

标配（维持）

地产利好政策频出，激发家居发展活力

近期政策解读系列四——家居行业深度报告

2023年10月9日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

■ **地产利好政策频出，为家居市场注入新活力。**近期国家相关部门出台多项政策刺激地产链相关产业发展。家居作为地产链中的重要一环，利好政策频出。与此同时，国家组织企业座谈会，听取相关诉求，提振市场信心。在政策催化下，市场对经济复苏的预期升温。家居行业作为顺周期板块，政策托底下消费需求有望被加速激活，后续趋势有望向上。

■ **我国家居市场有望持续扩容和复苏。**2021-2022年，随着疫情防控常态化，被抑制的家居消费需求开始释放，我国家居行业零售规模有所回升。2023年，我国防疫政策逐步放开后，居民消费热情升温，叠加地产利好政策不断和家居出口有望逐步改善，预计我国家居零售规模持续扩大。预计到2025年，我国家居行业零售规模有望达到4.79万亿元，2021-2025年CAGR有望达到2.85%。

■ **我国家居行业竞争格局较为分散，市场份额有望向优秀企业靠拢。**从竞争格局来看，我国家具行业属于劳动密集型产业，叠加进入门槛相对较低，行业竞争格局相对分散。2023年上半年，我国家具行业的CR3/CR5/CR10分别为8.1%/10.7%/13.0%。随着行业逐步成熟，产品标准化程度不断提升，头部品牌企业的布局优势将愈发突出，叠加政策支持，行业马太效应有望逐步显现。

■ **投资建议：维持对家居行业整体标配评级。**近期国家相关部门出台多项政策刺激地产链相关产业发展。家居作为地产链中的重要一环，利好政策频出。在政策催化下，市场对经济复苏的预期升温。家居行业作为顺周期板块，政策托底下消费需求有望被加速激活，后续趋势有望向上。从行业层面来看，2023年防疫政策逐步放开后，居民消费热情升温，叠加地产利好政策不断和家居出口有望逐步改善，预计中国家居零售规模持续扩大。虽然目前我国家居行业竞争格局相对分散，随着行业逐步成熟并走向高质量发展，头部品牌在渠道、产品、跨界竞争等方面优势将更明显，市场份额有望向优秀企业靠拢。建议关注：深化大家居战略、进一步拓宽家装渠道的定制家居优秀公司，如欧派家居（603833）、志邦家居（603801）等；渠道布局完善、品牌效应较强的软体家具企业，如顾家家居（603816）、慕思股份（001323）等；关注家居硬装部分的卫浴陶瓷头部企业，如箭牌家居（001322）等。

■ **风险提示：**宏观经济因素波动导致市场需求变动风险，房地产市场波动风险，市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险等。

SW 家居用品走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 政策暖风不断	4
1.1 密集出台重磅政策扶持地产行业	4
1.2 地产行业有望回暖	6
1.3 刺激家居消费政策频出	7
2. 行业有望持续复苏和扩容	8
2.1 行业有望持续复苏	8
2.1.1 国内零售有望持续复苏	8
2.1.2 出口有望边际改善	8
2.1.3 业绩有望保持回升	9
2.2 市场有望持续扩容	10
3. 行业竞争激烈，市场份额有望向优秀企业靠拢	12
3.1 我国家居行业玩家众多，亏损企业数量增加有望加速行业出清	12
3.2 家居行业竞争格局分散，马太效应有望凸显	13
3.3 疫情迫使经营不善企业退出市场，定制家居市场集中度提升	14
4. 智能家居与整装大家居有望成为行业未来发展趋势	15
4.1 多因素共振，智能家居迎发展机遇	15
4.2 竞争加速企业转型，整装大家居有望成为行业未来发展趋势之一	17
5. 行业面临成本压力，家居行业掀起涨价潮	19
5.1 我国家居行业面临成本压力	19
5.2 家居行业纷纷涨价应对成本压力	20
6. 家居行业重点公司分析	21
6.1 欧派家居	21
6.2 志邦家居	22
6.3 顾家家居	23
6.4 慕思股份	25
6.5 箭牌家居	26
7. 投资策略	28
8. 风险提示	29

插图目录

图 1：家居行业消费者决策时间线	4
图 2：我国房屋竣工面积累计值及其同比增速	6
图 3：我国商品房销售面积累计值及其同比增速	6
图 4：我国限额以上家具类零售额当月同比增速（%）	8
图 5：我国限额以上家具类零售额累计同比增速（%）	8
图 6：我国家具及其零件出口金额当月值及其同比增速	9
图 7：我国家具及其零件出口金额累计值及其同比增速	9
图 8：SW 家居用品板块营收及其同比增速（亿元，%）	9
图 9：SW 家居用品板块归母净利润及其同比增速（亿元，%）	9
图 10：SW 家居用品行业毛利率净利率（%）	10
图 11：SW 家居用品行业期间费用率（%）	10

图 12: 全球家居市场规模波动增长	11
图 13: 中国家居零售规模整体呈增长态势	11
图 14: 2011-2023 年 7 月我国家具制造业企业数量与增速 (个, %)	12
图 15: 2011-2023 年 7 月我国家具制造业亏损企业数量与增速 (个, %)	13
图 16: 我国家具行业公司可分为四大梯队	13
图 17: 2023 年上半年我国家具行业公司市场份额 (%)	14
图 18: 2017-2021 年我国定制家居行业市场规模与增速	15
图 19: 2017-2021 年我国定制家居市场集中度 (%)	15
图 20: 2017-2022 年我国智能家居市场规模与增速 (亿元, %)	15
图 21: 智能家居展示图	17
图 22: 家居行业细分领域相互渗透	18
图 23: 2016-2021 年我国家装市场总产值与增速 (万亿元, %)	18
图 24: 中国五金机电价格指数 (周频)	19
图 25: 鱼珠木材市场人造板价格 (日频)	20
图 26: 2018-2023H1 欧派家居营业收入情况 (单位: 万元)	21
图 27: 2018-2023H1 欧派家居归母净利润情况 (单位: 万元)	21
图 28: 欧派大家居案例展示	22
图 29: 2018-2023H1 志邦家居营业收入情况 (单位: 万元)	23
图 30: 2018-2023H1 志邦家居归母净利润情况 (单位: 万元)	23
图 31: 2018-2023H1 顾家家居营业收入情况 (单位: 万元)	24
图 32: 2018-2023H1 顾家家居归母净利润情况 (单位: 万元)	24
图 33: 2018-2023H1 顾家家居毛利率情况 (单位: %)	24
图 34: 2018-2023H1 顾家家居净利率情况 (单位: %)	24
图 35: 顾家家居产品案例展示	24
图 36: 2018-2023H1 慕思股份营业收入情况 (单位: 万元)	25
图 37: 2018-2023H1 慕思股份归母净利润情况 (单位: 万元)	25
图 38: 慕思产品与品牌分类	26
图 39: 2018-2023H1 箭牌家居营业收入情况 (单位: 万元)	27
图 40: 2018-2023H1 箭牌家居归母净利润情况 (单位: 万元)	27
图 41: 2018-2023H1 箭牌家居毛利率情况 (单位: %)	27
图 42: 2018-2023H1 箭牌家居净利率情况 (单位: %)	27
图 43: 箭牌家居新品展示	28

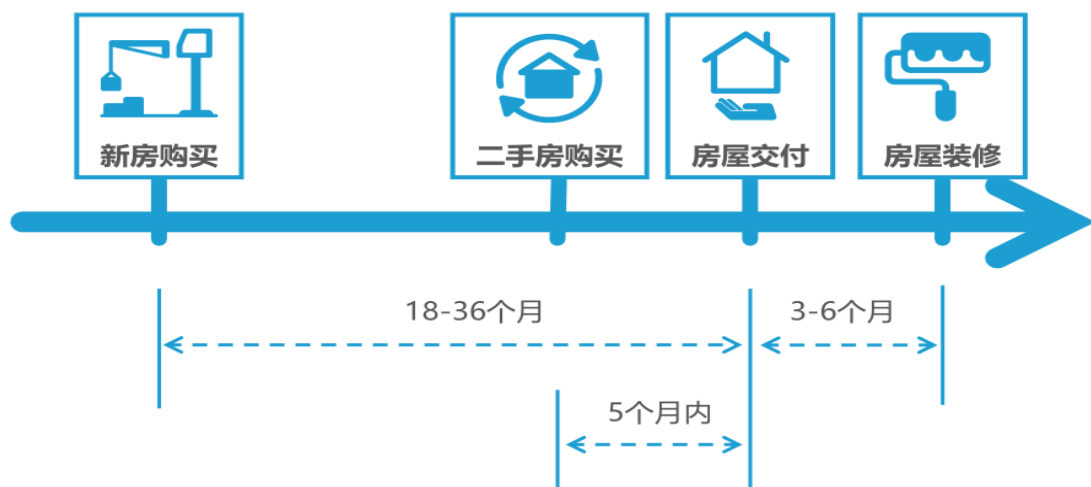
表格目录

表 1: 房地产近期相关政策	5
表 2: 促进家居消费的相关政策	7
表 3: 申万家居用品板块细分板块 2023 年上半年业绩增速	10
表 4: 2022 年以来我国智能家居政策概览	16
表 5: 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2023/9/28)	28

1. 政策暖风不断

家居行业发展受地产周期影响，地产回暖将拉动家居行业需求。家居行业作为地产后周期，行业发展受到房地产行业增速的影响。一般来说，消费者在购买商品房并交付后的3-6个月，会开始房屋装修。近年，受疫情冲击以及三道红线等政策影响，地产供给和需求两端都处于较为低迷的状态。2022年开始尤其是2023年以来，国家在地产供需两端出台多项刺激政策，地产行业有望逐步复苏，从而带动家居行业需求回升。

图 1：家居行业消费者决策时间线



资料来源：亿欧智库《2022年中国家具行业年度观察报告》，东莞证券研究所

1.1 密集出台重磅政策扶持地产行业

密集出台重磅政策扶持地产行业。2023年7月24日，中央政治局会议明确指出：适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。自8月底以来，各项重磅政策密集出台，政策从供给和需求两方面入手。需求端方面，8月底，中国人民银行、国家金融监管总局等部门先后出台《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》等政策。其中《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策（即“认房不认贷”）。《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》中统一全国商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套房贷款和二套房贷款最低首付比例政策下限统一为不低于20%和30%；二套房贷款利率政策下限由不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加60个基点，下调为不低于LPR加20个基点。《关于降低存

