

家居篇：分化持续演绎，盈利亟待修复 ——21年报&1Q22 季报总结

基本结论

- **21年&22Q1 家居板块综述：**整体家居板块21年营收/利润分别+32.9%/+25.6%，22年1Q营收/利润分别+13.1%/-7.5%，收入受大宗业务叠加疫情影响增长呈现逐季放缓态势，并且由于原材料涨价叠加渠道竞争加剧，使得板块利润整体承压。然而龙头强者恒强，欧派/顾家21年营收分别同比+38.7%/+44.8%，扣非归母净利润分别同比+29.7%/+32.7%，显著领先。并且22年1Q在行业受疫情、地产景气度下行影响下，欧派/顾家营收仍分别同比+25.6%/+20.1%，龙头韧性凸显，分化加剧仍将是22年主旋律。
- **定制家居：**板块体现出四大特点：1) 板块收入端从21年2Q起增长逐渐放缓，22年1Q增速降至10.1%，而欧派展现龙头实力，1Q增长超预期，行业“一超多强”格局越发显著；2) “多强”仍在积极追赶，亮点显现，索菲亚经历两年的调整后，22年1Q零售收入增长20%，达近两年最快增速，调整效果初现；3) 大宗渠道对各企业增长的贡献度整体均延续下降态势，零售渠道各家能力的差异才是分化加剧的关键。头部企业增长驱动力逐步转向店效提升。4) 利润端，板块21年3Q起受原材料价格上涨影响，毛利率逐步承压，22年1Q成本压力仍未明显缓解，但此后盈利逐步修复仍可期。
- **软体家居：**板块体现出三大特点：1) 21年各头部企业份额提升均较为顺畅，顾家家居/梦百合/喜临门营收分别同比+44.8%/24.6%/38.2%，但增长驱动力有所差异，22年1Q整体增长趋缓的情况下龙头增长更具韧性。顾家21年物理店口径门店仅净增97家，逐渐开始转向专注于店效优化提升，通过多品类+多品牌带动自身增长，增长持续性较强，22年1Q营收仍同比+20.1%。而喜临门/梦百合由于自身空白区域较多，增长驱动力仍主要来自渠道开拓，21年分别净增加590/511家；2) 盈利稳定性分化明显，虽21年各家均受原材料涨价影响，但梦百合由于自身外销代工占比较大，受外部因素影响波动更为明显，21年扣非归母净利润为-2.6亿（20年为3.5亿）；3) 22年1Q板块盈利随着原材料价格回落开始修复，1Q顾家家居/梦百合/喜临门环比+1.0/+0.5/+1.0pc，全年盈利修复可期。
- **家居板块基本面展望：**展望此后家居行业基本面，短期来看疫情对于全年需求影响有限，长期来看，在极致悲观预期下，我们测算在10/15/20年不同更新周期下，但2025年仍将分别有望迎来2690/2070/1740万套的装修需求，存量需求依然广阔。并且我们认为在行业逐渐步入大家居时代的背景下，将对企业综合能力的考验显著提升，行业有望迎来集中度加速提升期，份额提升将支撑头部企业持续壮大。定制家居方面，在流量碎片化和前端截流的趋势越发明显的情况下，大家居战略定位及整装渠道拓展将是企业中长期决胜之关键，头部企业已然领先。软体家居方面，龙头企业在内外销上均已经构建起“品牌+渠道+制造+产能布局”的立体优势，格局优化均延续。

投资建议

- 板块估值已下降至历史最低水平，头部企业布局机会凸显。看好零售能力突出的【欧派家居】、【志邦家居】以及变革效果正体现的【索菲亚】。看好大家居布局领先的【顾家家居】及具备一体化生产优势的【敏华控股】。

风险提示

- 地产销售不及预期；原材料价格大幅上涨；贸易摩擦加剧。

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

内容目录

1. 家居板块综述：分化显著加剧，板块盈利亟待修复.....	5
2. 定制家居：零售业务重要性凸显，综合能力比拼已开始.....	7
2.1 业绩综述：收入分化延续，盈利整体承压，亮点出现.....	7
2.2 大宗渠道逐渐体现负贡献，预计占比将逐步缩减.....	8
2.3 店效提升成为零售增长主驱动，整装布局越发关键.....	10
2.4 盈利能力：整体毛利率均承压，龙头费用管控优势凸显.....	12
2.5 预收款：整体分化显著，索菲亚预收增长超预期.....	13
2.6 现金流：大宗业务对现金流拖累越发明显.....	14
3. 软体家居：龙头份额稳步提升，1Q 盈利能力已开始修复.....	14
3.1 业绩综述：收入增长较为理想，盈利稳定性分化明显.....	15
3.2 头部企业专注单店提升，床垫品牌渠道扩张仍在延续.....	16
3.3 盈利能力：盈利同比均有承压，1Q 毛利率环比开始改善.....	17
3.4 预收款：疫情及海外需求放缓致使 1Q 预收承压.....	18
3.5 现金流：龙头现金流依然优异，梦百合略有承压.....	19
4. 展望：需求广阔，份额提升将成关键要素，估值亟待修复.....	19
4.1 家居行业基本面展望：内外销需求依然广阔，份额提升将成关键.....	19
4.2 估值复盘：地产端前瞻指标依然有效，估值亟待修复.....	22
4.3 家居板块投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：家居行业板块历年营收与净利润同比增长率.....	5
图表 2：家居行业板块单季度营收与净利润同比增长率.....	5
图表 3：家居上市企业 21 年报及 22 年 1Q 季报业绩统览.....	5
图表 4：家居板块历年盈利能力(%).....	6
图表 5：家居板块单季度盈利能力(%).....	6
图表 6：家居板块历年费用率变化(%).....	6
图表 7：家居板块历年单季度费用率变化(%).....	6
图表 8：家居板块历年预收款同比情况.....	7
图表 9：家居板块单季度预收款同比情况.....	7
图表 10：定制板块历年营收增速.....	8
图表 11：定制板块单季度营收增速.....	8
图表 12：一线品牌单季度营收增速.....	8
图表 13：二线品牌单季度营收增速.....	8
图表 14：定制家居企业分季度利润同比情况.....	8
图表 15：一线品牌大宗渠道营收历年增长率.....	9

图表 16: 二线品牌大宗渠道营收历年增长率	9
图表 17: 大宗渠道收入占比稳中有降	9
图表 18: 各品牌大宗渠道增长贡献率正逐步下降	9
图表 19: 一线品牌零售渠道历年增长率	10
图表 20: 二线品牌零售渠道历年增长率	10
图表 21: 历年零售渠道各家份额变化	10
图表 22: 各公司历年衣柜门店数	11
图表 23: 各公司历年橱柜门店数	11
图表 24: 各公司衣柜门店历年净增情况	11
图表 25: 各公司橱柜门店历年净增情况	11
图表 26: 各家整装业务收入及占比 (亿元)	11
图表 27: 定制家居企业历年毛利率	12
图表 28: 定制家居企业单季度毛利率	12
图表 29: 定制家居企业历年净利率	12
图表 30: 定制家居企业单季度净利率	12
图表 31: 一线品牌历年期间费用率	13
图表 32: 二线品牌历年期间费用率	13
图表 33: 一线品牌历年销售费用率	13
图表 34: 二线品牌历年销售费用率	13
图表 35: 各公司预收款变化情况	14
图表 36: 大宗渠道收入占比低于 20% 的企业净现比	14
图表 37: 大宗渠道收入占比大于 20% 的企业净现比	14
图表 38: 软体板块历年营收增速	15
图表 39: 软体板块单季度营收增速	15
图表 40: 软体家居重点公司历年营收增速	15
图表 41: 软体家居单季度营收增速	15
图表 42: 软体板块历年净利润增速	16
图表 43: 软体板块单季度净利润增速	16
图表 44: 软体家居历年净利润增速	16
图表 45: 软体家居单季度净利润增速	16
图表 46: 软体家居头部企业开始聚焦店态升级	16
图表 47: 软体家居历年净利率	17
图表 48: 软体家居历年单季度净利率	17
图表 49: 软体家居历年毛利率	17
图表 50: 软体家居历年单季度毛利率	17
图表 51: 软体家居历年期间费用率	18
图表 52: 软体家居历年单季度期间费用率	18
图表 53: 软体家居历年销售费用率	18
图表 54: 软体家居历年单季度销售费用率	18

图表 55: 软体家居历年 Q1 预收款同比增长 (亿元)	18
图表 56: 软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)	18
图表 57: 软体家居企业历年净现比	19
图表 58: 软体家居企业单季度净现比	19
图表 59: 住宅销售、新开工面积同比情况	20
图表 60: 住宅竣工面积同比情况	20
图表 61: 未来五年中国房屋装修套数预测	20
图表 62: 中国橱柜市场格局 (测算)	21
图表 63: 中国沙发市场格局 (测算)	21
图表 64: 美国地产销售回暖明显	21
图表 65: 美国房屋空置率 (%)	21
图表 66: 美国抵押贷款利率处 20 年来低位	21
图表 67: 中国家具出口增长趋缓	21
图表 68: 家居板块十年估值复盘	22
图表 69: 定制家居盈利预测汇总	23
图表 70: 顾家家居各季度内生内销收入 (亿元)	23
图表 71: 梦百合各季度毛利率、净利率情况	23

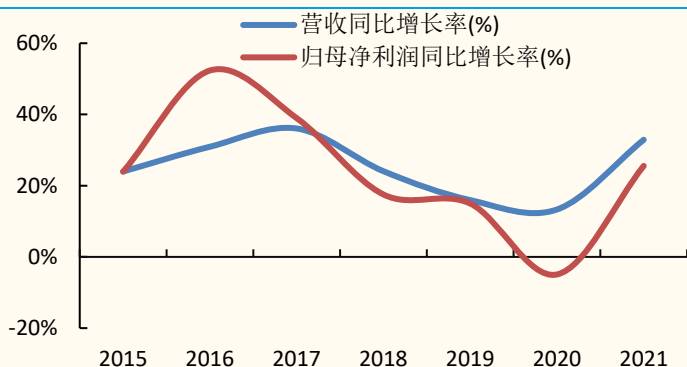
1. 家居板块综述：分化显著加剧，板块盈利亟待修复

整体家居板块 21 年营收/利润分别+32.9%/+25.6%，其中 21 年 4Q 营收/利润分别+13.8%/+10.2%，22 年 1Q 营收/利润分别+13.1%/-7.5%，收入端整体增长受大宗业务叠加疫情影响增长略有放缓，并且由于原材料涨价叠加渠道竞争加剧，使得板块利润整体承压。具体来看，21 年及 22 年 1Q 随着行业逐渐步入存量竞争时代，板块内部分化进一步加剧，龙头强者恒强，欧派/顾家 21 年营收分别同比+38.7%/+44.8%，扣非归母净利润分别同比+29.7%/+32.7%，明显领先于行业。并且 22 年 1Q 在行业受疫情、地产商资金链影响的情况下，欧派/顾家 22 年 1Q 营收仍分别同比+25.6%/+20.1%，显著体现龙头增长韧性。展望 22 年，国内市场中存量竞争与分化加剧将是全年主旋律，2Q 由于疫情影响仍在延续预计板块增长将承压，随着疫情得以较好管控，预计下半年需求将出现阶段性集中释放。海外市场由于海外需求偏弱叠加东南亚复工复产分流订单，出口端整体增速将较 21 年放缓。此外，随着原材料成本压力逐步缓解叠加产品提价落地，板块盈利能力有望逐步修复。

家居板块业绩综述：收入增速分化明显，盈利整体承压，1Q 软体盈利修复

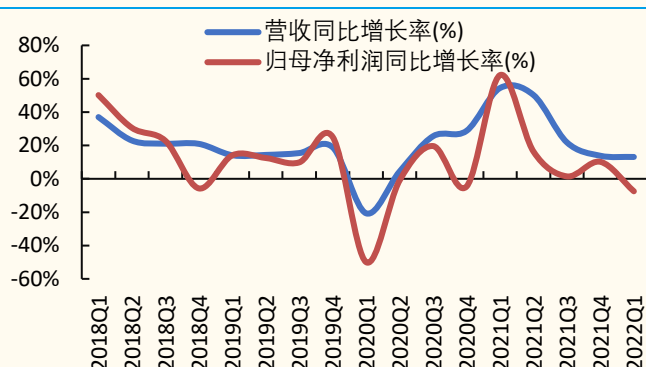
收入端来看，21 年家居板块整体营收同比+32.9%，21 年 4Q/22 年 1Q 整体营收分别同比+13.8%/+13.1%。在地产调控及 22 年 1Q 疫情影响的大背景下，整体板块收入增长从 21 年 2Q 起逐季放缓，在此过程中，头部企业仍然强者恒强，依托多渠道+全品类+多品牌持续提升自身市场份额，保持自身较快的收入增长。从利润端看，原材料涨价，行业竞争加剧等因素使得大部分企业利润并未匹配收入端增长，整体板块盈利承压。从 22 年 1Q 来看，软体家居板块随着成本端聚醚价格的下降，毛利率已开始回升，而定制家居板块仍未体现。整体来看，随着原材料成本压力逐步缓解，预计今年板块盈利仍有望逐步修复。

图表 1：家居行业板块历年营收与净利润同比增长率



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：家居行业板块单季度营收与净利润同比增长率



来源：Wind, 国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 3：家居上市企业 21 年报及 22 年 1Q 季报业绩统览

