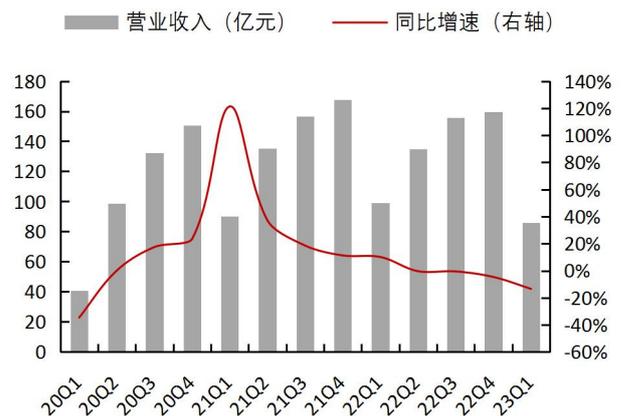
具体到各定制家具企业看，分化持续，2022 年营收实现增长的公司为欧派家居(+10.0%)、索菲亚(+7.8%)、志邦家居(+4.6%)、金牌厨柜(+3.1%)，其中营收规模体量最大的欧派家居和索菲亚在增速方面同样领跑行业，充分展现龙头企业的经营韧性，上述公司营收占家具制造业营收比重为 2.9%、1.5%、0.7%、0.5%，9 家定制家具公司营收占家具制造业营收比重合计为 7.2%，同比提升 0.34pct，行业集中度仍处于提升过程。

图 14：定制家具行业营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 15：定制家具行业季度营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

表 1：定制家具企业营收（亿元）及同比增速

|      | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 23Q1   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 欧派家居 | 11,509 | 13,533 | 14,740 | 20,442 | 22,480 | 3,570  |
| YOY  | 18.5%  | 17.6%  | 8.9%   | 38.7%  | 10.0%  | -13.8% |
| 索菲亚  | 7,311  | 7,686  | 8,353  | 10,407 | 11,223 | 1,805  |
| YOY  | 18.7%  | 5.1%   | 8.7%   | 24.6%  | 7.8%   | -9.7%  |
| 志邦家居 | 2,433  | 2,962  | 3,840  | 5,153  | 5,389  | 806    |
| YOY  | 12.8%  | 21.7%  | 29.7%  | 34.2%  | 4.6%   | 6.2%   |
| 金牌厨柜 | 1,702  | 2,125  | 2,640  | 3,448  | 3,553  | 575    |
| YOY  | 18.0%  | 24.9%  | 24.2%  | 30.6%  | 3.1%   | 1.1%   |
| 好莱客  | 2,133  | 2,225  | 2,183  | 3,371  | 2,823  | 348    |
| YOY  | 14.5%  | 4.3%   | -1.9%  | 54.4%  | -16.3% | -43.5% |
| 我乐家居 | 1,082  | 1,332  | 1,584  | 1,725  | 1,666  | 265    |

|      | 2018  | 2019  | 2020   | 2021  | 2022   | 23Q1   |
|------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| YOY  | 18.3% | 23.1% | 18.9%  | 8.9%  | -3.4%  | -16.9% |
| 顶固集创 | 831   | 930   | 872    | 1,298 | 1,073  | 224    |
| YOY  | 2.9%  | 11.9% | -6.2%  | 48.8% | -17.3% | 22.2%  |
| 皮阿诺  | 1,110 | 1,471 | 1,494  | 1,824 | 1,452  | 179    |
| YOY  | 34.3% | 32.5% | 1.5%   | 22.1% | -20.4% | -24.2% |
| 尚品宅配 | 6,645 | 7,261 | 6,513  | 7,310 | 5,314  | 809    |
| YOY  | 24.8% | 9.3%  | -10.3% | 12.2% | -27.3% | -25.5% |