量首套住房贷款利率有关事项的通知》提出自 9 月 25 日起，符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。降低后的存量房贷利率，依然要符合贷款发放时当地的房地产政策，即不低于当时所在城市房贷利率政策下限。各地方政府加快落实中央各项政策，大力支持居民刚性和改善性住房需求，有助于房地产市场销售回升。供给端方面，2022 年 11 月 11 日，中国人民银行、原银保监会联合出台《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称《通知》），从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展；《通知》发布实施后，对保持房地产融资合理适度、推动化解房地产企业风险发挥了积极作用，取得了良好的政策效果。2023 年 7 月 12 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，支持房地产市场政策（金融 16 条）期限延长至 2024 年 12 月 31 日，对房企开发贷、信托贷款等存量融资通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持。各金融机构切实落实，有助于保持房地产融资合理适度，加大保交楼金融支持，推动行业风险市场化出清，促进房地产市场平稳健康发展。

表 1：房地产近期相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	（1）对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。（2）首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。（3）中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023. 8. 25	住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

2023. 7. 12	中国人民银行、金融监管总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024 年 12 月 31 日前到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024 年 12 月 31 日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。
2022. 11. 11	中国人民银行、原银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。

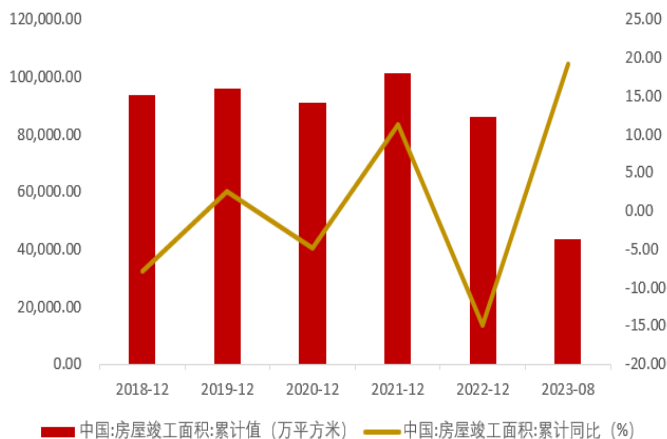
资料来源：中央人民政府官网，公开资料整理，东莞证券研究所

1.2 地产行业有望回暖

保交楼等政策落实，我国房屋竣工面积显著回暖。据国家统计局，2023 年 1-8 月，我国房屋累计竣工面积为 43,726.13 万平方米，同比增长 19.20%；单月数据来看，8 月房屋竣工面积同比增长 10.5%，自今年 2 月起，已连续 7 个月实现同比较快正增长。房屋竣工面积实现较快增长主要受益于上年同期基数较低、保交楼政策落实等。

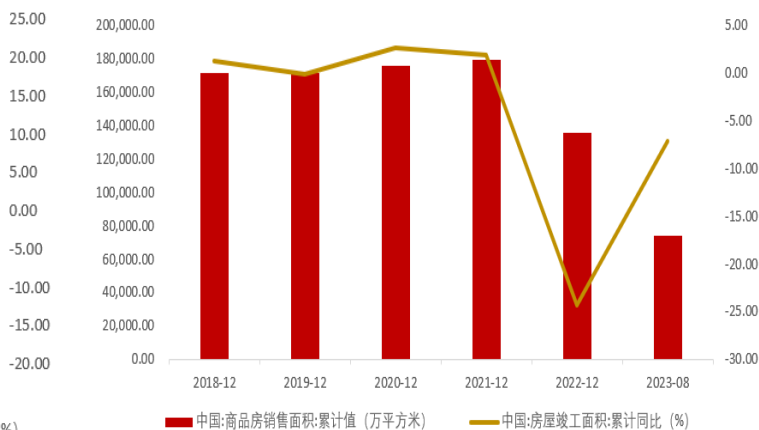
我国楼市销售有望逐步向好。据国家统计局，2023 年 1-8 月，我国商品房累计销售面积为 73,948.62 万平方米，同比下滑 7.1%，下滑幅度较上年同期收窄 15.9 个百分点。单月数据来看，8 月我国商品房销售面积 7386 万平方米，环比 7 月份销售面积 7048 万平方米增长 4.8%。8 月末，我国商品房待售面积 64795 万平方米，同比增长 18.2%。随着地产相关政策落地见效，房地产销售情况有望逐步向好。

图 2：我国房屋竣工面积累计值及其同比增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 3：我国商品房销售面积累计值及其同比增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

1.3 刺激家居消费政策频出

多举措促进家居消费潜力。一方面，国家相关部门出台多项政策刺激家居消费需求。2023 年 7 月 12 日，商务部会同国家发展改革委、工业和信息化部、住房城乡建设部、市场监管总局等 12 部门印发了《关于促进家居消费的若干措施》，提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面若干具体措施促进家居消费。9 月 1 日，商务部发布《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》，提出于 2023 年 9—12 月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动；广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。另一方面，出台多项措施促进家居行业做大做强。2023 年 7 月 19 日，工信部、国家发改委和商务部联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》，提出实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展；推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。2022 年 8 月，工信部、住建部等四部门联合发布《推进家居产业高质量发展行动方案》，提出到 2025 年，目标培育 50 个左右知名品牌、10 个家居生态品牌，建立 500 家智能家居体验中心，培育 15 个高水平特色产业集群，通过高质量的供给促进家居品牌的高品质消费。

表 2：促进家居消费的相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2023. 9. 1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	提出于 2023 年 9—12 月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动。广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。“家居焕新消费季”启动仪式将于 9 月初举办，同时支持各地组织 N 场地方站活动。
2023. 7. 28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023. 7. 24	中央政治局会议	—	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
2023. 7. 12	商务部等 13 部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域。提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等等四个方面促进家居消费。
2023. 6. 29	国务院常务会议	—	审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，就促进家居消费部署相关举措。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。

2023/7/28	国家发 改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023/7/19	工信部、国家发 改委、 商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展。积极开发推广绿色智能家用电器、休闲娱乐、个人护理和母婴家用电器、健康厨卫、智能化多场景照明系统、天然材质家具、功能型家具、智能锁具等产品。推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。开展“百企千县万村美丽家居”行动，推动绿色智能家居产品进乡村，营造美丽村居生活。举办家居焕新季等活动，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新活动。

资料来源：中央人民政府官网，公开资料整理，东莞证券研究所

2. 行业有望持续复苏和扩容

2.1 行业有望持续复苏

2.1.1 国内零售有望持续复苏

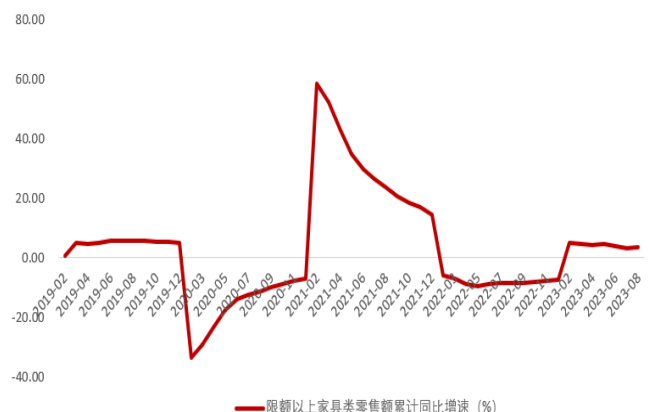
我国家具类零售有望延续复苏态势。2023 年以来，我国家具类单月零售额恢复正增长。8 月，我国限额以上家具类零售总额为 130 亿元，同比增长 4.8%，增速较 7 月回升 4.7 个百分点；1-8 月，我国限额以上家具类零售总额为 941 亿元，同比增长 3.4%，增速较 7 月回升 0.2 个百分点。后期随着房地产政策的持续落地，地产数据有望持续改善，我国家具类零售有望延续复苏态势。

图 4：我国限额以上家具类零售额当月同比增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 5：我国限额以上家具类零售额累计同比增速（%）



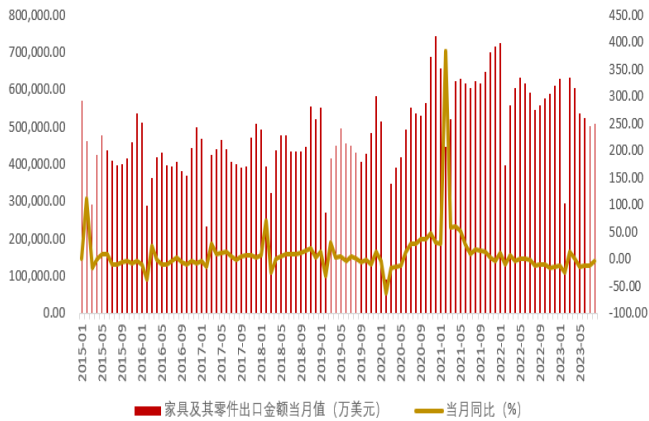
资料来源：wind，东莞证券研究所

2.1.2 出口有望边际改善

我国家具出口有望边际改善。根据海关统计，2023 年 1-8 月，我国家具及其零件出口额 412 亿美元，同比下降 9.9%，降幅较前 7 个月收窄 0.6 个百分点。从单月数据来看，8

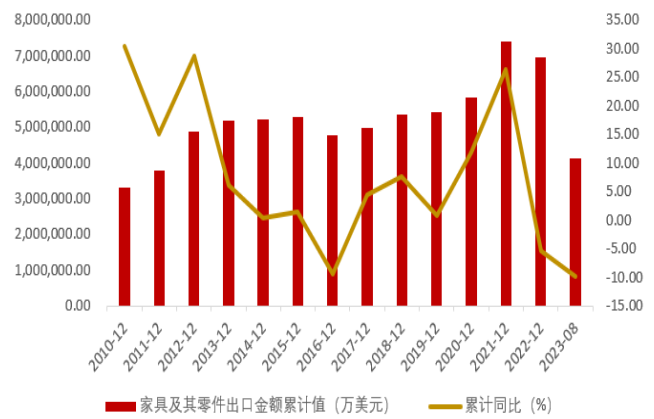
月份，我国家具及其零件出口额 50.73 亿美元，同比下降 4%，环比增长 1.1%。随着欧美等发达国家库存周期由去库向主动补库切换，以及去年同期的高基数效应减弱，我国家具出口数据有望边际改善。

图 6：我国家具及其零件出口金额当月值及其同比增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 7：我国家具及其零件出口金额累计值及其同比增速