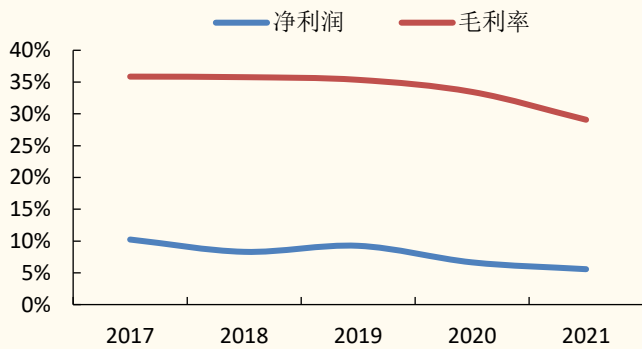
单位：亿元	营收	营收同比	归母净利同比	扣非归母净利同比	21 年 Q4 营收同比	21 年 Q4 归母净利	21 年 Q4 扣非归母净利同比	22 年 Q1 营收同比	22 年 Q1 归母净利同比	22 年 Q1 扣非归母净利同比
定制家居										
欧派家居	204.4	38.7%	29.2%	29.7%	20.6%	-9.84%	-9.4%	25.6%	3.9%	12.0%
索菲亚	104.1	24.6%	-13.5%	-10.4%	-2.9%	-63.1%	-67.7%	13.5%	-2.9%	5.0%
尚品宅配	73.1	12.2%	-11.5%	6.2%	0.7%	-93.9%	-162.3%	-22.9%	-1367%	1372.9%
志邦家居	51.5	34.2%	27.8%	28.3%	24.7%	3.9%	-1.6%	11.2%	1.4%	-16.0%
金牌厨柜	34.5	30.6%	15.5%	10.8%	19.9%	24.9%	17.5%	17.2%	-31.2%	30.4%
好莱客	33.7	54.4%	41.71%	50.5%	21.3%	63.5%	65.4%	8.4%	3.9%	4.1%
我乐家居	17.3	8.9%	-28.0%	-36.1%	-17.4%	-42.3%	-45.3%	13.2%	15.7%	231.9%

单位: 亿元	营收	营收同比	归母净利	扣非归母净利	21 年 Q4 营收同比	21 年 Q4 归母净利	21 年 Q4 扣非归母净利	22 年 Q1 营收同比	22 年 Q1 归母净利	22 年 Q1 扣非归母净利
定制家居										
皮阿诺	18.2	22.1%	-16.1%	-16.2%	4.8%	-105.6%	-103.6%	-31.8%	-46.9%	-48.9%
软体家居										
顾家家居	183.4	44.8%	25.2%	32.7%	24.2%	33.3%	28.0%	20.1%	15.1%	20.3%
梦百合	81.4	24.6%	-172.8%	-173.8%	1.25%	-388.9%	-1766%	13.5%	-44.2%	48.1%
喜临门	77.1	38.2%	78.3%	58.2%	25.7%	38.83%	17.4%	12.4%	-36.2%	12.9%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 索菲亚、我乐家居、好莱客、皮阿诺 21 年利润剔除恒大减值影响, 顾家家居 21 年同比数据剔除 20 年减值影响

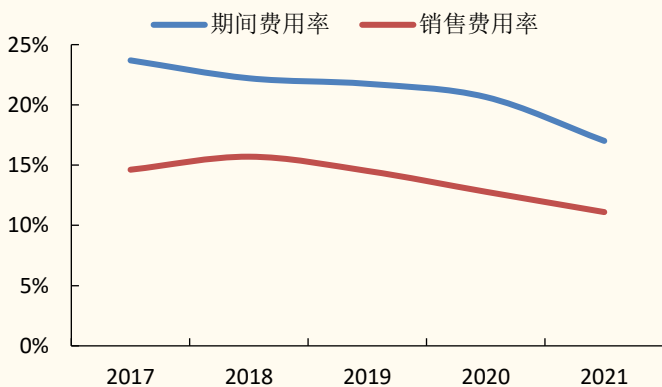
盈利能力: 21 年毛利率下行拉低整体盈利能力, 22 年 1Q 环比开始修复: 家居板块 21 年整体毛利率为 29.1%, 净利率为 5.6%, 盈利能力下降主要由于原材料涨价以及部分渠道的竞争加剧。分季度来看, 毛利率从 21 年 4Q 同比-4.1pct 至 26.4%, 22 年 1Q 行业毛利率依托软体板块原材料成本压力缓解, 环比小幅回升至 27.4%, 同比仍承压。而从费用率角度来看, 21 年期间费用率/销售费用率分别同比-3.6pct/-1.7pct 至 17.0%/11.1%, 22 年 1Q 销售费用率/期间费用率分别同比-1.1pct/-0.6pct 至 12.2%/19.2%。

图表 4: 家居板块历年盈利能力(%)



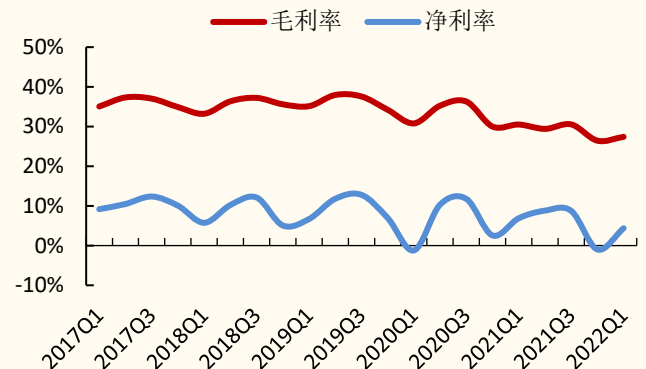
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 家居板块历年费用率变化 (%)



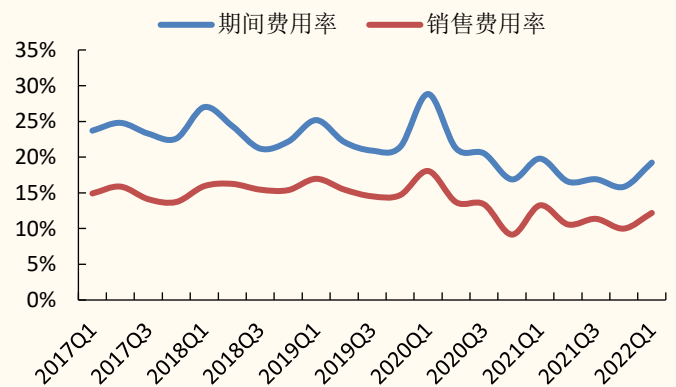
来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 家居板块单季度盈利能力 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

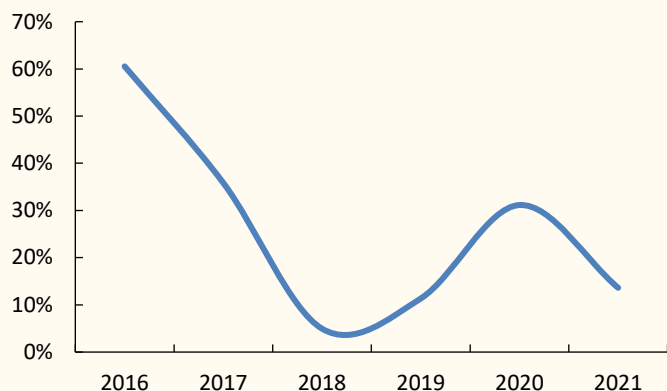
图表 7: 家居板块历年单季度费用率变化 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

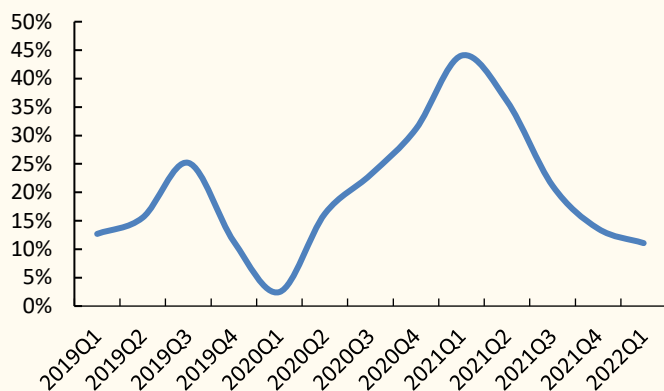
预收款: 预收款增速逐步放缓一定程度上体现整体行业需求开始趋缓。家居板块整体 21 年预收款同比增长 13.6%, 分季度来看, 21 年 2Q 起板块整体预收款+合同负债增速开始放缓, 22 年 1Q 预收款+合同负债同比增长 11.1%, 预计除国内终端需求增长趋缓外, 定制家居板块的各企业逐步收缩大宗业务叠加软体家居板块外销业务预收增长放缓, 是预收款增速逐步放缓的关键因素。

图表 8：家居板块历年预收款同比情况



来源：wind, 国金证券研究所

图表 9：家居板块单季度预收款同比情况



来源：wind, 国金证券研究所

2. 定制家居：零售业务重要性凸显，综合能力比拼已开始

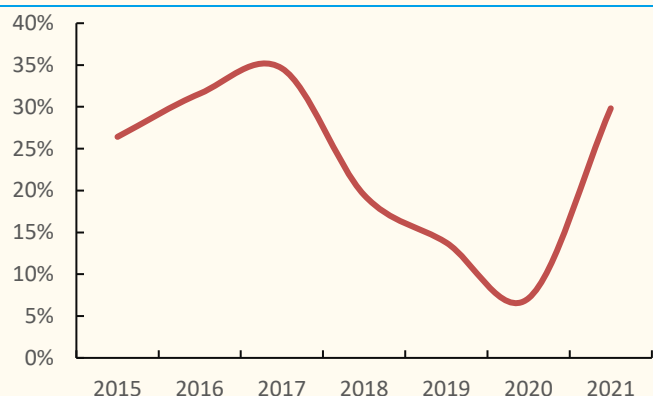
定制家居板块 21 年/22 年 1Q 体现出四大特点：1) 板块收入端从 21 年 2Q 起增长逐渐放缓，22 年 1Q 增速降至 10.1%，而欧派在规模行业最大的情况下 21 年 4Q 及 22 年 1Q 依然分别增长 20.6%/25.6%，明显领先同行，行业头部集中趋势越发显著；2) 行业一超多强的格局下，“多强”仍在积极追赶，各企业发展趋势仍未完全定型，索菲亚经历两年的调整后，22 年 1Q 零售收入增长 20%，达近两年最快增速，调整效果初现；3) 大宗渠道 21 年全年对各企业增长的贡献度整体均延续下降态势，并且于 22 年 1Q 出现负贡献，零售渠道各家能力的差异仍是分化加剧的关键。头部企业在传统零售门店扩张放缓的情况下，依托整装、拎包等多渠道拓展叠加全品类融合销售，增长驱动力逐步转向店效提升。4) 利润端，板块整体 21 年 3Q 起受原材料价格上涨影响，毛利率逐步承压，22 年 1Q 成本压力仍未明显缓解，但此后盈利逐步修复可期。整体来看，零售业务重要性凸显，板块盈利也亟待修复。行业已逐渐步入大家居时代，而这也将是综合能力比拼的时代，头部企业份额有望加速提升。

2.1 业绩综述：收入分化延续，盈利整体承压，亮点出现

21 年及 22 年 1Q 一二线品牌内部均出现明显分化，究其原因，我们认为更多是由于在行业红利逐步消退的背景下部分企业战略与对应举措未及时适应行业变化，份额逐渐向加快应对、持续迭代的龙头企业集中。

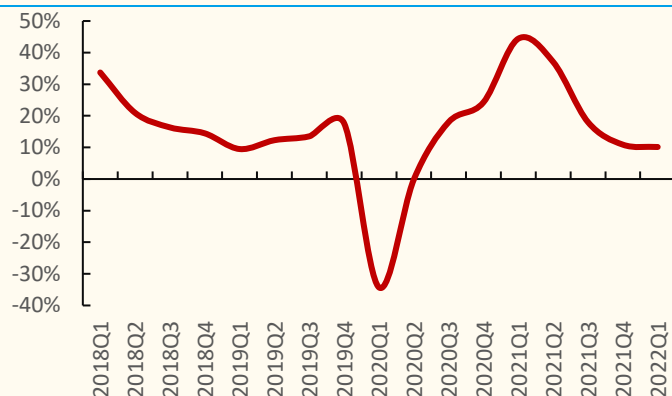
收入端来看，一二线品牌龙头企业欧派、志邦 21 年营收均仍同比分别增长 38.7%/34.2%，22 年 1Q 在板块整体收入增长放缓至 10.1% 的情况下，欧派收入增长再次超预期达 25.6%，龙头自身 α 能力凸显，此外，在分化加剧的背景下，板块出现亮点，索菲亚经历两年变革调整后，逐渐展现较好发展态势，22 年 1Q 收入同比增长 13.5%（其中零售渠道增长 20%），零售渠道收入增速为 18 年 Q2 以来单季度最快增速，展现出“整家定制”战略及渠道、产品等多项针对性调整效果。利润端来看，板块整体 21 年 3Q 起受原材料价格上涨影响，毛利率逐步承压，22 年 1Q 成本压力仍未明显缓解。从全年来看，我们认为随着原材料价格回落叠加产品提价落地，22 年 H2 板块盈利能力有望得以较好修复。

