

需求结构寻景气，模式转型升级可期待

增持（维持）

投资要点

- 需求：新房承压，存量房支撑，以旧换新政策提振信。**展望 2025 年，尽管新房需求仍然承压，但随着政治局会议提出的“止跌回稳”目标后，地产政策的持续发力以及地产销售等指标的止跌企稳态势，有望带来市场对家居建材需求企稳改善的积极预期；同时看到需求端积极的变化，包括：1) 需求有望进入存量房市场，内生的市场需求叠加政策支持的驱动，存量房翻新、厨卫局部改造等改善性需求有望加速释放，带来对家居建材品类需求的有力支撑。2) 以旧换新政策对家居建材消费需求释放明显，政策效果持续显现，预计 2025 年补贴政策有望延续，政策加强和优化的空间值得期待。
- 格局：修复和调整仍在继续，集中度提升仍可期待。**从家居建材各细分品类的表现来看，小企业加速出清、龙头企业集中度提升的趋势仍在继续。尽管龙头企业集中度提升逻辑继续演绎，在总量下行阶段，体现在了经营报表端的盈利稳定性、现金流质量等方面，新的成长能力更多体现在需求企稳后通过渠道深化、品类扩张、供应链能力强化等主动获取更多市场份额的阶段。目前来看，家居建材多个细分品类龙头仍具备较高的市场份额提升的潜力空间。
- 发展：加快突破区域和品类边界，寻求模式升级。**面对需求总量的压力和消费趋势的变化，品类多元化、集成一体化、国际化成为家居建材企业寻求发展和成长的路径。国内家居建材行业龙头企业多元化的扩张和品类的相互渗透有明显加快，多个已经在自身所在细分行业具备龙头地位和竞争优势的企业，积极进行多元化的品类布局；同时“品牌化、多品类、一站式”的大家居模式升级和突破，成为家居建材企业提升份额和竞争力的路径之一。家居建材多个龙头企业，依托产品、渠道、供应链等方面的竞争优势在积极探索集成一站式销售和服务的发展路径。
- 投资建议：**地产政策的持续发力以及地产销售等指标的止跌企稳态势，有望带来市场对家居建材需求企稳改善的积极预期，存量房需求和以旧换新政策对需求亦有明显支撑，关注板块在 24 年低基数效应下的边际改善机会，特别是在渠道下沉、品类扩张和商业模式升级等方面积极调整的龙头企业，有望率先迎来收入和盈利的拐点。消费建材板块关注渠道定价权强，且零售渠道具有明显竞争优势的龙头企业，重点推荐北新建材、兔宝宝、伟星新材、箭牌家居、公牛集团等，同时关注行业出清力度强、修复预期强的工程建材板块，推荐东方雨虹、坚朗五金等；家居板块，龙头企业积极参与以旧换新政策有望提高份额，同时在整装趋势下积极进行变革、投入和布局，商业模式的迭代升级有望打开新的成长空间，重点推荐欧派家居、顾家家居、索菲亚、慕思股份等。
- 风险提示：**市场需求变化的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险等。

2025 年 02 月 17 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《消费建材 2023 年度策略：景气低位反转，静待疫后暖春》

2022-12-21

内容目录

1. 需求：新房承压，存量房支撑，以旧换新政策提振信心	4
1.1. 地产新房市场需求承压，政策支持下“止跌企稳”目标可期.....	4
1.2 存量房市场到来，有力支撑家居建材需求.....	5
1.3 家居建材以旧换新政策提振需求，2025年政策有望延续.....	7
2. 格局：修复和调整仍在继续，集中度提升仍可期待	10
2.1. 24年前三季度经营表现：收入和盈利继续承压，修复调整仍在继续.....	10
2.2. 龙头企业集中度提升逻辑持续演绎.....	11
3. 发展：加快突破区域和品类边界，寻求模式升级	14
3.1. 品类扩张：品类边界逐渐打破，多元化布局扩增量.....	14
3.2. 模式升级：集成一体化服务成为趋势.....	14
3.3. 出海开拓：消费建材企业加速出海寻找增量.....	15
4. 投资建议	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2012 年以来商品房销售面积及同比增速.....	4
图 2: 2012 年以来商品房销售额及同比增速.....	4
图 3: 2012 年以来商品房新开工面积及同比增速.....	4
图 4: 2012 年以来商品住宅新开工面积及同比增速.....	4
图 5: 2023 年以来月度商品房销售面积及同比增速.....	5
图 6: 2023 年以来月度商品房销售额及同比增速.....	5
图 7: 2017 年以来新房和二手房销售面积占比.....	6
图 8: 2017 年以来新房和二手房销售额占比.....	6
图 9: 重点 16 城和全国新建住宅单月销售增速.....	6
图 10: 重点 16 城和全国新建住宅累计销售增速.....	6
图 11: 奥维云网统计全国装修市场新房、二手房、存量房各自套数及结构占比（左轴）.....	6
图 12: 限额以上企业家具类零售总额当月同比.....	9
图 13: 限额以上企业建筑及装潢材料类零售总额当月同比.....	9
图 14: 消费建材主要公司 2024 年三季报收入和归母净利润增速表现.....	11
图 15: 消费建材主要公司 2024 年三季报毛利率、净利率表现.....	11
表 1: 部分省份地区家居建材以旧换新政策细则情况.....	7
表 2: 部分家居建材公司参与以旧换新政策情况汇总.....	12
表 3: 消费建材龙头公司品类扩张的情况.....	14

1. 需求：新房承压，存量房支撑，以旧换新政策提振信心

1.1. 地产新房市场需求承压，政策支持下“止跌企稳”目标可期

2024年房地产新房市场景气仍处于低迷状态。2024年1-11月，全国商品房销售面积86118万平方米，同比下滑14.3%，全国商品房销售额为85125亿元同比下滑19.2%，从销售表现来看，市场规模较2021年同期降幅已超45%；2024年1-11月全国商品房新开工面积同比降幅为23.0%，较2021年同期下滑63.2%。2022年以来商品房销售面积和新开工面积持续回落，传导至竣工端压力逐渐显现，地产后周期的家居建材等品类需求压力明显增加。2024年二季度开始家居建材需求下行压力显现，结合部分行业数据亦有验证，家具类和建筑装潢材料类社零数据从2024年二季度开始有负增长压力增加。

根据拟合数据测算，预计2025年新房市场的家居建材需求仍有较大下滑压力。

图1：2012年以来商品房销售面积及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：2012年以来商品房销售额及同比增速

图2：2012年以来商品房销售额及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：2012年以来商品房新开工面积及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

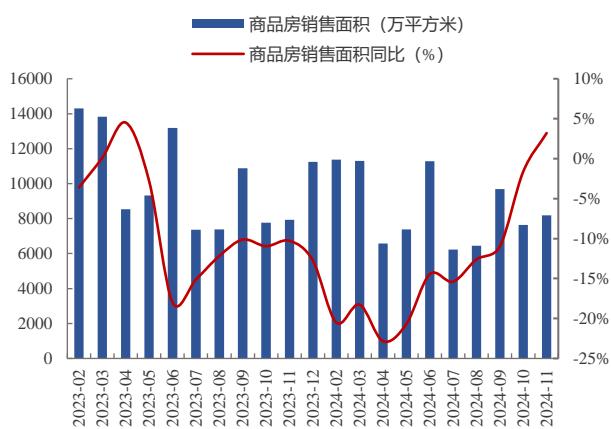
图4：2012年以来商品住宅新开工面积及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

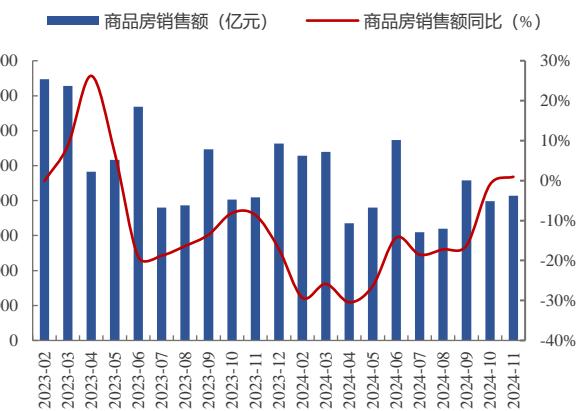
房地产政策不断出台，11月单月销售面积转正，止跌回稳目标可期。2024年房地产利好政策不断，特别是9月政治局会议首次提出促进房地产市场止跌回稳的目标后，各部委和各个地方政府新一轮房地产政策积极跟进，上海、深圳、广州等城市进一步放松购房资质、优化购房税费等，政策效果在短期高频数据已有所体现，10月单月销售数据同比跌幅大幅好转已接近转正，11月单月商品房销售面积和销售额转正，同比分别增长3.2%/1.0%。我们认为9月政治局会议首次提出的“止跌回稳”是行业重要的政策拐点，后续地产政策的持续发力以及地产销售等指标的止跌企稳态势，有望带来市场对家居建材需求企稳改善的积极预期。

图5：2023年以来月度商品房销售面积及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023年以来月度商品房销售额及同比增速



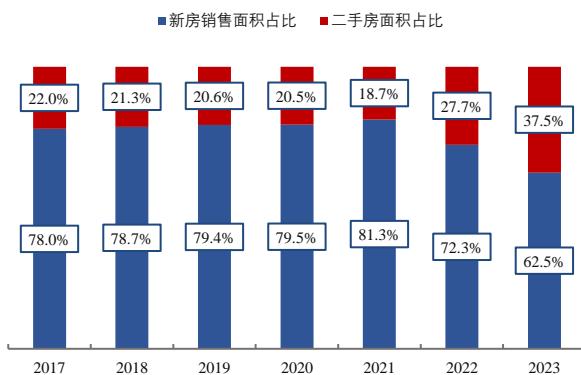
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 存量房市场到来，有力支撑家居建材需求

在新房销售负增长的情况下，二手房销售率先修复增长。在地产放松政策的不断推出下，二手房市场修复明显。根据中指研究院数据，1-10月重点30城二手房成交套数同比微增1.1%，11月重点20城二手住宅成交套数环比增长11.7%、同比增长26.3%；2024年3月以来，重点16城累计二手住房成交面积同比跌幅逐渐收窄，8月已经同比回正，截至10月，重点16城二手住房成交面积同比增长2.9%，明显优于全国新建住房同比下滑17.7%的销售表现。

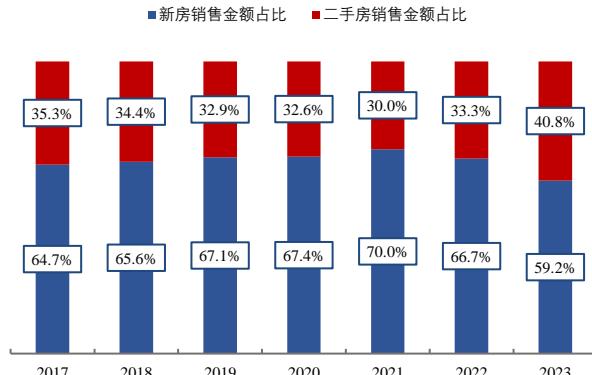
房屋交易结构变化明显，逐渐步入存量房时代。近年来房屋交易结构有明显变化，2023年我国二手住房销售面积和销售额分别同比增长44.0%和30.0%，较2017年以来二手房成交面积中枢值大幅提升并跑赢新房；从成交占比上来看，二手房销售面积和销售额占全国住房市场的比重分别为37.5%和40.8%。在装修市场结构上亦有同样变化，根据奥维云网统计数据，2023年我国二手房+存量房装修套数占比达到了56.8%；贝壳研究院调研数据显示，2023年有装修需求的消费者中，二手房装修占比高达58%左右，且城市能级越高比例越显著，在一线城市二手房装修占比已超过75%。存量房市场下，内生的市场需求叠加政策支持的驱动，存量房翻新、厨卫局部改造等改善性需求有望加速释放，带来对家居建材品类需求的有力支撑。

