当政策底出现后，探究家居板块演绎

2023 年 01 月 03 日

➢ **地产政策支持力度超出预期，带动市场信心修复。**本轮房地产政策支持力度为 2022 年以来最强，前期一揽子和地方性政策+近期交易商协会“第二支箭”+“央行 16 条政策”落地，政策强度超出预期，预计将带动地产链信心回归，利好家居板块估值修复。

➢ **多维度政策助力地产走向正常化修复。**本轮政策对国企和民企一视同仁，做好房地产企业信贷投放，对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责，对于存量融资允许合理展期，该系列政策落地能很大程度解决当前房地产行业的融资问题，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付，保障购房者的权益。此外，按揭首付和利率下限因城市、银行调整，重点支持刚需、改善性客群和新市民三类人群，因城施策预计将促进各地楼市轮动修复。

➢ **家居：扰动因素逐步减轻，预计估值将见底复苏。**家居行业受到地产数据低迷、国内疫情持续扰动、原材料成本维持高位等不利因素影响，家居企业收入逐季度下滑，盈利能力承压同时也出现较大分化。（1）**定制方面，欧派家居**依靠整家模式以及整装渠道，大家居战略实施顺利，实现客单值持续提升带动单店增长。**索菲亚**司米和华鹤业务的门店调整，看好战略调整后的大家居模式，带动客单价和盈利能力的持续提升。**志邦家居**近年来依靠衣柜零售和大宗业务带动，长期来看看好公司通过多元渠道扩张和全品类发力实现快速增长。**金牌厨柜**看好多品类融合培育，在衣柜和木门新兴品类带动下实现快速崛起。**（2）软体方面，顾家家居**通过渠道扩张以及“软体+定制”套餐实现收入利润增长，通过组织架构调整、零售转型持续提升运营效率；**喜临门**通过线下持续开店，加速下沉市场覆盖，线上保持高速增长，实现市场份额快速提升；看好**慕思股份**通过强大品牌力实现渠道快速开拓，通过沙发业务和定制业务布局，进入加速成长期。

➢ **投资建议：**目前家居行业估值处于历史底部位置，在地产行业预期反转叠加防疫政策边际改善的双重驱动下，家居行业整体估值有望迎来修复。龙头家居企业前端获客、运营能力及后端供应链整合能力优势突出，通过多维度渠道布局获取流量、拓展新品类并进行套系化销售提高客单值、优化组织架构等方式，在逆境中仍实现零售端增长，中长期来看市场份额提升确定性强。

➢ **风险提示：**后续地产政策不及预期；下游需求不及预期；疫情负面影响。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS（元）			PE（倍）			评级
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603833.SH	欧派家居	121.53	4.38	4.55	4.92	28	27	25	推荐
603816.SH	顾家家居	42.71	2.03	2.38	2.70	21	18	16	推荐
001322.SZ	箭牌家居	15.20	0.60	0.69	0.87	26	22	18	推荐
603008.SH	喜临门	28.55	1.44	1.84	2.39	20	15	12	推荐
001323.SZ	慕思股份	33.12	1.72	1.97	2.21	19	17	15	推荐
603801.SH	志邦家居	26.88	1.62	1.78	2.07	17	15	13	推荐
603180.SH	金牌厨柜	28.67	2.19	2.40	2.73	13	12	10	推荐
603208.SH	江山欧派	61.40	1.88	0.78	2.80	32	78	22	推荐
002572.SZ	索菲亚	18.16	0.13	1.36	1.62	165	13	11	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价，未覆盖公司数据采用 wind 一致预期）

推荐 维持评级



分析师 **徐皓亮**
执业证书： S0100522110001
邮箱： xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1.白卡纸行业跟踪：基于供需平衡表，把握白卡纸赛道的一致预期与预期差-2022/12/16
2.潮玩行业深度报告：以日为鉴，探究顺逆周期下的潮玩起伏-2022/12/07
3.家居行业点评报告：第三支箭落地，22Q4 关注家居板块双击机会-2022/11/29
4.行业专题研究：离焦镜临床实验数据面面观-2022/11/23
5.纸浆行业分析：从雨露均沾到结构分化，探讨浆价下行后的演绎-2022/11/18

目录

1 地产政策边际改善持续，利好家居板块估值修复 3
1.1 政策逐步落地，地产链信心回归 3
1.2 地产链信心回归，利好家居板块估值修复 5
2 家居：地产与疫情形成双重压制，预计将见底复苏 6
2.1 定制家居品类融合潜力更大，渠道扩张仍有空间 6
2.2 软体家居盈利优于定制家居，内销扩店空间充足 8
2.3 总结 11
3 家居行业下行背景下，探讨头部家居公司的驱动因素 12
3.1 多元化渠道布局抢占客流 14
3.2 多品类融合带动 ARPU 值增长 20
4 投资建议 23
4.1 行业投资建议 23
4.2 重点公司 23
5 风险提示 39
插图目录 47
表格目录 47

1 地产政策边际改善持续，利好家居板块估值修复

1.1 政策逐步落地，地产链信心回归

（1）前期一揽子和地方性政策+近期交易商协会“第二支箭”+“央行 16 条政策”落地，本轮政策刺激力强。

2022 年 7 月，银保监会支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，政治局会议也强调各地因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善型住房需求。2022 年 8 月，央行表态要促进房地产市场健康发展和良性循环

“第二支箭”扩容，房企融资放松，未来将看到更多维度的地产修复政策

2022 年 11 月 8 日，银行间交易商协会发布：将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债权融资，后续可视情况进一步扩容。

本次“第二支箭”延期扩容，特地表明将支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。从融资支持政策推进进度来看，11 月 9 日，中债信用增进公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》。2022 年 5 月，3 家示范民营房企通过信用保护工具的方式发行人民币债券；2022 年 8 月，有 6 家示范民营房企通过指定国有企业担保的方式发行人民币债券。本次“第二支箭”适用范围扩大至民营房企，实质上是前期政策的延续。

人民银行、银保监会十六条措施支持房地产市场平稳发展

2022 年 11 月 11 日，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。十六条具体措施涉及六个方面，分别为①保持房地产融资平稳有序、②积极做好“保交楼”金融服务、③积极配合做好受困房地产企业风险处置、④依法保障住房金融消费者合法权益、⑤阶段性调整部分金融管理政策、⑥加大住房租赁金融支持力度，表明监管层对于支持房地产市场平稳健康发展的意图逐步清晰。

房企方面，①对国有、民营各类房地产企业一视同仁，鼓励机构支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产业稳健发展；②保交楼体系框架更加健全，在既有专项借款基础上，创设了新的保交楼支持工具，即“配套融资支持”。个人方面，此次政策对个人房贷投放落实了更加宽松和自由度高的规定。

我们预计后续地产政策将从三个方向进行发力，首先是打消居民对交付的顾虑，预计未来会有更多保交付的纾困政策出台；其次是进一步放松房企融资，缓解房企流动性；预计未来或将迎来高能级城市与重点区域的房地产政策放松，刺激需求，打破负循环机制。

（2）因城施策进入深入期。2021 年末起，房地产相关政策开始“因城施策”，并在 2022 年上半年进入因城施策深入期，2022 年 3 月，政府报告在维持房住不炒的基调下，提出了“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，各地持续拓宽政策调整类型，推出限购、限售、贷款比例等调节政策。11 月 11 日起杭州购房将执行“认房不认贷、二套首付四成”，持续刺激楼市成交。

表1：2022 年以来因城施策多政策类型及举例

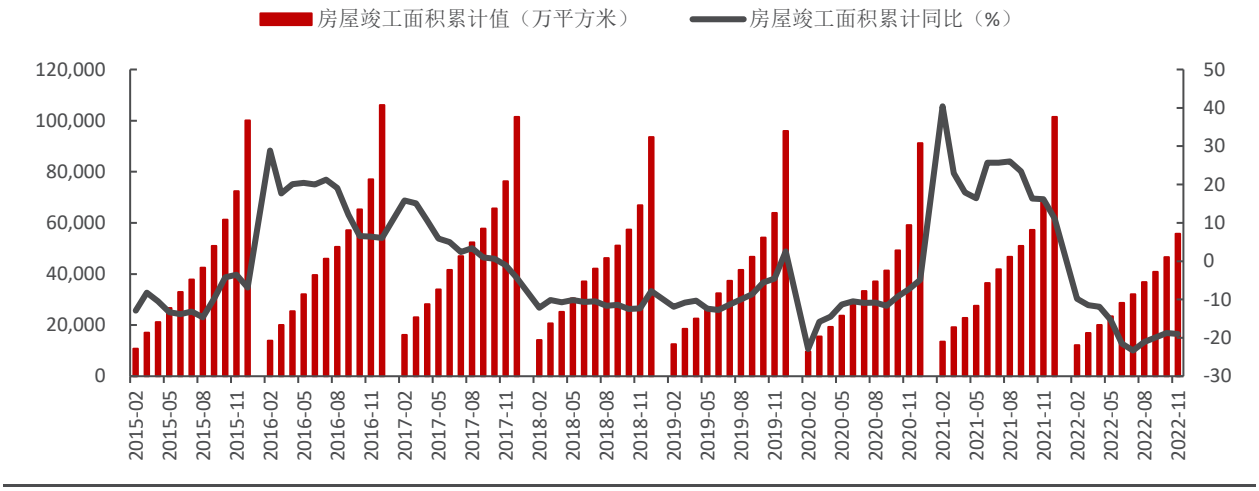
政策类型	时间	地区	政策
放松限购	2022-3	福建省福州市	限购放松，无本地户籍也可买房
	2022-4	河北省秦皇岛市	限购解除
	2022-5	湖北省武汉市	（1）父母来汉投靠子女或者子女来汉投靠父母的本市户籍居民家庭，已有两套住房的，可以在限购区购买第三套住房（二手房或者新房）。（2）针对二胎、三胎家庭的本市户籍居民，可在限购区购买第三套住房（二手房或者新房）。（3）非武汉市户籍居民购房，在本市缴纳社会保险或个人所得税年限由 2 年调整为 1 年。
	2022-6	广东省广州市	对于非本市户籍居民，6 月 1 日更新了相关政策，非本市户籍的居民家庭提供购房之日前 5 年，在本市连续缴纳社保或者个人所得税证明的，允许除起止月外有累计不超过 3 个月的断缴或补缴记录。
	2022-7	广东省东莞市	居民家庭购买非限购区域内的商品住房，无需进行购房资格核验。
	2022-8	山东省济南市	大专以上学历购房者，累计缴满社保 3 个月可在限购区购房。
	2022-9	江苏省苏州市	取消外地人首套房限购
放松限售	2022-3	山东省青岛市	即墨新房销售限制由拿证满 5 年改为网签后满 5 年，二手房满两年即可交易。
	2022-4	浙江省衢州市	取消限购、松绑限购政策
	2022-5	四川省成都市	允许企业在符合土地出让合同约定的开竣工时限前提下，按栋办理预售许可证进行销售。
	2022-6	江苏省盐城市	售旧购新的，按二者契税金额高者给予契税补贴（最高 3 万）。
	2022-8	江苏省常州市	自 2022 年 9 月 1 日起，常州市二手房全面取消限售。新房限售时间维持 2 年不变
房贷利率	2022-3	河南省郑州市	放松首套住房贷款政策(认房又认贷放松)，下调住房贷款利率
	2022-4	安徽省淮北市	给予购房补贴、降低首付比例、降低首套房房贷利率
	2022-5	江西省赣州市	下调房贷利率
	2022-6	青海省西宁市	首套商业及公积金贷款首付比例最低 20%，第二套 30%，首套利率 LPR 减 20 基点。
	2022-7	吉林省长春市	下调商业贷款首付比例、下调商业贷款房贷利率
	2022-8	北京市	下调老年家庭购房首付比例
	2022-9	山东省临沂市	落实首套 LPR-20BP
公积金	2022-3	四川省达州市	公积金留足贷款额度 5%后可申请提取余额付首付
	2022-4	重庆市	放松按揭贷款标准、延长公积金贷款
	2022-5	广西壮族自治区钦州市	提高住房公积金贷款额度上限
	2022-6	江西省九江市	公积金二套房首付降低至 30%。二套房公积金贷款认贷不认房。提高购房公积金贷款的最高额度，
	2022-7	广东省深圳市	放松公积金贷款
	2022-8	山东省济南市	下调住房公积金贷款首付比例
	2022-9	浙江省杭州市	加大住房公积金支持租房提取力度，适当提高无房职工家庭购买首套自住房的住房公积金贷款额度

资料来源：各政府网站，民生证券研究院

1.2 地产链信心回归，利好家居板块估值修复

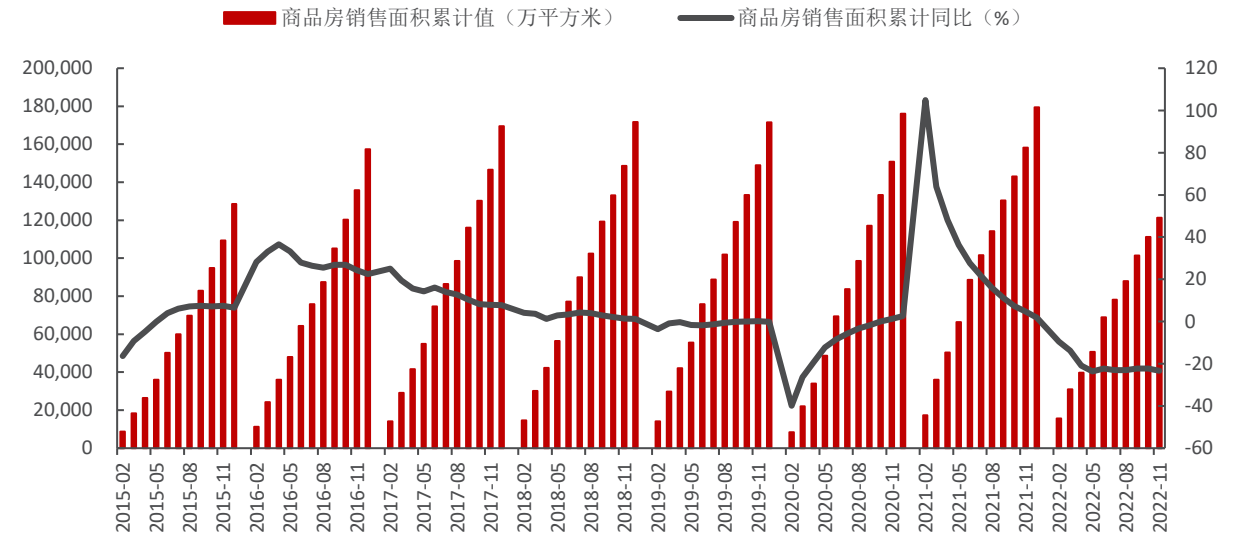
2022 年以来，房屋竣工和销售数据均出现同比下降。2022 年起 7 月保交楼政策密集出台以后，2022 年 7-11 月竣工面积分别录得同比-23.3%/-21.1%/-19.9%/-18.7%/-19.0%下降，环比有一定改善；2022 年 7-11 月销售面积分别录得同比-23.1%/-23.0%/-22.2%/-22.3%/-23.3%下降，环比改善幅度较小。

图1：房屋竣工面积及同比增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院（注：数据截止日期为 2022 年 11 月）

