

# 家居

# 行业动态分析

## 盈利能力短期承压，龙头零售业务韧性强-家居 21A&22Q1 财报综述

### 投资要点

◆ **定制家具：营收 21 全年实现高增，大宗业务计提致业绩下滑：** 营收方面，2021 年定制家具行业实现营业收入 549.77 亿元，同比增长 30.2%，2019-2021 年年均复合增速为 17.9%，22Q1 营收增速放缓至 10.1%，但头部企业展现了面对风险时更强的韧性，欧派家居 22Q1 营收实现了 25.6% 的同比增长。业绩方面，受原材料价格上涨、新品类占比提升影响，行业毛利率承压，叠加大宗业务计提坏账准备，信用/资产减值损失同比大幅增加致使业绩下滑，2021 年，定制家具行业归母净利润为 28.1 亿元，同比下降 40.9%，销售净利率为 5.1%，同比下滑 6.2pct，其中欧派家居、金牌厨柜、志邦家居由于大宗业务风险管控严格以及采用代理商模式，2021 年业绩实现稳健增长。

◆ **软体家居：内销外贸双轮驱动，提价效果有望今年显现：** 营收方面，2021 年软体家居行业实现营业收入 342.53 亿元，同比增长 38.0%，2019-2021 年年均复合增速为 31.5%，增速连续两年提升，21Q4 在上年高基数情况下同比增长 19.0%。22Q1，软体家居行业实现营业收入 80.88 亿元，同比增长 16.9%。从增长驱动力来看，2021 年软体家居行业内销、外销营收同比分别增长 38.9%、34.7%，内外销均表现强劲。业绩方面，剔除会计准则变动影响，顾家家居毛利率同比下滑收窄至 1.1pct，喜临门毛利率同比提升 1.5pct，二者均在 2021 年对内销零售业务进行两轮提价，预计随原材料价格边际改善，提价对毛利率的正面影响有望在 2022 年充分显现。2021 年，软体家居行业归母净利润为 19.5 亿元，同比增长 26.7%，其中，顾家家居（剔除 20 年商誉减值影响）、喜临门（剔除影视业务出表影响）归母净利润分别同比增长 25%、71%，梦百合由于海外业务占比高，净亏损 2.8 亿元。22Q1 软体家居行业归母净利润为 5.3 亿元，同比增长 0.6%，扣非净利润 4.6 亿元，同比增长 21%。

◆ **大家居战略引领行业前行，品类融合打开成长空间：** 2021 年，各家居企业新品类增速普遍高于起步品类，根据我们测算，各家居企业新品类增长贡献度普遍约 50%，其中欧派家居厨柜产品以外业务的 21 年营收增长贡献度为 74.3%。多品类发展带动家居企业客单值不断提升，根据好莱客 2021 年报，得益于产品品类的补充，公司零售客单价持续保持 10% 以上的增速，根据索菲亚 2021 年报，2021 年索菲亚工厂端客单价同比增长 9.6% 至 14491 元/单。继欧派家居在 21 年 9 月发布围绕“整家搭、高颜家”的 29800 元整家定制套餐之后，多家企业跟进，行业从多品类的布局，进入到整家空间的竞争，我们认为，进入整家时代，对家居企业研发设计能力、品类整合能力、生产制造能力、交付服务能力均提出更高要求，行业竞争升级，将加速份额向龙头集中。

◆ **龙头零售门店提质增效，家居企业重视整装流量入口：** 零售业务方面，2021 年，

投资评级

同步大市-A 首次

首选股票		评级
603833	欧派家居	买入-B
603816	顾家家居	买入-B
002572	索菲亚	买入-B
603801	志邦家居	增持-A
603180	金牌厨柜	增持-A
603008	喜临门	买入-B

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001  
 liujing1@huajinsec.cn

报告联系人

孙萌

sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

欧派与索菲亚经销渠道收入增长主要为单店提货额提升贡献，志邦和金牌主要为门店扩张贡献，2021年欧派家居、索菲亚厨柜分别净增52、14家，衣柜分别净增77、11家，金牌厨柜、志邦家居厨柜分别净增166、175家，衣柜分别净增197、253家，据我们测算，欧派家居的厨柜、衣柜及配套家具产品单店提货额2021年分别超过200、380万元，同比增长18%、43%，22Q1各家居企业受疫情影响，线下开店节奏均有所放缓。大宗业务方面，受地产行业和精装房开盘数量放缓影响，大宗业务营收增速从21H2开始放缓，22Q1普遍转负。整装业务方面，欧派、索菲亚整装渠道发展领先。索菲亚2021年，整装渠道实现收入5.29亿元，22Q1实现收入1.27亿元，同比增长218%。2021年欧派整装大家居业务实现营收18.71亿元，同比增长83.79%。今年4月，欧派推出“定制装修一体化”新模式，相较于整家定制产品策略，进一步涵盖了硬装这一环节，消费者一站式家居消费需求能够得到更好解决，相较于整装渠道策略，大家居展示中心距离消费者更近，直接接触终端消费者。

◆ **投资建议：**从2008年以来，SW家具板块和SW房地产板块估值走势趋同，并且基本同步于住宅销售面积当月同比数据，住宅销售面积同比上行期间，板块估值开始不断抬升，住宅销售面积同比下行期间，板块估值承压。21H2以来，住宅销售面积当月增速持续为负增长，SW家具板块估值从21年3月的32倍下降到22年4月的23倍，目前已处于历史低位。根据贝壳研究院初步统计，今年以来超过70个城市楼市调控政策放宽，政策放松的城市从三线城市传导到二线省会城市，稳增长背景下，政策环境有望继续向好。目前头部家居企业估值普遍处于历史底部，房地产销售数据回暖后，估值向上空间充分。

今年3月末，家具制造业企业数量上升到7170个，亏损比例扩大到28.7%，与2020年4月疫情之后水平接近。随着以欧派为代表的头部企业引领行业进入大家居时代，家居行业迈入设计、生产、供应链、交付服务等综合能力的比拼，行业竞争升级，市场份额预计将加速向头部企业集中。建议关注家居行业龙头**欧派家居、顾家家居、索菲亚**，以及渠道规模持续扩张、估值成长性高的**喜临门、金牌厨柜、志邦家居**。

◆ **风险提示：**疫情影响超预期；房地产销售数据不及预期；行业竞争加剧；整家推进下销售费用投放超预期；原材料价格大幅波动。

## 内容目录

一、家具板块估值已处历史低位，22Q1 机构配置比例小幅下滑.....	5
(一) 家具板块涨跌幅和估值回顾.....	5
(二) 公募基金重仓持股家具板块分析 .....	6
二、业绩回顾：头部企业领跑，盈利能力短期承压 .....	7
(一) 定制家具：营收全年实现高增，大宗业务计提致业绩下滑 .....	7
(二) 软体家居：内销外贸双轮驱动，提价效果有望今年显现.....	10
三、大家居战略引领行业前行，品类融合打开成长空间 .....	15
(一) 传统品类规模稳步扩大，新品类接力增长 .....	15
(二) 从多品类到整家空间，行业竞争或将升级 .....	16
四、龙头零售门店提质增效，家居企业重视整装流量入口 .....	18
(一) 大宗业务 21H2 增速放缓，龙头零售渠道提质增效.....	18
(二) 整装流量入口前置，欧派率先布局“定制装修一体化” .....	20
五、投资建议.....	21
六、风险提示.....	22

## 图表目录

图 1：家具板块 2021 年累计涨跌幅.....	5
图 2：家具板块 2022 年以来累计涨跌幅（截至 22.4.29） .....	5
图 3：22 年初至今本土新冠肺炎确诊数量（截至 22.5.1） .....	5
图 4：家居企业东北与华东区域收入占比 .....	5
图 5：SW 家具板块估值（截至 2022 年 4 月 29 日） .....	6
图 6：22Q1 公募基金重仓持股对 SW 家具板块的配置比例环比下滑 0.01pct .....	6
图 7：定制家具行业营收及同比增速 .....	8
图 8：定制家具行业季度营收及同比增速 .....	8
图 9：定制家具行业毛利率和净利率 .....	8
图 10：定制家具行业季度毛利率和净利率 .....	8
图 11：定制家具行业期间费用率 .....	9
图 12：定制家具行业季度期间费用率 .....	9
图 13：定制家具行业归母净利润及同比增速.....	10
图 14：定制家具行业季度归母净利润及同比增速 .....	10
图 15：定制家具行业经营活动现金流情况 .....	10
图 16：定制家具行业营运情况.....	10
图 17：22Q1 我国家具及其零件出口增速有所回落.....	11
图 18：软体家居行业营收及同比增速 .....	11
图 19：软体家居行业季度营收及同比增速 .....	11
图 20：软体家居行业毛利率和净利率 .....	13
图 21：软体家居行业季度毛利率和净利率 .....	13
图 22：软体家居行业主要原材料价格（单位：元/吨） .....	13
图 23：海宁皮革价格指数 .....	13