图7：2017年以来新房和二手房销售面积占比



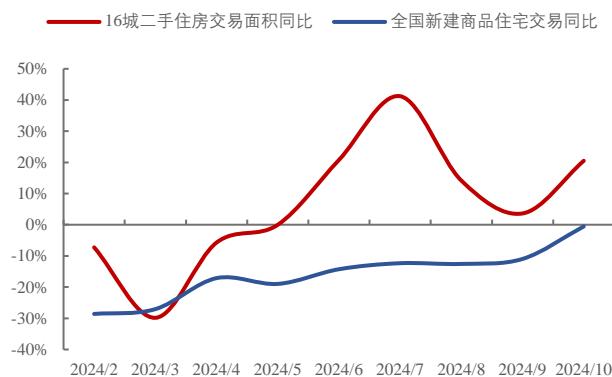
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图8：2017年以来新房和二手房销售额占比



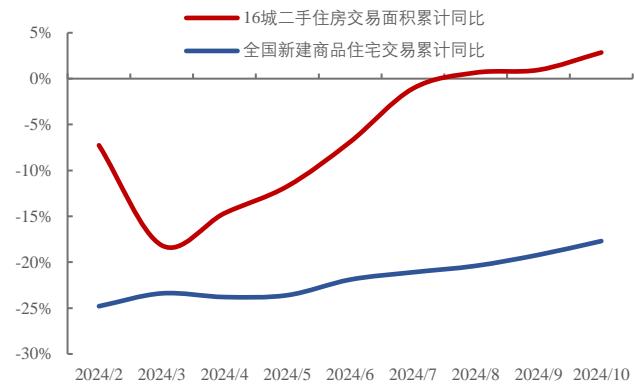
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图9：重点16城和全国新建住宅单月销售增速



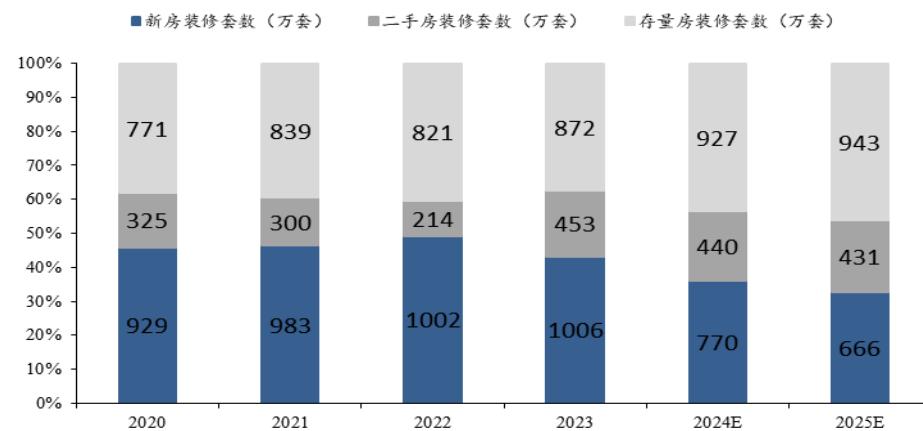
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图10：重点16城和全国新建住宅累计销售增速



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图11：奥维云网统计全国装修市场新房、二手房、存量房各自套数及结构占比（左轴）



数据来源：奥维云网、东吴证券研究所

旧改政策不断推出，住房改造需求潜力有望释放。2023年以来，中央层面多次提到“城中村改造”，主要聚焦在超大特大城中村改造，2024年以来政策重视程度持续上升；2024年10月底住建部曾提出将新增100万套城中村改造货币安置，2024年11月，住建部、财政部联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施。其中明确指出，城中村改造政策支持范围从最初的35个大中城市，进一步扩大到了近300个地级及以上城市；2024年12月的中央经济工作会议提出“加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力”。我们预计随着政策支持的范围扩大、资金来源明确，城中村和危旧房改造推进意愿和力度有望提高，同时也将对公装与装修市场增量释放有积极作用，有望拉动家居建材产品消费需求。

1.3 家居建材以旧换新政策提振需求，2025年政策有望延续

2024年3月，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提到通过政府支持、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。7月国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，支持家电产品以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。相较以往，本轮政策明确了家居建材以旧换新的资金来源，同时强调了旧房装修和局部改造以及智能家居的细分方向。

在中央政策出台后，9-10月各个地方政府相继出台发布家居家装建材以旧换新政策细则，并陆续有补充和优化细则出台。汇总梳理各地方政策情况来：

- ✓ **补贴范围：**品类涵盖旧房装修、局部改造、智能家居、适老化改造等多个品类，且品类范围随着政策优化有所扩大。部分省市出台了针对装修合同的国补政策。
- ✓ **补贴力度：**以消费立减补贴或消费券形式，按比例补贴为主，补贴比例多数在15-20%区间，且单个品类有上限限制，多为2000元，多数地区对单人申领补贴上限有要求。
- ✓ **政策优化：**随着政策细则出台和落地执行，多个省份相继出台优化细则，包括增加补贴品类覆盖范围、提高补贴上限、降低企业申请门槛、优化线上补贴渠道等。

表1：部分省份地区家居建材以旧换新政策细则情况

日期	省市地区	具体内容
2024/4/2	浙江省	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等方式，支持居民开展旧房装修。实施“厨卫换新”惠民工程。鼓励家居行业、重点企业开展以旧换新、旧房装修等促销活动，各乡镇（街道）、村（社区）、小区在场地使用上给予支持。持续推进困难老年人居家适老化改造，实现愿改尽改。推动家装样板间进商场、进社区、进

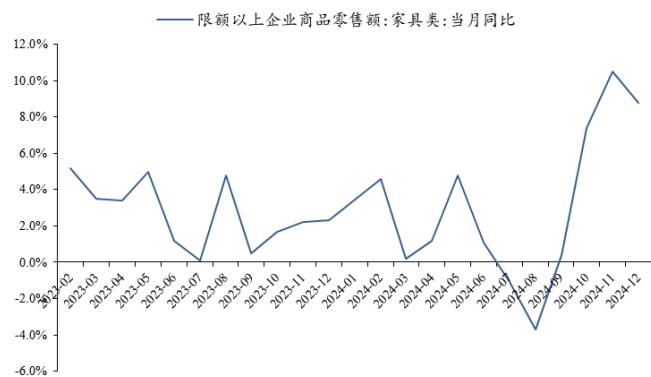
		平台，鼓励企业充分利用虚拟现实技术、直播等方式，开展线上样板间展示、宣传等营销活动。
2024/4/19	湖北省	<p>着力推进家电“换智”。研究出台绿色智能家电以旧换新方案，支持家电生产、销售企业开展以旧换新促销活动，完善“线上+线下、产品+服务、零售+体验”等模式，力争2024年全省家电以旧换新100万台。（牵头单位：省商务厅，责任单位：各市州人民政府）</p> <p>着力推进家装厨卫“焕新”。结合推进城市更新，鼓励有条件的地方支持居民旧房装修、厨卫局部改造。支持家居企业发展线上样板间等新模式，联合家居博览会、房交会等，开展家居焕新季系列活动。完善家具免费上门收旧服务，培育智能家居等新型消费。依托安居链平台支持适老化、适儿化改造，每年完成居家适老化改造2万户以上。（牵头单位：省商务厅，责任单位：省经信厅、省民政厅、省住建厅，各市州人民政府）</p>
2024/4/13	广东省	突出扩大存量房装修改造，推动家装厨卫消费品换新，培育智能家居消费新增长点，持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫局部改造和家居适老化改造，对购买绿色智能家具、绿色建材给予补贴，生产适销对路的绿色智能家居产品。
2024/8/27	四川省	发放家居家装焕新消费券。2024年8月26日至2024年12月31日，对床、床垫、沙发、茶桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等12类旧房装修、厨卫等局部改造产品，扫地机器人、智能马桶（盖）、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响（箱）、智能门锁、智能沙发、智能床等9类智能家居产品，护理床、紧急呼叫器、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅（助行器）、助听器等6类适老化改造产品，按不超过30%的优惠比例，面向消费者分批分类分档发放消费券，更好满足居民消费升级需求，不断提高居民生活的品质。
2024/8/28	北京市	研究农村地区老旧“煤改电”设备更新支持政策。鼓励市场主体开展促消费活动，加大支持力度，促进智能家居消费。积极支持居家适老化改造所用物品和材料购置，推进城乡特困、低保低收入老年人居家适老化改造补贴工作，增强老年人居家生活设施安全性、便利性和舒适性，提升居家养老服务品质。结合需求，研究旧房装修、厨卫等局部改造支持政策和摩托车电动化支持政策。
2024/8/28	云南省	实施家电家居以旧换新补贴，补贴时间为2024年8月28日至2024年12月31日。补贴产品类别共计15类家电家居产品，其中家电8类，其他7类。对个人消费者购买2级以上能效或水效标准的产品（不含扫地机器人类、智能门锁类、手机类）给予产品最终销售价格15%的补贴，其中，对购买1级以上能效或水效标准的产品额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。对购买扫地机器人类、智能门锁类产品给予最终销售价格15%的补贴，手机类产品给予最终销售价格10%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元（其中手机类不超过600元）。销售价格以在云南省开具的发票含税价为准。
2024/5/6	江苏省	在家装家居改造领域，提出支持绿色建材产品消费，对购买绿色建材产品的个人消费者发放消费券，补贴标准为成交价格的15%左右，每人限领取3000元额度，消费者免审即享。在居家适老化改造领域，提出支持对全省有需求的社会老年人家庭、困难老年人家庭提供适老化改造服务，社会老年人和困难老年人居家适老化改造均实行依申请补贴。
2024/9/2	上海市	支持家电、家装、家居和适老化等产品换新。对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、橱柜、浴缸、坐便器、扫地机器人、吸尘器、空气净化器等家电、家装、家居和适老化产品，具体产品目录由市商务委会同相关部门明确。相关产品按照销售价格的15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴1次，每次补贴不超过2000元。
2024/9/10	河南省	支持家居家装产品消费。消费者购买智能家居产品，实施旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造的，对所用物品和材料购置费用给予补贴，具体实施细则由省商务厅牵头制定。推广应用绿色建材和装配式装修技术，鼓励各地开展旧房装配式装修样板征集，推广旧房厨卫装配化集成换新。鼓励各地结合商品住房“卖旧买

