



Research and
Development Center

三大逻辑提示家居板块复苏在即

轻工制造

2022年05月03日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号：S1500522020003

邮箱：lihongpeng@cindasc.com

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

三大逻辑提示家居板块复苏在即

2022年05月03日

本期内容提要：

- **阶段性景气底部已现，维持家居行业 22 年“前低后高”趋势观点。**2022 年在经济和地产环境偏弱，全国疫情多点散发的背景下，家居行业景气低位运行。地产方面，22 年 3 月住宅竣工面积同比-15.3%，环比 1-2 月回落 5.7pct；3 月住宅销售面积同比-23.2%，环比 1-2 月回落 9.4pct。家居行业，3 月家具社零同比-8.8%，环比 1-2 月回落 2.8pct；3 月规上工业企业家具制造业收入+0.4%，环比 1-2 月回落 6.5pct。目前时点，我们依然坚定乐观，虽然疫情影响 4-5 月行业数据或仍有压力，但我们认为阶段性行业景气底部已现，未来拐点向上可期。
- **结合历史回顾和量化分析，三大逻辑重点提示家居板块复苏在即。逻辑 1：疫后需求回补可期。**对比 2020 年，疫情对定制的短期影响大于软体，疫后增速回升持续 4 个季度，20Q2-21Q1 定制、软体收入分别同比+28%、+43%，疫情加速行业集中效应显著。我们认为，家居作为装修环节里的必选消费，疫情的影响只会延后不会消失，因疫情积压的家居消费需求未来将逐步释放。**逻辑 2：地产销售预期改善。**在行业景气筑底复苏阶段，我们建议重点关注地产销售，对家居板块的影响有望同时体现在估值修复、消费信心修复两个维度。**逻辑 3：原材料成本压力有望趋缓。**据我们测算，原材料压力高峰在 2Q21-4Q21，1Q22 环比已有所缓解；中性假设下，预计定制、软体企业 2Q22 成本同比分别+4.3%、+3.9%（1Q22 分别+4.5%、+4.7%），考虑到软体企业于 21 年已提价、定制企业于 4Q21-2Q22 也陆续进行小幅价格调整，预计二季度家居企业的原材料成本压力环比改善是大概率事件。
- **与市场不同的观点：**1) 市场认为地产销售对于家居行业的业绩影响时滞较长，从预售、竣工到装修需要两年以上；我们认为，由于地产销售景气会直接影响当期消费者的财富效应，在宏观经济环境偏弱期间（18 年去杠杆、21 年房地产），对家居行业的当期需求也将同步反映。2) 市场担心疫情导致家居行业消费降级，从而影响品牌企业订单复苏；我们认为，虽然疫情会影响部分消费力降级，但与多数单品消费降级压力不同的是，家具在家装环节中具备必需品、多品类、长链条的消费属性。因此，我们认为疫情对于家居的消费降级影响更多体现为“花更少的钱购买更多更好的产品”，体现在 2020 年疫情背景下，家居龙头通过套餐营销、品类融合，仍实现了单值的显著提升，且预计未来仍有空间。
- **把握地产底、订单底、业绩底，看好下半年家居板块复苏行情。**我们认为，与 20 年疫后复苏时点地产销售底、订单底、业绩底同步不同的是，今年疫情始于 3 月中旬，预计 22 年地产销售底和订单底将领先于业绩底，疫后复苏行情预计将分 2 个阶段演绎：**一是估值修复阶段**，与 1Q19 类似，主要由地产销售和订单回暖带动、起步估值 16.2x (vs. 目前估值 15.8x)，4Q18/1Q19/2Q19 收入增速分别为 15%/10%/14%，

对应 1Q19 板块涨幅 43%，龙头、第二梯队的估值区间分别修复至 25-30x、15-20x；考虑到目前疫情对业绩的影响仍有不确定性，预计本轮估值幅度或将弱于 19 年。二是业绩支撑阶段，考虑到今年疫情时点以及 2H21 业绩基数效应，预计企业业绩回暖趋势将在下半年更为明确，有望带动板块估值进一步上行。

- **投资具备同店潜力的企业。**回顾 18 年地产扰动、20 年疫情扰动，我们认为，每一次景气调整都是行业加速集中的契机，促使龙头加快渠道扩张、客单值能力提升，拓展线上引流、多渠道合作，创新整家套餐、品类融合做大单值成效显著。近期板块估值已回调至近 5 年底部水平，配置价值显现，建议投资具备同店潜力的企业，持续推荐**欧派家居、顾家家居、索菲亚**，建议关注**敏华控股、喜临门、志邦家居、金牌厨柜**。
- **风险因素：**原材料价格大幅上涨风险；疫情大范围爆发风险。

目录

一、行业景气阶段性底部已现	7
二、三大逻辑提示家居板块复苏在即	8
2.1 逻辑一：疫后需求回补可期	8
2.2 逻辑二：地产销售预期改善	9
2.2.1 估值影响：地产销售与家居估值的同步性较强	10
2.2.2 业绩影响：家居收入滞后竣工1年，关注地产销售的当期效应	12
2.3 逻辑三：原材料成本压力有望趋缓	13
2.4 小结	16
三、投资具备同店潜力的企业	16
3.1 开店：传统门店数量驱动边际弱化	16
3.2 同店：全渠道增强获客能力、品类融合做大单值	17
3.3 相关公司	19
3.3.1 欧派家居：整装高歌猛进，大家居优势领先	19
3.3.3 顾家家居：软体向大家居迭代，零售布局顺利铺开	20
3.3.3 索菲亚：零售增速回升，经营步入向上通道	23
3.3.4 敏华控股：功能沙发龙头，品类扩张推进	24
四、风险因素	28

表目录

表 1：2021 年底以来稳增长政策持续出台	10
表 2：1Q19 估值修复行情对比	11
表 3：预计 2Q22 成本压力有望环比改善	15
表 4：重点公司估值表	27

图目录

图 1：3 月住宅竣工面积同比下降 15.3%	7
图 2：3 月住宅销售面积同比下降 23.2%	7
图 3：3 月家具类零售额增速同比下降 8.8%	7
图 4：3 月工业企业家具制造业单月收入增速	7
图 5：20 年疫后上市公司复苏时间、力度均领先行业	8
图 6：20 年疫后需求回补带动上市公司全年收入明显领先行业	8
图 7：2020 疫情背景下实木、板式家具品牌数明显减少	9
图 8：2020 疫情背景下软体经营面积扩容	9
图 9：定制企业市占率 2020 年开始加速提升	9
图 10：软体企业市占率 2020 年开始加速提升	9
图 11：家居板块估值与地产销售同步性较高	11
图 12：1Q19 定制估值修复程度大于软体	11
图 13：家居收入增速变化约滞后竣工 1 年	12
图 14：1Q13-4Q14 索菲亚收入增速滞后竣工约 1 年	12
图 15：1Q18-4Q19 家居板块收入增速滞后竣工约 1 年	12
图 16：2H17 以后家居板块收入增速与地产销售呈现一定同步效应	13
图 17：2Q18-3Q19 家居收入与地产销售呈现一定相关性	13

图 18: 3Q21-1Q22 家居收入与地产销售呈现一定相关性	13
图 19: 2Q21 以来毛利率开始同比下滑	14
图 20: 直接材料为最主要的成本构成-2021	14
图 21: 定制企业最主要原材料为板材和五金	14
图 22: 以沙发为例, 软体主要原材料为皮革、海绵、木材	14
图 23: 原材料价格变动对营业成本影响较为明显	14
图 24: 历史上原材料价格环比变化对定制影响小于软体	14
图 25: 进口牛皮和软泡聚醚价格走势	15
图 26: 家纺面料和包装材料价格走势	15
图 27: 刨花板和中纤板价格走势	15
图 28: 主要五金材料价格走势	15
图 29: 家居板块 PE-TTM 处于 5 年估值底部	16
图 30: 定制企业单品门店近年扩张放缓	17
图 31: 龙头公司门店总数已超过 4000 家	17
图 32: 家居零售渠道模式演进	17
图 33: 定制企业同店增长驱动要素	18
图 34: 软体企业同店增长驱动要素	18
图 35: 索菲亚衣柜零售 21 年同店贡献明显	18
图 36: 顾家家居 21 年同店贡献明显	18
图 37: 欧派家居营业收入及增速	19
图 38: 欧派家居归母净利及增速	19
图 39: 欧派家居多品类营业构成	19
图 40: 欧派家居整装收入占比	19
图 41: 欧派家居运营效率持续优化	20
图 42: 欧派家居现金流整体较好	20
图 43: 欧派家居 PE-BAND	20
图 44: 2015-2021 年顾家家居收入 CAGR 为 31%	21
图 45: 2015-2021 年顾家家居净利 CAGR 为 22%	21
图 46: 顾家家居产品结构多元化	21
图 47: 顾家家居自有品牌收入显著驱动增长 (百万元)	21
图 48: 顾家家居内外销结构整体稳定	22
图 49: 2021 年顾家家居外销收入增长显著回升	22
图 50: 2015-2021 年顾家家居各品类门店数量	22
图 51: 融合大店下顾家家居内销单店提货增长显著	22
图 52: 顾家家居 PE-BAND	22
图 53: 近年来索菲亚客单值呈提升态势	23
图 54: 1Q22 零售渠道增速回升	23
图 55: 品牌矩阵梳理	23
图 56: 整装收入营收占比逐步增加	23
图 57: 索菲亚制造费用成本占比持续下降	24
图 58: 索菲亚净营业周期保持较好水平	24
图 59: 索菲亚 PE-BAND	24
图 60: FY2015-2021 年敏华控股收入 CAGR 为 17.15%	25
图 61: 2015-2021 年敏华控股净利 CAGR 为 10.50%	25
图 62: 敏华控股产品向床具、智能家居拓展	25
图 63: 敏华控股沙发业务稳健, 床具增速加快	25

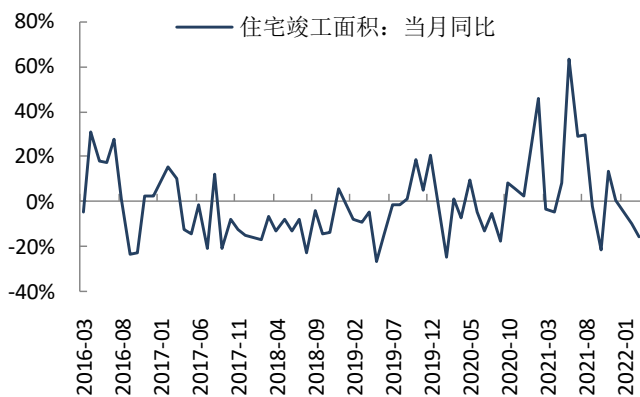
图 64: 敏华控股内销收入占比不断提高.....	26
图 65: FY2022 敏华控股外销恢复高速增长.....	26
图 66: 敏华控股门店快速扩张.....	26
图 67: 敏华控股产品矩阵拓展, 单店收入持续提升.....	26
图 68: 敏华控股 PE-BAND	26

一、行业景气阶段性底部已现

2022年以来，在宏观经济和地产环境偏弱，全国疫情多点散发的背景下，家居行业景气低位运行。地产方面，3月全国住宅竣工面积同比-15.3%，环比1-2月回落5.7pct；3月商品房住宅销售面积同比-23.2%，环比1-2月回落9.4pct，增速自21年7月以来连续8个月持续负增长。家居行业运行情况来看，3月限额以上社会消费品零售额同比-8.8%，环比1-2月回落2.8pct，自21年12月增速转负以来已连续3个月降幅持续扩大；3月规模以上工业企业家具制造业营业收入同比+0.4%，环比1-2月回落6.5pct。

后续来看，一方面，由于今年影响较大的华东地区疫情始于3月中下旬，预计4-5月行业数据仍有压力。另一方面，我们依然坚定乐观，认为目前时点行业阶段性景气底部已现。如果后续全国疫情形势逐步好转，随着复工复产推进、经济活动陆续恢复正常，预计5月下旬-6月或将逐步迎来景气回暖。

图 1：3月住宅竣工面积同比下降 15.3%



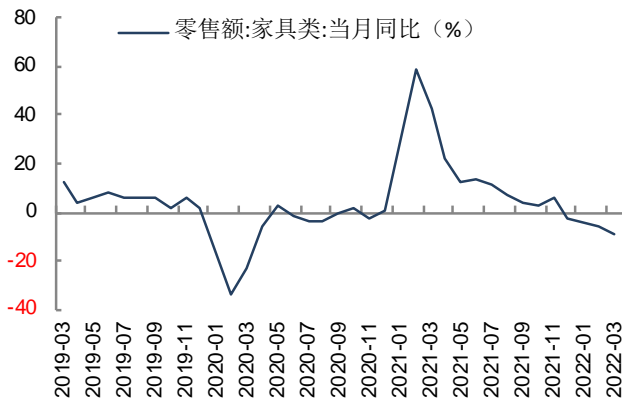
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：3月住宅销售面积同比下降 23.2%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：3月家具类零售额增速同比下降 8.8%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：3月工业企业家具制造业单月收入增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、三大逻辑提示家居板块复苏在即

