

春来细分冠军百舸争流 冬至行业龙头寒梅傲放

——轻工制造行业深度研究



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

看好地产回暖期间头部家居企业表现。地产走势分5轮周期式波动，目前处于第5周期由下向上的转折阶段。经复盘，地产上行期顾家家居、欧派家居、乐歌股份、江山欧派、志邦家居营收增速和股价表现突出。近日30大中城市商品房成交面积回升，利好下游弹性大的家居企业。

地产走势及相关政策呈现周期式变动。

- 地产行情分五轮周期波动，地产政策呈现“松-紧-松-稳”特点。由商品房销售面积累计同比变动，2008年至今地产表现分五个周期：2008Q1-2009Q3，2009Q4-2013Q1，2013Q2-2016Q1，2016Q2-2021Q1，2021Q2至今。
- 家居板块关注竣工指标，参考销售指标。作为地产后周期板块，居民的家居用品采购在竣工交付后产生，因此受竣工面积影响最显著；此外，房地产的销售数据也影响着家居购置需求，商品房销售面积累计同比增速约领先家具制造业营业收入3-4个季度。

近年家居企业抗地产风险能力增强，头部企业营收增速高、股价有支撑。

- 营收增速方面，头部企业营收增速高。地产下行期欧派家居等6家企业90%以上季度里营收同比高于行业。地产上行期，乐歌股份、欧派家居、顾家家居、江山欧派等17家企业营收增速持续高于行业。
- 股价变动方面，无论地产上下行，营收增速高的家居企业股价走势较好。地产下行期顾家家居、海象新材股价增幅大，张小泉股价增速最弱。上行期营收增速高的家居企业股价增速远超行业。地产下行期，江山欧派、乐歌股份增速最大，其次为欧派家居。
- 市盈率方面，地产上下行最近阶段，欧派家居均表现出色。地产下行期最末阶段，顾家家居、欧派家居PE持续优于行业。地产上行期最末阶段，公牛集团PE持续高于行业，欧派家居PE值持续上升直至超过行业。

基于近期的多种数据来源，我们有理由认为商品房市场的复苏已基本明确：

- 统计局商品房销售数据：5月单月销售同比增速跌幅收窄；
- 高频30城数据：周度数据出现同比大增，趋势上呈现触底反弹；
- 房企销售排行榜：6月房企销售环比大增，累计同比跌幅收窄。

商品房销售面积上升利好家居股价。家居企业股价与商品房销售面积累计同比、当月同比表现正相关性、跟随性。近期商品房销售面积的上升有利于家居股价上涨。

家居企业复盘：关注地产上行期营收增速高的家居企业。

- 顾家家居：软体家居龙头，营收增速高。顾家家居成立30余年，构建六大产品系列，打造满足各群体需求的产品矩阵。沙发贡献主要营收，主产品毛利率稳定。通过品牌合作、收购进行全球化布局，走过初创、产能扩张、丰富品类三阶段，正处于走向世界的新阶段。公司业绩出色、扩建产能等原因拉升公司股价。
- 欧派家居：大家居一体化战略，业绩出色。整体橱柜起家，逐步构建“大家居”战略。欧派家居创立于1994年，以整体橱柜为主，包括全屋定制、衣柜、整装大家居等，形成多元化产业格局。公司业绩上涨、产品不断升级等

评级 增持（维持）

2022年07月08日

孔天祎

分析师

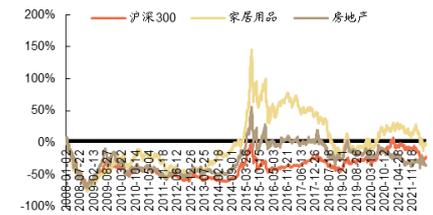
SAC 执业证书编号：S1660522030001

18624107608

行业基本资料

| | |
|-------------|-------|
| 家居用品行业股票家数 | 64 |
| 家居用品行业平均市盈率 | 33.79 |
| 市场平均市盈率 | 13.00 |

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、轻工纺服周报《地产政策松动 看好家居板块龙头》2022-05-22

利好体现在二级市场。

- ◆ **索菲亚：由衣柜到整家定制，品牌定位不断升级。**索菲亚由定制衣柜入局，逐步发展成为整套家具定制领先企业。公司经历了初创发展、多品类扩张、全面升级改革三个阶段，逐步进入大家居时代。产品升级、业绩良好、扩建产能及调整销售渠道给予投资者信心。
- ◆ **乐歌股份：人体工学龙头，积极布局海外。**乐歌股份是第一家在 A 股上市的人体工学行业公司，是大健康人体工学行业龙头。公司积极布局海外，当前拥有 17 个海外仓，在越南建设独立站。公司创新产品及全球布局持续优化促进二级市场表现。
- ◆ **江山欧派：木门制造龙头，品类布局丰富。**江山欧派以实木复合门和夹板模压门为引领，品类布局逐渐丰富。产品逐步扩展到木质防火门、柜类产品和入户门的配套销售，走向全屋定制服务。公司业务扩张、工程业务发展、业绩表现突出促进股价增幅高于同业。
- ◆ **志邦家居：厨柜产品首发，多品类战略不断推进。**志邦以厨柜产品起家，后又推出全屋定制以及木门系列产品，由整体厨房领先迈向整家定制领先。公司业绩出色、投资建厂导致股价上涨。

投资策略：

近期竣工面积底部有支撑，商品房销售面积回升利好家居用品行业，我们建议关注【顾家家居】、【欧派家居】、【索菲亚】、【乐歌股份】、【江山欧派】、【志邦家居】。

风险提示：地产销售不及预期风险，疫情反复风险，地产政策变动风险，原材料成本上升风险。

内容目录

| | |
|-------------------------------------------------|-----------|
| 1. 地产走势及相关政策呈现周期式波动 | 6 |
| 1.1 2008 年至今地产表现经历五个周期 | 6 |
| 1.2 地产政策呈现“松-紧-松-稳”特点 | 6 |
| 1.2.1 2008Q1-2009Q3: 地产政策宽松促楼市回暖 | 6 |
| 1.2.2 2009Q4-2013Q1: 地产政策收紧 | 7 |
| 1.2.3 2013Q2-2016Q1: 地产适度松绑 灵活性高 | 7 |
| 1.2.4 2016Q2-2021Q1: 地产政策以“稳”为主 | 8 |
| 1.2.5 2021Q2 至今: 延续“稳”地产基调 22 年 5 月政策利好频出 | 8 |
| 1.3 家居板块关注竣工指标 参考销售指标 | 9 |
| 2. 地产下行期看头部 地产上行期看反弹力度 | 9 |
| 2.1 地产下行期 头部企业抗地产风险持续性较高 | 9 |
| 2.2 地产下行期 营收增速高的家居企业股价多跑赢行业 | 12 |
| 2.3 地产下行期最末阶段 头部家居 PE 优于行业 | 12 |
| 2.4 地产上行期 索菲亚持续跑赢行业 乐歌股份弹性高 | 13 |
| 2.5 地产上行期 营收增速高的家居企业股价增速远超行业 | 15 |
| 2.6 地产上行期最末阶段 欧派家居 PE 表现稳健 | 16 |
| 3. 22Q2 地产销售回暖 家居企业业绩可期 | 16 |
| 3.1 竣工面积不失速 底部有支撑 | 16 |
| 3.2 三十城地产政策因城施策 提升购房意愿 | 17 |
| 3.3 地产复苏 需求侧利好家居企业 | 19 |
| 3.4 商品房销售面积回升 提振家居行业二级市场表现 | 20 |
| 4. 地产上行期 关注历史反弹性高的家居企业 | 20 |
| 4.1 顾家家居: 软体家居龙头 营收增速高 | 20 |
| 4.1.1 打造六大产品系列 走向全屋一站式服务 | 20 |
| 4.1.2 不断拓展品类走向全屋定制 | 21 |
| 4.1.3 收购扩张+全球布局 进入大家居时代 | 21 |
| 4.1.4 业绩出色+扩建产能等利好消息提升股价 | 22 |
| 4.2 欧派家居: 大家居一体化战略 业绩出色 | 23 |
| 4.2.1 硬体家居龙头 营收增速高 | 23 |
| 4.2.2 主营整体衣橱 各品类毛利率稳定 | 23 |
| 4.2.3 橱柜起家+领创整屋定制 打造大家居一体化 | 24 |
| 4.2.4 出色业绩驱动股价提升 | 25 |
| 4.3 索菲亚: 由衣柜到整家定制 品牌定位不断升级 | 26 |
| 4.3.1 营收稳步增长 净利润趋势良好 | 26 |
| 4.3.2 主营定制衣柜 核心产品毛利率稳定 | 26 |
| 4.3.3 定制衣柜起家 逐步进入大家居时代 | 27 |
| 4.3.4 多品类多渠道战略提升公司业绩 | 28 |
| 4.4 乐歌股份: 人体工学龙头 积极布局海外 | 29 |
| 4.4.1 人体工学自主品牌 | 29 |
| 4.4.2 产品研发创新 海外布局持续扩大 | 30 |
| 4.4.3 国内外业务拓展+产品创新促进股价上升 | 31 |
| 4.5 江山欧派: 木门制造龙头 品类布局丰富 | 32 |
| 4.5.1 以木门产品为引领 走向全屋定制 | 32 |
| 4.5.2 品牌知名度扩大 产能业务不断扩张 | 33 |

| | |
|------------------------------|----|
| 4.5.3 业务扩张+扩建产能拉升股价..... | 33 |
| 4.6 志邦家居：厨柜定制专家 营收稳步增加 | 34 |
| 4.6.1 厨柜产品首发 多品类战略不断推进 | 34 |
| 4.6.2 不断拓展品类走向全屋定制..... | 35 |
| 4.6.3 业绩增长提升投资者信心 | 36 |
| 5. 风险提示..... | 37 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图 1： 商品房销售面积累计同比..... | 6 |
| 图 2： 家具制造业业务收入累计同比及房屋竣工面积累计同比 | 9 |
| 图 3： 家具制造业业务收入累计同比商品房销售面积累计同比..... | 9 |
| 图 4： 地产下行期家居公司及家居用品行业股价变动、房屋竣工面积累计同比 | 12 |
| 图 5： 地产下行期营收增速高的家居公司与行业在下行期最末阶段的 PE 对比..... | 12 |
| 图 6： 地产上行期家居公司及家居用品行业股价变动、房屋竣工面积累计同比 | 15 |
| 图 7： 地产上行期营收增速高的家居公司与行业在上行期最末阶段的 PE 对比..... | 16 |
| 图 8： 30 大中城市：商品房成交面积：当周值（万平方米） | 19 |
| 图 9： 百强房企单月操盘业绩（亿元） | 20 |
| 图 10： 商品房销售面积当月同比及累计同比、家居用品（申万）收盘价变动、沪深 300 收盘价变动 | 20 |
| 图 11： 顾家家居主营产品营收占比..... | 21 |
| 图 12： 顾家家居营收占比前三的产品的毛利率 | 21 |
| 图 13： 顾家家居发展历程、营收、营收同比..... | 22 |
| 图 14： 顾家家居收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比..... | 23 |
| 图 15： 2014-2022 年 Q1 欧派家居营收及净利润变化 | 23 |
| 图 16： 欧派家居主营产品营收占比..... | 24 |
| 图 17： 欧派家居产品毛利率变化..... | 24 |
| 图 18： 欧派家居发展历程、营收、营收同比..... | 25 |
| 图 19： 欧派家居收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比..... | 25 |
| 图 20： 2012-2022 年 Q1 索菲亚营收及净利润变化..... | 26 |
| 图 21： 索菲亚主营产品营收占比 | 27 |
| 图 22： 索菲亚产品毛利率变化 | 27 |
| 图 23： 索菲亚发展历程、营收、营收同比 | 28 |
| 图 24： 索菲亚收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比 | 29 |
| 图 25： 国内人体工学家居行业主要企业产品对比..... | 29 |
| 图 26： 2017-2021 年乐歌股份营收构成成分产品（%） | 30 |
| 图 27： 2017-2021 年人体工学产品的毛利率（%） | 30 |
| 图 28： 乐歌股份发展历程、营收、营收同比..... | 31 |
| 图 29： 乐歌股份收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比..... | 32 |
| 图 30： 江山欧派主营产品营收占比..... | 32 |
| 图 31： 江山欧派营收占比前三的产品的毛利率 | 32 |
| 图 32： 江山欧派发展历程、营收、营收同比..... | 33 |
| 图 33： 江山欧派收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比..... | 34 |
| 图 34： 志邦家居发展历程、营收、营收同比..... | 35 |
| 图 35： 志邦家居主营产品营收占比..... | 36 |
| 图 36： 志邦家居主要产品的毛利率 | 36 |
| 图 37： 志邦家居收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比..... | 36 |

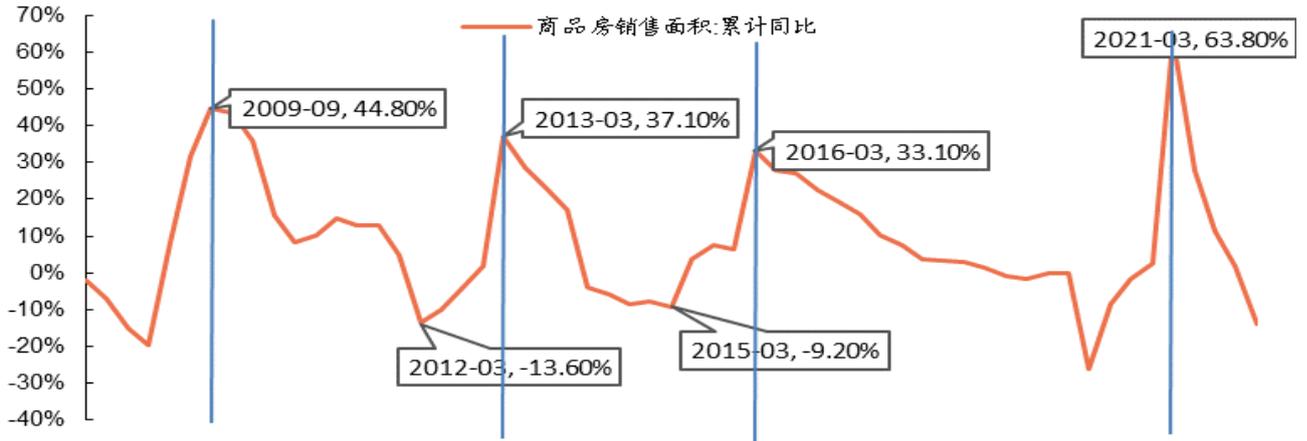
| | |
|------------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 2008Q1-2009Q3 地产相关政策部分整理..... | 6 |
| 表 2: 2009Q4 年-2013Q1 地产政策部分整理 | 7 |
| 表 3: 2013Q2-2016Q1 末地产相关政策部分整理 | 7 |
| 表 4: 2016Q2-2021Q1 地产相关政策部分整理..... | 8 |
| 表 5: 2021Q2 至今地产相关政策部分整理 | 9 |
| 表 6: 2009Q4-2012Q1 家居企业与行业营收增速之差 (1) | 9 |
| 表 7: 2009Q4-2012Q1 家居企业与行业营收增速之差 (2) | 10 |
| 表 8: 2013Q2-2015Q1 家居企业与行业营收增速之差 | 10 |
| 表 9: 2017Q1-2020Q1 家居企业与行业营收增速之差 (1) | 11 |
| 表 10: 2017Q1-2020Q1 家居企业与行业营收增速之差 (2) | 11 |
| 表 11: 2021Q2-2022Q1 家居企业与行业营收增速之差 | 11 |
| 表 12: 地产下行期营收同比高于行业的季度比例..... | 12 |
| 表 13: 2012Q2-2013Q1 家居企业与行业营收增速之差 | 13 |
| 表 14: 2015Q2-2016Q1 家居企业与行业营收增速之差 | 13 |
| 表 15: 2020Q2-2021Q1 家居企业与行业营收增速之差 (仅考虑营收增速高于行业的家居企业) | 14 |
| 表 16: 地产上行期营收同比高于行业的企业..... | 15 |
| 表 17: 2022Q2 我国三十城房地产调控政策整理 | 17 |

1. 地产走势及相关政策呈现周期式波动

1.1 2008 年至今地产表现经历五个周期

根据商品房销售面积，将地产分为五个周期。由商品房销售面积累计同比变动将 2008 年至今地产表现分为五个周期：2008Q1-2009Q3，2009Q4-2013Q1，2013Q2-2016Q1，2016Q2-2021Q1，2021Q2 至今。每周期分别包含下行与上行阶段。

图1：商品房销售面积累计同比



资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 地产政策呈现“松-紧-松-稳”特点

1.2.1 2008Q1-2009Q3：地产政策宽松促楼市回暖

2008Q1-2009Q3 地产政策利好楼市。2008 年下半年，宏观和地产行业政策宽松。央行分别下调贷款准备金率和存款准备金率 0.27%、0.5%。2008 年 10 月至 12 月，各部门相继发布系列政策支持房地产回暖。2009 年初延续宽松政策刺激楼市，2009 年 1 月各银行发布购房优惠利率，为楼市回暖蓄力。

表1：2008Q1-2009Q3 地产相关政策部分整理

| 类别 | 时间 | 政策 |
|----|------------------|------------------------------------------------|
| 宏观 | 2008 年 9 月 15 日 | 央行宣布“双率”齐降 |
| 行业 | 2008 年 10 月 12 日 | 系列新政支持房地产 |
| 行业 | 2008 年 10 月 22 日 | 《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》(财税〔2008〕137 号) |
| 行业 | 2008 年 10 月 27 日 | 《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》(银发〔2008〕302 号文件) |
| 行业 | 2008 年 12 月 20 日 | 《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》 |
| 行业 | 2008 年 12 月 29 日 | 《关于个人住房转让营业税政策的通知》 |
| 宏观 | 2009 年 1 月 3 日 | 优惠利率 |
| 行业 | 2009 年 5 月 11 日 | 《国土资源部关于调整工业用地出让最低价标准实施政策的通知》(国土资发〔2009〕56 号) |
| 行业 | 2009 年 5 月 27 日 | 《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》 |