图2：商品房销售面积及同比增速

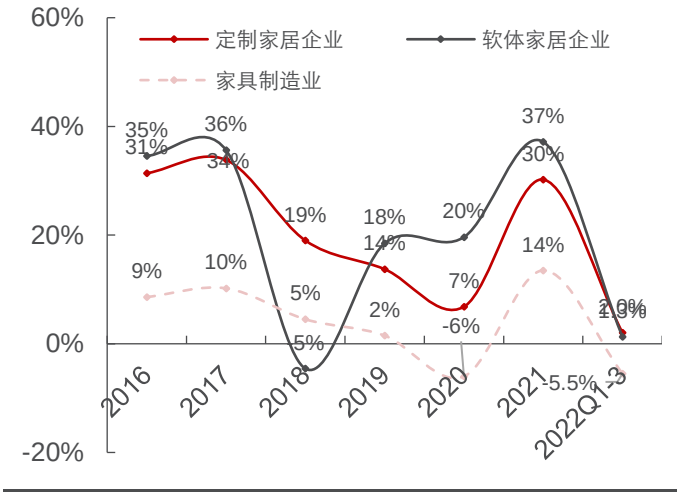


资料来源：国家统计局，民生证券研究院（注：数据截止日期为 2022 年 11 月）

2 家居：地产与疫情形成双重压制，预计将见底复苏

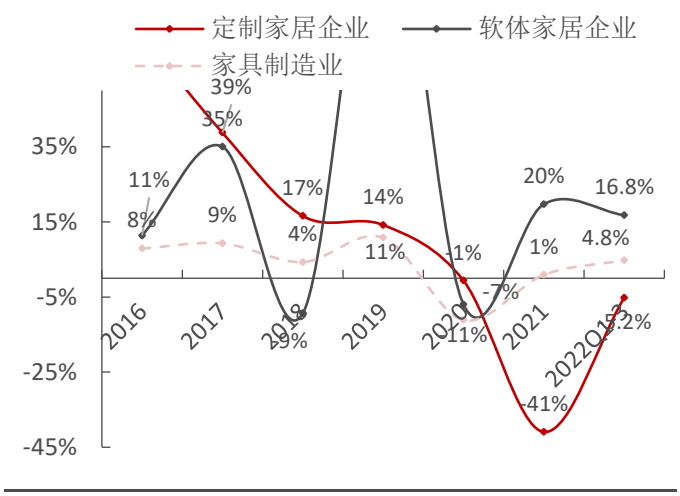
22Q1-3 定制/软体（备注：包含成品）/家具制造业营收同比+2.0%/+1.3%/-5.5%，22 单 Q3 同比-0.5%/+4.4%/-3.7%。定制家居企业 Q3 收入增速继续下行，软体企业 Q3 增速逐步改善，板块间景气分化主因其中除了零售流量大幅承压外，定制类企业中工程占比高的企业收入端承压更为明显，受到竣工大幅下行影响，如顶固集创/皮阿诺 2022 年前三季度营收同比下滑 14.8%/25.6%(备注:2022H1 顶固集创/皮阿诺工程占比约占营收 32.4%/34.6%)；软体企业内部分化取决于出口业务占比，单2022Q3/2022前三季度家具制造业出口交货值同比下滑16%/8%，受此拖累入匠心家居/麒盛科技/中源家居 2022 单 Q3 营收同比下滑 35.6%/20.2%/31.8%，2022 年前三季度营收同比下滑 25.6%/3.0%/28.2%。

图3：家居行业营收同比增速对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：家居行业归母净利润同比增速对比

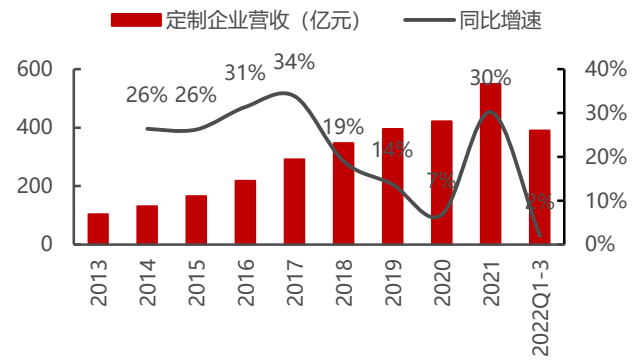


资料来源：wind，民生证券研究院。注：家居制造业为利润总额口径；未显示部分偏离较大的值

2.1 定制家居品类融合潜力更大，渠道扩张仍有空间

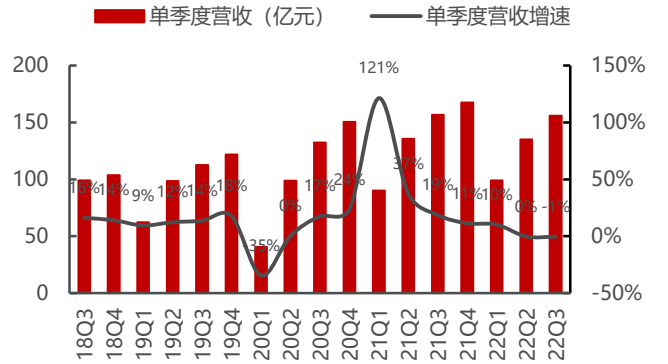
2022Q1-3 定制家居企业实现营收 390 亿元，同增 2.0%，2022Q3 实现营收 156 亿元，同减 0.5%，环比二季度降幅继续扩大。2022Q3 实现同比表现较弱主要因为多地不同程度的疫情影响当期需求。Q3 企业收入端继续承压，主因 1）疫情：家居作为典型线下消费场景且具有强服务属性，Q3 疫情背景下家居卖场收入承压，美凯龙/居然之家单 22Q3 收入同比下滑 8.4%/0.7%；2）竣工：单 22Q3 竣工继续探底，同比下降 21.3%，带来家居需求量明显下行。

图5：2022Q1-3 定制家居企业营收同比增长 2.0%



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022Q3 定制家居企业营收同比微降 0.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

收入结构与零售竞争力差异导致增长态势持续分化。定制企业间收入增长进一步分化，一方面：部分公司工程占比相对较高，在地产企业资金承压背景下，收入压力更大，参考 2022H1 公布的工程占比数据，如金牌厨柜/顶固集创/皮阿诺的工程业务占比分别为 34%/32%/35%；相比而言依赖零售市场的如欧派家居、索菲亚、志邦家居等 ToC 定制龙头收入维持正增长；另一方面，我们看到部分企业在行业下行期开启变革， 如尚品宅配下滑主要系主动进行业务调整，收缩自营整装业务，积极拓展拎包新渠道，好莱客下滑主要系湖北千川出表影响。

表2：定制企业单季度营收同比增速

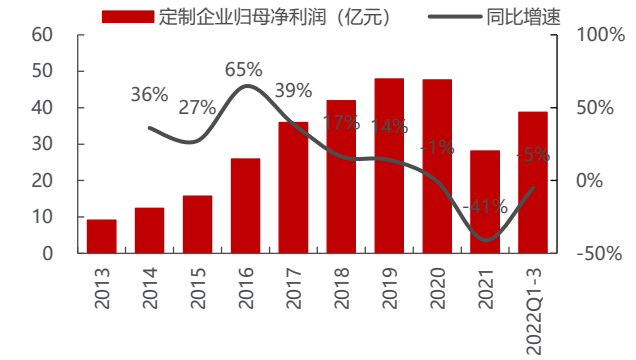
单季度营收 YoY	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	金牌厨柜	我乐家居	皮阿诺	顶固集创	定制行业
2020Q1	-35.1%	-35.6%	-47.5%	-21.2%	-48.3%	-3.9%	5.4%	-15.5%	-54.0%	-34.6%
2020Q2	6.9%	-8.5%	-14.3%	22.2%	-3.8%	10.7%	0.6%	-2.3%	11.5%	0.1%
2020Q3	18.4%	17.1%	10.2%	41.9%	7.5%	30.7%	15.5%	9.6%	-5.8%	17.5%
2020Q4	25.3%	37.2%	-3.2%	46.2%	16.2%	38.7%	43.8%	4.3%	-3.8%	23.5%
2021Q1	130.7%	130.6%	110.3%	109.1%	203.0%	81.5%	44.3%	92.3%	251.8%	121.3%
2021Q2	38.6%	41.8%	10.8%	36.5%	72.9%	49.9%	35.0%	49.2%	35.9%	37.2%
2021Q3	30.1%	15.9%	-6.1%	23.2%	35.9%	13.5%	7.9%	-4.8%	48.2%	18.6%
2021Q4	20.6%	-2.9%	0.7%	24.7%	21.2%	19.9%	-17.4%	4.8%	29.1%	11.3%
2022Q1	25.6%	13.5%	-22.9%	11.2%	8.4%	17.2%	13.2%	-31.8%	8.0%	10.1%
2022Q2	13.2%	9.6%	-31.1%	4.1%	-18.4%	2.4%	-15.3%	-32.0%	-15.8%	-0.4%
2022Q3	6.0%	7.1%	-26.7%	4.8%	-19.8%	18.5%	-7.2%	-14.2%	-24.4%	-0.5%

资料来源：wind，民生证券研究院

22Q1-3/Q3 定制家居企业归母净利润同比-5.2%/+1.3%，低于收入增速，主因：1）原材料价格大幅上行，参考欧派 2017 年招股书，其直接原材料占比接近 80%，主要为各类板材及部分五金件，以板材为例，单 Q2/单 Q3 木材价格指数

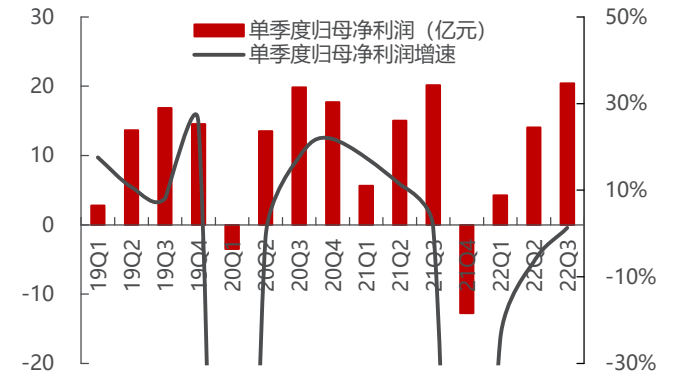
（进口数据）同比+11%/-13%，虽然三季度成本下行，不过考虑企业前期库存储备，预计盈利压力继续延续；2）头部企业持续增加套餐推广，毛利率相比单独销售更低。**值得注意的是，在疫情背景下头部定制企业明显加大费用管控，我们预计2022Q4 部分头部定制类企业费用率将相比 2021 年同期略有降低。**

图7：22Q1-3 定制家居企业归母净利润同比下降 5.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：22Q3 定制家居行业归母净利润同比增长 1.3%

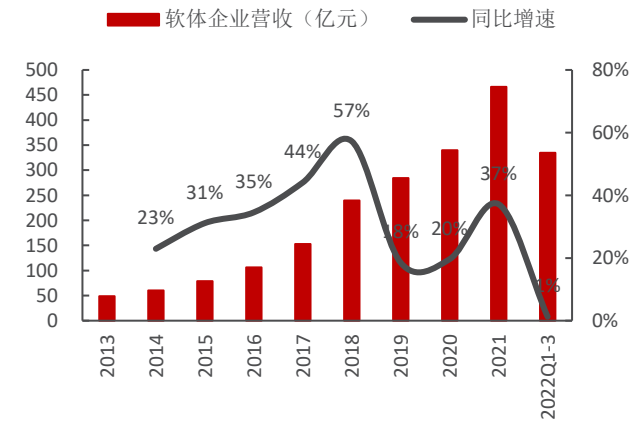


资料来源：wind，民生证券研究院。(注：部分数据较异常，未显示在图中)

2.2 软体家居盈利优于定制家居，内销扩店空间充足

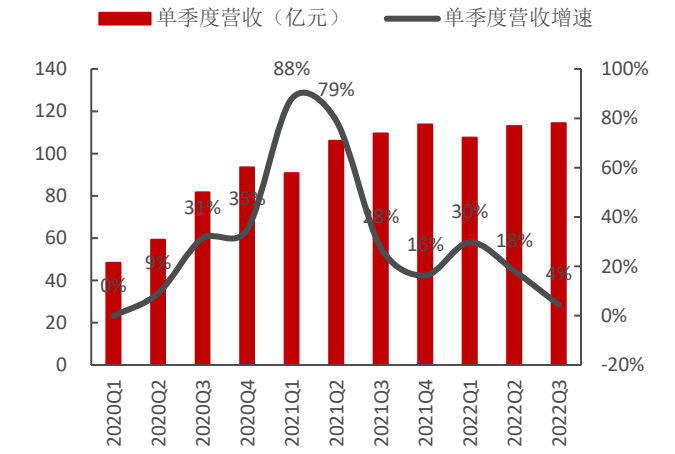
22Q1-3 软体行业营收为 335 亿元，同增 1.3%；单 Q3 同增 4.4%。除去疫情和竣工因素外，软体企业出口占比通常较高，我们看到受欧美地产周期下行影响，出口占比高的企业收入大幅承压；不过对于头部软体企业受益于大家居持续推进叠加渠道持续扩张能力，收入依然保持一定韧性，参考顾家家居虽然外销阶段性承压，但国内销售依然维持稳步增长势头。

图9：22Q1-3 软体家居企业营收同比增长 1.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：22Q3 软体家居企业营收同比增长 4.4%



资料来源：wind，民生证券研究院。注：21Q3/22Q1 起营收统计口径包含了匠心家居/慕思股份，计算营收增速时均采用可比口径

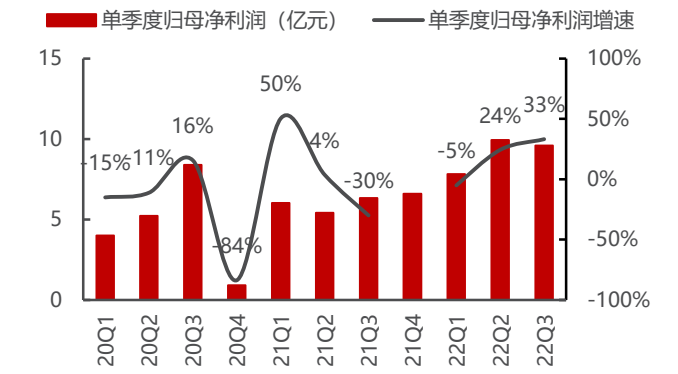
表3：各软体企业单季度营收同比增速

单季度营收 yoy	顾家家居	慕思股份	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	匠心家居	软体行业
2020Q1	-7.0%	-	-13.6%	34.4%	1.5%	0.2%	-	-0.1%
2020Q2	0.9%	-	4.0%	71.2%	-24.4%	3.7%	-	9.1%
2020Q3	33.2%	-	12.8%	99.4%	-28.4%	14.6%	-	31.4%
2020Q4	24.2%	-	42.8%	68.0%	17.8%	14.0%	-	34.8%
2021Q1	65.3%	-	72.5%	78.5%	25.0%	8.2%	60.3%	87.8%
2021Q2	64.5%	-	48.4%	48.1%	42.2%	-1.2%	204.3%	79.1%
2021Q3	41.4%	-	31.1%	4.7%	47.9%	-25.9%	21.9%	27.7%
2021Q4	24.2%	-	25.7%	1.2%	14.6%	-21.9%	-1.9%	16.3%
2022Q1	20.0%	0.2%	12.4%	13.5%	14.1%	-16.2%	1.1%	12.8%
2022Q2	5.7%	-3.8%	18.5%	-3.5%	2.2%	-37.1%	-39.0%	1.5%
2022Q3	-8.9%	-4.2%	10.3%	-10.2%	-20.2%	-31.8%	-35.6%	4.4%

资料来源：wind，民生证券研究院

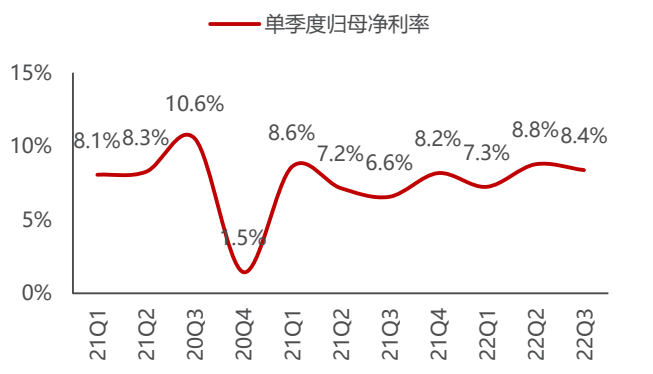
2022Q3 软体行业归母净利润为 9.6 亿元，同增 33.3%，主要系 2021Q3 梦百合确认大额营业外支出，亏损 1.89 亿，2022Q3 实现盈利 0.15 亿元。剔除梦百合后其他软体行业公司 2022 单 Q3 归母净利润同比增长 3.9%，略低于收入增幅。受益于核心原材料 TDI&MDI 价格下行，叠加海外占比提升， 企业毛利率普遍提升，但从净利率方面看，因为开拓渠道带来费用率提升，净利率（剔除梦百合）基本维持稳定。