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：定制家具企业历年厨衣木业务营业收入及同比增速

|      | 2018      | 2019 | 2020 | 2021  | 2022  | 2018   | 2019    | 2020   | 2021   | 2022   |
|------|-----------|------|------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 厨柜业务 | 营业收入（百万元） |      |      |       |       | 同比增速   |         |        |        |        |
| 欧派家居 | 5765      | 6193 | 6061 | 7529  | 7173  | 7.7%   | 7.4%    | -2.1%  | 24.2%  | -4.7%  |
| 志邦家居 | 1928      | 2117 | 2499 | 2934  | 2737  | 2.8%   | 9.8%    | 18.0%  | 17.4%  | -6.7%  |
| 金牌厨柜 | 1536      | 1782 | 2073 | 2480  | 2363  | 10.8%  | 16.0%   | 16.4%  | 19.6%  | -4.7%  |
| 我乐家居 | 588       | 727  | 843  | 752   | 542   | 1.8%   | 23.5%   | 16.1%  | -10.8% | -27.9% |
| 索菲亚  | 709       | 851  | 1211 | 1420  | 1272  | 20.0%  | 20.1%   | 42.3%  | 17.3%  | -10.4% |
| 好莱客  | 25        | 70   | 138  | 210   | 288   |        | 182.6%  | 97.1%  | 52.5%  | 37.2%  |
| 衣柜业务 | 营业收入（百万元） |      |      |       |       | 同比增速   |         |        |        |        |
| 欧派家居 | 4148      | 5167 | 5772 | 10172 | 12139 | 25.9%  | 24.6%   | 11.7%  | 49.5%  | 19.3%  |
| 志邦家居 | 430       | 734  | 1141 | 1760  | 2103  | 91.4%  | 70.8%   | 55.3%  | 54.2%  | 19.5%  |
| 金牌厨柜 | 138       | 305  | 499  | 800   | 961   | 480.1% | 121.4%  | 63.5%  | 60.3%  | 20.1%  |
| 我乐家居 | 494       | 605  | 741  | 973   | 1124  | 46.3%  | 22.6%   | 22.4%  | 31.3%  | 15.5%  |
| 索菲亚  | 6394      | 6605 | 6702 | 8269  | 9177  | 17.4%  | 3.3%    | 1.5%   | 23.4%  | 11.0%  |
| 好莱客  | 2058      | 2020 | 1841 | 2173  | 1912  | 12.4%  | -1.9%   | -8.9%  | 18.0%  | -12.0% |
| 木门业务 | 营业收入（百万元） |      |      |       |       | 同比增速   |         |        |        |        |
| 欧派家居 | 475       | 597  | 771  | 1236  | 1346  | 47.7%  | 25.9%   | 29.0%  | 60.4%  | 8.9%   |
| 志邦家居 | 8         | 28   | 43   | 170   | 228   |        | 254.7%  | 57.0%  | 291.6% | 34.2%  |
| 金牌厨柜 | 0         | 8    | 25   | 84    | 149   |        | 2074.3% | 222.5% | 242.2% | 77.3%  |
| 索菲亚  | 158       | 188  | 292  | 458   | 434   | 116.5% | 18.8%   | 55.4%  | 56.9%  | -5.3%  |
| 好莱客  | 7         | 39   | 112  | 845   | 375   |        | 448.0%  | 188.8% | 653.8% | -55.6% |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

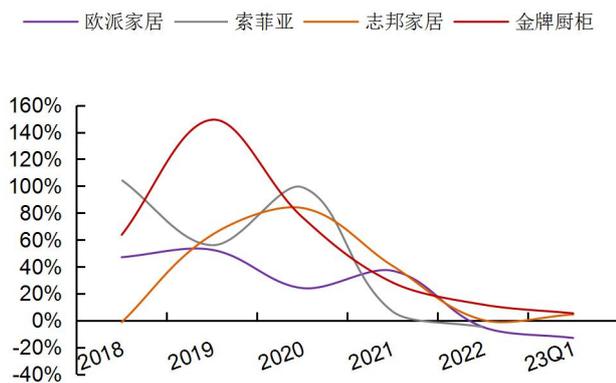
表 3：家居企业门店数量

|       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 欧派橱柜  | 2088 | 2150 | 2276 | 2334 | 2407 | 2459 | 2479 | 2475   |
| 欧派衣柜  | 1394 | 1872 | 2113 | 2144 | 2124 | 2201 | 2210 | 2214   |
| 欧派木门  | 578  | 634  | 825  | 985  | 1065 | 1021 | 1056 | 1042   |
| 欧派卫浴  | 353  | 443  | 559  | 611  | 588  | 805  | 816  | 801    |
| 欧铂丽   | 647  | 839  | 935  | 988  | 928  | 989  | 1054 | 1051   |
| 索菲亚品牌 | 1900 | 2200 | 2600 | 2501 | 2719 | 2730 | 2829 |        |

|        | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 司米品牌   | 600  | 720  | 822  | 845  | 1108 | 1122 | 614  |        |
| 华鹤品牌   |      | 160  | 160  | 163  | 243  | 265  | 319  |        |
| 米兰纳品牌  |      |      |      |      |      | 212  | 338  |        |
| 志邦橱柜   | 1112 | 1335 | 1487 | 1535 | 1576 | 1691 | 1722 | 1731   |
| 志邦衣柜   | 153  | 395  | 726  | 1078 | 1366 | 1619 | 1726 | 1741   |
| 志邦木门   |      |      | 117  | 156  | 203  | 399  | 748  | 780    |
| 金牌厨柜   |      | 1130 | 1413 | 1510 | 1554 | 1720 | 1792 | 1812   |
| 金牌衣柜   |      | 120  | 337  | 520  | 722  | 919  | 1091 | 1101   |
| 金牌木门   |      |      | 9    | 63   | 181  | 388  | 561  | 577    |
| 我乐家居厨柜 |      | 700  | 787  | 675  | 703  | 781  | 837  | 858    |
| 我乐家居全屋 |      | 362  | 496  | 532  | 599  | 776  | 820  | 841    |