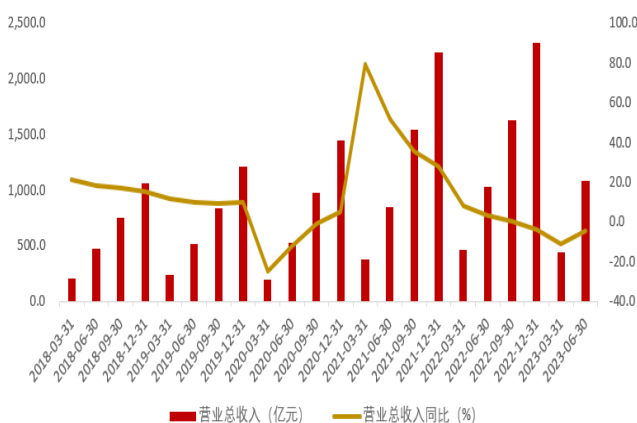


资料来源：wind，东莞证券研究所

2.1.3 业绩有望保持回升

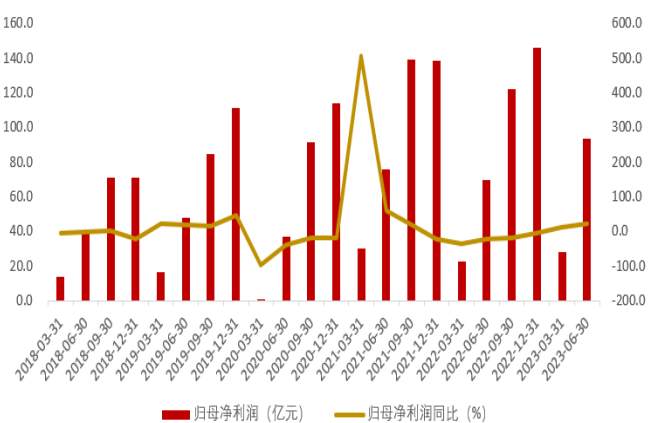
2023Q2 业绩增速有所回升。2023 年上半年，SW 家居用品板块实现营业总收入 1078.1 亿元，同比下降 4.7%，主要受海外市场收入下滑影响；实现归属于母公司股东的净利润 93.2 亿元，同比增长 21%，净利润实现较快增长主要得益于毛利率上升、公允价值变动净收益增加等。2023Q2，SW 家居用品行业实现营业总收入 623.1 亿元，同比增长 0.6%；实现归属于母公司股东的净利润 64.3 亿元，同比增长 25.3%；Q2 业绩增速较 Q1 有所回升，主要得益于国内市场需求回升。

图 8：SW 家居用品板块营收及其同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 9：SW 家居用品板块归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

细分板块 2023Q2 业绩增速好于 Q1 表现。2023 年上半年，SW 家居用品细分板块中，定制家居和其他家居用品板块收入和净利润均同比实现增长，瓷砖地板、成品家居和卫浴制品板块收入同比均有所下滑。分季节来看，2023Q2，所有细分板块收入增速均好于 Q1 表现，其中定制家居和其他家居用品板块均实现较快增长，其他板块收入同比仍小幅下滑，但较 Q1 下滑幅度有所收窄。

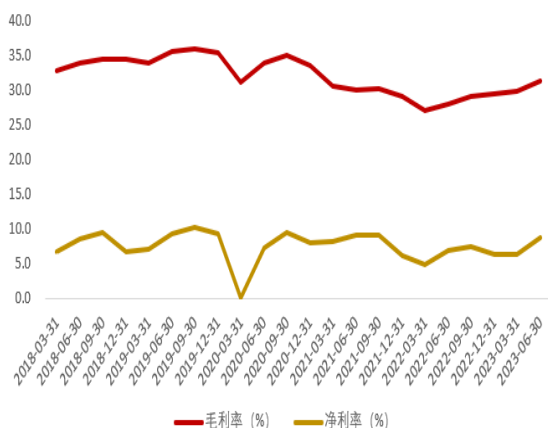
表 3：申万家居用品板块细分板块 2023 年上半年业绩增速

板块	2023H1 营收 同比 (%)	2023H1 归母净利 润同比 (%)	2023Q2 营收 同比 (%)	2023Q2 归母净 利润同比 (%)	2023Q1 营收 同比 (%)	2023Q1 归母净 利润同比 (%)
SW 瓷砖地板	-12.7	664.6	-10.2	2,165.0	-16.6	81.1
SW 成品家居	-7.3	7.0	-2.4	5.1	-12.2	6.5
SW 定制家居	0.4	10.1	8.4	22.7	-10.8	-31.7
SW 卫浴制品	-9.1	-22.8	-4.3	-13.1	-15.7	-50.8
SW 其他家居用品	3.1	16.1	7.6	4.9	-2.1	32.8

资料来源：wind，东莞证券研究所

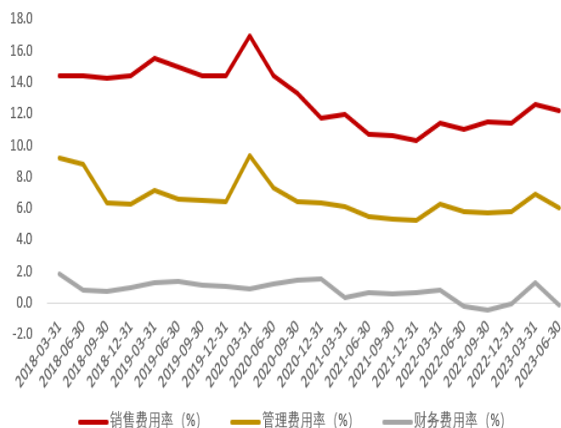
毛利率净利率同比均有所回升。2023 年上半年，SW 家居用品行业毛利率同比回升 3.3 个百分点至 31.4%，主要受益于原材料价格下跌和降本增效等；期间费用率同比上升 1.6 个百分点至 18.1%，主要受销售费用率上升影响所致；净利率同比回升 1.8 个百分点至 8.6%，主要得益于毛利率回升。

图 10：SW 家居用品行业毛利率净利率 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 11：SW 家居用品行业期间费用率 (%)



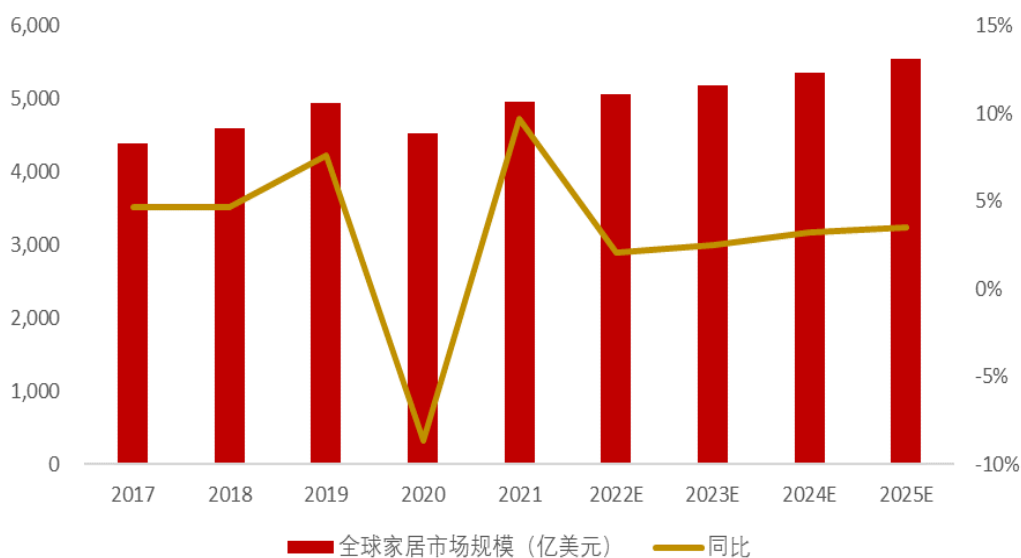
资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 市场有望持续扩容

全球家居市场规模波动增长，预计未来保持增长趋势。根据艾媒咨询，2017-2021 年，全球家居市场规模从 4,395 亿美元上升至 4,962 亿美元，期间 CAGR 为 3.08%。其中，2020 年受新冠疫情冲击，全球家居市场规模有所下滑，2021 年后开始逐步恢复。艾媒咨询预测数据显示，全球家居市场规模在未来几年将保持稳健增长，预计在 2025 年达到 5,546.6

亿美元，2021-2025 年期间的复合增速约为 2.82%。

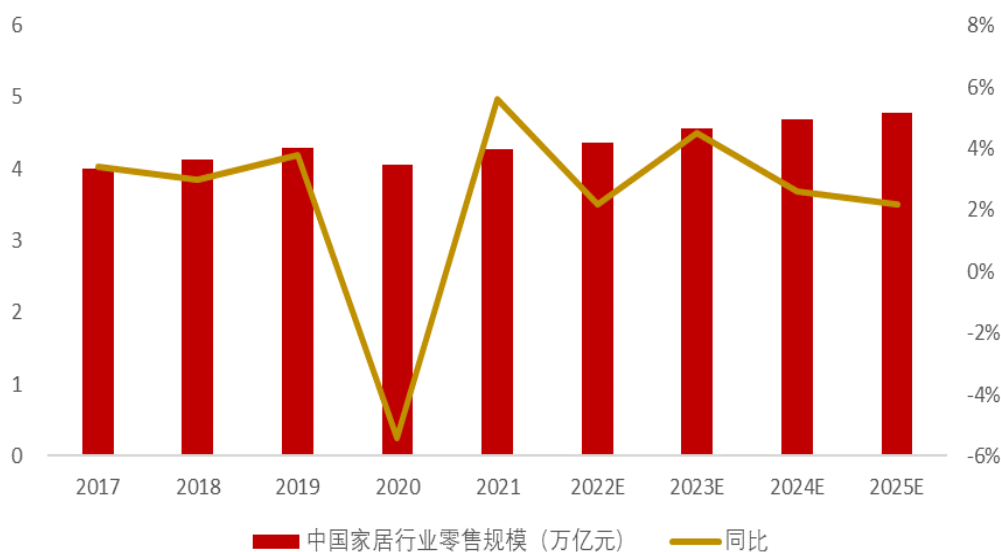
图 12：全球家居市场规模波动增长



资料来源：艾媒咨询《2022 年家居行业发展趋势：全球市场规模及前景分析》，东莞证券研究所

我国家居市场零售规模有望持续扩大。根据亿欧智库，2017-2021 年，中国家居行业零售规模从 4.01 万亿元增长至 4.28 万亿元，CAGR 约为 1.64%。其中，2020 年受新冠疫情影响，大多规模房企增速放缓，中国家居行业零售规模同比下滑 5.4%。2021-2022 年，随着疫情防控常态化，被抑制的家居消费需求开始释放，中国家居行业零售规模有所回升。2023 年，我国防疫政策逐步放开后，居民消费热情升温，叠加地产利好政策不断和家居出口有望逐步改善，预计中国家居零售规模持续扩大。预计到 2025 年，中国家居行业零售规模有望达到 4.79 万亿元，2021-2025 年 CAGR 有望达到 2.85%。