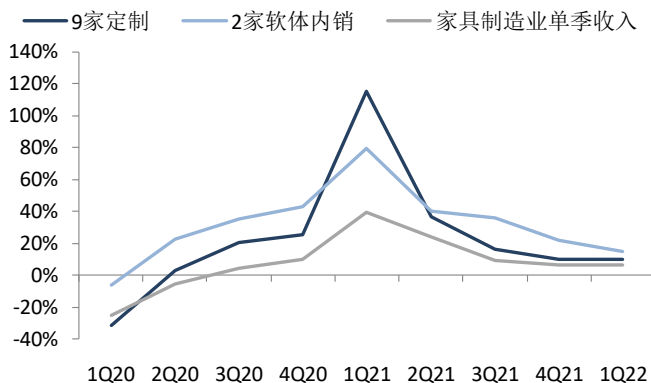
结合历史回顾和量化分析，我们认为家居板块复苏值得期待，三大逻辑重点提示：**逻辑1**：疫后需求回补可期。**逻辑2**：地产销售预期改善，对家居板块的影响有望同时体现在估值修复、消费信心修复两个维度。**逻辑3**：原材料成本压力趋缓，企业盈利有望逐步回升。

2.1 逻辑一：疫后需求回补可期

2020年疫后增速回升延续4个季度，需求回补带动家居板块当年收入+9%，明显领先行业。对比2020年Q1的疫情来看，疫情导致20Q1家具行业收入同比明显下滑；其中，定制、软体、家具制造业收入分别同比-32%、-7%、-26%，定制受损程度较高主要因定制产品的服务链条较长、且非标化属性更高。但随着20Q2全国疫情逐步得到控制，20Q2-21Q1家居板块收入增速明显回升，20Q2-21Q1主要定制公司收入+28%、软体收入+43%，收入增速均明显回暖且复苏力度领先行业。

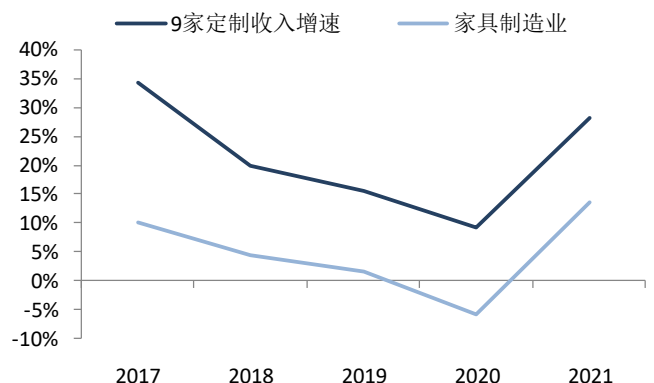
预计今年疫情的业绩影响将于Q2逐步体现，但影响程度小于2020年，22H2需求回补值得期待。对比今年来看，一方面，考虑到本轮疫情始于3月中下旬，预计将对22Q2行业增速有所扰动；另一方面，由于今年疫情的影响范围以区域型为主，预计对上市公司的业绩影响小于2020年。但我们认为，家居作为装修环节里的必选消费，疫情的影响只会延后不会消失。如果后续全国疫情逐步缓解，前期积压的家居消费需求将逐步释放。

图5：20年疫后上市公司复苏时间、力度均领先行业



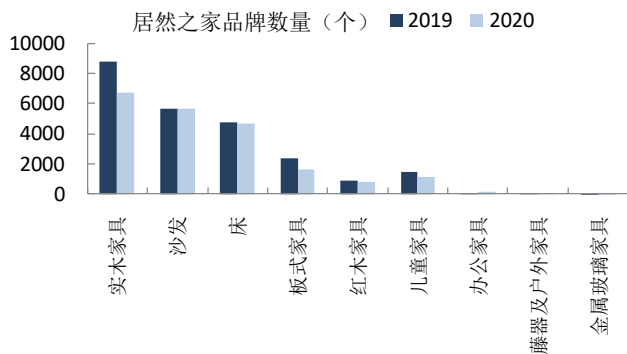
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图6：20年疫后需求回补带动上市公司全年收入明显领先行业

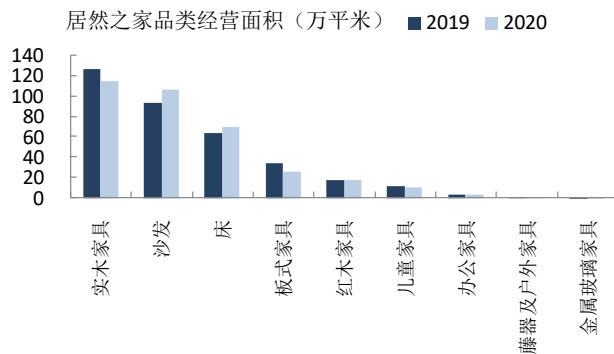


资料来源：居然之家，信达证券研发中心

疫情加快行业出清，头部企业抢占渠道扩张窗口期。近年来，一方面，由于家居卖场客流整体呈下降趋势，且定制企业渠道分化加速，家居卖场出租率出现一定波动。因此，卖场资源更多向引流能力更强的头部品牌倾斜。另一方面，2020年疫情导致中小企业经营承压，进一步加速了行业出清。以上市软体公司为代表的头部品牌积极把握此轮渠道扩张的窗口期，加快门店扩张和渠道下沉。

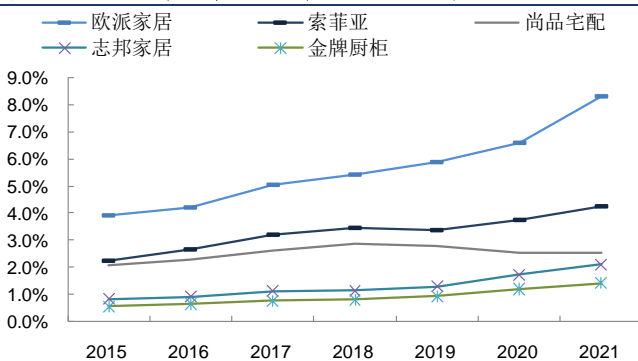
图 7：2020 疫情背景下实木、板式家具品牌数明显减少


资料来源：居然之家，信达证券研发中心

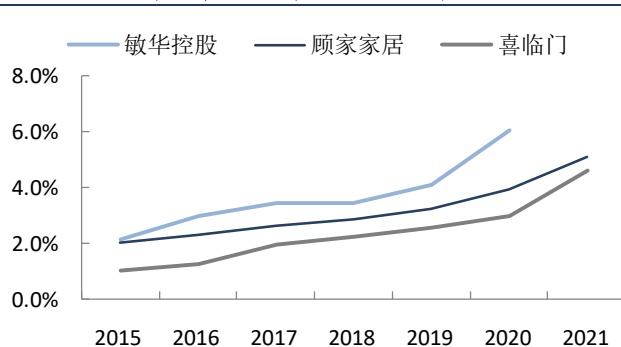
图 8：2020 疫情背景下软体经营面积扩容


资料来源：居然之家，信达证券研发中心

行业调整加速市场集中，上市公司市占率 2020 年开始加速提升。从经营结果来看，上市公司 2020-2021 年期间市占率也开始呈现加速提升态势。我们认为，每一次景气调整都是行业加速集中的契机，促使龙头全面加快客户数、客单值能力提升，拓展线上引流、多渠道合作做大客户数，创新整套套餐、品类融合做大客单值成效显著。

图 9：定制企业市占率 2020 年开始加速提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：软体企业市占率 2020 年开始加速提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 逻辑二：地产销售预期改善

稳增长政策相继出台，保持经济稳定发展目标不变。2022 年以来，在宏观经济持续偏弱以及疫情扰动的背景下，国家连续出台一系列促进稳增长政策，保持经济稳定发展目标不变。4 月 29 日，中共中央政治局会议提出，当前经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战，同时强调疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。

地产政策进一步改善，明确支持各地从当地实际出发，刚性和改善型住房需求。同时，继 2022 年政府工作报告在延续“房住不炒”定位基础上，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求以后，本次政治局会议明确提出，支持各地从当地实际出发，完善房地产政策，支持刚性和改善型住房需求，优化商品房预售资金监管。今年以来，各地已陆续出台首套、二套房首付比例，以及利率等放松政策，结合本次会议表述，预计后续各地或将推出因城施策的相关购房政策，有望带动地产销售逐步回暖。在行业景气筑底复苏阶段，我们建议重点关注地产销售，对家居板块的影响有望同时体现在估值修复、消费信心修复两个维度。

表 1：2021 年底以来稳增长政策持续出台

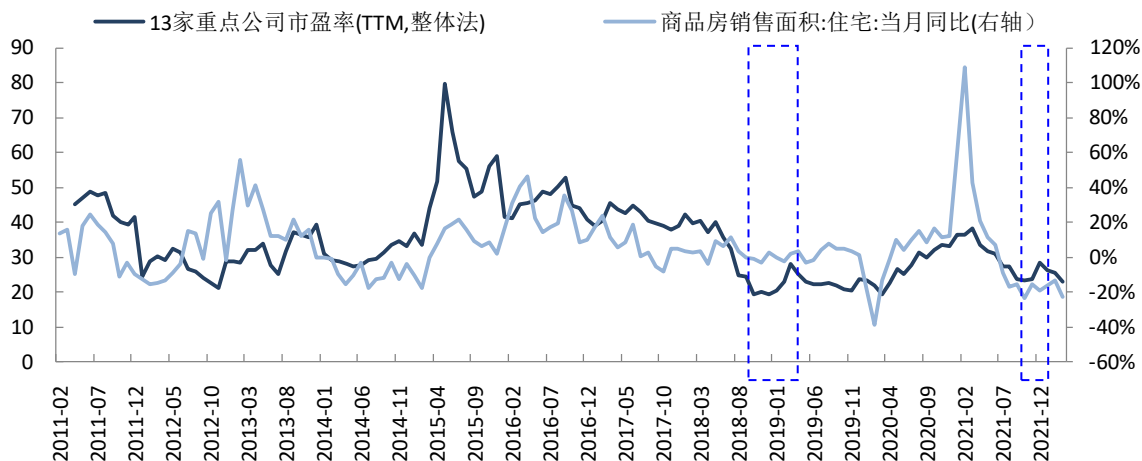
时间	事件	政策
2021. 12. 6	中央政治局会议	对于 2022 年的经济工作，会议定调“稳字当头、稳中求进”，要求宏观政策“稳健有效”。“稳”字体现为政策的连续性、稳定性和可持续性。要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。实施扩大内需，促进消费恢复，积极扩大有效投资等。
2021. 12. 6	央行公告降准	人民银行公告称，决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%。央行称，本次降准为全面降准，将释放长期资金约 1.2 万亿元。
2021. 12. 8	中央经济工作会议	2021 年中央经济会议要求，明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。还提出要“坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设”
2022. 3. 5	十三届全国人大五次会议听取国务院总理李克强关于政府工作的报告。	提出，今年发展主要预期目标是国内生产总值增长 5.5% 左右，把“稳”字放在了重要的位置，整体上加大了财政支出的力度，支持减税降费政策，货币政策方面，我国将继续实施好稳健的货币政策，保持流动性合理充裕。
2022. 4. 13	国务院常务会议	会议部署促进消费的政策举措；决定进一步加大出口退税等政策力度；指出适时运用降准等货币政策工具，加大金融对实体经济支持，引导降低市场主体融资成本。
2022. 4. 29	中共中央政治局会议	会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2.2.1 估值影响：地产销售与与家居估值的同步性较强

参照历史估值波动情况来看，估值提升预计将分为 2 个阶段波动。**第一阶段：**为地产销售或者政策预期改善带来的板块性估值修复，典型阶段包括 1Q19、4Q21。**回顾 1Q19**，家居板块 1Q19 收入增速仍处阶段性低点，但由于 19 年初地产“因城施策”定调，一二线城市楼市成交放量，按揭投放回暖，加之当年 3 月企业接单恢复，带动板块估值整体修复。**从 4Q21 板块行情来看**，在地产销售持续偏弱的背景下，主要因政策预期改善带来的板块估值修复，但相较于地产销售回暖，政策预期改善对板块估值的支撑持续性较为有限。对应龙头公司估值修复至 25-30x，第二梯队估值修复至 15-20x。

第二阶段：业绩支撑带来的估值提升。典型阶段包括 1Q15-4Q17 行业高景气业绩高增、2Q20-1Q21 疫后复苏业绩回暖。在行业景气复苏阶段，上市公司收入增速持续高于行业平均，其中龙头公司经营表现持续领先，龙头估值溢价带动板块整体估值中枢上移，对应龙头公司估值提升至 35x-40x，第二梯队估值提升至 25-30x。

图 11：家居板块估值与地产销售同步性较高


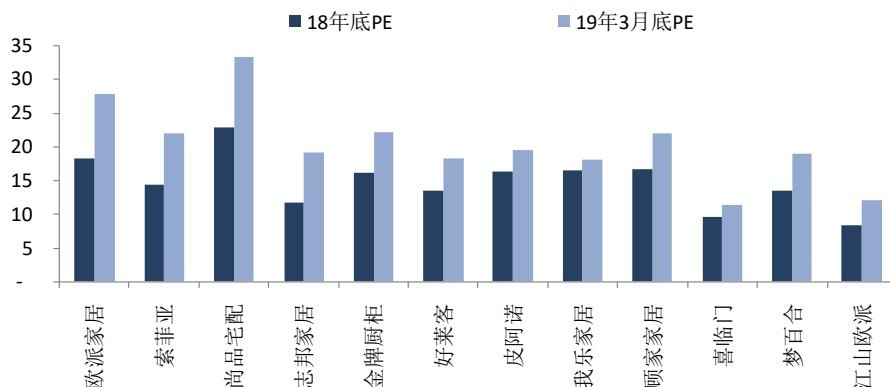
资料来源：Wind，信达证券研发中心

当前时点，考虑到本轮疫情对企业的影响始于 3 月下旬，预计将对 Q2 收入形成一定扰动。结合历史回顾，我们认为本轮复苏行情有望分 2 个阶段演绎：一是估值修复阶段，与 1Q19 类似主要由地产销售和订单回暖带动，1Q19 主要家居公司整体涨幅 43%，其中定制弹性大于软体，由对应龙头、第二梯队的估值区间有望分别修复至 25-30x、15-20x；二是业绩支撑阶段，考虑到疫后需求回补进展、以及 2H21 业绩基数效应，预计企业业绩回暖趋势将在下半年更为明确，有望带动板块估值进一步上行。