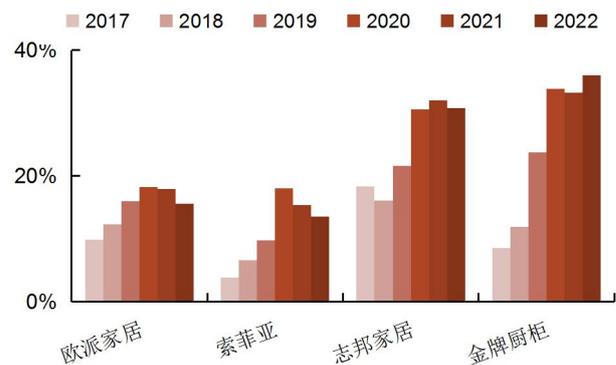
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 16：定制家具企业大宗业务营收同比增速



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 17：定制家具企业大宗业务占总收入比重



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

定制家具行业毛利率小幅提升，原材料价格压力缓解有望延续。2022 年，定制家具行业毛利率为 33.2%，同比小幅提升 0.2pct，22Q1-23Q1 毛利率分别为 30.6%、33.9%、34.1%、33.2%、30.4%，同比变化为-1.5、-0.9、-0.1、+2.1、-0.2pct，行业盈利水平实现稳中有升，主要受益于原材料价格自 22H2 开始回落，部分企业对产品进行提价传导部分原材料上涨压力，但产能利用率有所下滑与配套品占比提升，对毛利率有负向拖累。

图 18：定制家具行业毛利率和净利率

图 19：定制家具行业季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

表 4: 定制家具企业毛利率

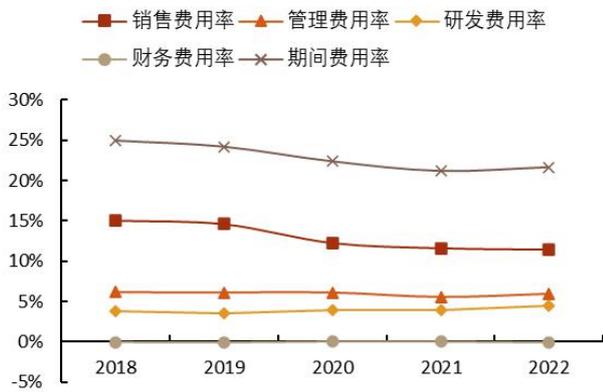
| 毛利率  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 23Q1  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧派家居 | 38.4% | 35.8% | 35.0% | 31.6% | 31.6% | 26.7% |
| 索菲亚  | 37.6% | 37.3% | 36.6% | 33.2% | 33.0% | 33.3% |
| 志邦家居 | 36.0% | 38.5% | 38.1% | 36.2% | 37.7% | 36.9% |
| 金牌厨柜 | 39.0% | 35.8% | 32.7% | 30.5% | 29.5% | 29.1% |
| 好莱客  | 39.6% | 40.1% | 36.7% | 33.9% | 35.2% | 35.5% |
| 我乐家居 | 37.4% | 43.8% | 42.4% | 41.3% | 44.6% | 40.2% |
| 顶固集创 | 37.7% | 38.5% | 34.7% | 32.8% | 31.1% | 29.2% |
| 皮阿诺  | 35.9% | 35.8% | 34.1% | 34.0% | 30.0% | 24.4% |
| 尚品宅配 | 43.7% | 41.6% | 33.2% | 33.2% | 34.6% | 31.0% |

资料来源: Wind, 山西证券研究所

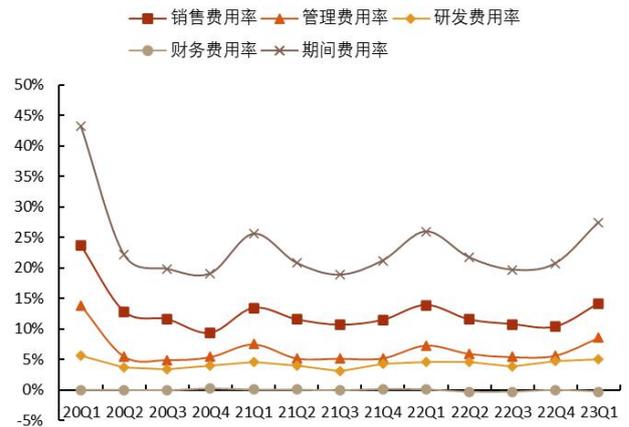
期间费用率小幅上升, 上年同期低基数致 2022 年行业业绩高增。2022 年, 定制家具行业期间费用率为 21.6%, 同比提升 0.5pct, 具体来看, 销售费用率为 11.4%/-0.2pct, 管理费用率 6.0%/+0.4pct, 财务费用率 -0.1%/-0.2pct, 研发费用率 4.4%/+0.5pct。2022 年, 定制家具行业归母净利润为 53.6 亿元, 同比增长 90.8%, 归母净利润率为 9.8%, 同比提升 4.6pct, 行业归母净利润大幅增长主要由于上年同期家居企业计提减值损失较高, 2021 年行业归母净利润基数较低, 2021 年定制家具行业信用/资产减值损失合计为 31.67 亿元, 2022 年降低至 4.67 亿元。2023Q1, 定制家具行业归母净利润为 2.65 亿元, 同比下降 37.7%, 降幅高于营收端, 归母净利润率为 3.1%, 同比下滑 1.2pct。