		新、以旧换新”等，制定补贴标准，明确补贴兑现流程，采取合理方式对家居家装产品消费进行补贴。
2024/9/10	天津市	支持家装等产品改造换新。结合旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造、促进智能家居消费等需求，按照厨卫家电焕新、智能家居消费和适老化产品购置三个方向制定补贴产品目录，原则上按照产品销售价格 15% 的比例给予个人消费者补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。结合提升居民供热质量和服务水平等需要，制定居民室内老旧供暖设施及外窗更新工作方案，明确补贴范围、补贴标准、操作流程和工作要求等并组织实施。
2024/4/26	重庆市	推动老旧建筑设备节能改造。以医院、商场、酒店和学校等能耗水平高的公共建筑为重点，对热泵机组、散热器、冷水机组、外窗（幕墙）、外墙（屋顶）保温、照明等设施设备开展节能及绿色化改造，推广应用太阳能光伏等可再生能源建筑系统，打造一批绿色低碳示范项目。鼓励有条件的公共机构更新改造高耗低效老旧中央空调等重点用能设备。到 2027 年，全市完成建筑设备节能改造 300 万平方米。
2024/4/22	河北省	推动家装消费品换新。鼓励企业采取让利、补贴等方式，支持居民开展旧房装修、局部升级改造等。加快培育居家适老化改造市场，引导有需要的老年人家庭开展居家适老化改造。引导企业提高家装消费供给质量和水平，提供更多高品质、定制化家装产品，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。

数据来源：各省和地方政府网站、东吴证券研究所

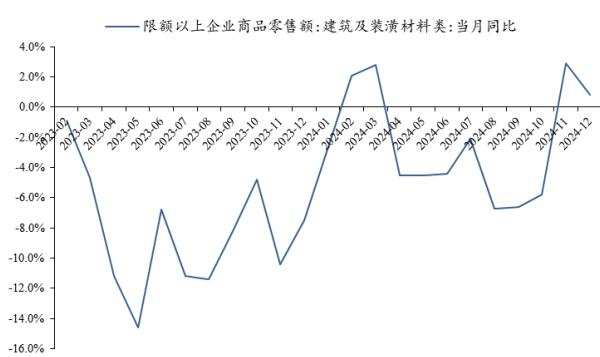
家居建材零售数据改善，补贴政策效果显现。家居建材以旧换新政策，通过政府补贴和企业补贴等方式，鼓励并促进了旧房改造、居家家装换新等，同时也推动家居建材产品向绿色、智能、品质化的升级换代。从 9 月份政策实施到目前，家居建材消费需求释放明显，政策效果持续显现。11 月限额以上企业家具类零售总额同比增长 10.5%，增速有所加快；2024 年前 11 个月，建筑及装潢材料类零售总额同比下降 2.3%，但 11 月零售额同比增长 2.9%，自 2024 年 4 月份以来增速首次由负转正。

图12：限额以上企业家具类零售总额当月同比



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图13：限额以上企业建筑及装潢材料类零售总额当月同比



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2025 年以旧换新政策有望延续，助力家居建材消费需求持续释放。本轮“以旧换新”政策截止日是 2024 年的 12 月 31 日，部分省会在 12 月的最后窗口期内扩大了补贴范围品类，湖北省已发布通知启动 2025 年度以旧换新活动的商家报名工作。此前在 11 月 19 日举行的国家发改委例行发布会上，新闻发言人李超表示：“将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措，待履行相关程序后适时公开发布。”12 月的中央经济工作会议提出了“大力提振消费、提高投资效益、全方位扩大国内需求”，家装家居和建材消费作为拉动内需消费重要环节，同时补贴政策对消费拉动正反馈效应明显，预计 2025 年补贴政策有望延续，在政策执行、补贴范围、补贴力度等方面政策加强和优化的空间值得期待。

2. 格局：修复和调整仍在继续，集中度提升仍可期待

2.1. 24 年前三季度经营表现：收入和盈利继续承压，修复调整仍在继续

从家居建材板块前三季度经营和财务报表表现来看，多数公司收入和盈利承压明显，资产负债表仍处于修复阶级。受到需求总量降幅变陡峭，特别是新房市场竣工需求下滑加大影响，二季度开始板块收入压力开始明显加大，行业内竞争有所加剧，同时叠加龙头企业稳份额策略的原因导致价格竞争有所恶化，因此多数公司毛利率同比有所下降，加之收入规模下滑致费用摊薄减少，应收规模有所收缩但长账龄应收的组合计提影响当期业绩，盈利能力继续承压。另外，市场较为关注的地产信用风险带来的家居建材供应链企业应收账款的坏账处理问题，经历过 2022-23 年的大额信用减值计提后，2024 年消费建材企业的大额信用减值计提已基本进入尾声，部分公司存在有工抵房处理和长账龄应收款计提的情况。多数消费建材企业主动调整业务结构，采取修复现金流和资产负债表的策略，多个公司应收账款周转加快、经营性现金流改善。

展望 2025 年来看，尽管地产政策相继出台，但预计短期内更多是预期修复，实际竣工端压力仍然较大，收入端仍将承压；利润端来看，价格竞争仍会持续但预计相较 24 年有望缓解，同时降本增效、控费力度预计将会加大，利润率有望迎来企稳，关注板块在 24 年低基数效应下的边际改善机会，特别是在渠道下沉、品类扩张和商业模式升级等方面积极调整的龙头企业，有望率先迎来收入和盈利的拐点。

图14：消费建材主要公司 2024 年三季报收入和归母净利润增速表现

子行业	营业收入		营业收入		归母净利润		归母净利润	
	单季增速	累计增速	单季增速	累计增速	单季增速	累计增速	单季增速	累计增速
	2024Q3	2024Q2	2024Q1-3	2024Q1-2	2024Q3	2024Q2	2024Q1-3	2024Q1-2
瓷砖卫浴	松霖科技	-6.8%	-3.0%	-0.1%	3.8%	-45.8%	43.2%	5.5%
	惠达卫浴	-10.1%	-10.0%	-6.0%	-3.5%	138.5%	-45.6%	448.2%
	建霖家居	10.4%	20.1%	22.2%	29.8%	4.9%	19.8%	36.7%
	瑞尔特	-0.9%	7.1%	10.6%	17.4%	-43.4%	-55.9%	-28.2%
	海鸥住工	-6.9%	-5.4%	-0.1%	3.8%	-144.2%	-86.5%	-154.7%
	奥普科技	-16.3%	-6.7%	-6.0%	0.0%	-16.1%	-12.7%	-14.0%
	东鹏控股	-24.4%	-16.2%	-18.3%	-14.7%	-59.9%	-42.0%	-50.9%
	蒙娜丽莎	-24.3%	-16.2%	-21.4%	-19.8%	-65.7%	-53.7%	-57.9%
	帝欧家居	-32.1%	-29.2%	-25.4%	-21.7%	-1751.9%	-152.8%	-115.9%
	东方雨虹	-23.8%	-13.8%	-14.4%	-9.7%	-67.2%	-37.2%	-45.7%
装修建材	科顺股份	-12.6%	-19.6%	-17.7%	-20.0%	51.2%	1527.2%	53.9%
	凯伦股份	-23.5%	-13.5%	-12.9%	-6.6%	-300.8%	-100.5%	-142.8%
	三棵树	-7.9%	0.3%	-2.8%	0.4%	-17.9%	-42.7%	-26.0%
	亚士创能	-24.4%	-24.8%	-27.8%	-29.9%	-98.7%	13.5%	-123.0%
	保立佳	-4.5%	-0.1%	-5.6%	-6.2%	-1395.9%	-80.2%	-1395.2%
	木门	江山欧派	-26.1%	-11.3%	-16.6%	-10.0%	-60.8%	-8.7%
	其他装修建材	9.6%	16.4%	15.4%	18.6%	-10.7%	8.3%	7.0%
	石膏板	北新建材	19.8%	14.6%	19.4%	19.3%	8.2%	6.7%
	涂料草坪	共创草坪	16.0%	15.4%	17.9%	18.8%	-12.3%	22.1%
	塑料管道	伟星新材	-5.2%	0.4%	0.7%	4.7%	-25.3%	-41.9%
五金	公元股份	-13.9%	-6.8%	-13.6%	-13.5%	-79.2%	17.9%	-46.9%
	雄塑科技	-15.5%	-21.0%	-21.9%	-24.9%	-660.9%	-369.0%	-294.6%
	坚朗五金	-22.5%	-7.9%	-11.3%	-4.3%	-78.7%	-26.4%	-77.2%
	兔宝宝	3.6%	12.7%	12.8%	19.8%	41.5%	-27.3%	5.5%
	大亚圣象	-21.8%	-12.4%	-15.4%	-11.1%	-50.4%	-31.8%	-45.0%
	装饰板材	海象新材	2.1%	-21.3%	-18.2%	-25.6%	90.5%	-105.0%
	爱丽家居	-10.0%	3.2%	18.3%	40.9%	-34.3%	161.4%	196.8%
	东方雨虹	-23.8%	-13.8%	-14.4%	-9.7%	-67.2%	-37.2%	-45.7%
	蒙娜丽莎	-24.3%	-16.2%	-21.4%	-19.8%	-65.7%	-53.7%	-57.9%
	帝欧家居	-32.1%	-29.2%	-25.4%	-21.7%	-1751.9%	-152.8%	-115.9%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图15：消费建材主要公司 2024 年三季报毛利率、净利率表现

子行业	单季毛利率		单季销售净利率		
	2024Q3	yoY	2024Q2	yoY	
瓷砖卫浴	松霖科技	35.5%	-0.9pct	35.2%	0.2pct
	惠达卫浴	27.7%	-1.1pct	26.1%	1.9pct
	建霖家居	26.1%	-1.2pct	25.8%	1.2pct
	瑞尔特	27.3%	-2.2pct	28.0%	-1.7pct
	海鸥住工	13.6%	-4.9pct	17.3%	-0.8pct
	奥普科技	43.7%	-1.6pct	44.9%	-1.8pct
	东鹏控股	32.5%	-0.4pct	32.6%	-2.8pct
	蒙娜丽莎	29.0%	-3.5pct	27.0%	-3.0pct
	帝欧家居	19.6%	-5.5pct	22.0%	-1.3pct
	东方雨虹	28.9%	-0.5pct	28.8%	-0.3pct
装修建材	科顺股份	22.2%	0.8pct	23.2%	2.4pct
	凯伦股份	25.4%	1.3pct	23.4%	-1.6pct
	三棵树	28.7%	-3.1pct	28.8%	-3.1pct
	共创草坪	23.2%	-6.7pct	24.4%	-9.0pct
	亚士创能	7.8%	-6.8pct	10.9%	-4.4pct
	保立佳	23.8%	-2.9pct	24.9%	0.0pct
	其他装修建材	41.2%	-1.8pct	41.1%	0.9pct
	石膏板	30.1%	-1.9pct	32.7%	0.2pct
	涂料草坪	28.6%	-4.3pct	31.3%	0.8pct
	伟星新材	43.1%	-4.9pct	42.6%	-1.2pct
五金	公元股份	19.4%	-3.2pct	20.3%	-3.6pct
	雄塑科技	11.8%	-2.0pct	8.2%	-8.2pct
	坚朗五金	31.4%	-0.8pct	31.9%	0.0pct
	兔宝宝	17.1%	0.2pct	17.2%	-1.9pct
	大亚圣象	26.0%	-0.6pct	26.5%	-1.4pct
装饰板材	海象新材	31.1%	6.1pct	28.3%	-4.8pct
	爱丽家居	21.7%	-1.1pct	24.0%	10.3pct