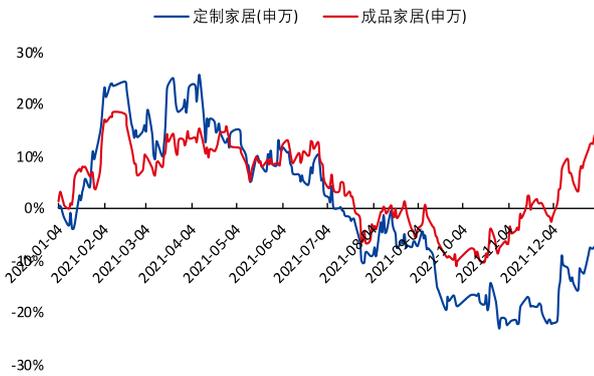
图 24: 软体家居行业期间费用率 .....	14
图 25: 软体家居行业季度期间费用率 .....	14
图 26: 软体家居行业归母净利润及同比增速 .....	14
图 27: 软体家居行业季度归母净利润及同比增速 .....	14
图 28: 软体家居行业经营活动现金流情况 .....	15
图 29: 软体家居行业营运情况 .....	15
图 30: 索菲亚工厂端客单价逐年提升 .....	15
图 31: 新品类对家居企业营收增长的贡献度测算 .....	15
图 32: 21.9.17 欧派发布 29800 元高颜整家套餐 .....	17
图 33: 21.12.19 索菲亚将整家定制纳入品牌定位 .....	17
图 34: 2021 年中国用户选择整装服务的因素分析 .....	18
图 35: 消费者选择全屋整装最关心的问题 .....	18
图 36: 定制家具企业大宗业务收入占营业总收入比重 .....	18
图 37: 我国精装房住宅开盘数量及渗透率 .....	18
图 38: 定制家具企业厨柜经销门店数量 .....	19
图 39: 定制家具企业衣柜经销门店数量 .....	19
图 40: 2021 年欧派家居经销店平均单店提货额增长 30%+ .....	20
图 41: 欧派 2021 年厨柜、衣柜及配套产品平均单店提货额 (单位: 万元) .....	20
图 42: 家具制造业累计营业收入 (亿元) 及同比增速 .....	21
图 43: 22 年初家具制造业亏损比例提高 .....	21
表 1: 22Q1 公募基金重仓持股 SW 家具板块 .....	7
表 2: 欧派家居家具制造业务毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (以 2021 年报为基准) .....	9
表 3: 2021 年定制家具企业应收款项坏账计提情况 (单位: 百万元) .....	10
表 4: 各软体家居企业 2021 年内外销业务情况 .....	12
表 5: 顾家家居家具制造业务毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (以 2021 年报为基准) .....	13
表 6: 定制家具企业历年厨衣木业务营业收入及同比增速 .....	16
表 7: 软体家居企业历年沙发及卧室产品业务营业收入及同比增速 .....	16
表 8: 各家居企业“大家居”发展战略 .....	17
表 9: 22Q1 定制家居企业大宗业务增速进一步放缓 .....	19
表 10: 欧派家居及索菲亚整装渠道布局 .....	21
表 11: 建议关注标的估值一览表 .....	22

## 一、家具板块估值已处历史低位，22Q1 机构配置比例小幅下滑

### （一）家具板块涨跌幅和估值回顾

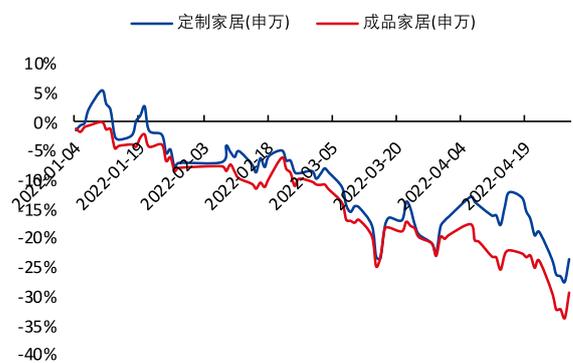
今年以来家具板块持续下跌，估值已处于历史底部。2021年SW定制家居板块累计下跌7.5%，SW成品家居板块累计上涨13.8%，今年以来，地产数据持续疲软、国内疫情反复使得SW定制家居和SW成品家居均持续下跌，截至4月29日，两个板块分别累计下跌23.6%、29.2%。估值方面，从2008年以来，SW家具板块和SW房地产板块估值走势趋同，并且基本同步于住宅销售面积当月同比数据，住宅销售面积同比上行期间，板块估值开始不断抬升，住宅销售面积同比下行期间，板块估值承压。21H2以来，住宅销售面积当月增速持续为负增长，SW家具板块估值从21年3月的32倍下降到22年4月的23倍，目前已处于历史低位。

图1：家具板块2021年累计涨跌幅



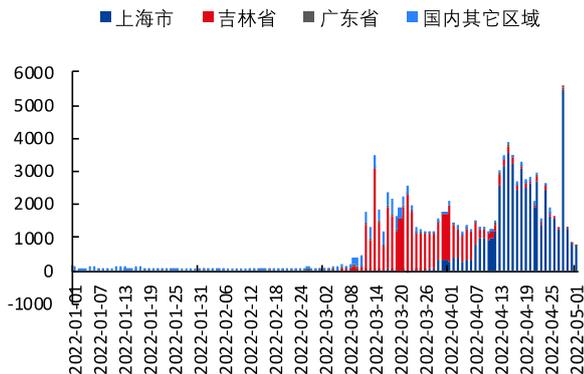
资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：家具板块2022年以来累计涨跌幅（截至22.4.29）



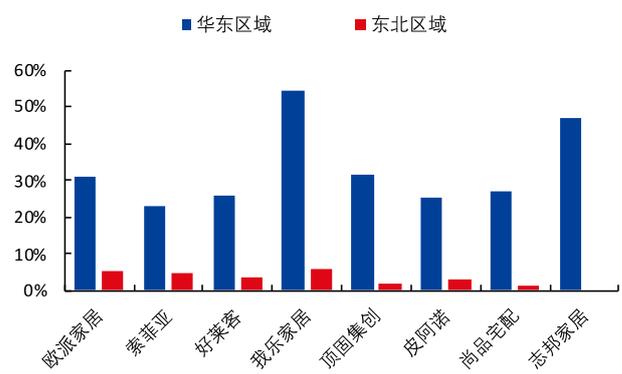
资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：22年初至今本土新冠肺炎确诊数量（截至22.5.1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

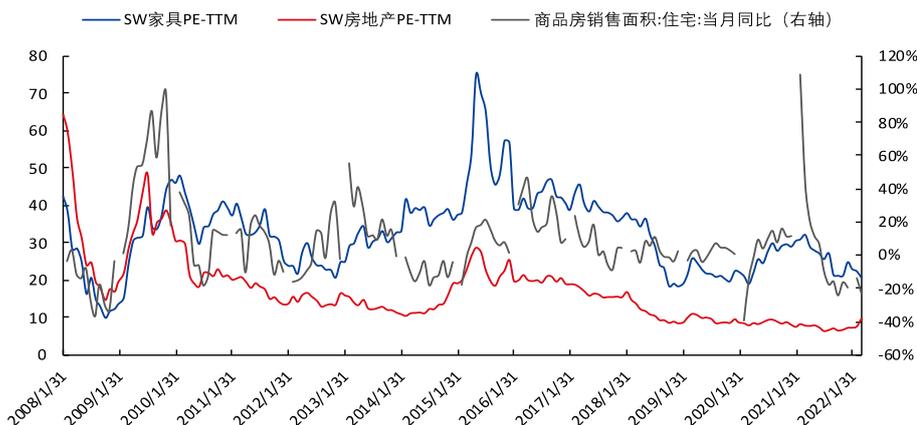
图4：家居企业东北与华东区域收入占比



资料来源：Wind，华金证券研究所（注：我乐家居为2020年数据，其它为2021年数据）

定制家具<sup>1</sup>为：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/顶固集创/皮阿诺/我乐家居/尚品宅配  
软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

图 5: SW 家具板块估值 (截至 2022 年 4 月 29 日)

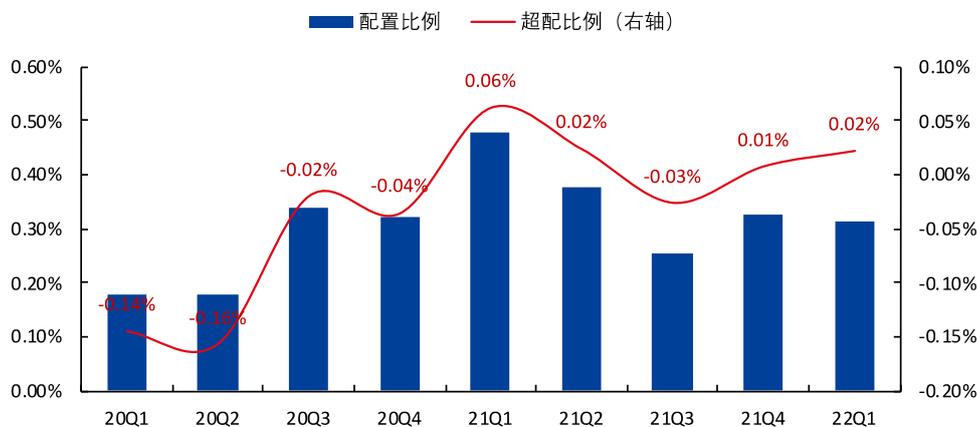


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 公募基金重仓持股家具板块分析

**22Q1 机构对家具行业配置比例环比下滑, 重仓持股集中在龙头企业。**22Q1, 公募基金重仓持股对 SW 家具板块的配置比例 0.31%, 环比下滑 0.01pct, 标配比例 0.29%, 超配 0.02pct, 超配比例环比提升 0.01pct。个股方面, 从持仓机构数量来看, 公募基金重仓持股数量占前三的为顾家家居 (35)、欧派家居 (22)、索菲亚 (17), 持仓机构数环比增加最多的是金牌厨柜 (+5)。从持仓规模来看, 机构持仓市值最高的前三名是欧派家居 (41 亿)、顾家家居 (36 亿)、索菲亚 (9 亿), 持仓市值增加最多的是江山欧派 (1.2 亿, +4458%)。从持股数量来看, 机构持股数量前三名为顾家家居 (5852 万股)、索菲亚 (4714 万股)、欧派家居 (3474 万股), 机构持股数量增加最多的是江山欧派 (190 万股, +97.8%)。从机构持股占流通股比例来看, 前三名为顾家家居 (9.3%)、索菲亚 (7.4%)、大亚圣象 (5.9%), 增加最多的是索菲亚 (7.4%, +4.1pct)。