资料来源：中国政府网，中国人民银行，财政部，申港证券研究所

1.2.2 2009Q4-2013Q1：地产政策收紧

2009Q4-2013Q1 地产政策收紧。2009 年 Q4 强调抑制炒房，2010 年相继出台国十一条、19 条土地调控新政、国十条，地产政策收紧。2011 年年初颁布国八条，并先后四次上调存款准备金率。2012 年两次降准货币政策宽松。2013 年 2 月，新国五条出台，年末武汉等多地出台地产收紧政策。

表2：2009Q4 年-2013Q1 地产政策部分整理

| 类别 | 时间 | 政策 |
|----|-----------------|-------------------------------------|
| 行业 | 2009 年 12 月 9 日 | 《将个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，遏制炒房现象》 |
| 行业 | 2010 年 1 月 10 日 | 国十一条 |
| 行业 | 2010 年 3 月 | 19 条土地调控新政 |
| 行业 | 2010 年 4 月 17 日 | 国十条 |
| 行业 | 2011 年 1 月 26 日 | 国八条 |
| 宏观 | 2011 年 2 月 24 日 | 上调存款准备金率 |
| 宏观 | 2011 年 3 月 25 日 | 上调存款准备金率 |
| 宏观 | 2011 年 4 月 6 日 | 上调存款准备金率 |
| 宏观 | 2011 年 4 月 21 日 | 上调存款准备金率 |
| 行业 | 2011 年 7 月 12 日 | 新国五条 |
| 行业 | 2011 年 7 月 21 日 | 土地市场国五条 |
| 宏观 | 2012 年 2 月 14 日 | 降准 |
| 宏观 | 2012 年 5 月 18 日 | 降准 |
| 行业 | 2013 年 2 月 20 日 | 新国五条 |

资料来源：中国政府网，中国人民银行，财政部，人民网，申港证券研究所

1.2.3 2013Q2-2016Q1：地产适度松绑 灵活性增强

2013Q2-2016Q1 地产政策适度松绑，灵活性增强。2014-2015 年，地产下行，多项政策增强为地产适度松绑，地产注重灵活性。2014 年 9 月 30 日，930 新政松绑地产调控以活跃楼市。本周期中后期地产调控趋严，2017 年 9 月 23 日，重庆、南昌等多市发布楼市限售新政；2018 年末中央经济工作会议再次强调“建立房地产市场健康发展长效机制”。

表3：2013Q2-2016Q1 末地产相关政策部分整理

| 类别 | 时间 | 政策 |
|----|------------------|-----------------------------------|
| 行业 | 2013 年 4 月 9 日 | 《关于做好 2013 年城镇保障性安居工程工作的通知》 |
| 行业 | 2013 年 5 月 24 日 | 《2013 年深化经济体制改革重点工作的意见》 |
| 行业 | 2013 年 11 月 | 自“汉七条”开始，武汉、厦门、南昌、沈阳等多个二线城市地产调控收紧 |
| 行业 | 2014 年 3 月 5 日 | 《政府工作报告》：改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村 |
| 行业 | 2014 年 4 月 23 日 | 《养老服务设施用地指导意见》 |
| 行业 | 2014 年 9 月 30 日 | 930 新政《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》 |
| 宏观 | 2014 年 11 月 20 日 | 降息 |
| 行业 | 2015 年 3 月 27 日 | 取消“7090”政策 |
| 行业 | 2015 年 3 月 30 日 | 《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》 |
| 行业 | 2015 年 9 月 1 日 | 《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》 |
| 行业 | 2016 年 2 月 2 日 | 《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》 |

| 类别 | 时间 | 政策 |
|----|-----------|----------------------|
| 宏观 | 2016年3月1日 | 下调金融机构人民币存款准备金率 0.5% |

资料来源：中国政府网，中国人民银行，财政部，住建部，国土资源部，住房城乡建设部，银监会，乐居财经，申港证券研究所

1.2.4 2016Q2-2021Q1：地产政策以“稳”为主

2016Q2-2021Q1 地产政策以“稳”为主，地产融资监管趋严。2019年3月再次强调“房住不炒”，同年7月银保监会强调《加强房地产信托领域风险防控》。2020年新冠肺炎疫情爆发后多地出台政策为房企纾困，保障房地产市场稳定。2020年8月20日，“房地产融资三条红线”推出，房地产融资监管收紧。2021年3月提出支持保障性租赁住房。

表4：2016Q2-2021Q1 地产相关政策部分整理

| 类别 | 时间 | 政策 |
|----|-------------|--------------------------------------|
| 行业 | 2016年5月1日 | 二手房营改增 |
| 行业 | 2016年5月1日 | 调整住房公积金缴存比例 |
| 行业 | 2016年6月3日 | 《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》 |
| 行业 | 2016年9月6日 | 《法治政府建设实施纲要(2015~2020年)》 |
| 行业 | 2016年10月21日 | 银监会第三季度金融形势分析会提出严控房地产金融业务风险 |
| 行业 | 2016年12月12日 | 《关于不动产登记收费标准等有关问题的通知》 |
| 行业 | 2017年1月14日 | 《关于做好城镇住房保障家庭租赁补贴工作的指导意见》 |
| 行业 | 2017年7月18日 | 《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》 |
| 行业 | 2017年9月23日 | 重庆、南昌、南宁、长沙等城先后发布楼市限售新政 |
| 行业 | 2018年4月25日 | 《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》 |
| 行业 | 2018年5月19日 | 《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》 |
| 行业 | 2018年12月21日 | 中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制 |
| 宏观 | 2019年1月4日 | 降准 1% |
| 行业 | 2019年1月16日 | 5城集体建设用地建设租赁住房试点 |
| 行业 | 2019年2月15日 | 住建部《住宅项目规范》 |
| 行业 | 2019年3月5日 | 银保监会“坚持房住不炒、严禁消费贷款违规用于购房” |
| 行业 | 2019年7月6日 | 银保监会《加强房地产信托领域风险防控》 |
| 宏观 | 2019年9月6日 | 降准 0.5% |
| 行业 | 2020年2月12日 | 多省市出台应对疫情地产新政 |
| 行业 | 2020年2月21日 | 2020年金融市场工作会议要求保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性 |
| 行业 | 2020年7月24日 | 住建部10城房地产工作座谈会强调“坚持房住不炒” |
| 行业 | 2020年8月20日 | 房地产融资三条红线 |
| 行业 | 2020年8月26日 | 住建部6城房地产工作座谈会 |
| 行业 | 2021年3月13日 | 《十四个五年规划和2035年远景目标纲要》强调保障性租赁住房 |

资料来源：中国政府网，中国人民银行，财政部，住建部，银保监会，申港证券研究所

1.2.5 2021Q2 至今：延续“稳”地产基调 22年5月政策利好频出

2021Q2 至今地产政策仍以“稳”为主，近期政策利好修复楼市。本周期仍以“稳”为主，强调因城施策。2022年5月楼市利好政策频出：5月15日下调首套房贷利率为LPR-20BP，5月20日LPR下调15BP，5月24日，加大住房公积金助企纾困力度。

表5: 2021Q2 至今地产相关政策部分整理

| 类别 | 时间 | 政策 |
|----|------------|--------------------------|
| 行业 | 2021年6月2日 | 《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》 |
| 行业 | 2021年7月13日 | 《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》 |
| 宏观 | 2022年5月15日 | 中央将首套房贷款利率下调为LPR减20个基点 |
| 宏观 | 2022年5月20日 | 5年期LPR下调15个基点 |
| 行业 | 2022年5月24日 | 《关于实施住房公积金阶段性支持政策的通知》 |

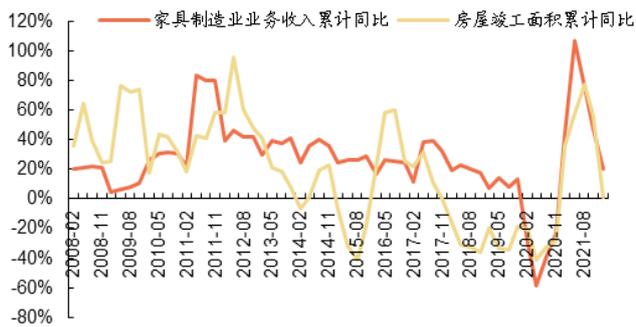
资料来源: 国家发改委, 住建部, 中国人民银行, 申港证券研究所

1.3 家居板块关注竣工指标 参考销售指标

家具制造业营业收入与房地产竣工面积累计同比增速相关。商品房销售先于竣工, 作为地产后周期板块, 居民的家居用品采购在竣工交付后产生, 因此家居用品行业营收与竣工面积影响较为相关, 具有一定滞后性。

预计家居用品行业¹营收数据明年有所回升。在商品房销售回暖以及融资环境改善双重预期下, 我们预计竣工面积在三季度开始改善, 将有利于家居板块的营收在2023年提升。

图2: 家具制造业业务收入累计同比及房屋竣工面积累计同比



资料来源: wind, 申港证券研究所

图3: 家具制造业业务收入累计同比商品房销售面积累计同比



资料来源: wind, 申港证券研究所

2. 地产下行期看头部 地产上行期看反弹力度

2.1 地产下行期 头部企业抗地产风险持续性较高

2009Q4-2012Q1, 索菲亚营收多数时间跑赢行业。由于阶段一上市公司数量较少, 我们从阶段二开始分析。阶段二中索菲亚5个有营收同比的季度中4个季度高于行业, 占比80%。其余家居企业该比例均小于50%。11Q3、12Q1 永安林业营收同比超行业75.23%、86.05%, 但其余季度均低于行业。

表6: 2009Q4-2012Q1 家居企业与行业营收增速之差 (1)

| 证券简称 | 09Q4 | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 永安林业 | -28.40% | -51.76% | -52.06% | -39.01% | -22.27% |
| 大亚圣象 | 12.10% | -12.93% | -5.49% | -12.96% | -23.65% |
| 海鸥住工 | -16.41% | 24.61% | 40.34% | 18.55% | -9.79% |

¹ 本文以申万二级分类“家居用品行业”公司为研究对象。
敬请参阅最后一页免责声明

| 证券简称 | 09Q4 | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 悦心健康 | -2.18% | -5.41% | -30.00% | -23.60% | -14.98% |
| 浙江永强 | | | | 17.63% | 42.08% |
| 康欣新材 | -66.36% | -84.46% | 20.15% | -50.94% | -35.60% |
| 美克家居 | -24.44% | -13.15% | -2.30% | 36.67% | 2.10% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

表7: 2009Q4-2012Q1 家居企业与行业营收增速之差 (2)

| 证券简称 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 | 12Q1 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 永安林业 | -55.86% | -12.11% | 75.23% | -29.81% | 86.05% |
| 大亚圣象 | -31.64% | -22.23% | -33.01% | -22.15% | -2.54% |
| 海鸥住工 | -44.23% | -33.55% | -46.46% | -46.40% | -17.69% |
| 悦心健康 | -41.22% | -18.57% | -34.60% | -66.60% | -18.15% |
| 浙江永强 | -9.21% | -38.83% | 8.42% | 0.12% | -5.17% |
| 德力股份 | -39.11% | -11.42% | -3.33% | -29.68% | -7.75% |
| 索菲亚 | 1.02% | 27.80% | 8.90% | 11.24% | -28.32% |
| 哈尔斯 | | | -26.31% | -28.50% | -22.23% |
| 德尔未来 | | | -31.18% | -59.44% | -65.27% |
| 康欣新材 | -8.91% | -81.41% | -73.35% | 0.92% | -89.06% |
| 美克家居 | -19.11% | -12.66% | -31.97% | -37.57% | -22.22% |
| 丰林集团 | | | | -39.57% | -31.03% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

2013Q2-2015Q1, 索菲亚、德尔未来多数时间营收增速高于行业。阶段三索菲亚营收同比持续高于行业, 德尔未来高于行业的季度比例约 88%。康欣新材(彼时名为青鸟华光) 2013Q4 营收高增, 同比增长 434.81%, 超行业 418.95%, 主要原因系公司地产项目“北大锦城”封顶、房地产销售符合预期、去年同期低基数。

表8: 2013Q2-2015Q1 家居企业与行业营收增速之差

| 证券简称 | 13Q2 | 13Q3 | 13Q4 | 14Q1 | 14Q2 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 永安林业 | -35.29% | -12.33% | -20.09% | -11.99% | 10.93% | -1.36% | -8.00% | -2.92% |
| 大亚圣象 | -36.24% | -16.93% | -15.10% | 1.52% | 7.41% | 5.28% | -10.19% | -5.54% |
| 海鸥住工 | -34.25% | -21.67% | -7.67% | -6.33% | -7.42% | 1.85% | -4.19% | 1.74% |
| 悦心健康 | -40.38% | -11.84% | -12.14% | -7.35% | 6.21% | -11.82% | -17.01% | -42.01% |
| 浙江永强 | 7.85% | 5.91% | -18.26% | -3.17% | -23.06% | 35.97% | 39.29% | 10.87% |
| 德力股份 | -2.32% | -1.15% | 36.11% | 16.37% | 4.17% | 2.84% | -25.81% | -16.53% |
| 索菲亚 | 6.07% | 27.68% | 29.35% | 26.97% | 36.36% | 34.09% | 22.81% | 31.76% |
| 哈尔斯 | -13.01% | 0.36% | -4.89% | 11.14% | 39.76% | 29.53% | -0.22% | -1.45% |
| 德尔未来 | 2.97% | 6.71% | 9.45% | 42.53% | 30.61% | 24.57% | -3.43% | 55.10% |
| 康欣新材 | -47.14% | -57.31% | 418.95% | 52.52% | 12.98% | 137.89% | -0.92% | -55.34% |
| 美克家居 | -44.05% | -4.47% | -19.52% | -5.68% | 4.35% | 5.30% | -8.31% | 2.68% |
| 丰林集团 | -42.71% | -4.83% | 5.34% | 16.40% | 60.45% | 39.57% | 6.25% | -20.36% |
| 喜临门 | -21.24% | 8.19% | -4.25% | 32.76% | 25.26% | 35.92% | 6.47% | 11.76% |
| 松发股份 | | | | | | | | -13.97% |
| 永艺股份 | | | | | | | | 24.34% |
| 好莱客 | | | | | | | | 12.35% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

2017Q1-2020Q1, 梦百合营收同比持续高于行业。阶段四梦百合营收同比持续高于行业。顾家家居、欧派家居、喜临门除一个季度外营收同比均高于行业。我乐家居营收表现次之, 二个季度营收同比低于行业。

表9: 2017Q1-2020Q1 家居企业与行业营收增速之差 (1)

| 证券简称 | 17Q1 | 17Q2 | 17Q3 | 17Q4 | 18Q1 | 18Q2 |
|------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 梦百合 | 16.62% | 23.70% | 0.04% | 8.17% | 8.29% | 0.37% |
| 顾家家居 | 39.99% | 40.52% | 2.50% | -9.71% | 15.56% | 7.72% |
| 欧派家居 | 6.91% | 29.92% | 2.55% | 6.26% | 12.92% | 1.97% |
| 皮阿诺 | 37.65% | 32.78% | -7.84% | -11.39% | 55.19% | 5.03% |
| 喜临门 | 25.29% | 44.92% | -1.30% | 15.38% | 64.91% | 17.15% |
| 我乐家居 | 89.70% | 12.95% | -1.95% | -2.97% | 7.32% | 7.49% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

表10: 2017Q1-2020Q1 家居企业与行业营收增速之差 (2)

| 证券简称 | 18Q3 | 18Q4 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 20Q1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 爱丽家居 | | | | | | | 11.43% |
| 梦百合 | 29.59% | 42.97% | 34.10% | 17.71% | 21.73% | 14.57% | 53.78% |
| 建霖家居 | | | | | | | 9.24% |
| 顾家家居 | 31.12% | 56.86% | 38.11% | 15.76% | 10.80% | 7.78% | 12.36% |
| 欧派家居 | 6.83% | 21.96% | 20.89% | 12.17% | 12.95% | 9.06% | -15.74% |
| 皮阿诺 | 35.56% | 26.33% | 21.64% | 31.18% | 28.43% | 27.53% | 3.83% |
| 喜临门 | 26.06% | 13.31% | -0.25% | 25.58% | 9.71% | 10.28% | 5.77% |
| 我乐家居 | 21.67% | 7.98% | 27.96% | 22.75% | 18.43% | 9.34% | 24.79% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

2021Q2-2022Q1, 12 家家居企业营收同比持续高于行业。21Q2-22Q1, 嘉益股份营收同比分别高于行业 59.33%、99.75%、35.88%、120.80%。上阶段营收同比表现优异的欧派、顾家家居、喜临门延续优势, 营收同比持续高于行业。

表11: 2021Q2-2022Q1 家居企业与行业营收增速之差

| 证券简称 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 |
|------|--------|---------|--------|---------|
| 浙江永强 | 28.15% | 140.17% | 70.08% | 4.80% |
| 哈尔斯 | 64.44% | 9.47% | 35.89% | 5.26% |
| 海象新材 | 1.45% | 23.61% | 46.37% | 1.05% |
| 德艺文创 | 32.20% | 14.27% | 37.77% | 24.32% |
| 嘉益股份 | 59.33% | 99.75% | 35.88% | 120.80% |
| 张小泉 | | 16.47% | 20.72% | 17.67% |
| 喜临门 | 17.27% | 15.13% | 11.83% | 1.94% |
| 麒盛科技 | 11.07% | 31.92% | 0.73% | 3.64% |
| 志邦家居 | 5.36% | 7.25% | 10.78% | 0.75% |
| 顾家家居 | 33.38% | 25.49% | 10.25% | 9.63% |
| 欧派家居 | 7.48% | 14.19% | 6.69% | 15.18% |
| 西大门 | 12.39% | 15.51% | 6.17% | 13.06% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