数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.2. 龙头企业集中度提升逻辑持续演绎

从家居建材各细分品类的表现来看，小企业加速出清、龙头企业集中度提升的趋势仍在继续。分阶段来看，

- ✓ 2018-2021 年主动提升份额阶段，此阶段集中度提升的驱动力来自于：1) 地产销售总量上行趋势中，头部房企集中度提升，同时叠加地产集采比例提升、精装修渗透率提升带来了供应门槛的提升，龙头企业借助规模、产能和资金优势，快速提升份额，特别是以工程集采为主的品类，包括定制家居、防水材料、瓷

砖等品类。

- ✓ 2022-2024 年被动提升阶段：2022 年地产销售阶段性高点后，行业总量下滑趋势下，伴随着地产信用风险暴露，家居建材作为供应方风险传导下应收账款风险逐渐显现，特别是加杠杆幅度较大、现金流压力较大的公司逐渐收缩甚至破产退出市场，多个龙头上市公司也受到不同程度影响，但较中小企业在资金成本、渠道结构多元、风险管控等方面具有相对优势，保持了经营的相对稳定。

尽管龙头企业集中度提升逻辑继续演绎，在总量下行阶段，体现在了经营报表端的盈利稳定性、现金流质量等方面，新的成长能力更多体现在需求企稳后通过渠道深化、品类扩张、供应链能力强化等主动获取更多市场份额的阶段。目前来看，家居建材多个细分品类龙头仍具备较高的市场份额提升的潜力空间。

以旧换新政策利好龙头品牌获取更多份额。在政策落地执行后，各地出台细则，对参与企业或商家的要求虽有所不同，但通常包括经营资质、销售和回收能力、财务和资金状况、信用资质、风险防控能力等方面的要求。家居建材龙头品牌企业，在政策响应能力、公司规范化、线下门店规模、经销商调动能力等方面具有优势，有利于获取更多的市场份额。特别是，多个龙头公司推出“政企双补”，在政府补贴的基础上叠加企业补贴，进一步提高补贴力度，增强了活动期间获客能力。

表2：部分家居建材公司参与以旧换新政策情况汇总

公司名称	企业跟进以旧换新政策情况
欧派家具	1、派家居在全国范围内推出了 20% 的企业补贴，消费者购买橱柜、衣柜、木门、卫浴等定制类产品，可享受合同金额 20% 的补贴，最高可达每户 1 万元。 2、健康升级补贴：消费者仅需加 99 元，即可享受健康升级补贴，包括 799 元的惠民系列衣柜、899 元的德系高颜系列衣柜等产品。
索菲亚	1、企业补贴：在旧房改造方面，杭州索菲亚在成交价的基础上每满 10000 元补贴 10%，最高补贴 2000 元。 2、产品优惠：活动期间，索菲亚推出多款高定工艺的特惠产品，如六面环保喷粉工艺的格林系列、PET 工艺的柔净护婴板等，均享受特价 899 元/平方米。
志邦家居	1、政企双向补贴：根据各地政策，消费者最高可享受 20% 的政府补贴，企业再提供最高 30% 的补贴，累计可达 50% 的双重补贴。 2、整家产品套餐：志邦家居推出多款整家套餐，包括 29700 元、39700 元、59700 元等多种材料与配置组合，满足消费者的多样化需求。 3、额外焕新补贴：每多选购一个品类，消费者可额外获得 2000 元的焕新补贴消费券，进一步提升优惠力度。 4、VIP 特权：消费者可享受 9.9 元整家焕新 VIP 权益，包含大牌秒杀、限时特权、欢乐砸金蛋等七重补贴豪礼，提升购物体验。
金牌家居	1、政企双重补贴：在政府最高 20% 补贴的基础上，金牌家居再提供最高 50% 的企业补贴，累计可达 70% 的总补贴力度。 2、焕新爆款普惠价：推出低至 899 元/m ² 的高颜值爆款系列、1499 元/m ² 的豪华烤漆产品，以及 49800 元的大牌整家套餐。 3、新品补贴金：购买厨柜、衣柜、门墙等定制类产品，最高可享受产品价格 50% 的专项补贴。 4、焕新消费券：额外提供 1000 元焕新消费券，可用于金牌家居全品类产品。

顾家家居	1、换新消费补贴：顾家家居面向消费者发放最高每件 2000 元的换新消费补贴，帮助解决大件旧物处理难题。 2、拉旧服务：顾家家居推出“拉旧不花钱，换新再省钱”的政策，为消费者提供免费上门回收旧家具的服务，致力于解决大件旧物难处理的痛点。
敏华控股	1、以旧换新补贴：芝华仕在京东超级品牌日期间，将以旧换新补贴从立省 1000 元升级至最高立省 5000 元，直接让利消费者，提升购买力。 2、全新升级服务：芝华仕深度联动京东平台，提供领先行业的以旧换新和现货闪发服务，确保消费者享受省心、省力的焕新体验。 3、多重优惠活动：在京东超级品牌日活动中，芝华仕推出全店至高免单 5000 元、核心商品 6 期免息、指定款下单送 PLUS 会员年卡等多重福利，进一步激发消费者的购买欲望。
慕思股份	1、以旧换新补贴：慕思股份在“全民焕新季”活动期间，面向全国消费者发放总额约 1 亿元的以旧换新补贴券，购买新床垫实付满 1 万元可立减 1000 元，满 2 万元及以上立减 1500 元。 2、高性价比新品：公司推出多款高性价比新品，以满足消费者的多样化需求。 3、一站式以旧换新服务：慕思提供上门服务，解决旧床垫回收和换新的难题，打通全服务流程，让消费者享受便捷的焕新体验。
喜临门	1、消费券补贴：喜临门投入 10 亿元消费券，鼓励消费者将任意品牌的旧床垫换购喜临门新产品，并享受相应的补贴优惠。 2、不限品牌和年限的旧床垫回收：消费者可将任何品牌、任何使用年限的旧床垫进行回收，换购喜临门新床垫。 3、100 天免费试睡服务：购买新床垫的消费者可享受 100 天的免费试睡服务，确保满意度。 4、上门取旧、绿色回收服务：喜临门提供上门取旧、绿色回收等便捷服务，解决消费者处理旧床垫的难题。
箭牌家居	1、产品补贴：箭牌家居 2、为普通马桶、智能马桶、浴室柜、花洒等全场景单款产品提供 200 至 500 元不等的以旧换新补贴。 2、全屋补贴：针对全屋产品，以旧换新最高可享受 2000 元/户的补贴，进一步减轻消费者的购买负担。 3、服务升级：箭牌家居强化经销商的焕新服务能力，提供从基础施工到专业施工的全方位焕新服务培训和支持，为消费者提供“送+拆+装”一站式省心服务，满足旧房局部升级改造或全卫换装需求。
东鹏控股	1、政企双重补贴：在享受政府补贴的基础上，东鹏控股提供等额的企业补贴，最高可达 15%，使消费者以更实惠的价格，轻松拥有高品质的生活。 2、新品优惠：推出净奢石、微韵石系列新品，购买即享满额立减，最高可达 15%，让品质生活触手可及。 3、厨卫空间补贴：针对厨卫空间产品，提供最高 1000 元的专项补贴，补贴比例高达 10%，助力家庭每个功能区焕发新生。 4、爆款产品特惠：精选主流规格爆款产品，如 800x400 规格瓷砖低至 19.9 元/片，更多规格产品同样享有超值优惠，真正实现美好家居生活的便捷获取。
好太太	1、线上渠道补贴：好太太在天猫和京东平台参与了以旧换新补贴活动，消费者可享受相应的补贴优惠。 2、线下渠道补贴：线下渠道的补贴标准和条件各异，公司正积极尝试打通内部链条，赋能线下门店。 3、产品升级：公司持续推进智能晾晒新品，巩固行业领先地位，并加大对智能锁的推广力度，借助晾晒渠道加快智能锁的渠道拓展。
奥普科技	1、产品补贴：在“双十一”期间，奥普科技对全品类产品加大补贴力度，产品降价的同时，叠加国家以旧换新 15% 的补贴，以及平台满减优惠活动，持续加码让利消费者。 2、新品推广：公司持续推进热能环、空气管家等新品浴霸，并积极签约浙江队游泳运动员，在巴黎奥运会期间进行品牌宣传。 3、渠道拓展：在电商渠道方面，奥普科技通过加大线上促销力度，提升品牌曝光度，增强线上销售能力。

数据来源：公司官网和微信公众号、东吴证券研究所

3. 发展：加快突破区域和品类边界，寻求模式升级

3.1. 品类扩张：品类边界逐渐打破，多元化布局扩增量

参考海外家居建材龙头企业发展历史和经验来看，多元化业务布局是做大做强的重要路径，通过内生品类扩张和外延并购等方式，打破品类的边界并发展成为平台型公司或集团，在所在市场形成了竞争优势并获得了较高的市场份额。

家居建材行业细分品类多且市场规模大，多数品类处于竞争相对分散，并且尚未有多品类集成供应的龙头企业，对于生产制造端成本差异不大的细分行业来说，销售渠道、客户资源等方面具有较强的关联性和协同的条件，品类延伸成为很多公司规模扩张的尝试。国内家居建材行业也已进入到多元化发展阶段，多个已经在自身所在细分行业具备龙头地位和竞争优势的企业，积极进行多元化的品类布局，而在国内地产景气趋势性下行带来总量萎缩、竞争加剧下份额扩张边际成本明显提高的现实背景下，龙头公司多元化的扩张和品类的相互渗透有明显加快。

我们认为，当前龙头企业在行业景气下行期，抓住小企业加速出清机会，通过客户资源的获取或者收并购等方式进行品类扩张和延伸，有望实现规模的短期扩张，对冲需求总量下行的冲击。中长期来看，多元化的品类发展路径，对企业在品牌打造、品类管理、渠道管理、集成服务等方面的能力要求较高，目前阶段来看，家居建材龙头企业平台型发展的目标，仍需时间和资源上的积累。

表3：消费建材龙头企业品类扩张的情况

公司	主业产品	业务扩充
坚朗五金	门窗门控五金、幕墙构配件、护栏等	智能家居、卫浴、家居产品等
东方雨虹	防水材料：防水卷材、防水涂料	建筑涂料、保温材料、砂浆、塑料管道等
伟星新材	塑料管材：PPR、PE、PVC 等	防水涂料、净水器
北新建材	石膏板	防水材料、轻钢龙骨、建筑涂料、工业涂料
三棵树	建筑涂料	防水材料、艺术漆
兔宝宝	环保板材	定制家居
惠达卫浴	陶瓷卫浴	整装卫浴、智能卫浴

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 模式升级：集成一体化服务成为趋势

在消费群体和消费习惯变化的背景下，家装和家居建材的消费购买趋势在逐渐发生变化，年轻消费群体成为消费主力，同时流量的碎片化、需求的多元化以及品质服务升级对家装家居消费提出了更高要求，体现在产品的专业性、功能性、环保性，以及服务的标准化、品质化等方面，消费者在家居装修方面更加青睐“一站式家居消费”体验，家装家居的整体解决方案逐渐被消费认可。一站式的整装解决方案对供给端的家居建材