图 6: 22Q1 公募基金重仓持股对 SW 家具板块的配置比例环比下滑 0.01pct



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 1: 22Q1 公募基金重仓持股 SW 家具板块

证券代码	公司名称	持仓机构数		持股数量 (万股)		持股市值 (亿元)		占流通股比例 (%)	
		22Q1	环比变化	22Q1	环比变化	22Q1	环比变化	22Q1	环比变化
603816.SH	顾家家居	35	1	5852	-17.1%	35.85	-32.0%	9.3	-1.6
603833.SH	欧派家居	22	-2	3474	16.6%	40.64	-4.9%	5.7	0.9
002572.SZ	索菲亚	17	2	4714	55.9%	9.07	96.7%	7.4	4.1
603801.SH	志邦家居	10	2	1269	23.8%	3.21	9.2%	4.1	1.0
603008.SH	喜临门	9	-6	208	-281.0%	0.60	-80.5%	0.5	-1.5
603818.SH	曲美家居	4	-3	2082	-6.6%	2.53	-18.6%	3.6	-0.2
603180.SH	金牌厨柜	6	5	827	34.7%	2.68	28.6%	5.8	2.0
603208.SH	江山欧派	3	0	190	97.8%	1.21	4457.6%	1.8	1.8
000910.SZ	大亚圣象	3	0	3203	14.9%	3.45	-5.6%	5.9	0.9
003011.SZ	海象新材	1	1	8	-	0.02	-	0.1	0.1
300616.SZ	尚品宅配	1	0	374	-100.5%	1.21	-62.5%	2.9	-2.9
603313.SH	梦百合	1	-3	19	-665.4%	0.02	-90.7%	0.0	-0.3
603600.SH	永艺股份	1	0	491	-160.2%	0.45	-71.2%	1.6	-2.6

资料来源: Wind, 华金证券研究所

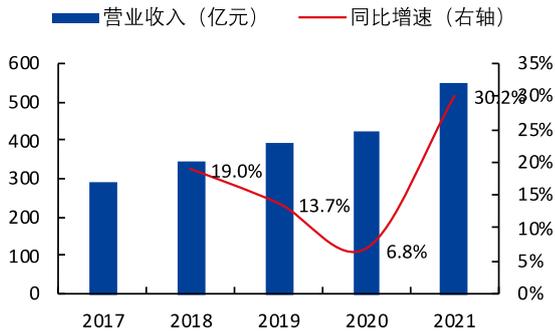
## 二、业绩回顾：头部企业领跑，盈利能力短期承压

### （一）定制家具：营收全年实现高增，大宗业务计提致业绩下滑

21 年定制家具行业营收高增，22Q1 疫情考验下龙头韧性尽显。2021 年定制家具<sup>1</sup>行业实现营业收入 549.77 亿元，同比增长 30.2%，2019-2021 年年均复合增速为 17.9%，从增长驱动力来看，一方面来自于品类协同效果逐渐显现，新品类成为有力增长引擎，另一方面来自于行业对各渠道的扩展和深耕，布局整装渠道，赋能经销商门店提升店效。分季度看，定制家具行业 21Q1/Q2/Q3/Q4 营业收入同比分别增长 121.3%/37.2%/18.6%/11.3%，随低基数效应逐渐减退以及下半年地产行业走弱对大宗业务带来负面影响，定制家具行业 2021 年营收增速呈前高后低态势。3 月中旬以来国内多地因疫情开始封闭管控，线下客流下滑、产品发货受到影响，定制家具行业 22Q1 营收增速进一步放缓至 10.1%，但头部企业展现了面对风险时更强的韧性，欧派家居 22Q1 营收实现了 25.6%的同比增长。

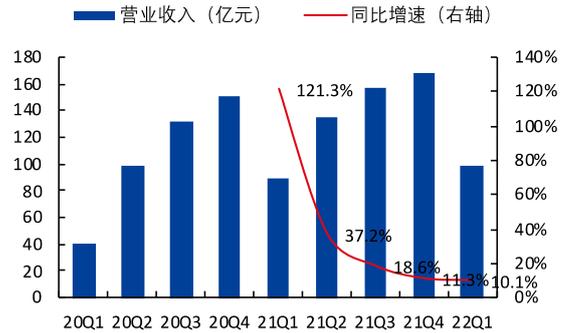
定制家具<sup>1</sup>为：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/顶固集创/皮阿诺/我乐家居/尚品宅配  
 软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

图 7：定制家具行业营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

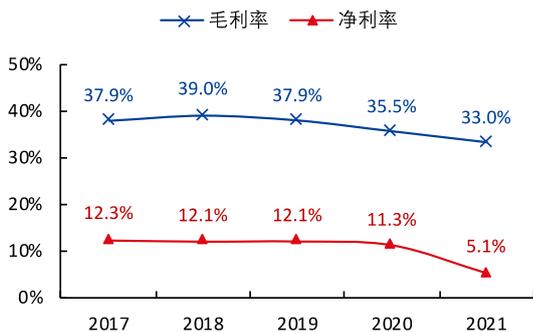
图 8：定制家具行业季度营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

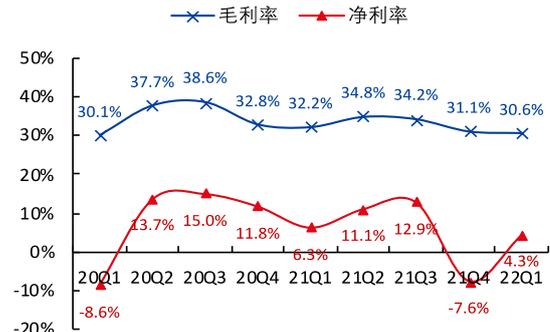
**22Q1 原材料成本边际改善，随新品类规模效应逐步显现，行业毛利率有望向好。**2021 年定制家具行业毛利率为 33.0%，同比下滑 2.5pct，22Q1 毛利率为 30.6%，同比下滑 1.5pct。毛利率下滑主要原因有：1) 板材、五金等原材料价格上涨，2021 年，永康五金市场交易价格指数、中国木材指数（刨花板）、中国木材指数（中纤板）分别同比上涨 3.1%、3.5%、6.3%，今年以来，五金价格仍继续上行，板材价格环比回落；2) 大宗业务向低风险优质地产客户聚集，释放部分利润空间。3) 新品类增速更快、占比提升，但新品类毛利率普遍处于爬坡期。由于原材料成本为定制家具行业主要营业成本，欧派家居/索菲亚/志邦家居家具制造业务中原材料成本占比分别为 79.19%/73.97%/77.3%，因此，我们以欧派家居为例，进行原材料价格变动对毛利率的单因素敏感性分析，当原材料价格上涨 10%/20%/40%时，若不提价，毛利率将下降 5.4/10.9/21.7pct，若提价 5%，毛利率将下滑 1.9/7.1/17.4pct，若提价 10%，毛利率将提升 1.3pct、下降 3.6/13.5pct。

图 9：定制家具行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 10：定制家具行业季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

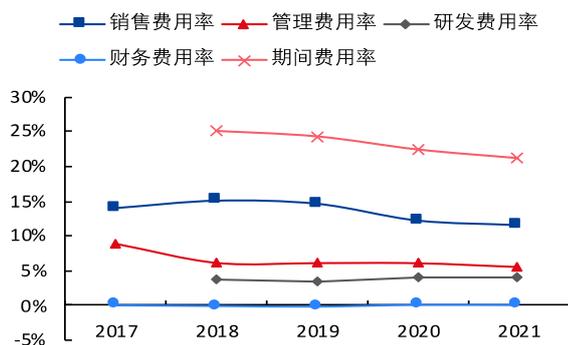
表 2: 欧派家居家具制造业务毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (以 2021 年报为基准)