表 2：1Q19 估值修复行情对比

	2018/12/31	2019/1/31	2019/2/28	2019/3/31
较 18 年底涨幅		5%	17%	43%
板块当年 PE (x)	16.2	16.9	18.9	23.1
地产销售增速	2.5%	-0.4%	-3.2%	1.8%
剔除软体并购因素，定制板块收入增速	4Q18/1Q19/2Q19 分别为 15%/10%/14%			
	2022/3/31	2022/4/29		
较 22 年 3 月底涨幅		-7.2%		
板块当年 PE (x)	17.0	15.8		
地产销售增速	-23.2%	预计持续为负		
软体+定制板块收入增速	4Q21/1Q22 分别为 12%/13%，预计 2Q22 或将受疫情扰动			

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：1Q19 定制估值修复程度大于软体


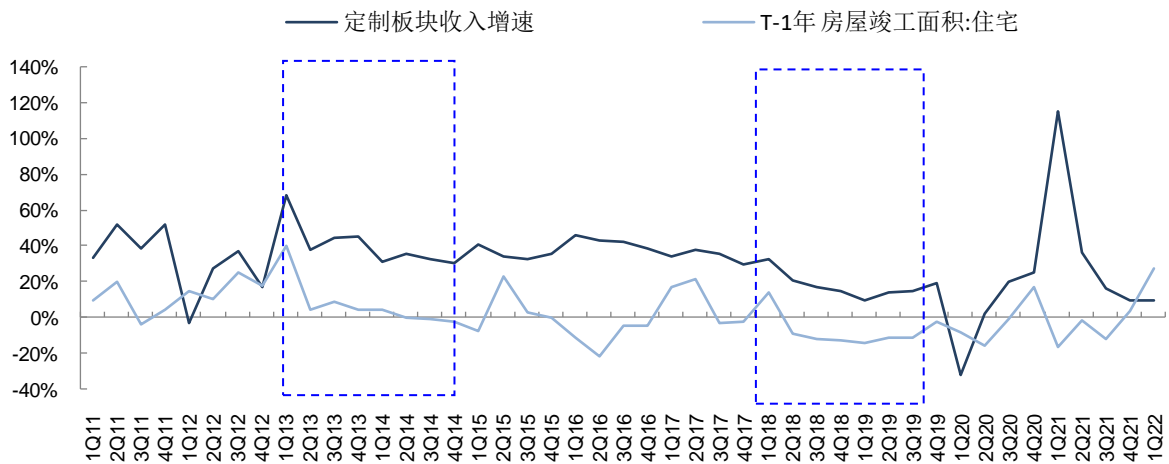
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2.2 业绩影响：家居收入滞后竣工 1 年，关注地产销售的当期效应

从地产对家居的业绩影响来看，除了竣工的滞后影响以外，我们认为近年随着行业景气调整，地产销售对家居业绩也产生一定同步影响。

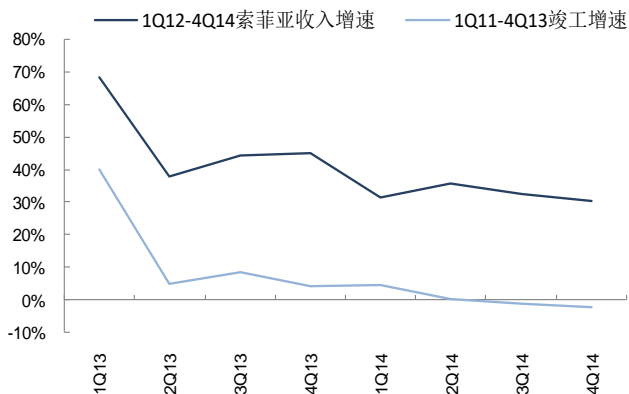
1) 竣工方面，近年家居收入变化整体滞后竣工约 1 年。考虑到软体公司近年收入均有并购因素扰动，以 9 家上市公司定制企业为样本，其中，2015 年以前以索菲亚为样本，1Q16 以后以 9 家上市定制企业为样本。其中，**1Q12-4Q14** & **1Q18-4Q19**（剔除疫情影响），从主要上市公司收入增速表现来看，家居行业增速对竣工的数据体现约滞后 1 年。**1Q15-4Q17 期间**，家具收入增速与地产竣工相关性不大，主要原因在于家居行业尤其是定制行业高景气，渗透率提升逻辑带动上市公司业绩表现成功穿越地产周期。

图 13：家居收入增速变化约滞后竣工 1 年



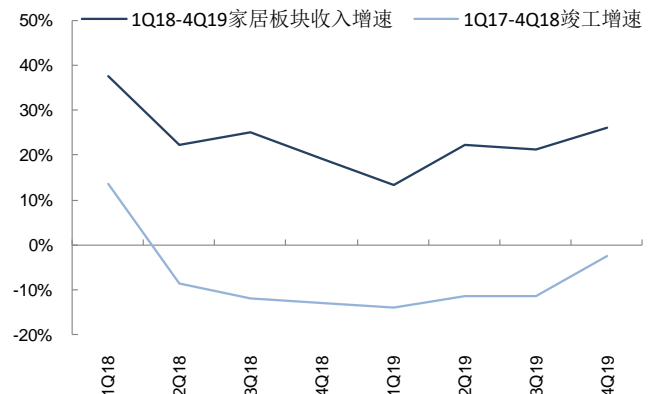
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：1Q13-4Q14 索菲亚收入增速滞后竣工约 1 年



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：1Q18-4Q19 家居板块收入增速滞后竣工约 1 年

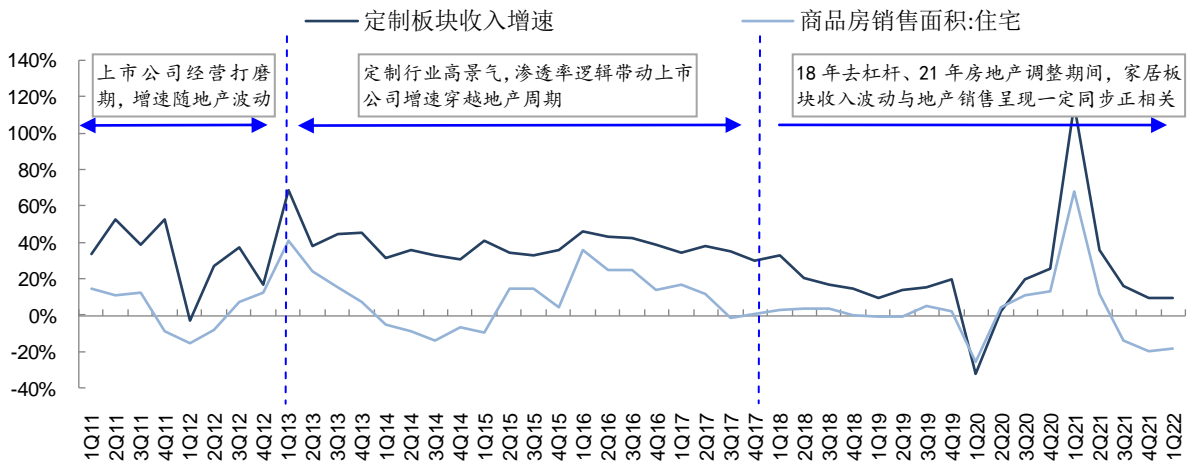


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2) 地产销售方面，虽然地产销售对于家居行业的业绩影响时滞较长，从预售、竣工到装修需要两年以上。但我们对比近年家居企业收入增速和地产销售情况发现：**1Q13-4Q17**，上市公司收入增速与地产销售相关性不大，主要原因在于家居行业尤其是定制行业高景气，渗透率提升逻辑带动上市公司业绩表现成功穿越地产周期。但自 2018 年以来，剔除疫情影响，尤其在 **2Q18-3Q19**、**3Q21-1Q22**，家居板块收入增速则与地产销售逐步呈现出较为明显的同步正相关性。我们认为，这主要是由于近年家居行业高速增长长期已过，当宏观经济环境偏弱运行期

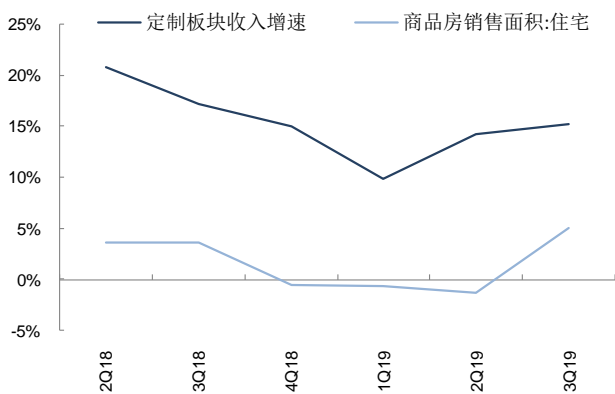
间（18 年去杠杆、21 年房地产调整），地产销售对于消费者当期财富效应的影响更为明显，从而对家居行业的当期需求也会一定程度上同步反应。

图 16：2H17 以后家居板块收入增速与地产销售呈现一定同步效应



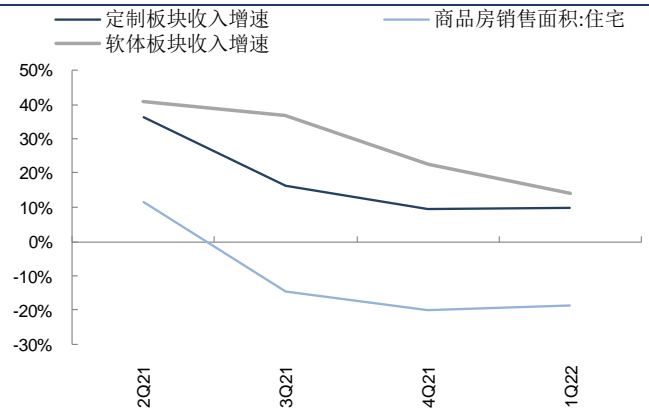
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：2Q18-3Q19 家居收入与地产销售呈现一定相关性



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：3Q21-1Q22 家居收入与地产销售呈现一定相关性

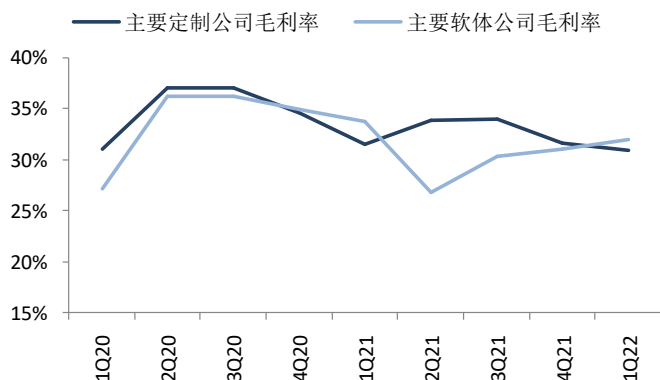


资料来源：Wind，信达证券研发中心

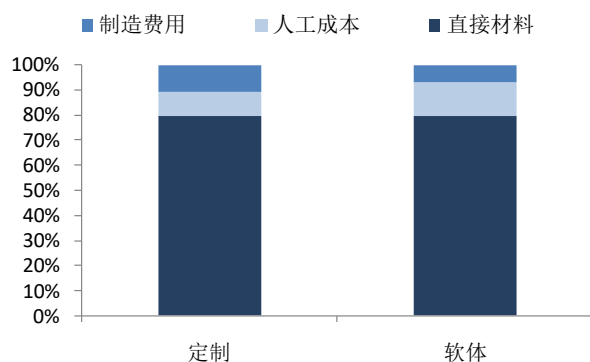
2.3 逻辑三：原材料成本压力有望趋缓

2021 年以来，在原材料价格明显上涨的背景下，家居企业毛利率均有所下滑。此外，影响企业毛利率的因素还包括：运输费用的会计准则调整影响、业务结构变化、以及经销商返利政策变化等。以欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜为样本，4 家定制企业平均毛利率 2Q21/3Q21/4Q21/1Q22 分别同比下降 3pct/3pct/3pct/0.5pct，以顾家家居、喜临门 2 家软体企业为样本，2Q21/3Q21/4Q21/1Q22 平均毛利率分别同比下降 9pct/6pct/4pct/2pct。

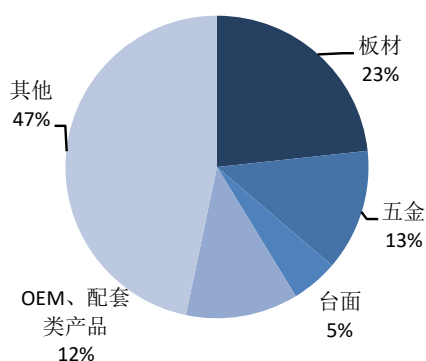
从上市公司的营业成本构成来看，定制和软体企业的直接材料占比均接近 80%，是影响成本最主要的因素。其中，定制企业直接材料主要包括板材、五金、台面、OEM 和配套产品等，在直接材料里成本占比分别约 23%、13%、5%、12%；以沙发为例，软体企业直接材料主要包括皮革、海绵、木材、五金件、布料、包材及装饰品等，皮革、海绵、木材在直接材料成本里占比分别约 45%、12%、13%，床垫企业主要直接材料还包括乳胶、弹簧等。

