



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理：谭雅轩

执业证号：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

➤ **事件：**3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称《行动方案》），提出实施消费品以旧换新行动，其中对家装消费品换新方面，提出通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。

➤ **地产政策利好频出，二手房交易回暖。**自23年7月中央政治局会议提出我国房地产市场供求关系发生重大变化后，二三线城市楼市纷纷松绑。23年12月住建部会议强调要因城施策、精准施策、一城一策，鼓励各城市因地制宜调整房地产政策，一线城市广州放开超120平方米住房限购，上海取消外环以外区域单身限购，北京通州区取消“双限购”政策，深圳亦松绑限购。据wind数据，2月24日-3月1日/3月2日-3月8日两周，15城二手房成交面积130/142万平，环比增长16.95%/8.87%。

➤ **消费力回暖，积压装修需求有望释放。**2月份全国CPI环比上涨1.0%，涨幅环比扩大0.7pct；同比由1月下降0.8%转为上涨0.7%，回升较多。核心CPI同比上涨1.2%，涨幅比上月扩大0.8pct，为2022年2月以来最高涨幅，居民消费力及消费意愿显著回暖。2023年房地产竣工同增17%，而规模以上家具制造业企业营收同比下滑4.4%，我们判断主要系消费信心不足导致部分竣工交付房屋并未装修，今年居民消费力回暖预期下，我们认为家居消费将迎来复苏。

➤ **头部家居企业增速依然高于行业。**2023Q1-Q3规上家具制造业企业营业收入/营业利润同比下滑7.8%/8.2%，对比家居头部企业欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/顾家家居/慕思股份/喜临门营业收入同比变动+1.8%/+3.4%/+11.7%/+2.3%/+2.7%/-8.4%/+5.7%，归母净利润同增16.0%/18.5%/10.9%/1.0%/7.0%/21.4%/0.3%，头部企业凭借多品类连带，如厨衣柜连带、定制软体连带、床垫沙发连带等方式提升客单值，并通过多手段拓展家装渠道、社区渠道及新媒体引流等方式多渠道获客获取超额收益。

➤ **家居存量市场广阔，各企业纷纷发力存量房市场布局。**据统计局数据，2023年我国新建商品住宅销售面积9.48亿平方米，二手房交易网签面积7.09亿平方米，二手房交易占比达42.78%。2020年我国城镇住房面积合计294.56亿平，存量房市场较大，老旧小区存量房装修改造需求较多。顺应《行动方案》指引，各家居企业纷纷布局存量房市场，通过开设社区店、推出针对旧改市场的产品等方式挖掘存量需求。如欧派家居针对装修需求通过整装大家居、零售大家居布局家装市场，前端引流，针对旧改需求推出“48小时旧厨焕新套餐”和“10天全厨空间改造”服务；索菲亚通过在新老小区开设社区店进行品牌背书、设立社区

推荐

维持评级

相关研究

- 造纸行业点评：2024 纸浆有望延续弱势，关注生活&特种纸成本改善机会-2024/02/20
- “碳中和”事件点评：《碳排放权交易管理暂行条例》公布，碳市场政策再下一城-2024/02/05
- MRO 系列报告震坤行篇：数字化服务革新下的 MRO 龙头-2024/01/30
- “碳中和”事件点评：CCER 交易重启，“美丽中国”建设稳步推进-2024/01/23
- 跨境电商深度报告：从幕后到台前，跨境电商趋势洞察-2024/01/10

拎包服务中心、打造样板间等方式获取旧改流量；志邦家居通过整装、拎包渠道挖掘存量市场；顾家家居提供床垫上门取旧服务促进床垫换新；喜临门通过开设社区店、进行床垫上门取旧等方式挖掘存量换新市场；慕思股份通过发力家装和社区渠道获取存量流量。存量房市场相较于新房市场具有流量更为分散的特点，头部企业凭借多年积累的品牌力、渠道力和更为优质的经销商进行存量布局，有望获取更多市场份额，实现份额集中。

➤ **现金流靓丽&资本开支放缓，头部企业后续分红比例有望提升：**截至 23Q3 欧派家居/顾家家居/慕思股份/索菲亚/金牌厨柜/喜临门/志邦家居账面现金及交易性金融资产共 119/53/38/30/18/17/10 亿元，且资产负债率大多在 50% 左右（慕思为 37%）。展望未来，在行业产能较充足情况下各企业资本开支预计放缓，分红率有望提升，如江山欧派 23 年计划现金分红比例为 80%。

➤ **投资建议：**地产政策利好频出，二手房交易逐步回暖，居民消费力回暖有望带动积压装修需求释放，各头部企业顺应政策挖掘存量市场，推荐行业龙头企业欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、江山欧派、顾家家居、慕思股份、喜临门，建议关注索菲亚。

➤ **风险提示：**房地产销售不及预期，渠道拓展不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603833.SH	欧派家居	71.10	4.41	5.08	5.73	16	14	12	推荐
603801.SH	志邦家居	16.86	1.23	1.36	1.58	14	12	11	推荐
603180.SH	金牌厨柜	22.99	1.80	1.91	2.22	13	12	10	推荐
603208.SH	江山欧派	28.76	-1.68	2.26	2.72	-	13	11	推荐
603816.SH	顾家家居	38.44	2.20	2.45	2.88	17	16	13	推荐
001323.SZ	慕思股份	32.07	1.77	2.03	2.26	18	16	14	推荐
603008.SH	喜临门	17.63	0.63	1.22	1.70	28	14	10	推荐
002572.SZ	索菲亚	16.66	1.17	1.40	1.62	16	12	11	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2024 年 3 月 14 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期）

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。	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