图11：22Q3 软体行业归母净利润同比增长 33.3%



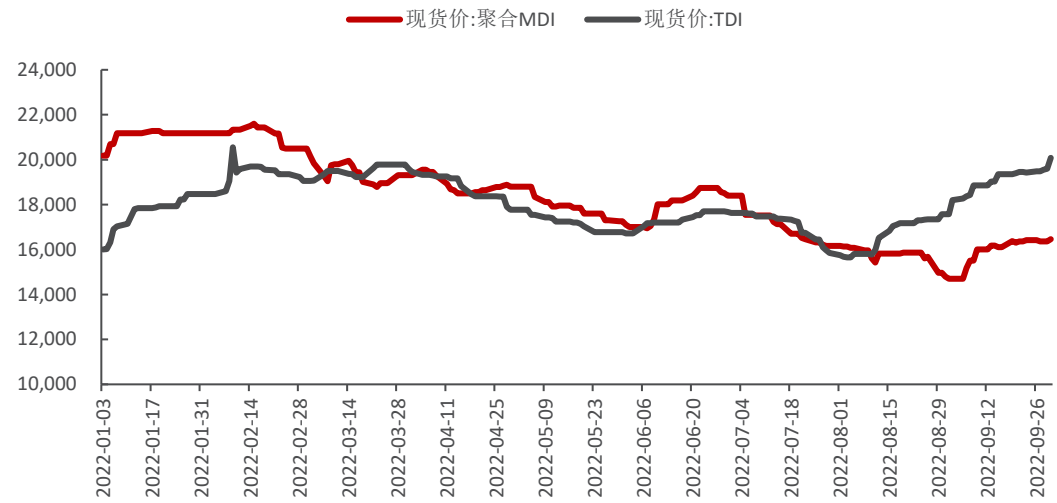
资料来源：wind，民生证券研究院（注：21Q4 增速因偏离过大而剔除）

图12：软体行业单季度归母净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2022 年以来软体家具核心原材料 TDI&MDI 价格有一定程度下行（单位：元/吨）



资料来源：生意社，民生证券研究院（数据截至日期为 2022/9/30）

表4：各软体企业单季度净利率

归母净利率	顾家家居	慕思股份	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	匠心家居
2020Q1	13.4%	-	-7.5%	7.6%	13.3%	-0.8%	24.5%
2020Q2	10.5%	-	7.7%	5.5%	12.4%	8.8%	10.3%
2020Q3	11.8%	-	9.3%	9.0%	10.7%	4.6%	16.0%
2020Q4	-4.0%	-	6.1%	1.6%	12.1%	1.8%	11.5%
2021Q1	10.2%	11.0%	6.8%	2.9%	11.0%	2.3%	18.3%
2021Q2	9.2%	12.1%	7.2%	-2.3%	9.3%	1.8%	12.7%
2021Q3	8.9%	5.9%	8.1%	-8.5%	13.7%	-0.5%	16.9%
2021Q4	8.3%	12.4%	6.8%	-4.7%	13.4%	-9.0%	14.3%
2022Q1	9.8%	10.0%	3.8%	1.4%	7.5%	1.1%	15.2%
2022Q2	10.0%	12.1%	7.5%	2.7%	6.0%	0.8%	31.9%
2022Q3	10.8%	8.4%	7.9%	0.8%	10.2%	-5.2%	25.8%
2022Q3 同比	**1.9pcts**	**2.5pcts**	**-0.1pcts**	**9.3pcts**	**-3.5pcts**	**-4.8pcts**	**8.9pcts**

资料来源：wind，民生证券研究院

表5：各软体企业单季度归属净利润同比增速

单季度归母净利润 YoY	顾家家居	慕思股份	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	匠心家居
2020Q1	4%	-	-331%	7%	6%	-116%	-
2020Q2	2%	-	-25%	-1%	-38%	-6%	-
2020Q3	21%	-	2%	73%	-45%	28%	-
2020Q4	-167%	-	43%	-71%	-32%	147%	-
2021Q1	26%	-	256%	-31%	3%	418%	20%
2021Q2	44%	-	38%	-162%	7%	-79%	275%
2021Q3	7%	-	13%	-199%	89%	-107%	29%
2021Q4	360%	-	39%	-389%	27%	-494%	21%
2022Q1	15%	-9%	-36%	-44%	-22%	-59%	-16%
2022Q2	16%	-4%	24%	214%	-34%	-74%	53%
2022Q3	10%	37%	8%	108%	-41%	-662%	-2%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 总结

我们预计在地产销售数据疲软、疫情反复的背景下，龙头家居企业通过多维度渠道布局获取流量、拓展新品类并进行套系化销售提高客单值、优化组织架构等方式，在逆境中仍实现零售端增长。展望未来：随着一系列地产政策落地，消费者信心逐渐恢复，家居企业零售业务订单量预计将回暖。大宗业务方面，随着专项资金助力地产企业交楼，且 2021 年 Q4 后大宗业务基数较低，预计大宗业务增速也将逐季修复。

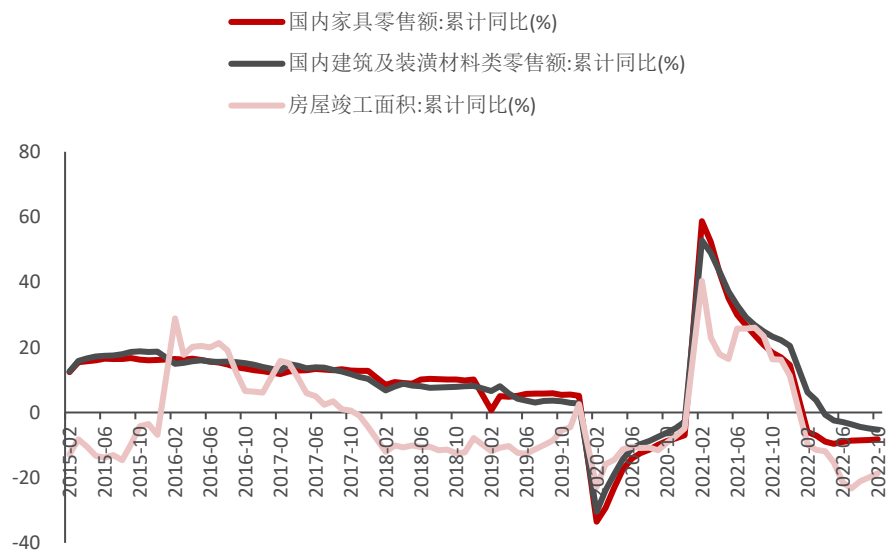
（1）定制家居方面，**欧派家居**依靠整家模式以及整装渠道，基于家庭空间打造大家居业务，通过组织架构调整，即构建厨卫营销事业部（橱柜&卫浴）和整家事业部（软体&木门等），分别由张秀珠（此前分管整装大家居事业部）和刘顺平（此前分管集成家居营销事业部）担任总经理，推动全品类融合。**索菲亚**旗下司米和华鹤业务的战略调整渐进尾声，明确基于多品牌打造大家居战略，借助品牌内部的研发、营销、渠道等维度协同，推动市场份额稳步提升。

（2）软体家居方面，**顾家家居**推动“1+N+X”战略，大店和综合店占比持续提升，同时加速软体+定制一体化模式，带动 ARPU 值持续提升；**喜临门**通过线下持续开店，加速下沉市场覆盖，线上保持高速增长，实现市场份额快速提升；看好**慕思股份**通过强大品牌力实现渠道快速开拓，通过沙发业务和定制业务布局，进入加速成长期。

3 家居行业下行背景下，探讨头部家居公司的驱动因素

竣工面积复合增速低，家具市场逐渐从新房市场过渡到存量房市场。过去几年国内家具和建材行业与房地产行业有较高的相关性，新房销售与竣工直接影响家具企业与建材企业的订单量。不过最近伴随二手房成交量逐步提升，预计家居市场将逐步从新房转至二手房：2021 年国内房屋竣工面积为 10.14 亿平方米。根据艾瑞咨询，2020 年各地住宅成交套数的二手房占比较 2013 年均有显著提升，北京、深圳、杭州、厦门、扬州 2020 年二手房成交套数占比分别为 70%、68%、48%、61%、33%，分别较 2013 年提升 12pcts、4pcts、12pcts、22pcts、4pcts，新房成交占比下降，存量房成交占比提升。根据贝壳研究院测算，2021 年新建商品住宅成交套数为 1483 万套，二手住宅销售套数为 393 万套，二手房交易套数约占总交易套数的 21%。

图14：家具行业零售额与房屋竣工面积有有较高相关性



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

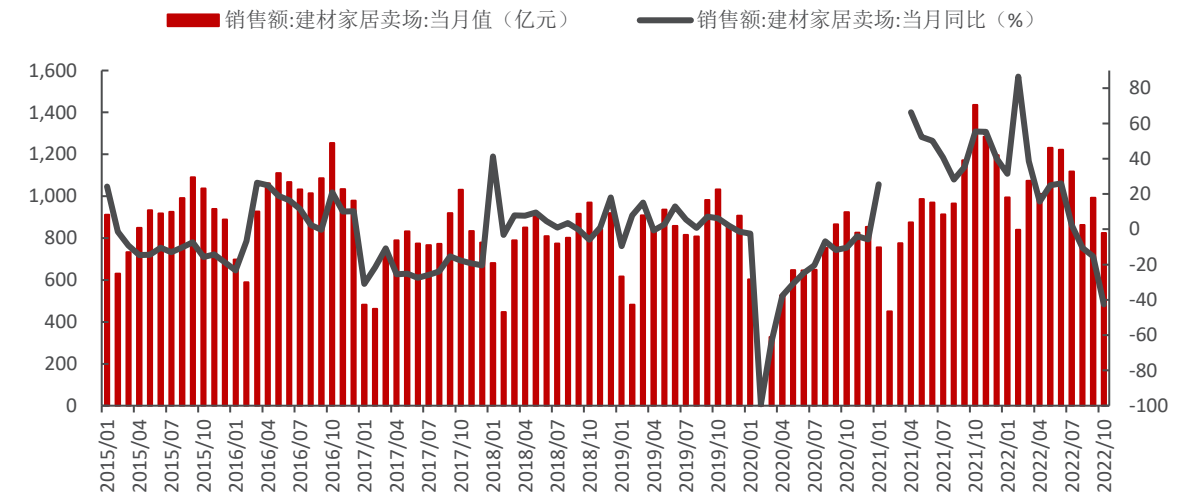
表6：部分城市存量房成交量占比

	2013 年	2020 年
北京	57.9%	69.9%
深圳	64.4%	67.6%
杭州	36.1%	47.6%
厦门	39.5%	60.6%
扬州	28.7%	32.6%

资料来源：中国各城市房管局，艾瑞咨询，,民生证券研究院

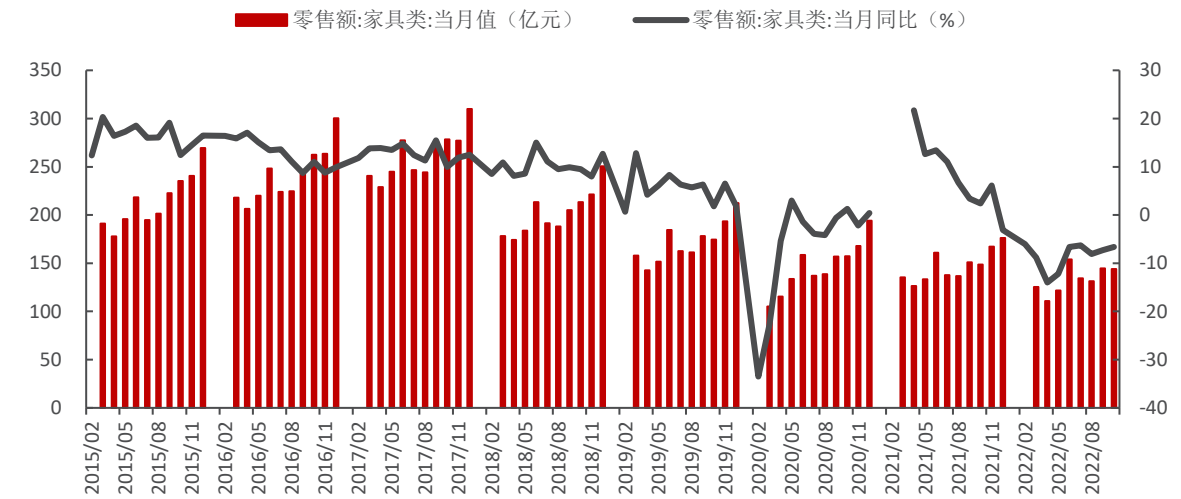
部分集合型卖场正被家装等前端环节分流。从消费者习惯来看，**集合型卖场仍是家居和建材消费的主要市场。**美凯龙通过与阿里合作开拓新零售进行线上线下引流，并发挥前端流量入口布局家装市场；居然之家以“洞窝”为核心，通过自建私域流量平台赋能线下卖场客户，打造 S2B2C 数字化产业服务平台。**不过在地产持续承压背景下，我们看到客流前端卡位优势更加明显，例如身处装修最前沿的家装渠道占比在持续提升，家居品牌通过在家装公司设置产品陈列，将引流从卖场提前至家装端。**

图15：全国建材家居卖场单月销售额及当月同比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院（注：部分数据较异常，未显示在图中）

图16：全国家具单月零售额及当月同比

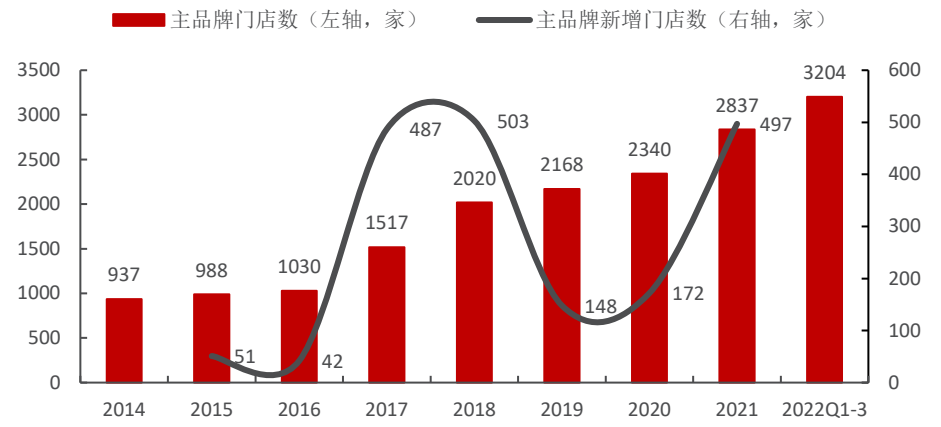


资料来源：国家统计局，民生证券研究院（注：部分数据较异常，未显示在图中）

3.1 多元化渠道布局抢占客流

目前软体行业开店空间充足，下沉市场仍有较多空白。喜临门主品牌 2017/2018/2019/2020/2021/2022 前三季度分别开店 487/503/148/172/497/367 家。；同时公司推进多品牌战略 2022Q1-Q3，喜临门喜眠&MD&夏图新开 324 家门店，新开门店数量和主品牌相当。

图17：喜临门主品牌保持较快开店



资料来源：公司公告，民生证券研究院

以喜眠为例，产品差异化定位决定其渠道张力。2019 年，针对下沉市场，公司推出了“喜眠”品牌，通过分销模式快速扩张三四线城市，并在 2022 年将喜眠从子品牌升级成独立品牌。公司通过喜临门+喜眠双品牌的模式实现营销差异化，触达不同消费群体。**客户画像方面，**对比主品牌（“净眠”）中高端定位及“法诗曼”定位年轻群体，喜眠主攻三四线下沉市场。**价格带方面，**喜眠/净眠/法诗曼的 1.8*2.0 米床垫价格中位数分别为 4599/11948/7999 元，价格带差异较为明显。**开店策略方面，**喜眠主要通过分销方式开店，快速扩展下沉市场，2019-2022Q3，喜眠门店数从 380 家提升至 1371 家，净增 991 家，CAGR 为 53.37%；而同期内喜临门品牌门店数从 2168 家提升至 3204 家，净增 1036 家，CAGR 为 13.91%。未来喜眠也将通过分销模式独立招商，快速扩张门店覆盖低线市场实现高增。