图 20: 定制家具行业期间费用率

图 21: 定制家具行业季度期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所



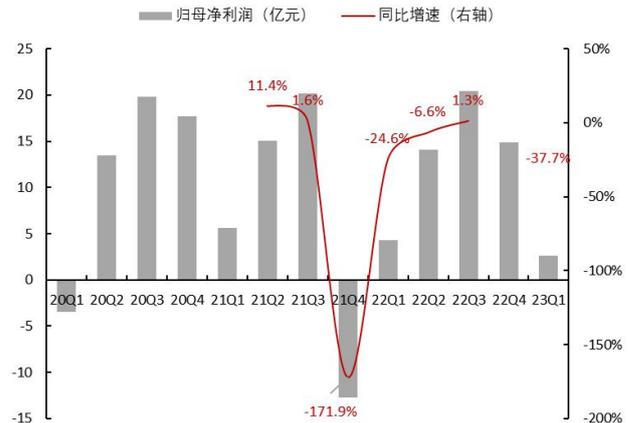
资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

图 22: 定制家具行业归母净利润及同比增速

图 23: 定制家具行业季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

表 5: 定制家具企业归母净利润 (亿元) 及同比增速

|      | 2018 | 2019  | 2020  | 2021   | 2022    | 23Q1   |        |
|------|------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 欧派家居 | 15.7 | 18.4  | 20.6  | 26.7   | 26.9    | 1.5    |        |
| YOY  |      | 20.9% | 17.0% | 12.1%  | 29.2%   | 0.9%   | -39.8% |
| 索菲亚  | 9.6  | 10.8  | 11.9  | 1.2    | 10.6    | 1.0    |        |
| YOY  |      | 5.8%  | 12.3% | 10.7%  | -89.7%  | 768.3% | -8.9%  |
| 志邦家居 | 2.7  | 3.3   | 4.0   | 5.1    | 5.4     | 0.5    |        |
| YOY  |      | 16.5% | 20.7% | 20.0%  | 27.8%   | 6.2%   | 0.5%   |
| 金牌厨柜 | 2.1  | 2.4   | 2.9   | 3.4    | 2.8     | 0.3    |        |
| YOY  |      | 26.1% | 15.4% | 20.7%  | 15.5%   | -18.0% | 8.2%   |
| 好莱客  | 3.8  | 3.6   | 2.8   | 0.7    | 4.3     | 0.1    |        |
| YOY  |      | 9.8%  | -4.6% | -24.2% | -76.4%  | 560.1% | -70.7% |
| 我乐家居 | 1.0  | 1.5   | 2.2   | -1.6   | 1.4     | 0.1    |        |
| YOY  |      | 21.6% | 51.2% | 42.6%  | -173.7% | 186.8% | -50.7% |

|      | 2018  | 2019  | 2020   | 2021    | 2022   | 23Q1    |
|------|-------|-------|--------|---------|--------|---------|
| 顶固集创 | 0.8   | 0.8   | 0.2    | -0.8    | 0.2    | 0.0     |
| YOY  | 3.0%  | 1.8%  | -72.1% | -490.2% | 129.1% | 22.3%   |
| 皮阿诺  | 1.4   | 1.8   | 2.0    | -7.3    | 1.5    | 0.0     |
| YOY  | 38.0% | 23.3% | 12.4%  | -470.0% | 121.1% | -120.7% |
| 尚品宅配 | 4.8   | 5.3   | 1.0    | 0.9     | 0.5    | -1.0    |
| YOY  | 25.5% | 10.8% | -80.8% | -11.5%  | -48.4% | 4.9%    |

资料来源：Wind，山西证券研究所

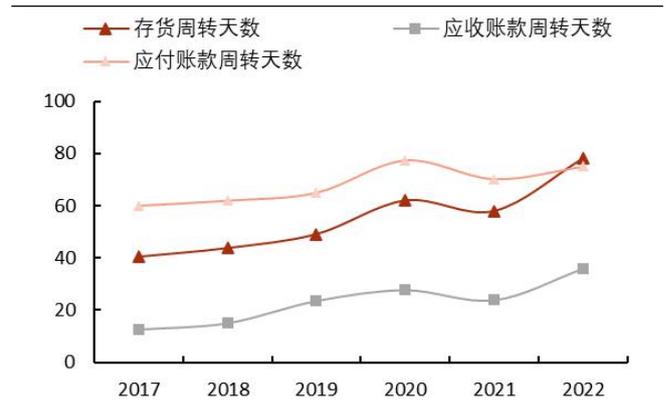
经营质量保持稳健，加大对经销商帮扶力度致应收账款周转放缓。2022年，定制家具行业经营活动现金流净额为57.0亿元，同比下降18.1%，经营活动现金流净额/归母净利润为106.2%。23Q1，经营活动现金流净额为2.31亿元，同比由负转正。2022年，定制家具行业平均存货周转天数为78天（+20天）、平均应收账款周转天数为36天（+12天）、平均应付账款周转天数为75天（+5天）。