复盘历史地产下行期，6家企业90%以上季度营收同比高于行业。以n、m分别代表为地产下行期营收同比的季度数、营收同比高于行业的季度数，则n/m为营收同比高于行业的季度比例。海象新材、嘉益股份、张小泉、顾家家居、欧派家居、西大门n/m>90%。从长期来看，顾家家居、欧派家居两个龙头企业可以长期稳定地抵御地产风险。

表12：地产下行期营收同比高于行业的季度比例

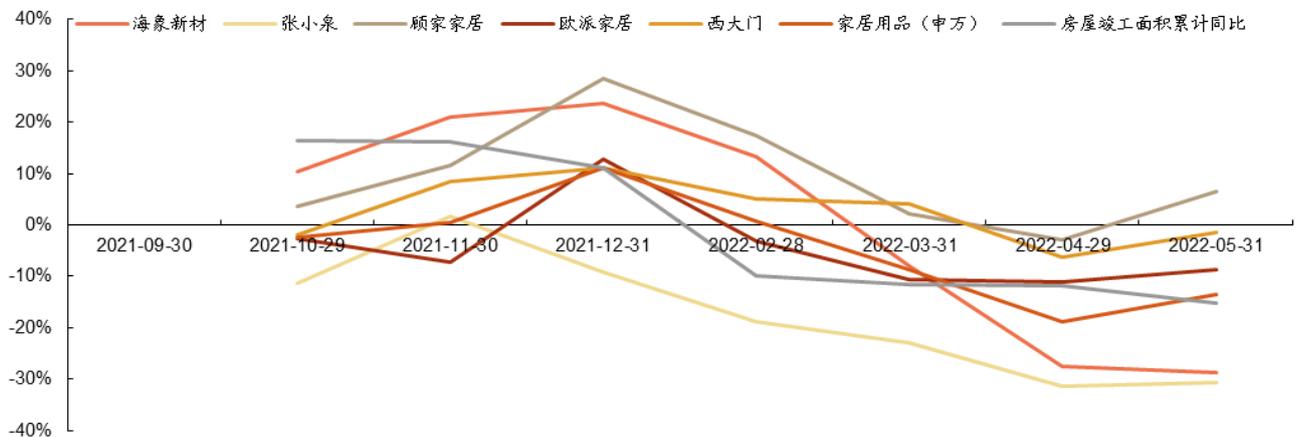
| 证券简称 | 有营收同比的季度数(n) | 营收同比高于行业的季度数(m) | 营收同比高于行业的季度比例(n/m) |
|------|--------------|-----------------|--------------------|
| 海象新材 | 4 | 4 | 100% |
| 嘉益股份 | 4 | 4 | 100% |
| 张小泉 | 3 | 3 | 100% |
| 顾家家居 | 19 | 18 | 95% |
| 欧派家居 | 17 | 16 | 94% |
| 西大门 | 4 | 4 | 100% |

资料来源：wind，申港证券研究所

2.2 地产下行期 营收增速高的家居企业股价多跑赢行业

顾家家居、海象新材股价增幅大。地产下行期营收同比90%季度里高于行业公司有5家：海象新材、张小泉、顾家家居、欧派家居、西大门。其中，顾家家居、海象新材股价增速最高，仅张小泉股价增速持续低于行业。

图4：地产下行期家居公司及家居用品行业股价变动、房屋竣工面积累计同比

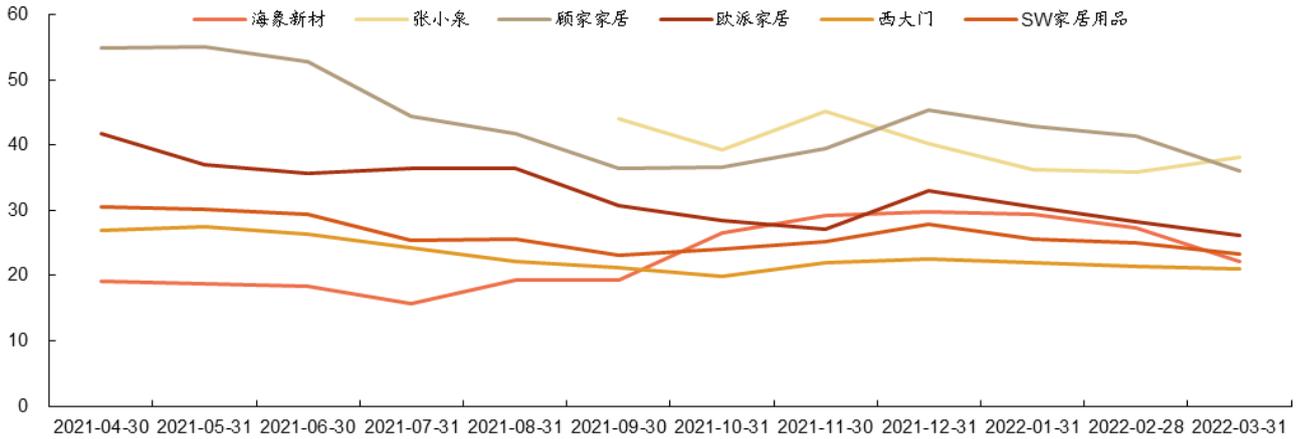


资料来源：wind，申港证券研究所

2.3 地产下行期最末阶段 头部家居PE 优于行业

顾家家居、欧派家居PE持续优于行业。地产下行期营收增速高于行业的家居企业共5家，其中，顾家家居、欧派家居在下行期最末阶段PE高于行业。西大门PE持续低于家居用品行业，张小泉和海象新材PE表现居中。

图5：地产下行期营收增速高的家居公司与行业在下行期最末阶段的PE对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

2.4 地产上行期 索菲亚持续跑赢行业 乐歌股份弹性高

2012Q2-2013Q1, 索菲亚、康欣新材营收增速突出。阶段二索菲亚营收同比持续高于行业。康欣新材、德力股份有三个季度营收同比高于行业。康欣新材 12Q3、12Q4 营收同比分别超出行业 54.46%、130.13%。

表13: 2012Q2-2013Q1 家居企业与行业营收增速之差

| 证券简称 | 12Q2 | 12Q3 | 12Q4 | 13Q1 |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 永安林业 | 11.28% | -48.68% | 12.33% | -20.26% |
| 大亚圣象 | -0.26% | -9.73% | -16.22% | -31.21% |
| 海鸥住工 | -11.61% | -10.48% | -9.25% | -21.56% |
| 悦心健康 | -31.15% | -36.59% | -13.55% | -21.78% |
| 浙江永强 | -29.97% | -54.10% | -35.04% | -25.34% |
| 德力股份 | 5.72% | -9.85% | 18.64% | 11.69% |
| 索菲亚 | 4.92% | 4.70% | 4.19% | 40.24% |
| 哈尔斯 | -25.62% | -28.48% | -5.54% | -11.28% |
| 德尔未来 | -55.51% | -23.63% | -20.84% | 19.90% |
| 康欣新材 | -21.24% | 54.46% | 130.13% | 1.53% |
| 美克家居 | -14.61% | -32.48% | -12.99% | -8.27% |
| 丰林集团 | -27.49% | -39.78% | -8.39% | -29.53% |
| 喜临门 | | -35.50% | -13.63% | -20.89% |
| 山东华鹏 | | -32.83% | | -28.17% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

2015Q2-2016Q1, 索菲亚营收增速优势延续, 曲美家居、好莱客、喜临门营收增速同样突出。阶段三中, 索菲亚、曲美家居、好莱客、喜临门营收同比持续高于行业。永安林业 15Q2 营收增速低于行业, 但随后三个季度营收增速高, 分别达 33.98%、287.5%、133.53%。

表14: 2015Q2-2016Q1 家居企业与行业营收增速之差

| 证券简称 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 |
|------|---------|--------|---------|---------|
| 永安林业 | -19.12% | 33.98% | 287.50% | 133.53% |

| 证券简称 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 大亚圣象 | -15.63% | -9.99% | -31.08% | -36.14% |
| 海鸥住工 | -4.26% | 0.69% | -11.84% | -9.19% |
| 悦心健康 | -32.44% | -12.99% | -22.90% | 1.01% |
| 浙江永强 | -37.71% | -1.09% | 2.27% | -1.65% |
| 德力股份 | -19.25% | -19.96% | -13.59% | -22.33% |
| 索菲亚 | 26.53% | 28.88% | 26.22% | 40.77% |
| 哈尔斯 | -18.91% | -2.50% | -0.12% | 23.15% |
| 德尔未来 | -25.38% | -6.53% | 71.84% | 2.44% |
| 瑞尔特 | | | | -5.93% |
| 帝欧家居 | | | | 13.39% |
| 康欣新材 | -18.09% | -72.78% | 4.73% | 72.13% |
| 美克家居 | -14.91% | 4.74% | -0.79% | 3.71% |
| 丰林集团 | -14.59% | -5.90% | -7.11% | 22.49% |
| 喜临门 | 3.98% | 14.79% | 55.87% | 9.82% |
| 山东华鹏 | -8.24% | 7.14% | -24.15% | |
| 松发股份 | -7.29% | -12.48% | -17.50% | -38.24% |
| 永艺股份 | 18.74% | 12.92% | -7.78% | 7.32% |
| 曲美家居 | 17.94% | 2.82% | 7.01% | 17.25% |
| 四通股份 | | -13.73% | -4.61% | -10.58% |
| 好莱客 | 7.44% | 19.88% | 10.11% | 16.77% |
| 龙竹科技 | | | | 52.72% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

2020Q2-2021Q1, 18 家企业营收增速高于行业, 乐歌股份营收增速突出。阶段四, 乐歌股份、欧派家居、顾家家居等 18 家企业营收增速持续高于行业。20Q2-21Q1, 乐歌股份营收增速分别高于行业 78.48%、123.93%、152.72%、130.34%。

表15: 2020Q2-2021Q1 家居企业与行业营收增速之差 (仅考虑营收增速高于行业的家居企业)

| 证券简称 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 |
|------|--------|---------|---------|---------|
| 海鸥住工 | 40.82% | 41.09% | 27.84% | 23.49% |
| 瑞尔特 | 9.92% | 6.28% | 43.49% | 24.67% |
| 蒙娜丽莎 | 36.66% | 29.89% | 24.41% | 53.98% |
| 海象新材 | 63.55% | 36.08% | 7.14% | 10.12% |
| 东鹏控股 | | 5.27% | 12.71% | 83.64% |
| 乐歌股份 | 78.48% | 123.93% | 152.72% | 130.34% |
| 金牌厨柜 | 17.11% | 16.15% | 27.72% | 29.91% |
| 公牛集团 | 5.75% | 4.09% | 4.72% | 34.94% |
| 江山欧派 | 62.27% | 44.15% | 32.08% | 6.07% |
| 梦百合 | 77.64% | 84.76% | 56.96% | 26.89% |
| 永艺股份 | 36.09% | 60.11% | 52.63% | 96.62% |
| 恒林股份 | 99.88% | 72.47% | 48.43% | 13.01% |
| 志邦家居 | 28.64% | 27.28% | 35.18% | 57.45% |
| 顾家家居 | 7.33% | 18.64% | 13.15% | 13.68% |
| 欧派家居 | 13.33% | 3.81% | 14.23% | 79.10% |

| 证券简称 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 松霖科技 | 19.43% | 1.91% | 25.58% | 12.56% |
| 王力安防 | | 6.72% | 14.01% | 63.98% |
| 美之高 | 33.89% | 24.41% | 26.32% | 46.42% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

地产上行期, 乐歌股份等 17 家企业营收增速持续高于行业。地产上行期各阶段, 乐歌股份、欧派家居、顾家家居、江山欧派等 17 家企业营收增速持续高于行业。其中, 乐歌股份营收增速最高, 20Q2-21Q1 营收增速分别超出家居行业 78%、124%、153%、130%。

表16: 地产上行期营收同比高于行业的企业

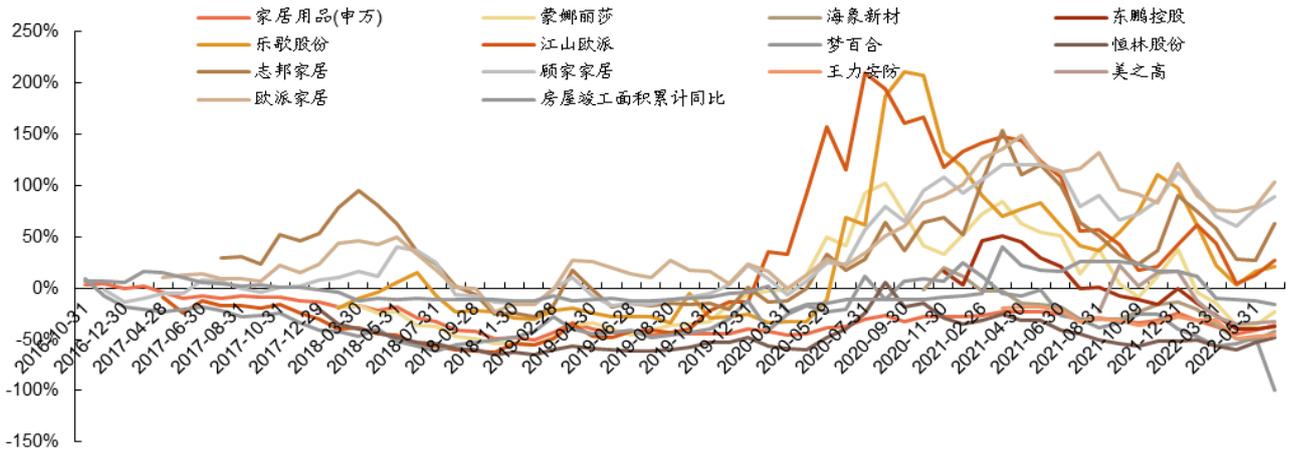
| 证券简称 | 有营收同比的 季度数(n) | 营收同比高于行业 的季度数(m) | 营收同比高于行 业的季度比例 (n/m) | 公司与行 | 公司与行 | 公司与行 | 公司与行 |
|------|------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | | | | 业营收同 比之差 20Q2 | 业营收同 比之差 20Q3 | 业营收同 比之差 20Q4 | 业营收同 比之差 21Q1 |
| 双枪科技 | 1 | 1 | 100% | | | | 6% |
| 蒙娜丽莎 | 4 | 4 | 100% | 37% | 30% | 24% | 54% |
| 海象新材 | 3 | 3 | 100% | 64% | 36% | 7% | 10% |
| 东鹏控股 | 4 | 4 | 100% | | 5% | 13% | 84% |
| 乐歌股份 | 4 | 4 | 100% | 78% | 124% | 153% | 130% |
| 玉马遮阳 | 1 | 1 | 100% | | | | 9% |
| 金牌厨柜 | 4 | 4 | 100% | 17% | 16% | 28% | 30% |
| 公牛集团 | 4 | 4 | 100% | 6% | 4% | 5% | 35% |
| 江山欧派 | 4 | 4 | 100% | 62% | 44% | 32% | 6% |
| 梦百合 | 4 | 4 | 100% | 78% | 85% | 57% | 27% |
| 恒林股份 | 4 | 4 | 100% | 100% | 72% | 48% | 13% |
| 志邦家居 | 4 | 4 | 100% | 29% | 27% | 35% | 57% |
| 顾家家居 | 4 | 4 | 100% | 7% | 19% | 13% | 14% |
| 欧派家居 | 4 | 4 | 100% | 13% | 4% | 14% | 79% |
| 松霖科技 | 4 | 4 | 100% | 19% | 2% | 26% | 13% |
| 王力安防 | 3 | 3 | 100% | | 7% | 14% | 64% |
| 美之高 | 4 | 4 | 100% | 66% | 62% | 27% | 12% |

资料来源: wind, 申港证券研究所

2.5 地产上行期 营收增速高的家居企业股价增速远超行业

江山欧派、乐歌股份股价增速亮眼。地产下行期, 江山欧派、乐歌股份增速最大, 其次为欧派家居。志邦家居、美之高等非头部家居企业增速次之, 但总体仍高于行业。只有恒林股份股价增速持续低于行业。

图6: 地产上行期家居公司及家居用品行业股价变动、房屋竣工面积累计同比

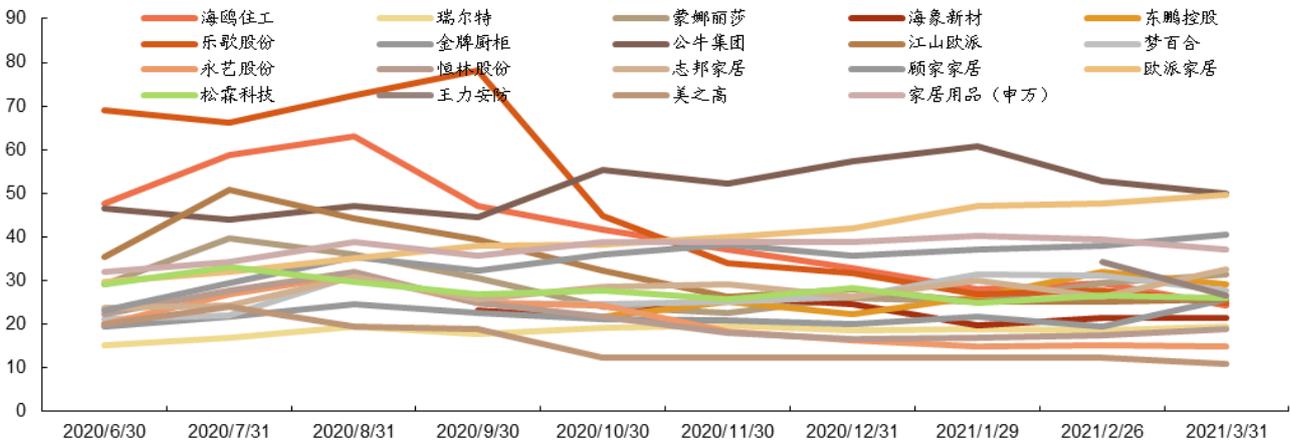


资料来源: wind, 申港证券研究所

2.6 地产上行期最末阶段 欧派家居 PE 表现稳健

公牛集团 PE 持续高于行业，欧派家居 PE 稳步上行。地产上行期最末阶段，公牛集团 PE 持续高于行业，欧派家居 PE 值持续上升直至超过行业。海鸥住工、乐歌股份、江山欧派 PE 在 2020Q2 居高位，2020Q3-2021Q1 持续走低。

