

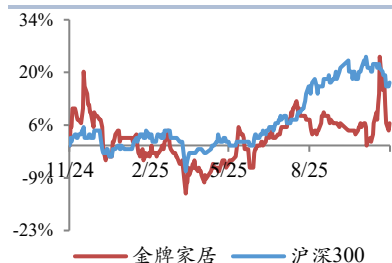
专业家居定制，智能化、国际化领航

投资评级：增持
首次覆盖

报告日期：2025-11-27

收盘价（元） 20.25
近 12 个月最高/最低（元） 24.72/16.70
总股本（百万股） 154
流通股本（百万股） 154
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 31
流通市值（亿元） 31

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

●概况：专业家居定制，智能化、国际化领航

金牌家居是定制家居的领军品牌，以专业化服务、智能化制造和国际化发展战略保持竞争优势。在业务品类方面，产品涵盖整体橱柜、整体衣柜、木门、厨电、智能家居、卫浴阳台、软装家居等子品类。在生产制造方面，公司持续升级智能装备和信息化系统，通过前后端一体化信息系统、MES 系统、APS 高级排程和人工智能 AI 算法等实现全屋定制大规模个性化定制的按需生产，增强竞争力。在国际化发展方面，公司加速国际化发展战略，将国内成功经验推向国际市场，以泰国制造基地为核心，在区域市场设立卫星工厂，构建海内外双循环。2017-2024 年，公司营业收入由 14.42 亿元增长至 34.75 亿元，CAGR 为 11.62%；归母净利润由 1.67 亿元增长至 1.99 亿元，CAGR 为 2.25%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 23.68 亿元，同比下降 2.01%；实现归母净利润 0.65 亿元，同比下降 45.87%，由于市场环境的影响，业绩短期承压。

●行业：政策持续刺激家居消费，行业开启 2.0 时代

地产政策组合拳持续发力，2025 年政策延续宽松导向，各地通过调降首付、放宽限购等举措激活需求，推动房地产市场平稳发展，助力家居消费回暖。叠加国家以旧换新政策推进，家居产品专项补贴全面落地，强力提振消费市场，头部公司有望进一步稳固市场地位。同时，定制家居行业进入运营精细化的 2.0 时代，市场和流量红利消退，存量房时代来临，行业呈现大家居经营、整装、旧改和出海等新趋势。

●公司：品类渠道扩张，出海势头强劲

（1）品牌：以橱柜为根基延伸至衣柜、木门、智能家居等全品类，向“整家生态构建者”升级，形成多品类协同的发展格局。橱柜作为业务原点与主线，抗风险能力较强，依托智能制造优化成本，稳定盈利，为长期增长奠定基础。衣柜作为快速增长的新引擎，整合入主品牌后依托橱柜资源实现协同增长，营收增速韧性显著，毛利率突破并反超橱柜，成本优化与规模扩张形成正向循环，议价能力突出。木门处于培育期，依托柔性化定制与渠道优势实现快速扩张，销量规模大，未来压降材料成本后毛利率提升潜力大。其他品类加速延伸，多品类协同支撑整体解决方案，智能家居布局推动向“整家生态服务商”跨越。**（2）渠道：**全面推进渠道优化，以“四驾马车（零售、家装、精装、海外）”为核心实现多元协同，传统零售渠道为主导，大宗、海外等渠道持续拓展。零售渠道以经销商为核心，推进“140 战略”，发展社区店布局局改市场，通过新零售迭代升级实现增长。大宗渠道聚焦优质地产客户，拓展保障安居等新渠道，2024 年保持稳健态势，为重要收入来源。家装渠道依托 V8 服务系统赋能，提升与装企合作粘性，2024 年业绩同比增长约 40%。海外渠道采用差异化模式，以泰国基地为核心构筑供产销一体化循环。**（3）出海：**以本土化生产辐射全球市场，多维度推动定制家居出海，全球化布局成效显著，海外收入持续增长。2024 年海外收入 3.35 亿元，同比增长 22.34%。从组织、制造和品牌等方面多维度出海，依托“生产基地 + 卫星工厂”模式构建全球供应链网络，提升全球影响力，深化区域市场渗透。

● 盈利预测及投资建议

公司从单品突破到整家生态，全品类延伸满足多元需求，通过零售转型、渠道拓展、生产基地优化、家居出海等措施积极应对市场环境变化，实现稳健发展。虽业绩短期承压，但长期发展可期。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.77/ 37.19/38.87 亿元，分别同比增长 0.1%/7.0%/4.5%；归母净利润分别为 1.22/1.59/ 1.89 亿元，分别同比增长 -39.0%/31.1%/18.7%；EPS 分别为 0.79/1.03/1.23 元，截至 2025 年 11 月 25 日，对应 PE 分别为 25.71/19.62/16.53 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观环境和房地产市场波动风险，市场竞争加剧风险，原材料价格上涨和人力成本上升风险，经销商销售模式风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3475	3477	3719	3887
收入同比 (%)	-4.7%	0.1%	7.0%	4.5%
归属母公司净利润	199	122	159	189
净利润同比 (%)	-31.8%	-39.0%	31.1%	18.7%
毛利率 (%)	28.7%	26.2%	26.8%	27.3%
ROE (%)	7.1%	4.2%	5.4%	6.2%
每股收益 (元)	1.30	0.79	1.03	1.23
P/E	16.16	25.71	19.62	16.53
P/B	1.15	1.09	1.06	1.02
EV/EBITDA	11.26	10.06	8.30	7.16

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 11 月 26 日收盘价计算）

正文目录

1 概况：专业家居定制，智能化、国际化领航.....	6
1.1 拓展全屋定制，实现“专业、智能、国际化”的“金字招牌”	6
1.2 股权结构集中稳定，管理团队强大	8
1.3 市场环境影晌，业绩短期承压	9
2 行业：政策持续刺激家居消费，行业开启 2.0 时代.....	11
2.1 地产政策持续加码，家居消费市场活跃度有望提升	11
2.2 定制家居行业进入 2.0 时代，全品类全渠道全市场拓展	14
3 公司：品类渠道扩张，出海势头强劲.....	17
3.1 品类：从单品突破到整家生态，全品类延伸满足多元需求	17
3.2 渠道：全面推进渠道优化，“四驾马车”齐头并进	21
3.3 出海：本土化生产辐射全球市场，多维度推动定制家居出海	24
4 盈利预测及投资建议.....	26
5 风险提示	27
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 公司主要品类及产品	6
图表 2 公司发展历程	8
图表 3 公司股权结构图（截至 2025Q3）	8
图表 4 公司核心管理团队情况	9
图表 5 2017-2025 年前三季度公司营业收入及 YOY（亿元，%）	10
图表 6 2017-2025 年前三季度公司归母净利润及 YOY（亿元，%）	10
图表 7 2017-2024 年公司按产品拆分收入结构（亿元）	10
图表 8 2017-2024 年公司按地区拆分收入结构（亿元）	10
图表 9 2016-2025 年前三季度公司销售毛利率情况（%）	11
图表 10 2016-2024 年公司分产品毛利率拆分（%）	11
图表 11 2017-2025 年前三季度公司费用率情况（%）	11
图表 12 2017-2025 年前三季度公司归母净利率情况（%）	11
图表 13 地产政策组合拳	12
图表 14 2025 年以来部分地产刺激政策	12
图表 15 2021-2025 年房屋住宅销售面积累计值及同比（万平方米，%）	14
图表 16 2021-2025 年房屋住宅竣工面积累计值及同比（万平方米，%）	14
图表 17 2021-2025 年房屋住宅新开工面积累计值及同比（万平方米，%）	14
图表 18 2015-2025 年 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）	14
图表 19 定制家居公司品类扩张历程	15
图表 20 索菲亚/欧派家居/尚品宅配/志邦家居对于整装渠道战略布局	15
图表 21 索菲亚/欧派家居/金牌家居/志邦家居海外渠道战略布局	16
图表 22 索菲亚/欧派家居/金牌家居/志邦家居海外业务营业收入变化（单位：亿元）	16
图表 23 公司 2017-2024 年不同品类收入占比变化情况	17
图表 24 2017-2024 年定制家居品牌厨柜业务收入（亿元）	18
图表 25 2017-2024 年金牌家居厨柜门店数量变化（家）	18
图表 26 2017-2024 年公司厨柜业务成本拆分	18
图表 27 2017-2024 年定制家居品牌衣柜业务收入（亿元）	19
图表 28 2020-2024 年定制家居品牌衣柜业务收入 YOY（%）	19
图表 29 2017-2024 年公司衣柜业务成本拆分	19
图表 30 2018-2024 年定制家居品牌木门业务收入（亿元）	20
图表 31 2018-2024 年金牌家居木门门店数量变化情况（家）	20
图表 32 2018-2024 年公司木门业务成本拆分	20
图表 33 其他家居品收入情况及 YOY（亿元，%）	21
图表 34 2018-2024 年金牌家居旗下整装馆、阳台卫浴和玛尼欧厨电门店数量（家）	21
图表 35 智小金五大智慧空间	21
图表 36 智小金厨房智慧场景	21
图表 37 2018-2024 年公司各渠道收入占营业收入比重（%）	22
图表 38 2017-2024 年公司经销门店数量（家）	22
图表 39 2017-2024 年公司经销业务占比变化（%）	22
图表 40 金牌家居维修改造社区店	23

图表 41 公司大宗渠道历年营收占比（%）	23
图表 42 2018-2024 年金牌家居大宗业务收入情况及 YOY（亿元，%）	23
图表 43 金牌家居与头部装企合作.....	24
图表 44 金牌家居海外人才建设	25
图表 45 2017-2024 年公司海外业务收入及占营业收入比例（亿元，%）	25
图表 46 金牌家居全球生产基地、中心仓和战略市场布局	25
图表 47 金牌家居积极参加国际展会	26
图表 48 盈利预测和估值（百万元）	27
图表 49 可比公司估值.....	27

1 概况：专业家居定制，智能化、国际化领航

1.1 拓展全屋定制，实现“专业、智能、国际化”的“金字招牌”

金牌家居是定制家居的领军品牌，以专业化服务、智能化制造和国际化发展战略保持竞争优势。公司自 1999 年成立以来，专业从事整体橱柜及定制家居的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务，产品涵盖整体橱柜、整体衣柜、木门、厨电、智能家居、卫浴阳台、软装家居等子品类。在生产方面，公司持续升级智能装备和信息化系统，通过前后端一体化信息系统、MES 系统、APS 高级排程和人工智能 AI 算法等实现全屋定制大规模个性化定制的按需生产，增强竞争力。目前，公司在福建厦门、江苏泗阳、成都以及泰国设有生产基地，同时还在湖北黄冈红安县、马来西亚以及美国多地筹备建设新的生产基地。在发展战略方面，公司加速国际化发展战略，将国内成功经验推向国际市场，以泰国制造基地为核心，在区域市场设立卫星工厂，构建海内外双循环。

图表 1 公司主要品类及产品

品类	产品	竞争优势
金牌橱柜	定制橱柜	专注定制 26 年，中国专业厨房标准定制者，全国工商联家具厨柜专委会会长单位，厨柜行业国家级“厨房工业设计中心”，连续 13 年蝉联中国房地产 500 强首选厨柜品牌，国家“863 计划”高技术课题主持单位。
金牌衣柜	定制衣柜	定制更专业，空间按需设计，全屋风格统一，材料丰富组合多。环保更专业，板材优于国际，9 道环保监测，四面一体封边，甲醛趋 0 释放。耐用更专业，18mm 柜体板；9MM 背板插槽工艺更牢固；移门滑轮可反复推拉 10 万次，管用 30 年。收纳更专业，收纳空间倍增设计，小空间，大利用；科学分区设计，多款功能件选配。静音更专业，升级阻尼配置，门、导轨顺滑无声。
金牌木门	以木门为核心产品，增加背景墙、铝合金系统门窗、强化地板、灯光系统等	木门行业招商新标准，以木门、背景墙、系统门窗为基础的家场景立面装饰系统；轻整装模式，包含柜类收纳和立面装饰，构建全屋一站式空间解决方案；多品类布局，以木门为核心产品，增加铝合金门、背景墙、地板、灯光系统、隔断软装，不断丰富经营品类，打造金牌家居生态链；引进德国、意大利等生产设备，精工智造，打造高品质产品，为家的生活空间赋能。
阳台卫浴	阳台空间、卫浴空间打造	柔性定制，根据客户习惯喜好，一对一量身定制。自有工厂，产品生产周期短，可实现快速交付。品质保障，金牌出品，信誉口碑看得见，性价比高，产品品类丰富，价格更优惠。
家居软装	软装、家具、家居产品、收纳等泛家居产品	打造一站式家居宅配，秉承“让居住更美好”的使命，坚持“全案设计·整家交付”的服务宗旨。
金牌精装	国内精装工程业务	依托金牌强大的柔性制造系统，为住宅精装、酒店、科教文卫等客户的厨柜、收纳、室内门及智能配套等全屋定制需求，提供研发、设计、销售、安装及售后等整体服务。
金牌厨电	柜电一体机、传统烟灶、集成灶、集成灶	金牌厨柜投入重资建成占地 2600 m ² 的金牌厨电研创中心，在技术研发创新、产品质量提升、厨柜电器一体化、智能化等方面提升金牌厨电产品的综合竞争力，赋能金牌厨电发展。
GIJA 桔家	以整家定制柜为核心，提供家居、家电一体化服务	依托上市公司优势，桔家自研产品，自营供应链，以平台模式全面赋能中国家庭居住品质改善升级，以“品牌+科技”双引擎驱动，推出品牌联营、渠道分销等商业新模式。