图 19: 2Q21 以来毛利率开始同比下滑


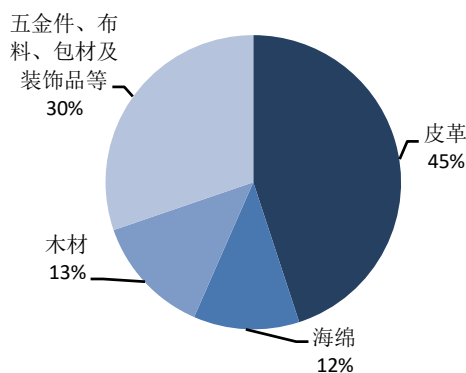
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 直接材料为最主要的成本构成-2021


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

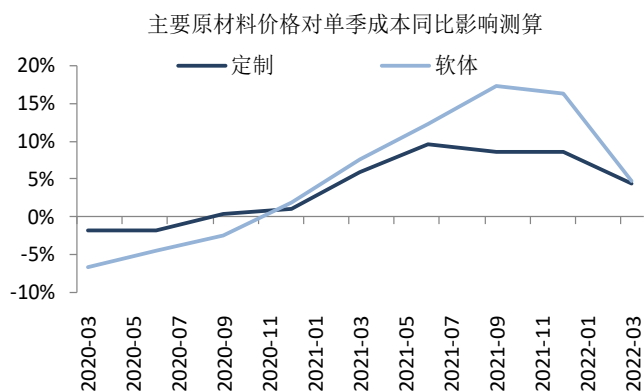
图 21: 定制企业最主要原材料为板材和五金


资料来源: 欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、尚品宅配招股说明书, 信达证券研发中心

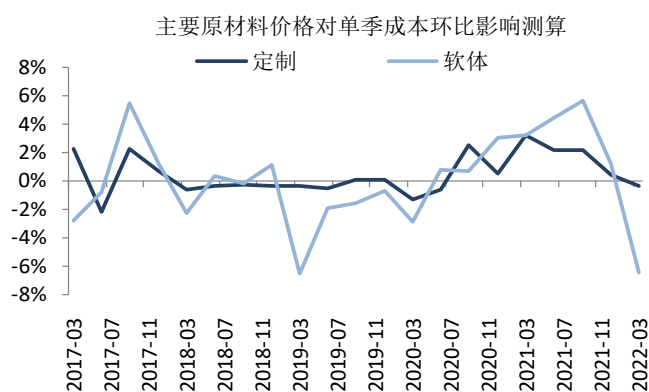
图 22: 以沙发为例, 软体主要原材料为皮革、海绵、木材


资料来源: 顾家家居招股说明书, 信达证券研发中心

原材料压力高峰在 2Q21-4Q21, 1Q22 环比已有所缓解。根据定制和软体企业的直接材料构成, 以及原材料价格历史走势, 我们就原材料价格的变动对企业成本影响进行测算, 结果表明: 1) 原材料涨价对家居企业的成本影响始于 1Q21, 随着原材料价格上行, 2Q21-4Q21 成本压力更为显著。2) 其中, 2021 年原材料涨价对软体企业成本影响更大, 部分软体公司于 21 年中已进行产品价格调整积极应对。3) 1Q22 随着部分原材料涨幅趋缓, 对企业的成本压力有所缓解, 其中软体企业得益于良好的价格传导机制改善幅度更为明显。

图 23: 原材料价格变动对营业成本影响较为明显


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 历史上原材料价格环比变化对定制影响小于软体


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

预计 2Q22 原材料成本压力环比改善是大概率事件。回顾历史每个季度原材料价格走势，其中，对定制企业每个季度的成本影响区间为-2.2%~+3.2%，对软体企业每个季度的成本影响区间为-7%~+6%。2022 年以来，随着部分原材料价格涨幅趋缓或已有所回落，1Q22 定制和软体的原材料成本均环比有所下降，分别为-0.3%、-6.4%，且同比涨幅较 21 年已明显收窄，分别为 4.5%、4.7%。

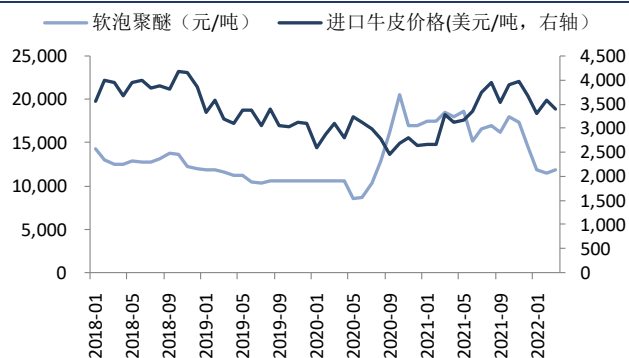
展望二季度，我们就 Q2 原材料价格的环比走势，对家居企业的成本影响进行敏感性分析测算，结果表明：1) 悲观假设下，假设定制、软体 Q2 原材料价格环比变动带动综合成本环比分别上涨 3%、6%，对应定制、软体企业的 Q2 成本同比分别增加 5.4%、5.9%；2) 中性假设下，结合一季度原材料价格走势，假设定制、软体 Q2 原材料价格环比变动带动综合成本环比分别上涨 2%、4%，对应定制、软体企业的 Q2 成本同比分别+4.3%、+3.9%（1Q22 分别+4.5%、+4.7%），考虑到软体企业于 21 年已提价、定制企业于 4Q21-2Q22 也陆续进行小幅价格调整，预计二季度家居企业的原材料成本压力环比改善是大概率事件。

表 3: 预计 2Q22 成本压力有望环比改善

软体：历史原材料价格环比变化 对营业成本影响：上限 6%、下限-7%								1Q22
假设 2Q22 原材料价格环比变化带动综合成本环比变化	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	-6.4%
对软体综合成本的同比影响	-6.1%	-4.1%	-2.1%	-0.1%	1.9%	3.9%	5.9%	4.7%
定制：历史原材料价格环比变化 对营业成本影响：上限 3.2%、下限-2.2%								1Q22
假设 2Q22 原材料价格环比变化带动综合成本环比变化	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	-0.3%
对定制综合成本的同比影响	-1.0%	0.1%	1.2%	2.2%	3.3%	4.3%	5.4%	4.5%

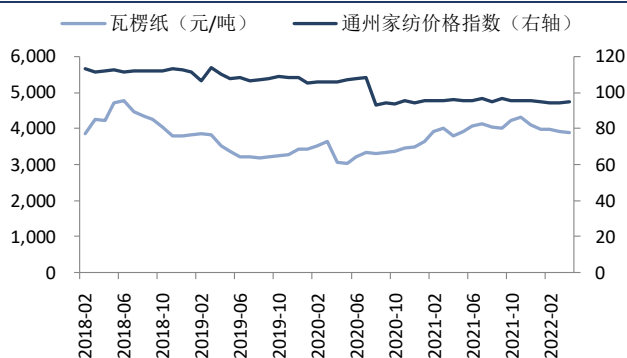
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25: 进口牛皮和软泡聚醚价格走势



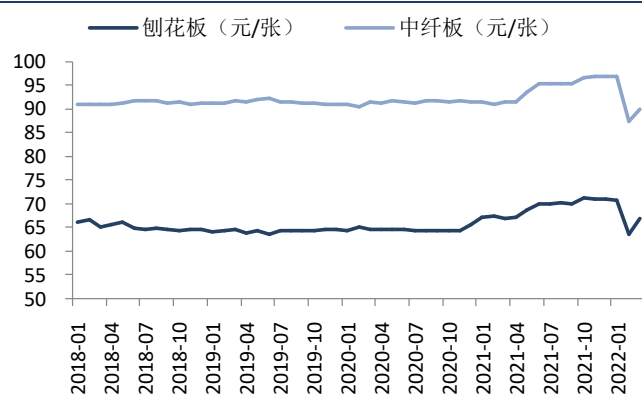
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 26: 家纺面料和包装材料价格走势



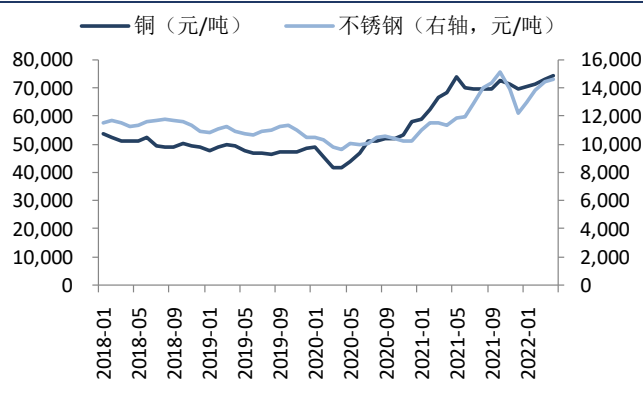
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27: 刨花板和中纤板价格走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28: 主要五金材料价格走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

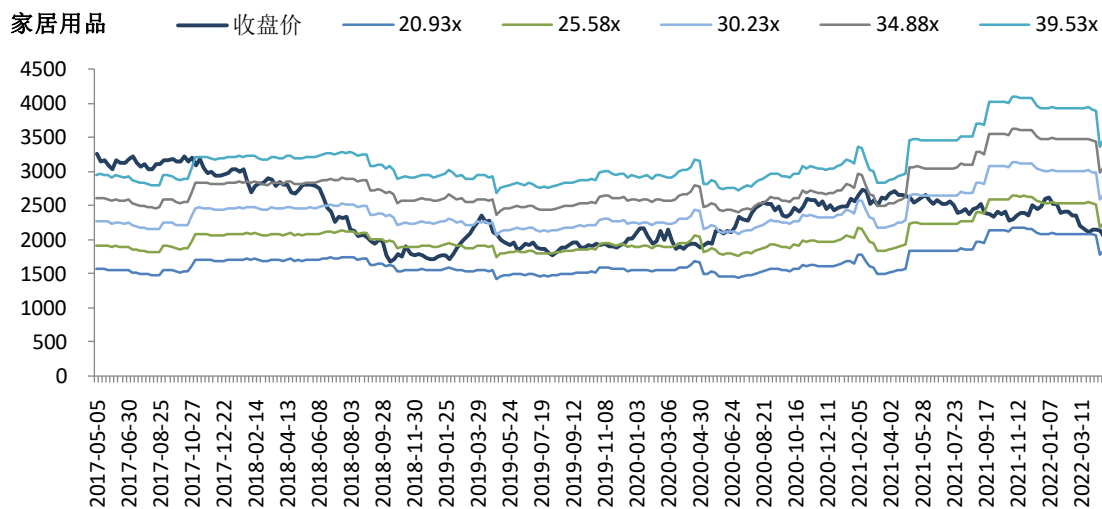
2.4 小结

把握地产底、订单底、业绩底，看好下半年家居板块复苏行情。我们认为，与20年疫后复苏时点地产销售底、订单底、业绩底同步不同的是，今年疫情始于3月中旬，预计22年地产销售底和订单底将领先于业绩底，疫后复苏行情预计将分2个阶段演绎：一是估值修复阶段，与1Q19类似，主要由地产销售和订单回暖带动、起步估值16.2x(vs. 目前估值15.8x)，4Q18/1Q19/2Q19收入增速分别为15%/10%/14%，对应1Q19板块涨幅43%，龙头、第二梯队的估值区间分别修复至25-30x、15-20x；考虑到目前疫情对业绩的影响仍有不确定性，预计本轮估值幅度或将弱于19年。二是业绩支撑阶段，考虑到今年疫情时点以及2H21业绩基数效应，预计企业业绩回暖趋势将在下半年更为明确，有望带动板块估值进一步上行。

三、投资具备同店潜力的企业

回顾18年地产扰动、20年疫情扰动，我们认为，每一次景气调整都是行业加速集中的契机，促使龙头加快渠道扩张、客单值能力提升，拓展线上引流、多渠道合作，创新整家套餐、品类融合做大单值成效显著。近期板块估值已回调至近5年底部，配置价值显现，建议投资具备同店潜力的企业，持续推荐欧派家居、顾家家居、索菲亚，建议关注敏华控股、喜临门、志邦家居、金牌厨柜。

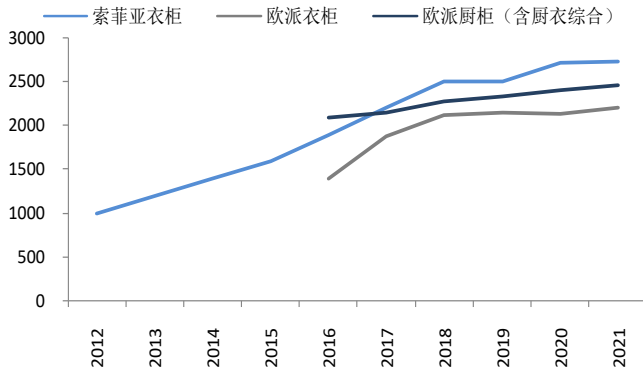
图 29：家居板块 PE-TTM 处于 5 年估值底部



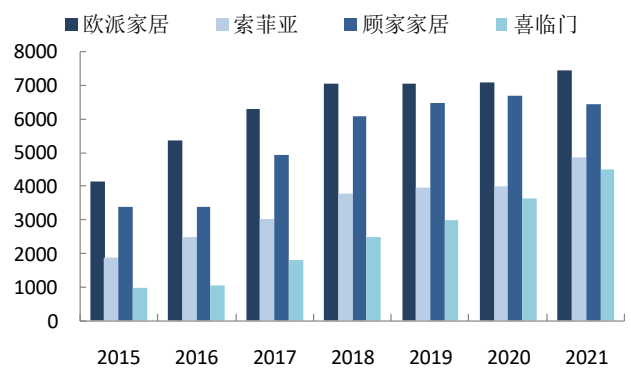
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.1 开店：传统门店数量驱动边际弱化