图表 10：定制板块历年营收增速



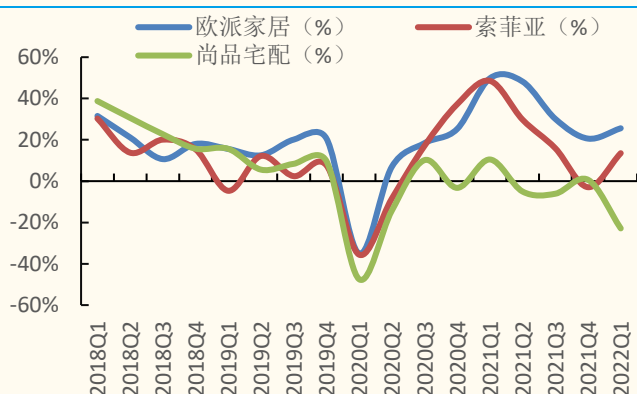
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：定制板块单季度营收增速



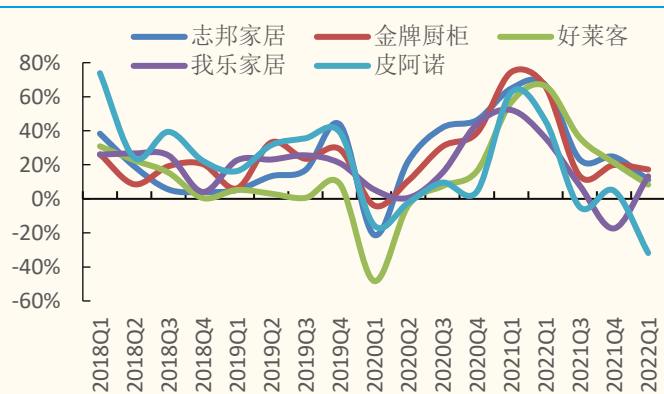
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 12：一线品牌单季度营收增速



来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 13：二线品牌单季度营收增速



来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 14：定制家居企业分季度利润同比情况

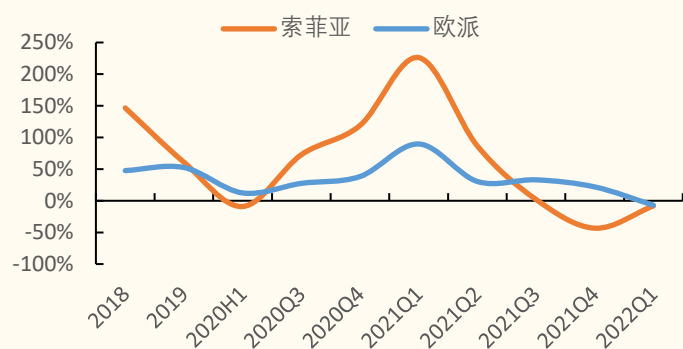
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
一线品牌											
欧派家居	14.7%	24.1%	-210.3%	9.2%	28.9%	32.8%	扭亏	42.2%	14.6%	-9.8%	3.9%
索菲亚	1.9%	33.8%	-115.5%	26.5%	7.7%	38.5%	扭亏	15.5%	13.7%	-63.1%	-2.9%
尚品宅配	1.4%	4.8%	-589.3%	-82.3%	5.1%	-77.4%	扭亏	-81.3%	-75.4%	-93.9%	-1366.8%
二线品牌											
志邦家居	13.1%	39.0%	-241.3%	21.4%	19.8%	104.9%	60.0%	28.8%	0.9%	3.9%	1.4%
金牌厨柜	7.5%	21.4%	-66.5%	8.6%	40.1%	30.4%	130.5%	-15.6%	-18.1%	24.9%	-31.2%
好莱客	-10.5%	36.7%	-144.8%	-14.9%	-8.2%	-6.8%	2.5%	-10.5%	-7.2%	64.5%	3.9%
我乐家居	12.2%	59.3%	230.5%	0.6%	41.8%	75.1%	1745.4%	-9.2%	-33.9%	-42.3%	15.7%
皮阿诺	20.2%	28.6%	-74.1%	3.7%	14.1%	43.1%	131.6%	41.4%	-2.1%	-105.6%	-46.9%

来源：Wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年；索菲亚、我乐家居、好莱客、皮阿诺 21 年利润剔除恒大减值影响

2.2 大宗渠道逐渐体现负贡献，预计占比将逐步缩减

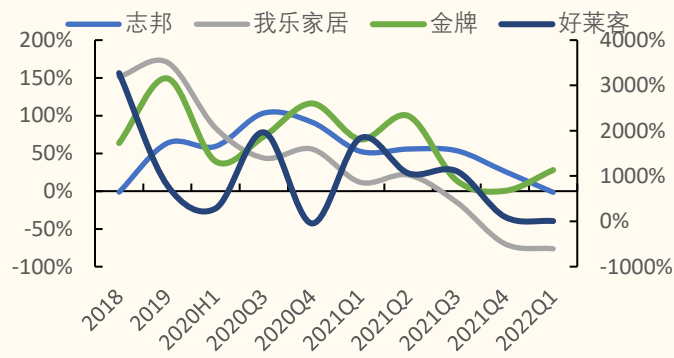
大宗渠道从 2020 年下半年开始收入增速下降并对整体增长的贡献度降低，主要是由于精装房渗透速度放缓并且地产商资金链较为紧张，家居公司主动控制大宗业务规模。目前仅皮阿诺、金牌大宗渠道收入占比超 30%。今年一季度大宗渠道更是体现出负贡献，22 年 1Q 欧派/索菲亚的大宗渠道对总收入增长的贡献度已分别降至-6.6%/-12.4%，全年来看大宗收入占比预计将逐步缩减，零售渠道是主战场的定位得以夯实。

图表 15：一线品牌大宗渠道营收历年增长率



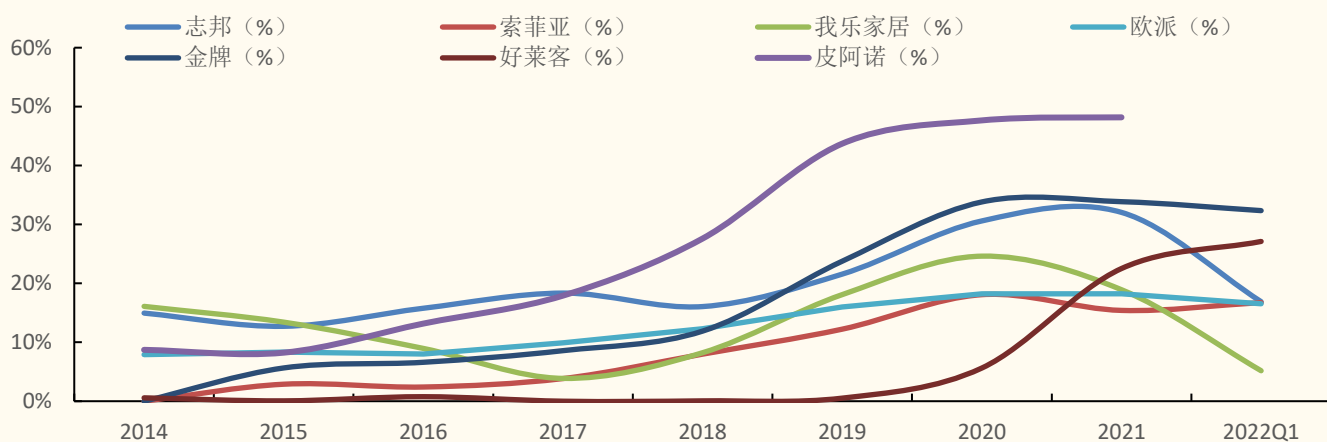
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 16：二线品牌大宗渠道营收历年增长率



来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 17：大宗渠道收入占比稳中有降



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：各品牌大宗渠道增长贡献率正逐步下降

		收入总增量 (亿元)	零售增速 (%)	零售增量 (亿元)	零售贡献率	大宗贡献率
欧派家居	2017	25.8	33.3%	21.9	84.9%	15.1%
	2018	18	15.3%	13.4	74.6%	25.4%
	2019	20.2	12.7%	12.8	63.2%	36.8%
	2020	12.1	6.0%	6.9	56.9%	43.1%
	2021	54	42.2%	44.1	81.7%	18.3%
	2022Q1	7.7	36.7%	8.2	106.6%	-6.6%
索菲亚	2017	16.3	34.0%	15	92.2%	7.8%
	2018	11.5	13.6%	8	69.8%	30.2%
	2019	3.8	0.3%	0.2	5.1%	94.9%
	2020	6.7	1.4%	1	14.5%	85.5%
	2021	20.5	28.5%	19.5	95.1%	4.9%
	2022Q1	2.4	19.9%	2.7	112.4%	-12.4%
志邦家居	2017	5.9	33.2%	4.4	74.8%	25.2%
	2018	2.8	16.0%	2.8	101.9%	-1.9%
	2019	5.3	13.7%	2.8	53.1%	46.9%
	2020	8.8	14.7%	3.4	38.9%	61.1%
	2021	13.1	48.6%	8.4	63.7%	36.3%
	2022Q1	0.76	24.4%	0.78	102.6%	-2.6%

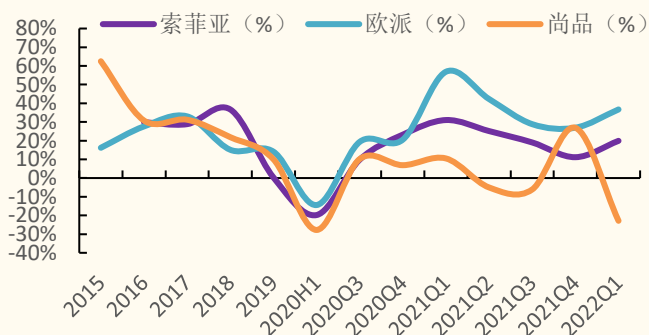
金牌厨柜	2017	3.4	28.4%	2.9	85.1%	14.9%
	2018	2.6	13.7%	1.8	69.7%	30.3%
	2019	4.2	8.0%	1.2	28.5%	71.5%
	2020	5.2	7.8%	1.3	24.7%	75.3%
	2021	7.4	39.8%	4.9	66.0%	34.0%
	2022Q1	0.66	24.2%	0.27	40.9%	59.1%

来源：Wind，国金证券研究所

2.3 店效提升成为零售增长主驱动，整装布局越发关键

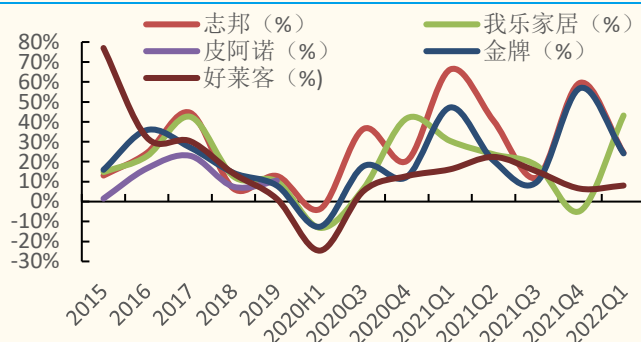
零售渠道方面，2021 年及 22 年 1Q 整体分化延续，欧派、志邦零售端 21 年份额（占所有定制家居上市公司的零售渠道总收入）延续提升趋势，分别提升至 38.1%/8.1%，此外，索菲亚经历变革调整后，21 年零售份额开始回升 0.2pct 至 20.4%。而 21 年 1Q 志邦由于华东地区疫情影响，零售份额并未进一步提升，欧派、索菲亚在零售渠道的份额进一步分别较 2021 年年底+4.9pct/+0.7pct 至 43.1%/21.1%，其余公司除了我乐家居外 1Q 零售渠道的份额均出现下降，集中趋势明显。

图表 19：一线品牌零售渠道历年增长率



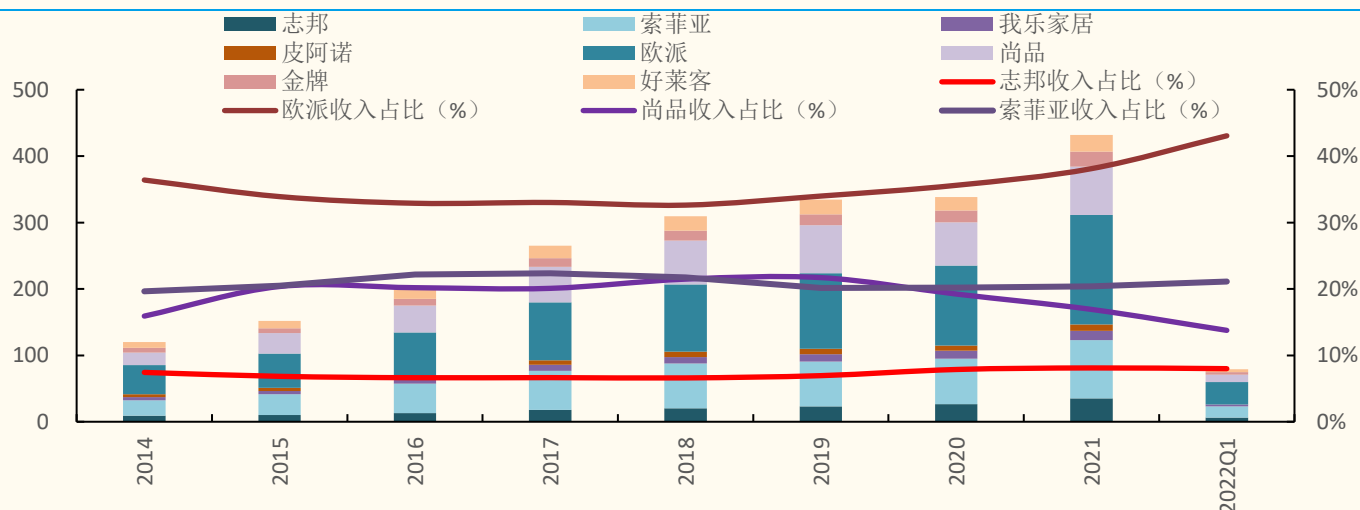
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 20：二线品牌零售渠道历年增长率