变化幅度	-40%	-20%	-10%	0%	10%	20%	40%
原材料成本	6569	8759	9854	10949	12044	13138	15328
人工成本	1329	1329	1329	1329	1329	1329	1329
制造费用	1548	1548	1548	1548	1548	1548	1548
营业成本	9446	11636	12731	13826	14921	16015	18205
营业收入	20145	20145	20145	20145	20145	20145	20145
毛利率	53.1%	42.2%	36.8%	31.4%	25.9%	20.5%	9.6%
毛利率变化	21.7%	10.9%	5.4%	0.00%	-5.4%	-10.9%	-21.7%
营业收入 (提价5%)	21152	21152	21152	21152	21152	21152	21152
毛利率	55.3%	45.0%	39.8%	34.6%	29.5%	24.3%	13.9%
毛利率变化	24.0%	13.6%	8.4%	3.3%	-1.9%	-7.1%	-17.4%
营业收入 (提价10%)	22159	22159	22159	22159	22159	22159	22159
毛利率	57.4%	47.5%	42.5%	37.6%	32.7%	27.7%	17.8%
毛利率变化	26.0%	16.1%	11.2%	6.2%	1.3%	-3.6%	-13.5%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

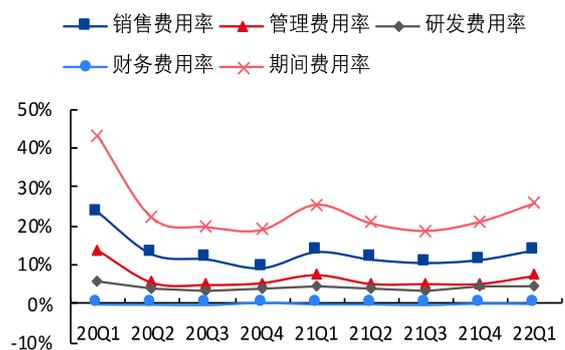
**费用管控继续强化, 大宗业务风险普遍释放。**2021 年, 定制家具行业期间费用率为 21.2%, 同比下降 1.2pct, 具体来看, 销售费用率为 11.6%/-0.7pct, 管理费用率 5.6%/-0.5pct, 财务费用率 0.1%/-0.03pct, 研发费用率 3.9%/+0.02pct, 费用管控抵消了部分毛利率下滑对业绩的负面影响, 但在研发方面, 行业定位长期发展, 继续夯实产品设计核心竞争力, 研发费用率连续两年提升, 研发人员数量增加 905 人至 8882 人, 行业内九家公司的研发人员队伍均有所扩大。22Q1 定制家具行业期间费用率同比提升 0.4pct 至 26.0%, 销售费用率提升 0.5pct, 主要为行业加大 315 活动中整家套餐的宣传推广以及疫情间对经销商进行帮扶。此外, 2021 年部分地产相继出现债务违约风险, 定制家具行业对大宗业务计提坏账准备, 信用/资产减值损失同比大幅增加致使业绩下滑, 2021 年, 定制家具行业归母净利润为 28.1 亿元, 同比下降 40.9%, 销售净利率为 5.1%, 同比下滑 6.2pct, 其中欧派家居、金牌厨柜、志邦家居由于大宗业务风险管控严格以及采用代理商模式, 2021 年业绩受到扰动较小, 展望 2022 年大宗业务, 各家企业坏账计提比例较为充分, 有望实现轻装上阵。

图 11: 定制家具行业期间费用率



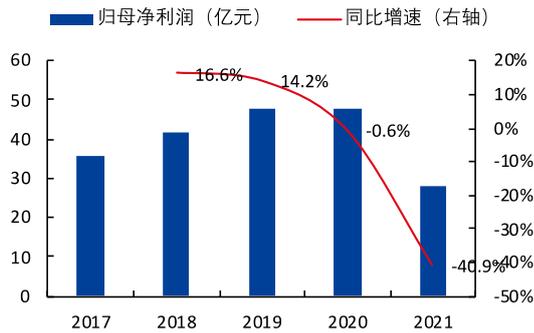
资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

图 12: 定制家具行业季度期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

图 13：定制家具行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 14：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，华金证券研究所

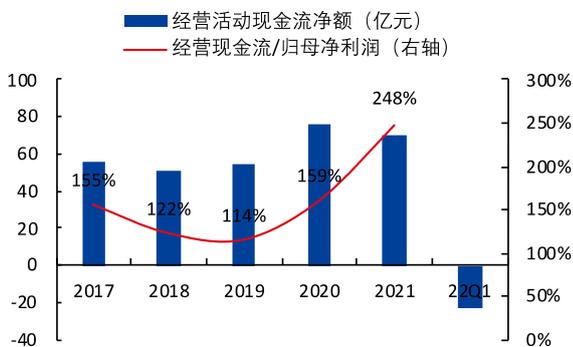
表 3：2021 年定制家具企业应收款项坏账计提情况（单位：百万元）

企业	大宗业务规模	同比增速	占营收比重	毛利率	同比变化	应收账款账面余额/计提比例	应收票据账面余额/计提比例	归母净利润	同比增速
欧派家居	3673	36.92%	17.97%	30.80%	-1.90%	43.9/70.0%	33.8/70.0%	2666	29.2%
索菲亚	1604	6.65%	15.41%	20.47%	-2.89%	463.9/80.1%	340.8/80.0%	123	-89.7%
金牌厨柜	1145	28.22%	33.21%	13.33%	-5.21%	-	-	338	15.5%
志邦家居	1651	40.59%	32.05%	38.49%	-3.05%	10.4/97.7%	-	506	27.8%
好莱客	740	499.48%	21.96%	34.36%	4.76%	204.0/49.0%	329.8/45.1%	65	-76.4%
顶固集创	373	96.30%	28.75%	22.50%	-4.30%	102.4/71.2%	46.0/79.0%	-85	-490.2%
我乐家居	327	-16.26%	18.92%	25.02%	-1.63%	279.4/77.1%	202.2/74.3%	-162	-173.7%
皮阿诺	879	23.39%	48.18%	31.06%	-1.45%	516.5/71.4%	614.6/75.7%	-729	-470.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：应收账款和应收票据账面余额为按单项计提数据，毛利率、同比变化均为大宗业务数据）

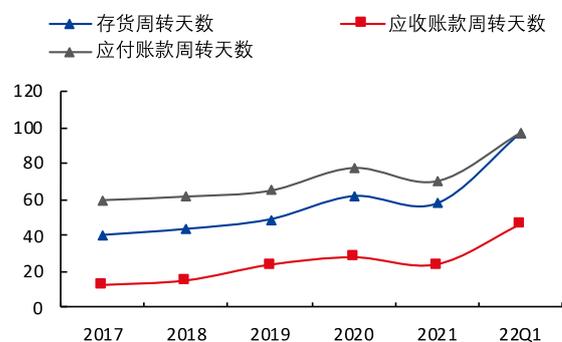
21 年盈利质量保持良好，存货周转效率有所提升。2021 年，定制家具行业经营活动现金流净额为 69.6 亿元，同比下降 8.3%，经营活动现金流净额/归母净利润为 2.5 倍，22Q1 经营活动现金流净流出 23.62 亿元，净流出额较上年同期减少 7.15 亿元。2021 年，定制家具行业平均存货周转天数为 58 天（-4 天）、平均应收账款周转天数为 24 天（-4 天）、平均应付账款周转天数为 70 天（-7 天），均接近疫情前 2019 年水平。

图 15：定制家具行业经营活动现金流情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 16：定制家具行业营运情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

## （二）软体家居：内销外贸双轮驱动，提价效果有望今年显现

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

软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

21 年软体家居内外销齐头并进，22Q1 我国家具出口景气有所回落。2021 年软体家居<sup>2</sup>行业实现营业收入 342.53 亿元，同比增长 38.0%，2019-2021 年年均复合增速为 31.5%，增速连续两年提升，21Q4 在上年高基数情况下同比增长 19.0%。22Q1，软体家居行业实现营业收入 80.88 亿元，同比增长 16.9%。从增长驱动力来看，2021 年软体家居行业内销、外销营收同比分别增长 38.9%、34.7%，内外销均表现强劲。2021 年，我国家具及其零件出口额为 738.31 亿美元，同比增长 26.4%，2019-2021 年年均复合增速为 16.8%，从 20 年下半年以来，家具出口持续呈现高景气度，进入 22Q1，家具及其零件出口额增速有所回落，22Q1 出口额 167.85 亿美元，同比增长 3.9%。

图 17：22Q1 我国家具及其零件出口增速有所回落



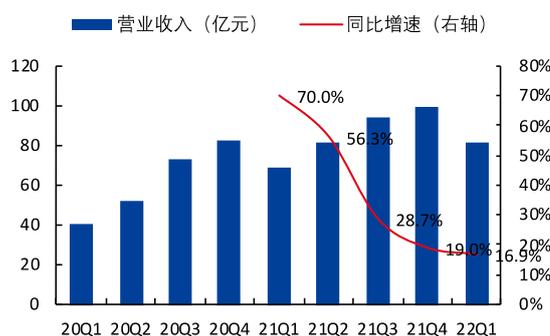
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：软体家居行业营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 19：软体家居行业季度营收及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

定制家具<sup>1</sup>为：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/顶固集创/皮阿诺/我乐家居/尚品宅配  
软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