企业来说，品类边界逐渐模糊，从单品类单空间产品向多品类多空间的深度融合，家装、建材、家具、软装、电器等品类的融合发展趋势更加明显，跨界跨产品融合发展成为趋势。

应对需求和消费习惯的变化，“品牌化、多品类、一站式”的大家居模式升级和突破，成为家居建材企业提升份额和竞争力的路径之一。家居建材多个龙头企业，依托产品、渠道、供应链等方面的竞争优势在积极探索集成一站式销售和服务的发展路径，通过品类扩张，借助品牌、渠道、产品、服务等优势，实现一站式产品销售，不断扩大市场占有率。例如，以欧派、索菲亚为代表的定制家居龙头企业，近年来开始探索整装大家居模式升级，与家装公司从传统渠道合作升级为深度产业链协作，在渠道、产品、服务等方面融合互补，共同探索“标准化基础套餐+个性化定制”的一站式整装服务模式。

3.3. 出海开拓：消费建材企业加速出海寻找增量

家居建材企业积极出海的驱动因素，一方面是内地地产下行压力加大背景下需求的萎缩和竞争加剧，另一方面是海外市场的需求潜力空间大，而且中国企业在生产制造的优势明显，同时国家政策在出海方面也提供了有力的支持。近年来家居建材企业实现了从简单的产品出口向制造出海、品牌出海的转变，通过收并购、设立子公司、新建生产基地、布局销售渠道等，在海外市场寻找业务增量，推动公司业务国际化。目前来看，家居建材企业海外收入占比仍然较低，随着海外开拓的不断加快，海外市场业务有望成为业绩的新成长点，特别海外布局身位领先、步伐加快的龙头公司。

坚朗五金：公司国际化战略积极开发“一带一路”相关新兴国家的市场，近年来已设立 16 个海外备货仓，将中国仓储式销售复制到海外，以快速响应客户供货需求。产品已销往 100 多个国家和地区，并在印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家和地区设立子公司。海外子公司使用国内相同的信息化系统对接，员工本地化布局，同时引入海外本土化人才。2024H1 公司海外市场占比 11.4% 左右，海外市场整体表现较好，未来有望成为公司业绩增长的重要板块。

北新建材：公司推动“一体两翼，全球布局”发展战略，国际化业务聚焦非洲、东南亚、中亚、中东等核心市场区域，开展区域化运营，在区域内部公司采取“石膏板先行”策略，通过公司最具竞争力的产品快速占领市场，辅以多元化产品线，推进防水和涂料业务的全球化布局。公司已在坦桑尼亚、乌兹别克斯坦等国建立生产基地，未来将在多个海外市场建立生产基地，逐步实现全球布局。

伟星新材：公司围绕“一带一路”加强业务拓展，有序推进国际化战略。2019 年伟星在泰国和德国设立了 2 家孙公司，并且在泰国设立和建设生产基地；2021 年公司收购新加坡捷流 100% 的股权，助力公司在东南亚市场开拓和商业模式升级。2024H 公司海外收入同比增长 27%，海外收入占营收比例达到了 7%。

东方雨虹：公司提出了海外优先，加速推动全球布局的经营策略，积极布局设立本地化公司，已在越南、马来西亚、新加坡、印尼、沙特、墨西哥、加拿大、美国等多国设立海外公司或办事处，积极构建全球业务网络和本地化运营基础。在海外产能布局方面，在美国休斯顿、沙特、马来西亚等地的生产基地建设有序落地中。

4. 投资建议

展望 2025 年，尽管新房需求仍然承压，但我们认为随着政治局会议提出的“止跌回稳”目标后，地产政策的持续发力以及地产销售等指标的止跌企稳态势，有望带来市场对家居建材需求端企稳改善的积极预期；同时我们也看到需求端积极的变化，包括：1) 需求有望进入存量房市场，内生的市场需求叠加政策支持的驱动，存量房翻新、厨卫局部改造等改善性需求有望加速释放，带来对家居建材品类需求的有力支撑。2) 以旧换新政策对家居建材消费需求释放明显，政策效果持续显现，预计 2025 年补贴政策有望延续，政策加强和优化的空间值得期待。

从企业层面来看，我们预计价格竞争仍会持续但相较 24 年有望缓解，同时降本增效、控费力度预计将会加大，利润率有望迎来企稳，关注板块在 24 年低基数效应下的边际改善机会，特别是在渠道下沉、品类扩张和商业模式升级等方面积极调整的龙头企业，有望率先迎来收入和盈利的拐点。

消费建材板块关注渠道定价权强，且零售渠道具有明显竞争优势的龙头企业，重点推荐北新建材、兔宝宝、伟星新材、箭牌家居、公牛集团等，同时关注行业出清力度强、修复预期强的工程建材板块，推荐东方雨虹、坚朗五金等；家居板块，龙头企业积极参与以旧换新政策有望提高份额，同时在整装趋势下积极进行变革、投入和布局，商业模式的迭代升级有望打开新的成长空间，重点推荐欧派家居、顾家家居、索菲亚、慕思股份等。

5. 风险提示

市场需求变化的风险。家居建材需求与房地产行业具有较强的相关性，若房地产市场需求回暖不及预期，会对家居建材企业的经营销售产生影响；消费者收入增长不及预期或消费意愿减弱，也会对家居建材需求产生不利影响，进而影响到相关企业的产品销售。

市场竞争加剧的风险。在需求阶段性低迷之下，为抢占更多市场份额，行业内公司存在竞争加剧的风险；同时考虑到不同行业间品类渗透和延伸，跨界进入者增多，会导致竞争加剧的风险。

原材料价格波动的风险。家居建材行业内，直接材料成本占生产成本的比例普遍较高，原材料价格变化对企业生产成本影响较大，若原材料价格发生剧烈波动，可能对公司盈利水平带来不确定的影响。

推进大家居转型，变革中成长

增持（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22480	22782	19506	20429	21981
同比（%）	9.97	1.35	(14.38)	4.73	7.60
归母净利润（百万元）	2688	3036	2634	2796	3140
同比（%）	0.86	12.92	(13.23)	6.12	12.34
EPS-最新摊薄（元/股）	4.41	4.98	4.32	4.59	5.16
P/E（现价&最新摊薄）	14.45	12.79	14.74	13.89	12.37

投资要点

- 国内一站式品质家居综合服务商，经营阶段性承压。**欧派家居主要从事全屋家居产品的设计、研发、生产、销售、安装和室内装饰服务，是目前国内领先的一站式品质家居综合服务商。公司从定制橱柜起步，产品逐向全屋产品延伸，覆盖了整体厨房、整体衣柜（全屋定制）、整体卫浴、定制木门系统、金属门窗、软装、家具配套等整体家居产品。公司于2017年3月上市并实现快速发展和增长，2023年公司营收和归母净利润规模228/30亿元，较2017年实现复合增速分别为15%/15%。2024年前三季度营收规模138.8亿元，同比下滑16.2%，归母净利润20.3亿元，同比下降12.1%。
- 行业需求阶段性承压，大家居模式成为行业发展趋势，以旧换新提振家居消费需求。**1) 随着地产新房销售从高位回落，家居需求整体承压明显，家居行业整体从快速发展红利期过渡到存量市场竞争阶段，特别是2024年以来，定制家居企业经营表现整体低迷，而随着需求和消费习惯的变化，定制家居行业已进入多品类深度融合的发展阶段，“品牌化、多品类、一站式”的大家居模式升级和突破成为家居企业提升份额和成长的路径之一。定制家居多个头部公司，依托产品、渠道、供应链等方面的竞争优势在积极探索集成一站式销售和服务的发展路径，通过品类扩张，借助品牌、渠道、产品、服务等优势，实现一站式产品销售，不断扩大市场占有率。2) 家居建材以旧换新政策推出以来，政策效果正反馈明显，预计2025年政策有望延续，定制家居品牌企业，在政策响应能力、公司规范化、线下门店规模、经销商调动能力等方面具有优势，有望获取更多市场份额。
- 坚定推进大家居战略转型，深化变革构建新的成长模式和竞争优势。**公司坚定走大家居之路，积极探索商业模式并推进内部多项变革，加速集团和经销商大家居转型，公司及经销商正经历从单品向大家居销售模式、团队、店面等多维度的转型。1) 渠道和营销体系变革：将原有以品类为中心的经营模式重构为以城市为中心的经营模式，进行全品类、全渠道的统一管理，在组织形态上通过区域中心管理渠道流量赋能建设，并协同经销商因地制宜、渐进地推行适配当地市场的大家居策略。2) 品牌营销服务升级：逆势加强品牌方面的长期投入，逐步从原有的“产品品牌”向“家居品牌”打造，实现消费认知的确立和抢占；同时深挖服务升级和服务标准体系建设，提升大家居购买体验，强化经销商服务意识。3) 供应链和交付：公司以五大基地布局为依托，合理规划物流仓储资源，打造“完好、齐套、准时、低成本”的融合交付模式。启动大供应链体系改革，集成采购业务体系进行重构，打造优质供应链生态，实现供应链管理综合成本领先。
- 盈利预测与投资评级。**公司作为定制家居头部企业积极应对行业变化，率先推进并坚持大家居转型，目前公司处于深化内部变革阶段，随着战略和变革执行落地，有望进入新的成长周期。我们预计公司24-26年归母净利润分别为26.3/28.0/31.4亿元，2月14日收盘价对应市盈率分别为14.8/13.9/12.4倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，需求不及预期的风险，转型和变革效果不及预期的风险。

2025年02月17日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	63.76
一年最低/最高价	40.03/79.53
市净率(倍)	2.15
流通A股市值(百万元)	38,839.57
总市值(百万元)	38,839.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	29.59
资产负债率(% ,LF)	47.16
总股本(百万股)	609.15
流通A股(百万股)	609.15