来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 21：历年零售渠道各家份额变化

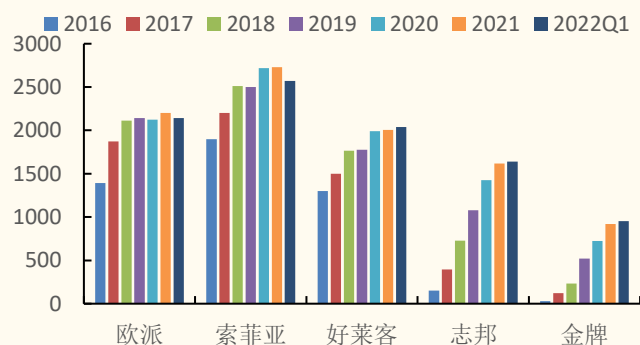


来源：wind，国金证券研究所

传统零售渠道方面，从渠道开拓来看，一二线品牌由于所处阶段不同，21 年及 22 年 1Q 渠道开拓有所分化。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局较为充分，逐步进入存量门店优化调整阶段，推行厨衣融合店，欧派、索菲亚 2022 年 1Q 厨衣累计门店均呈现净关，首要增长驱动力已开始切换至店效提升。而二线品牌企业橱柜零售门店开拓虽放缓，但由于衣柜门店布局仍不

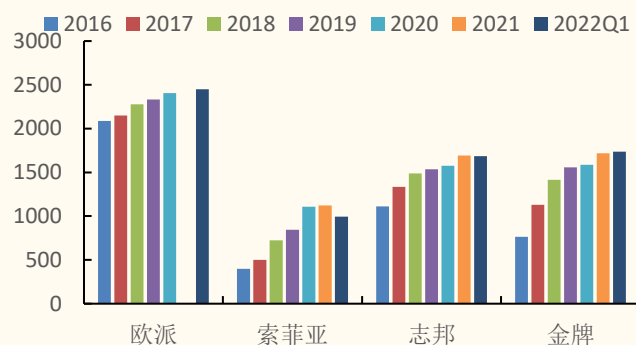
充分，21 年及 22 年 1Q 进一步扩张，22 年一季度末较 20 年底，志邦/金牌衣柜门店分别净增 215/231 家。

图表 22：各公司历年衣柜门店数



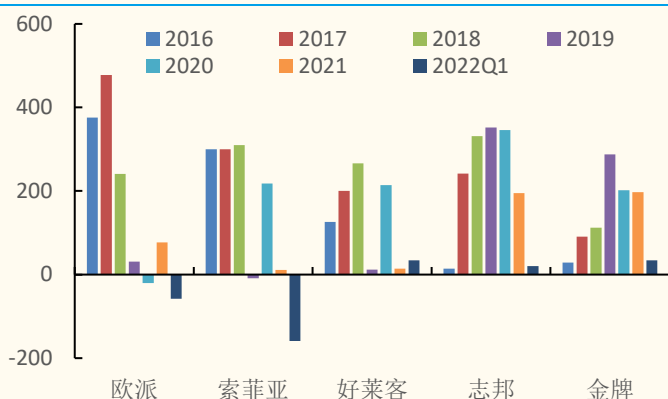
来源：wind，国金证券研究所

图表 23：各公司历年橱柜门店数



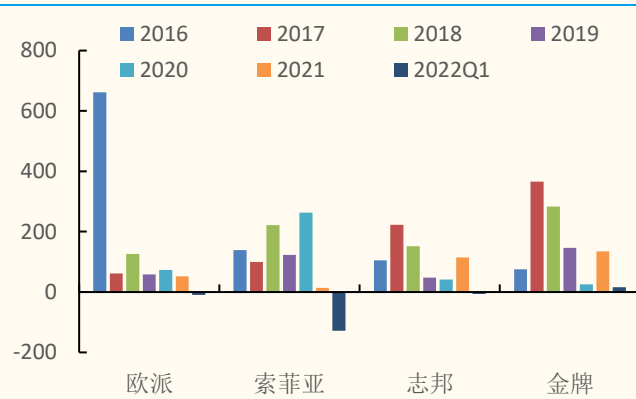
来源：wind，国金证券研究所

图表 24：各公司衣柜门店历年净增情况



来源：wind，国金证券研究所

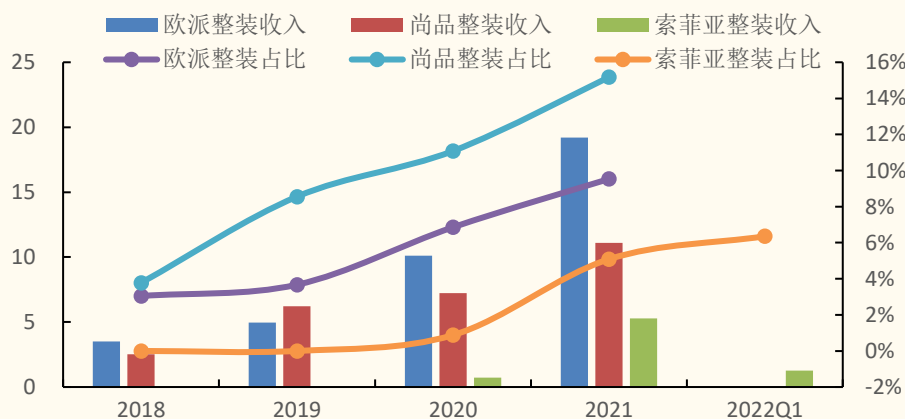
图表 25：各公司橱柜门店历年净增情况



来源：wind，国金证券研究所

在零售渠道中，整装渠道布局重要性越发明显，整装渠道前瞻布局及落地性强，有望成为行业竞争关键。欧派、尚品、索菲亚 2021 年整装渠道收入增速提高，欧派整装渠道 2021 年收入同比增长 90%至 19.2 亿元，整装收入占比已提升至 9.5%，已逐渐成为公司零售增长的主要驱动力。此外，索菲亚也已加紧整装渠道拓展，整装增收明显，2022 年 1Q 整装占比达到 6.4%。整体来看，整装渠道已成为零售市场中增长最快的细分渠道之一，拥有前瞻战略布局且落地性强的龙头已然在这一领域正与竞争对手拉开差距。

图表 26：各家整装业务收入及占比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

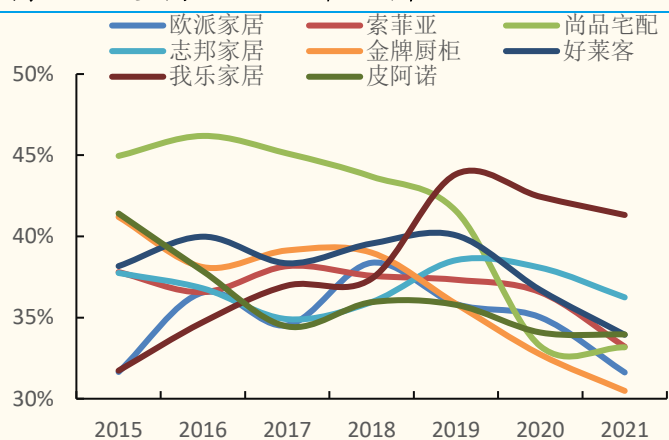
2.4 盈利能力：整体毛利率均承压，龙头费用管控优势凸显

整体来看，2021 年定制家居企业毛利率受原材料涨价以及大宗渠道竞争加剧等影响更为明显，毛利率均承压，但龙头欧派费用管控优异，21 年净利率为 13.0%/9.8%，明显领先于同行。22 年一季度各家盈利能力均仍承压，相较而言，龙头企业盈利韧性更强。

毛利率方面，2021 年欧派/索菲亚/志邦/金牌分别同比-3.4/-3.4/-1.8/-2.2pct，2022 年 1Q 欧派/索菲亚/志邦/金牌毛利率分别环比-1.3/+2.6/-1.0/-2.9pct，各公司 1Q 毛利率整体仍承压，除原材料涨价因素外，低毛利率的配套品销售占比提升也是重要原因。

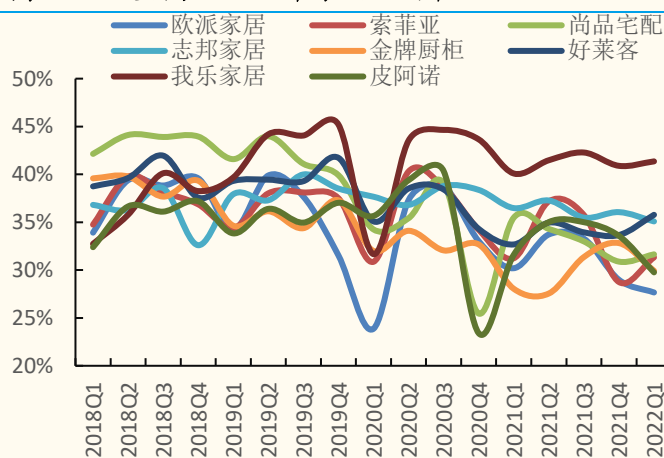
费用率方面，一线品牌龙头欧派已明显体现出自身品牌力及规模效应优势，2021 年整体费用率呈下降趋势，主要依托强大品牌力，其销售费用率的进一步优化，并且 22 年 1Q 在整体竞争加剧，各家销售费用率同比均有一定提升的情况下，欧派销售费用率同比下降 0.6pct，展现自身品牌及渠道优势。