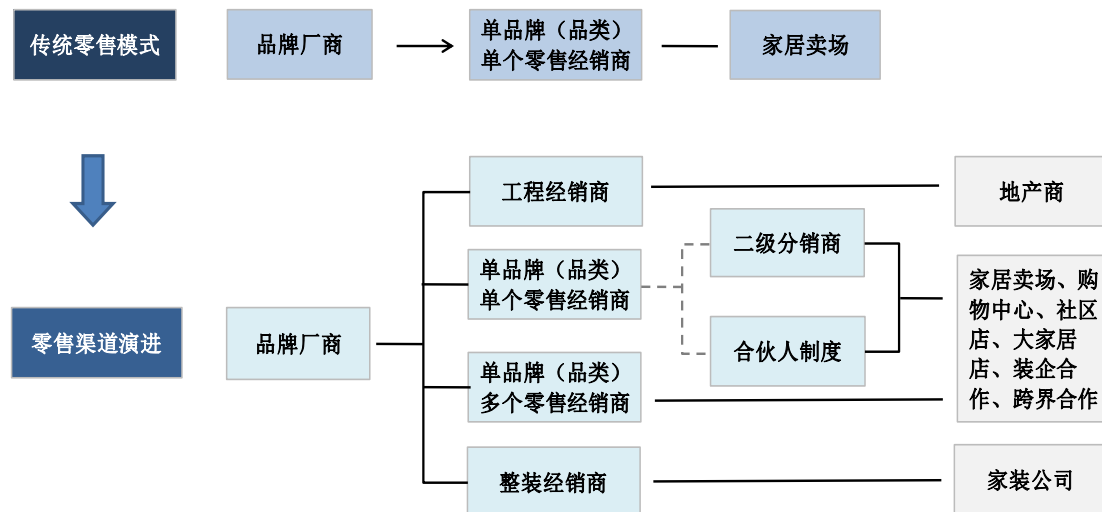
家居行业增长逻辑经历了过去开店扩张驱动为主以后，龙头单品开店数量已接近上限，截至2021年底，头部企业门店总数均已超过4000家，部分公司门店总数已超过6000家。对于头部定制企业来说，以欧派橱柜、欧派衣柜、索菲亚衣柜为例，单品门店数量接近2500家以后，年净增门店数呈明显放缓趋势。主要近年因定制行业流量快速分散、门店经营成本持续抬升。在此背景下，我们建议投资者关注企业同店潜力。

图 30：定制企业单品门店近年扩张放缓


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 31：龙头公司门店总数已超过 4000 家


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 32：家居零售渠道模式演进


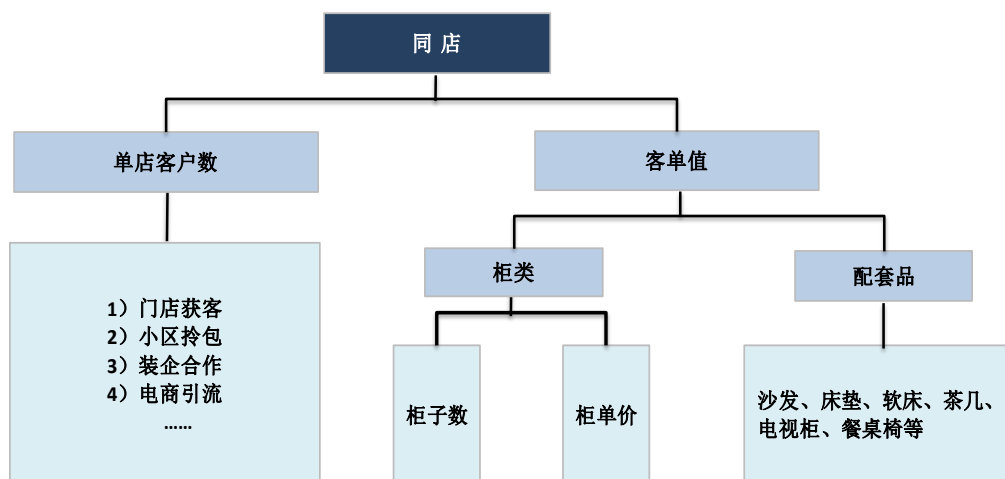
资料来源：信达证券研发中心

3.2 同店：全渠道增强获客能力、品类融合做大单值

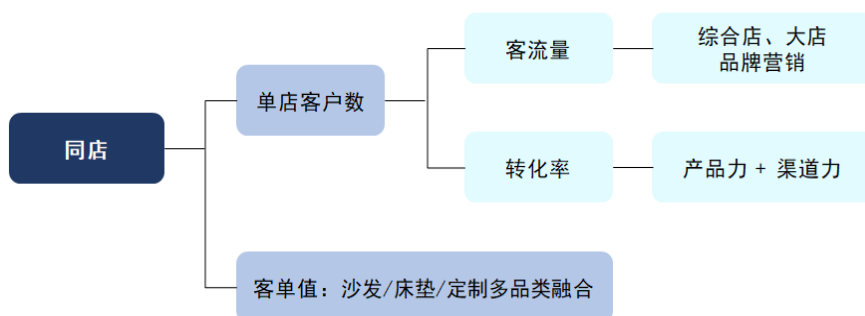
同店的驱动因素来自于单店客户数、客单值。

1) 单店客户数：主要来自于客流量*转化率两个维度。定制企业来看，在近年客流分散的背景下，客流量主要来自于门店获客、小区拎包、零售整装、电商引流等多元化的终端渠道拓展，同时通过企业对终端的多方赋能，带动门店转化率以及代理商的渠道拓展实力提升，预计未来在转化率、拎包和整装渠道仍有较大提升空间。软体企业来看，由于渠道形态更依赖于家居卖场，客流量我们认为主要来自于大店蓄客能力、以及品牌营销引流，近年头部企业在卖场渠道加快开店，渠道占位优势明显，同时加大营销推广占领消费者心智，为单店客流量形成较好支撑。

2) 客单值：主要来自于多品类*配套率。定制企业来看，柜类产品的单价提升（单个客户柜子数量增加&柜单价提升）以及配套品销售增加。定制企业过去单值增加主要得益于定制渗透率提升带来的柜子数增加、以及消费升级趋势下柜单价提升，未来来看，我们认为随着定制渗透率普及，单纯依靠柜类产品提单值的驱动将边际弱化，而家配业务有望成为企业提单值的又一发力点。软体企业来看，近年龙头企业纷纷加快品类扩张，全面布局沙发、床垫、定制、功能等多赛道，结合综合店、大店模式，品类融合成效显著，客单值持续提升。

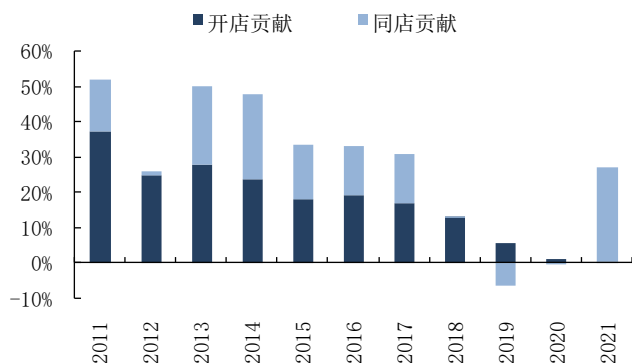
图 33：定制企业同店增长驱动要素


资料来源：信达证券研发中心

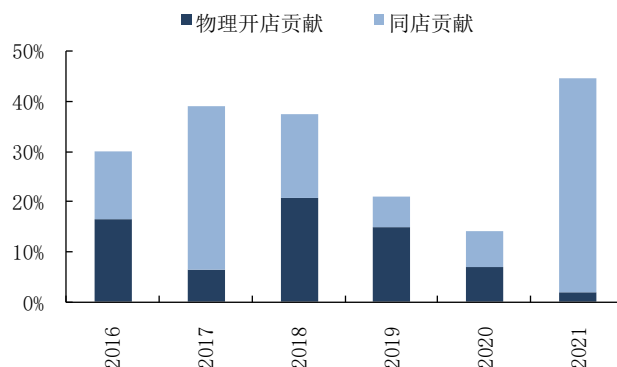
图 34：软体企业同店增长驱动要素


资料来源：信达证券研发中心

疫情影响短期消费降级，更应重视具备做大单值潜力的企业。市场担心疫情导致家居行业消费降级，从而影响定位于中高端客群的品牌企业订单复苏；我们认为，虽然疫情会影响部分消费力降级，但与多数单品消费降级压力不同的是，家具在家装环节中具备必选品、多品类、长链条的消费属性。因此，我们认为疫情对于家居的消费降级影响更多体现为“花更少的钱购买更多更好的产品”，体现在 2020 年疫情背景下，家居龙头通过套餐营销、品类融合，仍实现了单值的显著提升，且预计未来仍有空间。

图 35：索菲亚衣柜零售 21 年同店贡献明显


资料来源：索菲亚公司公告，信达证券研发中心

图 36：顾家家居 21 年同店贡献明显


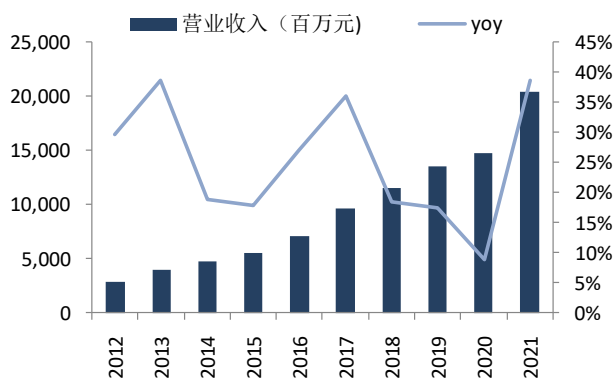
资料来源：顾家家居公司公告，信达证券研发中心

3.3 相关公司

3.3.1 欧派家居：整装高歌猛进，大家居优势领先

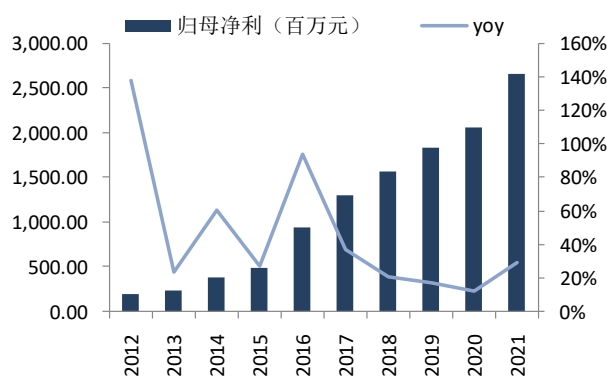
2021 年实现营业收入 204.42 亿元，同比增长 38.68%，归母净利润 26.66 亿元，同比增长 29.23%，扣非净利润同比增长 29.72%。分产品看，2021 年衣柜及其配套家具产品、橱柜、木门、卫浴收入分别同比增长 49.53%、24.22%、60.36%、33.72%，其中衣柜及家配合计收入突破 100 亿元。分渠道看，2021 年直营店、经销店、大宗业务收入分别同比增长 47.33%、40.20%、36.92%；其中，大宗业务收入占比从 20 年的 18% 降至 21 年的 16%，整装大家居持续高增，21 年整装大家居接单业绩增速超 90%。门店拓展方面，2021 年欧派橱柜净增 52 家至 2459 家，欧派衣柜净增 77 家至 2201 家，欧派卫浴净增 217 家至 805 家，欧铂丽净增 61 家至 989 家；其中，橱柜零售经销商合作装企超 3000 家，创新集成厨房商业模式 21 年开店超 600 家。21 年末公司预收款相关科目余额同比增长 36%，订单储备丰富对未来收入增长形成较好支撑。

图 37：欧派家居营业收入及增速



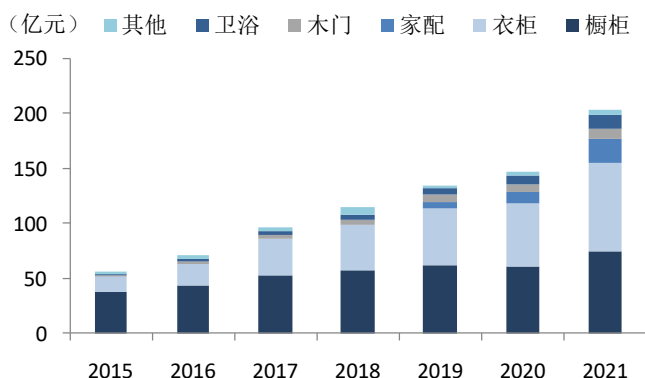
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 38：欧派家居归母净利及增速



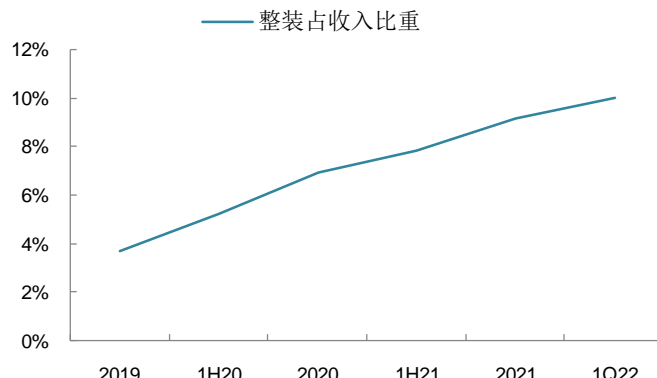
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 39：欧派家居多品类营业构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 40：欧派家居整装收入占比