图 24：定制家具行业经营活动现金流情况



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 25：定制家具行业营运情况



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

## 4.软体家居：2022年逆势拓店，内外销毛利率均有提升

软体家居外销表现优于内销，行业逆势扩店抢夺优质店面资源。2022年，软体家居<sup>2</sup>行业实现营业收入396.79亿元，同比下降2.6%，分季度看，22Q1-23Q1营收同比增长14.3%、4.7%、-5.1%、-17.6%、-13.5%。拆分内外销看，内销多次受到国内疫情扰动，压力大于外销，软体家居行业内销实现营收236.05亿元，同比下降4.4%，外销实现营收150.73亿元，同比增长1.1%，伴随品牌客户走高、海外需求疲弱，外销业务呈现前高后低态势。分渠道看，尽管外部环境压力较大，软体家居企业普遍进行逆势拓店，2022年，慕思股份净开门店700余家，期末门店数量超过5600家；顾家家居净开门店287家，期末门店数量为6743家；喜临门较期初净开门店778家，期末门店数量为5273家；梦百合较年初净开门店232家，期末门店数量为

<sup>2</sup> 软体家居：顾家家居/喜临门/慕思股份/梦百合

1453家。线上渠道方面，喜临门、慕思股份、梦百合（注：梦百合仅统计国内业务）线上渠道分别实现营业收入14.8、8.0、2.1亿元，同比增长34.6%、-9.3%、35.3%，占零售业务比重分别为29.0%、16.0%、35.9%。

图 26：软体家居行业营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所（注：2017年不含慕思股份数据，下同）

图 27：软体家居行业季度营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所（注：慕思股份季度数据从21Q1开始）

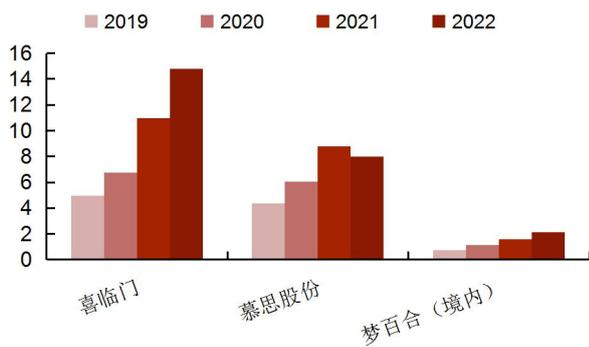
表 6：各软体家居企业内外销收入（亿元）及同比增速

|             | 2018        | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023Q1      |
|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>顾家家居</b> | <b>91.7</b> | <b>110.9</b> | <b>126.7</b> | <b>183.4</b> | <b>180.1</b> | <b>39.5</b> |
| YOY         | 37.6%       | 20.9%        | 14.2%        | 44.8%        | -1.8%        | -12.9%      |
| 其中：内销       | 52.10       | 60.97        | 76.49        | 107.12       | 103.04       |             |
| YOY         | 29.1%       | 17.0%        | 25.5%        | 40.0%        | -3.8%        |             |
| 外销          | 35.00       | 46.08        | 46.53        | 69.18        | 70.34        |             |
| YOY         | 56.7%       | 31.7%        | 1.0%         | 48.7%        | 1.7%         |             |
| <b>喜临门</b>  | <b>42.1</b> | <b>48.7</b>  | <b>56.2</b>  | <b>77.7</b>  | <b>78.4</b>  | <b>14.7</b> |
| YOY         | 32.1%       | 15.7%        | 15.4%        | 38.2%        | 0.9%         | 4.5%        |
| 其中：内销       | 31.30       | 37.79        | 47.74        | 64.88        | 66.03        |             |
| YOY         | 26.3%       | 20.8%        | 26.3%        | 35.9%        | 1.8%         |             |
| 外销          | 10.64       | 10.71        | 7.96         | 11.65        | 11.38        |             |
| YOY         | 56.1%       | 0.7%         | -25.7%       | 46.4%        | -2.3%        |             |
| <b>慕思股份</b> | <b>31.9</b> | <b>38.6</b>  | <b>44.5</b>  | <b>64.8</b>  | <b>58.1</b>  | <b>9.6</b>  |
| YOY         |             | 21.2%        | 15.3%        | 45.6%        | -10.3%       | -23.1%      |
| 其中：内销       |             | 37.20        | 43.35        | 63.14        | 57.07        |             |
| YOY         |             | 21.1%        | 16.5%        | 45.7%        | -10.5%       |             |
| 外销          |             | 0.95         | 0.85         | 1.02         | 1.06         |             |
| YOY         |             | 5.5%         | -10.7%       | 20.5%        | 2.6%         |             |
| <b>梦百合</b>  | <b>30.5</b> | <b>38.3</b>  | <b>65.3</b>  | <b>81.4</b>  | <b>80.2</b>  | <b>17.0</b> |
| YOY         | 30.4%       | 25.6%        | 70.4%        | 24.6%        | -1.5%        | -20.7%      |
| 其中：内销       | 5.15        | 7.04         | 8.09         | 11.85        | 9.91         |             |
| YOY         | 22.6%       | 36.8%        | 14.9%        | 46.5%        | -16.4%       |             |

|     | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023Q1 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 外销  | 25.17 | 30.87 | 55.45 | 67.27 | 67.95 |        |
| YOY | 31.7% | 22.6% | 79.6% | 21.3% | 1.0%  |        |