图表 27：定制家居企业历年毛利率



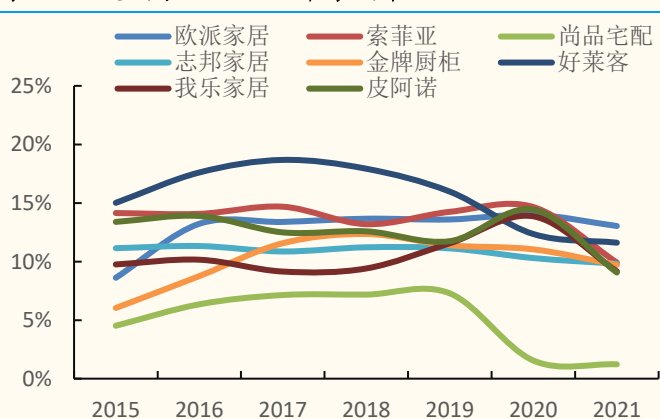
来源：wind，国金证券研究所

图表 28：定制家居企业单季度毛利率



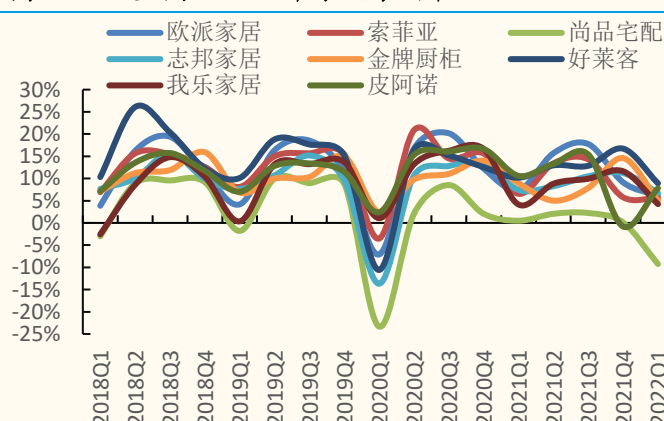
来源：wind，国金证券研究所

图表 29：定制家居企业历年净利率



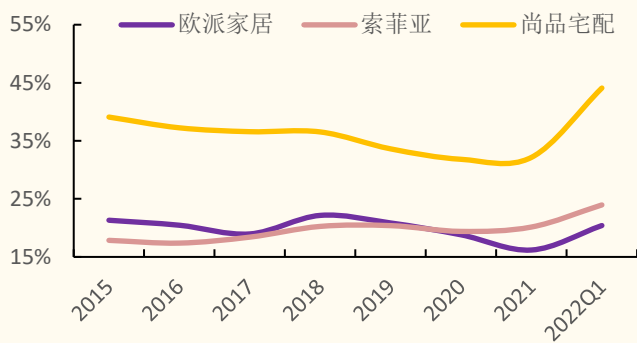
来源：wind，国金证券研究所

图表 30：定制家居企业单季度净利率



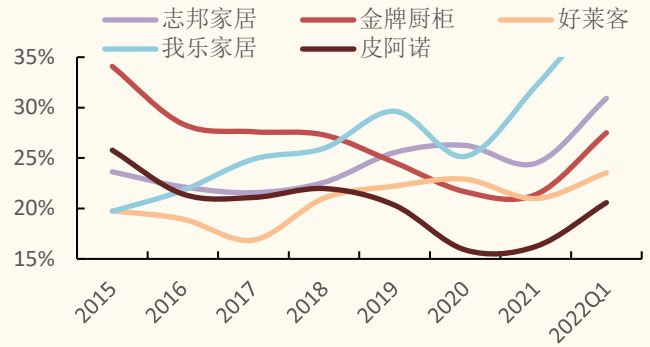
来源：wind，国金证券研究所

图表 31：一线品牌历年期间费用率



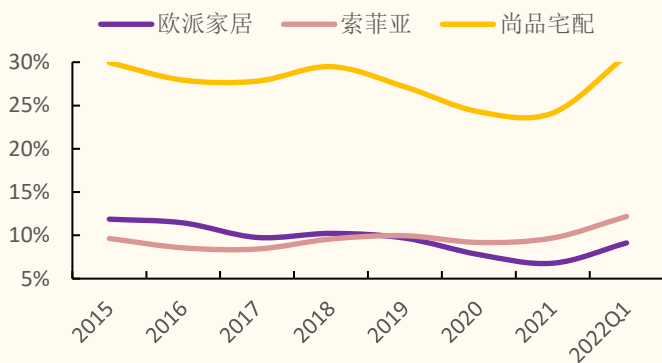
来源：wind，国金证券研究所

图表 32：二线品牌历年期间费用率



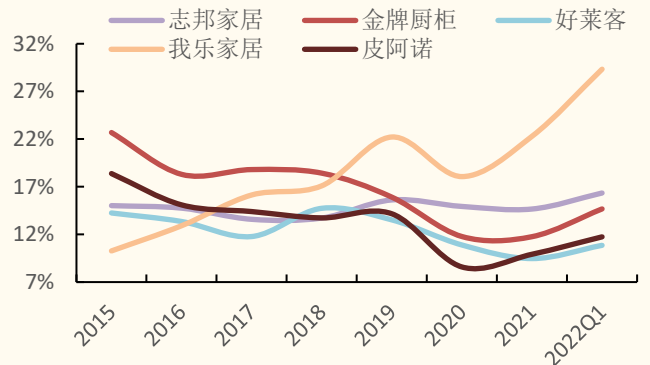
来源：wind，国金证券研究所

图表 33：一线品牌历年销售费用率



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：二线品牌历年销售费用率



来源：wind，国金证券研究所

2.5 预收款：整体分化显著，索菲亚预收增长超预期

2022 年一季度末，欧派/索菲亚/尚品/志邦/金牌/好莱客/我乐/皮阿诺的预收款+合同负债同比分别+39.3%/+55.3%/-17.4%/+21.9%/+17.2%/+0.6%/+36.5%/-8.1%，其中欧派预收款+合同负债 1Q 延续较快增长，而索菲亚预收款+合同负债超预期增长，体现变革成果，315 活动零售接单优异，为 2Q 业绩奠定坚实基础。而尚品、皮阿诺整体预收情况不太理想，2Q 营收增长压力依然较大。

图表 35：各公司预收款变化情况

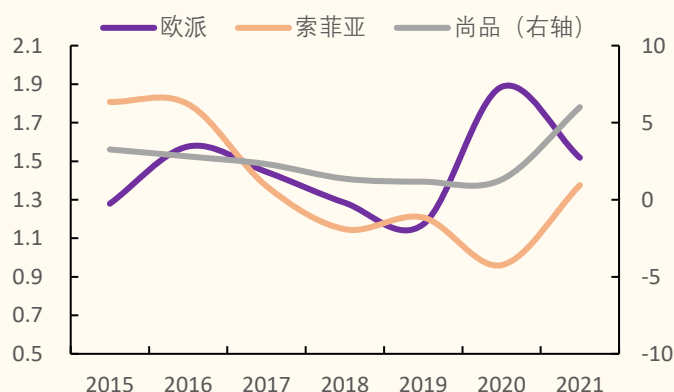
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
一线品牌											
欧派	13.6	11.6	9.1	12.9	14.1	15.3	14.2	23.5	24.4	20.9	19.8
索菲亚	5.9	5.4	4.2	6.0	7.4	7.9	6.1	7.8	8.2	9.8	9.4
尚品	11.6	13.2	10.8	13.0	12.5	13.1	9.2	10.6	9.7	9.9	7.6
欧派 yoy	17.4%	-9.2%	-16.5%	-10.2%	3.3%	32.0%	56.7%	83.1%	73.0%	36.4%	39.3%
索菲亚 yoy	16.5%	1.7%	5.1%	18.5%	24.7%	45.8%	45.0%	29.0%	11.6%	24.1%	55.3%
尚品 yoy	4.0%	3.8%	-1.0%	13.0%	8.2%	-0.8%	-15.0%	-18.0%	-22.3%	-24.6%	-17.4%
二线品牌											
志邦	3.4	3.7	2.6	4.5	4.7	4.7	3.3	4.7	5.0	5.32	4.08
金牌	3.0	3.0	1.9	3.1	3.4	3.5	2.6	4.1	4.2	4.15	3.03
好莱客	1.1	1.3	1.0	1.7	1.4	3.9	4.1	4.3	3.8	4.07	4.09
我乐	1.7	2.2	1.8	2.2	2.3	2.1	1.8	2.5	2.7	3.35	2.46
皮阿诺	1.3	0.9	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.57	1.37
志邦 yoy	15.6%	-1.8%	1.0%	26.7%	41.1%	26.0%	29.9%	5.4%	5.7%	14.3%	21.9%
金牌 yoy	31.4%	27.9%	-13.7%	-2.5%	13.1%	14.2%	34.1%	33.9%	22.4%	20.1%	17.2%
好莱客 yoy	53.3%	22.2%	29.7%	121.2%	33.7%	192.6%	294.7%	155.3%	167.5%	5.1%	0.6%
我乐 yoy	60.8%	57.5%	37.7%	25.2%	30.2%	-5.6%	-0.8%	12.3%	17.8%	59.4%	36.5%
皮阿诺 yoy	56.6%	14.0%	24.1%	4.9%	17.4%	71.2%	90.5%	-3.0%	-0.1%	6.3%	-8.1%

来源：Wind，国金证券研究所

2.6 现金流：大宗业务对现金流拖累越发明显

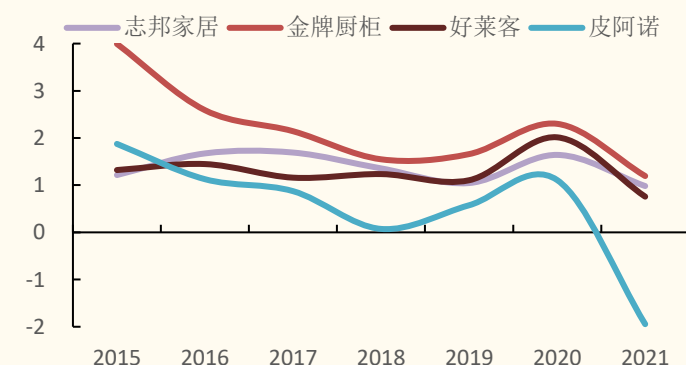
整体来看，2021 年大宗业务对于现金流的拖累越发明显，大宗渠道收入占比低于 20%的企业现金流相对明显优于大宗渠道收入占比超 20%的企业。其中，欧派由于自身零售业务优异增长叠加自身对大宗业务向来谨慎，其净现比（即经营现金流量净额/净利润）明显优于各家，此外，大宗收入占比超 20%的公司现金流表现较 2020 年均有所变差，分化也较为明显，仅金牌橱柜依托其工程代理模式，净现比超 1。

图表 36：大宗渠道收入占比低于 20%的企业净现比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：大宗渠道收入占比大于 20%的企业净现比



来源：Wind，国金证券研究所

3. 软体家居：龙头份额稳步提升，1Q 盈利能力已开始修复

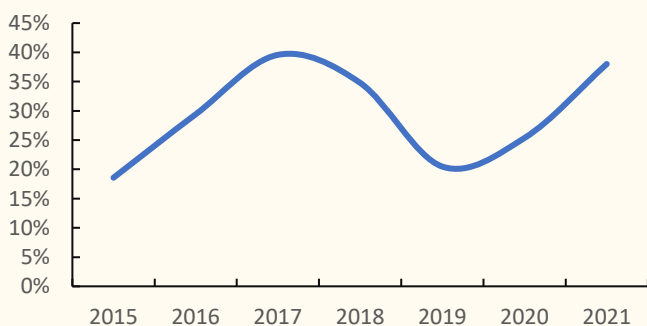
软体家居板块 21 年及 22 年 1Q 展现出四大特点：1) 21 年行业内头部企业份额提升明显，21 年顾家家居/梦百合/喜临门营收分别同比+44.8%/24.6%/38.2%；2) 增长驱动力有所差异，龙头增长更具韧性。顾家 21 年物理店口径门店仅净增 97 家，逐渐开始转向专注于店效优化提升，通过多品类+多品牌带动自身增长，增长持续性较强，22 年 1Q 营收仍同比+20.1%。而喜临门/梦百合由于自身渠道布局仍有较多空白区域，增长驱动力仍主要来自渠道开拓，21 年分别净增加 590/511 家；3) 盈利稳定性分化明显，虽 21 年各家原材料成本均承压，

但梦百合由于自身外销代工占比较大，受外部因素影响更为明显，21 年扣非归母净利润为-2.6 亿（20 年为 3.5 亿）；4）22 年 1Q 板块盈利随着原材料价格回落开始修复，1Q 顾家家居/梦百合/喜临门环比+1.0/+0.5/+1.0pc，全年盈利修复可期。

3.1 业绩综述：收入增长较为理想，盈利稳定性分化明显

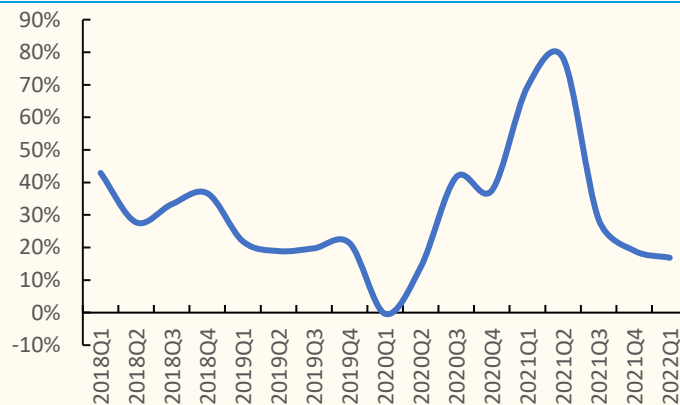
收入方面，国内外疫情叠加贸易关税等因素加速了行业洗牌，软体家居头部企业从 20Q2 开始营收增长逐步提速，内外销份额均加速提升，整体 2021 年延续较快增长，21 年顾家家居/梦百合/喜临门营收同比+44.8%/24.6%/38.2%。而分季度来看，整体板块收入自 21 年 3Q 起，增速逐步放缓，21 年 4Q 顾家家居/梦百合/喜临门营收同比 24.2%/1.3%/25.7%。22 年 1Q 顾家家居/梦百合/喜临门营收分别同比增长 20.1%/13.5%/12.4%，软体龙头顾家家居依然延续较快增长。

图表 38：软体板块历年营收增速



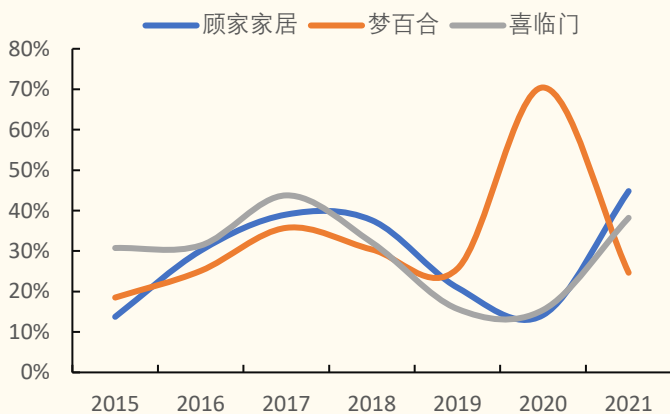
来源：wind，国金证券研究所

图表 39：软体板块单季度营收增速



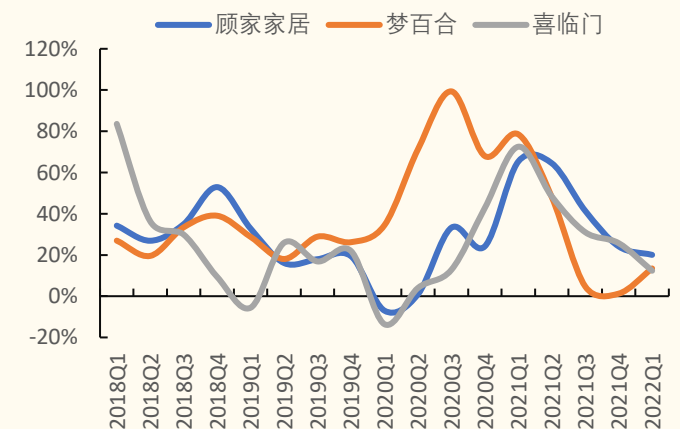
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 40：软体家居重点公司历年营收增速