表7：喜临门主要品牌定位、价格及发展策略

	客户画像	价格带 (以 1.8*2.0m 床垫为例)	经营策略	开店策略
喜眠	主攻下沉市场	3299-8999，中位数 4599	2019 年公司设立针对下沉市场的喜眠品牌系列，主打性价比，通过分销模式快速扩张三四线城市。通过喜临门+喜眠双品牌的模式实现营销差异化，触达不同消费群体	分销店模式，加速拓展三四线市场 2019 年 380 家门店，2022Q3 共 1371 家，净增 991 家，CAGR 为 53.37%
净眠	定位于最懂中国人睡眠的床垫专家；以“精致、优雅、专业”作为核心价值主张	5999-28898，中位数 11948		经销模式，2019 年 2168 家门店，2022Q3 共 3204 家，净增 1036 家，CAGR 为 13.91%
法诗曼	定位一、二、三线年轻消费群体，聚焦新婚刚需，解决中小户型需求	5399-12199，中位数 7999		
爱尔娜	定义为轻奢风格，定位高端客户群体			
布拉诺	定位于年轻群体，倡导环保，颜值，舒适，品质的生活理念			
可尚沙发	以意式风格为主体，兼顾市场流行元素，紧扣“时尚舒适”主题			

资料来源：喜临门公司公告，喜临门官方小程序，民生证券研究院

大家居对家居企业提出更高要求，头部企业竞争优势强化。目前定制行业集中度仍较低，大家居产业趋势下，品类增加或将导致品牌商和代理商的供应链效率、运营能力、资金压力提出更高要求。

供应链效率方面，品类的增加对品牌商工厂生产的精度、物流的效率提出了更高要求，需要品牌商持续进行信息化建设提高供应链效率。如果品类采用外包形式合作，更有可能会导致成本更高，产品到达安装现场的进度不一致，较大程度影响安装进度。欧派家居通过打造一体化产品交付能力，全国五大生产基地半径 500km 范围内，物流半径 8 小时内，实现柜、门、墙、配一站式交付，并整体规划安装工序及进度，最大程度保障全屋设计效果。

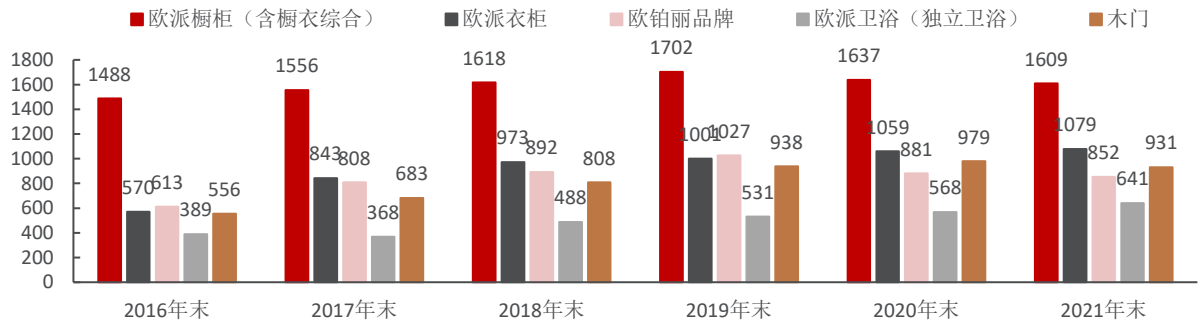
运营能力方面，品类增加对一次安装成功率提出了更大的考验，除了工厂生产精度和物流效率外，也需要设计师和安装服务人员对各种产品品类有全面了解。欧派家居通过 CAXA 一体化家居设计平台，打通一体化设计、报价、下单、生产的流程，降低培训门槛，实现客户的整家方案，提升订单转化效率。

资金实力方面，品类的增加要求代理商租赁更多店面、打造更加全面的团队并垫付更多的资金。店面的展厅平均 3 年重装 1 次，团队方面需要招聘更多能负责多品类的设计师、销售以及安装人员。且定制家居经销商需要提前垫资全款从总部下单产品，账款最后从客户收回需要一定期限，生意规模随品类增加而扩大后，代理商垫资规模也随之增加。

我们预计头部家居企业将抢占先机，获取更多的市场份额，中腰部家居企业或许将失去过去的价格优势以及新品类带来的新增长曲线。

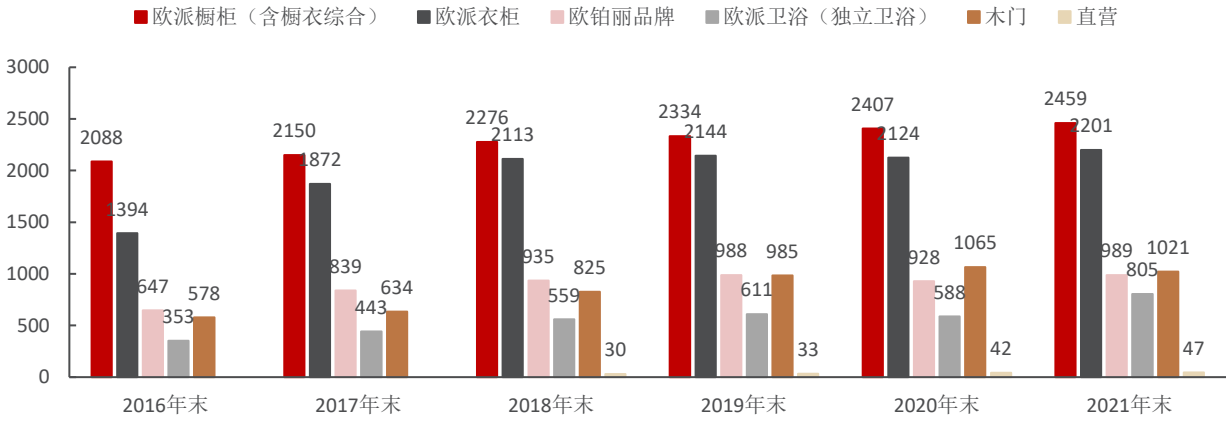
以欧派为例，多品类扩张带来门店数量增长。各品类门店保持持续开店，衣柜门店拓店速度最快。2017 年后欧派橱柜基本没有太大增长（备注：2017 年末欧派橱柜门店有 1556 家，2021 年末为 1605 家），反观衣柜/卫浴/木门的门店数量均有明显增长。从 2017 年末 843/368/683 家升至 1079/641/931 家；从经销商数量看，2017 年橱衣综合经销商、衣柜独立经销商、橱柜独立经销商数量分别为 718 家、843 家、838 家；2021 年橱柜经销商（含橱衣综合）1637 个，衣柜独立经销商 1059 个。

图18：欧派家居各品类经销商数量（单位：家）



资料来源：欧派家居公司公告，民生证券研究院

图19：欧派家居各品类门店数量（单位：家）



资料来源：欧派家居公司公告，民生证券研究院

3.1.1 借助品牌势能试点合伙人制度，实现流量深度获取

欧派家居试点合伙人制度，实现门店加密布局。2019 年欧派家居在橱柜品类尝试“城市合伙人”加盟模式，在全国 21 个省份如江苏、四川、浙江、山东等开放分销商加盟。该模式下，分销商在一级经销商所在区域开设网点，主要**负责获客引流、销售、设计等前端环节**，当地已经经销商主要负责**安装等后端环节**。分销商从一级经销商处提货，提货额可计入一级经销商当年考核。该模式可以吸引更多有一定资金实力和人脉的代理商以较低的投入进入欧派体系，让一级经销商更容易完成年终考核提升排名，让欧派总部实现门店加密布局抢占市场份额。

索菲亚千城万店城市合伙人模式，打造第二增长引擎。2022 年 10 月，索菲亚橱柜通过千城万店城市合伙人模式，并制定了三种模式让城市合伙人选择：A 模式，城市合伙人负责销售、设计、安装和售后，经销商负责仓储和送货；B 模式，城市合伙人只需负责销售，设计、仓储、送货、安装、售后全由经销商托管；C 模式，城市合伙人负责销售和设计，其他由经销商负责。三种模式下使得不同意愿与实力的城市合伙人都可以专注销售市场，让橱柜业务成为索菲亚增长的第二引擎。

城市合伙人模式主要考验合伙人所在区域的经销商能力，需要经销商对合伙人在建店和运营方面进行指导。索菲亚在制定三种模式供合伙人选择的同时，也尽可能开放了更多的权限，城市合伙人不仅享有橱柜品类经营权，还能享受索菲亚全品类经营销售权，与经销商共享总部的强大赋能和品牌影响力，实现公司总部、经销商、城市合伙人三方共赢。

图20：索菲亚推出千城万店城市合伙人模式



资料来源：索菲亚官方公众号，民生证券研究院

我们预计一二线市场仍有较大分销商布局空间。以欧派在某一线城市零售市场为例，目前除了普通零售门店外，已开始逐步开拓分销商网点。分销网点虽然主要分布在第二梯队卖场以及其他非核心地段，但是依然有较为稳定的客流。通过控制网点面积等方式减少支出，网点在捕捉并转化流量的同时能实现较好的投入产出比，一级经销商也愿意在运营方面传授经验从而与分销商实现共赢。我们预计单个网点营收虽不如常规门店，但通过严格控制投入成本，仍能实现较好利润率，我

们预计高层级市场仍有较大分销商布局空间。

3.1.2 深度合作整装公司，实现流量深度获取

传统零售渠道客流在国内精装、整装业务的持续推进下受到冲击，家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。为实现流量深度获取，多家定制家居企业都将整装渠道作为发展规划中积极布局的重要方向，由公司总部或各地经销商与各地优质家装公司开展合作，在新的市场环境下拓展客流，抢占市场份额。

欧派整装模式持续迭代，加速流量前置获取。(1) 布局整装业务（即总部直接和家装公司合作)：欧派整装大家居业务系欧派总部与各地头部装企合作，开设整装大家居门店，并将公司产品加入装企的家装订单当中，自 2018 年欧派家居开展整装大家居模式以来，截至 2021 年底，欧派整装大家居门店已经超过 790 家。(2)布局零售大家居业务（即总部支持经销商直接和当地整装公司合作，或直接参与整装活动)：通过持续迭代，欧派零售大家居已经实现 1.0 向 4.0 跃迁，即 1.0（代理商与当地装企直接合作）→2.0（代理商）

目前正在试点的零售大家居模式也保持较快的扩张速度，并从前端截取了更多流量。目前零售大家居业务已经从最初的欧派代理商门店加入装修元素，发展至公司模式，并由代理商自建整装团队。截至 2022H1，零售大家居门店覆盖已经超过 70 个城市，公司预计 2022 年底会在约 100 个城市开出不同形式的零售大家居门店。

表8：欧派零售大家居合作形式

零售大家居	模式内容
1.0 模式	在橱衣零售门店进行多品类融合营销
2.0 模式	橱衣零售门店加入装修元素
3.0 模式	商超店等门店为消费者提供“定制装修一体化”的产品和服务
4.0 模式	开设公司（代理商独资或由总部参股），代理商自建整装团队，为消费者提供完整的“定制装修一体化”的解决方案

资料来源：欧派家居公司公告，民生证券研究院

通过欧派优材平台，打通从工厂制造端口到消费者使用端口的装修主辅材供应链环节。欧派家居在 2021 年上线欧派优材平台，作为欧派家居主推的一站式主辅材供应平台，解决了传统模式下消费者选择难、材料商经营难、家装公司整合难的三大痛点。降低材料工厂的渠道开发和维护成本，为家装公司提供全品类材料的链接通道，逐渐提升与家装公司的粘性，为后续获取更多前端流量入口做足准备。欧派优材平台计划在前三年零利润运营，并投入五亿补贴项目，计划在第三年基本实现 50 亿 GMV 规模。

图21：欧派优材平台为家装公司提供全品类主辅材选择



资料来源：欧派优材官网，民生证券研究院

3.2 多品类融合带动 ARPU 值增长

家居产品单价相对稳定，ARPU 值提升通过多品类融合带动。以欧派橱柜为例，2017-2021 年，营收 CAGR 为 8.9%，其中单价/销量的 CAGR 分别为-1.8%/10.9%；产品单价没有上涨，营收增长驱动力主要是销量增长，反映了目前套餐化销售、多品类融合的趋势。但该测算方式存在一定局限性，例如衣柜业务的柜子种类在增多，小型柜类，如鞋柜、电视柜等，单值均低于衣柜，但统计单位均为“套”，因此测算的单价不能准确反映价格趋势。

表9：欧派家居各品类单价同比增速测算

营收增速	2017	2018	2019	2020	2021
整体橱柜	23%	8%	7%	-2%	24%
整体衣柜	63%	26%	25%	12%	50%
整体卫浴	26%	50%	38%	19%	34%
整体木门	54%	48%	26%	29%	60%
销量增速	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
整体橱柜（套）	29%	7%	10%	3%	25%
整体衣柜（套）	76%	18%	22%	13%	50%
整体卫浴（套）	98%	32%	36%	18%	35%
整体木门（樘）	168%	25%	27%	12%	61%
单价增速测算	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
整体橱柜（套）	-5%	1%	-3%	-5%	-1%
整体衣柜（套）	-7%	7%	2%	-1%	-1%
整体卫浴（套）	-37%	14%	1%	0%	-1%
整体木门（樘）	-42%	18%	-1%	16%	0%

资料来源：欧派家居公司公告，民生证券研究院

消费者一站式购齐家具产品的需求持续增加，各大家居企业相应推出品类越来越丰富的套餐进行销售。通过整合供应链，与在套餐当中加入更多配套品和家电实现客单值提升。以欧派家居为例，衣柜方面，衣柜配套品与慕思股份、喜临门、敏华控股等软体龙头企业合作，为套餐加入沙发、床垫等产品，丰富套餐内容。突破性领创整家定制，将柜类定制延伸到空间定制。目前欧派 29800 套餐主要包含 20m²全屋柜类定制，11 件套全屋家居以及 3m²背景墙。合作主要采用 OEM/ODM 产品，我们预计欧派后续将逐渐增加成品家具产能，提高配套品毛利率。橱柜方面，欧派集成厨房已经与博世、飞利浦、惠而浦等全球 15 个国际知名品牌、50 多个品类达成战略联盟合作，目前欧派厨电品类齐全，贴牌自有品牌厨电比例已较高。为消费者提供更加便利的一站式集成厨房解决方案，2021 年，欧派创新集成厨房商业模式全年开店超 600 家。