智能安防、传感
器类、智能控
制、智能电器、
智能卫浴等

致力于构建“G+i+N”的定制家居智能化的全屋解决方案，以定制家居空间为载体，围绕玄关/客厅/厨房/卧室/卫阳等核心生活场景，通过IoT+AI技术、内容与衍生服务的整合，打造N个产品方案及场景应用，产品涵盖核心单品、融合产品、系统产品、智能周边产品等品类。

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司主要经过了四个发展阶段：品牌创立与厨柜业务深耕期（1999-2007年）、技术创新与品牌提升期（2008-2016年）、上市与全屋定制拓展期（2017-2023年）、全球化布局与战略转型期（2024年-至今），逐渐成长为定制家居行业头部的“金字招牌”。

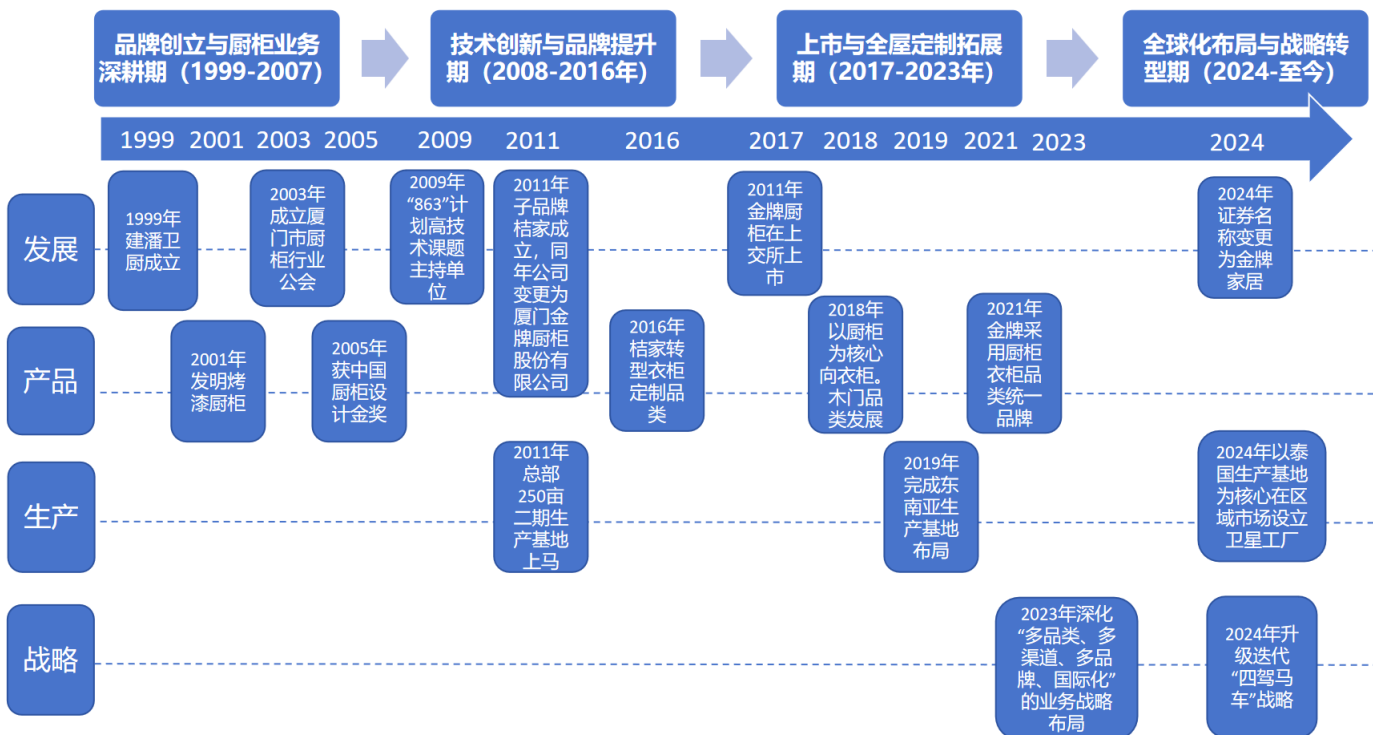
（1）品牌创立与厨柜业务深耕期（1999-2007年）：1999年公司前身厦门市建潘卫厨有限公司成立；2001年公司发明烤漆厨柜，缔造金牌厨柜烤漆重量级地位；2003年公司发起成立厦门市厨柜行业协会并当选首席会长单位；2007年当选全国工商联家具装饰业商会厨柜专委会执行会长单位。这一阶段，公司专注厨柜业务，通过技术创新与行业合作，树立了在厨柜领域的专业形象。

（2）技术创新与品牌提升期（2008-2016年）：2009年公司成为国家“863计划”高技术课题主持单位；2011年公司变更设立为股份有限公司，由“厦门市建潘卫厨有限公司”整体变更为“厦门金牌厨柜股份有限公司”；2011年发布子品牌“桔家”开展电商品牌直营、O2O渠道探索；2012年公司获国家认定“厨房工业设计中心”。在这一阶段，公司不断加大技术研发投入，提升品牌影响力，为后续发展奠定了坚实的技术和品牌基础。

（3）上市与全屋定制拓展期（2017-2023年）：2017年公司在A股主板上市，步入资本市场，此后逐步开始探索全屋定制业务，拓展衣柜、木门等子品类。桔家启动独立招商，迅速进入衣柜全屋定制第一阵营品牌。2021年，公司采用厨柜衣柜品类统一品牌，桔家品牌进入冷藏保护期。这一阶段，公司从单一的厨柜业务向多元化的家居业务拓展。

（4）全球化布局与战略转型期（2024-至今）：2024年5月28日，公司将证券简称由“金牌厨柜”变更为“金牌家居”，标志着公司彻底转型大家居战略。在一站式消费需求兴起、行业竞争加剧等情况下，公司全面推进战略规划的系统优化，推进“四驾马车（零售、家装、精装、海外）”业务战略全面升级，持续提升多渠道运营能力、夯实数字基建和加速国际化发展。公司加快全球化进程，通过“生产基地+卫星工厂”的跨国供应交付齐套模式，布局全球战略市场，提升海外交付能力，并通过本地化生产规避贸易壁垒，在全球定制家居市场中占据一席之地。

图表 2 公司发展历程

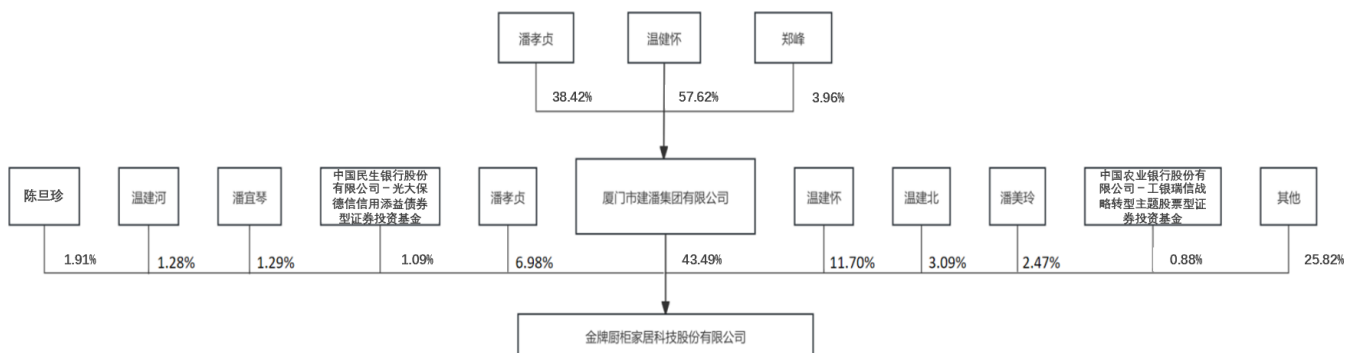


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构集中稳定，管理团队强大

创始人主导，公司股权结构集中且稳定。截至 2025Q3，厦门市建潘集团有限公司持有公司 43.49% 的股份，创始人潘孝贞和温建怀分别持有 6.98% 和 11.70% 的公司股份。其中，温建怀、潘孝贞为公司一致行动人，合计持有建潘集团 96.04% 股权。创始人温建怀、潘孝贞两人及其控制的建潘集团合计持有公司 60.45% 的股份，构成绝对控股。集中的股权架构利于企业长期战略落地。

图表 3 公司股权结构图（截至 2025Q3）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

管理团队卓越稳定，行业经验丰富。公司管理团队以创始人温建怀、潘孝贞为核心，历经多年发展，形成了专业且稳定的高素质管理团队。成员大多在家居及相关领域深耕多年，积累了丰富的行业经验。董事长温建怀曾任职于中国建设银行厦门市分行，凭借敏锐的商业洞察力和卓越的领导才能，带领公司在家居行业稳健发

展。副董事长、总裁潘孝贞曾任厦门市建潘卫厨有限公司总经理，对家居行业的市场运作和企业管理有着深刻理解。董事温建北在产品研发和设计方面经验丰富，为公司产品创新提供了有力支持。他们对家居行业的发展趋势和市场需求有着精准的把握，能够迅速应对市场变化，制定出科学合理的发展战略，为公司的持续稳健发展保驾护航。

图表 4 公司核心管理团队情况

姓名	职务	年龄	履历
温建怀	董事长	54	曾任职于中国建设银行厦门市分行；现任金牌厨柜家居科技股份有限公司董事长，厦门市建潘集团有限公司执行董事，厦门华瑞中盈控股集团有限公司执行董事，集美大学第七届校董，厦门永安商会名誉会长，永安燕翔教育基金会名誉理事长，永安一中教育基金会名誉理事长，安溪县蓬莱商会名誉会长。
潘孝贞	副董事长、 总裁	55	曾任厦门市建潘卫厨有限公司总经理；现任金牌厨柜家居科技股份有限公司副董事长、总裁，厦门市建潘集团有限公司监事，厦门市政协第十四届委员会委员，厦门市工商联（总商会）副主席，厦门市校友经济促进会监事长。曾先后荣获“2023 厦门市第十二批拔尖人才”、“2019 厦门市杰出人才”、“2019 海西商界十大领袖人物”、“厦门特区建设 30 周年厦门商界人物贡献奖”、“2017 中国家居十大产业人物”等荣誉。
温建北	董事	49	曾任建潘卫厨企划设计、研发设计总监；现任泗阳建潘置业有限公司董事长，厦门鲲与家居科技有限公司执行董事，厦门市橙鸟美家科技有限公司执行董事，金牌厨柜家居科技股份有限公司董事、首席设计师。
顾金成	董事	52	曾任泗阳县常委、泗阳县经济开发区党工委书记，福建好彩头食品股份有限公司副董事长；现任德稻（深圳）控股集团有限公司董事长。
陈建波	副总裁、财 务总监、董 事会秘书	50	曾任职于江西省送变电建设公司、厦门灿坤实业股份有限公司、明达（厦门）塑胶有限公司、升汇集团、厦门市建潘卫厨有限公司；现任公司副总裁、财务总监及董事会秘书。
王永辉	副总裁	50	曾任职于双辽市劳动就业局、北京科宝博洛尼集团、厦门市建潘卫厨有限公司；现任公司副总裁、轮值 CEO、精装事业中心总经理。
李子飞	总裁助理	47	曾任职于大地幼教机构厦门大地幼儿园、福建厦华社区服务网络有限公司、厦门南天竺文化传播有限公司、厦门市建潘卫厨有限公司；现任公司总裁助理、桔家事业部总经理。
李邹建	总裁助理	45	曾任职于三六一度（中国）有限公司，上海晨光文具股份有限公司；现任金牌厨柜家居科技股份有限公司总裁助理、轮值执行总裁、人力资源总监、海外事业部总经理。
陆继毅	总裁助理	50	曾任职于香港万基药业股份有限公司，金牌厨柜家居科技股份有限公司轮值执行总裁、衣柜事业中心总经理；现任金牌厨柜家居科技股份有限公司总裁助理。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