来源：wind，国金证券研究所

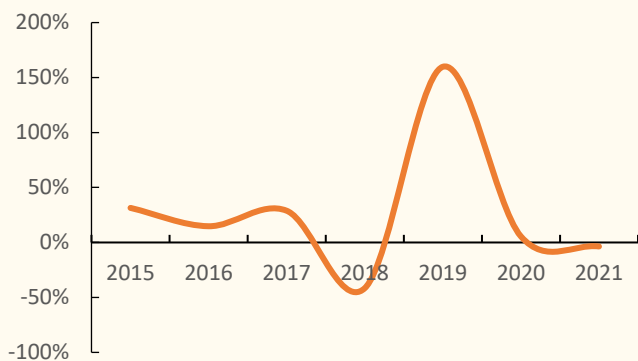
图表 41：软体家居单季度营收增速



来源：wind，国金证券研究所

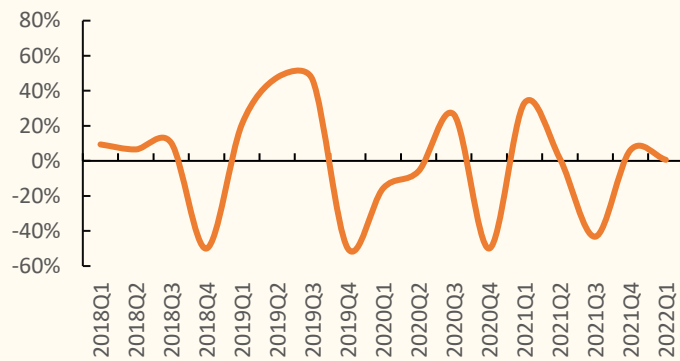
净利润方面，由于原材料大幅上涨，各家利润均有一定承压，但整体来看盈利稳定性分化较为明显。梦百合由于外销占比较大，受原材料、海运涨价以及海外工厂产能爬坡较慢等因素影响，利润波动最为显著，梦百合 21 年扣非归母净利润为-2.6 亿（20 年为 3.5 亿），22 年 1Q 扣非归母净利润为 0.3 亿，同比 +48.1%。

图表 42：软体板块历年净利润增速



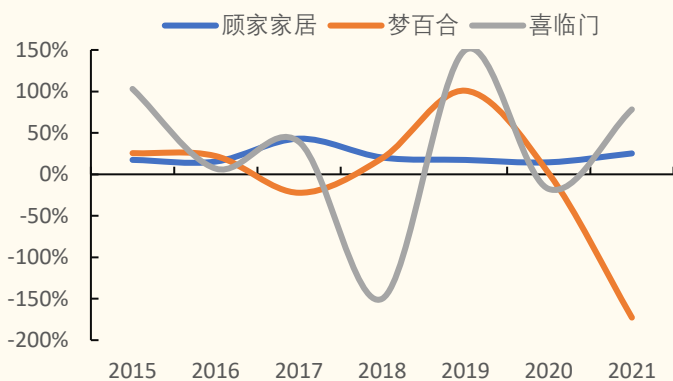
来源：wind，国金证券研究所

图表 43：软体板块单季度净利润增速



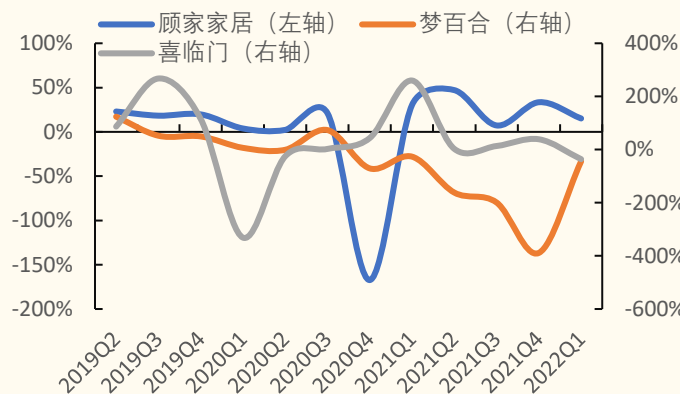
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 44：软体家居历年净利润增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 45：软体家居单季度净利润增速

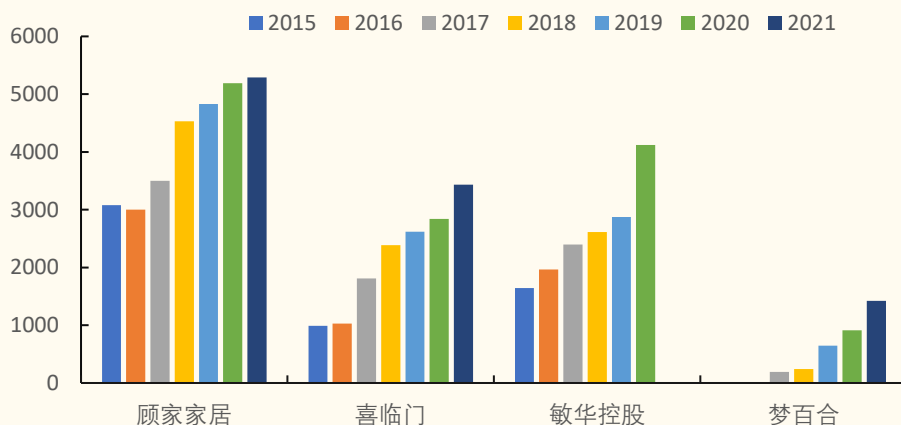


来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

3.2 头部企业专注单店提升，床垫品牌渠道扩张仍在延续

21 年以来，顾家与其余企业的渠道扩张策略出现一定区别，主要依托于原有存量门店的优化升级，增加品类扩大单店收入，可看出公司 2021 年物理店口径门店数仅增加 97 家。而喜临门/梦百合门店由于仍有较大空白市场，分别净增加 590/511 家，扩张态势仍在持续。在软体家居企业竞争仍基本均处于家居卖场中的情况下，更多优质店面的占据必然是各企业中短期提升自身份额的关键因素，而从长期角度来看，各品牌也将逐步开始专注于单店收入的优化提升，顾家在这一方面已开始显现自身优异扩品类与渠道运营能力。

图表 46：软体家居头部企业开始聚焦店态升级

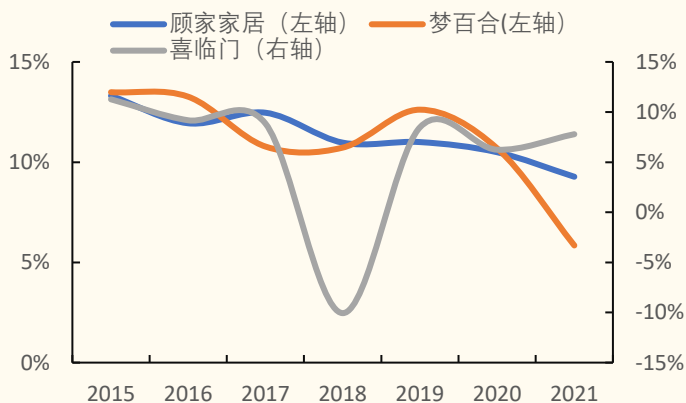


来源：公司公告，国金证券研究所；注：喜临门门店中不含喜眠系列，梦百合门店含朗乐福、西班牙思梦

3.3 盈利能力：盈利同比均有承压，1Q 毛利率环比开始改善

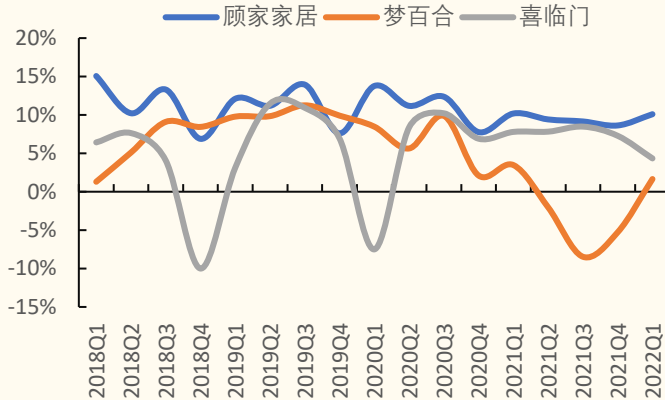
盈利能力方面，2021 年各家在原材料上涨的情况下毛利率均有承压，致使净利率水平下降，21 年顾家家居/喜临门/梦百合净利率为 9.3%/7.8%/-3.3%，同比-1.2pct/+1.6pct/-9.7pct（喜临门净利率提升主要由于剔除影视业务）。其中从 21 年 4Q 起板块毛利率环比逐步回升并且依托费用的较好管控，21 年 4Q 顾家家居/喜临门净利率为 8.6%/7.3%，同比+0.9/+0.4pct。22 年 1Q 顾家家居/喜临门/梦百合毛利率环比均再次回升，但同比来看，净利率仍承压，分别同比-0.1/-3.5/-1.8pct 至 10.1%/4.3%/1.7%。整体来看，展望全年板块毛利率有望逐步回升，盈利能力修复可期。

图表 47：软体家居历年净利率



来源：wind，国金证券研究所

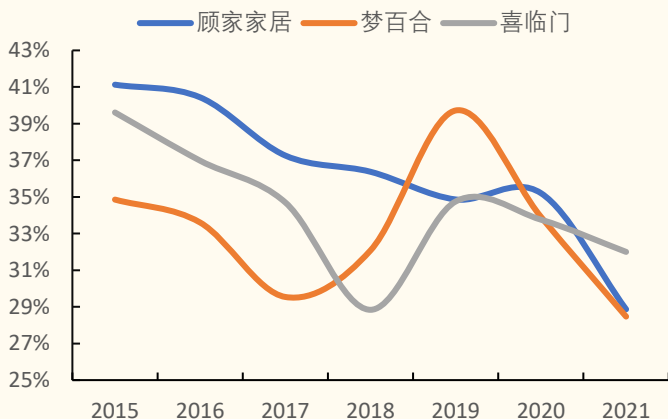
图表 48：软体家居历年单季度净利率



来源：wind，国金证券研究所；注：部分公司波动较大的数据做平滑处理

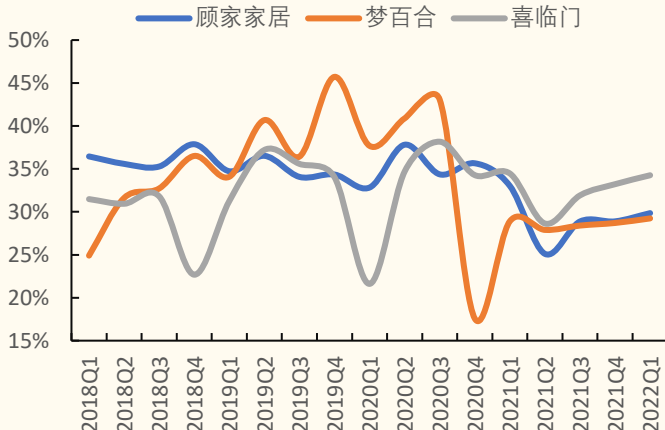
毛利率方面，在大家已对产品进行提价并且原材料价格边际回落（截至 22 年 4 月聚醚价格已较高位回落超 30%）的情况下，各家 4Q 毛利率环比企稳回升。22 年 1Q 毛利率进一步环比改善，22 年 1Q 顾家家居/梦百合/喜临门环比 +1.0/+0.5/+1.0pct 至 29.9%/29.2%/34.3%，同比-3.2/+0.3/-0.2pct，虽同比来看仍存压力，但全年维度来看，毛利率持续修复可期。

图表 49：软体家居历年毛利率



来源：wind，国金证券研究所

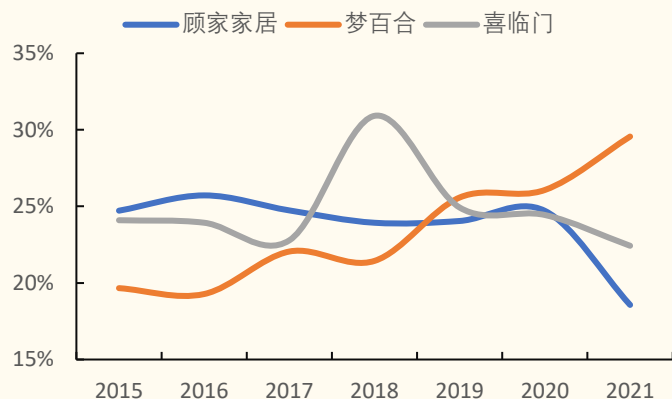
图表 50：软体家居历年单季度毛利率



来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

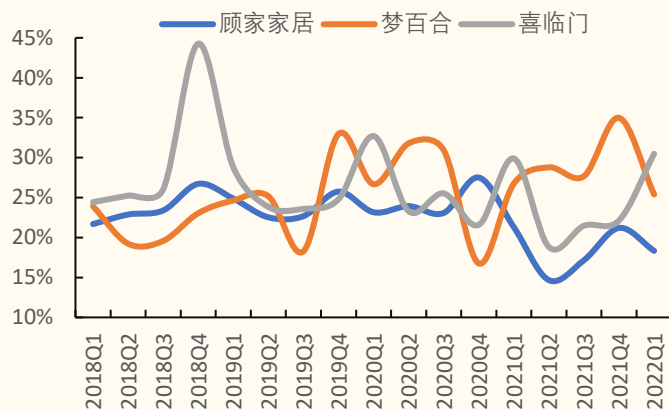
费用率方面，21 年顾家家居/喜临门/梦百合费用率同比-6.1/-2.0/+3.5pct 至 18.6%/22.4%/29.6%，其中 4Q 顾家家居/喜临门/梦百合费用率为 21.2%/22.1%/35.0%，同比-6.3pct/+0.6pct/+18.2pct。22 年 Q1 顾家家居/喜临门/梦百合费用率同比-3.0/+0.6/-1.4pct 至 18.3%/30.5%/25.4%。整体来看，软体龙头顾家家居费用管控较为优异，梦百合也随着 22 年开始全面预算管理，费用管控开始体现成效。