图22：欧派家居 29800 套餐详情



资料来源：欧派家居官网，民生证券研究院

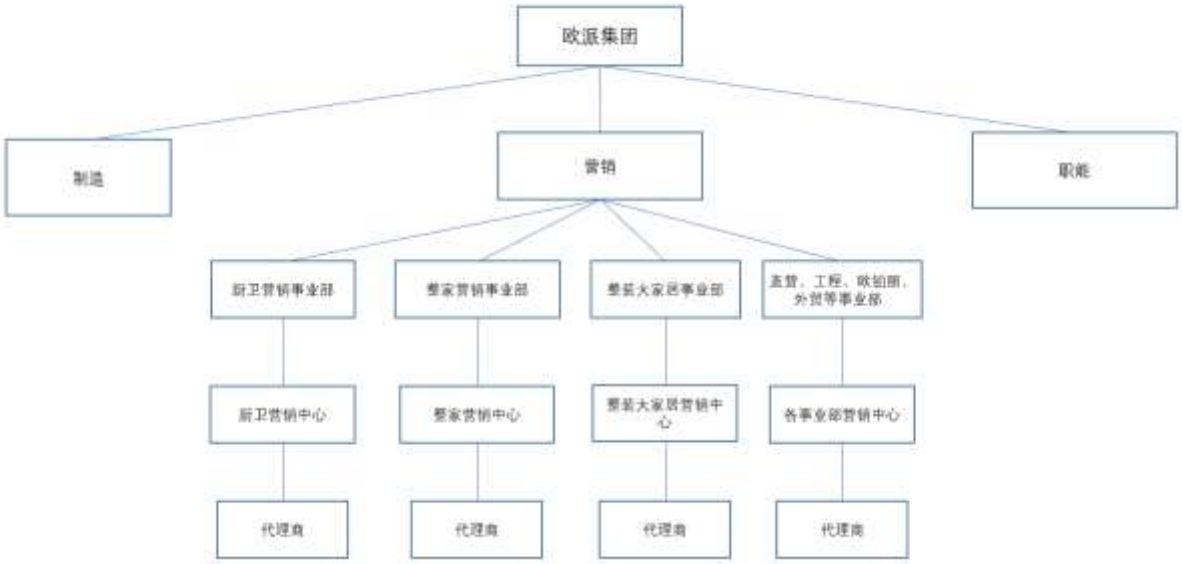
图23：欧派集成厨房为消费者提供一站式解决方案



资料来源：欧派家居官方公众号，民生证券研究院

零售渠道通过组织架构调整实现品类融合。2022 年以来，欧派家居逐步将橱柜事业部与卫浴事业部合并成厨卫事业部，将衣柜事业部与木门事业部等合并成整家事业部。人事调整方面，张秀珠先生任厨卫营销事业部总经理，刘顺平先生任整家营销事业部总经理。本次组织架构调整，我们认为体现了公司销售模式进一步向空间化、套系化演变。通过大品类带动小品类，实现更好的引流效果，更高的转化率，持续提高客单值。

图24：欧派家居组织架构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 投资建议

4.1 行业投资建议

目前家居行业估值处于历史底部位置，在地产预期反转叠加防疫政策边际改善的双重驱动下，行业整体估值有望迎来修复。龙头家居企业前端获客、运营能力及后端供应链整合能力优势突出，中长期来看市场份额提升确定性强。

表10：家居行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603833.SH	欧派家居	121.53	4.38	4.55	4.92	28	27	25	推荐
603816.SH	顾家家居	42.71	2.03	2.38	2.70	21	18	16	推荐
001322.SZ	箭牌家居	15.20	0.60	0.69	0.87	26	22	18	推荐
603008.SH	喜临门	28.55	1.44	1.84	2.39	20	15	12	推荐
001323.SZ	慕思股份	33.12	1.72	1.97	2.21	19	17	15	推荐
603801.SH	志邦家居	26.88	1.62	1.78	2.07	17	15	13	推荐
603180.SH	金牌厨柜	28.67	2.19	2.40	2.73	13	12	10	推荐
603208.SH	江山欧派	61.40	1.88	0.78	2.80	32	78	22	推荐
002572.SZ	索菲亚	18.16	0.13	1.36	1.62	165	13	11	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期）

4.2 重点公司

4.2.1 欧派家居：三季度盈利承压，大家居战略稳步推进

2022 前三季度欧派家居额实现营业收入 162.7 亿元，同比增长 13.0%；归母净利润 19.9 亿元，同比减少 5.8%；扣非后归母净利润 19.2 亿元，同比减少 4.6%。2022Q3 公司实现营业收入 65.8 亿元，同比增长 6.0%；归母净利润 9.72 亿元，同比减少 11.7%；扣非后归母净利润 9.40 亿元，同比减少 12.1%。

公司经营业绩情况：分产品来看，2022Q3 厨柜/衣柜及配套品/卫浴/木门营收分别为 21.8/34.9/3.1/4.0 亿元，分别同比-0.4%/8.0%/11.5%/4.2%。渠道方面，2022Q3 直营/经销/大宗渠道收入分别为 1.9/51.4/10.6 亿元，分别同比增长 13.9%/5.4%/1.6%。门店数量持续扩张，2022 前三季度欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂尼/欧铂丽/欧派卫浴分别净增加门店 47/78/26/36/23 家。

成本费用情况：2022Q3 毛利率为 33.13%，同比下降 0.15pct。2022 年前三季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.09%/6.06%/-1.29%/4.66%，与 2021 年同期相比分别+0.94/+0.53/-0.75/+1.05pct，2022Q3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.59%/5.45%/-1.38%/4.07%，与 2021 年同期相比分别

+1.60/+0.80/-0.70/+1.63pct，费用率提升主要系 22 年初定的预算较高，公司目前已进行降费提效举措。2022Q3 公司经营活动净现金流 10.2 亿元，同比减少 2.1%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加；环比 Q2 改善显著主要系 Q2 支付供应商较多现金货款。

后续公司看点：1）短期来看，公司在途订单储备充足，抗风险能力强；2）近期公司事业部合并，形成欧派厨卫和欧派衣柜两大事业部统筹运营的架构，有望加速品类融合，整体运营效率进一步提升；3）长期来看，衣柜业务引领行业升级整家模式，衣柜业务多品类集成战略效果显著，依托强大资源整合能力和套系化销售，持续提升套餐销售门槛；4）整装大家居模式已迭代成熟，深度绑定优质头部家装公司形成业务壁垒，使欧派作为流量入口，为消费者提供大家居一站式解决方案，长期市场份额提升路径确定性强。

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为231.07/267.10/304.93亿元，同增13.0%/15.6%/14.2%，归母净利润分别为27.70/29.95/33.78亿元，同增3.9%/8.1%/12.8%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为27/25/22X，维持“**推荐**”评级。

风险提示：疫情反复；房地产复苏不及预期；整装业务推进不及预期。

表11：欧派家居盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20,442	23,107	26,710	30,493
同比增长（%）	38.7	13.0	15.6	14.2
归母净利润(百万元)	2,666	2,770	2,995	3,378
同比增长（%）	29.2	3.9	8.1	12.8
每股收益(元)	4.38	4.55	4.92	5.55
PE	28	27	25	22
PB	5.1	4.5	4.0	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.2 顾家家居：看好高潜业务拉动收入增长

公司2022年前三季度整体实现营业总收入137.6亿元（yoy+4.0%），归母净利润14.0亿元（yoy+13.4%），扣非归母净利润12.8亿元（yoy+15.1%）。2022Q3实现营收47.5亿元（yoy-8.9%），归母净利润5.1亿元（yoy+10.1%），扣非归母净利润5.0亿元（yoy+11.9%）。

外销拖累收入增速。公司前三季度实现营业收入137.6亿元，同比+4.0%，其中22Q1/Q2/Q3分别实现营收45.40/44.76/47.46亿元，同比+20.05%/+5.71%/-8.89%。22Q3外销拖累收入增长，外销收入增速下滑主要

系并购业务拖累。内销高潜品类仍维持较快增长，22Q3内销功能沙发、床垫及软床、定制收入维持快速增长，拉动整体收入提升。

规模效应下毛利率显著提升。Q3公司毛利率30.06%（yoy+1.18pcts），主要系毛利率较高的内销占比提升及外销毛利率提升。Q3公司期间费用率16.27%（yoy-0.89pcts），其中销售费用率14.74%（yoy+0.67pcts），管理费用率1.86%（yoy+0.04pcts），研发费用率1.62%（yoy+0.22pcts），财务费用率-1.95%（yoy-1.82pcts）。Q3公司净利率10.79%（yoy+1.86pcts）。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望持续提升。

看好高潜业务拉动收入增长。

（1）沙发：公司的基础优势业务，2022年上半年受到疫情影响增速放缓，下半年开始回暖，考虑到功能沙发渗透率提升趋势、门店扩张带来增长及产品升级带来单价提升，预计2022-2024年同增15%/15%/15%，毛利率保持稳定。

（2）软床及床垫：公司床类产品业务规模较小且为公司重点发展的业务，结合整家套餐推广以及门店扩张，预计未来有望维持高增速。预计2022-2024年同增25%/24%/23%，毛利率保持稳定。

（3）配套产品：预计未来伴随沙发、软床及床垫业务扩张持续稳定增长，预计2022-2024年同增10%，毛利率保持稳定。

(4)定制家居：随着整家业务扩张，定制业务有望持续维持高增速。预计2022-2024年公司收入8.58/10.99/13.84亿元，同增30%/28%/26%，毛利率保持稳定。

（5）红木家具：收入增长维持稳定，预计2022-2024年同增5%，毛利率保持稳定。

（6）软件使用服务费：预计2022-2024年信息技术服务收入基本稳定，同增5%/10%/10%，毛利率保持稳定。

（7）其他：收入增长维持稳定，预计2022-2024年同增5%，毛利率保持稳定。

表12：顾家家居营收拆分

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
沙发	收入（百万元）	6412.99	9267.50	10657.62	12256.26	14094.70
	YOY	9.98%	44.51%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	32.56%	29.54%	29.54%	29.54%	29.54%
软床及床垫	收入（百万元）	2338.03	3337.60	4171.99	5173.27	6363.12
	YOY	19.72%	42.75%	25.00%	24.00%	23.00%
	毛利率	35.60%	33.22%	33.22%	33.22%	33.22%
配套产品	收入（百万元）	2224.76	3139.90	3453.89	3799.27	4179.20
	YOY	16.71%	41.13%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	24.23%	24.81%	24.81%	24.81%	24.81%
定制家居	收入（百万元）	455.96	660.26	858.33	1098.66	1384.32
	YOY	32.93%	44.80%	30.00%	28.00%	26.00%
	毛利率	35.76%	32.43%	32.43%	32.43%	32.43%
红木家具	收入（百万元）	112.65	125.92	132.21	138.82	145.76
	YOY	-21.34%	11.77%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	21.63%	29.69%	29.69%	29.69%	29.69%
软件使用服务费	收入（百万元）	625.92	930.42	976.94	1074.63	1182.09
	YOY	54.44%	48.65%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	85.26%	86.56%	86.56%	86.56%	86.56%
其他	收入（百万元）	495.68	880.38	924.40	970.62	1019.15
	YOY	-3.24%	77.61%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	56.28%	41.05%	41.05%	41.05%	41.05%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为211.75/245.12/283.68亿元，同增15.4%/15.8%/15.7%，归母净利润分别为19.52/22.19/25.41亿元，同增17.3%/13.6%/14.5%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为18/16/14X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：新渠道拓展不及预期；原材料价格波动；行业竞争加剧；出口贸易政策风险。

表13：顾家家居盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,342	21,175	24,512	28,368
同比增长（%）	44.8	15.4	15.8	15.7
归母净利润(百万元)	1,664	1,952	2,219	2,541
同比增长（%）	96.9	17.3	13.6	14.5
每股收益(元)	2.03	2.38	2.70	3.09
PE	21	18	16	14
PB	4.4	3.9	3.4	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.3 箭牌家居：看好智能马桶渗透率提升带来成长

公司Q1-Q3整体实现营业总收入52.67亿元（yoy-6.23%），归母净利润4.23亿元（yoy+30.26%），扣非归母净利润3.89亿元。Q3实现营收19.60亿元（yoy-14.05%），归母净利润1.84亿元（yoy+10.41%），扣非归母净利润1.73亿元。

Q3疫情反复对门店零售造成不利影响。公司前三季度实现营业收入52.67亿元，同比-6.23%，其中22Q1/Q2/Q3分别实现营收11.29/21.78/19.60亿元，同比+3.96%/-3.19%/-14.05%，主要系22Q3疫情反复对门店零售造成不利影响。

产品结构持续优化及销售单价提升带来毛利率显著提升。Q3公司毛利率32.53%（yoy+3.97pcts），主要来自于21H2产品提价及产品销售结构优化。Q3公司期间费用率26.64%（yoy+4.34pcts），其中销售费用率9.58%（yoy+0.46pcts），管理费用率12.12%（yoy+2.12pcts），研发费用率4.58%（yoy+1.47pcts），财务费用率0.36%（yoy+0.29pcts）。Q3公司净利率9.38%（yoy+2.08pcts）。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望持续提升。

看好智能马桶渗透率提升带来增长。

（1）卫生陶瓷：公司的基础优势业务，预计随着智能马桶渗透率提升持续增长，预计2022-2024年同增8%/15%/15%，毛利率保持稳定。

（2）龙头五金：伴随公司持续发展线上业务，小件产品预计增速高于整体，预计2022-2024年同增13%/20%/20%，毛利率保持稳定。

(3)浴室家具:公司持续扩张产品线，预计2022-2024年同增13%/12%/12%，毛利率保持稳定。

（4）其他品类：营收增长保持稳定，预计2022-2024年收入同增8%/15%/15%，毛利率保持稳定。

表14：箭牌家居营收拆分

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
卫生陶瓷	收入（百万元）	2997.59	3734.29	4033.04	4637.99	5333.69
	YOY	-3.26%	24.58%	8.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	34.53%	34.38%	35.00%	35.00%	35.00%
龙头五金	收入（百万元）	1636.00	2250.77	2543.36	3052.04	3662.44
	YOY	6.36%	37.58%	13.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	29.38%	27.90%	30.00%	29.50%	29.00%
浴室家具	收入（百万元）	719.95	923.94	1044.05	1169.33	1309.65
	YOY	-16.34%	28.33%	13.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	28.75%	27.79%	30.00%	29.50%	29.00%
其他产品	收入（百万元）	1148.84	1464.48	1581.64	1818.89	2091.72
	YOY	-1.02%	27.48%	8.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.37%	28.46%	29.00%	28.50%	28.00%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为92.02/106.78/123.98亿元，同增9.9%/16.0%/16.1%，归母净利润分别为6.68/8.37/10.67亿元，同增15.8%/25.3%/27.4%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为22/18/14X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：疫情反复导致终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；房地产市场波动。

表15：箭牌家居盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,373	9,202	10,678	12,398
同比增长（%）	28.8	9.9	16.0	16.1
归母净利润(百万元)	577	668	837	1,067
同比增长（%）	-1.9	15.8	25.3	27.4
每股收益(元)	0.60	0.69	0.87	1.11
PE	26	22	18	14
PB	5.1	3.1	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.4 喜临门：线上持续发力，看好收入稳定成长

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 57.4 亿元（yoy+13.9%），归母净利润 3.9 亿元（yoy+4.1%），扣非归母净利润 3.7 亿元（yoy+12.5%）。Q3 实现营收 21.4 亿元（yoy+10.3%），归母净利润 1.7 亿元（yoy+8.5%），扣非归母净利润 1.6 亿

元（yoy+8.1%）。

疫情叠加房地产压力下，线上业务高增助力增长。公司前三季度实现营业收入57.4亿元，同比+13.9%，其中22Q1/Q2/Q3分别实现营收14.05/22.01/21.35亿元，同比+12.35%/+18.54%/+10.31%，Q3增速放缓，可能主要系房地产持续下滑、疫情影响终端需求所致。单Q3自主品牌零售业务营收14.5亿元，同增14%，其中线上营收3.6亿元，同增41%；线下营收10.8亿元，同增7%，线下喜临门品牌营收9.5亿元，同增10%；自主品牌工程业务营收1.1亿元，同比下降10%，代加工业务营收5.8亿元，同增8%。

毛利率提升，期间费用率略有上涨。Q3公司毛利率33.44%(yoy+2.10pcts)，毛利率提升主要系原材料成本下降所致。Q3公司期间费用率22.84%（yoy+1.37pcts)，其中销售费用率15.88%(yoy+1.84pcts)，管理费用率4.86%（yoy+0.97pcts)，研发费用率1.93%(yoy-0.96pcts)，财务费用率0.17%(yoy-0.48pcts）。Q3公司净利率7.93%（yoy-0.14pcts）。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望回升。

看好线上持续发力，收入稳定增长。自主品牌：

(1)经销：公司积极拓展线下门店，预计未来3年每年新增800家门店，2022-2024年公司经销门店为4699/5499/6299家；单店提货额预计随着疫情缓解逐步复苏，预计2022-2024年公司经销业务收入51.43/64.29/79.07亿元，同增30%/25%/23%，毛利率保持稳定。