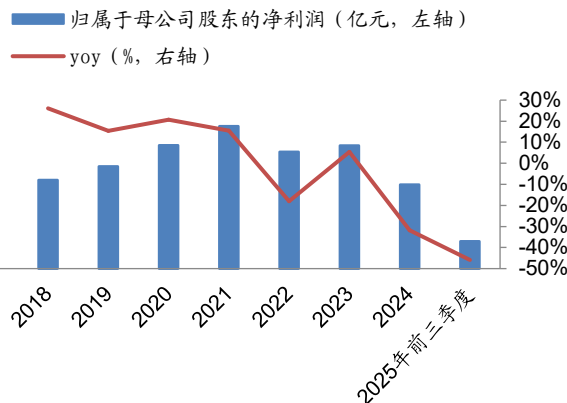
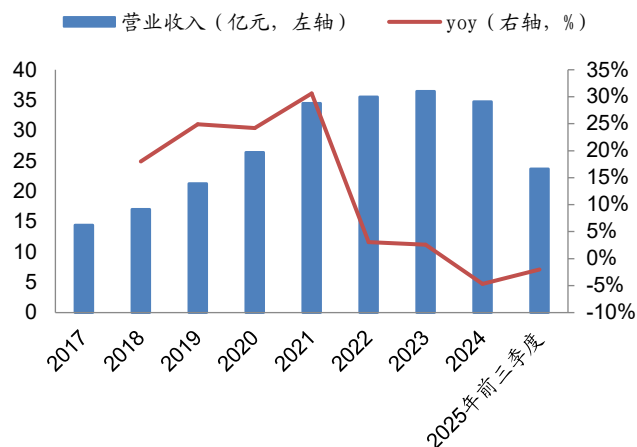
1.3 市场环境的影响，业绩短期承压

市场环境的影响，公司业绩短期承压。2017-2024 年，公司营业收入由 14.42 亿元增长至 34.75 亿元，CAGR 为 11.62%；归母净利润由 1.67 亿元增长至 1.99 亿元，CAGR 为 2.25%。基于一站式消费需求的兴起、行业竞争的加剧等现状，公司全面推进战略规划的系统优化，对“四驾马车”业务战略进行全面迭代升级，各项经营工作稳步有序推进，体现市场韧性。2025 年前三季度，公司实现营业收入

23.68 亿元，同比下降 2.01%；实现归母净利润 0.65 亿元，同比下降 45.87%，由于市场环境影响，公司业绩短期承压。

图表 5 2017-2025 年前三季度公司营业收入及 yoy（亿元，%）

图表 6 2017-2025 年前三季度公司归母净利润及 yoy（亿元，%）



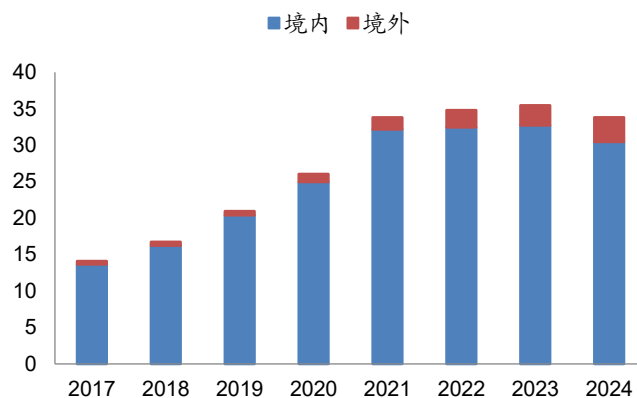
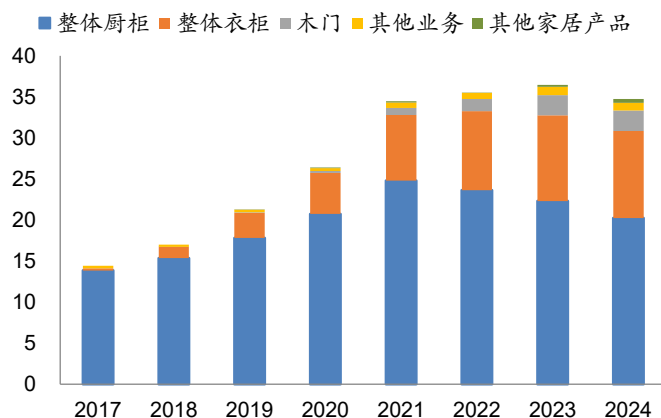
资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

整体橱柜为公司的主要产品，境内销售为主要销售渠道。分产品看，2024 年公司整体橱柜实现收入 20.25 亿元，随着多品类战略的推进，其占营业收入比例从 2017 年的 96.14% 下降至 2024 年的 58.27%，但仍占据收入的主导地位；整体衣柜和木门产品占比逐渐扩大，2024 年整体衣柜收入 10.59 亿元，占比 30.47%，为第二大产品品类。分地区看，公司主要业务集中于境内，2024 年境内业务实现收入 30.46 亿元，占比 80.67%。随着公司国际化战略的持续推进，境外收入占比逐渐增加，2024 年公司海外业务实现收入 3.35 亿元，同比增长 22.34%，体现海外市场的强劲增长动力。

图表 7 2017-2024 年公司按产品拆分收入结构（亿元）

图表 8 2017-2024 年公司按地区拆分收入结构（亿元）



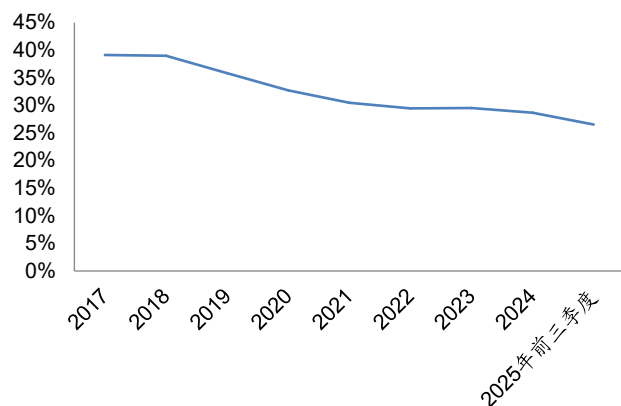
资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

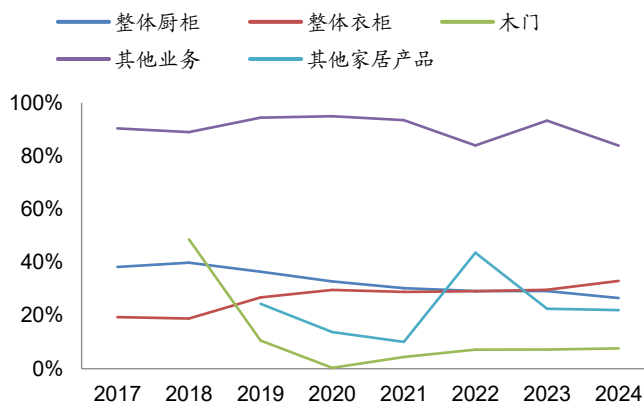
地产行业阶段性承压，综合毛利率呈下降趋势。2024 年，公司销售毛利率为 28.68%，同比下降 0.85pct；其中整体橱柜/整体衣柜/木门/其他业务/其他家居产品毛利率分别为 26.60%/33.04%/7.65%/83.94%/22.05%，同比-2.62/+3.34/+0.43/-9.39/-0.52pct。毛利率下降主要系：1）受宏观环境及地产行业阶段性承压；2）公司推行的新零售及海外战略尚处投入期，前期费用、员工薪酬福利等刚性成本支出较多。2025 年前三季度，公司综合毛利率为 26.54%，同比-0.76pct，前三季度

综合毛利率略有下降主要系房地产行业持续承压所带来的营业收入下降与行业价格竞争加剧。

图表 9 2016-2025 年前三季度公司销售毛利率情况 (%) 图表 10 2016-2024 年公司分产品毛利率拆分 (%)



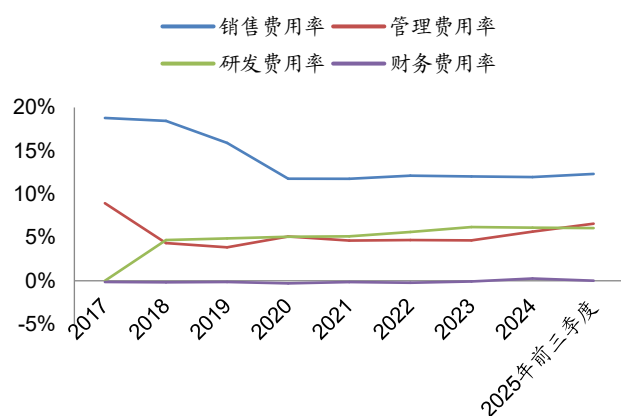
资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所



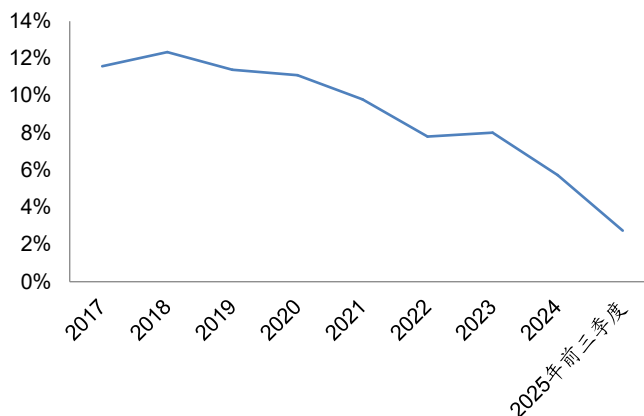
资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

重视研发投入，归母净利率趋于下滑。公司持续加强研发投入、提高公司数字化和智能化水平，研发费用从 2018 年的 0.80 亿元增长至 2024 年的 2.13 亿元，研发费用率从 2018 年的 4.70% 提升至 2024 年的 6.13%。2024 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 11.97%/5.67%/0.26%；同比-0.07/+1.01/+0.34pct。2024 年财务费用升高主要是公司 2023 年发行可转换公司债券产生的利息费用化金额增加所致。近年公司归母净利率呈现波动下降趋势，2024 年/2025 年前三季度归母净利率分别为 5.73%/2.74%，继续呈现下降趋势，主要系房地产行业持续承压所带来的营业收入下降与行业价格竞争加剧。

图表 11 2017-2025 年前三季度公司费用率情况 (%) 图表 12 2017-2025 年前三季度公司归母净利率情况 (%)



资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所



资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

2 行业：政策持续刺激家居消费，行业开启 2.0 时代

2.1 地产政策持续加码，家居消费市场活跃度有望提升

地产政策组合拳持续发力，促进房地产市场平稳健康发展。2024 年 10 月 17 日，国新办举行新闻发布会介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，住建部部长倪虹对地产政策组合拳进行分析，概括为四个取消、四个降低、两个增加。其中，“四个取消”包括：①取消限购、②取消限售、③取消限价、④取消普通住宅和非普通住宅标准。“四个降低”包括：①降低住房公积金贷款利率、②降低住房贷款的首付比例、③降低存量贷款利率、④降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。“两个增加”包括：①通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造；②2024 年年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。

图表 13 地产政策组合拳

政策方向	主要内容
四个取消	四个取消，就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。
四个降低	四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，降了 0.25 个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到 15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。
两个增加	一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。城中村安全隐患多、居住环境差，群众改造意愿迫切。据有关调查，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村就有 170 万套，从全国其他城市来看，这个量还会很大。全国城市需要改造的危旧房有 50 万套。这次提出的新增实施 100 万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目，我们就可以提前干、抓紧干。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需要来选择合适的房子，减少或者不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。

资料来源：国务院新闻办，华安证券研究所

2025 年以来，房地产政策总体延续宽松导向，助力房地产市场恢复。中央及地方进一步优化现有政策，协同发力、多管齐下稳定预期、激活需求，推动房地产市场止跌回稳，建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。各地“因城施策”，采用调降首付比例、放宽限购门槛、增加购房补贴减免税费等举措，激活刚性需求，改善房地产消费潜力。