图7：地产上行期营收增速高的家居公司与行业在上行期最末阶段的 PE 对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

3. 22Q2 地产销售回暖 家居企业业绩可期

3.1 竣工面积不失速 底部有支撑

预计新开工面积在三季度前期完成累计同比增速探底：基于我们对销售市场预测，预计今年三季度初单月同比增速触底，新开工同样将在三季度中月上旬触及底部。

2022 年竣工同比增速有下行压力，但底部有支撑：下行压力来源于房企的资金压力，在竣工对房企资金回笼低贡献的逻辑下，房企主动推动项目竣工意愿差，会导致部分竣工动作阶段性后推；但竣工累计同比已下行至-12%，进一步下探空间有限，一方面“保竣工、保交付”逻辑下，竣工动作不可能无限推迟；另一方面，领先的销

售周期仍在正增速区间，受行业不景气影响产生的竣工增速负向偏离会在法律强制交房的逻辑下逐步修复。

3.2 三十城地产政策因城施策 提升购房意愿

坚持住房不炒，因城施策调控。2022年2月，两会政府工作报告再次指出商品房应稳地价、稳房产、稳预期，随后多次会议中也表明各地应差异化落实信贷政策受疫情影响。各地政府积极响应，通过降低房贷利率、降低首付比例、公积金政策调整、放松限购限售等政策支持房地产市场的健康发展。

2022Q2 三十城地产政策利好，增强购房意愿。2022Q2，上海、广州等三十大中城市各发布地产政策方案，内容涵盖降低首付比例、二手房优惠利率、三胎地产政策优惠、人才购房优惠等。政策端传递利好，增强居民购房意愿。

表17：2022Q2 我国三十城房地产调控政策整理

| 时间 | 地点 | 政策来源 | 主要内容 |
|------|----|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 5.28 | 上海 | 《上海市加快经济恢复和重振行动方案》 | 优化人才直接落户、居转户、购房等条件；健全住房租赁体系，完善住房租赁法规政策；建立房地产项目前期审批绿色通道，启动新一批次市场化新建商品住房项目上市供应，缩短前期开发、拿地、开工、销售全流程时间。 |
| 6.23 | 广州 | 《关于印发广州市贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施实施方案》 | 引导金融机构将存款利率下降效果传导至贷款端；可按规定申请缓缴住房公积金，到期后进行补缴，此期间，缴存职工正常提取和申请住房公积金贷款，不受缓缴影响；推进保障性安居工程建设，筹集保障性租赁住房不少于13万套。 |
| 5.17 | 杭州 | 《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》 | 针对新房，三胎家庭奖励1套名额以及优先摇号机会；已落户的家庭无需缴纳社保即可购买二手房；未落户的家庭只需满一年社保或个税；个人转让家庭唯一住房的，增值税增免年限从5年调整为2年。 |
| 6.16 | 南京 | 《金融支持南京市经济稳增长实施方案》 | 落实好首套住房贷款利率下限调整和LPR调整等利率政策，引导住房贷款利率合理运行，并加大保障性租赁住房建设金融支持。 |
| 6.15 | 青岛 | 《关于调整住房公积金贷款最高额度的通知》 | 购买首套自住住房的家庭，借款申请人及配偶均符合申贷条件的，公积金贷款最高额度调整为80万元，较之前提高20万元；借款申请人仅本人符合申贷条件的，公积金贷款最高额度调整为50万元，较之前提高14万元。 |
| 6.3 | | 《青岛市适度调整优化房地产政策 促进房地产市场平稳健康发展》 | 调整住房限购区域范围；购房条件调整为非本市户籍居民家庭在中心城区无住房、且能提供在本市缴纳12个月以上个人所得税纳税证明或社会保险缴纳证明；在中心城区内出售已有住房1套或多套后，可在2年内再购买1套住房。 |
| 4.11 | 苏州 | 江苏省苏州市房地产市场和交易管理中心 | 二手房限售5年改为3年；非苏州户口购房由3年内社保连续24个月改为累计24个月 |
| 5.9 | | 江苏省苏州市房地产市场和交易管理中心 | 新房限售由3年改为2年，二手房则不再限制转让时间；非本市户籍居民购房，变为连续缴纳6个月社保即可；苏州本地户口、人才家庭，限购套数为3套，限购3套房。 |
| 5.25 | 厦门 | 厦门市房地产协会 | 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加10个基点；购买新建商品住房职工提取住房公积金支付首付款，优化为公积金直接支付的“预付制”；拥有二孩及以上的本市户籍家庭可在本市购买第3套自住商品住房。 |
| 5.20 | 大连 | 《关于促进我市房地产业健康发展和良性循环的通知》 | 非限制区域住房套数不计入总套数；“限制区域”内购买二手住房不受限；因家庭成员患病、就学等急需资金支付医疗费、学费等特殊情况的，房屋所有权人进行承诺，可解除对其限售住房的限制，满足合理售房要求。 |
| 6.11 | 武汉 | 《市人民政府办公厅关于 | 采取支持人才购房、财政补贴、契税补贴、展销促销、合理调整住房公积金贷 |

| | | | |
|------|-----|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | | 印发武汉市加快消费恢复提振若干措施的通知》 | 款首付比例和额度等政策措施,因城施策实施差异化住房信贷政策,更好满足购房者合理住房需求。 |
| 6.7 | 南昌 | 《关于调整我市住房公积金贷款首付比例的通知》 | 缴存职工家庭使用住房公积金贷款购买首套普通住房,最低首付比例由 30% 调整为 20%;购买二套普通住房,最低首付比例由 40% 调整为 30%,利率上浮 10% 不变。 |
| 6.2 | 佛山 | 《关于因城施策进一步完善房地产调控政策的通知》 | 佛山市商品住房限购区域调整为禅城区祖庙街道,南海区桂城街道,顺德区大良街道。另外,在限购区内,因改善住房需求购房的,其持有满 5 年的商品住房,不计入家庭住房查验套数。满 5 年的商品住房在买卖、赠与、司法拍卖时,无需进行购房资格查验。 |
| 4.25 | 无锡 | 《关于积极推动改善生育二个孩子及以上家庭居住条件的通知》 | 生育两个孩子及以上的无锡本市户籍居民家庭,可在限购区域新增一套购房指标。 |
| 5.14 | 东莞 | 《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》 | 扩大保障性租赁住房供给,允许对二孩三孩的居民家庭新增购买一套商品住房;鼓励银行对符合购房政策要求且具备购房能力的购房人,提升借款和还款便利度,更好满足刚性和改善性住房需求。 |
| 4.30 | 惠州 | 《关于促进房地产业健康发展和良性循环的通知》 | 允许先提取本人及其配偶的住房公积金用于支付购房首付款;商业银行要实施好差异化住房信贷政策,合理确定本行商业性个人住房贷款的首付款比例和贷款利率;满足惠阳区和东亚湾经济技术开发区范围内的合理住房需求,不再纳入限购重点片区。 |
| 5.5 | 长春 | 《关于有效应对疫情影响促进房地产市场平稳发展和良性循环若干措施的通知》 | 通过阶段性降低贷款首付款比例、减轻个人住房消费负担、给予公积金缴存缓缴和银行贷款偿还展期政策支持;通过实行“办缴分离”、建立项目开工“绿色通道”、允许工业专业产业园区项目办理分割销售及不动产登记等 3 项措施,助力企业快速复工复产。 |
| 5.9 | 扬州 | 《关于积极支持在扬来扬人才和生育二孩及以上家庭改善居住条件的通知》/《关于支持刚性和改善性住房需求调整优化土地出让政策的通知》 | 在扬来扬大专及以上人才和生育二孩及以上家庭在市区购房的,可不适用现行限购政策;在市区范围内户籍居民家庭拥有第二套住房及以上、非市区范围内户籍居民家庭拥有第一套住房及以上的,自网签备案之日起满 3 年可上市交易;在扬来扬大专及以上人才在市区购买首套商品住房(含二手商品住房),给予所缴纳契税 50% 的一次性购房补贴;控制土地上市规模,调减住宅用地上市总量;优化地块规划设计条件,优先安排好地块、小地块上市。 |
| 5.18 | 岳阳 | 《关于进一步促进岳阳市城区房地产市场平稳健康发展的若干措施(试行)》 | 在岳阳市城区购买首套新房和二手房,签订网签合同并完成契税缴纳的居民家庭,每套给予 1 万元购房补贴;对人才给予购房补贴,博士研究生及市级以上(含市级)领军人才 20 万元;住房贷款利率首套为 5.1% 及以下,二套为 5.46% 及以下,最低首付款比例为 20%。 |
| 6.8 | 韶关 | 《关于调整韶关市商业性个人住房贷款最低首付款比例的决议》 | 对居民家庭首次购买普通住房办理商业性个人住房贷款,最低首付款比例调整为 20%;在韶关市主城区购买新建商品住房、二手住房的居民,在一年内凭备案后的《商品房买卖合同》及查档证明,其子女可向房产所在地教育部门申请当年秋季入读义务教育阶段公办学校学位。 |
| 5.31 | 成都 | 《关于进一步优化完善房地产政策促进市场平稳健康发展的通知》 | 鼓励支持全市各银行业金融机构及时优化房地产金融服务,降低个人住房贷款首付比例和利率定价水平。 |
| 6.9 | 长沙 | 《关于进一步促进消费持续恢复的若干措施》 | 支持长沙恢复执行二套房契税优惠税率;鼓励提高住房公积金最高贷款额度,首套房可提可贷。 |
| 5.23 | 哈尔滨 | 废止《哈尔滨市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》 | 为全面放开二手房交易,激发哈市房地产市场活力,促进房地产市场一二手联动,推动建成商品房屋去库存。 |

| | | | |
|------|----|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6.24 | 昆明 | 《昆明市人民政府关于印发扎实稳住经济增长实施方案的通知》 | 对在 2022 年 7 月 1 日—10 月 31 日期间购买首套新建普通商品住房（建筑面积 144 平方米以下）并完成网签备案及取得契税完税凭证的购房者，给予所缴契税额 50% 的补贴；对符合条件的在昆创业就业的全日制博士、硕士研究生，首次购买住房且无自有住房的，分别给予 8 万元、5 万元的一次性购房补贴。 |
| 4.4 | 兰州 | 兰州市落实强省会战略进一步优化营商环境若干措施（第 1 号）》 | 首套房首付比降至 20%；对拥有一套住房并已结清购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买住房的，金融机构执行首套房贷款政策；对需将异地居住的父母等近亲属接来兰州居住的，允许其家庭在限购区域内新购一套住房；对生育两孩或三孩的家庭，允许其在限购区域内新购一套住房。 |

资料来源：上海市、广州市、大连市、武汉市、长春市、扬州市、成都市、昆明市、哈尔滨市人民政府官网，青岛市、南昌市住房公积金管理中心官网，青岛市、佛山市、东莞市、惠州市住房和城乡建设局官网，杭州市住房保障和房产管理局官网，无锡市卫生健康委员会官网，岳阳市财政局官网，扬州市自然资源和规划局官网，兰州市政府服务管理局官网，湖南省商务厅官网，厦门房地产协会公众号，新华报业，凤凰网，财联社，南方日报，申港证券研究所

3.3 地产复苏 需求侧利好家居企业

基于近期的多种数据来源，我们有理由认为商品房市场的复苏已基本明确：

- ◆ 统计局商品房销售数据：5 月单月销售同比增速跌幅收窄；
- ◆ 高频 30 城数据：周度数据出现同比大增，趋势上呈现触底反弹；
- ◆ 房企销售排行榜：6 月房企销售环比大增，累计同比跌幅收窄。

30 大中城市商品房成交面积近日高增，家居需求空间增长。2022 年 6 月 19 日所在周，30 大中城市商品房成交面积 440.77 万平方米，环比增长 56.96%。2022 年 6 月 26 日所在周成交面积 435.52 万平方米。商品房成交面积大涨为家居市场创造广阔需求。

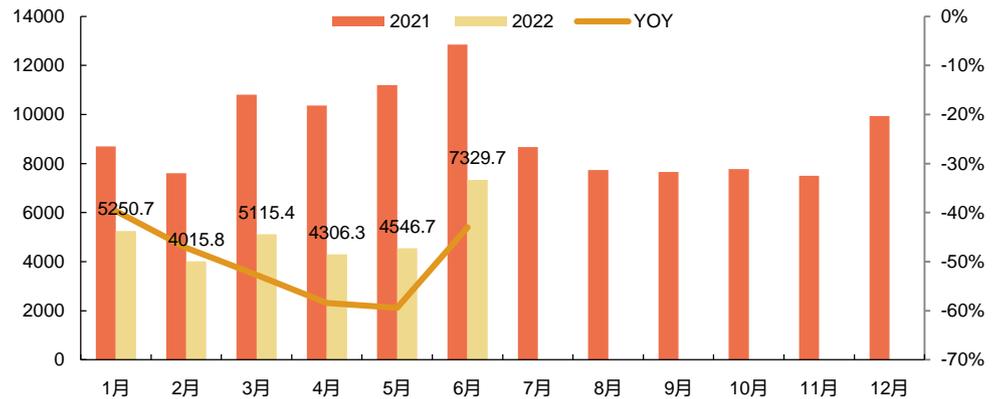
图8：30 大中城市：商品房成交面积：当周值（万平方米）



资料来源：wind，申港证券研究所

地产百强销售数据同样显示环比较快复苏，同比降幅收窄，复苏方向仍明确。6 月百强房企实现销售操盘金额 7329.7 亿元，环比大增 61.2%，同比下滑 43%，降幅较上月收窄 16.4pcts。进入下半年，2021 年基数较低，同比降幅将继续大幅收窄，地产销售复苏预期将更加强烈。

图9：百强房企单月操盘业绩（亿元）

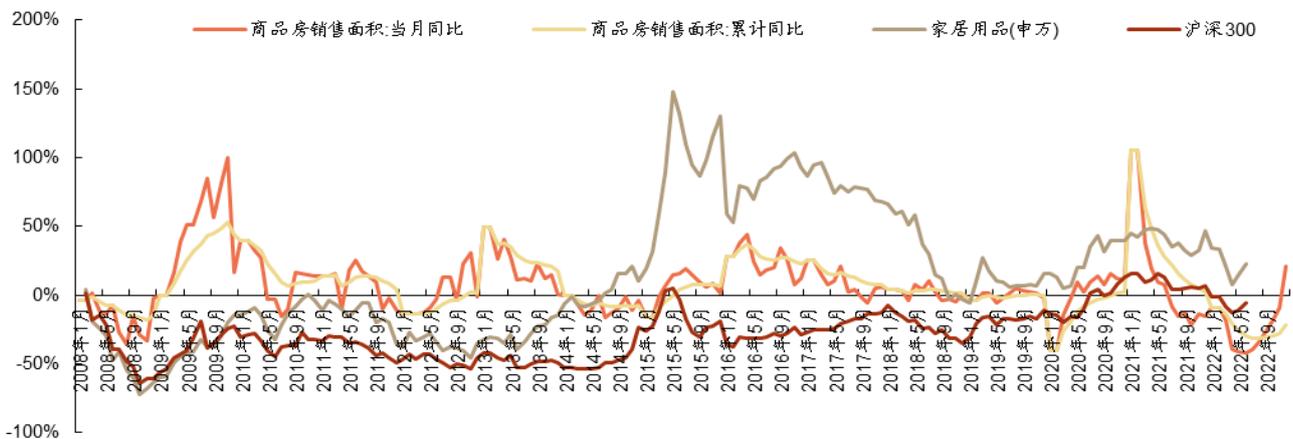


资料来源：克而瑞研究，申港证券研究所

3.4 商品房销售面积回升 提振家居行业二级市场表现

家居行业二级市场表现与商品房销售面积正相关。根据历史数据，家居行业二级市场表现与商品房销售面积当月及累计同比正相关性较强。近期，商品房销售面积回升，提振家居行业二级市场表现。

图10：商品房销售面积当月同比及累计同比、家居用品（申万）收盘价变动、沪深300收盘价变动



资料来源：wind，申港证券研究所

4. 地产上行期 关注历史反弹性高的家居企业

4.1 顾家家居：软体家居龙头 营收增速高

4.1.1 打造六大产品系列 走向全屋一站式服务

顾家家居成立 30 余年，构建六大产品系列，打造满足各群体需求的产品矩阵。顾家家居创立于 1982 年，顾家家居股份有限公司成立于 2011 年，专业从事客厅及卧室家具产品的研发、生产与销售。公司旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家床垫”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“全屋定制”六大产品系列。