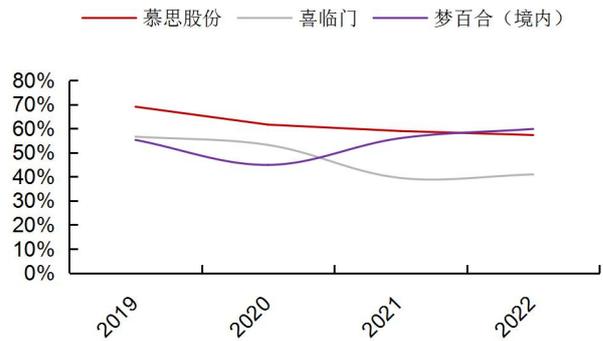
资料来源：各公司公告，山西证券研究所

图 28：软体家居企业线上营收规模（亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 29：软体家居企业线上业务毛利率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

软体家居行业销售毛利率同比优化，内外销盈利能力均有提升。2022 年，软体家居行业毛利率为 33.5%，同比提升 1.5pct，22Q1-23Q1 单季度毛利率分别为 32.4%、32.2%、33.1%、36.1%、34.9%，同比变化为-1.7、+2.4、+1.9、+3.3、+2.5pct。四家软体家居企业 2022 年毛利率均实现同比提升，顾家家居、慕思股份、梦百合 23Q1 毛利率实现同比提升。行业毛利率上升主因原材料价格压力缓解、企业提价落地、降本增效工作推进，以及海运紧张因素缓解，叠加人民币贬值。

图 30：软体家居行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 31：软体家居行业季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

表 7：各软体家居企业毛利率

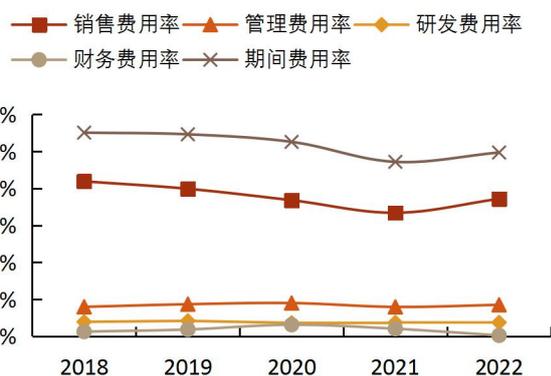
|      | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023Q1 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 顾家家居 | 36.4% | 34.9% | 35.2% | 28.9% | 30.8% | 32.1%  |

|       | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023Q1 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 其中：内销 | 42.9% | 39.9% | 40.1% | 34.5% | 37.3% |        |
| 外销    | 23.6% | 24.8% | 24.2% | 18.1% | 20.8% |        |
| 喜临门   | 28.8% | 34.8% | 33.8% | 32.0% | 32.4% | 32.4%  |
| 其中：内销 | 34.4% | 39.6% | 35.9% | 35.7% | 36.3% |        |
| 外销    | 12.6% | 18.1% | 22.0% | 10.4% | 8.8%  |        |
| 慕思股份  | 49.1% | 53.5% | 49.3% | 45.0% | 46.5% | 48.4%  |
| 其中：内销 |       | 52.9% | 48.9% | 44.6% | 46.5% |        |
| 外销    |       | 57.4% | 54.2% | 35.4% | 45.3% |        |
| 梦百合   | 32.1% | 39.7% | 33.9% | 28.5% | 31.0% | 36.0%  |
| 其中：内销 | 42.8% | 43.7% | 32.0% | 30.8% | 33.3% |        |
| 外销    | 29.8% | 38.6% | 34.5% | 28.5% | 30.7% |        |

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

2022年销售费用率提升幅度较大，业绩增幅优于营收端。2022年，软体家居行业期间费用率为24.9%，同比提升1.3pct，其中，销售费用率为18.6%/+1.9pct，管理费用率4.3%/+0.3pct，研发费用率1.9%，同比持平，财务费用率0.1%/-0.9pct，销售费用率上升幅度较大主因，财务费用率下降主因人民币贬值带来汇兑收益，2022年，顾家家居、喜临门、梦百合汇兑收益分别为1.62、0.29、1.21亿元，上年为汇兑损失0.57、0.12、0.72亿元。综合影响下，2022年，软体家居行业归母净利润为28.0亿元，同比增长6.29%，表现优于营收端，分季度看，22Q1-23Q1归母净利润分别为6.52、8.49、8.15、4.84、5.80亿元，同比增长-1.4%、27.9%、57.0%、-38.7%、-11.1%。2022年行业归母净利润率7.1%，同比提升0.6pct，23Q1行业归母净利润率为7.2%，同比提升0.2pct。