图表 51: 软体家居历年期间费用率



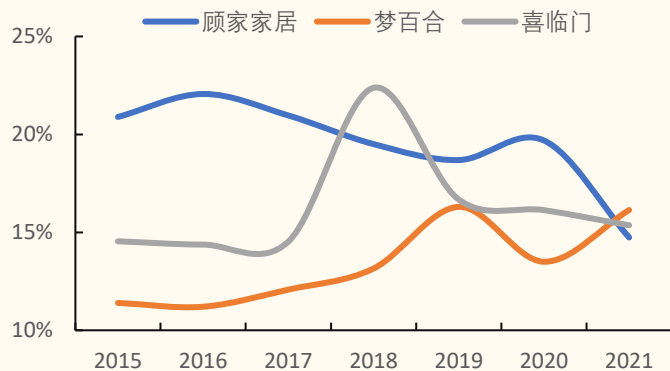
来源: wind, 国金证券研究所

图表 52: 软体家居历年单季度期间费用率



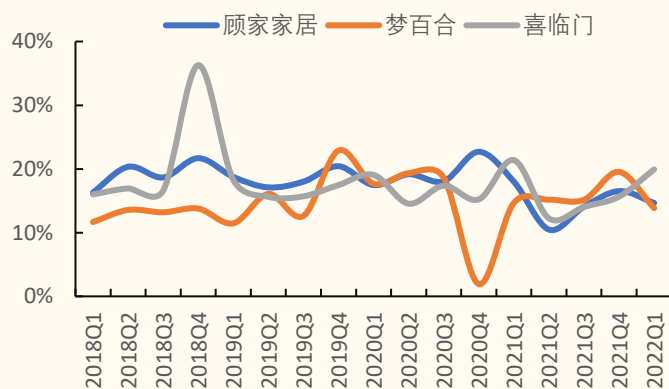
来源: wind, 国金证券研究所

图表 53: 软体家居历年销售费用率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 54: 软体家居历年单季度销售费用率

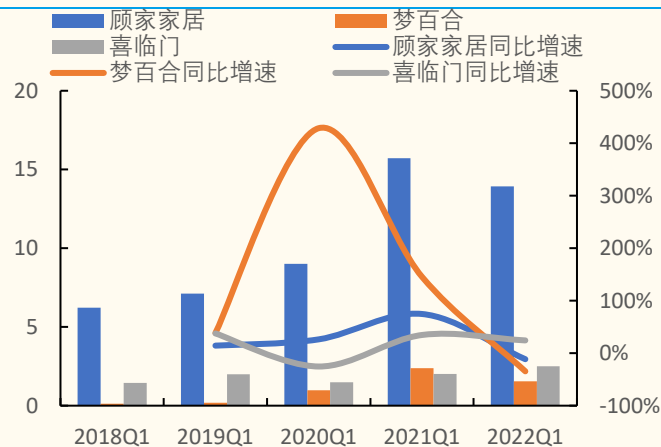


来源: wind, 国金证券研究所

3.4 预收款: 疫情及海外需求放缓致使 1Q 预收承压

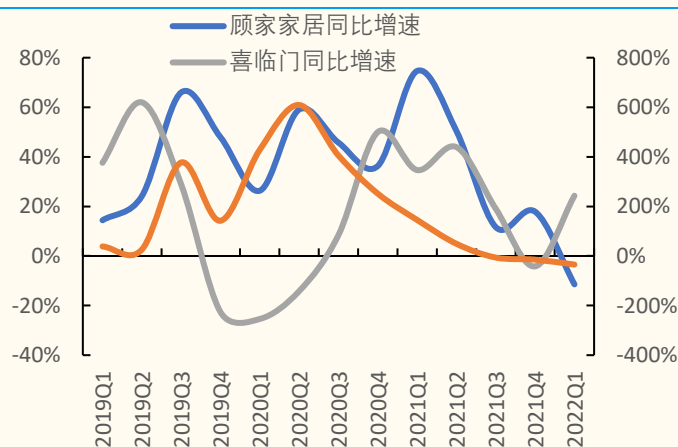
预收款方面, 21 年底顾家家居/喜临门/梦百合预收款分别同比+17.9%/-4.2%/-14.6%至 24.0 亿元/2.0 亿元/1.8 亿元, 其中 4Q 顾家家居/喜临门/梦百合预收款分别为 24.0/2.0/1.8 亿元, 同比+17.9/-4.2/-14.6%, 顾家家居表现较为理想。而 22 年 1Q 顾家家居/喜临门/梦百合预收款分别同比-11.5%/+24.3%/-34.6%至 13.9 亿元/2.5 亿元/1.6 亿元, 顾家家居预收款同比减少预计主要由于 3 月起疫情有所冲击叠加海外需求放缓。

图表 55: 软体家居历年 Q1 预收款同比增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 56: 软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)

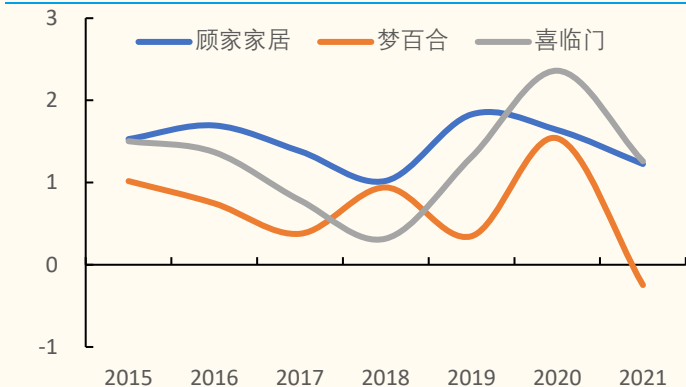


来源: wind, 国金证券研究所

3.5 现金流：龙头现金流依然优异，梦百合略有承压

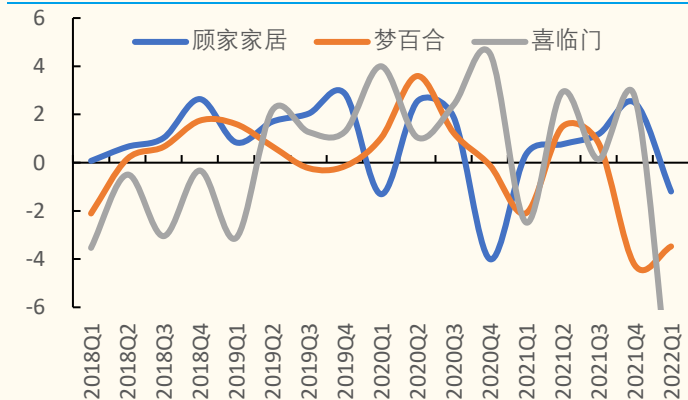
顾家家居作为软体行业龙头，21 年全年其净现比（即经营现金流量净额/净利润）延续往年节奏，逐季改善，21 年 4Q 其净现比达 2.5，整体经营较为健康。而梦百合现金流相对较为紧张，主要由于海外工厂仍处投入阶段。

图表 57：软体家居企业历年净现比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 58：软体家居企业单季度净现比



来源：Wind，国金证券研究所

4. 展望：需求广阔，份额提升将成关键要素，估值亟待修复

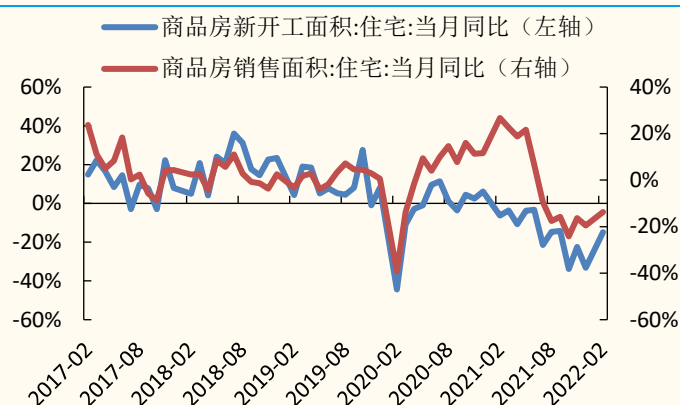
展望此后家居行业基本面，在极致悲观预期下，我们测算在 10/15/20 年不同更新周期下，2025 年将分别有望迎来 2690/2070/1740 万套的装修需求，需求依然广阔，但整体需求进一步扩容确将面临压力。然而我们认为在行业逐渐步入大家居时代的情况下，将对企业综合能力的考验显著提升，头部企业有望进入集中度提升兑现期，份额提升将支撑头部企业持续壮大。并且目前板块估值已下降至历史最低水平，头部企业布局机会已凸显。定制家居方面，我们认为零售市场后劲更强，并且在流量碎片化和前端截流的趋势越发明显的情况下，大家居战略定位及整装渠道拓展将是中长期决胜之关键。看好定制板块零售能力突出的【欧派家居】、【志邦家居】以及变革效果正在体现的【索菲亚】。软体家居方面，龙头企业在内外销上均已经构建起“品牌+渠道+制造+产能布局”的立体优势，格局优化正在加速，看好龙头企业【顾家家居】、【敏华控股】，此外看好多重利空因素逐渐消散之后，基本面有望迎来拐点的【梦百合】。

4.1 家居行业基本面展望：内外销需求依然广阔，份额提升将成关键

内销现状：地产销售、竣工边际均出现放缓，但存量房规模已然庞大

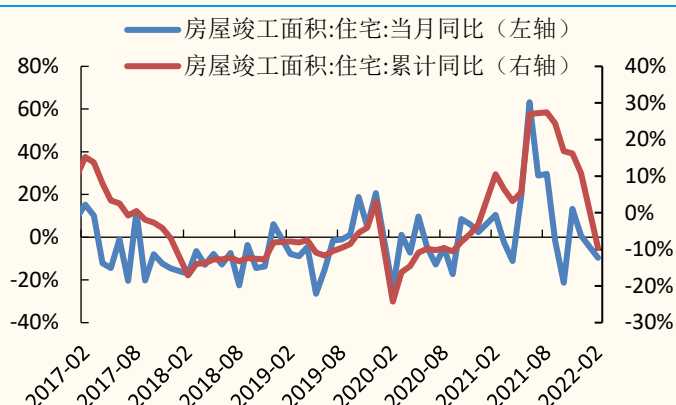
21 年 7 月房地产销售面积就已开始出现单月同比下降，21 年 12 月份至 22 年 2 月份下滑幅度有所收窄，而竣工面积 21 年前三季度延续了 19 年下半年的回暖态势，较 19 年同期+7.4%（较 20 年+10.8%），但预计由于地产商资金链紧张，竣工速度从 21 年 10 月起开始放缓。但经历多年地产销售快速增长后，中国存量房规模快速扩大，截至 2021 年累计已销售 156.5 亿平米，存量房更新需求也将逐渐成为家具整体需求的重要支撑。

图表 59: 住宅销售、新开工面积同比情况



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 21 年上半年增速为较 19 年同期数据

图表 60: 住宅竣工面积同比情况



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 21 年上半年增速为较 19 年同期数据

内销展望: 极致悲观预期下, 需求依然广阔, 龙头份额提升空间仍较大

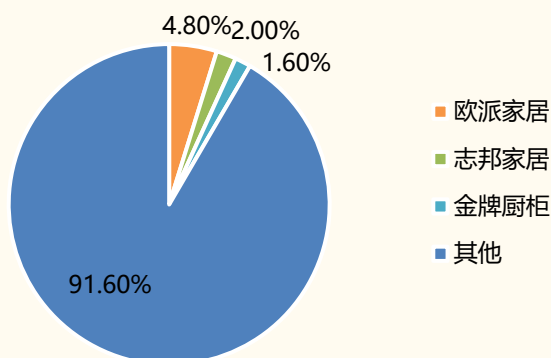
我们基于极致悲观预期, 假设 22 年起未来 5 年新房销售面积每年下降幅度达 5-10%, 以此测算未来 5 年每年装修套数。未来 5 年新房刚性装修需求叠加旧房翻新需求依然将支撑起终端家居需求, 在 10/15/20 年不同更新周期下, 2025 年将分别依然有望迎来 2690/2070/1740 万套的装修需求, 从更长时间维度看我们预计家居行业整体需求将呈现软着陆态势, 需求之广阔足以支撑份额仍然较低的头部企业持续发展。此前我们在《家居供给侧解构新思: “整家定制”能否破解集中度难题》的行业报告中, 也详细分析了“整家定制”或将加速集中度提升进程, 头部企业持续增长依然可期。

图表 61: 未来五年中国房屋装修套数预测

	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
当年销售面积 (万平方米)	150144	154,878	156,532	140,879	126,791	120,452	114,429
销售面积增长率 (%)	1.61%	3.15%	1.07%	-10.00%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
当年交房面积预测 (万平方米)	144,789	147,760	150,144	154,878	156,532	140,879	126,791
单套房平均面积 (平方米)	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数 (百万)	16.1	16.4	16.7	17.2	17.4	15.7	14.1
10 年前住宅竣工套数 (百万)	7.8	6.6	9.6	10.4	10.7	10.9	12.9
15 年前住宅竣工套数 (百万)	2.6	3.3	3.8	5.5	6.2	7.8	6.6
20 年前住宅竣工套数 (百万)	0.9	1.2	1.4	1.8	2.2	2.6	3.3
10 年更新周期下-装修套数	23.9	23.0	26.3	27.6	28.1	26.6	26.9
YOY	11.4%	-3.7%	14.1%	5.0%	1.9%	-5.4%	1.3%
15 年更新周期下-装修套数	18.7	19.7	20.4	22.7	23.6	23.4	20.7
YOY	7.0%	5.4%	3.6%	11.1%	3.7%	-0.4%	-11.8%
20 年更新周期下-装修套数	17.0	17.6	18.1	19.0	19.6	18.3	17.4
YOY	5.7%	3.9%	2.9%	5.1%	2.9%	-6.7%	-4.9%