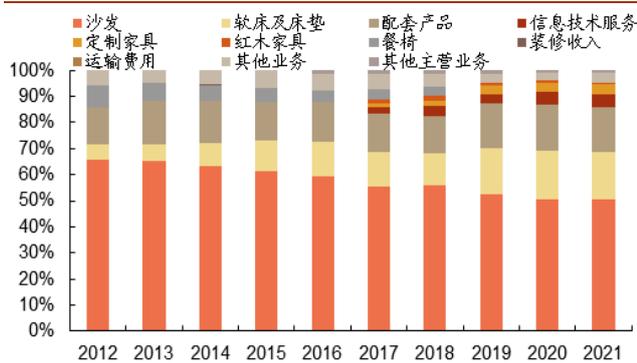
联合知名品牌，走向全屋一站式服务。公司拥有战略合作品牌“LAZBOY”美国乐

至宝功能沙发、收购意大利高端家具品牌“Natuzzi”、德国高端家具品牌“ROLF BENZ”、出口床垫品牌“Delandis 玺堡”、自有当代设计师家具品牌 KUKA HOME、轻时尚家居品牌“天禧派”、新中式风格家具品牌“东方荟”、全屋家居品牌“顾家生活”，并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”，为用户提供一站式全生命周期服务。

4.1.2 不断拓展品类走向全屋定制

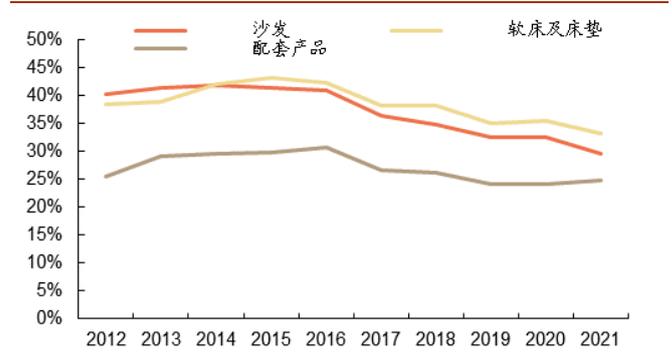
沙发贡献主要营收，主产品毛利率稳定。2021年，沙发、软床及床垫、配套产品营收占比分别为 50.53%、18.2%、17.12%。2021 年三者毛利率分别为 29.54%、33.22%、24.81%。

图11：顾家家居主营产品营收占比



资料来源：wind，申港证券研究所

图12：顾家家居营收占比前三的产品的毛利率



资料来源：wind，申港证券研究所

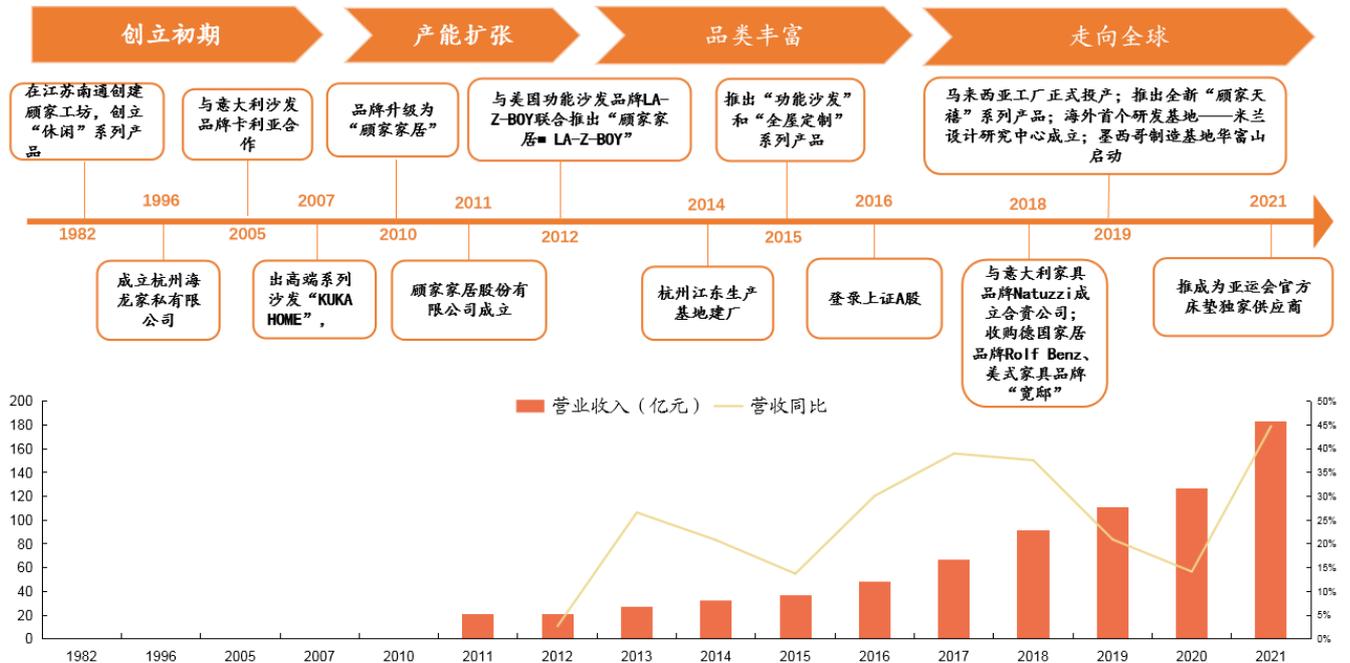
4.1.3 收购扩张+全球布局 进入大家居时代

手工沙发起家，逐渐走向世界。顾家家居作为国内软体家居行业龙头企业之一，开展品牌合作、收购扩张，进行全球化布局，逐渐走向世界。

- **创立初期（1982-2004年）：传统手工工艺沙发起家。**1982年，公司在江苏南通创建顾家工坊，传承手工技艺，创立“休闲”系列产品。2003年，浙江顾家工艺沙发制造有限公司成立，由此创立“顾家工艺”品牌。
- **产能扩张（2005-2010年）：新建产能基地，试水国际市场。**2005年，公司参加德国科隆国际家具展，杭州下沙生产基地正式竣工投产，与意大利知名沙发品牌卡利亚(Calitalia)合作。2006年，浙江第二生产基地正式启用。2007年，KUKA HOME 荷兰品牌专卖店开业，开启品牌国际化之路。2008年，首次登陆美国拉斯维加斯国际家具展，4000m²参展面积。
- **品类丰富（2011-2015年）：陆续推出多系列产品。**2011年，KUKA HOME 顾家家居股份有限公司成立。2012年，顾家家居成为 La-Z-Boy 公司在中国市场的独家经销商。2015年，顾家家居举办首届概念设计展，全球首款 3D 打印沙发、床及跨界设计师作品亮相，而后推出全新“功能沙发”、“全屋定制”系列产品。
- **走向全球（2016年至今）：上市后收购多家海外品牌全球化布局。**2016年，顾家家居成功登陆上证 A 股。2018年，公司联手意大利高端家居品牌 Natuzzi 成立合资公司，收购德国顶级家居品牌 Rolf Benz，收购美式家具品牌“宽邸”，收购出口床垫品牌“Delandis 玺堡”，组建越南生产基地项目组。2019年，公司在

马来西亚工厂正式投产，推出全新“顾家天禧”系列产品，海外首个研发基地——米兰设计研究中心成立，墨西哥制造基地华富山一期启动。2020年，顾家健康晾衣机上市，推动公司向全屋化方向发展，公司又推出线上3D展厅，助力海外业务，同时，越南公司平福工厂正式开工。2021、2020、2019年顾家家居营收分别为183.42、126.66、110.94亿元，分别同比增长45%、14%、21%。公司逐渐成长为行业龙头企业，进入大家居时代。

图13：顾家家居发展历程、营收、营收同比



资料来源：公司公告，公司官网，wind，申港证券研究所

4.1.4 业绩出色+扩建产能等利好消息提升股价

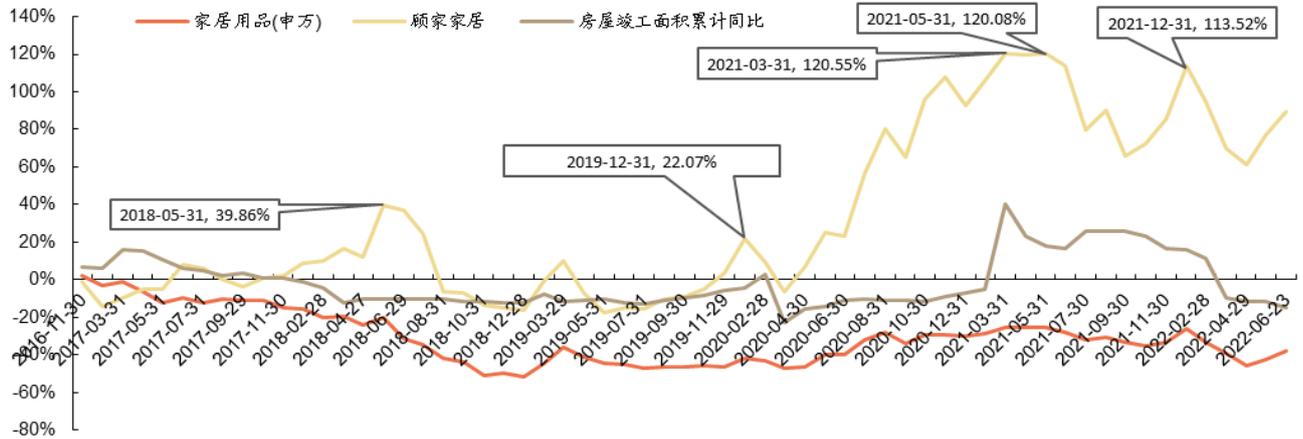
公司利好消息频出促股价上涨。上市至今，顾家家居股价出现四轮大涨，其中三轮在地产下行期，系公司业绩出色、扩建产能等利好消息提升投资者信心所致。

- ◆ **2017.10.31-2018.5.31：公司收购多家知名家具品牌，股价稳增。**2018年3月23日，顾家家居发布关于收购纳图兹贸易(上海)有限公司的进展公告。2018年3月31日，发布全资子公司关于收购资产的公告。2018年5月18日，发布关于收购RolfBenz及RBmanagement的进展公告。收购知名家具品牌将促进公司业务线完善发展，增强投资者对公司信心。2018年5月31日，股价相比上市初增长39.86%。
- ◆ **2019.8.30-2019.12.31：投资海外生产基地扩产，利好公司股价。**2019年12月21日，公司发布投资建设越南基地年产45万标准套软体家具产品项目的公告。拟投资5.05亿元于越南建设生产基地，新建生产车间等。该项目有利于公司扩大产能，利好公司股价。2019年12月31日，股价相比上市初增长22.07%。
- ◆ **2020.4.30-2021.5.31：海外生产基地投资加码加速完善产能布局，助力股价提升。**2020年11月25日，公司发布关于投资建设越南基地年产50万标准套家具产品项目的公告，加速完善产能布局，促股价上涨。2021年4月30日，公司发布2020年年报。2021年3月31日、5月31日，股价相比上市初分别增长120.55%、

120.08%。

- ◆ **2021.10.29-2021.12.31**：三季度营收高增，促股价大涨。2021年10月28日，顾家家居发布2021年三季度报告。报告期营收52亿元，同比增长41.42%；归母净利润4.65亿元，同比增长7.24%。财务表现优异促股价大幅增长，21年末股价相比上市初增长113.52%。

图14：顾家家居收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比



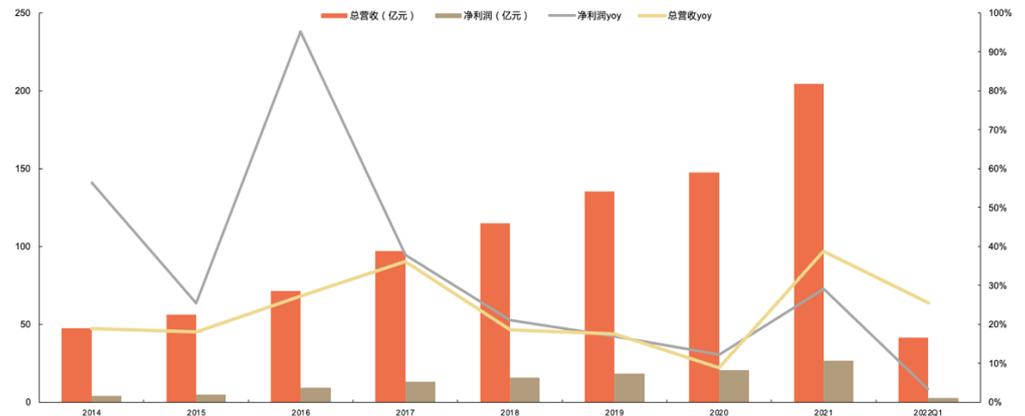
资料来源：wind，申港证券研究所

4.2 欧派家居：大家居一体化战略 业绩出色

4.2.1 硬体家居龙头 营收增速高

公司营业收入和净利润保持稳健增长。欧派家居创立于1994年，由定制橱柜起步，向全屋产品拓展，现已覆盖整体家居全产品，是国内综合型的整体家居一体化服务供应商。2021年公司总营收/净利润分别为204.4/26.64亿元，同比增长38.68%/29.13%。2022年Q1实现营收/净利润41.44/2.52亿元，同比增长25.6%/3.32%。

图15：2014-2022年Q1欧派家居营收及净利润变化



资料来源：wind，申港证券研究所

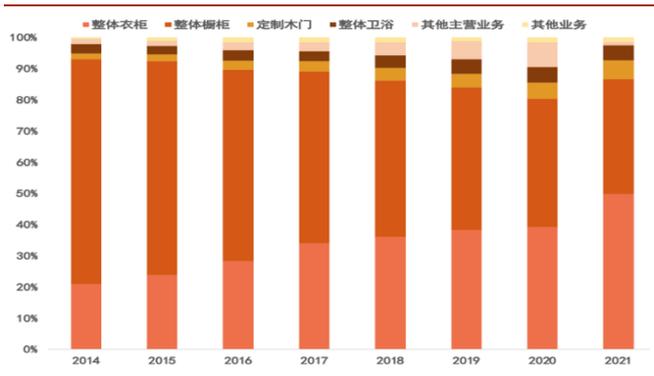
4.2.2 主营整体衣橱 各品类毛利率稳定

从橱柜到全品类，多系列产品共同发展。公司坚持“大家居”战略，逐步拓展了卫浴、衣柜、木门、墙饰、软装等品类，并于2022年进军整装阳台领域，抢占行业

蓝海。其中，橱柜/衣柜/卫浴/木门为主营业务，发展较为成熟，2014 年营收占比分别为 72%/21%/2%/3%。随着整装市场的成长，衣柜及配套的整装业务占比逐渐增加，2022Q1 营收结构为 33%/57%/ 5%/4%，衣柜超越橱柜成为营收第一的品类。

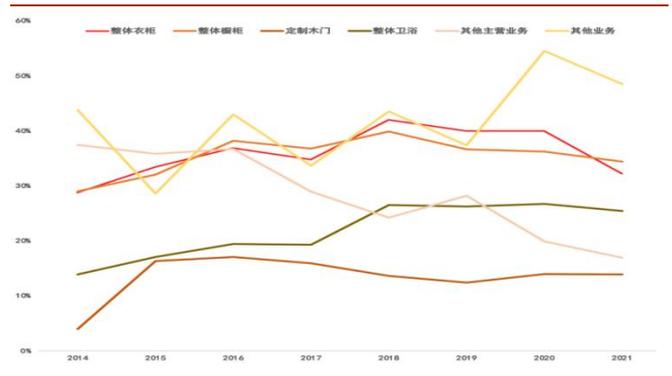
公司毛利率稳定，主要产品毛利率有所下降。盈利方面，2021 年衣柜/橱柜/卫浴/木门的毛利率分别为 32.19%/ 34.35%/ 13.82%/ 25.40%。主要收入来源衣柜和橱柜产品一直保持稳定的高毛利率，在 2021 年均有所小幅下降，系原材料价格上涨以及低毛利配套产品销售占比增加。与此同时，卫浴和其他新发展业务的毛利率在 2020-2021 年持续上涨，其他业务毛利率高达 48.5%，利润空间较大。

图16：欧派家居主营产品营收占比



资料来源：wind，申港证券研究所

图17：欧派家居产品毛利率变化



资料来源：wind，申港证券研究所

4.2.3 橱柜起家+领创整屋定制 打造大家居一体化

整体橱柜起家，逐步构建“大家居”战略。欧派家居创立于 1994 年，以整体橱柜为主，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、金属门窗、装甲门、家具、厨房电器、软装、整装大家居等，形成多元化产业格局，是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。

- ◆ **创立初期（1994-2002 年）：传统厨柜起家，深耕整体厨房领域。**1994 年，欧派家居前身康洁厨房在广州成立，并领先进入国内整体厨房先河，同时专注于橱柜业务，率先开展房地产楼盘橱柜的合作配套市场。2000 年，年销售额突破 1 亿元，在橱柜领域初具规模。
- ◆ **品类丰富（2003-2013 年）：多品类延伸业务，构造“大家居”雏形。**随着房地产市场的飞速发展，在橱柜业务的基础上，公司不断横向拓宽产品品类，以争取更大的市场份额。公司于 2003 年进军卫浴，2005 年发展衣柜整装，2010 年打开木门领域，并于 2013 年成立“欧派家居集团股份有限公司”。同时随着公司不断扩大产能、扩张门店，在多品类战略之下构造“大家居”雏形，2012/2013 年公司营业收入分别为 26.79/ 39.95 亿元，同比增长 21%/ 49%，表现亮眼。
- ◆ **品牌覆盖（2014-至今）：多品牌覆盖市场，稳固行业地位。**随着市场逐步饱和，竞争开始加剧，公司于 2010 年、2015 年、2020 年、2021 年先后推出欧铂尼、欧铂丽、铂尼思、星之家等子品牌，齐头并进。公司在 2017 年正式挂牌上市，并于 2018 年成为国内首家营收百亿的家居公司。多品牌布局的方式，结合“大家居”的战略规划，让公司深入拓宽市场，持续巩固品牌行业地位。2018-2020 年应收增速稍有下滑，系房地产市场趋于饱和。而公司通过多品牌布局的方式，