相关研究

《欧派家居(603833):22年业绩预告点评：业绩符合市场预期，提价&控费下Q4利润端表现靓丽》

2023-01-17

《欧派家居(603833):22Q3业绩点评：零售业务增长稳健，费用拖累盈利略有承压》

2022-10-28

欧派家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,365	17,292	20,322	24,109	营业总收入	22,782	19,506	20,429	21,981
货币资金及交易性金融资产	12,797	13,008	15,899	19,516	营业成本(含金融类)	15,000	12,625	13,232	14,231
经营性应收款项	1,504	1,248	1,183	1,264	税金及附加	165	137	143	154
存货	1,132	912	1,103	1,186	销售费用	1,982	1,756	1,736	1,868
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,401	1,268	1,328	1,319
其他流动资产	931	2,125	2,139	2,144	研发费用	1,126	897	919	945
非流动资产	17,982	18,946	18,887	18,674	财务费用	(308)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	270	234	163	176
固定资产及使用权资产	7,148	6,864	6,545	6,372	投资净收益	88	78	82	88
在建工程	1,942	2,142	2,442	2,442	公允价值变动	(22)	0	0	0
无形资产	1,033	993	953	913	减值损失	(238)	(60)	(70)	(86)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	80	80	80	80	营业利润	3,513	3,076	3,246	3,642
其他非流动资产	7,779	8,868	8,868	8,868	营业外净收支	24	5	5	10
资产总计	34,347	36,238	39,210	42,784	利润总额	3,537	3,081	3,251	3,652
流动负债	13,180	12,427	12,603	13,036	减:所得税	511	447	455	511
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,854	7,828	7,828	7,828	净利润	3,025	2,634	2,796	3,140
经营性应付款项	2,250	2,108	2,131	2,375	减:少数股东损益	(10)	0	0	0
合同负债	999	683	735	791	归属母公司净利润	3,036	2,634	2,796	3,140
其他流动负债	2,076	1,808	1,908	2,042					
非流动负债	3,051	3,081	3,081	3,081	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.98	4.32	4.59	5.16
长期借款	607	607	607	607					
应付债券	1,682	1,682	1,682	1,682	EBIT	3,139	3,081	3,251	3,652
租赁负债	52	52	52	52	EBITDA	4,055	3,905	4,110	4,565
其他非流动负债	710	741	741	741					
负债合计	16,231	15,508	15,684	16,118	毛利率(%)	34.16	35.28	35.23	35.26
归属母公司股东权益	18,117	20,731	23,526	26,667	归母净利率(%)	13.32	13.50	13.68	14.29
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)					
所有者权益合计	18,116	20,730	23,526	26,666	收入增长率(%)	1.35	(14.38)	4.73	7.60
负债和股东权益	34,347	36,238	39,210	42,784	归母净利润增长率(%)	12.92	(13.23)	6.12	12.34

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,878	3,227	3,604	4,220	每股净资产(元)	29.05	33.34	37.92	43.08
投资活动现金流	(4,664)	(2,959)	(713)	(602)	最新发行在外股份 (百万股)	609	609	609	609
筹资活动现金流	741	(47)	0	0	ROIC(%)	10.46	8.90	8.66	8.91
现金净增加额	994	210	2,891	3,617	ROE-摊薄(%)	16.76	12.71	11.88	11.78
折旧和摊销	916	824	859	913	资产负债率(%)	47.25	42.80	40.00	37.67
资本开支	(2,099)	(695)	(795)	(690)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.79	14.74	13.89	12.37
营运资本变动	549	(251)	(34)	178	P/B (现价)	2.20	1.91	1.68	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

拥抱整家定制，多品牌、全品类战略助成长

增持 (首次)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11223	11666	10813	11546	12485
同比 (%)	7.84	3.95	(7.31)	6.78	8.13
归母净利润 (百万元)	1064	1261	1396	1432	1570
同比 (%)	768.28	18.51	10.66	2.62	9.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.11	1.31	1.45	1.49	1.63
P/E (现价&最新摊薄)	15.20	12.83	11.59	11.30	10.30

投资要点

- 定制家居领军企业。**公司最早在国内提出“定制衣柜”概念，以“定制衣柜”产品起步，发展成为国内集研发、制造、销售为一体的整体家居定制综合服务供应商，通过多品牌、全渠道、全品类矩阵实现定制家居市场全覆盖，是国内定制家居行业领军企业。公司于2011年上市，是行业内首家A股上市公司。2023年公司营收和归母净利润规模116.7/12.6亿元，较2011年实现复合增速分别为23%/20%。2024年前三季度营收规模76.6亿元，同比下滑6.6%，归母净利润9.2亿元，同比下降3.2%。
- 行业需求阶段性承压，大家居模式成为行业发展趋势，以旧换新提振家居消费需求。**1)随着地产新房销售从高位回落，家居需求整体承压明显，家居行业整体从快速发展红利期过渡到存量市场竞争阶段，特别是2024年以来，定制家居企业经营表现整体低迷，而随着需求和消费习惯的变化，定制家居行业已进入多品类深度融合的发展阶段，定制家居企业凭借对居住空间的高效利用以及可把控的高质量产品，从单品过渡到全品类一体化解决方案的整体定制模式已成为新的增长点。2)家居建材以旧换新政策推出以来，政策效果正反馈明显，预计2025年政策有望延续，定制家居品牌企业，在政策响应能力、公司规范化、线下门店规模、经销商调动能力等方面具有优势，有望获取更多市场份额。
- 打造多品牌、全品类矩阵，拥抱发力整家定制。**公司以消费需求定位和价格区间作为区分打造了四大品牌，形成了覆盖全市场的品牌层次，同时在产品品类上构建了完整的整体产品体系，包含了衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类，四大品牌覆盖高中低市场且差异化竞争，叠加全品类整体模式形成了品牌-品类的矩阵模式，实现了针对全市场的品牌、渠道、品类的纵深矩阵，渠道持续开拓和品类的扩充有望成为公司持续增长动力。近两年公司持续推进多品牌的品类扩充和整家模式升级，包括索菲亚品牌发布整家4.0战略、米兰纳品牌升级超一代·5A全能整家生活方式、司米品牌推进从整体厨房向高端整家定制转型升级等，效果有望逐渐显现。
- 发力布局整装渠道和存量市场。**1)整装渠道：公司重点发力的新渠道，通过专属产品和价格体系与零售渠道形成差异化竞争，与全国范围的整装、家装企业合作卡位流量入口。23-24年公司整装渠道建设持续发力，效果显著，2023年整装渠道实现营收同比增长67.52%、2024年上半年同比增长43.63%。2)存量市场：针对存量房、二手房装修需求提前进行产品与渠道布局，产品端从2022年推出系统门窗、卫浴等针对旧改流量中的高频需求产品，渠道上加强与装企合作加大对前端流量渗透，并开发出拎包产品，提供全装修生命周期的产品和服务，抢占毛坯和旧改市场。
- 盈利预测与投资评级。**公司作为定制家居头部企业积极拥抱大家居，通过多品牌、全品类的矩阵模式发力整家定制，同时重点布局整装渠道和存量市场。我们预计公司24-26年归母净利润分别为14.0/14.3/15.7亿元，2月14日收盘价对应市盈率分别为11.6/11.3/10.3倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，需求不及预期的风险，转型和变革效果不及预期的风险。

2025年02月17日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.80
一年最低/最高价	12.36/21.54
市净率(倍)	2.32
流通A股市值(百万元)	10,944.59
总市值(百万元)	16,179.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.24
资产负债率(% ,LF)	47.31
总股本(百万股)	963.05
流通A股(百万股)	651.46

相关研究

《索菲亚(002572): 22年业绩预告点评：整家战略落地，客单值持续提升》

2023-02-01

《索菲亚(002572): 22Q3 业绩点评：业绩符合市场预期，盈利能力修复》

2022-10-28

索菲亚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,384	7,099	9,130	11,367	营业收入	11,666	10,813	11,546	12,485
货币资金及交易性金融资产	4,277	5,211	7,320	9,556	营业成本(含金融类)	7,448	6,959	7,407	7,974
经营性应收款项	1,369	1,162	1,099	1,074	税金及附加	108	97	104	112
存货	564	442	405	408	销售费用	1,127	1,027	1,108	1,186
合同资产	46	43	46	50	管理费用	769	746	785	836
其他流动资产	128	241	260	279	研发费用	413	409	427	387
非流动资产	8,171	8,367	8,049	7,709	财务费用	53	72	58	35
长期股权投资	66	66	66	66	加:其他收益	81	54	115	62
固定资产及使用权资产	3,790	3,641	3,472	3,182	投资净收益	22	249	58	31
在建工程	765	865	765	765	公允价值变动	88	70	50	30
无形资产	1,647	1,607	1,557	1,507	减值损失	(315)	(160)	(115)	(123)
商誉	19	19	19	19	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	91	91	91	91	营业利润	1,623	1,716	1,765	1,955
其他非流动资产	1,792	2,078	2,078	2,078	营业外净收支	(4)	(3)	(4)	(1)
资产总计	14,555	15,466	17,179	19,075	利润总额	1,619	1,713	1,761	1,954
流动负债	6,246	5,991	6,442	6,736	减:所得税	296	274	299	352
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,112	2,074	2,174	2,174	净利润	1,323	1,439	1,462	1,602
经营性应付款项	1,670	1,624	1,687	1,794	减:少数股东损益	62	43	29	32
合同负债	1,306	1,298	1,443	1,498	归属母公司净利润	1,261	1,396	1,432	1,570
其他流动负债	1,158	995	1,137	1,269					
非流动负债	1,030	871	671	671	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.31	1.45	1.49	1.63
长期借款	868	718	518	518					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	1,654	1,785	1,819	1,989
租赁负债	43	43	43	43	EBITDA	2,217	2,284	2,337	2,529
其他非流动负债	120	110	110	110					
负债合计	7,276	6,862	7,113	7,407	毛利率(%)	36.15	35.65	35.85	36.14
归属母公司股东权益	7,015	8,298	9,730	11,301	归母净利率(%)	10.81	12.91	12.41	12.58
少数股东权益	263	306	335	368					
所有者权益合计	7,278	8,604	10,066	11,668	收入增长率(%)	3.95	(7.31)	6.78	8.13
负债和股东权益	14,555	15,466	17,179	19,075	归母净利润增长率(%)	18.51	10.66	2.62	9.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,654	1,771	2,402	2,469	每股净资产(元)	7.28	8.62	10.10	11.73
投资活动现金流	(1,725)	(991)	(246)	(270)	最新发行在外股份 (百万股)	963	963	963	963
筹资活动现金流	427	(417)	(196)	(93)	ROIC(%)	14.42	13.79	12.45	11.99
现金净增加额	1,357	364	1,959	2,106	ROE-摊薄(%)	17.98	16.82	14.72	13.90
折旧和摊销	563	499	518	540	资产负债率(%)	49.99	44.37	41.40	38.83
资本开支	(759)	(414)	(204)	(201)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.83	11.59	11.30	10.30
营运资本变动	678	(59)	314	171	P/B (现价)	2.31	1.95	1.66	1.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

2025年02月17日

软体家居龙头，发力一体化整家融合发展

增持(首次)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18010	19212	18601	19934	21670
同比(%)	(1.81)	6.67	(3.18)	7.17	8.71
归母净利润(百万元)	1812	2006	1881	2087	2382
同比(%)	8.87	10.70	(6.23)	10.97	14.09
EPS-最新摊薄(元/股)	2.20	2.44	2.29	2.54	2.90
P/E(现价&最新摊薄)	13.20	11.93	12.72	11.46	10.05