图 13：中国家居零售规模整体呈增长态势



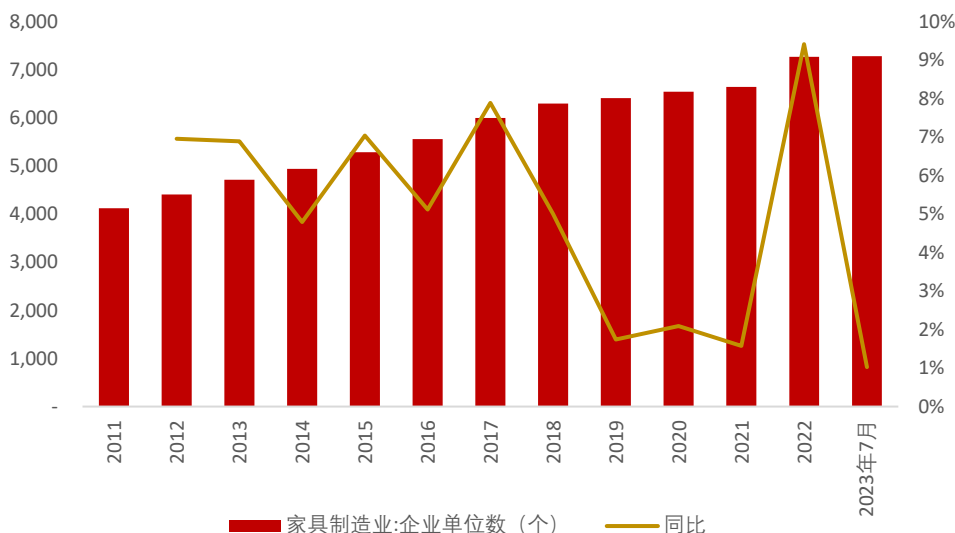
资料来源：亿欧智库《2022 年中国家具行业年度观察报告》，东莞证券研究所

3. 行业竞争激烈，市场份额有望向优秀企业靠拢

3.1 我国家居行业玩家众多，亏损企业数量增加有望加速行业出清

我国家居行业玩家众多。我国家居市场是万亿规模级别的市场，但由于产品种类众多、技术壁垒不高、准入门槛较低、原材料供应较为充足、供应链碎片化程度高等原因，业内企业数量众多，行业竞争较为剧烈。根据国家统计局，我国家具制造业企业数量在 2022 年达到 7273 家，近 10 年复合增速为 5.13%。2023 年 7 月，我国家具制造业企业数量为 7286 家，同比增长 1.03%。

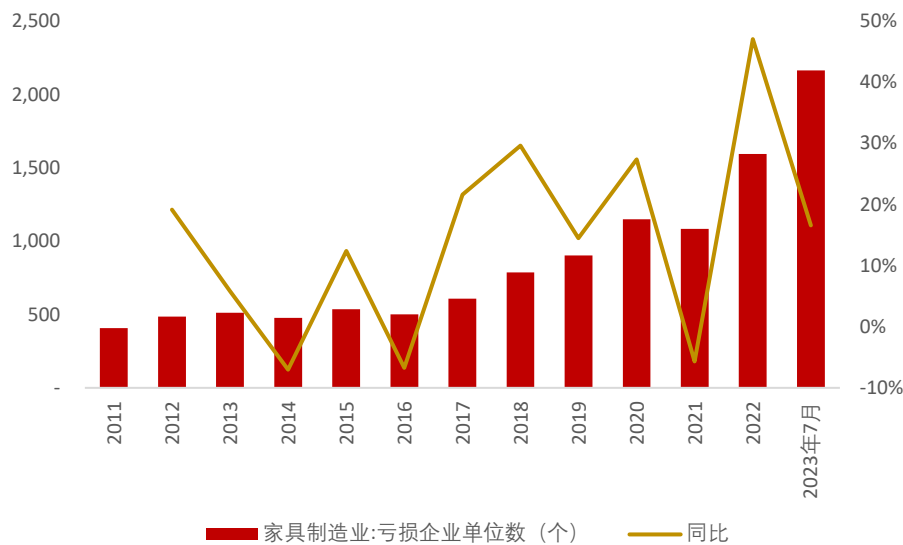
图 14：2011–2023 年 7 月我国家具制造业企业数量与增速（个，%）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国家具制造业亏损企业数量占比提升，有望加速行业出清。虽然近几年我国家具制造业企业数量持续增加，但业内竞争也逐渐加剧，亏损企业数量整体呈现增长态势。国家统计局数据显示，2022 年我国家具制造业亏损企业数量比重达 21.92%，较 2012 年上升超过 10 个百分点。截至 2023 年 7 月，我国家具制造业亏损企业数量达到 2164 个，同比增长 16.59%，亏损企业占比高达 29.70%。伴随着亏损企业数量增加，部分经营能力不善的小微家具企业或将面临清洗淘汰，行业加速出清，市场份额有望进一步向优质企业靠拢。

图 15：2011-2023 年 7 月我国家具制造业亏损企业数量与增速（个，%）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

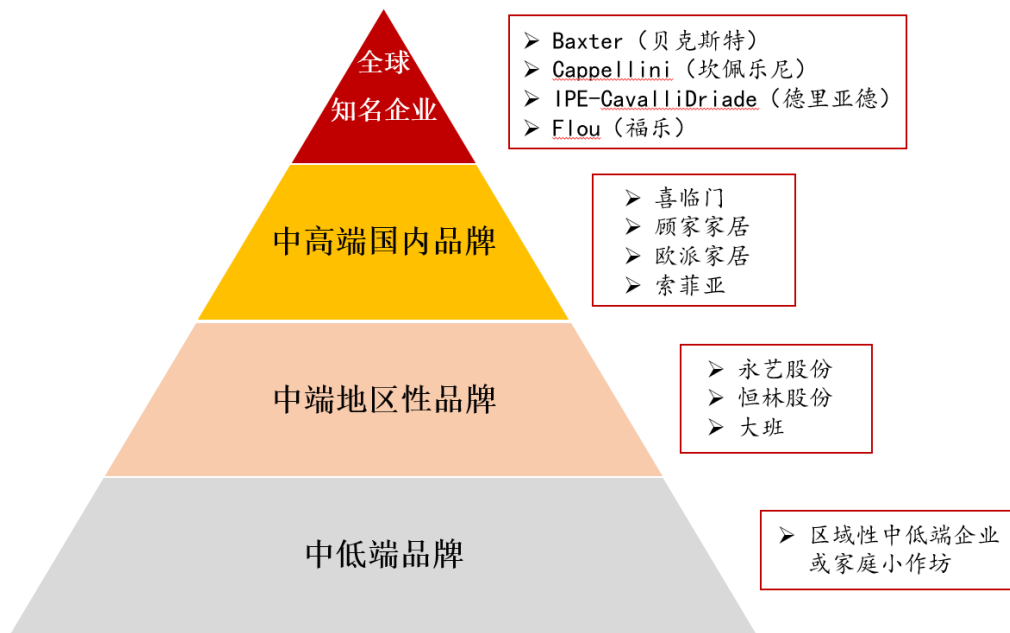
3.2 家居行业竞争格局分散，马太效应有望凸显

我国家具行业公司可分为四大梯队。我国家具行业内的公司目前可以分为四大梯队，分别为全球知名企业、中高端国内品牌、中端地区性品牌与中低端品牌。其中，全球知名企业主要以贝克斯特、坎佩乐尼等企业为代表；中高端国内品牌以顾家家居、欧派家居等企业为代表；中端地区性品牌包括永艺股份、恒林股份等，而中低端品牌主要以区域性中低端企业或家庭小作坊为主。

行业竞争格局相对分散。从竞争格局来看，我国家具行业属于劳动密集型产业，叠加进入门槛相对较低，行业竞争格局相对分散。具体数据来看，2023 年上半年，我国家具行业的 CR3/CR5/CR10 分别为 8.1%/10.7%/13.0%。其中，欧派家居的市场份额最大，为 3.4%，顾家家居和索菲亚的市场份额分别为 3.1%与 1.6%。

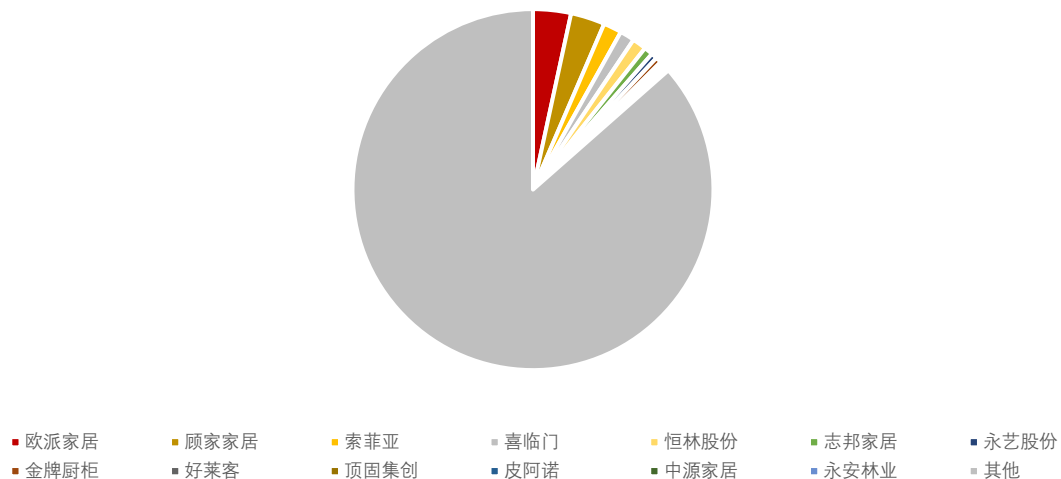
行业马太效应有望凸显。由于家居产品多属于耐用消费品，客户消费频率低，目前部分中小企业可能通过压缩服务成本进行低价竞争。但随着行业逐步成熟，产品标准化程度不断提升，头部品牌企业在渠道、产品、跨界竞争等领域的布局优势将愈发突出，叠加政策支持，行业马太效应有望逐步显现。