(2)线上：预计公司持续拓展线上渠道，保持领先优势，收入增速高于整体，2022-2024年收入同增35%/30%/30%至14.83/19.27/25.06亿元，毛利率保持稳定。

(3)大宗：预计随着保交楼落地，工程业务逐步回暖，预计2022-2024年收入同增10%/9%/8%至28.58/31.15/33.64亿元，毛利率保持稳定。

(4)其他业务：维持稳定增长，预计2022-2024年收入分别同增10%，毛利率保持稳定。

表16：喜临门营收拆分

年份		2020	2021	2022E	2023E	2024E
线下经销	主营业务收入（百万元）	2411.98	3956.14	5142.98	6428.73	7907.34
	同比增长率	31.63%	64.02%	30.00%	25.00%	23.00%
	毛利率	48.14%	44.70%	44.70%	44.70%	44.70%
线上销售	主营业务收入（百万元）	672.27	1098.25	1482.64	1927.43	2505.66
	同比增长率	35.55%	63.36%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	53.14%	39.44%	39.44%	39.44%	39.44%
大宗业务	主营业务收入（百万元）	2213.78	2598.05	2857.86	3115.07	3364.27
	同比增长率	-7.66%	17.36%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	13.38%	9.15%	9.15%	9.15%	9.15%
其他业务	主营业务收入（百万元）	325.26	119.39	131.33	144.47	158.91
	同比增长率	123.71%	-63.29%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	25.76%	40.01%	40.01%	40.01%	40.01%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为96.15/116.16/139.36亿元，同增23.7%/20.8%/20.0%，归母净利润分别为7.15/9.27/11.86亿元，同增27.9%/29.7%/27.9%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为15/12/9X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：地产销售不及预期；原材料价格波动；疫情反复。

表17：喜临门盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,772	9,615	11,616	13,936
同比增长（%）	38.2	23.7	20.8	20.0
归母净利润(百万元)	559	715	927	1,186
同比增长（%）	78.3	27.9	29.7	27.9
每股收益(元)	1.44	1.84	2.39	3.06
PE	20	15	12	9
PB	3.5	2.9	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.5 慕思股份：产品结构升级，看好盈利能力持续提升

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 41.53 亿元(yoy-2.77%)，归母净利润 4.25 亿元（yoy+2.97%），扣非归母净利润 4.14 亿元。Q3 实现营收 14.01 亿元（yoy-4.20%），归母净利润 1.18 亿元（yoy+36.59%），扣非归母净利润 1.06 亿元。

营收受房地产和疫情影响短期承压。公司前三季度实现营业收入41.53亿元，同比-2.77%，其中22Q1/Q2/Q3分别实现营收12.45/15.07/14.01亿元，同比+0.20%/-3.79%/-4.20%，Q3降幅扩大，可能主要系房地产持续下滑、疫情影响终端需求所致。

提价、产品结构升级、降本增效助力毛利率提升。Q3公司毛利率47.28%（yoy+4.06pcts），毛利率提升主要系床垫产品提价、产品结构升级及公司持续降本增效所致。Q3公司期间费用率37.24%（yoy+0.73pcts），其中销售费用率29.21%(yoy+1.46pcts)，管理费用率5.94%(yoy+0.36pcts)，研发费用率2.62%（yoy-0.74pcts），财务费用率-0.53%（yoy-0.35pcts）。Q3公司净利率8.44%（yoy+2.52pcts）。展望2023年，预计伴随疫情管控优化、销售费用精准投放，公司利润率持续提升。

展望未来三年，短期内房地产低迷叠加疫情影响终端消费，公司营收增速显著承压，受原材料价格回落、销售费用精准投放、产品及渠道结构优化，预计公司利润增速高于收入。

(1) 经销：公司积极拓展线下门店，预计2022-2024年公司经销门店每年新增800家至5700/6500/7300家；2022年受疫情影响消费下滑，随后预计随着疫情缓解逐步复苏，预计2022-2024年单店提货额分别变动-4%/2%/2%；2022年受益于原材料价格下降，毛利率较2021年回升，随着新业务V6拓展中低端价格带，预计毛利率略微下滑。预计2022-2024年公司经销业务毛利率43.09%/43.09%/42.59%。

(2) 直营：受制于疫情，公司直营门店扩张较为缓慢，预计公司2022-2024年直营门店每年新增5家至150/155/160家；2022年受疫情影响消费下滑，随后预计随着疫情缓解逐步复苏，预计2022-2024年单店提货额分别变动-4%/2%/2%；2022年受益于原材料价格下降，毛利率较2021年回升，随着新业务V6拓展中低端价格带，预计毛利率略微下滑。预计2022-2024年公司直营业务毛利率75.35%/75.35%/74.85%。

(3) 直供：预计2022-2024年收入同增25.13%/27.91%/19.10%，公司直供业务毛利率较低，2022年直供欧派的床垫、床架单价均上调，预计未来毛利率有提升趋势。

(4) 电商：公司产品定位中高端，与电商消费群体匹配度不高，预计发展难度较大，但公司将积极拓展新营销方式，发展电商业务，预计2022-2024年公司电商业务同增10%/5%/15%；为迎合线上价格带，预计公司电商业务毛利率下滑，预计2022-2024年电商业务毛利率58.42%/57.92%/57.42%。

(5) 其他渠道：预计2022-2024年其他渠道收入稳定增长，同增5%/5%/10%，毛利率维持。

表18：慕思股份营收拆分

年份		2020	2021	2022E	2023E	2024E
经销	主营业务收入（百万元）	3050.7	4396.8	4910.06	5237.4	6009.91
	同比增长率	12.87%	44.12%	11.67%	6.67%	14.75%
	毛利率	45.93%	41.59%	43.09%	43.09%	42.59%
直营	主营业务收入（百万元）	344.23	440.37	437.33	429.32	452.03
	同比增长率	-28.82%	27.93%	-0.69%	-1.83%	5.29%
	毛利率	75.89%	73.85%	75.35%	75.35%	74.85%
直供	主营业务收入（百万元）	386.18	659.99	825.82	1056.33	1258.12
	同比增长率	135.23%	70.90%	25.13%	27.91%	19.10%
	毛利率	32.64%	27.00%	28.00%	29.00%	30.00%
电商	主营业务收入（百万元）	605.79	878.17	965.99	1014.29	1166.44
	同比增长率	39.08%	44.96%	10.00%	5.00%	15.00%
	毛利率	61.58%	58.92%	58.42%	57.92%	57.42%
其他	主营业务收入（百万元）	32.69	40.85	42.89	45.03	49.54
	同比增长率	12.46%	24.94%	5.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	7.92%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为71.82/77.82/89.36亿元，同比+10.8%/+8.4%/+14.8%，归母净利润分别为7.87/8.83/10.24亿元，同比+14.7%/+12.2%/+16.0%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为17/15/13X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：地产销售不及预期；原材料价格上涨；疫情波动。

表19：慕思股份盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,481	7,182	7,782	8,936
同比增长（%）	45.6	10.8	8.4	14.8
归母净利润(百万元)	686	787	883	1,024
同比增长（%）	28.0	14.7	12.2	16.0
每股收益(元)	1.72	1.97	2.21	2.56
PE	19	17	15	13
PB	5.2	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.6 志邦家居：看好品类融合效益凸显

公司Q1-Q3整体实现营业总收入35.17亿元（yoy+5.86%），归母净利润3.15亿元（yoy+4.95%），扣非归母净利润2.97亿元（yoy+2.44%）。Q3实现营收14.82亿元（yoy+4.79%），归母净利润1.57亿元（yoy+5.96%），扣非归母净利润1.56亿元（yoy+8.40%）。

品类融合效应开始显现。公司前三季度实现营业收入35.17亿元，同比+5.86%，其中22Q1/Q2/Q3分别实现营收7.59/12.77/14.82亿元，同比+11.17%/+4.14%/+4.79%，Q3收入增长较为平稳。**分产品看，**22Q3整体橱柜、定制衣柜、木门分别实现收入7.35/6.07/0.50亿元，同比增长-6.20%/20.02%/6.25%。公司品类协同效应逐渐显现，品牌矩阵持续丰富，拓展松下、OXO卫浴、R&G家具、爱依瑞斯等高端品牌，同时扩充多种成品家具品类，实现全品类一体化整家交付。**分渠道看，**22Q3经销、大宗、直营渠分别实现收入8.59/3.82/1.23亿元，同比增长4.64%/-5.95%/26.95%。其中，1）零售渠道方面，稳步扩张店面数，通过经销商开店补贴推动渠道下沉，融合店数量增加。2）大宗渠道方面，受益于保交付政策，大宗业务收入环比增长10.39%；3）整装渠道方面，针对性开发套系化产品，完善厨餐电、卫阳、门墙柜一体化，与全国性大型装企深化合作，发布“超级邦”装企服务战略，打造总部、装企、加盟商共赢生态圈。

规模效应下毛利率显著提升。Q3公司毛利率37.46%（yoy+1.98pcts），主要系衣柜业务规模效应显现，毛利率提升明显。Q3公司期间费用率23.26%（yoy+0.39pcts），其中销售费用率14.30%（yoy+1.01pcts），管理费用率4.85%（yoy+0.36pcts），研发费用率4.75%（yoy-0.66pcts），财务费用率-0.64%（yoy-0.32pcts）。Q3公司净利率10.61%（yoy+0.12pcts）。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望持续提升。

看好品类融合效应凸显。

（1）整体厨柜：大宗厨柜业务受房地产市场下滑增速放缓，在近期各地政府的“保交楼”措施及卫阳产品带动下有望改善。收入同比增速分别为-2%、5%、5%，毛利率保持稳定。

（2）定制衣柜：仍处于扩张期，预计收入同比增速分别为25%、30%、25%，毛利率保持稳定。

（3）木门业务：处于快速扩张阶段，预计收入同比增速分别为70%、50%、40%，毛利率保持稳定。

（4）其他业务：维持稳健增长，预计收入同比增长7%、5%、5%，毛利率保持稳定

表20：志邦家居营收拆分

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
定制衣柜	收入（百万元）	1140.87	1759.78	2199.72	2859.64	3574.55
	YOY	55.34%	54.25%	25.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	33.40%	34.43%	37.02%	37.02%	37.02%
整体厨柜	收入（百万元）	2498.60	2934.17	2875.48	3019.26	3170.22
	YOY	18.02%	17.43%	-2.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	41.84%	40.50%	40.76%	40.76%	40.76%
木门	收入（百万元）	43.37	169.82	288.70	433.05	606.27
	YOY	56.98%	291.53%	70.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	15.98%	13.04%	13.29%	13.79%	14.29%
其他业务	收入（百万元）	157.60	289.03	309.26	324.72	340.96
	YOY	89.97%	83.40%	7.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	18.15%	17.68%	14.50%	15.00%	15.00%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为56.73/66.37/76.92亿元，同增10.10%/16.98%/15.90%，归母净利润分别为5.53/6.46/7.28亿元，同增9.5%/16.7%/12.7%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为15/13/12X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：地产竣工不及预期；原材料价格大幅波动；疫情影响终端需求。

表21：志邦家居盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,153	5,673	6,637	7,692
同比增长（%）	34.2	10.1	17.0	15.9
归母净利润(百万元)	506	553	646	728
同比增长（%）	27.8	9.5	16.7	12.7
每股收益(元)	1.62	1.78	2.07	2.33
PE	17	15	13	12
PB	3.2	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.7 金牌厨柜：看好木门、大宗业务助力高增

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 24.9 亿元（yoy+12.1%），归母净利润 1.6 亿元（yoy+4.1%），扣非归母净利润 0.96 亿元（yoy-8.6%）。Q3 实现营收 10.6 亿元（yoy+18.5%），归母净利润 0.72 亿元（yoy+0.86%），扣非归母净利润 0.55 亿元（yoy-10.6%）。

衣柜、大宗渠道发力，Q3 收入增长提速。公司前三季度实现营业收入 24.9 亿元，同比+12.1%，其中 22Q1/Q2/Q3 分别实现营收 5.69/8.62/10.58 亿元，同比+17.24%/+2.42%/+18.52%，Q3 收入增长提速，主要系衣柜业务及大宗渠道发力。**分产品看，**Q3 厨柜/衣柜/木门分别实现收入 6.82/2.90/0.5 亿元（同比+6.2%/+45.2%/+71.7%）。**分渠道看，**零售渠道单 Q3 实现 5.6 亿元(同比+4%)，其中经销店渠道实现收入 5.3 亿元（同比+6.7%）；直营店渠道实现收入 0.3 亿元（同比-37.3%）。大宗单 Q3 实现收入 4.23 亿元（同比+42.5%）；海外 Q3 实现收入 0.46 亿元（同比+10.2%）。

产品结构调整，利润率承压。Q3公司毛利率27.87%（yoy-3.49pcts），主要系毛利率较低的大宗、木门业务占比提升所致。Q3公司期间费用率21.18%（yoy-2.65pcts），其中销售费用率12.39%（yoy-0.56pcts），管理费用率4.03%（yoy-0.94pcts），研发费用率4.39%（yoy-1.22pcts），财务费用率0.37%（yoy+0.06pcts）。Q3公司净利率6.80%（yoy-1.19pcts）。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望回升。

看好木门、大宗业务助力高增。

（1）厨柜业务：厨柜业务发展相对成熟，且在大宗渠道中占比较高，随着大宗渠道竞争加剧、地产销售低迷的滞后性影响，预计厨柜业务缓慢发展，22、23、24年收入同比增速分别为5%、7%、10%，毛利率保持稳定。

（2）衣柜业务：衣柜业务仍处于拓张期，公司设立平台分公司和办事处加密门店，预计衣柜业务在中短期内将贡献主要业绩增量，22、23、24年收入同比增速分别为35%、37%、40%，毛利率保持稳定。

（3）木门业务：预计22、23、24年新开店数分别为140、160、220家，收入同比增速分别为90%、92%、92%，毛利率保持稳定。

（4）其他业务：预计稳健增长，预计22、23、24年收入分别同增15%，毛利随规模扩张略微提升。

（5）其他家居产品：业务规模较小且在快速发展阶段，预计22、23、24年收入分别同增70%、100%、70%，毛利率随规模扩张略微提升。

表22：金牌厨柜营收拆分

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
衣柜	收入（百万元）	499.15	800.27	1080.37	1480.11	2072.15
	YOY	63.46%	60.33%	35.00%	37.00%	40.00%
	毛利率	29.65%	28.90%	28.00%	28.50%	29.00%
厨柜	收入（百万元）	2073.42	2480.29	2604.31	2786.61	3065.27
	YOY	16.38%	19.62%	5.00%	7.00%	10.00%
	毛利率	32.85%	30.31%	29.00%	29.50%	30.00%
木门	收入（百万元）	24.54	83.98	159.57	306.37	588.23
	YOY	222.60%	242.17%	90.00%	92.00%	92.00%
	毛利率	0.34%	4.42%	5.74%	6.24%	6.74%
其他业务	收入（百万元）	35.36	66.96	77.01	88.56	101.84
	YOY	15.94%	89.35%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	94.99%	93.52%	87.00%	87.50%	88.00%
其他家居产品	收入（百万元）	7.35	16.26	27.64	55.28	93.98
	YOY	1773.85%	121.14%	70.00%	100.00%	70.00%
	毛利率	13.80%	10.10%	11.00%	11.50%	12.00%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为39.49/47.17/59.21亿元，同增14.5%/19.4%/25.5%，归母净利润分别为3.70/4.22/4.94亿元，同增9.5%/13.9%/17.1%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为12/10/9X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：新品类拓展不及预期；渠道拓展不及预期；房地产回暖不及预期。

表23：金牌厨柜盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,448	3,949	4,717	5,921
同比增长（%）	30.6	14.5	19.4	25.5
归母净利润(百万元)	338	370	422	494
同比增长（%）	15.5	9.5	13.9	17.1
每股收益(元)	2.19	2.40	2.73	3.20
PE	13	12	10	9
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

4.2.8 江山欧派：看好代理商、经销渠道持续放量

公司 Q1-Q3 整体实现营业总收入 22.13 亿元(yoy-3.26%)，归母净利润 0.31 亿元（yoy-89.37%），扣非归母净利润-0.39 亿元（yoy-115.03%）。Q3 实现营收 9.43 亿元（yoy+7.05%），归母净利润-0.86 亿元（yoy-175.41%），扣非归母净利润-0.95 亿元（yoy-186.90%）。