资料来源：Wind，欧派家居公司公告，信达证券研发中心

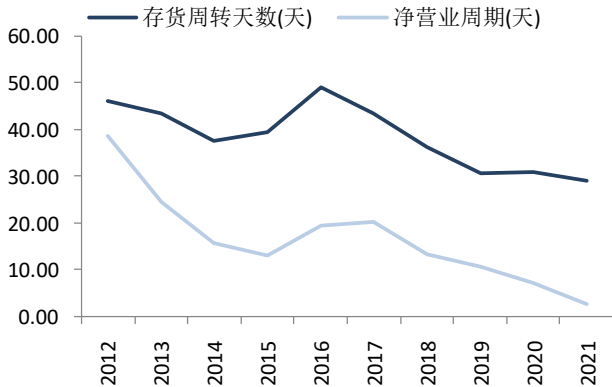
毛利率下降费用率优化，运营效率提升。2021 年公司综合毛利率为 31.62%，同比下降 3.39pct，其中分产品看，衣柜及其配套家具产品、橱柜、木门、卫浴毛利率分别变动-4.23pct、-1.82pct、-0.13pct、-1.27pct。Q4 单季综合毛利率为 28.98%，同比下降 4.04pct。费用方面，单 Q4 销售、管理、研发、财务费用率分别变动-1.45pct、-0.39pct、+0.74pct、-1.04pct，费用管控持续优化。单 Q4 净利率为 9.14%，同比下降 3.09pct，归母净利润同比下降 9.84%，扣非净利润同比下降 9.38%。此外，公司夯实基础管理，运营效率优化成效显著，21 年公司存货周转率同比提升 0.73 次至 12.31 次；净营业周期同比减少 4.48 天至 2.73 天。此外，公司信息化近五年来，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>19

已经成功打造大规模非标定制家居智能制造支撑技术平台及工业互联网平台，全面实现定制订单的“75%免审、85%免审和快审、95%一次通过”。

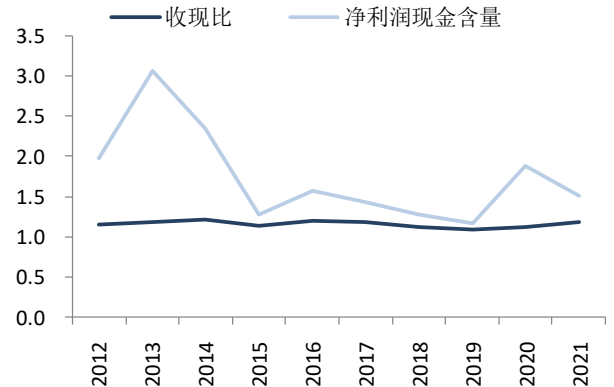
看好龙头份额加速提升。欧派家居对于商业模式的创新迭代能力业内领先，近年公司成功打造在整体橱柜、全屋定制两大核心品类的龙头地位，叠加营销、制造、渠道等多方核心优势，积极推进大家居战略升级。我们认为，家居行业产品差异不大，公司利用阶段性低毛利业务正在快速构建渠道护城河，长期有望进一步强化“欧派”品牌效应，带动市场份额加速提升。

图 41：欧派家居运营效率持续优化



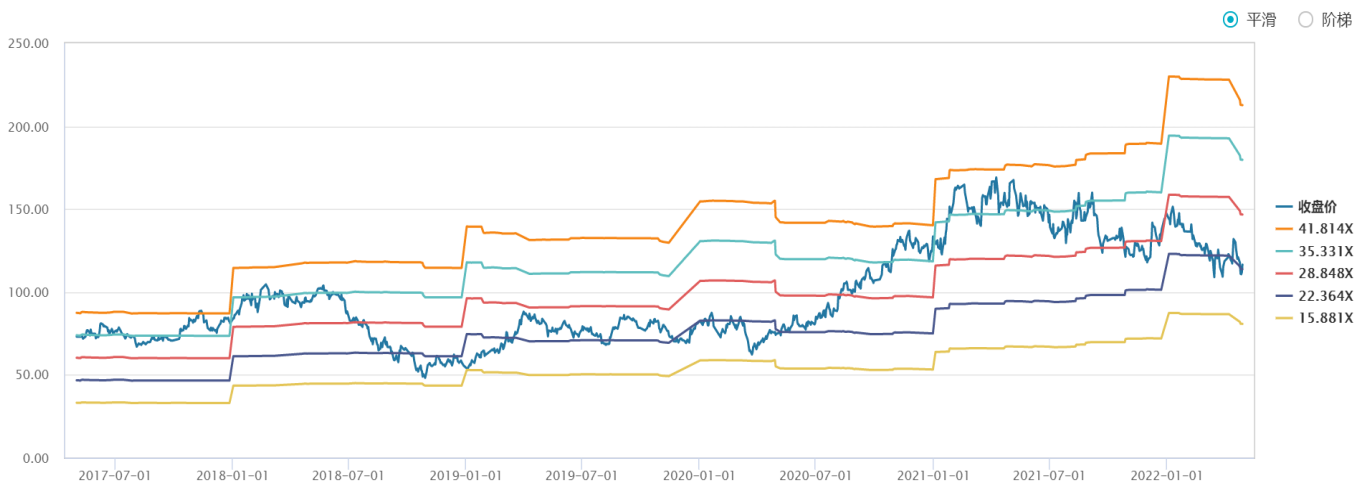
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 42：欧派家居现金流整体较好



资料来源：Wind，信达证券研发中心

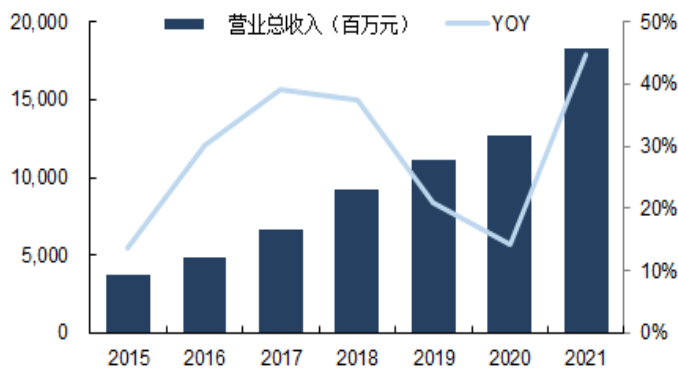
图 43：欧派家居 PE-BAND



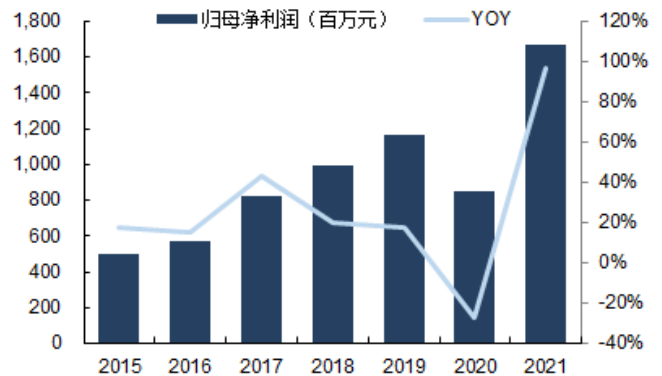
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.3.3 顾家家居：软体向大家居迭代，零售布局顺利铺开

公司作为国内软体行业龙头，组织能力业内领先，通过经销商及高管激励绑定核心利益，彰显发展信心。近年持续零售渠道改革，融合大店模式下产品+渠道配合增长路径清晰，重视制造大后台效率提升。2021 年实现营业收入为 183.42 亿元，同比增长 44.81%；归母净利润 16.64 亿元，同比增长 96.87%，如果剔除 2020 年计提商誉减值损失 4.84 亿元影响，调整后 2021 年归母净利润同比增长约 25%，业绩增长主要由内外销及多元化产品驱动稳健增长。

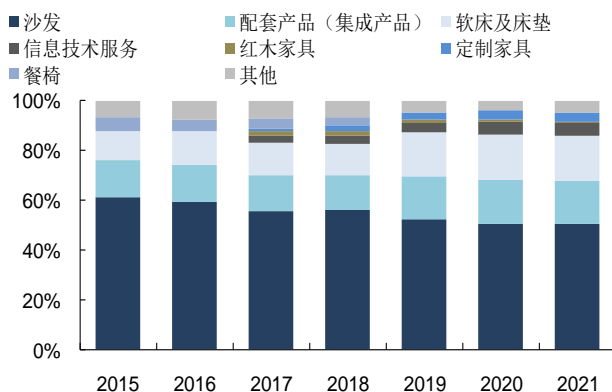
图 44：2015-2021 年顾家家居收入 CAGR 为 31%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

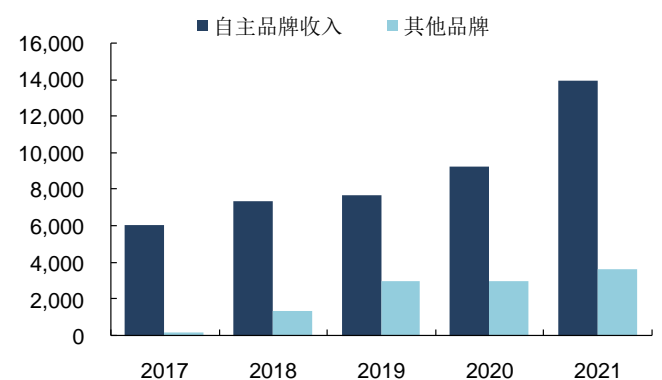
图 45：2015-2021 年顾家家居净利 CAGR 为 22%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

品类融合快速推进，多品牌矩阵覆盖更多客户群。按主要产品划分，公司 2021 年沙发/软床及床垫/配套产品/定制家具营业收入占比分别为 51%/18%/17%/4%，增速分别为 45%/43%/41%/45%，核心品类均实现 40% 以上亮眼增长。品牌端，公司 2021 年自主品牌收入占比为 76%，收入规模 139.85 亿元，同比显著增长 50.7%；目前公司拥有沙发/床垫/定制等八大产品系列、独立轻奢时尚品牌“天禧派”、自有品牌“东方荟”、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并在 18 年收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌 KUKA HOME，不断完善覆盖不同价值带与客户群体的品牌矩阵。

图 46：顾家家居产品结构多元化


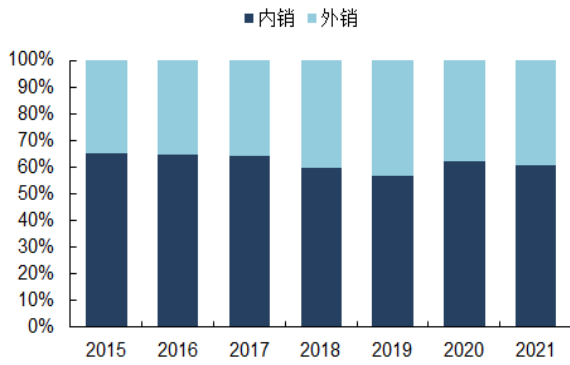
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 47：顾家家居自有品牌收入显著驱动增长 (百万元)


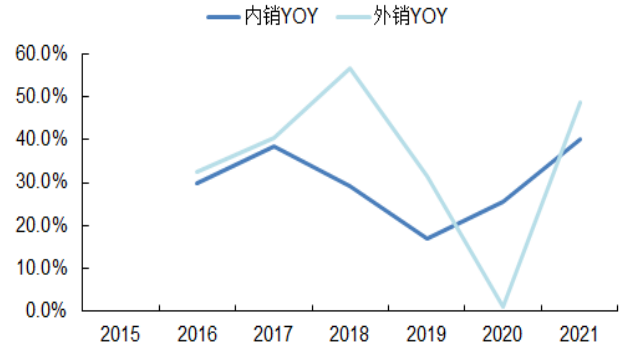
资料来源：顾家家居公司公告，信达证券研发中心

外销恢复快速增长，内销渠道升级融合大店成效显著。1) 外销：公司 2021 年外销收入占比约 38%，实现外销收入 69.18 亿元，同比增长 48.7%，通过进行海外产能布局、供应链优化及本土化布局优化业务运营。产品结构上，北美市场功能沙发向中低端系列扩展，促进向床垫等新产品扩展；产能上，建设越南、墨西哥两大制造基地，有效对冲关税及贸易政策相关风险并提升效率。

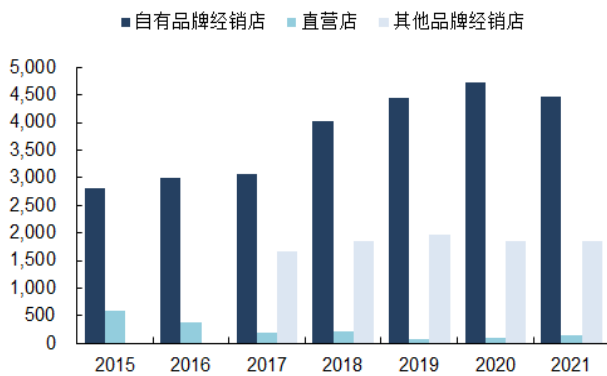
2) 内销：2021 年内销收入占比约 58%，实现外销收入 107.12 亿元，同比增长 40.0%，公司自 2018 年起开始渠道变革，主要聚焦区域零售中心、融合大店及门店数字化升级，形成 1+N+X 的渠道打法，2021 年公司国内总门店数为 6456 家，同比 2020 年减少 274 家，其中自有品牌经销店/直营店/其他品牌经销店分别为 4463 家/152 家/1841 家，分别变化-274 家/+42 家/-3 家，单店向融合大店的优化升级显著提升客单价及店效。