图 16：我国家具行业公司可分为四大梯队



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

图 17：2023 年上半年我国家具行业公司市场份额（%）



资料来源：国家统计局，上图中各公司 2023 年半年报，东莞证券研究所

3.3 疫情迫使经营不善企业退出市场，定制家居市场集中度提升

疫情加速出清，定制家居市场集中度提升。随着社会经济发展、消费观念转变，家居行业逐步呈现出高端化、定制化、个性化、智能化等趋势，我国定制家居行业市场规模稳步扩容。根据中商产业研究院数据，2017-2021 年，我国定制家居市场规模从 2413 亿元增加至 4189 亿元，年均复合增速为 14.8%。从集中度来看，我国定制家居市场的 CR9 在 2017 年-2020 年之间维持在 11%-12%之间。疫情发生后，消费场景受损，拖累定制家居

需求，部分经营不善的企业被迫出清，我国定制家居市场 CR9 在 2021 年提升至 12.9%。随着行业发展，预计我国定制家居产品矩阵将逐渐丰富，家居企业在整装渠道布局有望深化，市场份额有望向品牌影响力高的企业靠拢，集中度存在进一步提升空间。

图 18：2017-2021 年我国定制家居行业市场规模与增速

(亿元，%)

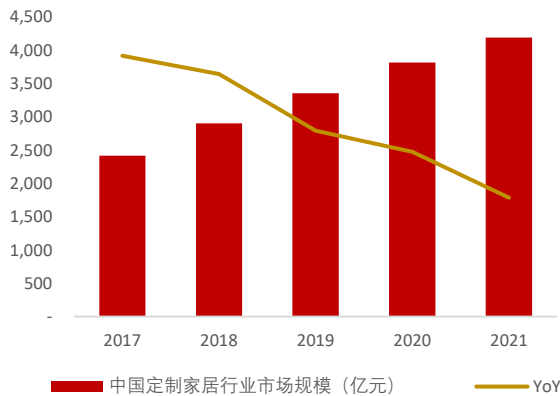
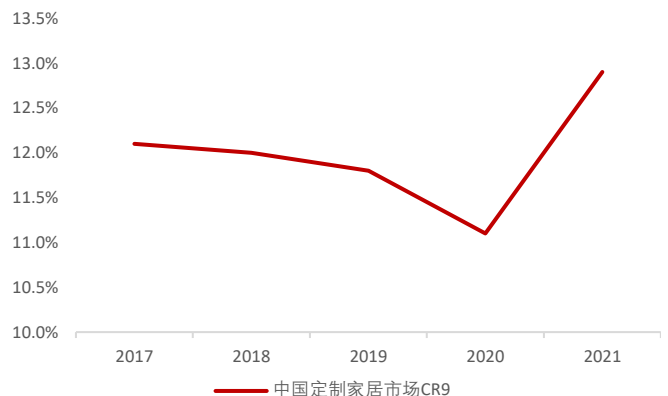


图 19：2017-2021 年我国定制家居市场集中度 (%)



资料来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

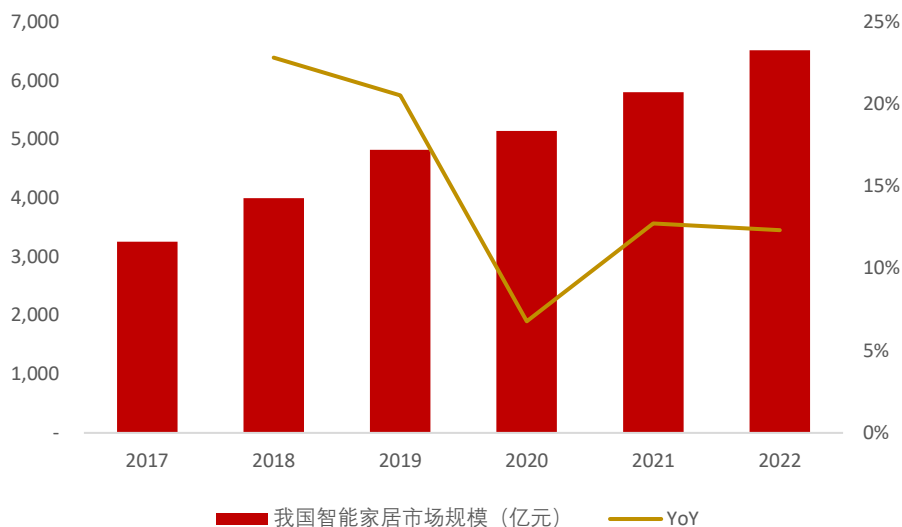
资料来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

4. 智能家居与整装大家居有望成为行业未来发展趋势

4.1 多因素共振，智能家居迎发展机遇

我国智能家居市场规模稳步增长。近年来，随着科技的发展以及居民对生活质量的追求，科技、智慧等家居产品逐渐成为消费新趋势，我国智能家居市场规模近几年稳步增长。2017-2022 年，我国智能家居市场规模从 3254.7 亿元增加至 6515.6 亿元，年均复合增速为 14.9%。

图 20：2017-2022 年我国智能家居市场规模与增速 (亿元，%)



资料来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

多因素共振，智能家居迎发展机遇。（1）**政策催化，利好智能家居发展。**近年来，国家陆续出台多项政策，鼓励智能家居行业发展。2023 年 1 月，国家发布《工业和信息化部等六部门关于推动能源电子产业发展的指导意见》，提出要提高长寿命、高效率的 LED 技术水平，推动新型半导体照明产品在智慧城市、智能家居等领域应用，发展绿色照明、健康照明等。今年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。在政策催化下，智能家居行业发展更加规范化，为家居企业的经营创造了良好的环境。（2）**技术水平提高推动智能家居加速前行。**近几年，随着我国科技水平不断进步，云平台、视音频 AI 算法、产品智能化等技术发展都将有效的为智能家居产业有效赋能，我国家居市场有望进一步向智能化发展。（3）**客户需求带动智能化水平提高。**随着我国经济发展，我国居民生活水平稳步提升，消费者对生活品质的要求有所增加，如视频回放、3D 影像等。与此同时，家用安防产品的需求亦稳中有升，这些因素都将推动我国智能家居行业进一步发展。

表 4：2022 年以来我国智能家居政策概览

时间	政策文件	主要内容
2023 年 2 月	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
2023 年 1 月	《工业和信息化部等六部门关于推动能源电子产业发展的指导意见》	提高长寿命、高效率的 LED 技术水平，推动新型半导体照明产品在智慧城市、智能家居等领域应用，发展绿色照明、健康照明。

2022 年 8 月	《科技部关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	针对未来家庭生活中家电、饮食、陪护、健康管理等个性化、智能化需求，运用云侧智能决策和主动服务、场景引擎和自适应感知等关键技术，加强主动提醒、智能推荐、健康管理、智慧零操作等综合示范应用，推动实现从单品智能到全屋智能、从被动控制到主动学习、各类智慧产品兼容发展的全屋一体化智控覆盖。
2022 年 6 月	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	智能节能健康空调、冰箱、洗衣机等家电产品，洗碗机、感应加热电饭煲、破壁机、推杆式无线吸尘器、扫地机器人等新兴小家电，互联网智能家电全场景解决方案。
2022 年 4 月	《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	强化标准验证、实施、监督，健全现代流通大数据、人工智能、区块链、第五代移动通信(5G)、物联网储能等领域标准体系。深入开展人工智能社会实验，推动制定智能社会治理相关标准。推动统一智能家居、安防等领域标准，探索建立智能设备标识制度。

资料来源：中央人民政府网，新华社，新华网，东莞证券研究所

图 21：智能家居展示图



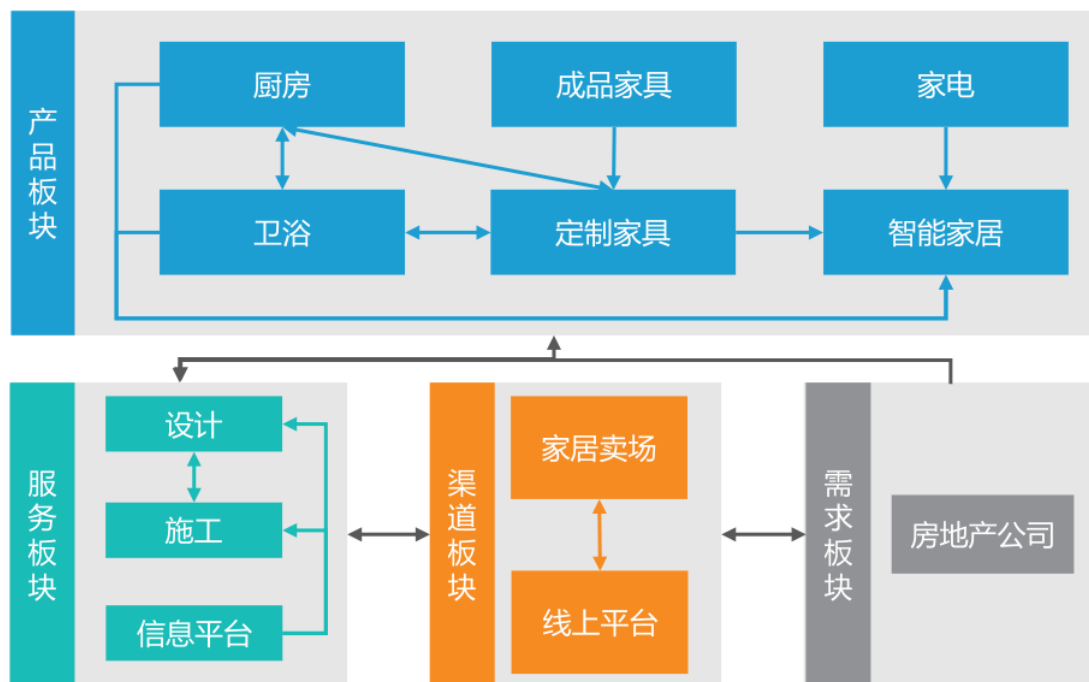
资料来源：百度，东莞证券研究所

4.2 竞争加速企业转型，整装大家居有望成为行业未来发展趋势之一

竞争加剧，加速企业转型。随着家居行业企业数量增加，行业竞争有所加剧，业内企业纷纷走向升级转型之路。其中，拓宽赛道以培育新的业绩增长点家居企业的主要转型方向之一。规模较大、资金实力较强的家居企业通过战略合作、跨