投资要点

- 软体家居龙头企业。**公司是主营客厅、餐厅、卧室、整家定制等全场景家居产品，是享誉全球的家居品牌，业务覆盖全球120余个国家和地区，旗下拥有“顾家家居”主品牌、“居礼”、“ROLFBENZ”等高端子品牌，并与美国高端功能沙发品牌“LAZBOY”、意大利高端家居品牌“NATUZZI”战略合作。2023年公司实现营收和归母净利润分别为192/20亿元，较2017年实现复合增速分别为19%/16%。公司国内市场和海外市场兼顾，是软体家具出口龙头，2023年主营业务内外销营收占比为57%/39%，2024年上半年外贸收入39亿元，同比增长13%。
- 软体家具内需阶段性承压，外贸保持景气，大家居模式成为行业发展趋势。**1) 房地产市场疲弱和消费信心不足，软体家居需求整体承压，家居行业整体从快速发展红利期过渡到存量市场竞争阶段，而随着需求和消费习惯的变化，一体化整家购置需求增加，家具行业也呈现出从单品类销售向多品类融合销售，定制家居行业已进入多品类深度融合的发展阶段，软体和定制之间进行品类边界逐步模糊，家具企业呈现出“多品类、多品牌”运营模式。定制家居多个龙头企业，依托产品、渠道、供应链等方面的竞争优势在积极探索集成一站式销售和服务的发展路径，通过品类扩张，借助品牌、渠道、产品、服务等优势，实现一站式产品销售，不断扩大市场占有率。2) 家居建材以旧换新政策推出以来，政策效果正反馈明显，预计2025年政策有望延续，定制家居品牌企业在政策响应能力、公司规范化、线下门店规模、经销商调动能力等方面具有优势，有望获取更多市场份额。
- 软体品类运营创新和一体化整家均衡发展，变革寻求新成长。**应对消费需求变化，在巩固软体品类龙头地位的同时发力一体化整家，通过组织和渠道变革实现融合均衡发展。1) 产品体系：产品由原来的品类范围升级为全空间范围，在产品创新上更加强调空间范畴下的品类联动，实现客厅、餐厅和卧室等空间场景的多品类多规格产品矩阵和特定场景化空间的品类满足。2) 渠道体系：组织变革助力全渠道布局。公司进一步升级1+N+X多元化渠道机制，一方面零售分部在组织方面更聚焦和巩固软体业务，通过渠道、店态、组织的变革落实软体零售运营创新，包括渠道拓展、C店业务等更多职能下沉到零售分部，为终端门店服务赋能的同时，授权体系进一步完善，在资源、政策、拓展等策略方面可以灵活的根据区域市场经营需要进行高效决策；另一方面，成立定制家居营销中心，整合定制业务、定制渠道、定制产品运营等组织，同时与各零售分部进行矩阵式管理有效协同发展。通过产品/店态的迭代优化以及整家变革，经营效果逐渐显现，定制与整家2024年上半年收入实现良好的增长，整家定制门店和融合大店拓展加速进行。
- 盈利预测与投资评级。**公司作为软体家具龙头企业积极应对行业变化，推进整装大家居融合，包括零售转型、品类扩张、全球化布局等，转型和融合发展变革有望拉动公司进入新的成长周期。我们预计公司24-26年归母净利润分别为18.8/20.9/23.8亿元，2月14日收盘价对应市盈率分别为12.7/11.5/10.0倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，需求不及预期的风险，转型和变革效果不及预期的风险。

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

股价走势

顾家家居 沪深300



市场数据

收盘价(元)	29.11
一年最低/最高价	21.44/39.77
市净率(倍)	2.45
流通A股市值(百万元)	23,642.16
总市值(百万元)	23,925.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.90
资产负债率(% ,LF)	38.03
总股本(百万股)	821.89
流通A股(百万股)	812.17

相关研究

《顾家家居(603816):22Q3 业绩点评：高基数下收入增长承压，现金流表现靓丽》

2022-10-28

《顾家家居(603816): 2022 中报点评：利润端表现靓丽，盈利能力及现金流明显改善》

2022-08-16

顾家家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,536	9,392	11,874	14,596	营业收入	19,212	18,601	19,934	21,670
货币资金及交易性金融资产	3,583	5,597	7,937	10,327	营业成本(含金融类)	12,904	12,636	13,523	14,623
经营性应收款项	1,440	1,315	1,340	1,502	税金及附加	124	0	0	0
存货	1,968	1,931	2,028	2,234	销售费用	3,366	3,274	3,449	3,684
合同资产	0	0	0	0	管理费用	344	316	359	390
其他流动资产	546	550	569	533	研发费用	265	335	339	368
非流动资产	9,243	8,965	8,948	9,040	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31	加:其他收益	57	56	60	65
固定资产及使用权资产	5,171	5,678	5,955	6,248	投资净收益	58	65	70	76
在建工程	1,188	688	388	188	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	977	1,002	1,007	1,007	减值损失	(36)	(20)	(15)	(17)
商誉	325	325	325	325	资产处置收益	(1)	4	4	4
长期待摊费用	88	88	88	88	营业利润	2,288	2,145	2,383	2,733
其他非流动资产	1,463	1,152	1,152	1,152	营业外净收支	152	140	152	160
资产总计	16,780	18,357	20,822	23,636	利润总额	2,440	2,285	2,535	2,893
流动负债	6,475	6,132	6,492	6,906	减:所得税	422	388	431	492
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,658	1,597	1,597	1,597	净利润	2,018	1,896	2,104	2,401
经营性应付款项	1,629	1,622	1,698	1,836	减:少数股东损益	12	15	17	19
合同负债	1,604	1,488	1,694	1,842	归属母公司净利润	2,006	1,881	2,087	2,382
其他流动负债	1,585	1,426	1,503	1,631					
非流动负债	512	529	529	529	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.44	2.29	2.54	2.90
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	2,230	2,285	2,535	2,893
租赁负债	315	315	315	315	EBITDA	2,906	2,835	3,118	3,535
其他非流动负债	197	214	214	214					
负债合计	6,987	6,661	7,021	7,435	毛利率(%)	32.83	32.07	32.16	32.52
归属母公司股东权益	9,608	11,497	13,584	15,966	归母净利率(%)	10.44	10.11	10.47	10.99
少数股东权益	184	199	216	235					
所有者权益合计	9,793	11,696	13,800	16,201	收入增长率(%)	6.67	(3.18)	7.17	8.71
负债和股东权益	16,780	18,357	20,822	23,636	归母净利润增长率(%)	10.70	(6.23)	10.97	14.09

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,443	2,166	2,680	2,884	每股净资产(元)	11.69	13.99	16.53	19.43
投资活动现金流	(1,755)	(103)	(339)	(495)	最新发行在外股份 (百万股)	822	822	822	822
筹资活动现金流	(1,542)	(63)	0	0	ROIC(%)	16.19	14.95	14.35	14.20
现金净增加额	(831)	2,013	2,340	2,390	ROE-摊薄(%)	20.88	16.36	15.37	14.92
折旧和摊销	676	551	583	642	资产负债率(%)	41.64	36.29	33.72	31.46
资本开支	(2,212)	(439)	(409)	(571)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.93	12.72	11.46	10.05
营运资本变动	(268)	(151)	203	64	P/B (现价)	2.49	2.08	1.76	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

2025年02月17日

聚焦床垫核心赛道，全渠道、多品类布局拓空间

增持 (首次)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5813	5579	5697	5873	6227
同比 (%)	(10.31)	(4.03)	2.13	3.08	6.02
归母净利润 (百万元)	708.41	802.27	787.07	871.92	945.29
同比 (%)	3.20	13.25	(1.89)	10.78	8.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.77	2.01	1.97	2.18	2.36
P/E (现价&最新摊薄)	19.88	17.55	17.89	16.15	14.90

投资要点

- 国内中高端床垫龙头品牌。**公司主营中高端床垫、床架、沙发、床品等，是集研发、设计、生产、销售、服务于一体的健康睡眠系统整体解决方案服务商，是国内中高端床垫市场自主品牌龙头。公司聚焦床垫核心品类，同步发力整装大家居及沙发业务，目前已形成“健康睡眠、大家居、沙发”三大主力品牌。2023年公司实现营收和归母净利润分别为56/8亿元，较2018年实现复合增速分别为12%/32%。
- 床垫行业需求平稳增长，渗透率、更换频率、龙头集中度仍有提升空间。**根据CSIL统计，2011-2023年全球主要国家的床垫市场消费规模由227亿美元增长至300多亿美元，保持平稳增长。根据Euromonitor数据显示，2023年国内床垫零售市场规模已达到693.0亿元，随着消费升级、城镇化率的提高以及对睡眠健康的重视，床垫渗透率有望持续提升，对比发达国家85%床垫渗透率，国内目前60%渗透率仍有较高空间；竞争格局方面，根据Furniture Today统计，2020年美国前5大床垫品牌市场份额总和(CR5)为51%，而我国2022年床垫企业CR5仅为21.29%，近几年需求疲软加速了中小企业出清，头部品牌在渠道、服务、制造规模等方面优势明显，集中度有望进一步提升。
- 全渠道运营+多品类开拓提高客单值。**应对消费需求弱势和品类融合趋势变化，公司求变创新进行人事和组织体系优化调整，以提高客单值和店效的目标为导向进行了渠道和品类策略升级。1) 慕思主品牌更加聚焦核心产品，针对性去重去同质化、精简产品SPU并聚焦营销资源打造爆款套餐以提高套餐销售占比，通过激励经销商店态升级、线上线下引流赋能有效提升流量和转化率，提高经销商店效和客单值。2) 多品类开拓完善产品矩阵发力大家居业务：依托床垫、床架、沙发等软体家具优势，突破行业柜体定制局限，把软体成品与定制产品相结合，打造V6大家居品牌，家居品类协同销售拉动客单价实现进一步提升。
- 精益运营降本增效、挖潜盈利空间。**床垫产品生产标准化程度相对较高，在规模优势基础上公司持续加大技术创新与研发投入持续推进供应链降本增效。新品研发上通过优化存量产品研发周期规则，有效缩减了新品开发时长，推出更多具有性价比产品；生产制造方面通过智能化、数字化管控，精简产品SPU、材料SKU，提高集采及量产效果、降低材料损耗、提高工效，有效实现降本增效。
- 盈利预测与投资评级。**作为国内中高端床垫市场龙头品牌，在品牌力、营销和渠道等方面优势明显，近两年通过全渠道运营+多品类开拓战略升级，聚焦核心产品和大家居布局，消费客户群扩大、客单价提升、精益制造等有望拉动公司份额提升和盈利持续增长。我们预计公司24-26年归母净利润分别为7.9/8.7/9.5亿元，2月14日收盘价对应市盈率分别为17.9/16.2/14.9倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，需求不及预期的风险，原材料价格波动的风险。

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.21
一年最低/最高价	27.47/42.13
市净率(倍)	3.24
流通A股市值(百万元)	2,744.09
总市值(百万元)	14,084.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.87
资产负债率(% ,LF)	40.77
总股本(百万股)	400.01
流通A股(百万股)	77.94