图 48: 顾家家居内外销结构整体稳定


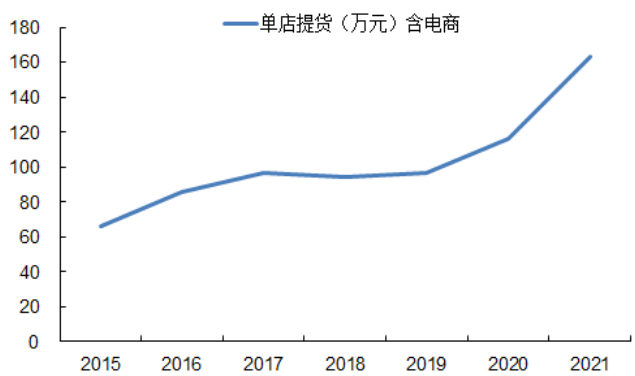
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 49: 2021 年顾家家居外销收入增长显著回升


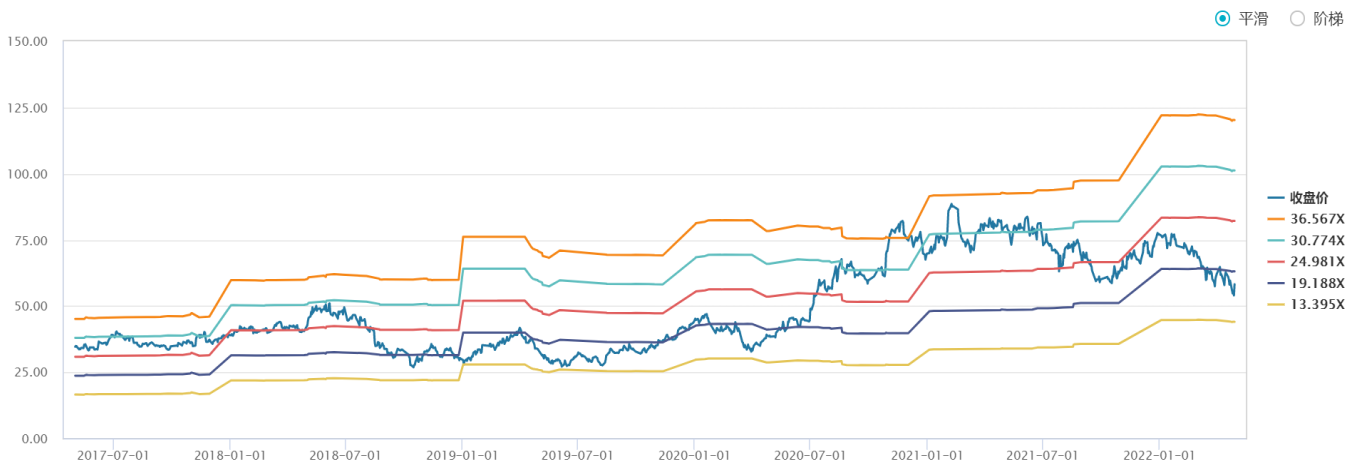
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 50: 2015-2021 年顾家家居各品类门店数量


资料来源: Wind, 顾家家居公司公告, 信达证券研发中心

图 51: 融合大店下顾家家居内销单店提货增长显著


资料来源: Wind, 顾家家居公司公告, 信达证券研发中心

图 52: 顾家家居 PE-BAND


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

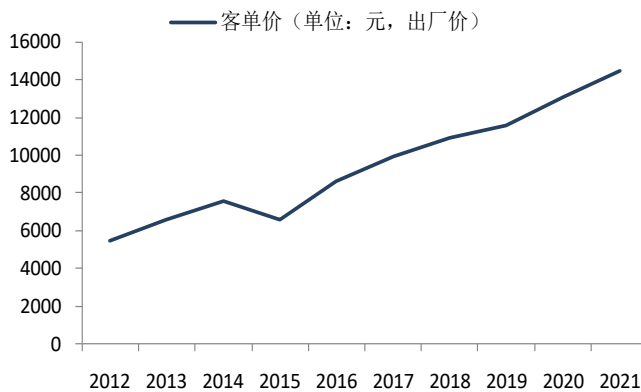
3.3.3 索菲亚：零售增速回升，经营步入向上通道

全渠道+多品牌+全品类布局深化，客单价持续提升。2021年以来，公司体系业务正在发生积极的变化：1) 2021年中引入职业经理人杨鑫负责“索菲亚”主品牌，产品端推出整家定制套餐C6计划（终端单值6万元），客单值仍有较大提升空间，渠道端强化主动营销激发终端活力；截止至2021年12月底，索菲亚工厂端实现客单价14,491元/单（不含司米橱柜、木门），同比2020年同期增长9.63%。

2) 品牌梯队更为明晰，“米兰纳”、“司米”分别定位于年轻化、高端定制消费群体，全品类融合推进，开店仍有较大空间；米兰纳21年实现收入超1亿元，22Q1实现收入4068万元，迅速增长，由于米兰纳仍处发展早期，预计2022年将继续维持较快开店速度，以有品普及定制助力下沉市场，有望给公司带来新的发展动力。

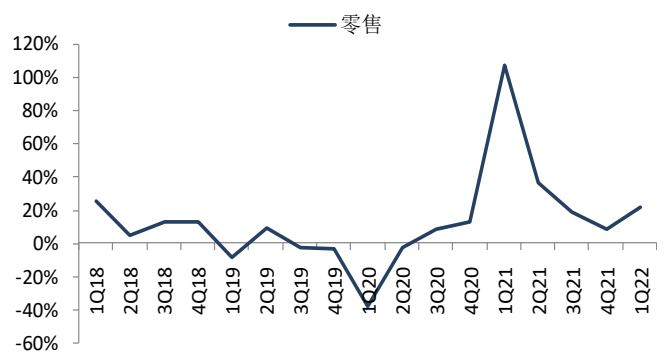
3) 整装渠道尚处发展早期，索菲亚品牌认可度较高，整装模式逐步打磨成熟后有望再添规模增量。22Q1收入来看，经销商零售渠道/直营渠道/大宗渠道收入占比分别为79.91%/3.10%/16.74%，其中，1) 22Q1经销商合作装企叠加公司直签装企实现收入1.27亿元，整装/家装渠道步入高速发展轨道；2) 22Q1大宗业务渠道收入（含衣柜、橱柜、木门及其他）达3.30亿元，业务持续优化客户结构，注重工程客户，同步做好风控管理等。

图 53：近年来索菲亚客单值呈提升态势



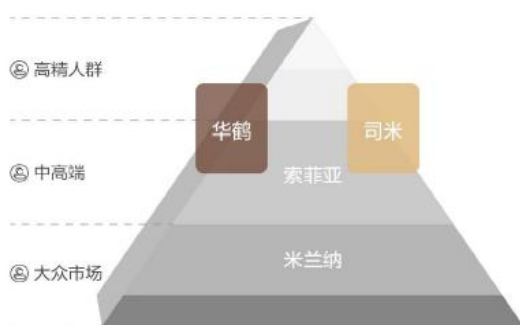
资料来源：索菲亚公司公告，业绩说明材料，信达证券研发中心

图 54：1Q22 零售渠道增速回升



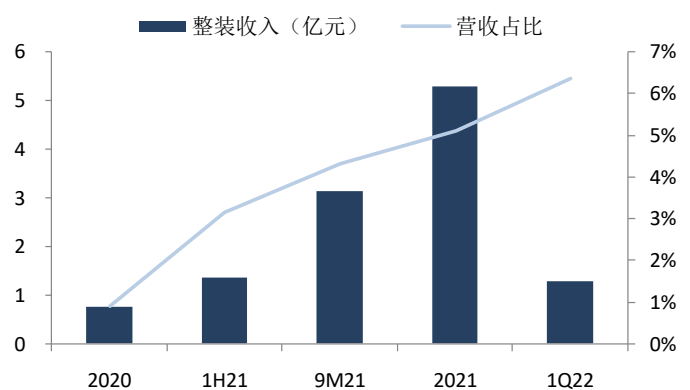
资料来源：索菲亚公司公告，业绩说明材料，信达证券研发中心

图 55：品牌矩阵梳理



资料来源：索菲亚公司公告，信达证券研发中心

图 56：整装收入营收占比逐步增加



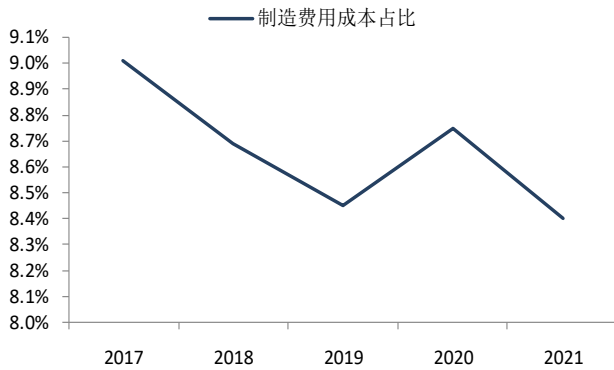
资料来源：索菲亚公司公告，信达证券研发中心

22Q1 盈利稳健，毛利率环比改善。毛利率方面，22Q1 公司毛利率为 31.32%，同比+0.09pct，环比+2.57pct。费用率方面，22Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.18% (+1.43pct) / 7.65% (-1.72pct) / 3.29% (+0.13pct) / 0.84% (+0.31pct)，销售费用增加主要因公司加大广告宣传投入及销售人员薪酬增加所致，财务费用增加主要因借款利息费用增加。

利润率方面,22Q1 归母净利润 1.14 亿元同比-2.87%,归母净利率+0.97pct 至 5.73%,扣非净利润为 1.06 亿元,同比提升 5.01%,差异主要为政府补助与持有金融资产损益变动。现金流同比改善,22Q1 经营性现金流量净额为-2.83 亿元(21Q1 为-6.62 亿元),主要由于经销商渠道收入占比提高,资金回笼速度较好。22Q1 合同负债余额同比增长 55%,在手订单储备向好。

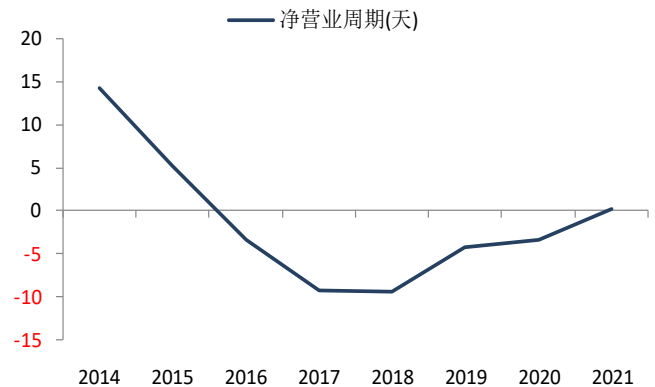
看好公司制造优势加持经营改革,进一步激发渠道活力,强化终端竞争力。随着“全渠道、多品牌、多品类”战略深化,主品牌客单值提升、子品牌和整装渠道加快拓展,有望共同带动 2022 年收入端实现较好发展,通过价格调整、业务模式优化、费用管控有望带动利润率回归正常水平。

图 57: 索菲亚制造费用成本占比持续下降



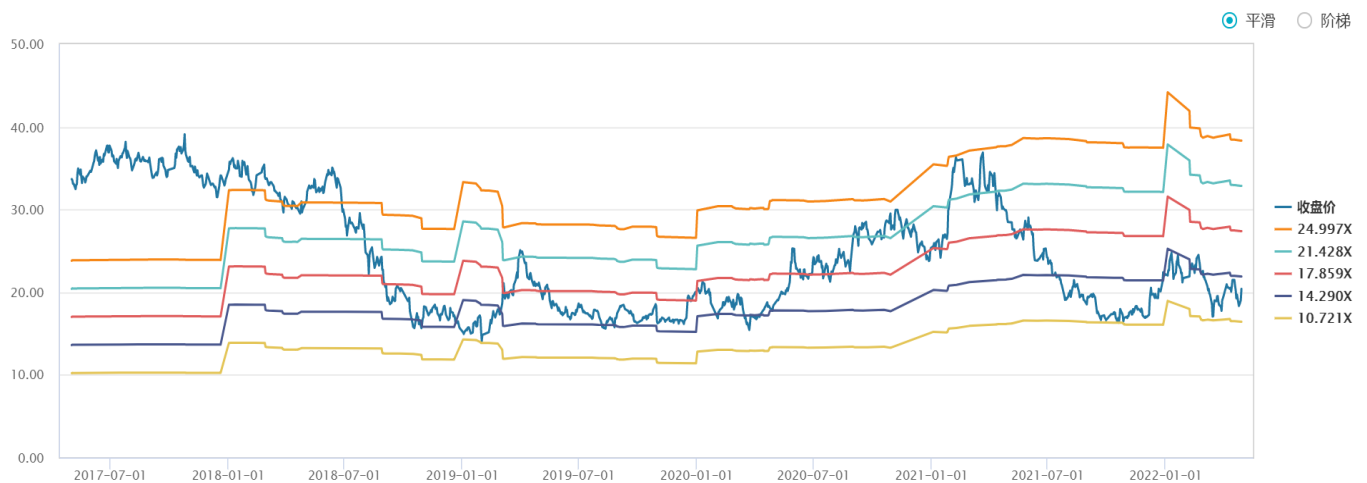
资料来源: 索菲亚公司公告, 信达证券研发中心

图 58: 索菲亚净营业周期保持较好水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

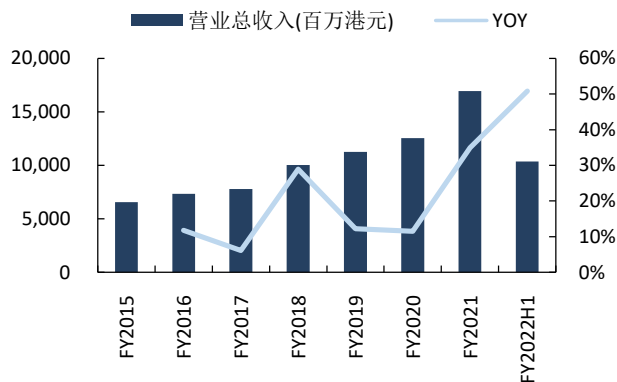
图 59: 索菲亚 PE-BAND



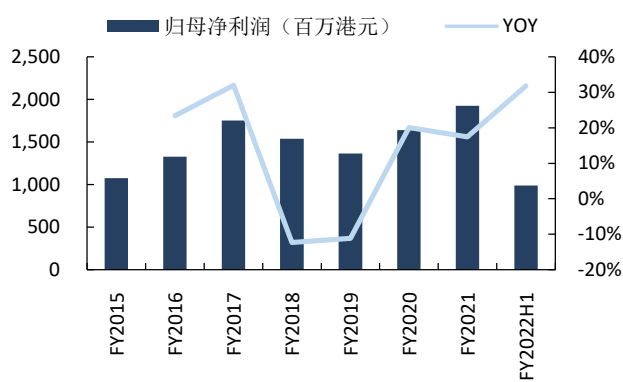
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3.4 敏华控股: 功能沙发龙头, 品类扩张推进