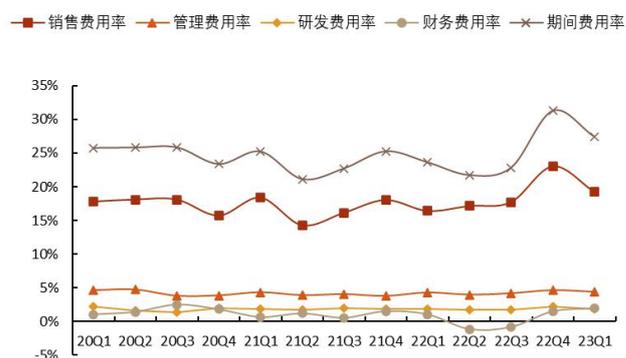
图 32：软体家居行业期间费用率



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

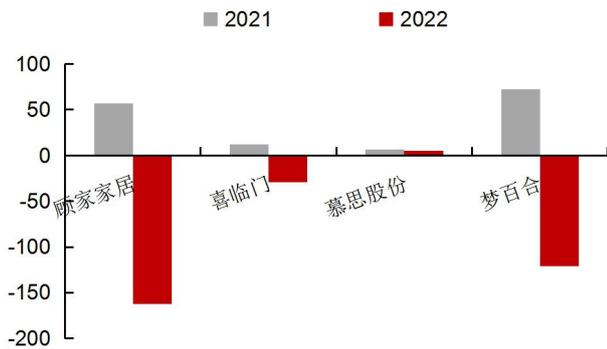
图 34：软体家居企业汇兑损益（百万元）

图 33：软体家居行业季度期间费用率



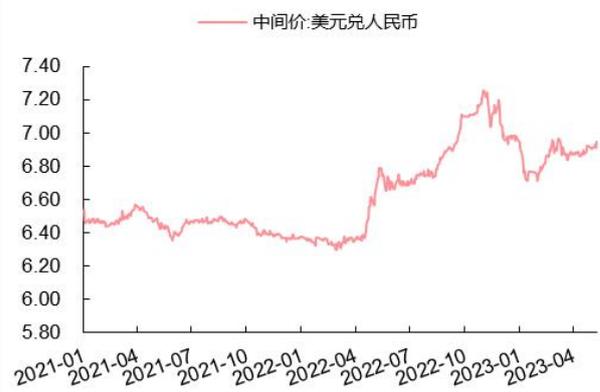
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 35：美元兑人民币汇率



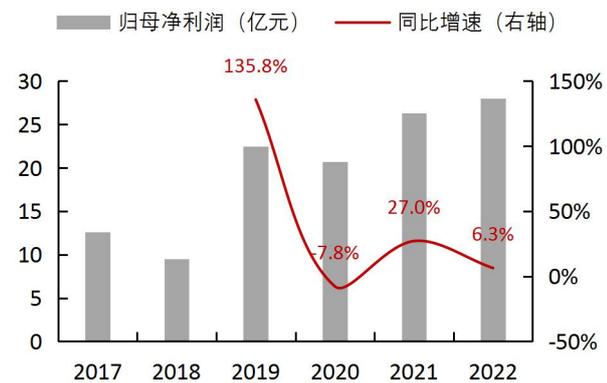
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 36: 软体家居行业归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

图 37: 软体家居行业季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

表 8: 软体家居企业归母净利润及 (亿元) 同比增速

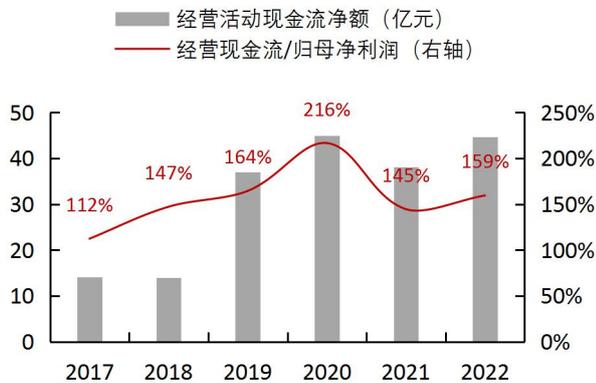
|      | 2018    | 2019   | 2020   | 2021    | 2022   | 2023Q1 |
|------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 顾家家居 | 9.89    | 11.61  | 8.45   | 16.64   | 18.12  | 4.00   |
| YOY  | 20.3%   | 17.4%  | -27.2% | 96.9%   | 8.9%   | -9.7%  |
| 喜临门  | -4.38   | 3.80   | 3.13   | 5.59    | 2.38   | 0.62   |
| YOY  | -254.5% | 186.8% | -17.6% | 78.3%   | -57.5% | 14.3%  |
| 慕思股份 | 2.16    | 3.33   | 5.36   | 6.86    | 7.09   | 1.01   |
| YOY  | -       | 53.9%  | 61.1%  | 28.0%   | 3.3%   | -18.4% |
| 梦百合  | 1.86    | 3.74   | 3.79   | -2.76   | 0.41   | 0.17   |
| YOY  | 19.4%   | 100.8% | 1.3%   | -172.8% | 115.0% | -45.6% |