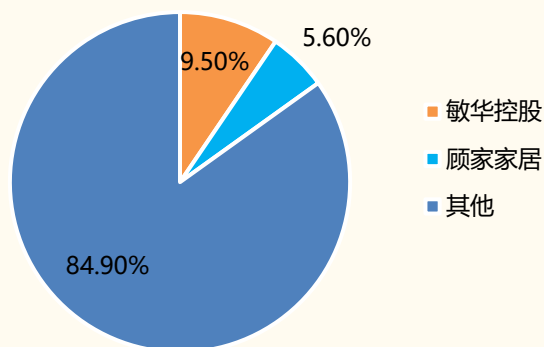
来源: wind, 国金证券研究所

图表 62：中国橱柜市场格局（测算）



来源：wind，国金证券研究所

图表 63：中国沙发市场格局（测算）

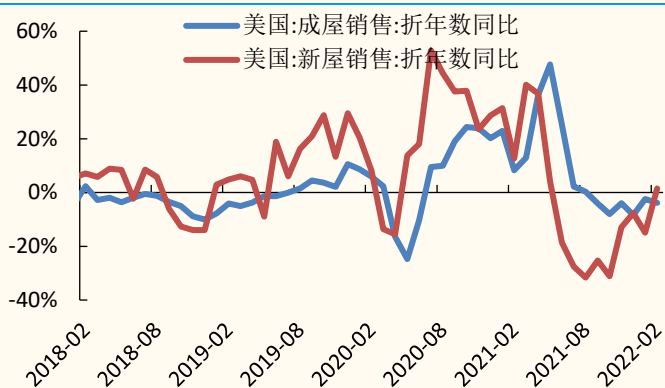


来源：wind，国金证券研究所

外销展望：美国地产销售边际放缓，家具出口整体承压

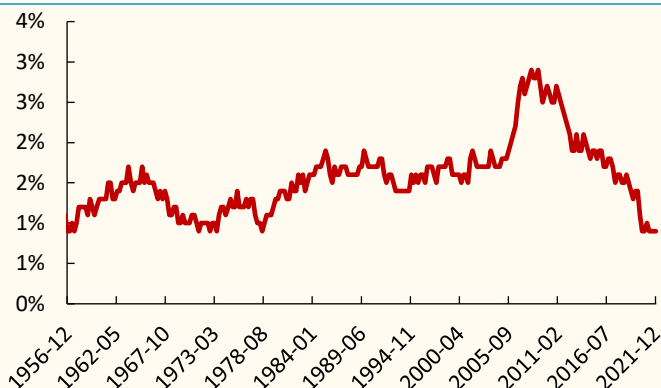
中国 22 年 1-3 月家具出口金额累计同比增长 3.5%，较 21 年有所降速，我们认为或全年均将延续这一趋势。21 年 5 月以来，美国新屋/成屋销售增速均开始放缓，并于 8 月均初开始出现负增长，虽然目前新屋/成屋销售降幅均开始收窄，但美国贷款利率正处于上升态势，整体来看，地产销售景气度相较于 2020 年确已有下行，一定程度上将会制约终端家具需求。此外由于东南亚国家疫情影响逐步消退，复工复产后订单逐步分流至东南亚地区，也将对中国家具出口增长造成压力。而对于头部企业来看，由于海外建厂节约海运费叠加规避贸易战风险，其自身优势凸显，仍有望依托份额提升带动自身出口业务较好增长。

图表 64：美国地产销售回暖明显



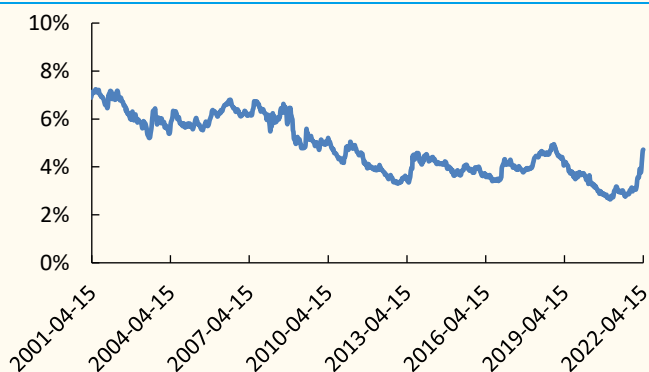
来源：Wind，国金证券研究所

图表 65：美国房屋空置率（%）



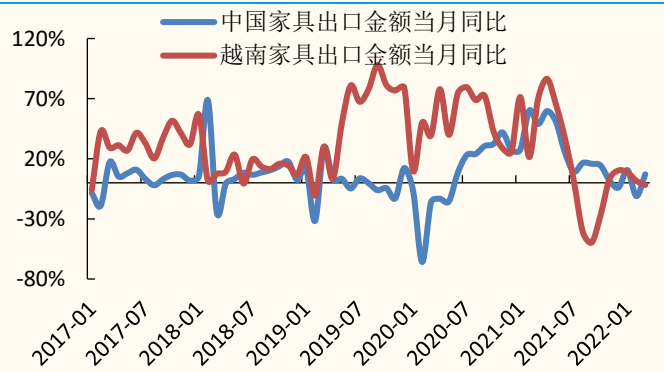
来源：Wind，国金证券研究所

图表 66：美国抵押贷款利率处 20 年来低位



来源：wind，国金证券研究所

图表 67：中国家具出口增长趋缓

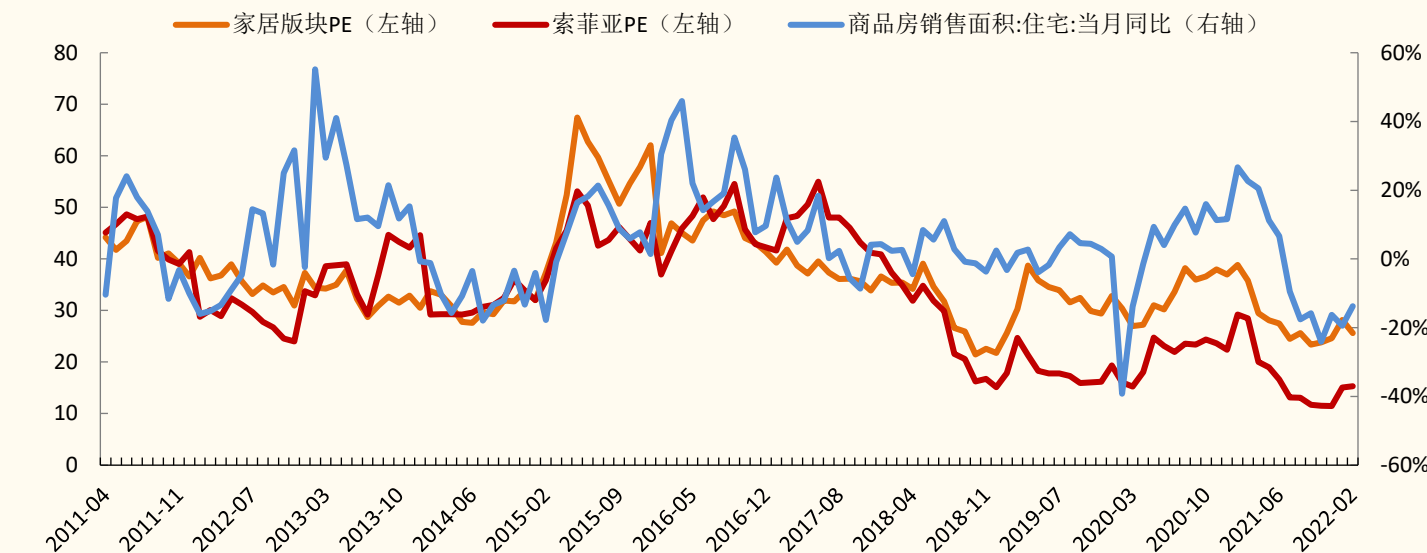


来源：wind，越南海关，国金证券研究所

4.2 估值复盘：地产端前瞻指标依然有效，估值亟待修复

房地产销售面积作为家居板块估值的前置指标，直至目前依然有效，复盘过去 10 年，目前板块估值已跌至历史最低位，在政策底已探明，并且有望逐步迎来边际放松的情况下，我们认为板块估值修复空间可期。

图表 68：家居板块十年估值复盘



来源：wind，国金证券研究所

4.3 家居板块投资建议

4.3.1 定制家居板块

中短期：看好一二线品牌龙头零售端持续发力。从 18 年开始欧派、志邦分别作为一二线品牌龙头在拓展工程渠道的同时，零售份额（占所有定制家居上市公司收入比例）稳步提升，截止到 21 年底分别提升 5.7%、1.8%，中短期来看，两者传统零售端能力有望持续显现驱动。欧派在渠道门店布局已较广的情况下，依托自身多品类融合能力，单店收入提升空间打开驱动零售端持续扩大份额，实现稳定增长；而志邦仍拥有渠道红利的同时，多品类融合也正稳步推进，中短期零售端增长来源依然清晰。此外，索菲亚经历两年变革调整后，渠道管理赋能、产品方面均有较大优化，零售端份额开始回升，看好其改善趋势确立。

中长期：大家居战略布局叠加整装渠道拓展将是长期决胜之关键。从战略层面看，在行业红利逐渐消退叠加消费者一站式消费需求提升，大家居融合销售将是提升客单价并且满足客户需求的关键，各家大家居布局差异将逐渐使各家零售渠道增长出现分化。此外从渠道层面看，在流量碎片化和前端截流的趋势越发明显的情况下，整装渠道的战略地位正进一步升级，将是未来各公司决胜的关键渠道。

细看各家大家居战略及整装发展，欧派已然在战略高度及模式可落地性、实际效果上均明显领先行业，且优势正在拉大。其除原有整装大家居顺利拓展外，整装供应链平台及与经销商成立合资公司探索“装修定制一体化”等模式持续拓展，目标在于获取更多流量的同时，持续提升多品类融合销售能力。索菲亚目前已重点落实零售“整家定制”战略，践行 C6 计划，促进多品类融合销售，并且对整装渠道重视程度逐渐提升，从战略到执行均已逐渐步入正轨。

整体来看，我们看好定制板块零售能力突出的【欧派家居】、【志邦家居】以及变革逐步体现成效的【索菲亚】。

图表 69：定制家居盈利预测汇总

公司	股价(元)	EPS (元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
索菲亚	20.4	1.5	1.9	2.3	13.6	10.7	8.9
欧派家居	116.5	5.1	6.1	7.1	22.8	19.1	16.4
志邦家居	20.5	2	2.3	2.9	10.2	8.9	7

来源：wind，国金证券研究所

4.3.2 软体家居板块

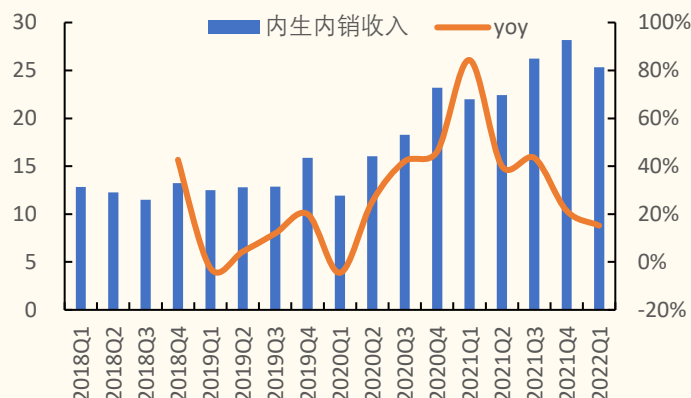
看好内外销均将受益于集中度加速提升，并且各自成长路径清晰的龙头企业【顾家家居】、【敏华控股】，此外看好盈利能力有望逐渐修复的【梦百合】。

顾家家居：预计 2022-2024 年公司的 EPS 为 3.36、4.11 元、5.01 元，当前股价对应 PE 分别为 17x/14x/12x，安全边际凸显，维持“买入”评级。

敏华控股：预计 FY22-23 的 EPS 分别为 0.63、0.78 元，当前股价对应的 PE 分别为 20X、16X，维持“买入”评级。

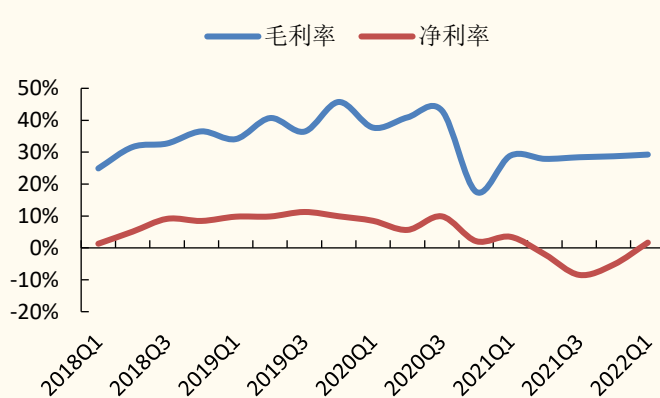
梦百合：预计 2022-2024 年公司 EPS 为 0.92 元、2.10 元、2.28 元，当前股价对应的 PE 分别为 11x/7x/5x，维持“买入”评级。

图表 70：顾家家居各季度内生内销收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 71：梦百合各季度毛利率、净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

5. 风险提示

房地产销售不及预期的风险：若房地产销售、竣工情况低于预期，将会使得整体终端需求转弱，直接影响各企业销售收入。

原材料价格大幅上涨的风险：若 MDI、TDI、聚醚、五金件等原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致利润承压。

贸易摩擦加剧的风险：若中美贸易摩擦加剧，美国继续加大中国出口关税，将使得软体家居企业出口销售受阻，直接影响海外销售收入。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402