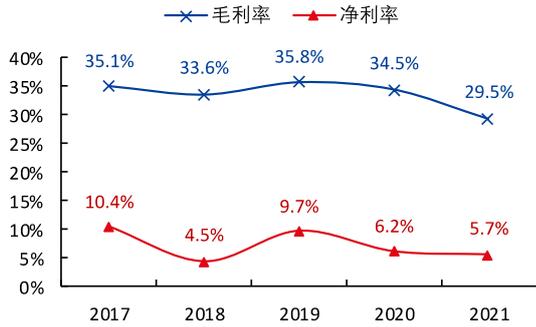
表 4：各软体家居企业 2021 年内外销业务情况

公司	项目	2017	2018	2019	2020	2021
内销						
顾家家居	营业收入	4,036	5,210	6,097	7,649	10,712
	YOY		29.1%	17.0%	25.5%	40.0%
	毛利率	42.4%	42.9%	39.9%	40.1%	34.5%
	占比	64.4%	59.8%	57.0%	62.2%	60.8%
喜临门	营业收入	2,479	3,130	3,779	4,774	6,488
	YOY		26.3%	20.8%	26.3%	35.9%
	毛利率	39.3%	34.4%	39.6%	35.9%	35.7%
	占比	78.4%	74.6%	77.9%	85.7%	84.8%
梦百合	营业收入	420	515	704	809	1,185
	YOY		22.6%	36.8%	14.9%	46.5%
	毛利率	42.9%	42.8%	43.7%	32.0%	30.8%
	占比	18.0%	17.0%	18.6%	12.7%	15.0%
外销						
顾家家居	营业收入	2,233	3,500	4,608	4,653	6,918
	YOY		56.7%	31.7%	1.0%	48.7%
	毛利率	24.0%	23.6%	24.8%	24.2%	18.1%
	占比	35.6%	40.2%	43.0%	37.8%	39.2%
喜临门	营业收入	682	1,064	1,071	796	1,165
	YOY		56.1%	0.7%	-25.7%	46.4%
	毛利率	18.7%	12.6%	18.1%	22.0%	10.4%
	占比	21.6%	25.4%	22.1%	14.3%	15.2%
梦百合	营业收入	1,912	2,517	3,087	5,545	6,727
	YOY		31.7%	22.6%	79.6%	21.3%
	毛利率	26.5%	29.8%	38.6%	34.5%	28.5%
	占比	82.0%	83.0%	81.4%	87.3%	85.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

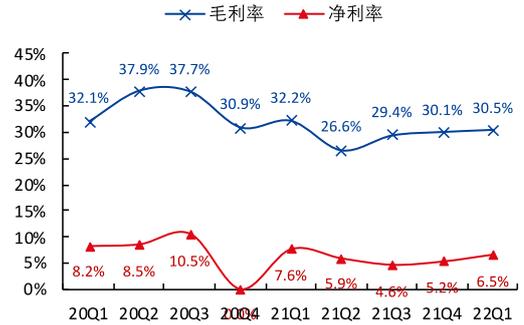
**海运/原材料价格已边际改善，提价落地释放利润弹性。**2021 年软体家居行业毛利率为 29.5%，同比下滑 5.1pct，22Q1 毛利率为 30.5%，同比下滑 1.7pct。毛利率下滑主要原因为：1) 会计准则调整，运输费用从销售费用拨入营业成本，剔除此影响后，顾家家居毛利率同比下滑 1.1pct，喜临门毛利率同比提升 1.5pct。2) 软泡聚醚、TDI、MDI、皮革等原材料价格上涨，截至 4 月末，软泡聚醚、皮革价格逐步回落，TDI、MDI 价格平稳波动；3) 海运紧张致出口获柜成本增加，CCFI 综合指数于 2022 年 2 月中旬开始高位回落。由于原材料成本同样为软体行业主要营业成本，顾家家居/喜临门家具制造业务中原材料成本占比分别为 61.19%/73.97%，因此，我们以顾家家居为例，进行原材料价格变动对毛利率的单因素敏感性分析，当原材料价格上涨 10%/20%/40%时，若不提价，毛利率将下降 4.6/9.2/18.4pct，若提价 5%，毛利率将下降 1.0/5.4/14.2pct，若提价 10%，毛利率将提升 2.2pct、下降 1.9/10.3pct。顾家家居与喜临门在 2021 年均对内销零售业务进行两轮提价，预计随原材料价格边际改善，提价对毛利率的正面影响有望在 2022 年充分显现。

图 20：软体家居行业毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 21：软体家居行业季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 22：软体家居行业主要原材料价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 23：海宁皮革价格指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 5：顾家家居家具制造业务毛利率对原材料价格变动的敏感性分析（以 2021 年报为基准）

变化幅度	-40%	-20%	-10%	0%	10%	20%	40%
原材料成本	4609	6146	6914	7682	8450	9219	10755
人工成本	1599	1599	1599	1599	1599	1599	1599
制造费用	572	572	572	572	572	572	572
外购成本	1952	1952	1952	1952	1952	1952	1952
营业成本	8732	10269	11037	11805	12573	13342	14878
营业收入	16700	16700	16700	16700	16700	16700	16700
毛利率	47.7%	38.5%	33.9%	29.3%	24.7%	20.1%	10.9%
毛利率变化	18.4%	9.2%	4.6%	0.00%	-4.6%	-9.2%	-18.4%
营业收入（提价5%）	17535	17535	17535	17535	17535	17535	17535
毛利率	50.2%	41.4%	37.1%	32.7%	28.3%	23.9%	15.2%
毛利率变化	20.9%	12.1%	7.7%	3.4%	-1.0%	-5.4%	-14.2%
营业收入（提价10%）	18370	18370	18370	18370	18370	18370	18370
毛利率	52.5%	44.1%	39.9%	35.7%	31.6%	27.4%	19.0%
毛利率变化	23.2%	14.8%	10.6%	6.4%	2.2%	-1.9%	-10.3%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

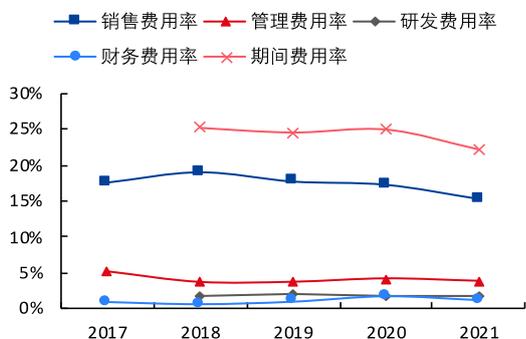
**品牌焕新加大宣传推广投放，22Q1 扣非净利稳健增长。**2021 年，软体家居行业期间费用率为 22.1%，同比下降 3.0pct，具体来看，剔除会计准则变动影响，销售/研发费用率预计有所上升，管理费用率同比下滑。2021 年，软体家居行业归母净利润为 19.5 亿元，同比增长 26.7%，归母净利润率为 5.7%，同比小幅下滑 0.5pct。具体来看，顾家家居（剔除 20 年商誉减值影响）、

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

软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

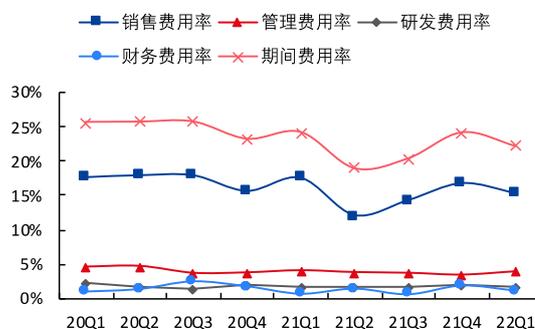
喜临门（剔除影视业务出表影响）归母净利润分别同比增长 25%、71%，梦百合由于海外业务占比高，录得净亏损 2.8 亿元。22Q1 软体家居行业归母净利润为 5.3 亿元，同比增长 0.6%，扣非净利润 4.6 亿元，同比增长 21%。

图 24：软体家居行业期间费用率



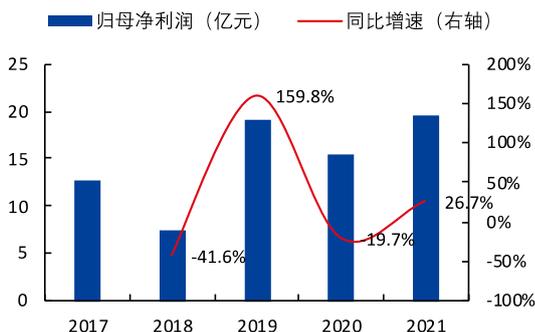
资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 25：软体家居行业季度期间费用率



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 26：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，华金证券研究所

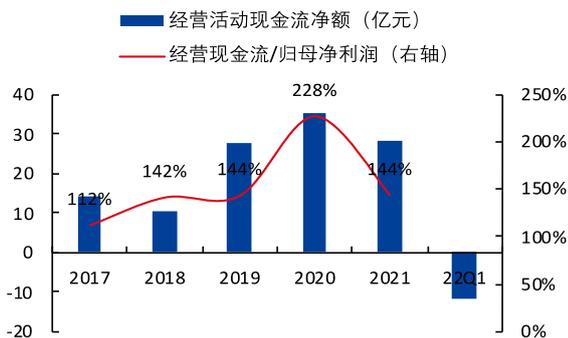
图 27：软体家居行业季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