界投资等路径来扩大业务范围，不断优化战略布局。据亿欧数据，目前家居行业各细分领域相互渗透的情况多见，企业开始在产品、服务、渠道等多方面进行融合，走向整装大家居方向。

图 22：家居行业细分领域相互渗透



资料来源：亿欧智库，东莞证券研究所

家居制造企业纷纷跨界投资家装领域，整装大家居有望成为行业未来发展趋势之一。对消费者而言，整装具有一站式采购、便利性高的特点，在售后服务方面亦有优势。根据华经产业研究院，2017-2021 年，我国家装市场总产值从 1.91 万亿元增长至 2.85 万亿元，期间 CAGR 约为 10.5%。根据亿欧智库资料显示，2022 年知名家居企业战略合作和布局事件超百起，家居制造企业纷纷跨界投资家装领域，部分家具制造业企业开展整装整家业务。欧派家居、顾家家居、索菲亚、好莱客、志邦家居等公司都陆续开启“大家居”战略模式，追求不同层面的变革与创新。

图 23：2016-2021 年我国家装市场总产值与增速（万亿元，%）



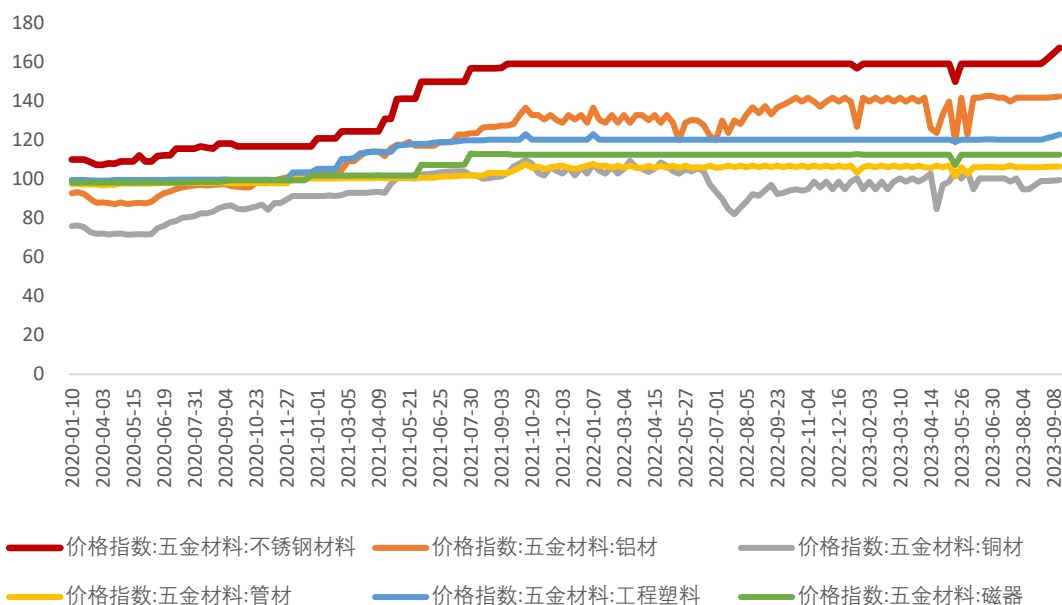
资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

5. 行业面临成本压力，家居行业掀起涨价潮

5.1 我国家居行业面临成本压力

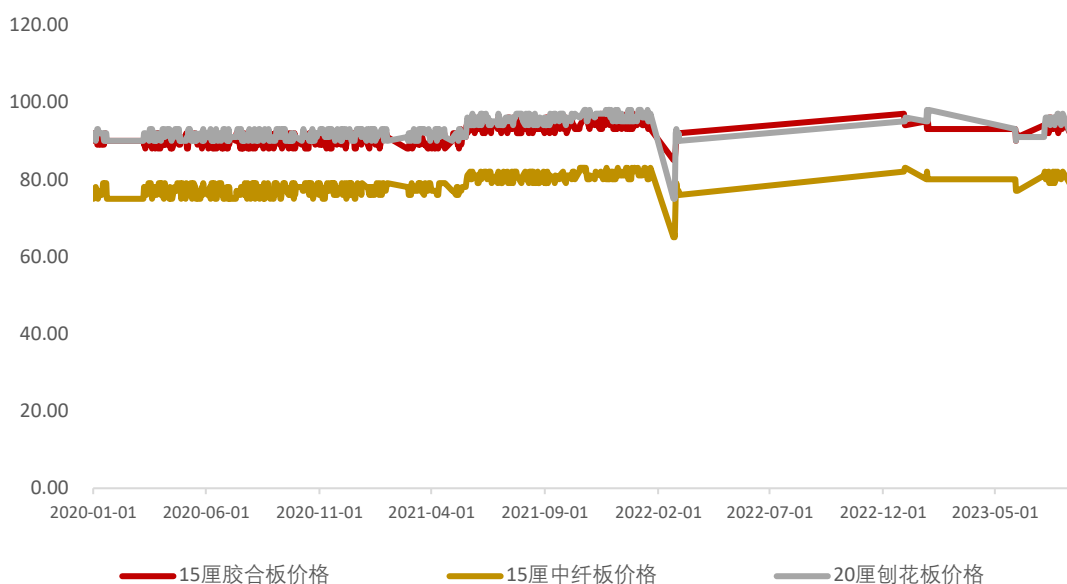
我国家居行业面临成本压力。在我国家居行业的成本结构中，金属材料是家居行业的重要原材料构成。2021年，多种五金材料价格上涨，其中不锈钢材料、铝材价格涨幅较大。根据工商业联合会，2021年，不锈钢材料、铝材、铜材、管材、工程塑料、磁器价格指数较年初分别上涨31.56%、25.17%、12.46%、6.57%、14.23%和10.37%。铜材、铝材价格指数于2022年中下滑后企稳反弹，其余五金材料2022年的价格波动相对较小。与2021年最高点相比，截至2023年9月29日，铜材价格指数回落幅度最大，为8.9%，管材、磁器价格微降，不锈钢材料、铝材、工程塑料价格较2021年高点仍增长9.2%、4.7%与2.4%，家居行业面临一定的成本压力。此外，木材是家居产品的重要原材料，进口依赖度较高。相较金属材料，2023年以来人造板价格整体波动幅度不是很大。鱼珠木材市场数据显示，截至2023年8月15日，15cm胶合板、20cm刨花板、15cm中纤板的价格分别较年初下降了4.3%、4.8%与4.2%。亿欧智库预计，受到国际市场和产区政策影响，我国木材价格未来或将继续维持在较高水平。

图 24：中国五金机电价格指数（周频）



资料来源：工商业联合会、同花顺，东莞证券研究所

图 25：鱼珠木材市场人造板价格（日频）



资料来源：鱼珠国际木材市场、Choice，东莞证券研究所

5.2 家居行业纷纷涨价应对成本压力

家居行业纷纷涨价应对成本压力。自 2021 年起，家居上游原材料价格开始上涨，家居企业成本骤增，为转嫁部分成本压力，企业纷纷采取涨价策略等方式，涨价已成行业共识。根据财联社报道，2021 年十一前后，欧派家居、东鹏控股、帝欧家居等多个家居产业链公司宣布调价。据观察网不完全统计，2022 年上半年，家

居涨价潮再次汹涌而至，科凡家居、尚品宅配、箭牌家居、蒙娜丽莎、新明珠集团等 20 余家中国家居企业发布提价通知，价格涨幅约 3%-15%。2023 年，全球家居行业涨价潮拉开序幕，日本卫浴及厨房企业 Takara Standard、韩国汉森家居、韩国 Hyundai Livart Co. 等国际家居公司投身于新一轮涨价潮，大多国际家居公司对于产品调价的解释主要包括原材料价格上涨、仓储费用上调、汇率波动等。家居行业涨价成为大势，一定程度上缓解了部分成本上涨的压力，有助于改善企业盈利能力。

6. 家居行业重点公司分析

6.1 欧派家居

欧派家居起于橱柜，逐渐发展成家居行业头部公司。欧派家居成立于 1994 年，是国内领先的一站式高品质家居综合服务商。公司主要从事全屋家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装和室内装饰服务。公司由定制橱柜起步，并从橱柜向全屋产品延伸，覆盖整体厨房、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。目前，公司定制家具产品生产总规模居于行业第一，为橱柜衣柜双领域龙头。

2023H1 公司营收稳步增长。2023 年上半年，公司实现营收为 98.43 亿元，同比增长 1.55%。分产品看，2023H1，公司衣柜收入为 54.30 亿元，同比增长 4.05%；橱柜收入为 30.72 亿元，同比下降 5.97%；木门收入为 5.76 亿元，同比增长 6.71%；卫浴收入 4.60 亿元，同比增长 12.61%。2023 年上半年，公司归母净利润为 11.33 亿元，同比增长 11.22%。这主要由于公司上半年毛利率稳步提升所致。

图 26：2018-2023H1 欧派家居营业收入情况（单位：万元）

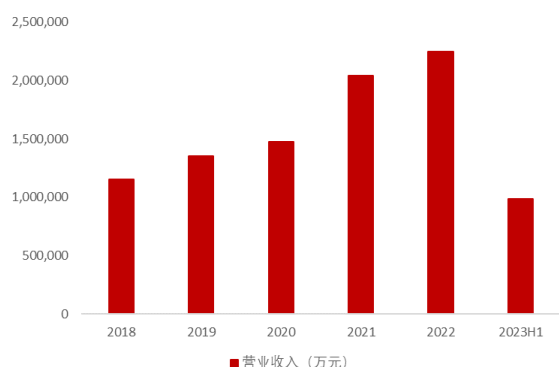
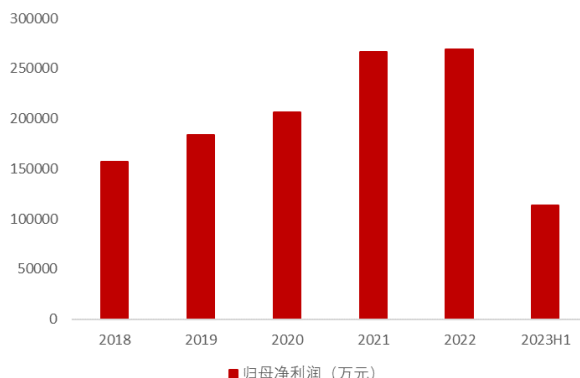