结合“大家居”的战略规划，深入拓宽市场，持续巩固品牌行业地位，营业收入仍然可观。2021年随着疫情好转和地产政策的放松，有缓和上升趋势。2014至2021营业收入/净利润复合增长率为23.18%/31.83%。

图18：欧派家居发展历程、营收、营收同比



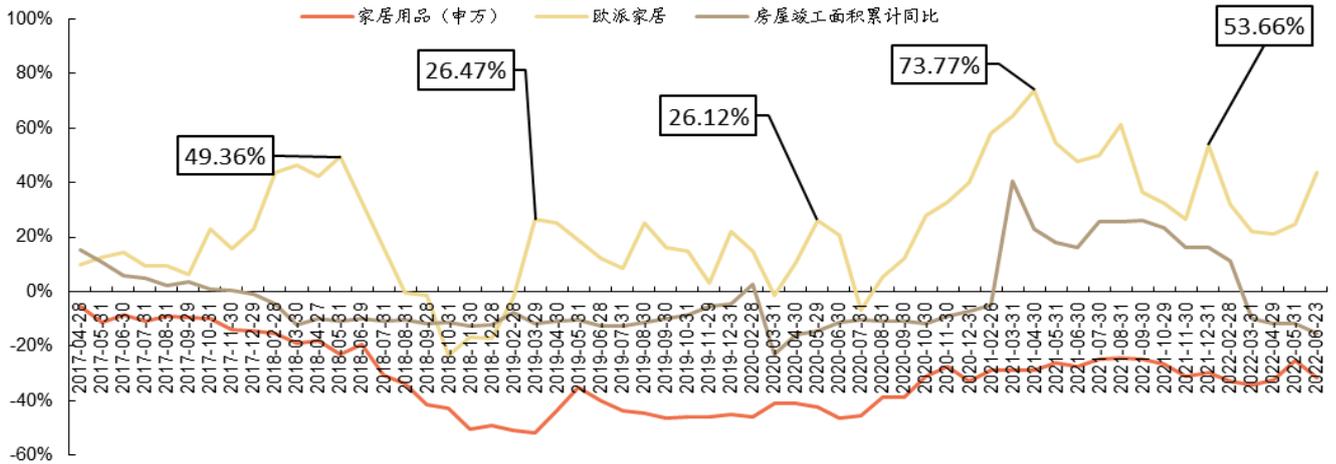
资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

4.2.4 出色业绩驱动股价提升

业绩亮眼促股价上涨。上市至今，欧派家居股价出现三轮大涨，主要原因系公司业绩出色、产品不断升级所致。

- ◆ **2017.12.29-2018.5.31**：正式开启大家居时代，股价稳增。2018年4月19日，公司发布2017年年报，营收同比增长36.11%，净利润同比增长37.73%。2018年5月5日，首家欧派整装大家居旗舰店在宜宾成功开业，是欧派大家居发展之路上的里程碑。2018年5月31日，股价相比上市初增长49.36%。
- ◆ **2018.12.28-2019.4.29**：业绩良好，逆地产下行趋势小幅提振股价。受地产下行及精装房政策影响，市场预计2018Q4业绩有所放缓。2018年年末公司发布业绩预期，年度净利润增速仍保持良好，因此公司股价出现逆行情上升。2019年3月29日，股价比上市初增长26.47%。
- ◆ **2020.7.31-2021.5.31**：独家净醛板材，助力股价提升。2021年4月16日，欧派独家推出了第二代无醛添加板材，引领行业“环保浪潮”。该技术是公司自主研发，其他公司难以在短时间内跟进，巩固了公司技术水平的差异化优势。另外，2021年Q1业绩亮眼，营收同比增长130.47%，净利润同比增长340.02%。2021年4月30日，股价相比上市初增长73.77%。

图19：欧派家居收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比



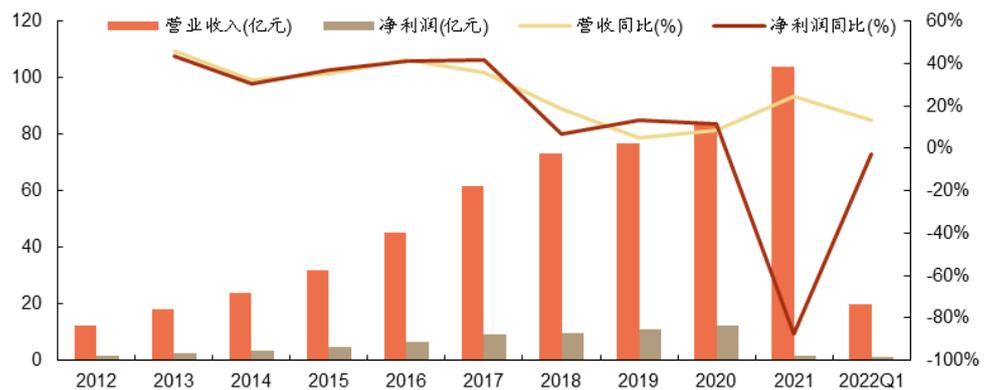
资料来源: wind, 申港证券研究所

4.3 索菲亚: 由衣柜到整家定制 品牌定位不断升级

4.3.1 营收稳步增长 净利润趋势向好

公司营业收入保持稳健增长。索菲亚于2003年创立,由衣柜起家,产品逐渐拓展至橱柜、木门等配套家居用品,公司专注于“定制”模式为消费者提供一站式服务。2021年公司总营收/净利润分别为104.07/1.04亿元,同比变动+24.59%/-87.43%。公司营收自2012年起逐年稳增,2021年营收同比增速为24.59%。2012-2020年公司净利润由1.76亿增长至12.24亿。2021年公司大宗业务方面出现重大客户商业汇票违约情况,针对此情况公司进行减值损失专项计提导致当年净利润下滑。目前公司已充分考虑大宗业务违约风险,2022Q1净利润已有所回升。

图20: 2012-2022年Q1 索菲亚营收及净利润变化



资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所

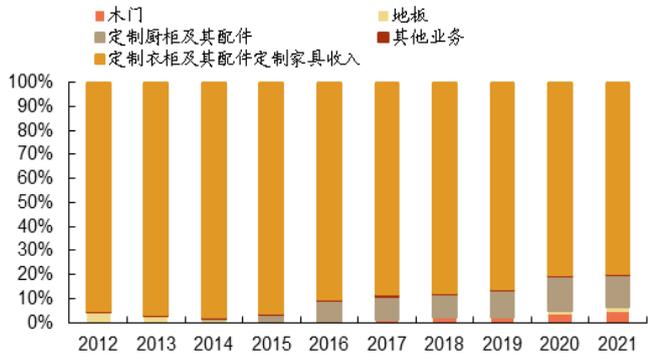
4.3.2 主营定制衣柜 核心产品毛利率稳定

从衣柜到全品类,其他产品占比逐渐增加。公司坚持“大家居”战略,逐步拓展了橱柜、木门、地板等品类,并于2021年12月,将品牌定位从“柜类定制专家”升级为“衣柜|整家定制”,抢占行业蓝海。其中,衣柜/橱柜/木门/地板为主营业务,发展较为成熟,2017年营收占比分别为88.36%/9.58%/1.19%/0.11%。随着整装市场的成长以及衣柜及配套的整装业务占比逐渐增加,橱柜、木门的营收也逐渐增加,2021年营收结构为79.46%/13.64%/4.40%。衣柜营收占比稳居第一,其他品类仍

有较大增长空间。

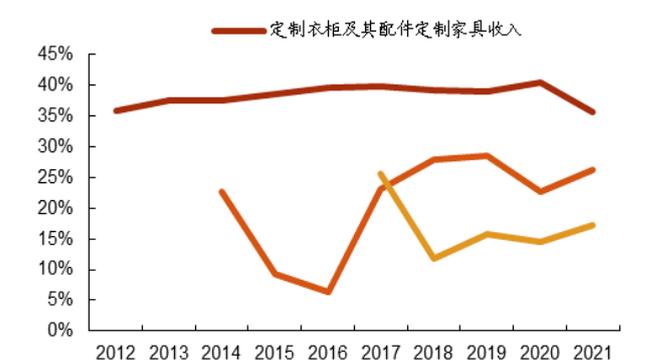
主要产品毛利率稳定，拓展业务毛利率有所上升。盈利方面，2021年衣柜/厨柜/木门的毛利率分别为35.71%/26.26%/17%。主要收入来源衣柜一直保持稳定的高毛利率，在2021年有所下降，系原材料价格上涨以及低毛利配套产品销售占比增加。定制厨柜以及木门毛利率近年逐渐稳定，在2021年小幅增加。

图21：索菲亚主要产品营收占比



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

图22：索菲亚产品毛利率变化



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

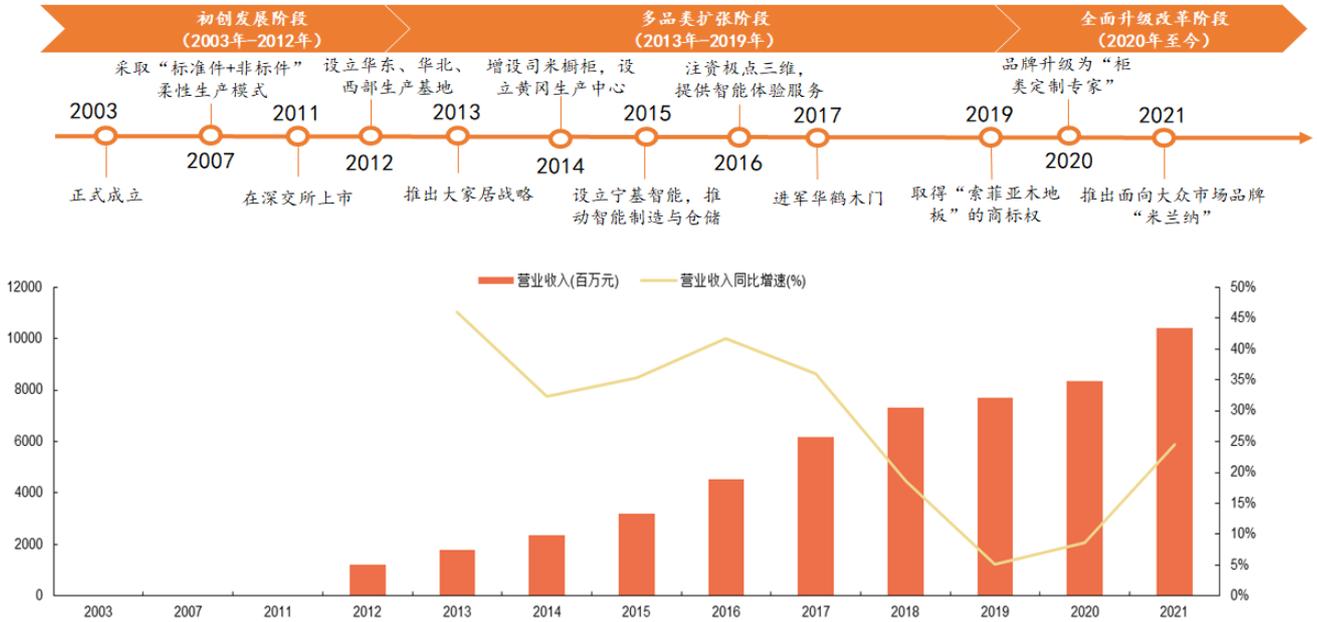
4.3.3 定制衣柜起家 逐步进入大家居时代

由定制衣柜入局，逐步发展成为整套家具定制领先企业。索菲亚是国内定制家居行业龙头企业之一，专注于定制柜、橱柜、木门及配套家居产品的设计、生产及销售，“定制”是公司主要业务模式的核心。公司于2003年创立，经历了初创发展、多品类扩张、全面升级改革三个阶段，逐渐成长为行业龙头企业，进入大家居时代。

- ◆ **初创发展阶段（2003-2012年）：衣柜定制起家，单品类增长迅速。**2003年广州增城生产基地正式投产，成为索菲亚华南生产中心，2007年起采取“标准件+非标件”柔性生产模式，开启定制衣柜规模化生产的时代，2008年索菲亚首家旗舰店在广州正式营业，2011年公司成功在深交所挂牌上市，成为国内首家定制家居上市公司，2012年设立华东、华北、西部生产基地，并举行“收纳节”向大众诠释空间系统收纳法则。
- ◆ **多品类扩张阶段（2013-2019年）：由衣柜扩张为整套家居定制。**2013年公司推出大家居战略，开始由衣柜逐渐延伸至其他品类，2014年公司增设司米橱柜，设立华中生产中心以进一步扩大生产，此外公司于2015年着手设立宁基智能，通过自动化设备引进提升供应端运营效率，2016年公司为推动智能化生产，投资全资子公司极点三维。2017年公司进军华鹤木门，拓展销售业务，逐步向整家定制迈进。2013年-2017年随着公司大家居战略的推进，公司业务发展迅速，营收同比增速保持在30%以上；2018年-2019年公司因战略调整增速放缓，营收仍稳步增加，2019年公司营收达到76.86亿元，同比增长5.1%。
- ◆ **全面升级改革阶段（2020-至今）：渠道拓展同时管理战略升级。**2020年，索菲亚进一步将品牌战略升级为“柜类定制专家”，于2021年3月推出聚焦大众市场的品牌“米兰纳”。为满足大众市场对于家居整装的消费需求，2021年12月公司将品牌定位升级为“衣柜|整家定制”。2022年6月，为进行长期产能储备，公司发布新一轮扩产计划。2019-2021年公司经过调整营收稳步增加，在疫情期间大力

推广线上营销保证业务顺利推进，其增速也保持增长趋势，2019/2020/2021 年公司营收同比增长 5.1%/8.7%/24.6%，2021 年营收达到 104 亿元，突破百亿大关。

图23：索菲亚发展历程、营收、营收同比



资料来源：wind，公司公告，公司官网，百度百科，申港证券研究所

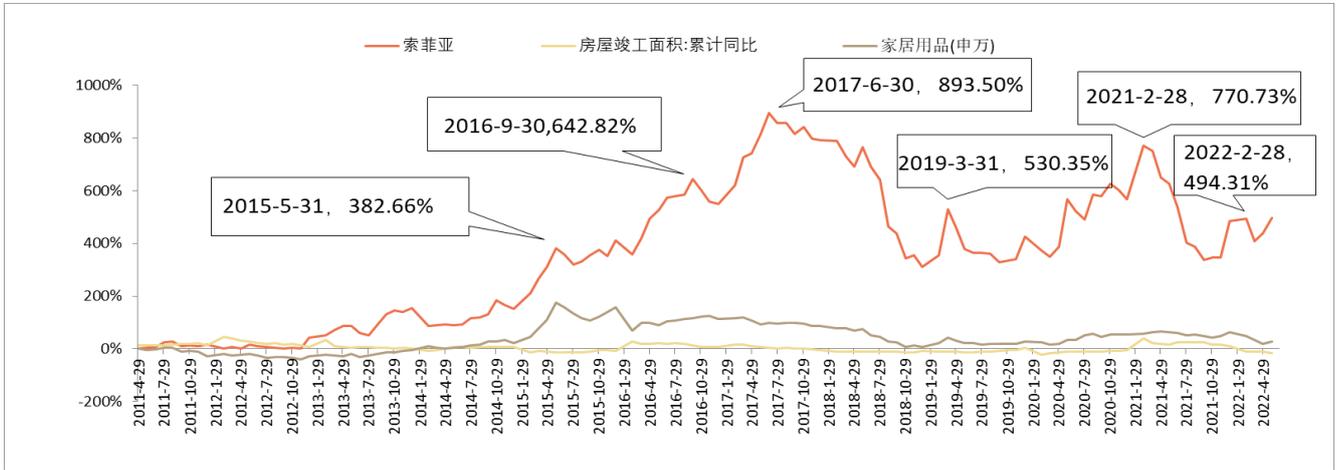
4.3.4 多品类多渠道战略提升公司业绩

出色业绩促股价上涨。上市至今，索菲亚股价出现四轮大涨，主要系公司产品升级、业绩良好、扩建产能及调整营销渠道所致。

- ◆ **2014.12.31-2015.5.31：推进智能化发展，利好公司股价。**2015年1月，公司计划对武汉舒适易佰科技有限公司增资持股，可利用O2O商业模式跨入舒适家居系统行业，丰富自身的产品品类、客户群体和产业链条，推进公司智能化发展，提升估值预期。公司2014年年报披露，当年营收以及净利润较上年分别增长32.39%，33.51%，业绩持续良好促进股价上涨，2015年5月31日，股价相比上市初上涨382.66%。
- ◆ **2016.2.29-2016.9.30：出色业绩推动股价上涨。**公司在2016年4月15日发布第一季度报告，在房地产下行阶段，公司营收和净利润比上年同期分别增长46.21%和46.43%；在同年半年度报告中，公司营收和净利润增速分别为44.1%和48.00%，增速整体均高于40%，远高于行业平均水平，业绩出色促使公司股价出现逆行情上升。2016年9月30日，股价比上市初上涨642.82%。
- ◆ **2016.12.31-2017.6.30：扩大生产规模，提高公司估值预期。**2017年1月，公司计划设立合资公司河南恒大索菲亚家居有限责任公司并且发布兰考家居项目第一期投资计划，有望在兰考建立生产基地，扩大生产规模同时进一步打开华中地区市场，利好公司股价。2017年3月15日公司发布2016年年报，营收增速41.8%，保持业绩高增速水平。2017年6月30日，股价相比上市初上涨893.50%。
- ◆ **2020.3.31-2021.2.28：推进线上营销，业绩持续回升。**因疫情原因，公司在线下营销暂停期间着力发展线上平台销售，联合天猫家装、淘宝直播间发布新品“索