图表 14 2025 年以来部分地产刺激政策

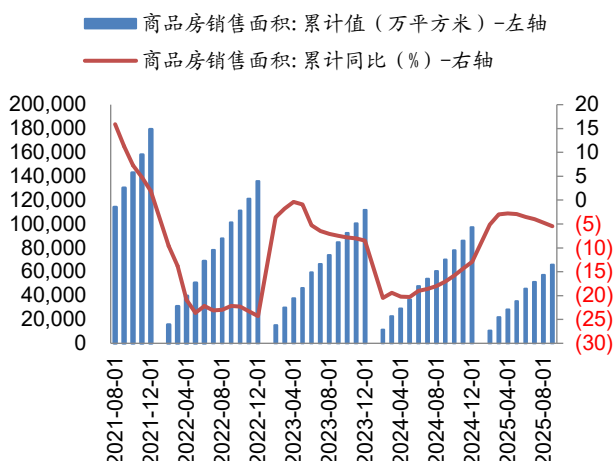
时间	政策来源	内容
2025 年 1 月 17 日	山东省	省住房城乡建设厅等 9 部门联合印发《关于促进住房领域消费的行动计划》（以下简称《行动计划》），提出将大力推行“房票”安置、有效促进房屋“以旧换新”、有序提高住房公积金使用额度等 20 条政策措施，促进住房领域消费。《行动计划》提出，将充分释放房地产存量增量政策红利。一方面，在城市更新、城中村改造等涉及房屋征收工作中，推行“房票”安置模式，进一步加大“房票”优惠力度和覆盖范围，允许“房票”在更大区域内转让、拆分、组合使用，适当延长使用有效期，适度提高持票购房补贴比例，打通跨区使用堵点。另一方面，将有效促进房屋“以旧换新”，严格落实换购住房阶段性个人所得税退税政策，鼓励有条件的房企在出售新建商品房时，将群众旧房按照第三方评估价格抵顶新房房款，助力群众住房“以旧换新”。
2025 年 2 月 8 日	重庆市	从 2025 年 2 月 8 日起，取消中心城区原已纳入两年限售范围住房的再交易管理。
2025 年 3 月	国务院	2025 年《政府工作报告》指出，2025 年政府工作任务之一是持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，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。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。

2025 年 3 月 31 日	南京市	南京结合市情出台了七个方面政策举措，简称“房七条”，因城施策调减限制性措施，更好满足居民各类刚性和改善性住房需求，全力促进房地产市场平稳健康发展。一是加大青年人刚性购房政策支持。二是进一步满足居民置换改善需求。三是加快满足被征收群众安置需求。四是全面取消商品住房转让限制。自 2025 年 3 月 31 日起，全市范围内取消限售，商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易，有效满足居民各类住房置换改善需求。五是进一步加大住房公积金支持。扩大《关于优化南京市提取住房公积金支付购房款实施细则》的实施范围，购房人的父母、子女符合提取条件的，可申请提取住房公积金用于支付购房款，同时将该细则的实施期限延长至 2026 年 12 月 31 日。进一步扩大提取住房公积金按月直付房租业务范围，更好满足新市民、青年人等群体的租房安居需求。六是进一步盘活企业存量闲置资产。七是着力提升城市居住环境品质。 广州市商务局获悉，广州市近日发布《广州市提振消费专项行动实施方案（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），《征求意见稿》提出更好满足住房消费需求。扎实推进城中村及老旧小区改造，2025 年计划推进新开工老旧小区改造超 150 个，更新住宅老旧电梯超 9000 台，完成城中村改造固定资产投资 1000 亿元。推进利用专项借款购买存量商品房作为安置房。持续优化住房公积金使用政策，支持缴存人在提取住房公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，进一步优化租房提取政策措施。
2025 年 6 月 12 日	广州市	构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度。要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。
2025 年 6 月 13 日	国务院	8 月 8 日，北京市住房和城乡建设委员会、北京住房公积金管理中心联合印发了《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》，明确京籍居民家庭及在京连续缴纳社保或个税满 2 年的非京籍居民家庭，购买五环外商品住房不限套数；成年单身人士购房按居民家庭执行限购政策。而五环内限购政策保持不变，京籍家庭限购 2 套，非京籍家庭（连续缴纳社保或个税满 3 年）限购 1 套。
2025 年 8 月 8 日	北京市	上海市住房和城乡建设管理委、上海市房屋管理局、上海市财政局、上海市税务局、人民银行上海市分行、上海市公积金管理中心等六部门联合印发《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》（以下简称《通知》），包括调减住房限购、优化住房公积金、优化个人住房信贷以及完善个人住房房产税等政策。
2025 年 8 月 25 日	上海市	深圳市住房和建设局、中国人民银行深圳市分行联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策措施的通知》，9 月 6 日起深圳分区优化调整居民购买商品住房政策、分区优化调整企事业单位购买商品住房政策、优化调整个人住房信贷政策，成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策，贷款利率不再区分首套住房和二套住房。
2025 年 9 月 5 日	深圳市	

资料来源：大众日报，央广网，新华社，南京市人民政府，广州市人民政府，澎湃新闻，广州日报，经济参考报，北青网，华安证券研究所

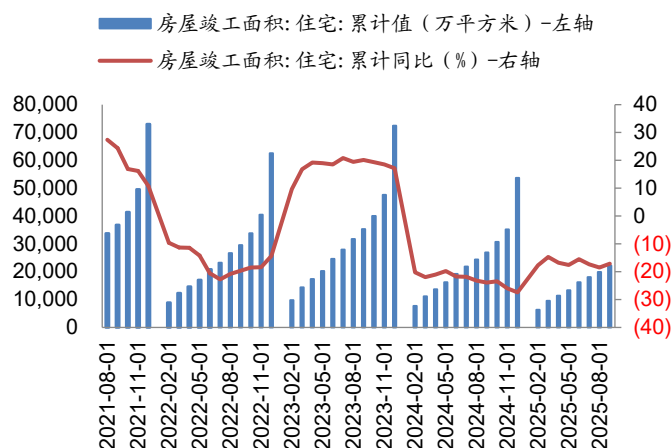
近年来我国房地产市场持续承压，但整体呈现回稳趋势。2023 年至今房地产虽仍承压，但政策的托底效应正在逐步显现，市场发展呈缓，保持在小幅度波动区间内。据国家统计局数据显示，2025 年前九个月，住宅新开工面积 3.33 亿平方米，累计同比-18.3%；住宅竣工面积 2.22 亿平方米，累计同比-17.1%；商品房销售面积 6.58 亿平方米，累计同比-5.5%。中指研究院的研究数据显示，从复合增速来看，2021-2025 年商品住宅销售面积年均下降 3.7%左右，销售额年均增长 1.8%左右，新开工面积年均下降 2.7%左右，开发投资额年均增长 3.8%左右。市场呈现“发展节奏明显放缓，整体供求规模高位小幅回落”的特点，且预计未来五年我国商品住宅销售面积为 67.8 亿平方米；销售额达 79.5 万亿元；新开工面积为 74.8 亿平方米；开发投资额 58.5 万亿元。房地产行业已从增量时代迈入存量时代，旧改、旧房翻新、二次装修及旧家居换新升级成为市场核心需求，为家居行业提供稳定增长基础。

图表 15 2021-2025 年房屋住宅销售面积累计值及同比（万平方米，%）



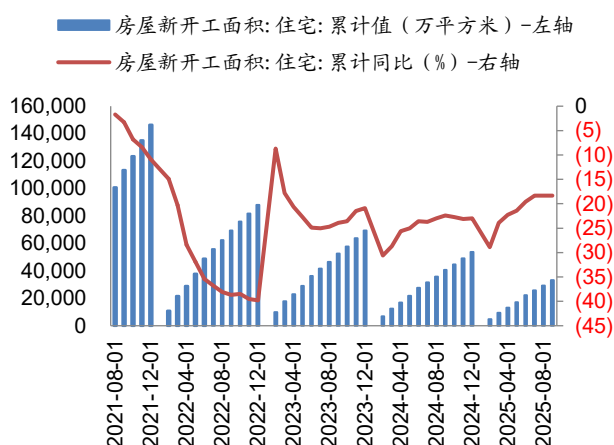
资料来源：东方财富 Choice，华安证券研究所

图表 16 2021-2025 年房屋住宅竣工面积累计值及同比（万平方米，%）



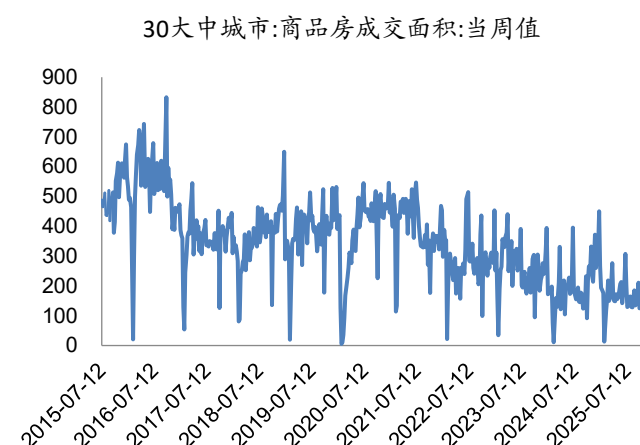
资料来源：东方财富 Choice，华安证券研究所

图表 17 2021-2025 年房屋住宅新开工面积累计值及同比（万平方米，%）



资料来源：东方财富 Choice，华安证券研究所

图表 18 2015-2025 年 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：东方财富 Choice，华安证券研究所

2.2 定制家居行业进入 2.0 时代，全品类全渠道全市场拓展

品类方面，定制家居从单品类向全屋定制发展，以大家居经营为主。在单品类时期，消费者分别面对单一品类，环节分散，需面对多个供应商，而且风格难以达成统一，催生出“装修一个家”的一站式集成需求和全品类经营的市场机会。尤其是主力消费群体正在向 90 后、00 后乃至更年轻的人群转变，消费者年轻化和客户需求个性化、多样化趋势也将促使家居行业朝着为客户提供一站式整家一体化服务的方向发展。由于衣柜、厨柜等都属于木工环节，定制家居企业自然地由单一厨柜或衣柜向厨柜、衣柜和木门等全品类经营；同时由于厨柜在房屋装修中入场更早，从厨柜向衣柜、木门引流的逻辑更顺畅，因此以厨柜为起点的拓展更普遍。

图表 19 定制家居公司品类扩张历程

	2000年以前	2000年-2009年	2010年-2019年	2020年及以后
欧派家居	1994年，欧派第一套橱柜诞生，开始改变中国人对厨房的认知。 1995年，成立装饰工程有限公司，导入厨房与装修一站式服务理念。	2000年，欧派第一套“2000功能化橱柜”诞生。 2004年，率先把开放式厨房带给中国家庭。 2006年，进军整体衣柜产业。 2007年，欧派第一套数码化厨房诞生，开启中国厨房智能化时代。	2010年，开始进军木门产业。 2016年，欧派开启全屋定制MALL时代。 2019年，升级“整装赋能”的全新商业模式，与全国各地家装龙头企业强强联合，实现真正的一体化家居装修解决方案。	2020年，发展欧铂尼装甲门，完善产品链条，深化“大家居”战略，向“一体化解决方案提供者”升级。 2023年，进行组织架构调整。
索菲亚	/	2001年，将定制衣柜引入中国，开创中国定制衣柜时代。 2007年，采用“标准件+非标件”相结合的生产模式，解决了定制衣柜定制与规模化生产的矛盾，开启定制衣柜规模化生产的时代。	2013年，从定制衣柜品牌向大家居战略布局。 2014年，与法国知名厨房制造服务商 SALMS.A.S（现名为SchmidtGroupe）合资成立司米橱柜有限公司。 2017年，设立索菲亚华鹤木门有限公司，进入定制木门领域。	2021年，推出互联网轻时尚品牌米兰纳。 2022年，发布索菲亚门窗品牌。 开启墙面系统和地面系统业务。
志邦家居	1998年，创立志邦，主要从事于橱柜业务。	2009年，推出自主品牌ZBOM志邦厨房电器。	2015年，推出“ZBOM志邦全屋定制”产品，开始拓展衣柜业务，最初以“法兰菲”品牌运作，自2018年起与橱柜业务共享“ZBOM志邦”品牌。 2018年，推出“ZBOM志邦木门”产品。	/
金牌厨柜	1999年，金牌厨柜创立。 2001年，金牌橱柜发明烤漆厨柜。	2008年10月，金牌厨柜共拥有6项外观设计专利和7项实用新型技术专利，成为获得国家专利最多的厨柜品牌。	2016年10月开始整体衣柜产品的研发、样柜生产等工作。 2018年上半年，成立桔家木门事业部。 2019年，打磨整装业务，将以公司橱、衣、木产品作为核心，整合其他家居品类，为中小家装公司提供供应链支撑。	2020年，金牌厨柜发布抗菌健康厨房全新升级。 2021年，对品牌进行升级，原“桔家衣柜”、“桔家木门”、“桔家云整装”分别升级为“金牌衣柜”、“金牌木门”、“金牌整装馆”。
尚品宅配	/	2004年，尚品宅配创立，率先提出定制家居。 2008年，新居网上线，开创家居电商消费新模式。	/	2021年，推出BIM整装技术。
好莱客	/	2002年，提出整体衣柜。	2014年，进军全屋定制。 2017年，橱柜与木门项目正式启动。 2019年，好莱客门窗子公司成立。	/