相关研究

慕思股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,381	4,426	5,087	5,977	营业收入	5,579	5,697	5,873	6,227
货币资金及交易性金融资产	3,677	3,697	4,340	5,197	营业成本(含金融类)	2,773	2,832	2,905	3,079
经营性应收款项	169	175	176	182	税金及附加	48	46	47	50
存货	243	252	266	274	销售费用	1,406	1,367	1,398	1,469
合同资产	0	0	0	0	管理费用	304	359	364	374
其他流动资产	293	302	304	325	研发费用	186	199	176	187
非流动资产	2,771	2,970	3,226	3,343	财务费用	(62)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	30	34	35	37
固定资产及使用权资产	2,111	2,273	2,460	2,577	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	194	224	244	244	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	319	329	379	379	减值损失	1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	7	6	6	6
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	965	934	1,024	1,111
其他非流动资产	111	107	107	107	营业外净收支	(6)	3	2	1
资产总计	7,152	7,395	8,313	9,321	利润总额	959	937	1,026	1,112
流动负债	2,370	2,192	2,238	2,301	减:所得税	157	150	154	167
短期借款及一年内到期的非流动负债	465	458	458	458	净利润	802	787	872	945
经营性应付款项	1,065	944	968	984	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	189	171	176	187	归属母公司净利润	802	787	872	945
其他流动负债	651	619	636	672					
非流动负债	142	134	134	134	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	1.97	2.18	2.36
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	894	937	1,026	1,112
租赁负债	47	47	47	47	EBITDA	1,148	1,125	1,239	1,345
其他非流动负债	96	88	88	88					
负债合计	2,512	2,327	2,373	2,435	毛利率(%)	50.29	50.29	50.53	50.54
归属母公司股东权益	4,639	5,068	5,940	6,886	归母净利率(%)	14.38	13.81	14.85	15.18
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,639	5,068	5,940	6,886	收入增长率(%)	(4.03)	2.13	3.08	6.02
负债和股东权益	7,152	7,395	8,313	9,321	归母净利润增长率(%)	13.25	(1.89)	10.78	8.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,935	775	1,105	1,199	每股净资产(元)	11.60	12.67	14.85	17.21
投资活动现金流	(951)	(385)	(462)	(343)	最新发行在外股份 (百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(591)	(369)	0	0	ROIC(%)	15.56	14.68	14.51	13.67
现金净增加额	393	20	643	857	ROE-摊薄(%)	17.29	15.53	14.68	13.73
折旧和摊销	254	188	213	233	资产负债率(%)	35.13	31.46	28.54	26.13
资本开支	(395)	(381)	(462)	(343)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.55	17.89	16.15	14.90
营运资本变动	849	(195)	28	29	P/B (现价)	3.04	2.78	2.37	2.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

民用电工龙头优势持续巩固，多元业务发展驱动新成长

增持(首次)

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14081	15695	17385	18906	20353
同比(%)	13.70	11.46	10.77	8.75	7.65
归母净利润(百万元)	3189	3870	4342	4847	5392
同比(%)	14.69	21.37	12.18	11.65	11.23
EPS-最新摊薄(元/股)	2.47	2.99	3.36	3.75	4.17
P/E(现价&最新摊薄)	30.17	24.86	22.16	19.85	17.84

投资要点

- 公牛创立于1995年，经过多年发展，形成了电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块，围绕民用电工及照明领域形成了长期可持续发展的产业布局。2023年公司实现营业收入156.95亿元，同比+11.46%。
- 传统主业提供稳定现金流，积极推陈出新提升竞争力与市占率。1) 电连接业务：公司在转换器领域市占率高，稳定的现金牛业务，公司通过高价值感的性价比产品持续提升竞争力与市占率，同时积极培育电动工具产品。2) 智能电工照明业务：公司持续打造时尚高端的产品生态，围绕消费者“一站式”购买的趋势，大力推动全品类旗舰店和新零售模式结合的渠道变革。
- 围绕智能生态、新能源、国际化战略，寻找新业务增长驱动。1) 智能生态：公司以公牛和沐光双品牌运作方式推动无主灯的快速发展，同时为满足消费者家装一站式购买需求，公司不断迭代创新浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机、风扇灯、断路器等产品；2) 新能源：公司紧抓新能源汽车发展机遇，推出充电桩及户外、工商业储能产品，实现了高速增长，2024H1新能源业务收入2.89亿元，同比+120.22%。3) 国际化：公司2023年成立国际事业部，在东南亚、中东等地探索本土化使用场景和消费者需求，公司以全品类、全市场、全面本土化(路径)的策略有序推进全球市场布局。
- 研发、渠道及精益管理等共同构筑公司核心竞争壁垒。1) 产品力：公司迎合市场需求变化，注重研发创新，推动业务向科技、时尚转型，推出了Z世代、功能性轨道插座、超薄蝶翼开关2代、全屋Wi-Fi墙壁开关插座等一系列引领行业风尚的创新产品。2) 渠道力：自2009年公司在行业内首创“配送访销”模式开始，已建立了覆盖全国城乡、110多万家终端网点的线下销售网络，涉及五金、装饰、数码、新能源、电商等多样化渠道，渠道间可复用，有助于公司新品快速铺开。3) 精益管理：公司打造自身独特管理体系BBS系统，覆盖研发、制造和销售等全价值链，致力于降本增效、推动组织变革、落实战略目标等。
- 盈利预测与投资评级。公司定位“安全用电专家与领导者”，在全国范围内建立起广泛的渠道优势，生产端公司不断提高精益化、自动化和数字化水平，积极开拓无主灯、新能源等新的业务增长点，业务版图持续扩张。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为43.4/48.5/53.9亿元，2月14日股价对应PE分别为22.2/19.9/17.8倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧的风险，需求不及预期的风险，原材料价格波动的风险。

2025年02月17日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.43
一年最低/最高价	61.01/131.59
市净率(倍)	6.48
流通A股市值(百万元)	95,751.34
总市值(百万元)	96,175.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.49
资产负债率(% ,LF)	23.10
总股本(百万股)	1,292.16
流通A股(百万股)	1,286.46

相关研究

《公牛集团(603195)：2021年中报点评：三大赛道业绩亮眼，民用电工龙头稳步前行》

2021-08-20

《公牛集团(603195)：营销+制造+管理能力继续强化，21Q1重回稳增轨道》

2021-05-03

公牛集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,348	17,477	22,834	28,375	营业收入	15,695	17,385	18,906	20,353
货币资金及交易性金融资产	14,471	15,476	20,764	26,105	营业成本(含金融类)	8,914	9,854	10,694	11,509
经营性应收款项	326	274	295	308	税金及附加	133	148	161	173
存货	1,421	1,542	1,639	1,772	销售费用	1,070	1,130	1,191	1,262
合同资产	0	0	0	0	管理费用	626	695	718	753
其他流动资产	130	184	136	191	研发费用	673	730	775	814
非流动资产	3,414	3,573	3,625	3,648	财务费用	(109)	(113)	(143)	(301)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	253	243	274	285
固定资产及使用权资产	2,005	2,231	2,354	2,432	投资净收益	199	87	95	102
在建工程	807	740	667	613	公允价值变动	18	0	0	0
无形资产	335	335	335	335	减值损失	(124)	(85)	(105)	(110)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(5)	(9)	(9)	(10)
长期待摊费用	23	23	23	23	营业利润	4,727	5,178	5,764	6,410
其他非流动资产	245	245	245	245	营业外净收支	(191)	(75)	(80)	(95)
资产总计	19,762	21,050	26,459	32,023	利润总额	4,536	5,103	5,684	6,315
流动负债	5,070	5,117	5,683	5,861	减:所得税	672	765	841	928
短期借款及一年内到期的非流动负债	995	995	995	995	净利润	3,864	4,337	4,843	5,387
经营性应付款项	2,057	2,060	2,455	2,468	减:少数股东损益	(6)	(4)	(5)	(5)
合同负债	528	493	535	575	归属母公司净利润	3,870	4,342	4,847	5,392
其他流动负债	1,490	1,569	1,698	1,822					
非流动负债	232	232	232	232	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.99	3.36	3.75	4.17
长期借款	0	0	0	0	EBIT	4,453	5,137	5,721	6,207
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	4,735	5,428	6,040	6,554
租赁负债	5	5	5	5					
其他非流动负债	227	227	227	227					
负债合计	5,302	5,349	5,915	6,093	毛利率(%)	43.20	43.32	43.44	43.45
归属母公司股东权益	14,446	15,691	20,538	25,931	归母净利率(%)	24.66	24.97	25.64	26.49
少数股东权益	14	10	5	0					
所有者权益合计	14,460	15,701	20,544	25,930	收入增长率(%)	11.46	10.77	8.75	7.65
负债和股东权益	19,762	21,050	26,459	32,023	归母净利润增长率(%)	21.37	12.18	11.65	11.23

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,827	4,579	5,683	5,744	每股净资产(元)	16.20	12.14	15.89	20.06
投资活动现金流	(3,434)	(447)	(365)	(373)	最新发行在外股份 (百万股)	1,292	1,292	1,292	1,292
筹资活动现金流	(1,987)	(3,126)	(30)	(30)	ROIC(%)	26.40	27.15	25.49	21.84
现金净增加额	(593)	1,006	5,288	5,340	ROE-摊薄(%)	26.79	27.67	23.60	20.79
折旧和摊销	283	291	319	347	资产负债率(%)	26.83	25.41	22.36	19.03
资本开支	(653)	(534)	(459)	(475)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.86	22.16	19.85	17.84
营运资本变动	858	(161)	391	(133)	P/B (现价)	4.59	6.13	4.68	3.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

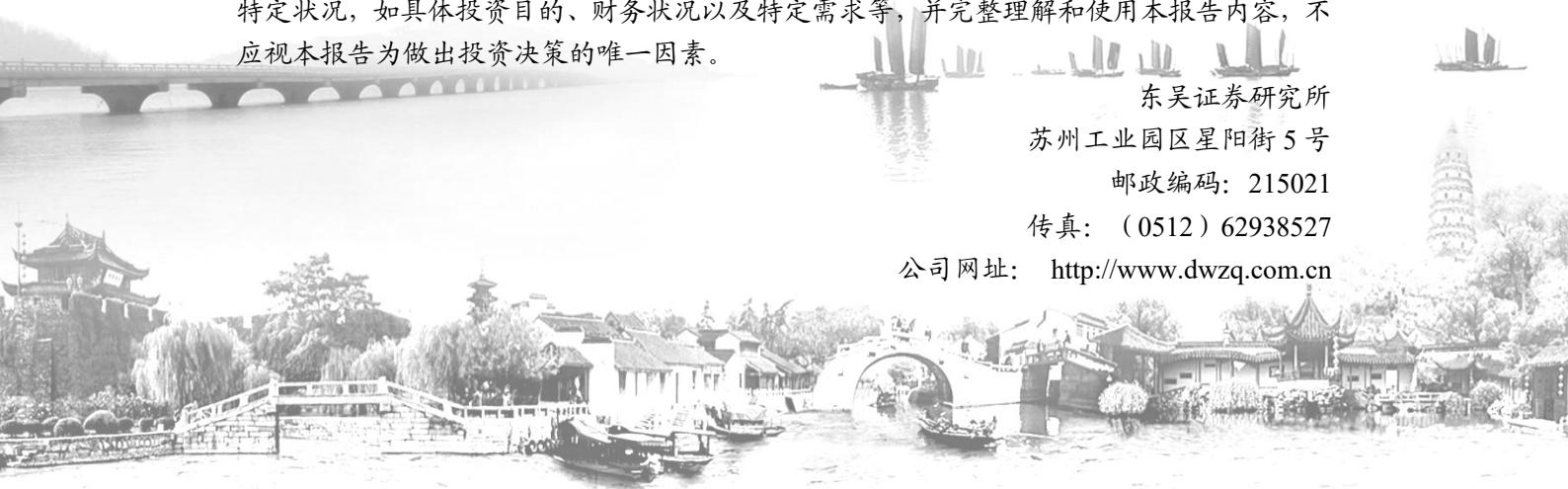
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>