公司作为全球功能沙发龙头,近年来进一步向床具、定制等业务拓展,收入和净利润实现快速增长。FY2021 年实现营业总收入为 169.46 亿港元,同比增长 34.94%,归母净利润 19.25 亿港元,同比增长 17.52%; FY2022H1 公司实现营业总收入 103.58 亿港元,同比增长 50.80%,归母净利润 9.88 亿港元,同比增长 31.87%。

图 60: FY2015-2021 年敏华控股收入 CAGR 为 17.15%


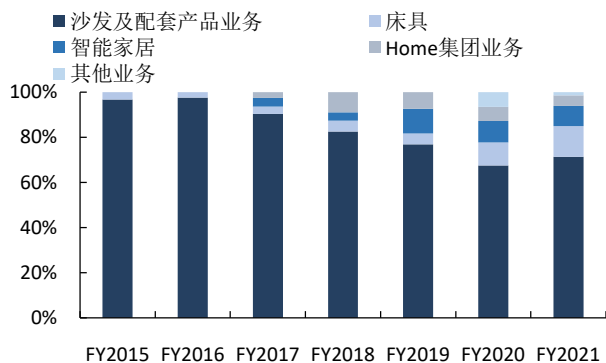
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 61: 2015-2021 年敏华控股净利 CAGR 为 10.50%


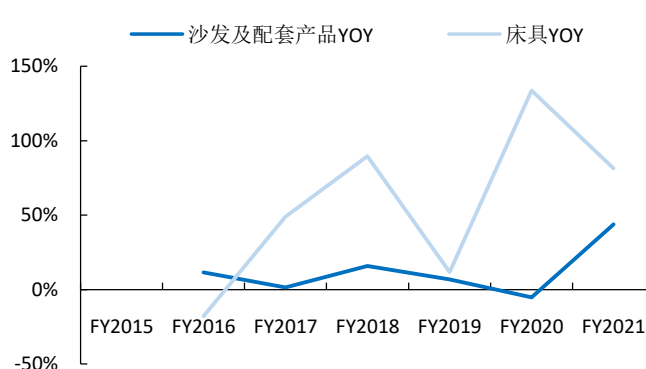
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

聚焦沙发及配套产品业务，产品矩阵向床具、智能家居拓展，核心竞争力进一步提升。按主要产品划分，公司 FY2021 年沙发及配套产品/床具/智能家居/Home 集团业务的营业收入占比分别为 69%/13%/9%/5%，增速分别为 44%/81%/27%/3%，公司核心沙发业务 FY2021 增速达到 44%，FY2016-FY2021 保持稳健较快增长。

2000 年公司拓展床具，并实现高速增长，FY2021 增速达到 81%，2021 年收购纳库，产品矩阵向定制家居延伸，2022 年已正式推出自产定制家具产品，增加新发展点。

图 62: 敏华控股产品向床具、智能家居拓展


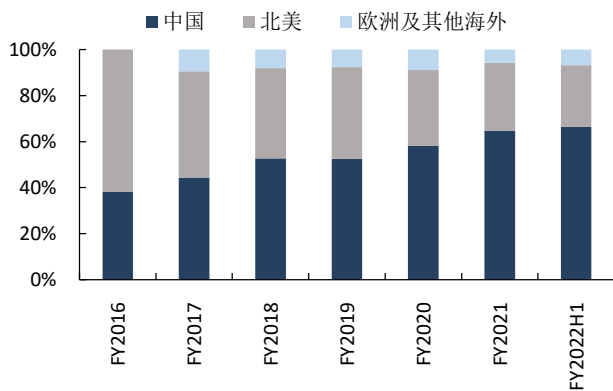
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 63: 敏华控股沙发业务稳健，床具增速加快


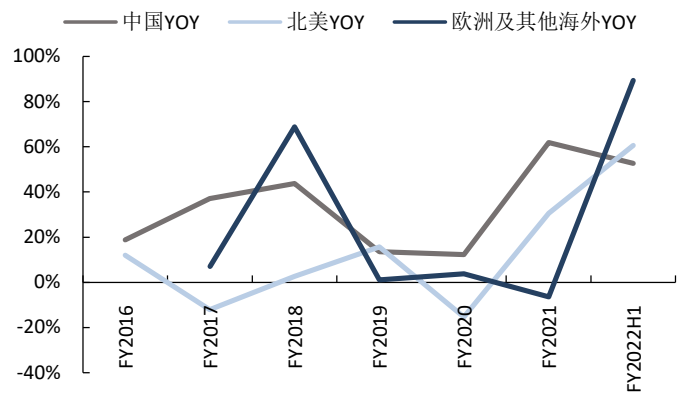
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

内销占比持续提高，外销收入实现高速增长。公司在国内市场深耕多年，内销收入占比不断提高，FY2021 公司在国内市场实现收入 99.75 亿港元，同比增长 62%，FY2022H1 实现营业收入 63.99 亿港元，同比增长 52.64%，占比从 FY2016 的 33% 提升至 FY2022 的 62%，随着功能沙发在国内市场的渗透率不断提升，公司加快拓展门店速度，FY2022H1 公司门店数量达到 5369 家，净增加门店数 1247 家。

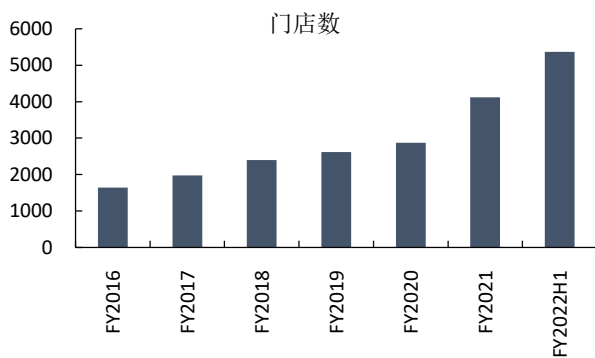
北美市场/欧洲及其他海外市场 FY2021 实现收入 45.80/8.77 亿港元，同比增长 30.54%/-6.51%，FY2022H1 实现收入为 25.62/6.57 亿港元，同比增长 60.55%/89.41%，公司不断加强在海外生产基地的布局，目前已在越南、波兰、立陶宛、乌克兰等地建设产业园，2022 1 月公司在墨西哥蒙特雷投建基地，进一步完善全球化战略。

图 64：敏华控股内销收入占比不断提高


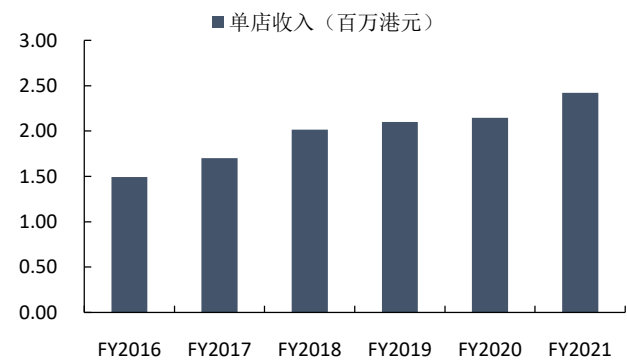
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 65：FY2022 敏华控股外销恢复高速增长


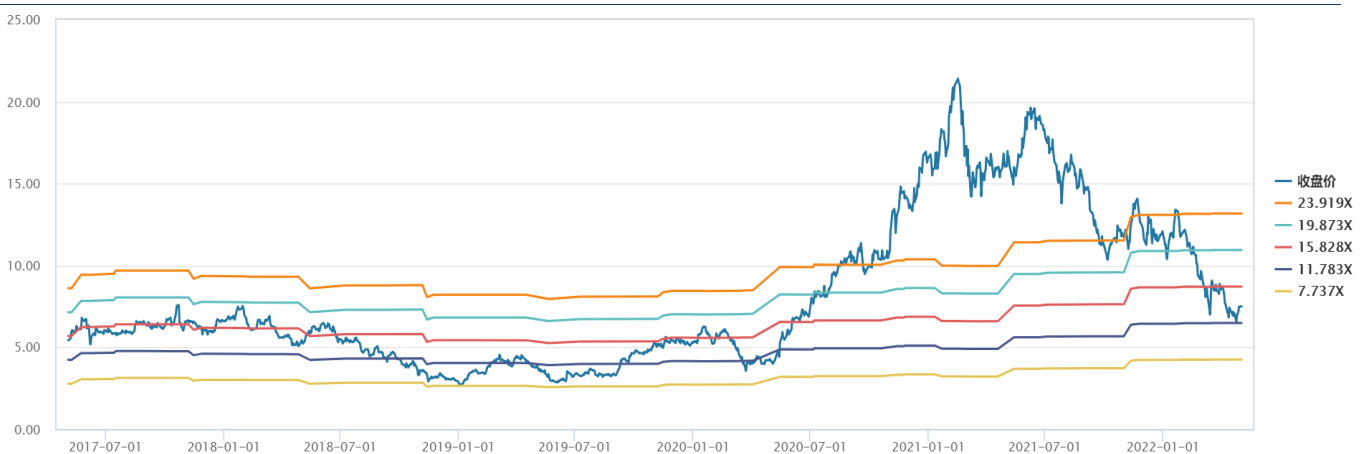
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 66：敏华控股门店快速扩张


资料来源：敏华控股公司公告，信达证券研发中心

图 67：敏华控股产品矩阵拓展，单店收入持续提升


资料来源：Wind，敏华控股公司公告，信达证券研发中心

图 68：敏华控股 PE-BAND


资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 4：重点公司估值表

公司名称	股价 2022/4/29	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
			2021E	2022E	21PE	22PE	
家居							
欧派家居*	116.48	709.5	26.7	31.3	26.6	22.6	4.8
索菲亚*	20.40	186.1	1.2	14.4	151.8	13.0	3.2
顾家家居*	58.20	368.0	16.6	20.0	22.1	18.4	4.4
喜临门	23.48	91.0	5.6	7.2	16.3	12.6	2.8
曲美家居	9.68	56.2	1.8	4.6	31.6	12.2	2.6
尚品宅配	25.04	49.7	0.9	2.7	55.5	18.7	1.4
志邦家居*	20.49	64.0	5.1	6.0	12.7	10.7	2.5
金牌厨柜*	25.83	39.9	3.4	4.1	11.8	9.6	1.6
江山欧派	46.40	48.8	2.6	4.7	19.0	10.3	2.6
平均					38.6	14.2	2.9
造纸							
太阳纸业*	12.32	331.0	29.6	30.5	11.2	10.9	1.7
山鹰国际	2.82	130.2	15.2	18.8	8.6	6.9	0.8
博汇纸业	7.10	94.9	17.1	16.2	5.6	5.9	1.3
晨鸣纸业	5.28	157.6	20.7	20.3	7.6	7.7	0.9
仙鹤股份	19.83	140.0	10.2	12.3	13.8	11.4	2.2
五洲特纸	14.33	57.3	3.9	5.9	14.7	9.7	2.8
华旺科技	14.41	47.9	4.5	5.0	10.7	9.6	1.4
平均					10.3	8.9	1.6
包装印刷							
裕同科技*	24.69	229.7	10.2	16.3	22.6	14.1	2.5
劲嘉股份	8.77	129.0	10.2	12.6	12.6	10.2	1.6
奥瑞金	4.87	125.3	9.1	9.9	13.8	12.6	1.5
宝钢包装	5.84	66.2	2.7	5.1	24.5	13.0	1.9
上海艾录	10.25	41.0	1.4	1.9	28.4	21.3	3.9
平均					20.4	14.2	2.3
家庭个人消费							
晨光文具*	47.80	443.5	15.2	17.9	29.2	24.7	6.8
中顺洁柔	10.52	138.1	5.8	7.3	23.7	19.0	2.7
百亚股份*	9.91	42.6	2.3	2.7	18.7	15.8	3.7
平均					23.9	19.9	4.4

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：*为信达证券研发中心预测，其余为 Wind 一致预期

四、风险因素

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。

疫情大范围爆发风险：目前我国新冠疫情呈现多点散发态势，对 2022 年宏观经济增加了不确定性因素。若未来新冠疫情在全国范围内大面积爆发，将对家居行业需求造成一定影响。

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，曾任职于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	hanqiuyue@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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@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
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	刘韵	13620005606	liuyun@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。

评级说明

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。	

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。