资料来源：公司公告，华安证券研究所

渠道方面，整装渠道成为定制家居企业的新增长引擎。从流量的角度看，过去的家居消费以“门店体验→决策”为主，随着家居流量碎片化，传统门店“等客上门”的效率大幅下降，定制家居企业开始积极探索其他的如整装、社区营销、精装等多样渠道。其中整装模式一体化交付，直接解决“多环节协调”难题，匹配“懒人经济”需求，受到消费者青睐。各定制家居头部企业纷纷探索整装渠道，通过整装渠道获得客单价提升和获客成本降低的优势。

图表 20 索菲亚/欧派家居/尚品宅配/志邦家居对于整装渠道战略布局

公司名称	整装渠道战略布局
索菲亚	积极拥抱整家定制模式，构建了完整的整家产品矩阵。2025 年推出整家 5.0 战略，实现全案设计交付；覆盖入户、客厅、餐厅、卧室、厨房、卫浴、阳台等 9 大空间，精研十大品类产品
欧派家居	在行业内率先开展整装渠道业务培育，并于 2018 年试点整装大家居商业模式，当前该业务已形成“欧派”与“铂尼思”双品牌矩阵，前者聚焦中高端市场，强化定制核心优势，后者以普惠定位切入细分需求，实现差异化客群覆盖，以满足不同渠道合作商、用户的差异化需求。
尚品宅配	启动“圣诞鸟 BIM 整装大家居”项目，公司整合全屋整装全产业链资源，借助数据智能、服务集成、统一的品质保证、资源集中采购以及 SaaS 化工具等，助力中小家装企业拓展全屋整装业务能力，实现服务模式升级，共同服务终端消费者，进而打造国内领先的家居产业互联网平台。
志邦家居	扎根整家之路，提出全空间集成整家，在产品与服务的体验上进行全链路升级；整家系统集成 3.0 店态，以“全空间、真整家”为主题，提供一体化全空间系统集成整家解决方案。率先入局智能化风口在智能家居方面与多家智能品牌达成了合作，探索“整家智造”领域。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

需求方面，定制家居的需求端从新建房转向对旧房的改造。伴随新房增量触顶，在全国 6 亿栋存量住房中，房龄超 20 年的房屋超过 2.7 亿，家居需求重心加速向改造旧宅转移。房屋年龄达到上限的旧宅房屋普遍面临空间老化、功能滞后等痛点，而旧改模式通过局改改装和适老适配等，匹配业主高效率地提高住宅品质的焕新诉求。定制家居头部企业密集布局旧改赛道，在存量市场发掘新的增长点。索菲亚不断增强与装企的合作，以用户为中心，以社区服务中心为支撑，不断开发多业态门

店，实现全域引流，为消费者提供全装修生命周期产品及服务；金牌家居积极发展局改公司、小型家装公司、设计师与工长等业务合作伙伴，在 2024 年通过对便捷蜂的投资，探索社区场景下的家居服务创新模式，业务效果逐见显现。

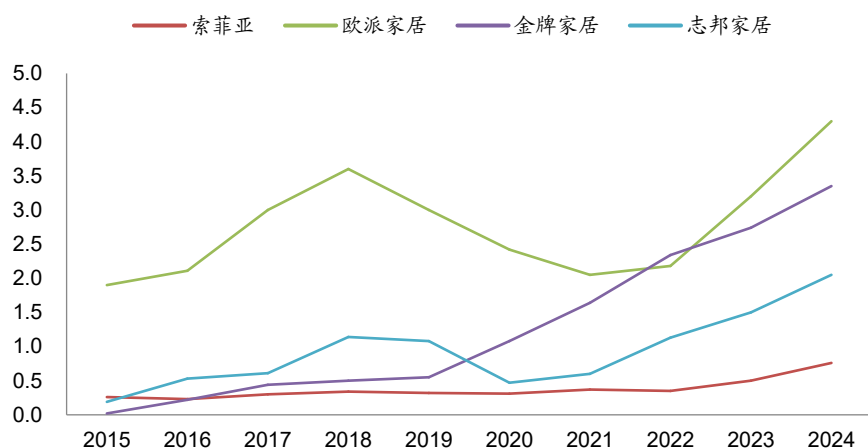
市场方面，定制家居企业逐渐将目光投向海外，探索家居出海道路。过去定制家居市场重心集中于国内新房增量，随着国内市场竞争加剧，定制家居企业正寻找新的增长空间，出海成为定制家居企业的新赛道——通过输出国内成熟的生产和定制能力抢占海外蓝海市场。各头部企业加速海外布局，凭借产品质量与模式优势在海外市场中占有一席之地，海外业务收入呈现上升趋势，出海战略逐渐成为破解增长困局的关键路径。

图表 21 索菲亚/欧派家居/金牌家居/志邦家居海外渠道战略布局

公司名称	海外渠道战略布局
索菲亚	公司持续布局海外市场，通过高端零售、工程项目和经销商等形式。目前，公司已拥有 22 家海外经销商，覆盖了加拿大，澳大利亚，新加坡，越南，泰国等 22 个国家/地区；同时，公司与优质海外开发商和承包商合作，为全世界 21 个国家/地区，约 80 个工程项目，提供一站式全屋定制解决方案。
欧派家居	欧派家居已在全球 146 个国家和地区构建了稳固的销售网络，进一步夯实公司全球业务基础。公司针对不同区域的市场特点，推出了定制化海外产品体系，并在部分重点市场推出了 RTA 产品模式，有效满足了消费者对于高效、快速交付的需求。此外，公司在海外积极推进多品牌战略布局，适应海外不同消费阶层的消费需求。
金牌家居	在生产交付保障逻辑方面，以泰国制造基地为核心，并在区域市场设立卫星工厂，通过泰国生产基地集聚规模效应，发挥成本优势，属地卫星工厂保障及时性需求，跑通“生产基地+卫星工厂”的跨国供应交付齐套模式，满足客户个性化需求，提升响应时效，增强属地化服务能力，更好地构筑了本土供应链和海外市场供产销的一体化循环体系。
志邦家居	早在 2014 年志邦家居就涉足海外，以澳洲、北美为起点开展全球业务。近年来，公司洞察到新兴市场的潜在机会，进一步开拓东南亚市场，相继在新加坡、菲律宾、马尔代夫、马来西亚、印度尼西亚等多个国家开设零售店，通过建立专业高效的服务团队，构建完善的项目管理体系，不断为国际客户提供优质的产品与服务。2024 年 6 月 1 日，志邦日本首家东京旗舰店和志邦菲律宾宿务店同步开业，进一步提升了公司品牌在国际市场的影响力。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 索菲亚/欧派家居/金牌家居/志邦家居海外业务营业收入变化（单位：亿元）



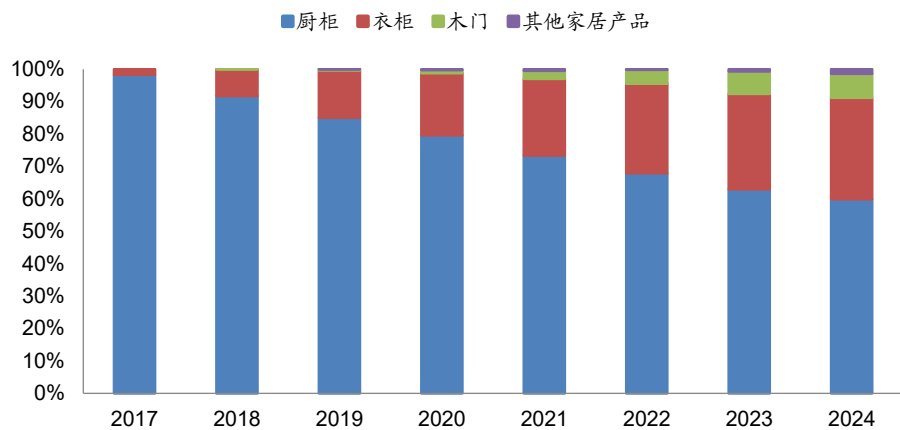
资料来源：Choice 金融终端，华安证券研究所

3 公司：品类渠道扩张，出海势头强劲

3.1 品类：从单品突破到整家生态，全品类延伸满足多元需求

以厨柜为根基延伸至衣柜、木门、智能家居等全品类，向“整家生态构建者”升级。自 1999 年成立以来，公司以高端厨柜为起点，以“更专业的高端厨柜”为品牌发展战略，成为我国专业高端整体厨柜的领先品牌之一。凭借烤漆工艺等核心技术奠定专业根基后，公司于 2017 年启动“大家居”战略，开启品类延伸之路：先是推出高端衣柜品牌“桔家衣柜”，衣柜业务对标金牌厨柜的高标准，聚焦空间整体解决方案，为公司向全屋定制奠定基础；2018 年切入木门赛道，成立桔家木门事业部，以一体化的风格和服务满足中高端用户配套需求；2019 年公司开始智能家居方面的探索，持续强化智能家居的产品和推广，在 2020 年出资成立全资子公司“厦门智小金智能科技有限公司”，推出智能马桶、智能按摩椅等产品，致力于打造智慧厨房、智慧玄关等智能空间。通过一系列品类扩张的举措，公司厨柜业务占比下降，衣柜和木门业务占比上升，2024 年公司厨柜/衣柜/木门/其他家居品的占比为 58.27%/30.47%/7.20%/1.38%。

图表 23 公司 2017-2024 年不同品类收入占比变化情况

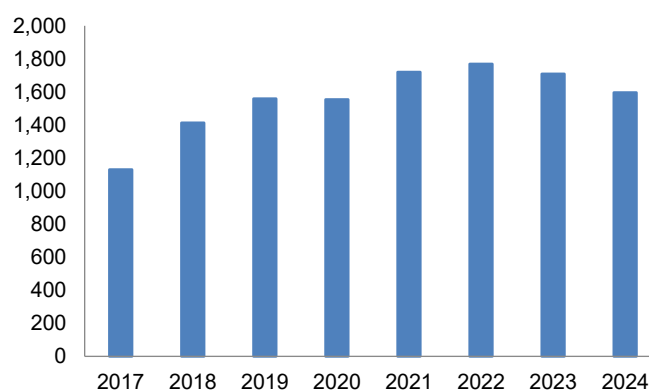
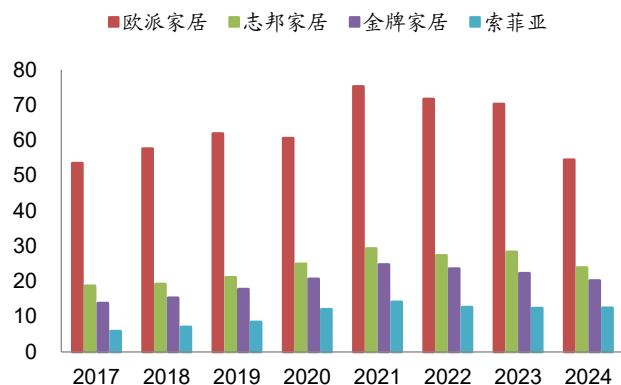


资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

（1）厨柜：收入稳居行业前列，业务整体稳健

厨柜业务稳居行业第三，门店数量进一步优化调整。厨柜是金牌家居业务扩张的原点与主线，自 1999 年成立以来，公司以厨柜为切入点进入定制赛道，历经 25 年积累，成功在行业内占据一席之地，业务收入稳居行业前列。截至 2024 年，公司厨柜业务实现营收 20.25 亿元，同比下降 9.30%，与欧派家居厨柜营收同比下降 22.48%和志邦家居厨柜营收下降 15.62%相比，下降幅度小，体现了更好的抗风险能力。从门店数量角度，公司厨柜门店数量经历了波动上升到优化下降的过程。由于市场竞争激烈，部分低效门店盈利能力不足，公司主动优化门店结构，关闭低效门店，24 年厨柜门店数量较 23 年减少 113 家。