资料来源: Wind, 山西证券研究所

23Q1 经营活动现金流流转正, 营运情况保持稳定。2022 年, 软体家居行业经营活动现金净流入 44.64 亿元, 同比增长 17.3%, 23Q1 行业经营活动现金流净额为 6339 万元, 同比由负转正。2022 年, 软体家居行

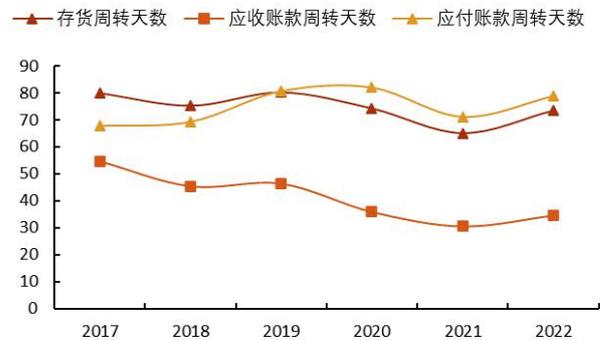
业平均存货周转天数为 74 天 (+8 天)、平均应收账款周转天数为 35 天 (+4 天)、平均应付账款周转天数为 79 天 (+8 天)。

图 38：软体家居行业经营活动现金流情况



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

图 39：软体家居行业营运情况



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

## 5.投资建议

家居外销方面，2022 年以来，美国成屋及新建住房当月销售同比持续下滑，趋势延续至今年 3 月，2023 年 3 月，美国成屋销售同比下滑 22.0%，新建住房销售同比下滑 3.4%，美国家具和家用装饰店销售额当月同比下降 2.36%。2022 年，我国家具及其零件出口 696.80 亿美元，同比下降 5.62%，23Q1 家具及其零件出口 155.89 亿美元，同比下降 7.13%，3 月当月同比增长 13.68%，4 月当月同比下滑 0.01%。我国软体家居企业外销业务 2022 年呈现前高后低趋势，盈利能力在海运和汇率因素改善情况下，同比实现提升。我们认为当前家具外销业务恢复仍存不确定性，但美国家具批发商库存自 2022 年 12 月以来呈现下降趋势，库存虽整体仍处于高位，但边际改善态势呈现，外销业务至暗时刻已过，盈利能力修复有望延续。

家居内销方面，2022 年，我国家具类社零/建材家居卖场销售额同比分别下降 7.5%/1.4%，23Q1 同比增长 4.6%/10.3%，家居终端零售恢复正增长，行业复苏态势显现，从家居主要需求来源看，新房竣工及二手房成交在今年以来均显著回暖，住宅竣工方面，23Q1 累计同比增长 16.8%，较 2021 年同期增长 3.7%，恢复至 2019 年同期的 110.4%。二手房成交方面，根据克而瑞，15 个重点城市 23Q1 二手房累计成交 2113 万平方米，同比增长 66%，二手房市场企稳回升，为后续家居需求提供支撑。竞争格局方面，2022 年，家具制造业/定制家具行业/软体家居行业收入同比增速分别为-8.1%、-0.01%、-2.6%，上市公司营收增速领先，且头部企业增速更高，目前行业亏损比例达 35%左右，中小企业加速退出，头部企业市场集中度提升空间广阔。

目前，家居行业需求复苏迹象显现且有望持续，同时，家居用品板块 PE 估值水平处于近三年低位，投

资价值显现。建议关注定制家具企业**欧派家居**、**索菲亚**、**志邦家居**、**金牌厨柜**，软体家居标的**顾家家居**、**慕思股份**、**喜临门**，以及智能家居标的好太太、箭牌家居。

表 9：家居行业相关标的

| 证券代码      | 公司简称 | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) |       | PE (倍) |       |
|-----------|------|-------------|---------|-------|--------|-------|
|           |      |             | 2023E   | 2024E | 2023E  | 2024E |
| 603833.SH | 欧派家居 | 642.84      | 5.19    | 6.07  | 20.35  | 17.38 |
| 603816.SH | 顾家家居 | 302.87      | 2.55    | 3.00  | 14.45  | 12.28 |
| 603008.SH | 喜临门  | 99.30       | 1.78    | 2.23  | 14.40  | 11.51 |
| 002572.SZ | 索菲亚  | 161.85      | 1.46    | 1.71  | 12.17  | 10.36 |
| 001323.SZ | 慕思股份 | 136.00      | 2.08    | 2.46  | 16.33  | 13.81 |
| 603180.SH | 金牌厨柜 | 50.61       | 2.56    | 3.12  | 12.80  | 10.53 |
| 603801.SH | 志邦家居 | 104.96      | 2.06    | 2.43  | 16.37  | 13.87 |
| 603848.SH | 好太太  | 57.74       | 0.77    | 0.92  | 18.69  | 15.61 |
| 001322.SZ | 箭牌家居 | 172.07      | 0.78    | 0.95  | 22.96  | 18.74 |

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：Wind 一致预期，时间截至 2023.5.12）

## 6.风险提示

房地产市场恢复不及预期；

行业竞争加剧影响企业盈利能力；

海外市场需求恢复不及预期；

原材料价格大幅波动；

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