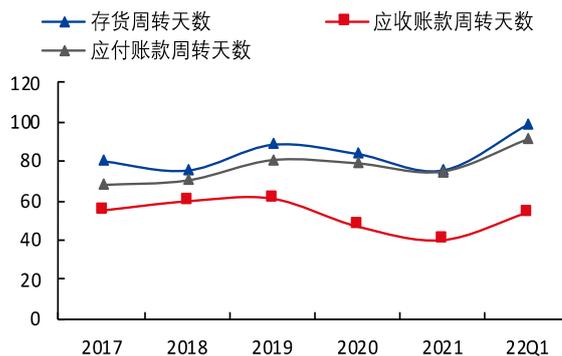
**21 年盈利质量稳定，资产周转效率加快。**2021 年，软体家居行业经营活动现金流净额为 28.1 亿元，同比下降 19.7%，经营活动现金流净额/归母净利润为 1.4 倍，22Q1 经营活动现金流净流出 11.88 亿元，净流出额较上年同期增加 9.95 亿元，主要为疫情下对经销商进行帮扶，调整经销商付款节奏，以及加大原材料采购。2021 年，软体家居行业平均存货周转天数为 75 天（-8 天）、平均应收账款周转天数为 40 天（-7 天）、平均应付账款周转天数为 75 天（-4 天），资产周转效率明显加快。

图 28：软体家居行业经营活动现金流情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 29：软体家居行业营运情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

### 三、大家居战略引领行业前行，品类融合打开成长空间

#### （一）传统品类规模稳步扩大，新品类接力增长

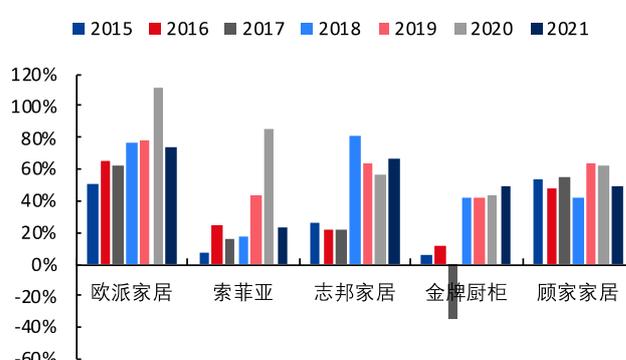
**21 年家居行业品类融合不断深化，新品类营收贡献度普遍较高。**目前，定制家具企业基本涵盖了厨柜、衣柜、木门三个品类，另有欧派家居具备卫浴业务、金牌厨柜具备厨电业务；软体家居企业从自身传统品类出发，拓展至卧室、客厅，甚至定制领域。2021 年，各家居企业新品类增速普遍高于起步品类，以厨柜起步的欧派/志邦/金牌/我乐衣柜业务分别取得 49.5%、54.2%、60.3%、31.3% 的高速增长，以衣柜产品起步的索菲亚/好莱客厨柜业务同比增长 17.3%、52.5%。软体家居行业方面，三家公司均在保持强势品类稳步增长的同时，取得了新品类的高速增长。2021 年，根据我们测算，各家居企业新品类增长贡献度普遍约 50%，其中欧派家居厨柜产品以外业务的当年营收增长贡献度为 74.3%。多品类发展带动家居企业客单值不断提升，根据好莱客 2021 年报，得益于产品品类的补充，公司零售客单价持续保持 10% 以上的增速，根据索菲亚 2021 年报，2021 年索菲亚工厂端客单价同比增长 9.6% 至 14491 元/单。

图 30：索菲亚工厂端客单价逐年提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：新品类对家居企业营收增长的贡献度测算



资料来源：各公司公告，华金证券研究所（注：欧派家居、志邦家居、金牌厨柜新品类为厨柜以外品类，索菲亚新品类为衣柜以外品类，顾家家居新品类为

定制家具<sup>1</sup>为：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/顶固集创/皮阿诺/我乐家居/尚品宅配  
软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

沙发以外品类)

**表 6: 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	2018	2019	2020	2021
厨柜业务	营业收入(百万元)				同比增速			
欧派家居	5765	6193	6061	7529	7.7%	7.4%	-2.1%	24.2%
志邦家居	1928	2117	2499	2934	2.8%	9.8%	18.0%	17.4%
金牌厨柜	1536	1782	2073	2480	10.8%	16.0%	16.4%	19.6%
我乐家居	588	727	843	752	1.8%	23.5%	16.1%	-10.8%
索菲亚	709	851	1211	1420	20.0%	20.1%	42.3%	17.3%
好莱客	25	70	138	210		182.6%	97.1%	52.5%
衣柜业务	营业收入(百万元)				同比增速			
欧派家居	4148	5167	5772	10172	25.9%	24.6%	11.7%	76.2%
志邦家居	430	734	1141	1760	91.4%	70.8%	55.3%	54.2%
金牌厨柜	138	305	499	800	480.1%	121.4%	63.5%	60.3%
我乐家居	494	605	741	973	46.3%	22.6%	22.4%	31.3%
索菲亚	6394	6605	6702	8269	17.4%	3.3%	1.5%	23.4%
好莱客	2058	2020	1841	2173	12.4%	-1.9%	-8.9%	18.0%
木门业务	营业收入(百万元)				同比增速			
欧派家居	475	597	771	1236	47.7%	25.9%	29.0%	60.4%
志邦家居	8	28	43	170		254.7%	57.0%	291.6%
金牌厨柜	0	8	25	84		2074.3%	222.5%	242.2%
我乐家居								
索菲亚	158	188	292	458	116.5%	18.8%	55.4%	56.9%
好莱客	7	39	112	845		448.0%	188.8%	653.8%

资料来源:公司公告,华金证券研究所(注:欧派家居2021年衣柜业务包括配套家具产品,同口径下衣柜及配套家具产品业务营收同比增长49.5%)

**表 7: 软体家居企业历年沙发及卧室产品业务营业收入及同比增速**

	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
沙发业务	营业收入(百万元)				同比增速			
顾家家居	5144	5831	6413	9268	39.3%	13.3%	10.0%	44.5%
喜临门	582	619	718	1054		6.4%	15.9%	46.9%
梦百合	237	257	975	1302		8.1%	279.9%	33.6%
软床及床垫业务	营业收入(百万元)				同比增速			
顾家家居	1132	1953	2338	3338	27.8%	72.5%	19.7%	42.8%
喜临门	3329	3768	4278	6381	25.8%	13.2%	13.5%	49.1%
梦百合	2389	2983	4829	5939	36.7%	24.9%	61.9%	23.0%

资料来源:公司公告,华金证券研究所

## (二) 从多品类到整家空间, 行业竞争或将升级

欧派引领行业进入整家时代, 一站式配齐双向利好消费者和家居企业。欧派家居在 21 年 9 月发布围绕“整家搭、高颜家”的 29800 元整家定制套餐, 包含 20 m<sup>2</sup>全屋柜类定制(18 种轻奢花色)、10 件全屋家具(含沙发、茶几、餐桌椅、床和床垫等), 3 m<sup>2</sup>轻奢背景墙(18 种花色任选)三大品类。索菲亚在 21 年 12 月将“整家定制”楔入品牌 logo 和品牌定位, 将整家定制提升至战略高度。此后, 在 22 年年初, 行业内数家企业迅速跟进, 在 315 活动中推出整家套餐, 行业从多品类的布局, 进入到整家空间的竞争。从消费者角度来看, 根据欧派年报援引的《2020 腾讯家居行业洞察白皮书》, 对家居家装感兴趣的人群中, 25-34 岁占比 33%, 是各年龄段占比

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

软体家居<sup>2</sup>为:顾家家居/喜临门/梦百合

最高的，其次是 35-44 岁占比 30%，80、90 后已成为主要的家装消费群体，年轻消费群体生活工作节奏加快，时间成本较高，对一站式购齐有较强的需求。从企业角度，多品类互相融合并渗透，有助于深挖单一客户价值，大幅降低单一顾客的引流成本，根据各企业 2021 年报，从 2014 年欧派家居最早提出大家居战略后，越来越多的公司都将大家居/整家定制纳入自身的经营战略，寻求从家具制造企业向一站式家居解决方案提供者/综合零售家居运营商转型。