图表 24 2017-2024 年定制家居品牌厨柜业务收入（亿元）
 图表 25 2017-2024 年金牌家居厨柜门店数量变化（家）



资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

智能制造驱动单位成本下行，筑牢盈利韧性根基。从单位成本与产能效率两个维度来看，2017 年至 2024 年间，公司厨柜品类的单位人工与制造费用呈下降趋势，单位人工成本从 349 元/套降至 181 元/套，降幅达 47.9%；单位制造费用从 257 元/套优化至 199 元/套，在行业价格战与原材料涨价的双重冲击下，智能制造成为毛利率韧性的关键支撑。目前，公司在生产当中依托数字化参数化建模、三维在线设计系统与前后端一体化信息系统，将消费者定制需求直连制造工艺，并以 MES 系统为数据主线串联自动化产线、APS 排程嵌入 AI 算法，找到板材利用率最高的订单批次组合，提高板材利用率，降低材料和人工成本，为厨柜业务释放长期增长空间，稳定厨柜业务盈利情况。

图表 26 2017-2024 年公司厨柜业务成本拆分

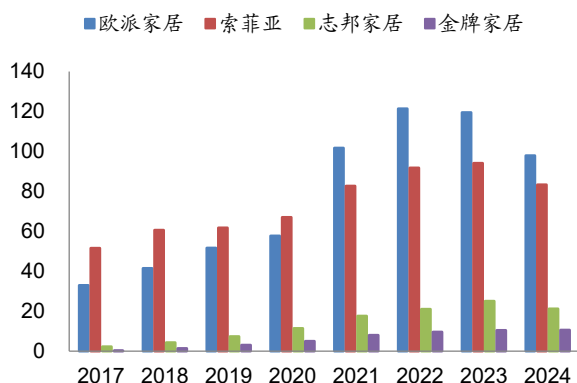
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
业务收入（亿元）	13.86	15.36	17.82	20.73	24.80	23.63	22.32	20.25
毛利率（%）	38.29%	39.89%	36.50%	32.85%	30.31%	29.24%	29.22%	26.60%
销量（套）	185,322	215,950	253,150	442,377	770,226	772,542	709,091	642,145
单价（元/套）	7480	7111	7038	4687	3220	3059	3148	3153
单位成本（元/套）	4616	4274	4469	3147	2244	2165	2228	2314
单位材料（元/套）	3999	3718	3876	2709	1923	1847	1864	1934
单位人工（元/套）	349	308	329	240	187	183	195	181
单位制造费用（元/套）	257	247	263	199	134	135	170	199

资料来源：金牌家居 2017-2024 历年年报，华安证券研究所

（2）衣柜：营收持续增长，维持高毛利率优势

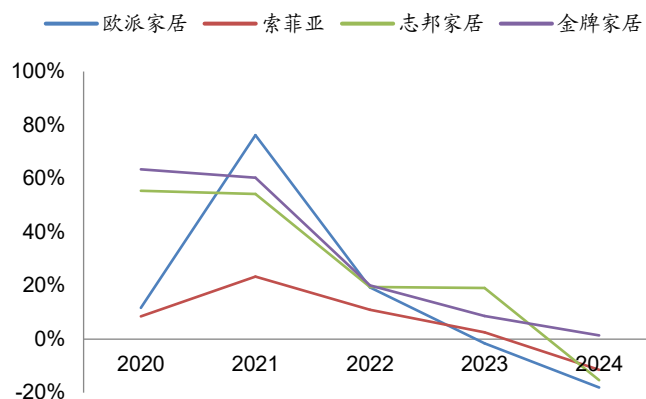
业务收入持续上升，增速韧性显著。公司早期以“桔家衣柜”子品牌试水定制衣柜领域，2021 年后为了深化整家战略，公司将衣柜业务全面整合入“金牌家居”主品牌体系，依托厨柜十年积淀的渠道网络、品牌认知及智能制造生产方式，构建厨柜场景引流到衣柜套系承接的协同增长逻辑，实现快速增长，从 2017 年的 0.24 亿元收入增长到 2024 年的 10.59 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 71.70%；同时增速具有韧性，在市场环境承压的情况下仍保持增长水平，24 年收入同比增长 1.41%，收入同比下降幅度小于同行。

图表 27 2017-2024 年定制家居品牌衣柜业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 2020-2024 年定制家居品牌衣柜业务收入 yoy（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

毛利率突破向上，成本结构优化显效。衣柜作为公司新的业务增长点，毛利率持续增长，2024 年公司衣柜业务毛利率达 33.04%，同比 2023 年提升 3.34pct，创历史新高；相较于公司厨柜业务 24 年毛利率 26.60%，已实现盈利反超，凸显衣柜品类盈利优势。从价格角度看，2017-2024 年衣柜单价从 2341 元 / 套波动至 2873 元 / 套，呈现上升趋势，体现较好的议价能力。从成本结构拆分看，毛利率的跃升源于材料成本优化和人工成本下降，且与规模扩张形成正向循环，24 年公司衣柜单位材料成本为 1442 元，较 23 年下降 147 元，单位人工成本 233 元，较 23 年每套下降 7 元。在行业价格战背景下，公司衣柜品类业务降本提价但销量提升，为在定制衣柜市场中突围提供关键竞争力，也为未来整家战略深化奠定盈利基础。

图表 29 2017-2024 年公司衣柜业务成本拆分

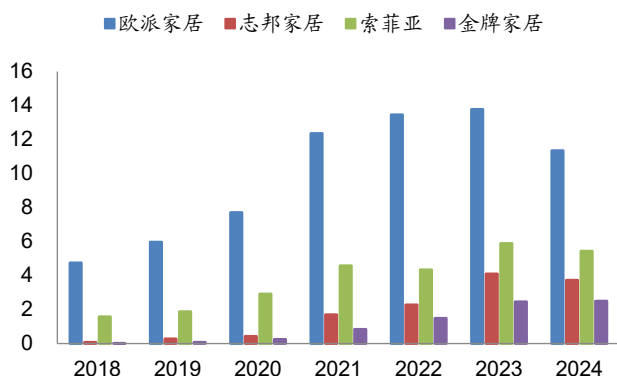
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
业务收入（亿元）	0.24	1.38	3.05	4.99	8.00	9.61	10.44	10.59
毛利率（%）	19.42%	18.89%	26.83%	29.65%	28.90%	29.17%	29.70%	33.04%
销量（套）	10,158	48,158	112,076	183,213	268,426	325,436	357,265	368,553
单价（元/套）	2341	2865	2725	2724	2981	2953	2923	2873
单位成本（元/套）	1886	2324	1994	1917	2120	2092	2055	1924
单位材料（元/套）	1408	1763	1534	1494	1640	1610	1589	1442
单位人工（元/套）	309	367	288	258	306	283	240	233
单位制造费用（元/套）	168	194	172	164	174	199	226	248

资料来源：金牌家居 2017-2024 历年年报，华安证券研究所

（3）木门：业务处于培育期，具有较强发展潜力

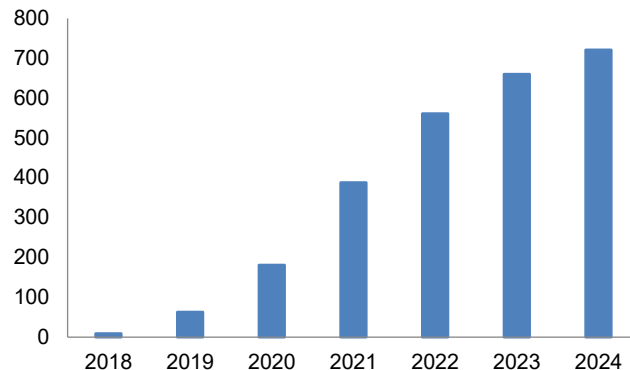
锚定木门行业发展机遇，收入和门店数量实现快速扩张。木门行业进入门槛低，低端产品较多，市场上还未形成高市占率的行业巨头，有一定的发展空间。2018 年公司开始探索木门品类，成立相关事业部，进行木门业务的探索。木门业务依托公司强大的柔性化定制系统，200 余家工程代理商及 2500 多家终端服务网点的实力背书，快速打开局面。22 年公司成为房地产开发企业 500 强首选供应商室内木门类前十，24 年公司木门类业务收入达到 2.5 亿元，2018-2024 年 CAGR 为 216.23%，实现高增长。从门店数量角度看，木门门店数量从 2018 年的 9 家增长至 2024 年的 721 家，门店数量高速扩张，印证了品牌在木门品类布局上的快速渗透与市场拓展的显著成效。

图表 30 2018-2024 年定制家居品牌木门业务收入（亿元）



资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

图表 31 2018-2024 年金牌家居木门门店数量变化情况（家）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

销量实现高增长，毛利率仍有提升空间。2018-2023 年木门销量从 139 榉高增长至 32.83 万榉，2024 年微降至 31.44 万榉，六年来销量实现大幅增长，规模扩张彰显业务成长动能；毛利率从 20 年的 0.34% 提升至 24 年的 7.65%，但仍然不及公司其他品类，还存在上升空间。木门品类单位人工和单位制造费用持续优化，但 2022-2024 年单位材料成本回升推升单位成本，导致毛利率修复节奏放缓，若未来进一步压降材料成本、强化规模效应，毛利率仍存在较大提升潜力。

图表 32 2018-2024 年公司木门业务成本拆分

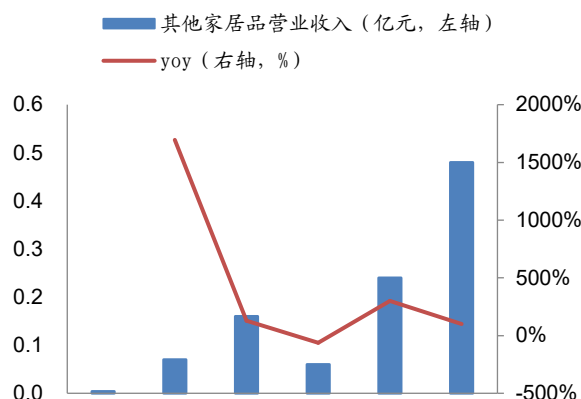
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
业务收入（亿元）	0.0035	0.08	0.25	0.84	1.49	2.46	2.5
毛利率（%）	48.67%	10.61%	0.34%	4.42%	7.19%	7.22%	7.65%
销量（榉）	139	5,299	23,526	118,072	196,110	328,263	314,369
单价（元/榉）	2512	1436	1043	711	759	748	796
单位成本（元/榉）	1290	1284	1040	680	705	694	735
单位材料（元/榉）	1058	788	747	528	502	573	627
单位人工（元/榉）	129	360	212	104	119	72	59
单位制造费用（元/榉）	102	136	81	48	82	49	49

资料来源：金牌家居 2018-2024 历年年报，华安证券研究所

（4）其他品类：多品类延伸，加快智慧空间打造

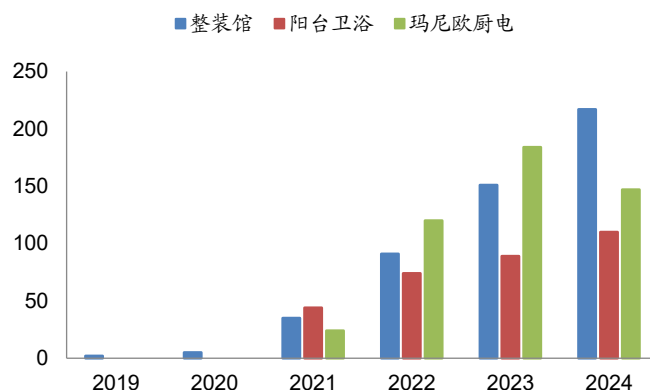
扩展卫浴阳台、整装产品线、厨电厨柜等品类，建设家居整体解决方案。在公司的大家居战略指导下，2020 年，公司将木门、厨电、智能家居、家品、整装等作为培育型业务，在做大规模的同时，加强多品类协同，推动构建大家居生态链，实现外延式增长。2024 年，其他家居品收入达到 0.48 亿元，同比增长 98.57%，公司旗下整装馆/阳台卫浴/玛尼欧厨电门店数量分别达到 217/110/147 家，体现出快速扩张趋势。多品类协同发展为大家居整体解决方案提供了关键支撑，加速公司从“单品供应商”向“整家生态服务商”的跨越。