菲亚 BOX 衣帽间”，助力销售量进一步增加。2020 年 4 月之后，线下的实体店已全部开业，线下服务逐步恢复；在公司发布的 2020 第三季度报告中，索菲亚营收同比增长 17.07%，业绩有逐渐回升趋势，利于股价增长。2021 年 2 月 28 日，股价相比上市初上涨 770.73%。

图24：索菲亚收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比



资料来源：wind，申港证券研究所

4.4 乐歌股份：人体工学龙头 积极布局海外

乐歌股份以支架起步，逐步走向人体工学产品研发。公司成立于 2002 年，2017 年在深交所成功上市。成立初期，公司主要以舞台类支架、普通电脑支架生产、销售为主；随着公司转型注重研发，推动人体工学产品创新，目前主要从事人体工学家居用品、办公用品及其他新型产品的研发、生产和销售，积极打造自主品牌，已成为国内人体工学行业龙头。公司积极投资海外市场，子公司美国乐歌主要面向高端市场；越南等国家建设制造工程、独立站，优化业务布局。2022 年 Q1 公司实现营收 7.64 亿元，同比增长 15.83%；归母净利润 0.18 亿元，同比下降 43.64%。

4.4.1 人体工学自主品牌

乐歌股份主打人体工学产品，大力发展自主品牌。公司基于线性驱动技术，研发创新人体工学家居、办公产品，包括线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站、智慧屏、智慧升降儿童学习桌、智能健身椅、智能电动床等。乐歌股份国内主要竞争企业有凯迪股份、捷昌驱动和泓杰股份，捷昌驱动和凯迪股份产品定位中高端，主要为配件和应用系统，乐歌股份相较于两个公司，可以生产自主品牌的人体工学产品成品；泓杰股份产品主要定位中端，乐歌股份定位中高端，乐歌股份产品毛利率高，根据两家公司 2017-2021 年报数据，乐歌股份毛利率高于泓杰股份。

图25：国内人体工学家居行业主要企业产品对比

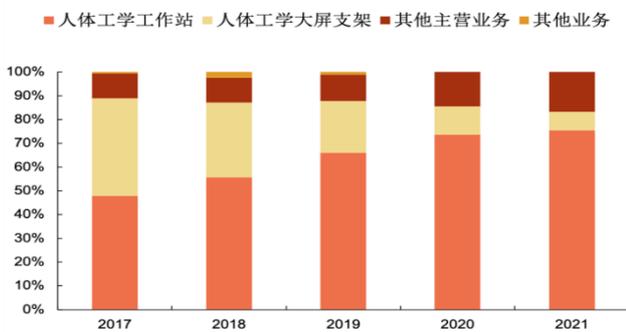
| | |
|----------|-------------------------------------------------------------------|
| 乐歌股份 | 电动儿童桌椅、AI智能升降桌、智能电动家居桌、智能办公升降桌、智慧升降工作站 |
| 凯迪股份 | 应用于电动升降办公桌的线性驱动系统、应用于电动医疗床的线性驱动系统、应用于功能沙发的线性驱动系统、应用于汽车电动尾门的线性驱动系统 |
| 捷昌驱动 | 捷昌驱动控制器及配件、捷昌驱动升降立柱、捷昌驱动推杆 |
| Ergotron | 倾斜支架、台式支架、站式办公桌、移动办公桌、壁挂坐立两用办公桌 |

资料来源：乐歌股份公司官网，乐歌股份招股书，wind，申港证券研究所

乐歌股份人体工学产品丰富。公司旗下人体工学产品种类丰富，主要包括电动儿童学习桌、AI智能升降桌、智能电动家居桌、智能办公升降桌、智能升降工作站、人体工学电脑支架等产品类型。公司注重研发，近年来人体工学产品创新不断取得新进展，2021年公司研发的智能电动床正式发布，进一步丰富公司产品品类。

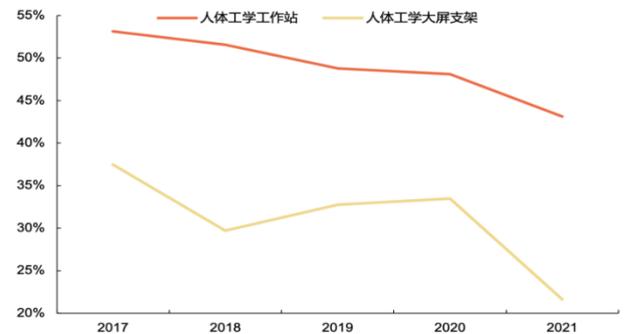
人体工学工作站为营收主要来源，主要产品毛利率下降。2021年，人体工学工作站、人体工学大屏支架、其他主营业务产品营收占比分别为75.34%、7.95%、16.71%。公司人体工学工作站产品营收占比较大，并持续增长，主要系近年来人们更加追求健康，人体工学办公、居家产品市场逐渐成熟所致。2021年两种主要产品毛利率分别为43.13%、21.64%。

图26：2017-2021年乐歌股份营收构成成分产品（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图27：2017-2021年人体工学产品的毛利率（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

4.4.2 产品研发创新 海外布局持续扩大

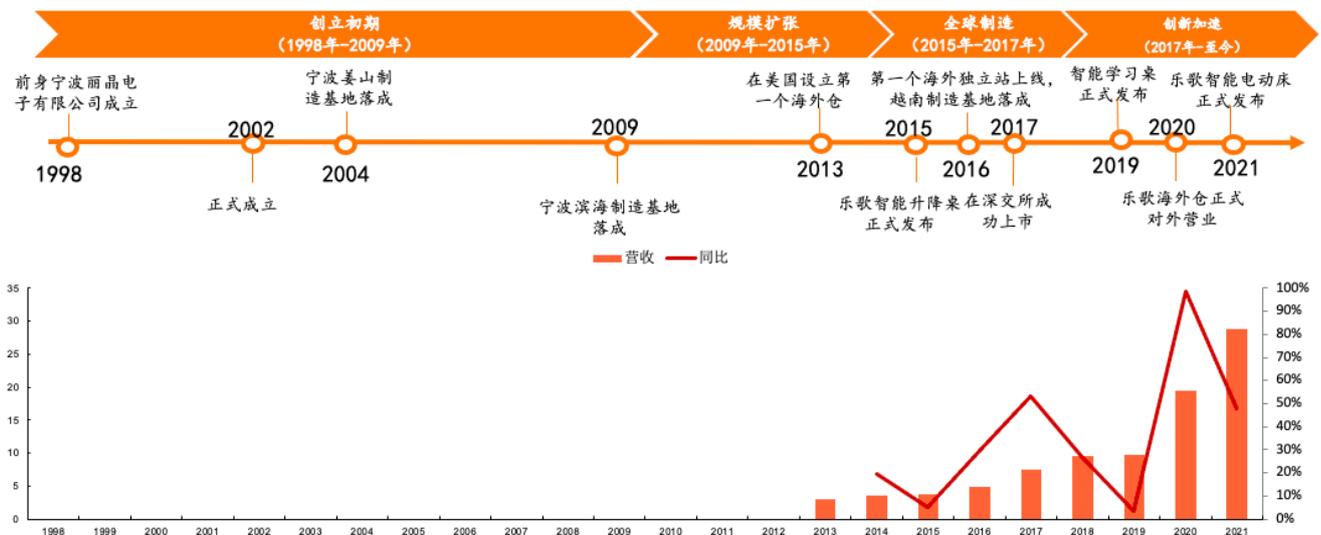
致力人体工学理念，建设独立站、海外仓。公司致力于人体工学产品的研发与创新，主要覆盖家居生活和办公领域，同时积极布局海外，当前拥有17个海外仓，在越南建设独立站，在美国、越南等国家拥有4000多名员工。

- ◆ **创立初期（1998-2008年）：公司初步发展，打造自主品牌。**1998年，公司前身宁波丽晶电子有限公司成立，2002年乐歌人体工学科技股份有限公司成立。2004年支架类产品第一家制造工厂建成，并开始探索电脑支架。公司早期主营产品为舞台设备支架、三脚架等支架类产品的生产和销售；2005年乐歌开始研发大屏显示支架、电脑支架类产品。公司在宁波建设两个制造基地，开始着力研发人体工

学家居、办公产品，打造人体工学自主品牌。

- ◆ **规模扩张（2008-2015年）：产品战略升级，探索海外发展。**公司确定产品升级方向，开始将人体工学理念应用于产品，研发技术含量更高的产品。2011年公司跨境电商业务起步，2013年公司在美国建设第一家海外仓，开始发力海外业务。公司 Flexi Spot 等品牌在海外具有较高知名度，线上销售规模领先同行业。这一阶段，公司行业地位开始彰显，2011年公司参与制定《平板电视机支架技术规范》中国行业标准；2014年天猫双十一销量全网行业第一。
- ◆ **全球制造（2015-2017年）：建设独立站，开启全球制造阶段，业绩快速增长。**2015年，公司研发的智能升降桌正式上市发布。2016年，越南制造基地落成，为公司第一个海外独立站，产品制造逐渐全球化。2015-2017年，乐股股份营收分别为 3.77、4.88、7.48 亿元；2016、2017 年营收同比增幅较大，分别为 29.44% 和 53.28%，这一阶段公司业绩明显增长。
- ◆ **创新加速（2017年至今）：2017年公司上市，产品研发加速，海外业务扩展。**2017年，乐歌股份在深交所上市成功。2019年发布智能学习桌，2021年乐歌智能电动床面市，公司研发产出丰富。这一阶段，公司海外仓正式对外运营，并被评为省级公共海外仓，入选商务部优秀示范案例。2017-2021年公司营收分别为 7.48、9.47、9.78、19.41、28.71 亿元，营收增长明显。

图28：乐歌股份发展历程、营收、营收同比



资料来源：乐歌股份公司官网，wind，申港证券研究所

4.4.3 国内外业务拓展+产品创新促进股价上升

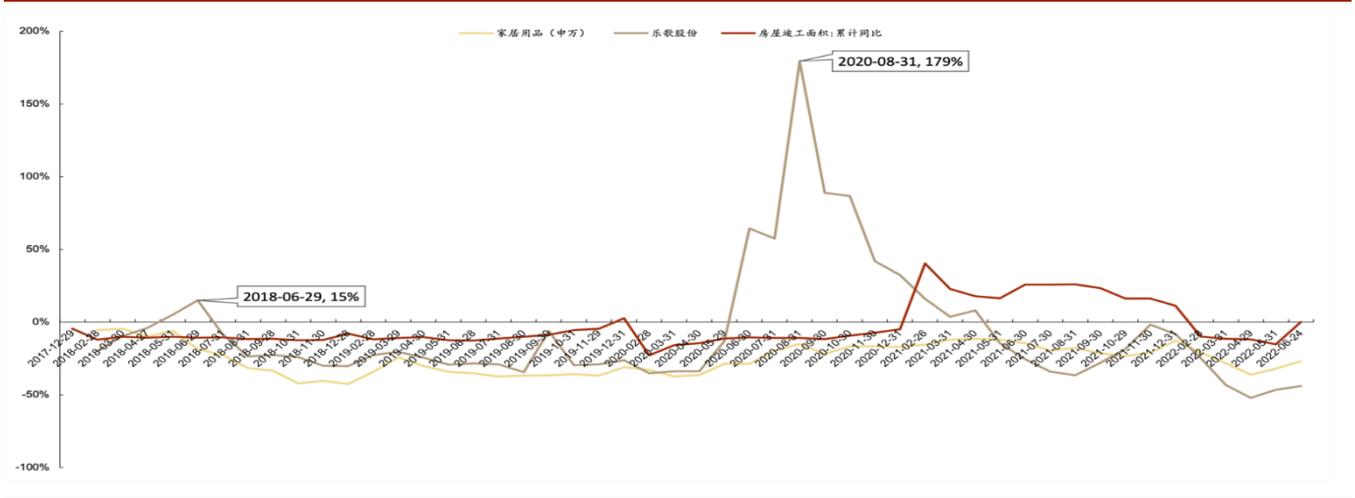
业务发展、产品创新促股价上涨。上市至今，乐歌股份股价出现两轮大涨，其中最大涨幅且持续最长久的一轮大涨发生在地产下行期，系公司多项创新产品发布、全球布局持续优化所致。

- ◆ **2018.4.27-2018.6.29：优化业务布局，利好股价上涨。**2018年6月，乐歌股份成立上海分公司，香港子公司完成注册。上海分公司主营产品为人体工学办公、家居用品和其他新型产品，公司基于上海地缘优势进一步开拓国内市场、提高市场占有率。香港子公司福来思博人体工学有限公司成立，加快推进自主品牌业务

发展。

- ◆ **2020.6.30-2020.8.31：股权激励完成，越南建厂，半年报营收增长。**2020年7月，公司股权激励授予登记完成。8月公布公司拟在越南投资建厂。公司半年报显示营收6.33亿元，同比增长37.98%；归属上市公司股东净利润0.68亿元，同比增长190.22%。2020年8月31日公司股价相较上市初增长179%。

图29：乐歌股份收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比



资料来源：wind，申港证券研究所

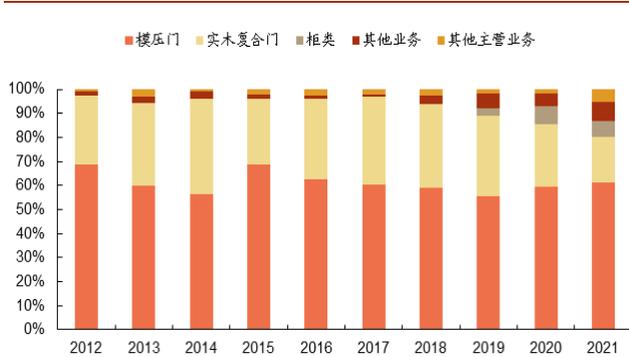
4.5 江山欧派：木门制造龙头 品类布局丰富

4.5.1 以木门产品为引领 走向全屋定制

江山欧派以实木复合门和夹板模压门为引领，品类布局逐渐丰富。江山欧派以实木复合门和夹板模压门起家，产品逐步扩展到木质防火门、柜类产品和入户门的配套销售，走向全屋定制服务。

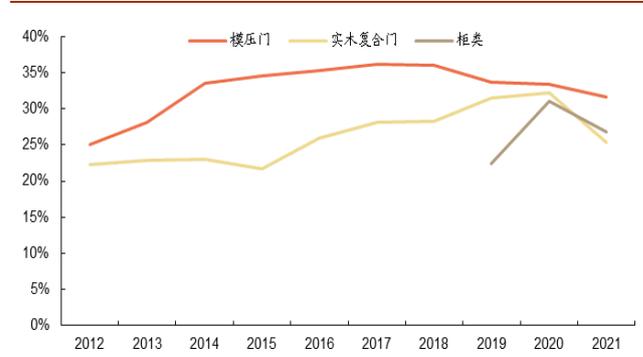
模压门贡献主要营收，主产品毛利率稳定。2021年，模压门、实木复合门、柜类产品营收占比分别为61.18%、18.97%、6.81%。2021年三者毛利率分别为31.63%、25.34%、26.73%。

图30：江山欧派主产品营收占比



资料来源：wind，申港证券研究所

图31：江山欧派营收占比前三的产品的毛利率



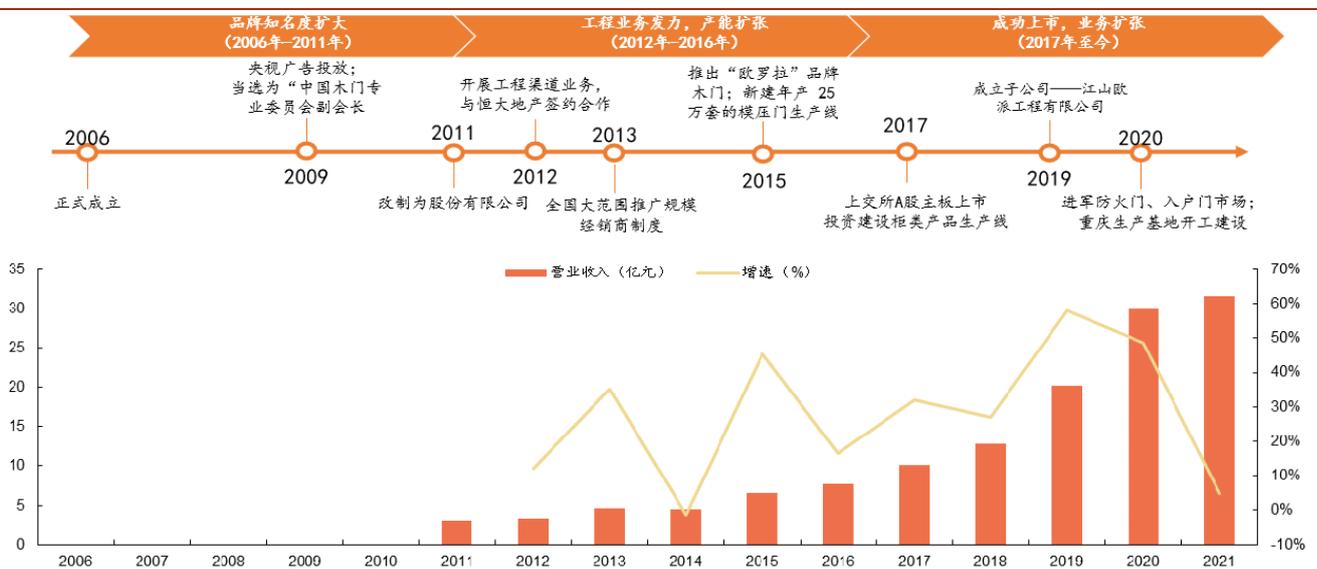
资料来源：wind，申港证券研究所

4.5.2 品牌知名度扩大 产能业务不断扩张

集中发力木门制造主营业务，是国内木门行业龙头企业之一。江山欧派门业股份有限公司是专业制门企业，是国内木门行业首家主板上市企业。

- ◆ **品牌知名度扩大（2006-2011年）：投放广告，开展工程渠道业务。**2006年，公司在浙江江山创建，经营模压门和实木复合门为主的木制门业务。2009年，公司先后在 CCTV 多档栏目投放广告，并在新浪家居、搜狐家居等网络媒体推广。2011年，公司改制为股份有限公司。
- ◆ **工程业务发力，产能扩张（2012-2016年）：与知名房地产商合作，扩大产能。**2012年，开展工程渠道业务，与知名房地产商恒大地产签约合作。2013年万达、万科地产成为工程渠道的大客户。2014年，公司入围2013年度万科集团合格供应商名录公司。2016年，成立江山欧派木制品有限公司，负责木制门生产，公司产能不断拓展。
- ◆ **成功上市，业务扩张（2017至今）：陆续进军新业务。**2017年，公司成功于上交所A股主板上市。公司募集资金投入到定制柜类产品生产线建设中。同时在江山投资设立“江山花木匠家居有限公司”，主要从事家具、木制品的生产与销售，产能进一步扩张。2020年，江山欧派联合保利、碧桂园，以江山欧派安防科技有限公司正式进军防火门和安全门行业，同时投资建设防火门生产线，发展防火门业务，品类布局不断完善，向全屋定制服务发展。