图 27：2018-2023H1 欧派家居归母净利润情况（单位：万元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

欧派是大家居战略倡导者，乘风破浪。为顺应市场发展和消费者需求变化，公司在 2018 年开始试点推进欧派整装大家居商业模式，逐步开拓整装、家装渠道，在优化渠道的同时，提高生产经营效率。2021 年，公司推出新品牌“StarHomes 星之家”，实现双品牌切入一体化整家定制赛道，以定制产品为核心+资源整合+双龙联盟的形式持续进化。欧

派家居从单品做精做大，到全屋定制、整家定制，再发展到整装大家居，在家居行业乘风破浪。

营销系统组织架构改革迅速并及时。2023 年 4 月，为顺应市场趋势，公司开启了一场具有行业突破性意义的营销体系组织架构改革。公司将原厨卫、整家、整装大家居营销事业部，调整为按区域划分的三大营销事业部，分别管理所辖区域内欧派品牌、铂尼思品牌全渠道经销商，更好地做到“同城同规划同步调”。目前，改革所涉及的管理架构、岗位、激励机制、绩效考核等已经迅速调整到位。

图 28：欧派大家居案例展示



资料来源：欧派家居官网，东莞证券研究所

6.2 志邦家居

志邦家居是全屋定制领域的专业品牌，往整家全品类模式融合发展。公司成立于 1998 年，专注于全屋定制家居的研发、设计、生产、销售和安装服务。公司由定制橱柜起步，由整体厨房迈向整家定制，产品囊括九大空间，包括整体厨房、全屋定制、定制木门/墙板、整体卫浴、家具配套、软装等整体家居产品。公司整合橱柜、衣柜、木门、成品四大品类资源，开发套系化产品，用品牌赋能产品，塑造年轻时尚的品牌形象。与欧派家居和索菲亚相似，公司目前的主要产品为橱柜、衣柜和木门。

公司业绩稳步增长。2023 上半年，公司实现营收为 23.01 亿元，同比增长 13.04%。分产品看，2023H1 公司整体橱柜实现收入 10.04 亿元，同比下降 1.28%；定制衣柜实现收入 9.86 亿元，同比增长 18.28%；木门实现收入 1.30 亿元，同比增长 76.01%。公司营收增长主要是由于公司零售衣柜、零售木门、工程、直营及出口销售规模增长所致。

图 29：2018-2023H1 志邦家居营业收入情况（单位：万元）

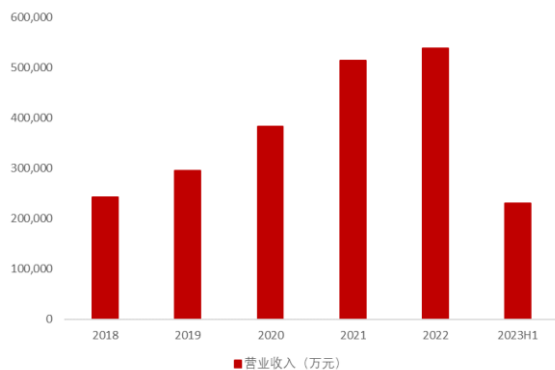
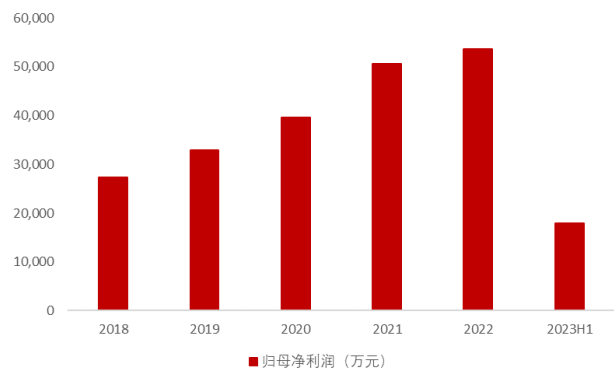


图 30：2018-2023H1 志邦家居归母净利润情况（单位：万元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

持续布局多样化销售渠道。公司持续巩固成熟的经销代理模式，通过全渠道、多品类的战略，布局多层次市场。区域方面，公司立足华东区域、布局全国市场，拥有强大的零售营销网络。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有各品类经销商共 2500 余家，各品类店面共 4000 余家，已形成整家销售格局。同时，公司积极建立数字化营销体系，公司与移动端头部流量媒体腾讯、百度、头条，抖音以及圈层 KOL(Key Opinion Leader)紧密合作，力争做到精准曝光、精准引流以及有效转化，同步提升与消费者之间的互动。

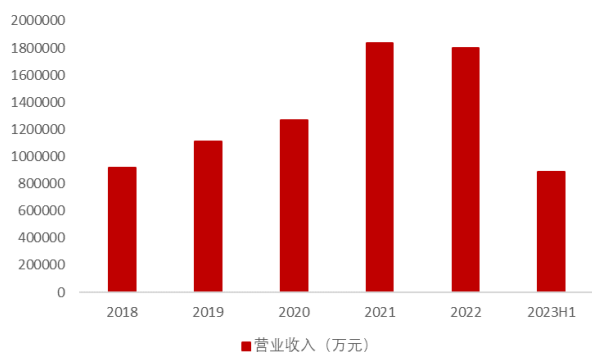
6.3 顾家家居

顾家家居系国内软体家居龙头公司。公司成立于 1982 年，专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售。顾家旗下拥有顾家工艺、顾家布艺、顾家床垫、顾家功能、睡眠中心、顾家全屋定制、健康晾衣机、顾家按摩椅八大产品系列，与战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发战略合作，收购了德国高端家具品牌“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌 KUKA HOME、独立轻时尚品牌“天禧派”、自有新中式风格家具品牌“东方荟”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。公司产品远销 120 余个国家和地区，拥有超过 6,000 家品牌专卖店。2022 年底，公司发布公告，拟以 1.61 亿出售玺堡家居 51%股权，剥离后有助于公司优化业务结构和品牌运营，提升公司盈利能力。

2023H1 营收短期承压，盈利能力有所提升。2023 上半年，公司实现营收为 88.78 亿元，同比下降 1.53%。分产品看，2023H1，公司沙发收入 43.26 亿元，同比下降 8.13%；床类产品收入 19.16 亿元，同比增长 11.19%；配套产品收入为 15.35 亿元，同比增长 5.22%；定制家具收入为 3.93 亿元，同比增长 10.95%。2023 年上半年，公司归母净利润为 9.24 亿元，同比增长 3.67%。这主要是由于上半年公司毛利率增长所致。2023 年上半年，公司毛利率为 31.51%，同比增长 2.55 个百分点。分产品看，2023H1，公司沙发毛利率为 33.74%，同比增长 2.54 个百分点；床类产品毛利率为 35.34%，同比增长 0.94 个百分点；配套产品毛利率为 27.59%，同比增长 4.05 个百分点；定制家具毛利率为 28.29%，同比下降 4.64 个百分点。2023 年上半年，公司净利率为 10.40%，同比增长 0.18 个百分点。

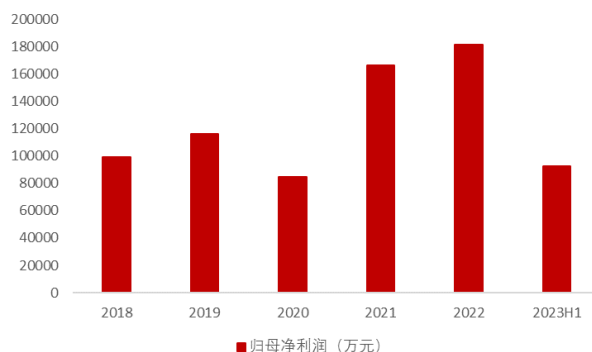
公司通过数字化赋能产品端、营销端、生产端以提升运营效率，从而保持高于行业平均利润率水平。

图 31：2018-2023H1 顾家家居营业收入情况（单位：万元）



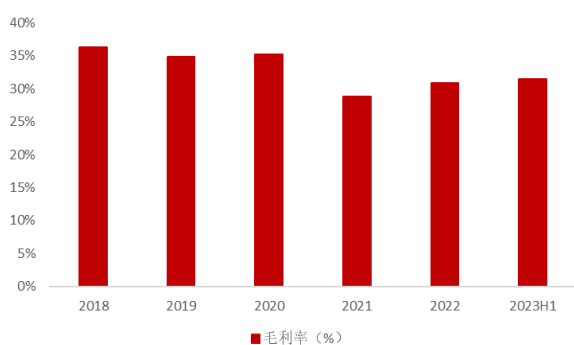
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 32：2018-2023H1 顾家家居归母净利润情况（单位：万元）



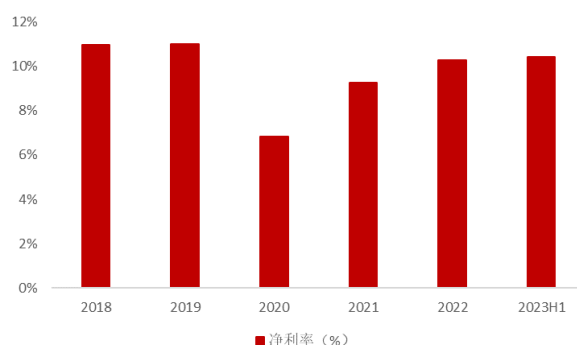
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 33：2018-2023H1 顾家家居毛利率情况（单位：%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

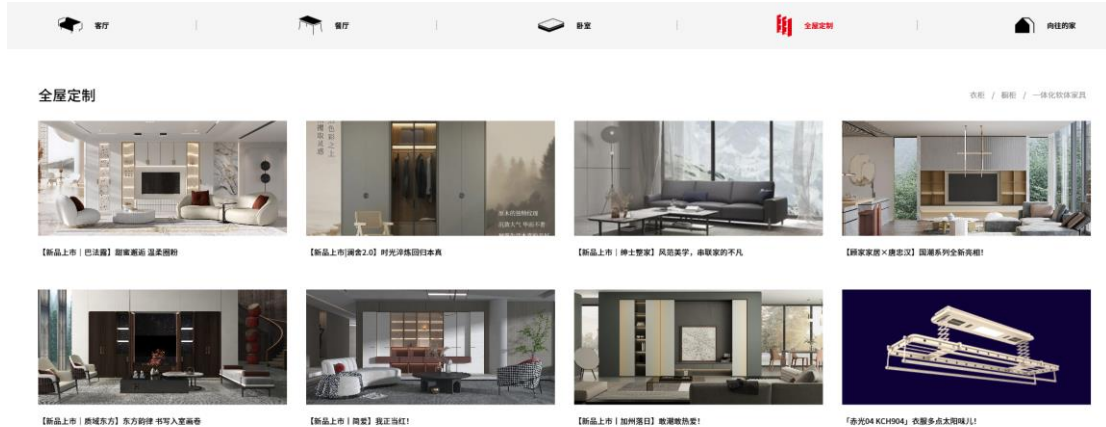
图 34：2018-2023H1 顾家家居净利率情况（单位：%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