图 32：21.9.17 欧派发布 29800 元高颜整家套餐



资料来源：九正建材网，华金证券研究所

图 33：21.12.19 索菲亚将整家定制纳入品牌定位



资料来源：定峰汇，华金证券研究所

表 8：各家居企业“大家居”发展战略

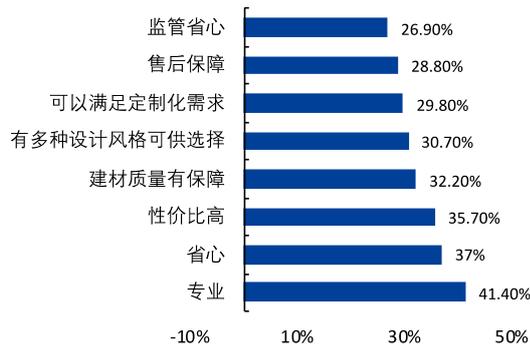
2021 年	公司发展战略
欧派家居	大家居模式打造：欧派是业内率先突破性提出大家居发展战略的企业，该战略的核心是从单一的产品提供者成长为家居一体化解决方案提供者，解决消费者、渠道商的需求痛点。在先发优势及企业组织运营协调能力的双重优势推动下，欧派大家居战略将持续向前推进；一方面迅速感知、深化多种大家居模式的研究和打造，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的大家居发展道路；另外一方面不断探索橱柜+、衣柜高端全屋定制+家配、卫浴+、定制木门系统等品类融合销售商业模式。
索菲亚	公司坚定执行“全渠道、多品牌、全品类”战略，即以高精人群为目标的“司米”和“华鹤”，以中高端市场为目标的“索菲亚”，以大众市场为目标的“米兰纳”，形成集团内相互呼应的产品研发和供应体系，支撑多品牌多品类布局，同时辅以墙板定制、家具单品风格搭配为抓手，全身心服务好零售、整装、工程和线上等渠道客户，为消费者提供环保而美好的生活空间整体解决方案，最终成为值得信赖、全球领先的大家居企业。进一步打造品牌力、产品力、服务力、组织执行力、数字化能力等核心竞争力。
志邦家居	战略委员会基于定制大家居产业精心部署业务路径，围绕“装修一个家”进行机会的识别与管理，坚持客户为先和长期价值为核心原则，稳步推进公司战略落地。
金牌厨柜	大家居战略：品类方面，厨柜是公司的核心成熟业务，衣柜、木门、工程作为成长型业务，厨电、智能家居、家品、整装等作为培育型业务，未来做大规模的同时，加强多品类协同。未来公司将通过对外投资并购和整合，构建大家居生态链，实现外延式增长。
好莱客	坚持“新原态+大家居”的战略，通过潮牌进阶、全渠道深化管理，提高市场份额与品牌影响力；加强橱柜、木门、门窗的品类延伸，强化大家居产业布局
顾家家居	以“做世界领先的综合家居运营商”为追求，始终坚持从单品到定制再到全屋型生活方式为基本的演进路径不动摇。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

**整家考验企业多重竞争实力，行业竞争升级或加速份额向龙头集中。**我们认为，进入整家时代，对家居企业提出了更高的要求。整家定制不仅仅是简单的品类堆砌，而是对企业研发设计能力、品类整合能力、生产制造能力、交付服务能力的更高考验。根据巨量引擎在线调查，在全屋整装的所有环节中，消费者最关心的仍然是房屋款式功能设计、建材选用和家具尺寸质量问题。根据产业信息网，消费者选择整装企业的前三因素为专业、省心及性价比高。企业需要关注整家空间的风格一致性，提升快速出图、快速报价、快速下单的能力，并要在生产周期、精准交货、终端安装等方面提供保障，提高一次性安装成功率，降低现场的临时施工次数等。此外，从单品类扩张、到多品类整合、再到整家空间经营，终端运营模式必将全面切换与升级，对企业的客户运营、店面形态、营销活动策划等能力也提出了更高要求。

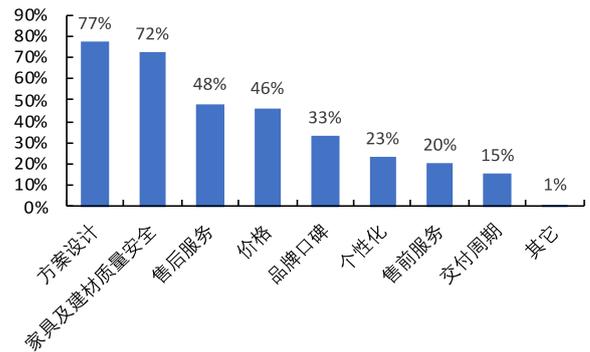
定制家具<sup>1</sup>为：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/顶固集创/皮阿诺/我乐家居/尚品宅配  
软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

图 34：2021 年中国用户选择整装服务的因素分析



资料来源：产业信息网，华金证券研究所

图 35：消费者选择全屋整装最关心的问题



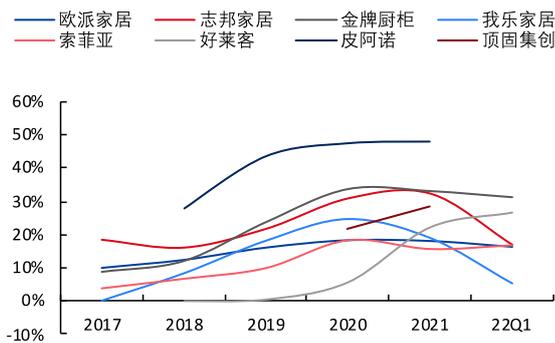
资料来源：2021 中国家居行业洞察白皮书，华金证券研究所（注：抖音家居兴趣用户调研，2021 年 5 月，家居兴趣用户 N=6164，全屋整装兴趣用户 N=1897）

## 四、龙头零售门店提质增效，家居企业重视整装流量入口

### （一）大宗业务 21H2 增速放缓，龙头零售渠道提质增效

**大宗业务：**受地产行业和精装房开盘数量放缓影响影响，定制家居企业大宗业务营收增速从 2021 年下半年开始放缓，行业普遍对大宗业务进行更严格的风险把控，优化客户结构，谨慎拓展工程业务，22Q1 行业大宗业务增速普遍转负，大宗业务收入占比基本持平或较同期有所下降。

图 36：定制家具企业大宗业务收入占营业总收入比重



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 37：我国精装房住宅开盘数量及渗透率



资料来源：奥维云网，恒林股份公司公告，华金证券研究所

定制家具<sup>1</sup>为：欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/好莱客/顶固集创/皮阿诺/我乐家居/尚品宅配  
软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

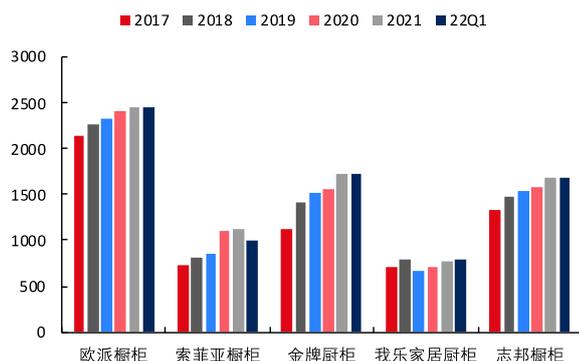
表 9: 22Q1 定制家居企业大宗业务增速进一步放缓

	2018	2019	2020	2021	22Q1	2018	2019	2020	2021	22Q1
大宗业务	营业收入 (百万元)					同比增速				
欧派家居	1418	2162	2682	3673	673	47.0%	52.5%	24.1%	36.9%	-7.0%
志邦家居	391	639	1175	1651	128	-1.3%	63.7%	83.7%	40.6%	-1.5%
金牌厨柜	203	505	893	1145	178	63.7%	149.3%	76.8%	28.2%	27.9%
我乐家居	89	241	390	327	16	151.4%	170.5%	61.8%	-16.3%	-76.3%
索菲亚	484.2	755.3	1504	1604	330	104.4%	56.0%	99.1%	6.6%	-8.8%
好莱客	1	12	123	740	162	3271.7%	795.2%	962.5%	499.5%	6.1%
皮阿诺	306	643	712	879		106.7%	110.0%	10.7%	23.4%	
顶固集创			190	373					96.3%	
经销业务	营业收入 (百万元)					同比增速				
欧派家居	9251	10556	11184	15680	3223	15.1%	14.1%	6.0%	40.2%	34.1%
志邦家居	1704	1949	2230	2830	499	14.8%	14.4%	14.4%	26.9%	11.6%
金牌厨柜	1153	1298	1409	1878	301	18.6%	12.5%	8.6%	33.3%	10.3%
我乐家居	856	928	975	1077	254	6.2%	8.4%	5.1%	10.4%	48.1%
索菲亚			6532	8360	1575				28.0%	20.7%
好莱客	1992	2028	1943	2461	414	15.5%	1.8%	-4.2%	26.6%	6.9%
皮阿诺	779	786	753	911			0.9%	-4.1%	20.9%	
顶固集创			660	899					36.3%	

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

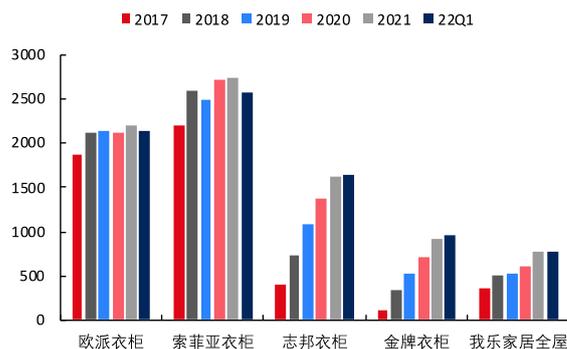
**零售业务:** 在线下渠道扩张方面, 2021 年头部企业的门店扩张速度有所放缓, 欧派家居、索菲亚厨柜分别净增 52、14 家, 衣柜分别净增 77、11 家, 金牌厨柜、志邦家居、我乐家居厨柜分别净增 166、175、78 家, 衣柜分别净增 197、253、177 家, 22Q1 各家居企业受疫情影响, 线下开店节奏均有所放缓, 2021 年, 欧派与索菲亚的经销渠道收入主要为单店提货额提升贡献, 志邦和金牌主要为门店扩张贡献。根据我们测算, 欧派家居的厨柜、衣柜及配套家具产品单店提货额 2021 年分别超过 200、380 万元, 同比增长 18%、43%。