图表 33 其他家居品收入情况及 yoy（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 2018-2024 年金牌家居旗下整装馆、阳台卫浴和玛尼欧厨电门店数量（家）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

推出多种智能家居品类，积极打造智能空间。自 2018 年政府工作报告指出提出“发展智能产业,拓展智能生活”，公司开始智能家居方面的布局，率先推出智能家居子品牌-智小金，推出智慧门锁、智能按摩椅、智能马桶等核心智能单品以及全屋无线系统产品，以家为载体运用人工智能、云计算、物联网等技术将用户、家居场景、智能电器连成一体，打造智能家居整体解决方案。2023 年，公司将智能家居战略从单一场景转向全屋定制化场景，率先将人工智能技术与全屋定制家居领域结合，嵌入智能家居产品和系统，满足用户一站式需求。智小金品牌构建覆盖厨房、客厅、卧室等五大核心空间的 N 个智能场景应用，提供“G+i+N”模式定制家居智能化的全屋解决方案，推动公司智能家居业务进一步提升。

图表 35 智小金五大智慧空间



资料来源：G 金牌官方号公众号，华安证券研究所

图表 36 智小金厨房智慧场景



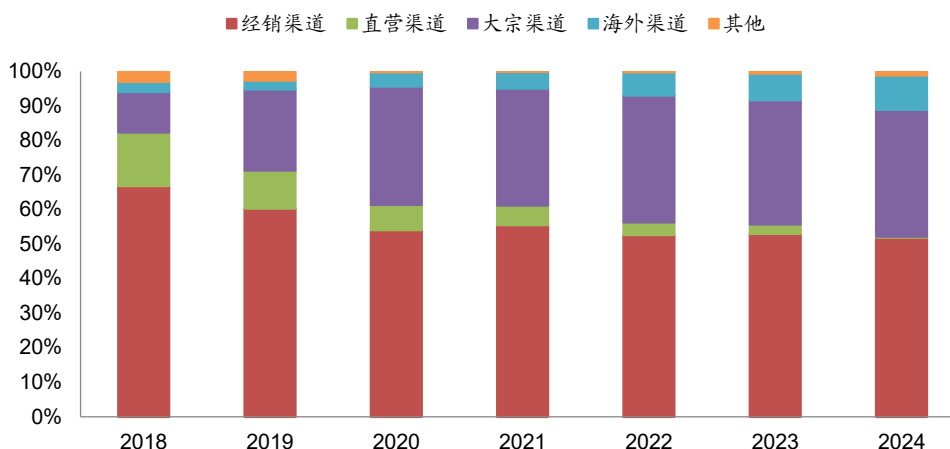
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 渠道：全面推进渠道优化，“四驾马车”齐头并进

传统零售渠道为主，大宗、海外等渠道持续增长。近年来，由于家居行业竞争加剧和消费者购物习惯变化，传统零售渠道面临客流减少、获客成本上升等压力，公司传统零售渠道收入占比下降，但仍为主要收入来源渠道。分渠道看，2024 年公司经销商渠道/直营渠道/大宗渠道/海外渠道/其他渠道占比分别为 50.55%/0.29%/35.76%/9.64%/1.08%，经销商渠道为公司最主要的收入渠道来源，同时大宗渠道和海外渠道收入份额占比扩大。此外，公司积极加强渠道建设，全面推进战略规划

的系统优化，对“四驾马车（零售、家装、精装、海外）”业务战略进行全面迭代升级，实现各业务板块齐头并进。

图表 37 2018-2024 年公司各渠道收入占营业收入比重（%）

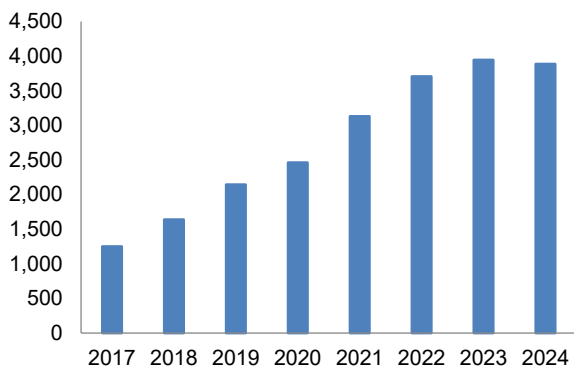


资料来源：公司公告，华安证券研究所

（1）零售渠道：深化“140 战略”，推进多元渠道获客

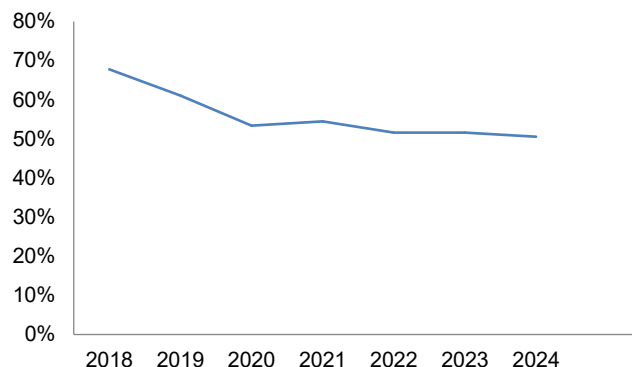
以经销渠道为主，积极推动新零售战略。零售渠道以经销商为主，经销门店数量呈现增长趋势。面对流量碎片化、渠道多元化及整装趋势的行业变革，公司以新零售战略为核心，通过新零售 1.0-4.0 的迭代升级和渐进闭环实现零售突破和高质量增长。2024 年，公司全面推进新零售 140 战略落地，其中“1”指门店，公司通过持续招商建店，店态迭代升级，增强门店经营活力；“4”指家装、拎包入住、局改、线上营销，“0”指经销商的整装能力，以城市为载体，引导经销商打造“家装、拎包入住、局改、线上营销”等多线战斗力，并按照渠道招商，推动一城多商多渠道布局，赋能多渠道商营销与运营能力的提升。

图表 38 2017-2024 年公司经销门店数量（家）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 2017-2024 年公司经销业务占比变化（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

积极发展社区店，加速布局局改翻新市场。公司高度重视存量市场的开发与探索，深入剖析局改业务的特点，通过投资、深度战略合作等方式，积极探索多元化的局改业务模式。社区店是开拓局改业务的重要一环，可以通过厨卫清洁用品、家电清洗/维修等高频服务与客户产生持续交互，进而带动厨卫定制、厨卫改造、全屋翻新等中低频的局部改造业务。搭建可复制的社区店运营模式及配套的高频服务

能力，是公司新零售体系的重要一步，推动公司零售业务从“产品+服务”向“服务+产品”全面转型。2024 年公司投资旧改品牌便捷蜂，通过联合开发，给消费者提供更加适合旧房改造场景下的厨房、卫生间、儿童房等空间的产品，并在社区、梯媒、线上等渠道联合进行品牌推广营销，提升双方在社区场景的品牌影响力等，为金牌家居探索局改、社区店新渠道业务，以及新零售业务模式转型升级，提供了良好的基础。

图表 40 金牌家居维修改造社区店

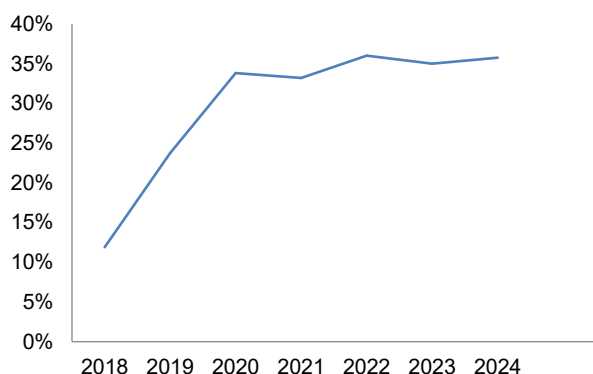


资料来源：G 金牌官方号公众号，华安证券研究所

（2）大宗渠道：聚焦优质地产战略客户，抢占布局新渠道

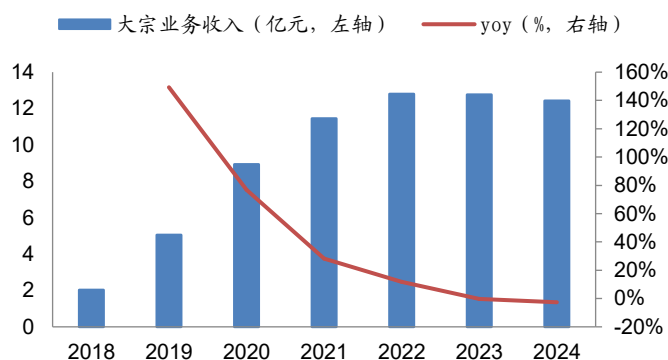
经营求稳，依托品牌优势抢占布局新渠道。公司大宗渠道收入占比经历快速上升到保障较稳定水平的过程，是营收的重要一部分。公司继续秉持风险防控为前提，持续与优质地产企业签署战略合作，对已签战略深度挖掘、新签战略快速上量，持续依托品牌及其资源优势，将木门、厨电等品类带入精装集采。同时，公司积极布局保障安居、城投城建等新渠道，拓展业务边界。2024 年，在复杂市场环境中展现出较强韧性，公司大宗业务实现收入 12.42 亿元，同比下滑 2.64%，整体保持稳健态势。

图表 41 公司大宗渠道历年营收占比（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 2018-2024 年金牌家居大宗业务收入情况及 yoy（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

（3）家装渠道：V8 服务系统赋能，实现量质双增

公司自 2019 年起加强大型家装公司战略拓展与合作，拓展家装渠道，加快家装门店网点布局，2022 年公司与家装合作的数量实现快速提升，2023 年家装渠道成为公司新的业务增长点。2024 年，公司创建 V8 服务系统，着重提升 V1 到 V5（产品、展示、设计下单、助销、交付）五大板块的基础服务能力，同时通过 V6 数字化平台、V7 飞流智能设计系统和 V8 供应链的差异化能力，深度赋能家装渠道的战略合作，进一步提升与装企合作粘性，增强家装供应链的核心竞争力。通过基础能力建设、助力装企数字化转型，帮助公司实现生态位对换，打造覆盖家装产业链全链路的数字化赋能体系，进一步提升公司与装企的合作粘性，努力成为品牌家装公司第一合作伙伴。2024 年公司家装渠道业绩同比实现约 40% 增长。

图表 43 金牌家居与头部装企合作



资料来源：金牌招商公众号，华安证券研究所

（4）海外渠道：差异化业务发展模式，构筑供产销一体化循环

公司根据区域市场差异，确定了差异化的业务发展模式和生产交付保障逻辑，开启了国际化发展的新阶段。业务发展模式方面：北美市场持续推动 RTA 分销商的拓展，总对总合作加快工程项目签约落地；澳洲市场以工程分包模式持续实现市场的进一步突破；东南亚市场推进海外平台分公司，全面强化零售渠道、家装渠道和工程渠道布局。交付保障逻辑方面：以泰国制造基地为核心，并以区域市场设立卫星工厂，实现大货由泰国基地供应，实现大货的规模效应，控制生产成本，小货通过属地化的卫星工厂保障，满足客户个性化需求和响应时效，提升属地化服务能力，更好地构筑了本土供应链和海外市场供产销的一体化循环。2024 年，公司升级现有出海模式，输出“中国智造”和“中国定制”模式，将国内成功验证的业务模式、营销体系、生产交付模式和管理实践推向国际市场，开启国际化发展的新阶段。