代理商、经销渠道增速亮眼。公司前三季度实现营业收入 22.13 亿元，同比-3.26%，其中 22Q1/Q2/Q3 分别实现营收 4.91/7.80/9.43 亿元，同比+3.46%/-16.40%/+7.05%，Q3 收入增长回暖，主要系经销渠道加盟店维持快速扩张，工程代理渠道增速亮眼。**分渠道看，**大宗工程渠道单 Q3 实现 6.26 亿元(同比-0.3%)，其中，直营工程渠道单 Q3 实现 3.6 亿元（同比-25.43%），降幅收窄；代理商渠道持续扩张、培养代理商，单 Q3 实现 2.43 亿元（同比+138.95%）。经销渠道大力推动营销改革，实现收入 2.56 亿元（同比+37.1%）。

信用减值及毛利率下行致利润率承压。Q3公司主营业务毛利率27.1%（yoy-6.2pcts），主要系毛利率较低的经销和工程代理业务占比提升所致。Q3公司期间费用率12.93%（yoy-2.15pcts），其中销售费用率6.10%（yoy-2.08pcts），管理费用率2.57%（yoy-0.28pcts），研发费用率3.73%（yoy-0.19pcts），财务费用率0.52%（yoy+0.40pcts）。Q3公司净利率-9.08%（yoy-21.98pcts），主要系计提约2.36亿元信用减值及毛利率下跌所致。展望2023年，预计伴随疫情管控优化，公司利润率有望回升。

看好代理商、经销渠道持续放量。

（1）大宗渠道：直营工程渠道逐渐降低对恒大等客户的依赖，开发国央企客户，预计2022年收入下滑30%，随后保持稳定，毛利率略微下滑；代理商渠道，代理商数量持续增长，预计2022-2024年收入分别增长70%/50%/30%，毛利率略微下滑。综合来看，预计2022-2024年大宗渠道收入分别变动-5.79%/+20.92%/+15.65%至20.90/25.27/29.22亿元，毛利率下滑。

（2）经销渠道：公司持续扩展经销商数量，预计2022-2024年收入分别增长50%/40%/30%，毛利率保持稳定。

表24：江山欧派营收拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
大宗渠道					
收入（百万元）	2607.32	2218.16	2089.74	2527.00	2922.37
YoY	54.80%	-14.93%	-5.79%	20.92%	15.65%
毛利率	33.61%	32.27%	41.30%	41.00%	40.80%
其中：直营工程					
收入（百万元）	2209.09	1630.97	1141.68	1141.68	1141.68
YoY	36.40%	-26.17%	-30.00%	0.00%	0.00%
毛利率	35.22%	35.18%	34.00%	33.96%	33.92%
其中：代理商渠道					
收入（百万元）	286.56	503.60	856.12	1284.18	1669.44
YoY		75.74%	70.00%	50.00%	30.00%
毛利率	25.67%	25.26%	23.50%	23.46%	23.42%
经销商渠道					
收入（百万元）	247.03	693.03	1039.55	1455.37	1891.98
YoY	12.95%	180.54%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	24.19%	21.83%	21.00%	20.96%	20.92%
合计					
收入（百万元）	3011.51	3157.31	3436.94	4366.93	5295.05
YoY	48.60%	4.84%	8.86%	27.06%	21.25%
毛利率	32.20%	29.10%	26.81%	25.81%	25.02%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为34.37/43.67/52.95亿元，同增8.9%/27.1%/21.3%，归母净利润分别为1.07/3.83/4.68亿元，同增-58.5%/258.9%/22.1%，当前股价（12月30日收盘价）对应PE分别为78/22/18X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：大幅计提信用减值；经销商管理风险；渠道拓展不及预期。

表25：江山欧派盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,157	3,437	4,367	5,295
同比增长（%）	4.8	8.9	27.1	21.3
归母净利润(百万元)	257	107	383	468
同比增长（%）	-39.7	-58.5	258.9	22.1
每股收益(元)	1.88	0.78	2.80	3.42
PE	32	78	22	18
PB	4.5	4.6	3.8	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

5 风险提示

1）后续地产政策不及预期：当前针对地产开发商融资、并购并未明显推动，存在落地进度不及预期风险。

2）下游需求不及预期：当前地产销售数据同比仍较大幅度下滑，环比未明显改善，存在新房的家居市场需求不及预期的风险。

3）疫情负面影响：疫情管控趋势向好，但影响的卖场线下客流以及施工进度何时恢复正常仍存在不确定性。

顾家家居财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**18,342**	**21,175**	**24,512**	**28,368**
营业成本	13,048	15,106	17,505	20,279
营业税金及附加	105	121	141	163
销售费用	2,703	3,121	3,612	4,181
管理费用	328	378	438	507
研发费用	302	349	404	468
EBIT	1,854	2,157	2,479	2,849
财务费用	72	16	19	5
资产减值损失	-10	-10	-11	-13
投资收益	87	101	117	135
营业利润	**1,868**	**2,225**	**2,556**	**2,957**
营业外收支	200	200	200	200
利润总额	**2,068**	**2,426**	**2,757**	**3,157**
所得税	367	431	490	561
净利润	1,701	1,995	2,267	2,596
归属于母公司净利润	**1,664**	**1,952**	**2,219**	**2,541**
EBITDA	2,297	2,674	3,111	3,627

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,198	4,369	5,534	7,128
应收账款及票据	1,698	1,859	2,151	2,490
预付款项	108	121	140	162
存货	2,441	2,391	2,770	3,210
其他流动资产	996	817	643	671
流动资产合计	**8,441**	**9,556**	**11,239**	**13,661**
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	3,206	3,665	4,090	4,985
无形资产	832	987	974	969
非流动资产合计	**7,498**	**8,326**	**8,709**	**8,864**
资产合计	**15,939**	**17,882**	**19,948**	**22,525**
短期借款	469	1,469	1,469	1,469
应付账款及票据	2,035	1,945	2,254	2,611
其他流动负债	4,504	4,430	4,914	5,667
流动负债合计	**7,008**	**7,844**	**8,637**	**9,747**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	528	544	529	513
非流动负债合计	**528**	**544**	**529**	**513**
负债合计	**7,536**	**8,387**	**9,165**	**10,259**
股本	632	822	822	822
少数股东权益	384	427	475	531
股东权益合计	**8,403**	**9,494**	**10,783**	**12,266**
负债和股东权益合计	**15,939**	**17,882**	**19,948**	**22,525**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	44.81	15.45	15.75	15.73
EBIT 增长率	26.25	16.33	14.90	14.94
净利润增长率	96.87	17.29	13.65	14.51
盈利能力（%）				
毛利率	28.87	28.66	28.59	28.52
净利润率	9.07	9.22	9.05	8.96
总资产收益率 ROA	10.44	10.92	11.12	11.28
净资产收益率 ROE	20.76	21.53	21.52	21.65
偿债能力				
流动比率	1.20	1.22	1.30	1.40
速动比率	0.80	0.83	0.92	1.02
现金比率	0.46	0.56	0.64	0.73
资产负债率（%）	47.28	46.90	45.95	45.54
经营效率				
应收账款周转天数	33.78	32.00	32.00	32.00
存货周转天数	68.29	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	1.27	1.25	1.30	1.34
每股指标（元）				
每股收益	2.03	2.38	2.70	3.09
每股净资产	9.76	11.03	12.54	14.28
每股经营现金流	2.48	2.64	3.53	4.13
每股股利	1.32	1.19	1.35	1.55
估值分析				
PE	21	18	16	14
PB	4.4	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	14.47	12.20	10.05	8.18
股息收益率（%）	3.11	2.80	3.19	3.65

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,701	1,995	2,267	2,596
折旧和摊销	443	516	633	778
营运资金变动	-110	-81	228	264
经营活动现金流	**2,041**	**2,170**	**2,898**	**3,391**
资本开支	-1,662	-1,407	-816	-732
投资	236	724	0	0
投资活动现金流	**-1,077**	**-633**	**-501**	**-597**
股权募资	2	-1	0	0
债务募资	135	558	-181	-16
筹资活动现金流	**81**	**-365**	**-1,232**	**-1,200**
现金净流量	**979**	**1,171**	**1,165**	**1,594**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

箭牌家居财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**8,373**	**9,202**	**10,678**	**12,398**
营业成本	5,856	6,235	7,291	8,503
营业税金及附加	85	93	108	125
销售费用	799	828	961	1,116
管理费用	547	828	854	868
研发费用	288	414	481	558
EBIT	635	845	1,031	1,283
财务费用	16	36	23	7
资产减值损失	-86	-91	-107	-124
投资收益	11	12	14	17
营业利润	**629**	**730**	**916**	**1,169**
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	**636**	**736**	**922**	**1,175**
所得税	59	69	86	110
净利润	576	667	836	1,065
归属于母公司净利润	**577**	**668**	**837**	**1,067**
EBITDA	953	1,235	1,486	1,849

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,562	3,363	4,742	6,465
应收账款及票据	413	454	526	611
预付款项	38	41	48	55
存货	1,389	1,388	1,623	1,893
其他流动资产	121	77	81	86
流动资产合计	**3,523**	**5,323**	**7,020**	**9,111**
长期股权投资	13	14	14	14
固定资产	2,659	3,197	3,688	4,340
无形资产	954	952	948	944
非流动资产合计	**5,247**	**5,901**	**5,836**	**5,726**
资产合计	**8,770**	**11,224**	**12,857**	**14,837**
短期借款	213	213	213	213
应付账款及票据	3,414	3,635	4,250	4,957
其他流动负债	1,138	1,149	1,323	1,531
流动负债合计	**4,765**	**4,997**	**5,786**	**6,701**
长期借款	892	1,292	1,292	1,292
其他长期负债	139	137	144	144
非流动负债合计	**1,030**	**1,428**	**1,436**	**1,435**
负债合计	**5,795**	**6,425**	**7,222**	**8,137**
股本	869	966	966	966
少数股东权益	7	6	4	3
股东权益合计	**2,975**	**4,799**	**5,635**	**6,700**
负债和股东权益合计	**8,770**	**11,224**	**12,857**	**14,837**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	28.78	9.90	16.04	16.10
EBIT 增长率	-13.56	32.89	22.11	24.44
净利润增长率	-1.93	15.81	25.29	27.44
盈利能力（%）				
毛利率	30.06	32.24	31.72	31.41
净利润率	6.89	7.26	7.84	8.61
总资产收益率 ROA	6.58	5.96	6.51	7.19
净资产收益率 ROE	19.44	13.95	14.87	15.94
偿债能力				
流动比率	0.74	1.07	1.21	1.36
速动比率	0.42	0.77	0.92	1.06
现金比率	0.33	0.67	0.82	0.96
资产负债率（%）	66.08	57.25	56.17	54.84
经营效率				
应收账款周转天数	13.94	13.94	13.94	13.94
存货周转天数	86.59	86.59	86.59	86.59
总资产周转率	1.04	0.92	0.89	0.90
每股指标（元）				
每股收益	0.60	0.69	0.87	1.11
每股净资产	3.07	4.96	5.83	6.94
每股经营现金流	0.94	1.42	1.88	2.30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26	22	18	14
PB	5.1	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA	15.34	10.68	7.94	5.45
股息收益率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	576	667	836	1,065
折旧和摊销	318	390	455	566
营运资金变动	-150	174	372	423
经营活动现金流	**906**	**1,373**	**1,812**	**2,219**
资本开支	-1,105	-1,061	-384	-448
投资	-122	0	0	0
投资活动现金流	**-1,214**	**-1,040**	**-370**	**-432**
股权募资	7	1,156	0	0
债务募资	394	367	-0	-0
筹资活动现金流	**343**	**1,468**	**-64**	**-64**
现金净流量	**36**	**1,802**	**1,378**	**1,723**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

喜临门财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**7,772**	**9,615**	**11,616**	**13,936**
营业成本	5,285	6,417	7,639	9,042
营业税金及附加	53	66	79	95
销售费用	1,194	1,586	1,928	2,327
管理费用	314	433	534	655
研发费用	183	192	256	334
EBIT	720	1,003	1,279	1,602
财务费用	52	58	59	46
资产减值损失	6	-1	-2	-2
投资收益	43	0	0	0
营业利润	**718**	**916**	**1,184**	**1,512**
营业外收支	-11	-11	-11	-11
利润总额	**707**	**905**	**1,173**	**1,501**
所得税	102	130	169	216
净利润	605	774	1,004	1,285
归属于母公司净利润	**559**	**715**	**927**	**1,186**
EBITDA	991	1,328	1,682	1,984

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,732	2,302	3,295	4,230
应收账款及票据	1,209	1,437	1,736	2,083
预付款项	70	77	92	109
存货	1,102	1,317	1,568	1,856
其他流动资产	596	597	445	499
流动资产合计	**4,710**	**5,731**	**7,136**	**8,777**
长期股权投资	254	254	254	254
固定资产	1,618	1,663	1,703	1,847
无形资产	287	286	286	286
非流动资产合计	**3,602**	**3,698**	**3,719**	**3,840**
资产合计	**8,311**	**9,428**	**10,855**	**12,617**
短期借款	1,243	1,943	1,943	1,943
应付账款及票据	2,355	2,268	2,804	3,320
其他流动负债	683	747	774	917
流动负债合计	**4,281**	**4,958**	**5,522**	**6,180**
长期借款	430	208	208	208
其他长期负债	214	215	211	206
非流动负债合计	**645**	**423**	**419**	**414**
负债合计	**4,926**	**5,382**	**5,941**	**6,595**
股本	387	387	387	387
少数股东权益	186	246	323	422
股东权益合计	**3,386**	**4,047**	**4,914**	**6,022**
负债和股东权益合计	**8,311**	**9,428**	**10,855**	**12,617**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	38.21	23.71	20.81	19.98
EBIT 增长率	30.97	39.33	27.49	25.25
净利润增长率	78.29	27.90	29.68	27.94
盈利能力（%）				
毛利率	32.00	33.26	34.24	35.12
净利润率	7.19	7.43	7.98	8.51
总资产收益率 ROA	6.72	7.58	8.54	9.40
净资产收益率 ROE	17.46	18.80	20.18	21.17
偿债能力				
流动比率	1.10	1.16	1.29	1.42
速动比率	0.72	0.79	0.95	1.06
现金比率	0.40	0.46	0.60	0.68
资产负债率（%）	59.27	57.08	54.73	52.27
经营效率				
应收账款周转天数	56.63	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	76.08	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	0.98	1.08	1.15	1.19
每股指标（元）				
每股收益	1.44	1.84	2.39	3.06
每股净资产	8.26	9.81	11.85	14.46
每股经营现金流	1.82	1.71	4.01	4.43
每股股利	0.28	0.35	0.46	0.58
估值分析				
PE	20	15	12	9
PB	3.5	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	11.31	8.40	5.98	4.60
股息收益率（%）	0.98	1.23	1.60	2.04

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	605	774	1,004	1,285
折旧和摊销	271	324	403	382
营运资金变动	-237	-528	31	-69
经营活动现金流	**704**	**662**	**1,554**	**1,717**
资本开支	-490	-452	-435	-514
投资	44	54	0	0
投资活动现金流	**-335**	**-421**	**-237**	**-514**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	201	520	-102	-5
筹资活动现金流	**-247**	**330**	**-325**	**-267**
现金净流量	**122**	**571**	**992**	**936**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

慕思股份财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**6,481**	**7,182**	**7,782**	**8,936**
营业成本	3,566	3,939	4,306	4,989
营业税金及附加	47	52	56	65
销售费用	1,596	1,709	1,813	2,037
管理费用	315	395	389	429
研发费用	155	191	225	266
EBIT	809	935	1,035	1,199
财务费用	-9	-11	-25	-30
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
投资收益	4	0	0	0
营业利润	**818**	**938**	**1,052**	**1,220**
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	**818**	**938**	**1,052**	**1,220**
所得税	131	151	169	196
净利润	686	787	883	1,024
归属于母公司净利润	**686**	**787**	**883**	**1,024**
EBITDA	1,042	1,199	1,357	1,538