图32：江山欧派发展历程、营收、营收同比



资料来源：江山欧派官网，公司年报，wind，申港证券研究所

4.5.3 业务扩张+扩建产能拉升股价

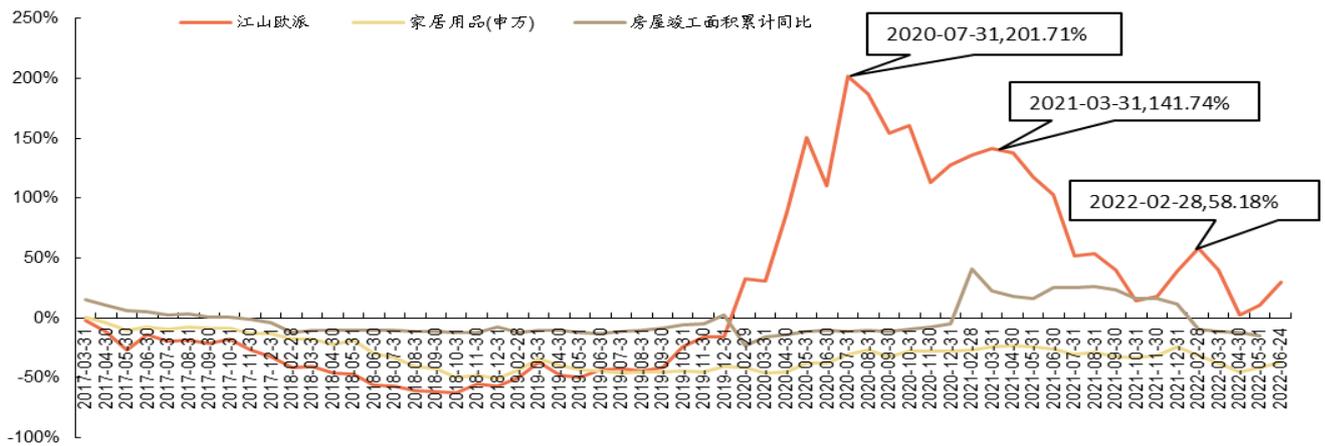
出色业绩促股价上涨。自2020年以来公司股价共经历三轮大涨，主要原因系公司业务扩张、工程业务发展、业绩表现突出所致。

- ◆ **2020.3.31-2020.7.31：进军防火门业务，业绩表现优异。**公司于2020年3月拟新购土地建设厂房，新建防火门产线项目，生产适应于市场需求的高品质的防火门，以满足不同市场的多样化需求。同年4月，公司公布2020-2022年股东分红

计划。2020 年第一季度报告显示，公司在疫情期间营收不降反增，达到 3.01 亿元，同比增长 22.47%。进军防火门业务以及营收较快增长助推股价上涨，2020 年 7 月 31 日股价上涨 201.71%。

- ◆ **2020.11.30-2021.3.31：产品多元化，扩建生产基地。**2020 年 11 月，欧派特种门窗产业园项目开工建设，欧派扩展步入特种门业务，实现产品多元化，增强产品综合竞争力。2021Q1 江山市莲华山工业园年产 120 万套木门项目已投产，重庆年产 120 万套木门项目和防火线项目正在建设，产能逐步得到释放。2021 年 3 月 31 日股价上涨 141.74%。
- ◆ **2021.11.31-2022.2.28：与央企深度合作，防火门项目投产，业绩表现亮眼，进军高定市场。**12 月 22 日，旗下子公司江山欧派安防科技有限公司与央企保利发展达成了入户门(含防火门)集采合作，助推江山欧派入户门、防火门业务发展。2022 年 Q1 防火门产线项目首批生产线投入使用，为防火门业务需求提供坚实的生产保障。同时 2020 年度业绩快报公告显示，公司抵御疫情风险能力较强，营收高达 30.55 亿元，同比增长 50.72%，业绩表现亮眼。2022 年 2 月，为面对不断升级的消费需求，公司联手设计大师戴昆共同推出门墙一体化新品“欧派高定·DK 悦然系列”，正式进军高定市场。

图33：江山欧派收盘价、家居用品(申万)收盘价、房屋竣工面积累计同比



资料来源：wind，申港证券研究所

4.6 志邦家居：厨柜定制专家 营收稳步增加

4.6.1 厨柜产品首发 多品类战略不断推进

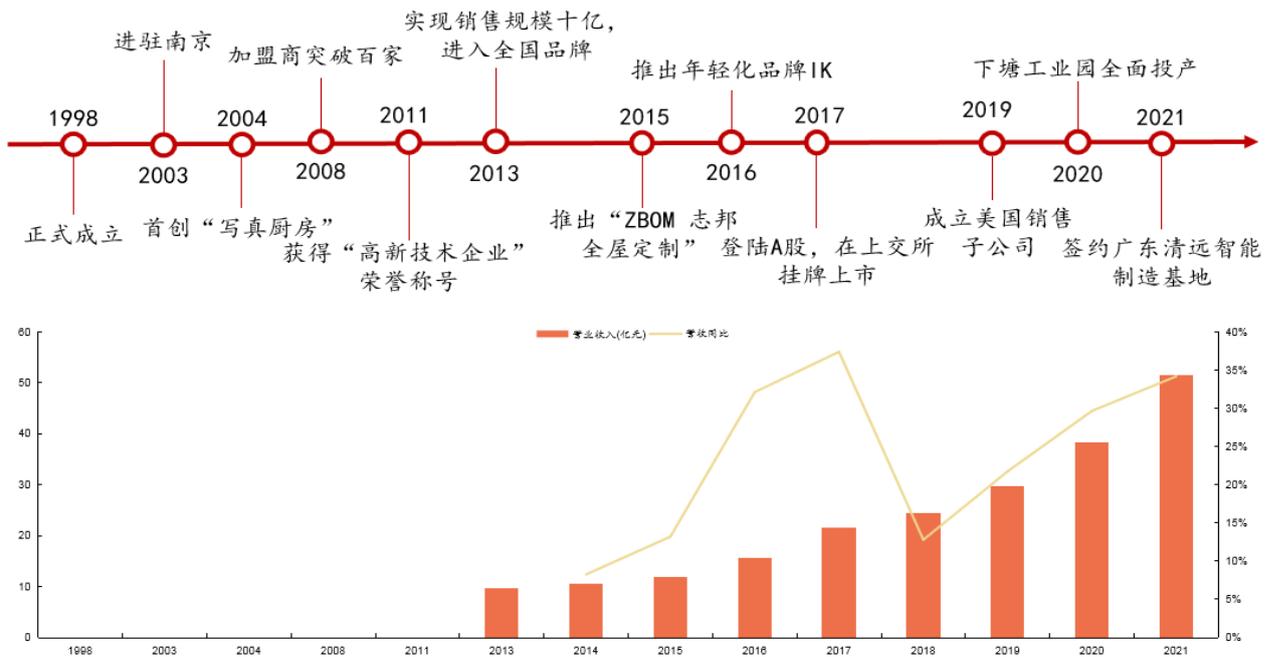
厨柜定制起家，逐步占领国内市场。志邦家居是国内定制家居市场龙头企业之一，专注于整体厨柜、衣柜等全屋定制家具产品的研发、设计、生产和销售。

- ◆ **创立初期(1998-2003年)：志邦以厨柜系列产品起家。**1998年，两位创始人创立志邦，第一家直营门店在合肥正式营业。2003年，志邦进驻南京，生产基地迁入合肥庐阳产业园，通过三标一体认证。
- ◆ **品牌提升(2004-2009年)：逐步扩大品牌影响力，拓展市场发展空间。**2004年，志邦国内首创“写真厨房”，通过提升消费者购物体验感将品牌独特化。2006年，公司“爱琴海”和“米兰印象”产品受邀参加中国橱柜设计颁奖典礼，进一步扩大产品影响力，企业成长迅速。2008年，志邦的加盟商已经突破百家，销售额破

亿。在 2009 年，志邦启用全新标识“ZBOM 志邦厨柜”并进行全球品牌推广，同时推出自主品牌厨房电器拓展全新业务。

- ◆ **布局全国（2010-2014 年）：公司发展稳定，影响力扩大至全国。**2010 年，志邦的专卖店达到 600 家，公司二期厂房启用，进一步扩大生产规模；2011 年志邦通过央视媒体进行强势宣传以及品牌推广；2013 年志邦实现销售规模十亿，同时全国加盟连锁专营店规模突破近千家，品牌影响力进一步提升。2014 年产品走出国门，进入国际市场，公司签约恒大、万科战略合作伙伴。
- ◆ **品类扩张（2015 年至今）：厨柜扩张至多品类家居，品牌升级推广至国际市场。**2015 年，志邦推出“ZBOM 志邦全屋定制”产品，开启定制大家居战略。2016 年，推出年轻化品牌 IK，更加符合年轻一代消费群体的家居需求。2018 年，志邦收购了澳大利亚 IJFAustralia47%的股权，逐渐走向国际市场，并且在 2019 年签约 3M、博世、能率三大进口电器品牌，同时成立美国销售子公司，进一步打开国际市场。2021 年志邦签约广东清远智能制造基地，逐步推进生产智能化、自动化。

图34：志邦家居发展历程、营收、营收同比



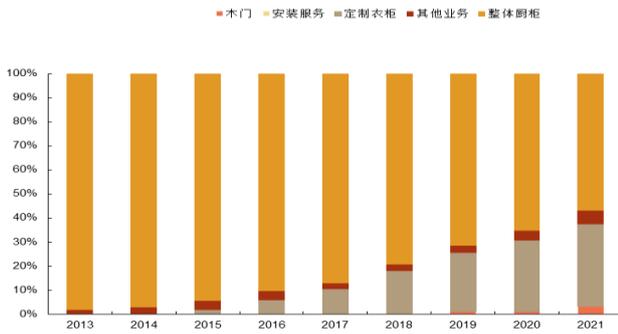
资料来源: wind, 公司官网, 申港证券研究所

4.6.2 不断拓展品类走向全屋定制

志邦以厨柜定制起步，不断走向全屋家居定制化。志邦首先以厨柜产品起家，以厨柜产品扩大公司影响力，后进一步推出全屋定制以及木门系列产品，由整体厨房领先迈向整家定制领先。

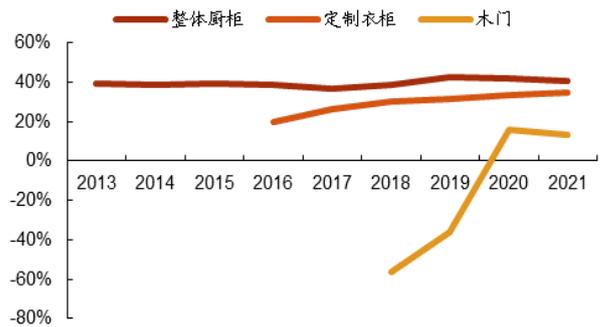
厨柜营收占比较高，主产品毛利率稳中上升。2021 年，整体厨柜、衣柜定制以及木门营收占比分别为 56.94%、34.15%、3.30%。整体厨柜和衣柜毛利率稳中上升，木门毛利率由 2018 年的-56.59%提升至 2021 年的 13.04%。2021 年三者毛利率分别为 40.50%、34.43%、13.04%。

图35：志邦家居主营产品营收占比



资料来源：wind，申港证券研究所

图36：志邦家居主要产品的毛利率



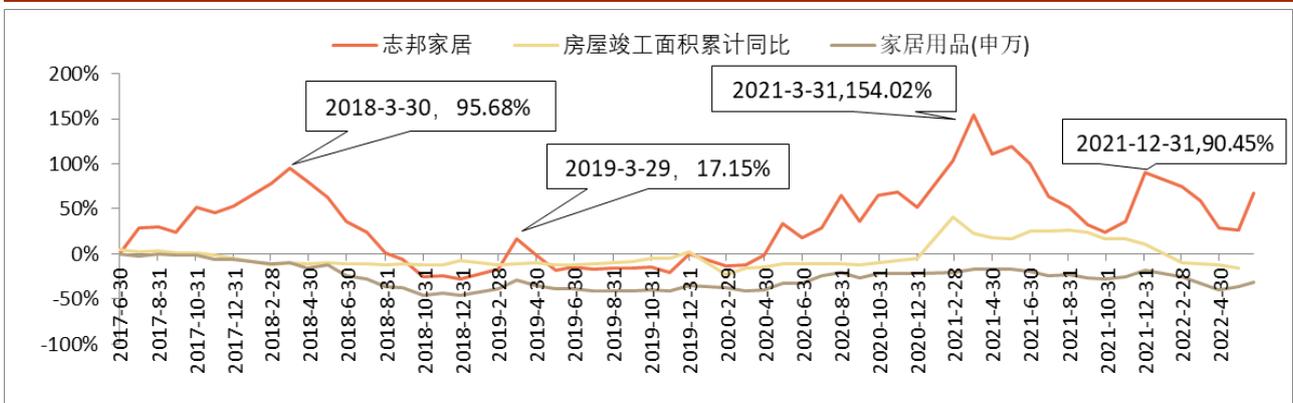
资料来源：wind，申港证券研究所

4.6.3 业绩增长提升投资者信心

业绩良好推动股价上涨。上市至今，志邦股价出现三轮大涨，主要系公司业绩出色、投资建厂等所致。

- ◆ **2017.6.30-2018.3.30：业绩增长，扩建产能。**2017 年半年度，志邦整体厨柜主营业务收入 7.29 亿元，较去年同期增长 34.58%，定制衣柜主营业务收入 0.80 亿元，较去年同期增长 215.13%。2018 年 3 月，公司全资子公司合肥志邦家居有限公司投资建设法兰菲 180 新厂项目，扩建项目有望进一步扩大国内市场，增加公司规模。2018 年 3 月 30 日，股价相比上市初上涨 95.68%。
- ◆ **2020.12.31-2021.3.31：行业发展势头良好。**此阶段行业板块整体保持上涨趋势，公司 2020 年报显示营业收入 38.4 亿元，同比增长 29.65%，净利润 3.95 亿，同比增长 20.04%。业绩持续良好提升投资信心，促进股价上升。2021 年 3 月 31 日，股价相比上市初上涨 154.02%。
- ◆ **2021.10.29-2021.12.31：三季度营收高增。**2021 年 10 月 26 日，志邦家居发布 2021 年三季度报告。报告期营收 14.14 亿元，同比增长 23.18%；年初至报告期末营收 33.23 亿元，同比增长 40.04%，远高于行业平均水平。财务表现优异推动股价增长，21 年末股价相比上市初上涨 90.45%。

图37：志邦家居收盘价、家居用品（申万）收盘价、房屋竣工面积累计同比



资料来源：wind，申港证券研究所

5. 风险提示

地产销售不及预期风险：家居企业股价与商品房销售面积呈正相关，若地产销售不及预期，可能影响家居企业股价。

地产政策风险：家居表现受其上游地产的影响，若地产政策收紧导致房地产市场低迷，会传导至家居企业。

疫情反复风险：疫情期间防控政策会影响家居企业的开工、销售及配送，对家居企业营收不利。

原材料成本上升风险：原材料价格对多行业公司盈利能力都有很大影响，如果原材料成本大幅上涨，企业的盈利水平下降。

分析师介绍

孔天祚，上海财经大学学士，美国东北大学硕士，曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验，善于挖掘消费行业投资机会，2021年加入申港证券，现任轻工纺服行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|-----------------------------------|
| 增持 | 报告日后的6个月内，相对强于市场基准指数收益率5%以上 |
| 中性 | 报告日后的6个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的6个月内，相对弱于市场基准指数收益率5%以上 |

市场基准指数为沪深300指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|-----------------------------------|
| 买入 | 报告日后的6个月内，相对强于市场基准指数收益率15%以上 |
| 增持 | 报告日后的6个月内，相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间 |
| 中性 | 报告日后的6个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的6个月内，相对弱于市场基准指数收益率5%以上 |