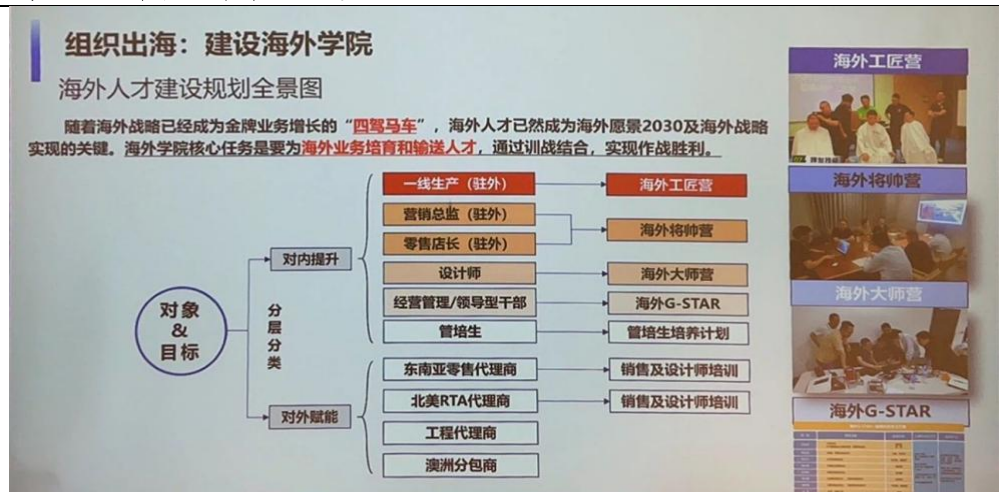
3.3 出海：本土化生产辐射全球市场，多维度推动定制家居出海

加速全球化布局进程，海外业务收入比例持续上升。2015 年，公司开始启动国际化战略；2017 年，公司初步形成以美国为中心的北美市场、以澳大利亚为中心的大洋洲市场和以迪拜、新加坡/马来西亚为中心的东南亚市场的拓展方向，并在美国搭建中心仓库；2019 年公司完成东南亚生产基地布局。经过近十年沉淀，公司已在北美市场、澳洲市场和东南亚市场探索出一条行之有效的业务模式，并针对区域市场差异，确定了差异化的业务发展模式和生产交付保障逻辑，获得较大业

务增长，海外收入占比持续攀升。2024 年，公司海外业务实现收入 3.35 亿元，同比增长 22.34%。

组织出海，构建与全球化业务匹配的组织能力。公司开设海外学院，并对海外人才建设进行规划，以对象和目标进行分层分类为对内提升、对外赋能方向，对内提升方向包括一线生产、营销总监、零售店长、设计师、经营管理/领导型干部、管培生等有不同的计划和成长路线。对外赋能方向，包括东南亚零售代理商、北美 RTA 代理商、工程代理商、澳洲分包商等，不同类别人群有不同的赋能计划。通过培养并向海外工厂输送人才的方式提升海外工厂运作效率，支撑全球化业务。

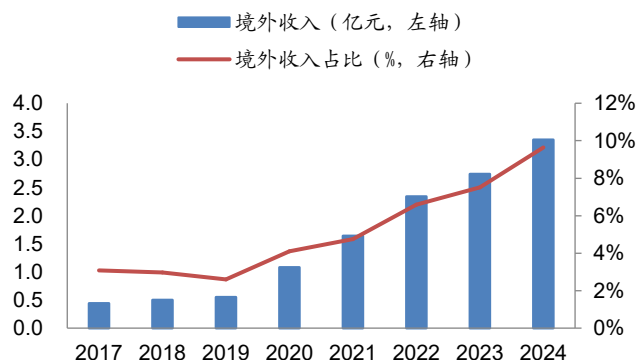
图表 44 金牌家居海外人才建设



资料来源：家居邦公众号，华安证券研究所

制造出海，以“生产基地+卫星工厂”构建覆盖产能网络。金牌家居已构建起完整的全球供应链网络，在海内外布局五大智能制造基地与 N 个卫星工厂，依托生产基地与服务体系的辐射效应，真正实现了就近生产、配送与服务的全球化布局。其中，泰国生产基地作为海外供应链枢纽，负责海外大货供应，实现大货的规模效应，控制生产成本，小货通过属地化的卫星工厂保障，满足客户个性化需求和响应时效，提升属地化服务能力，更好地构筑了本土供应链和海外市场供产销的一体化循环。

图表 45 2017-2024 年公司海外业务收入及占营业收入比例（亿元，%）



资料来源：Choice 金融终端，公司公告，华安证券研究所

图表 46 金牌家居全球生产基地、中心仓和战略市场布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

品牌出海，构建全球视野的品牌影响力体系。作为品牌全球化的重要窗口，公司积极参与国际展会，以规模化展示与技术输出提升品牌形象。其中，公司连续十年亮相美国最大厨卫盛会 KBIS（Kitchen & Bath Industry Show），成为深耕海外市场的标志性动作，迅速赢得当地代理商的信任。继 2015 年首次参展至今，公司在美国的工程代理商已经突破 45 家，并顺利拿下夏威夷 Lai Loa Condo 等多个地标项目。除了 KBIS，公司也积极参与泰国国际家具展览会，德国科隆国际家具展览会，迪拜国际家具展览会等展会，吸引了众多海外客户的关注。

图表 47 金牌家居积极参加国际展会



资料来源：金牌招商公众号，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

（1）整体厨柜：2025 年由于大宗渠道承压，公司整体厨柜业绩下滑。随着市场环境逐步改善，公司后续有望凭借良好的品牌声誉提升市场份额，以大家居模式推动厨电连单率提升，从而带动客单增长，整体厨柜业务收入有望稳定增长。我们预计 2025-2027 年公司整体厨柜业务收入增速分别为 -15%/3%/3%。

（2）整体衣柜：2025 年公司凭借良好的品牌声誉提升市场份额，以大家居模式推动衣柜和软体连单率提升，从而带动客单增长，零售渠道较快增长，后续有望保持稳定增长。我们预计 2025-2027 年公司整体衣柜业务收入增速分别为 25%/15%/5%。

（3）木门：公司积极推广木门业务发展，后续在大家居模式推动下，木门业务有望凭借品牌声誉逐步提升市场份额。我们预计 2025-2027 年公司定制木门业务收入增速分别为 22%/15%/10%。

公司从单品突破到整家生态，全品类延伸满足多元需求，通过零售转型、渠道拓展、生产基地优化、家居出海等措施积极应对市场环境变化，实现稳健发展。虽业绩短期承压，但长期发展可期。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.77/37.19/38.87 亿元，分别同比增长 0.1%/7.0%/4.5%；归母净利润分别为 1.22/1.59/1.89 亿元，分别同比增长 -39.0%/31.1%/18.7%；EPS 分别为 0.79/1.03/1.23 元，截至 2025 年 11 月 25 日，对应 PE 分别为 25.71/19.62/16.53 倍。

图表 48 盈利预测和估值（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3475	3477	3719	3887
收入同比（%）	-4.7%	0.1%	7.0%	4.5%
归属母公司净利润	199	122	159	189
净利润同比（%）	-31.8%	-39.0%	31.1%	18.7%
毛利率（%）	28.7%	26.2%	26.8%	27.3%
ROE（%）	7.1%	4.2%	5.4%	6.2%
每股收益（元）	1.30	0.79	1.03	1.23
P/E	16.16	25.71	19.62	16.53
P/B	1.15	1.09	1.06	1.02
EV/EBITDA	11.26	10.06	8.30	7.16

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 11 月 25 日）

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品”，我们选取申万二级行业分类家居用品下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 11 月 25 日收盘价，根据 Wind 一致预期，家居用品公司的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 27.03/28.17/25.26 倍，金牌家居的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 21.63/25.71/19.62 倍，均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 49 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2025E)	PE (2026E)
801142.SI	轻工制造—家居用品（申万）	27.03	28.17	25.26
603180.SH	金牌家居	21.63	25.71	19.62

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 11 月 25 日，家居用品指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，金牌家居的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

5 风险提示

（1）宏观环境和房地产市场波动风险。由于定制家具行业与国家宏观环境和房地产行业具有较大的关联性，宏观环境波动和房地产市场政策调整都会对定制家具行业发展带来阶段性影响。宏观经济向好、居民消费力提升、房地产政策环境宽松，一定程度上将促进家居产品的需求提升，但若宏观经济和房地产政策收紧，居民消费也将有所下降。因此，若未来如果国家宏观调控政策导致房地产市场低迷，消费者的购房及装修需求增长趋缓甚至出现负增长，将会给公司的销售带来不利影响。

（2）市场竞争加剧风险。近年来，随着我国居民收入水平的提高，精装房、二次装修需求的增加，定制家具行业发展快速。同行业公司通过上市和持续资本运作实现全国性战略布局，产能迅速扩张，品牌效应日趋显著。此外，部分与定制家具行业具有关联性的电器及家具建材类企业向定制家居行业渗透，市场竞争日趋激烈。虽然公司在行业内知名度较高，但随着同行业企业的加速扩张，外部竞争对手的不断进入，公司面临市场竞争不断加大的风险。

（3）原材料价格上涨和人力成本上升风险。公司主要原材料包括板材、台板及五金配件等，原材料成本占主营业务成本的比例较高。各类别的原材料品种、规格繁多，各品种、规格原材料采购价格波动各异，如果未来公司主要原材料价格发

生大幅上涨，将对公司原材料采购成本的控制造成一定压力，进而影响公司生产经营业绩。此外，市场人力资源成本逐年上升。未来，随着公司业务的持续扩张和国民经济发展水平的持续增长，公司人力资源成本仍将保持持续上升的态势，从而影响公司经营业绩水平。

（4）经销商销售模式风险。公司在产品销售方面采取经销、大宗及直营等模式，销售范围覆盖全国各省、直辖市和自治区。通过经销商销售是公司自主品牌业务的重要销售模式，如果经销商的经营重心发生变化，无法做好有效的品牌投放，不具备得当的市场操作能力，将会影响公司产品在该区域的销售。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2995	2946	2936	2922	营业收入	3475	3477	3719	3887
现金	909	1003	1039	1156	营业成本	2478	2565	2721	2827
应收账款	245	162	172	183	营业税金及附加	38	35	37	39
其他应收款	144	145	155	162	销售费用	416	421	448	466
预付账款	47	48	51	53	管理费用	197	195	205	210
存货	475	492	597	620	财务费用	9	11	10	9
其他流动资产	1174	1096	922	748	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	3377	3485	3640	3772	公允价值变动收益	15	20	20	20
长期投资	70	85	100	115	投资净收益	21	21	22	23
固定资产	2103	2289	2428	2526	营业利润	199	121	159	190
无形资产	293	274	256	237	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	911	837	857	895	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	6372	6431	6576	6695	利润总额	203	125	163	194
流动负债	2625	2623	2694	2723	所得税	10	6	7	9
短期借款	789	789	789	789	净利润	193	119	156	185
应付账款	654	685	726	752	少数股东损益	-7	-2	-3	-4
其他流动负债	1182	1149	1179	1182	归属母公司净利润	199	122	159	189
非流动负债	928	930	925	920	EBITDA	349	370	443	496
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.30	0.79	1.03	1.23
其他非流动负债	928	930	925	920	主要财务比率				
负债合计	3553	3552	3619	3643	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	8	5	2	-2	成长能力				
股本	154	154	154	154	营业收入	-4.7%	0.1%	7.0%	4.5%
资本公积	1068	1068	1068	1068	营业利润	-32.5%	-39.4%	32.1%	19.1%
留存收益	1589	1651	1733	1831	归属于母公司净利润	-31.8%	-39.0%	31.1%	18.7%
归属母公司股东权	2811	2873	2955	3053	获利能力				
负债和股东权益	6372	6431	6576	6695	毛利率（%）	28.7%	26.2%	26.8%	27.3%
现金流量表					净利率（%）	5.7%	3.5%	4.3%	4.9%
单位:百万元					ROE（%）	7.1%	4.2%	5.4%	6.2%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	3.6%	2.9%	3.6%	4.2%
经营活动现金流	382	360	312	406	偿债能力				
净利润	193	119	156	185	资产负债率（%）	55.8%	55.2%	55.0%	54.4%
折旧摊销	181	234	270	293	净负债比率（%）	126.0%	123.4%	122.4%	119.4%
财务费用	13	20	20	20	流动比率	1.14	1.12	1.09	1.07
投资损失	-21	-21	-22	-23	速动比率	0.92	0.88	0.81	0.77
营运资金变动	23	26	-98	-56	营运能力				
其他经营现金流	163	74	240	227	总资产周转率	0.56	0.54	0.57	0.59
投资活动现金流	-240	-191	-174	-173	应收账款周转率	17.56	17.07	22.24	21.92
资本支出	-501	-342	-342	-341	应付账款周转率	3.68	3.83	3.85	3.82
长期投资	257	45	145	145	每股指标（元）				
其他投资现金流	4	106	22	23	每股收益	1.30	0.79	1.03	1.23
筹资活动现金流	-21	-73	-101	-116	每股经营现金流	2.48	2.33	2.02	2.63
短期借款	107	0	0	0	每股净资产	18.22	18.62	19.16	19.79
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	16.16	25.71	19.62	16.53
资本公积增加	-1	0	0	0	P/B	1.15	1.09	1.06	1.02
其他筹资现金流	-127	-73	-101	-116	EV/EBITDA	11.26	10.06	8.30	7.16
现金净增加额	121	94	36	117					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 11 月 25 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。