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,423	2,628	3,003	3,523
应收账款及票据	59	115	124	142
预付款项	136	138	151	175
存货	299	280	306	355
其他流动资产	97	78	83	92
流动资产合计	**2,014**	**3,239**	**3,667**	**4,287**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,531	1,773	1,841	1,851
无形资产	300	346	341	338
非流动资产合计	**2,484**	**2,683**	**2,725**	**2,809**
资产合计	**4,498**	**5,922**	**6,392**	**7,096**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	569	432	472	547
其他流动负债	1,153	840	853	981
流动负债合计	**1,722**	**1,272**	**1,325**	**1,528**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	210	211	203	194
非流动负债合计	**210**	**211**	**203**	**194**
负债合计	**1,932**	**1,482**	**1,528**	**1,722**
股本	360	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**2,566**	**4,440**	**4,864**	**5,374**
负债和股东权益合计	**4,498**	**5,922**	**6,392**	**7,096**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	45.56	10.82	8.36	14.82
EBIT 增长率	18.53	15.57	10.73	15.89
净利润增长率	27.99	14.68	12.19	15.98
盈利能力（%）				
毛利率	44.98	45.15	44.67	44.17
净利润率	10.59	10.96	11.35	11.46
总资产收益率 ROA	15.26	13.29	13.82	14.43
净资产收益率 ROE	26.75	17.73	18.16	19.06
偿债能力				
流动比率	1.17	2.55	2.77	2.81
速动比率	0.91	2.20	2.41	2.45
现金比率	0.83	2.07	2.27	2.31
资产负债率（%）	42.95	25.03	23.90	24.27
经营效率				
应收账款周转天数	3.30	6.00	6.00	6.00
存货周转天数	30.59	26.00	26.00	26.00
总资产周转率	1.63	1.38	1.26	1.33
每股指标（元）				
每股收益	1.72	1.97	2.21	2.56
每股净资产	6.42	11.10	12.16	13.43
每股经营现金流	2.49	1.62	3.16	3.68
每股股利	0.00	1.15	1.29	1.49
估值分析				
PE	19	17	15	13
PB	5.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	11.58	9.03	7.65	6.41
股息收益率（%）	0.00	3.46	3.88	4.51

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	686	787	883	1,024
折旧和摊销	233	264	322	339
营运资金变动	80	-437	50	97
经营活动现金流	**995**	**649**	**1,265**	**1,471**
资本开支	-767	-473	-364	-422
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**-763**	**-488**	**-364**	**-422**
股权募资	0	1,477	0	0
债务募资	0	-39	-62	-8
筹资活动现金流	**-82**	**1,043**	**-527**	**-529**
现金净流量	**150**	**1,205**	**375**	**520**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

志邦家居财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**5,153**	**5,673**	**6,637**	**7,692**
营业成本	3,285	3,604	4,239	4,939
营业税金及附加	40	44	51	59
销售费用	756	832	973	1,128
管理费用	232	255	299	346
研发费用	282	310	363	420
EBIT	542	663	730	820
财务费用	-7	-10	-12	-17
资产减值损失	-43	-4	-5	-5
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	**552**	**602**	**702**	**792**
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	**550**	**602**	**702**	**792**
所得税	44	48	56	64
净利润	506	553	646	728
归属于母公司净利润	**506**	**553**	**646**	**728**
EBITDA	697	826	922	1,014

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	668	625	1,077	1,634
应收账款及票据	256	200	273	317
预付款项	49	108	106	123
存货	388	391	460	536
其他流动资产	1,427	1,328	1,464	1,621
流动资产合计	**2,787**	**2,651**	**3,381**	**4,232**
长期股权投资	36	123	123	123
固定资产	1,465	1,503	1,529	1,571
无形资产	232	231	230	229
非流动资产合计	**2,511**	**2,974**	**3,005**	**3,063**
资产合计	**5,298**	**5,625**	**6,386**	**7,295**
短期借款	295	295	295	295
应付账款及票据	801	987	1,103	1,285
其他流动负债	1,330	1,242	1,445	1,672
流动负债合计	**2,426**	**2,525**	**2,843**	**3,253**
长期借款	200	105	105	105
其他长期负债	81	122	121	129
非流动负债合计	**281**	**227**	**226**	**234**
负债合计	**2,707**	**2,752**	**3,070**	**3,488**
股本	312	312	312	312
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**2,591**	**2,873**	**3,316**	**3,807**
负债和股东权益合计	**5,298**	**5,625**	**6,386**	**7,295**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	34.17	10.10	16.98	15.90
EBIT 增长率	27.31	22.31	10.16	12.38
净利润增长率	27.84	9.49	16.68	12.72
盈利能力（%）				
毛利率	36.24	36.48	36.13	35.79
净利润率	9.81	9.76	9.73	9.46
总资产收益率 ROA	9.54	9.84	10.11	9.98
净资产收益率 ROE	19.51	19.27	19.48	19.12
偿债能力				
流动比率	1.15	1.05	1.19	1.30
速动比率	0.53	0.58	0.70	0.81
现金比率	0.28	0.25	0.38	0.50
资产负债率（%）	51.10	48.92	48.07	47.81
经营效率				
应收账款周转天数	10.42	12.00	12.00	12.00
存货周转天数	43.07	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.09	1.04	1.11	1.12
每股指标（元）				
每股收益	1.62	1.78	2.07	2.33
每股净资产	8.31	9.21	10.63	12.21
每股经营现金流	1.59	3.80	2.90	3.38
每股股利	0.60	0.65	0.76	0.86
估值分析				
PE	17	15	13	12
PB	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.81	9.90	8.36	7.06
股息收益率（%）	2.23	2.42	2.82	3.18

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	506	553	646	728
折旧和摊销	155	163	192	194
营运资金变动	-229	433	29	90
经营活动现金流	**496**	**1,185**	**905**	**1,053**
资本开支	-515	-216	-223	-252
投资	-45	-360	0	0
投资活动现金流	**-516**	**-888**	**-223**	**-252**
股权募资	0	-88	0	0
债务募资	389	-94	-11	8
筹资活动现金流	**179**	**-341**	**-229**	**-244**
现金净流量	**157**	**-43**	**453**	**557**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

金牌厨柜财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**3,448**	**3,949**	**4,717**	**5,921**
营业成本	2,397	2,812	3,370	4,260
营业税金及附加	21	24	28	35
销售费用	406	454	542	681
管理费用	160	178	212	266
研发费用	177	197	236	296
EBIT	329	376	431	499
财务费用	-5	2	4	1
资产减值损失	-1	-1	-2	-2
投资收益	18	39	46	58
营业利润	**361**	**398**	**454**	**533**
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	**368**	**405**	**461**	**540**
所得税	33	36	42	49
净利润	335	368	420	491
归属于母公司净利润	**338**	**370**	**422**	**494**
EBITDA	446	510	590	668

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	760	536	846	1,301
应收账款及票据	180	188	224	281
预付款项	63	65	78	98
存货	471	523	626	792
其他流动资产	1,002	1,035	1,036	1,054
流动资产合计	**2,476**	**2,346**	**2,810**	**3,526**
长期股权投资	3	32	32	32
固定资产	1,240	1,315	1,383	1,536
无形资产	124	157	155	154
非流动资产合计	**2,040**	**2,363**	**2,437**	**2,528**
资产合计	**4,516**	**4,709**	**5,247**	**6,054**
短期借款	333	333	333	333
应付账款及票据	864	924	1,108	1,401
其他流动负债	819	723	840	1,047
流动负债合计	**2,016**	**1,980**	**2,281**	**2,781**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	81	79	98
非流动负债合计	**80**	**81**	**79**	**98**
负债合计	**2,096**	**2,061**	**2,360**	**2,879**
股本	154	154	154	154
少数股东权益	10	8	6	3
股东权益合计	**2,420**	**2,648**	**2,888**	**3,175**
负债和股东权益合计	**4,516**	**4,709**	**5,247**	**6,054**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	30.61	14.53	19.45	25.54
EBIT 增长率	9.97	14.57	14.46	15.89
净利润增长率	15.49	9.50	13.93	17.11
盈利能力（%）				
毛利率	30.48	28.79	28.55	28.05
净利润率	9.80	9.37	8.94	8.34
总资产收益率 ROA	7.48	7.86	8.03	8.16
净资产收益率 ROE	14.02	14.02	14.63	15.57
偿债能力				
流动比率	1.23	1.18	1.23	1.27
速动比率	0.95	0.88	0.92	0.94
现金比率	0.38	0.27	0.37	0.47
资产负债率（%）	46.41	43.77	44.97	47.55
经营效率				
应收账款周转天数	9.51	13.00	13.00	13.00
存货周转天数	71.74	68.00	68.00	68.00
总资产周转率	0.86	0.86	0.95	1.05
每股指标（元）				
每股收益	2.19	2.40	2.73	3.20
每股净资产	15.63	17.11	18.69	20.56
每股经营现金流	2.61	2.29	4.45	5.48
每股股利	1.06	1.16	1.32	1.55
估值分析				
PE	13	12	10	9
PB	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.06	8.34	6.66	5.23
股息收益率（%）	3.70	4.05	4.62	5.41

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	335	368	420	491
折旧和摊销	117	133	159	169
营运资金变动	-26	-129	141	227
经营活动现金流	**403**	**353**	**687**	**846**
资本开支	-416	-322	-227	-252
投资	-66	-97	0	0
投资活动现金流	**-477**	**-418**	**-171**	**-194**
股权募资	284	-2	0	0
债务募资	-52	-7	-15	19
筹资活动现金流	**372**	**-160**	**-205**	**-196**
现金净流量	**294**	**-224**	**310**	**455**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

江山欧派财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**3,157**	**3,437**	**4,367**	**5,295**
营业成本	2,239	2,515	3,240	3,970
营业税金及附加	20	22	28	34
销售费用	264	309	304	344
管理费用	99	93	116	140
研发费用	121	120	153	185
EBIT	319	685	694	810
财务费用	7	11	10	4
资产减值损失	-13	-14	-18	-23
投资收益	-27	-30	-38	-46
营业利润	**285**	**118**	**425**	**520**
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	**286**	**119**	**426**	**521**
所得税	27	11	41	50
净利润	259	107	385	471
归属于母公司净利润	**257**	**107**	**383**	**468**
EBITDA	414	799	840	975

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	997	1,114	1,552	2,115
应收账款及票据	1,195	1,045	1,267	1,406
预付款项	21	23	30	37
存货	476	521	671	822
其他流动资产	309	302	382	463
流动资产合计	**2,999**	**3,005**	**3,902**	**4,843**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,021	1,288	1,394	1,375
无形资产	263	262	261	260
非流动资产合计	**1,678**	**1,888**	**1,856**	**1,837**
资产合计	**4,677**	**4,893**	**5,759**	**6,679**
短期借款	82	82	82	82
应付账款及票据	1,090	1,224	1,577	1,932
其他流动负债	713	809	969	1,179
流动负债合计	**1,884**	**2,115**	**2,627**	**3,193**
长期借款	81	81	81	81
其他长期负债	806	813	813	813
非流动负债合计	**887**	**894**	**894**	**894**
负债合计	**2,771**	**3,009**	**3,521**	**4,087**
股本	105	137	137	137
少数股东权益	64	65	67	71
股东权益合计	**1,906**	**1,885**	**2,238**	**2,593**
负债和股东权益合计	**4,677**	**4,893**	**5,759**	**6,679**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	4.84	8.86	27.06	21.25
EBIT 增长率	-41.94	114.69	1.36	16.63
净利润增长率	-39.67	-58.48	258.88	22.14
盈利能力（%）				
毛利率	29.10	26.81	25.81	25.02
净利润率	8.14	3.10	8.77	8.83
总资产收益率 ROA	5.49	2.18	6.65	7.00
净资产收益率 ROE	13.95	5.86	17.64	18.54
偿债能力				
流动比率	1.59	1.42	1.49	1.52
速动比率	1.28	1.14	1.19	1.22
现金比率	0.53	0.53	0.59	0.66
资产负债率（%）	59.25	61.48	61.14	61.18
经营效率				
应收账款周转天数	108.79	108.79	85.00	75.00
存货周转天数	77.67	77.67	77.67	77.67
总资产周转率	0.74	0.72	0.82	0.85
每股指标（元）				
每股收益	1.88	0.78	2.80	3.42
每股净资产	13.48	13.32	15.89	18.47
每股经营现金流	-0.13	3.95	5.06	6.53
每股股利	1.96	0.24	0.85	1.04
估值分析				
PE	32	78	22	18
PB	4.5	4.6	3.8	3.3
EV/EBITDA	19.57	10.00	8.93	7.12
股息收益率（%）	3.21	0.39	1.39	1.70

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	259	107	385	471
折旧和摊销	95	114	146	166
营运资金变动	-520	61	-19	57
经营活动现金流	**-18**	**540**	**692**	**892**
资本开支	-379	-244	-113	-145
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	**-384**	**-294**	**-151**	**-190**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	636	10	-48	0
筹资活动现金流	**773**	**-129**	**-103**	**-139**
现金净流量	**370**	**118**	**438**	**563**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1： 房屋竣工面积及同比增速 5
图 2： 商品房销售面积及同比增速 5
图 3： 家居行业营收同比增速对比 6
图 4： 家居行业归母净利润同比增速对比 6
图 5： 2022Q1-3 定制家居企业营收同比增长 2.0% 7
图 6： 2022Q3 定制家居企业营收同比微降 0.5% 7
图 7： 22Q1-3 定制家居企业归母净利润同比下降 5.2% 8
图 8： 22Q3 定制家居行业归母净利润同比增长 1.3% 8
图 9： 22Q1-3 软体家居企业营收同比增长 1.3% 8
图 10： 22Q3 软体家居企业营收同比增长 4.4% 8
图 11： 22Q3 软体行业归母净利润同比增长 33.3% 9
图 12： 软体行业单季度归母净利率 9
图 13： 2022 年以来软体家具核心原材料 TDI&MDI 价格有一定程度下行（单位：元/吨） 10
图 14： 家具行业零售额与房屋竣工面积有有较高相关性 12
图 15： 全国建材家居卖场单月销售额及当月同比 13
图 16： 全国家具单月零售额及当月同比 13
图 17： 喜临门主品牌保持较快开店 14
图 18： 欧派家居各品类经销商数量（单位：家） 16
图 19： 欧派家居各品类门店数量（单位：家） 16
图 20： 索菲亚推出千城万店城市合伙人模式 17
图 21： 欧派优材平台为家装公司提供全品类主辅材选择 19
图 22： 欧派家居 29800 套餐详情 21
图 23： 欧派集成厨房为消费者提供一站式解决方案 21
图 24： 欧派家居组织架构 22

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 1
表 1： 2022 年以来因城施策多政策类型及举例 4
表 2： 定制企业单季度营收同比增速 7
表 3： 各软体企业单季度营收同比增速 9
表 4： 各软体企业单季度净利率 10
表 5： 各软体企业单季度归属净利润同比增速 11
表 6： 部分城市存量房成交量占比 12
表 7： 喜临门主要品牌定位、价格及发展策略 15
表 8： 欧派零售大家居合作形式 18
表 9： 欧派家居各品类单价同比增速测算 20
表 10： 家居行业重点关注个股 23
表 11： 欧派家居盈利预测与财务指标 24
表 12： 顾家家居营收拆分 26
表 13： 顾家家居盈利预测与财务指标 27
表 14： 箭牌家居营收拆分 28
表 15： 箭牌家居盈利预测与财务指标 28
表 16： 喜临门营收拆分 30
表 17： 喜临门盈利预测与财务指标 30
表 18： 慕思股份营收拆分 32
表 19： 慕思股份盈利预测与财务指标 32
表 20： 志邦家居营收拆分 34
表 21： 志邦家居盈利预测与财务指标 34
表 22： 金牌厨柜营收拆分 36

表 23： 金牌厨柜盈利预测与财务指标 36
表 24： 江山欧派营收拆分 38
表 25： 江山欧派盈利预测与财务指标 38

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026