图 38: 定制家具企业厨柜经销门店数量



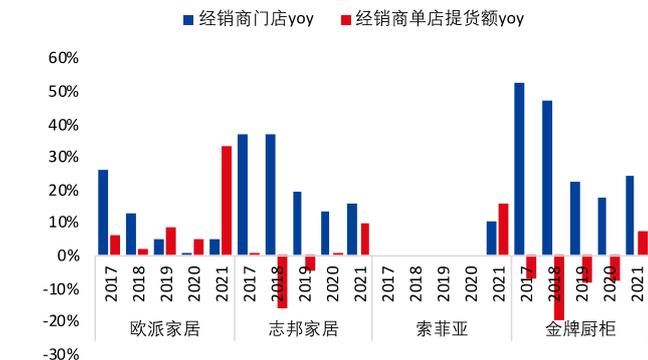
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 39: 定制家具企业衣柜经销门店数量



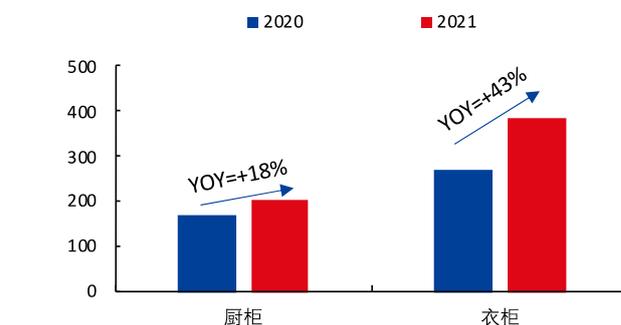
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 40：2021 年欧派家居经销商平均单店提货额增长 30%+



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 41：欧派 2021 年厨柜、衣柜及配套产品平均单店提货额 (单位：万元)



资料来源：公司公告，华金证券研究所 (注：剔除厨柜、衣柜及配套产品业务中的大宗和欧铂丽业务)

## (二) 整装流量入口前置，欧派率先布局“定制装修一体化”

**欧派、索菲亚整装渠道发展领先。**我国家装公司的服务模式分为清包、半包和整装，根据《2019-2020 年度中国家居家装产业发展研究报告》，整装是以客户为中心、以整体设计为基础，将基础装修、主材产品、固装家具、活动家具、软装配饰、厨房电器有机结合，为客户提供能满足居住功能的整体家居解决方案。由于整装渠道能够提升企业的前端获客能力，继大家居战略后，整装成为定制家居新赛道已成共识。2018 年，欧派家居为行业内首家推进整装大家居业务的家居企业，经过四年摸索和建设，2021 年欧派整装大家居业务实现营收 18.71 亿元，同比增长 83.79%。索菲亚于 2019 年布局整装渠道，2021 年，整装渠道实现收入 5.29 亿元，收入占比达到 5% 以上，22Q1，索菲亚整装渠道实现收入 1.27 亿元，同比增长 218%。

今年 4 月，欧派为着力推行“定制装修一体化”新模式，提出以经销商和欧派家居集团合资的方式，在核心城市成立合资有限责任公司，负责在所在城市开设立体引流的大家居展示中心，门店面积在 1500-3000 平方米，首批试点城市包括上海、杭州、南京、深圳等八个城市。这种“定制装修一体化”模式，相较于整家定制产品策略，进一步涵盖了硬装这一环节，消费者一站式家居消费需求能够得到更好解决，相较于整装渠道策略，大家居展示中心距离消费者更近，直接接触终端消费者。

表 10：欧派家居及索菲亚整装渠道布局

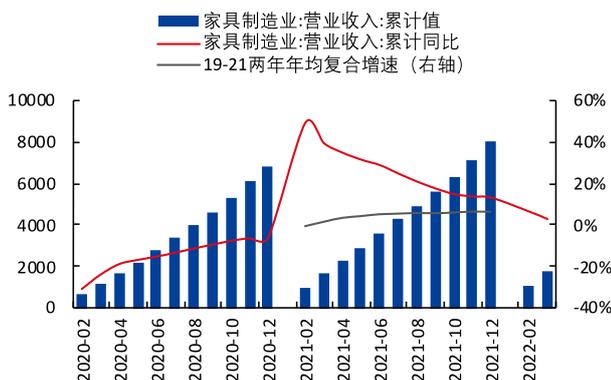
企业名称	整装模式	布局时间	发展历程	整装大家居门店
欧派家居	公司直接和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展合作，同时，通过机制设计等强化、引导欧派零售经销商与当地家装、整装渠道公司进行业务合作；公司负责产品的生产制造以及营销支持等，家装公司负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。	2018	2018，接单业绩突破3.5亿元； 2019，接单业绩近7亿元； 21.4，“StarHomes星之家”整装大家居品牌推向市场； 21.1.1-21.11.5，整装接单业绩突破20亿/+104%； 2021，接单业绩同比增长90%+，整装大家居营收18.71亿元/+83.79%。	截至21Q3末，近700家
索菲亚	公司在全国范围挑选实力较强的装企开展合作，先后与星艺装饰、圣都家装签署深度合作协议，在客户服务环节，公司负责提供柜类产品生产制造、安装以及销售支持，装企负责提供设计落地施工；公司同时推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。	2019	2019，推出多个风格多个系列的专供产品，与传统经销商渠道形成区隔； 2020，签约500家整装公司，并实现销售额7417万元； 2021，整装渠道（含直营+经销）收入5.29亿元。	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 五、投资建议

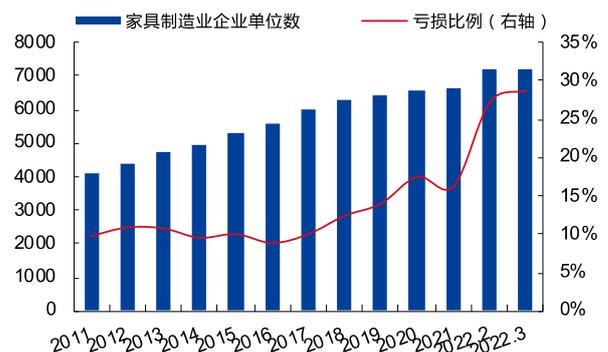
22年初家居行业亏损比例大幅增加，龙头企业市占率提升或将加速。2021年，家具制造业营业收入为8004.6亿元，同比增长13.5%，2019-2021年CAGR为6.1%，行业规模稳步增长，另一方面，截至21年末，家具制造业企业数量为6647个，亏损比例为16.3%，今年3月末，家具制造业企业数量上升到7170个，亏损比例扩大到28.7%，行业内将近3成的企业处于亏损状态，与2020年4月疫情之后水平接近。随着以欧派为代表的头部企业引领行业进入大家居时代，家居行业迈入设计、生产、供应链、交付服务等综合能力的比拼，行业竞争升级，市场份额预计将加速向头部企业集中。

图 42：家具制造业累计营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 43：22年初家具制造业亏损比例提高



资料来源：Wind，华金证券研究所

政策环境友好为估值提供支撑，刚需家居需求有望在疫情后释放。站在当前时点展望行业后续，估值方面，根据贝壳研究院初步统计，今年以来超过70个城市楼市调控政策放宽，政策放松的城市从三线城市传导到二线省会城市，稳增长背景下，政策环境有望继续向好。目前头部家居企业估值普遍处于历史底部，房地产销售数据回暖后，估值向上空间充分。经营方面，零售业务角度，家居龙头2021年多品类协同拓展较好，零售渠道提质增效，二线家居企业在渠道继续快速扩张情况下渠道效率也有所提升。大宗业务角度，受到地产行业和精装房增速放缓的影响，

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

软体家居<sup>2</sup>为：顾家家居/喜临门/梦百合

2021 年工程业务增速放缓，今年 1 季度增速普遍转负，行业重新回归到零售能力的比拼，预计随提价落地、原材料价格边际好转，行业盈利能力今年有望得到修复。我们建议关注家居行业龙头欧派家居、顾家家居、索菲亚，以及渠道规模持续扩张、估值成长性高的喜临门、金牌厨柜、志邦家居。

表 11：建议关注标的估值一览表

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2022E	2023E	2022E	2023E
603833.SH	欧派家居	709.54	5.16	6.29	22.57	18.51
603816.SH	顾家家居	367.95	3.21	3.93	18.15	14.80
002572.SZ	索菲亚	186.12	1.51	1.86	13.48	10.97
603180.SH	金牌厨柜	39.88	2.73	3.19	9.47	8.11
603801.SH	志邦家居	63.99	1.91	2.3	10.72	8.89
603008.SH	喜临门	90.97	1.86	2.4	12.59	9.77

资料来源：Wind，华金证券研究所（截至 2022.4.29 日）

## 六、风险提示

- 疫情影响超预期；
- 房地产销售数据不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 整家推进下销售费用投放超预期；
- 原材料价格大幅波动。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)