内贸、外贸协同配合，助力渠道全面拓展。内贸方面，公司以区域为单位，一个指挥及决策主体，有统有分，合力进攻市场。今年二季度，公司借势 618 推出热爱季第一季，制定大店和定制渠道“双百计划”，进一步加快渠道突破速度。同时，公司通过发布一体化整家战略、以价换量、K8 专业培训，清晰经销商发展之路，坚持变革之心。外贸方面，公司价值链一体化运营效率得到进一步提升，并初步形成分市场、分基地价值链一体化管理的运作模式。此外，公司的制造基地运营能力得到稳步提升，越南基地经营改善明显，墨西哥新工业园建设和 SP0 能力发育工作稳步推进。公司在跨境电商方面重点布局功能单椅和单椅类目，新渠道进驻打开渠道结构，有利于提升公司整体盈利能力。

图 35：顾家家居产品案例展示



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

6.4 慕思股份

慕思是国内健康睡眠行业领先者。慕思品牌成立于 2004 年，是一家集研发、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。公司引进欧洲的睡眠理念和寝具设计理念，在全球首创健康睡眠系统。经历十余年储备发展，公司产品从床垫发展至综合健康睡眠产品，覆盖床垫、床架、床品和沙发等，在扩张品类的同时持续丰富产品系列，形成 7 大主力品牌，满足消费者多元化定制需求。

慕思的营收和归母净利润在近年实现双增，业绩短期承压。2018–2021 年，公司营业总收入从 31.88 亿元增长至 64.81 亿元，期间 CAGR 为 26.68%；公司归母净利润从 2.16 亿元增加至 6.86 亿元，期间 CAGR 高达 46.94%。近年来，公司规模逐年扩张，主要得益于公司的产品品类丰富、技术优势、品牌效应、营销策略和渠道网络等。2022 年，受制于新冠疫情反复的冲击以及国内外宏观环境压力，公司门店经营和物流运输受阻，实现营收 58.13 亿元，同比微降，实现归母净利润 7.09 亿元，同比微增。2023 上半年，公司实现营收为 23.99 亿元，同比下降 12.81%；归母净利润为 3.56 亿元，同比增长 15.31%。这主要是由于公司上半年毛利率同比增长，同时公司控费效果显著。因此，公司在营收稍有下滑的背景下，利润依然可以保持较高的增长。

图 36：2018–2023H1 慕思股份营业收入情况（单位：万元）

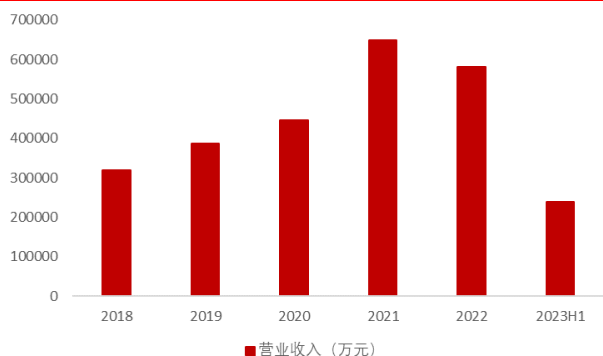
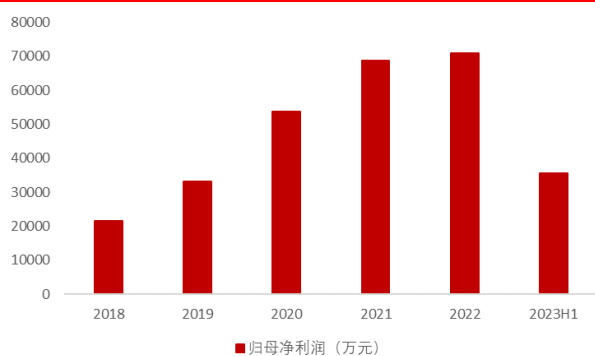


图 37：2018–2023H1 慕思股份归母净利润情况（单位：万元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

慕思产品矩阵持续丰富，协同效应显现。公司行业地位领先，产品从床垫发展至综合健康睡眠产品，覆盖床垫、床架、床品和沙发等，在扩张品类的同时持续丰富产品系列，满足消费者多元化定制需求，建立产品独特的差异化优势，增强客户粘性。2022 年，慕思将 V6 家居发展方向转向大家居，提升在整装渠道中的协同引流效应，带动慕思品类销售，有望成为公司新的业绩增长模式。除了床垫和床架，慕思的沙发产品也有较好表现。沙发是公司近年新开拓的业务，使用中高端定位的意大利卡利亚品牌，通过套餐组合打通与慕思经典品牌的联动，预计短期内有望延续高速增长。

公司全渠道发展稳步推进。公司已建成以“经销为主，直营、直供、电商等多种渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系。公司通过自营及经销渠道，开拓线下专卖店 5700 余家，较去年同期增长 400 余家。此外，公司不断完善线下终端销售网络，专卖店除覆盖境内主要 KA 卖场且占据卖场有利位置外，还在中国香港、澳大利亚、美国、加拿大等国家地区设有专卖店。同时，公司积极拓展线上销售，现已与“天猫”、“京东”、“抖音”、“唯品会”、“拼多多”等知名电商平台开展合作。

图 38：慕思产品与品牌分类

按品类	全部	床垫	床架	进口床垫	皮床
	枕头	床品	电动床	柜类	排骨架
	桌椅	沙发	被芯	套件	床尾凳
	按摩椅	高端功能枕头	按摩器	凝胶生活	香氛精油
	智能椅				
按品牌	全部	慕思国际	慕思·甄慕	慕思	慕思美居
	V6家居	思丽德赛			
按产品系列	全部	慕思通配	慕思·新渠道	V6子品牌	慕思美居1
	慕思·3D	慕思蓝奢	慕思·甄慕	慕思·助眠	慕思·0769
	慕思凯悦	慕思·家纺	SleepDesigns	慕思·歌蒂娅	慕思意简
	慕思HOME	慕思·凯奇	慕思·PAULY	慕思 CALIASOFART	慕思新北欧
	慕思·苏斯	慕思凯悦	慕思·儿童	慕思智慧睡眠	慕思·今晚
	slumberzone				

资料来源：慕思官网，东莞证券研究所

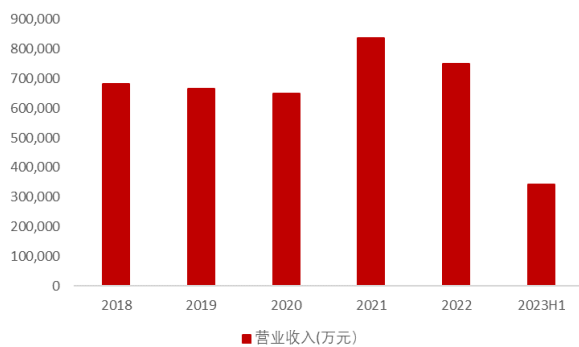
6.5 箭牌家居

箭牌家居系国产卫浴龙头企业。公司成立于 1994 年，是一家集研发、生产、销售与服务于一体的大型现代化制造企业，生产产品品类范围覆盖卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜衣柜等全系列家居产品。公司旗下主要品牌包括 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华，可满足不同消费群体需求。公司在中国区域布有十大生产制造基地（2 个在建），拥有过万家销售网点，业务遍布全球 60 余个国家。未来，公司将加大家装渠道和下沉渠道建设，形成对市场的深度覆盖。

近年来公司营收规模有所波动，盈利能力短期承压。营收方面，2021 年，受益于疫情后电商渠道的快速发展及疫情后的促销，公司营业收入同比增长 28.6%。2022 年，公司受到房地产行业下行以及居民消费减弱等短期因素影响，营业总收入同比下滑 10.27%。2023 年上半年，公司加大市场促销的力度，营业总收入同比增长 3.84%。净利润方面，

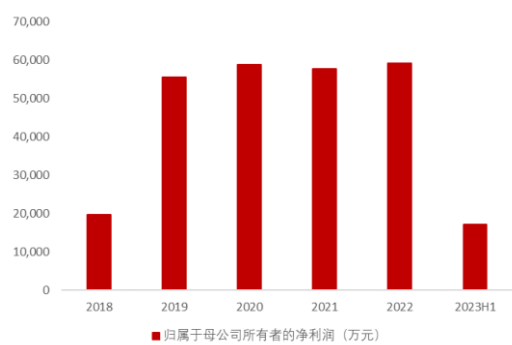
2021 年，受资产减值损失、信用减值损失以及期间费用同比增加的拖累，公司归母净利润同比下降 1.93%。2022 年，受益于智能产品结构优化以及公司在 2021 年下半年对部分产品提价等因素，公司归母净利润同比增长 2.75%。2023 年上半年，受毛利率下滑影响，公司归母净利润同比下降 28.24%。

图 39： 2018–2023H1 箭牌家居营业收入情况（单位：万元）



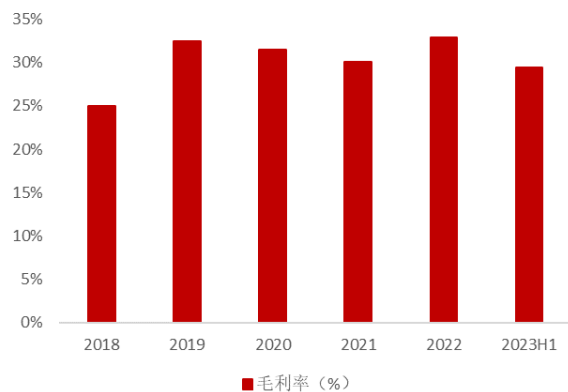
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 40： 2018–2023H1 箭牌家居归母净利润情况（单位：万元）



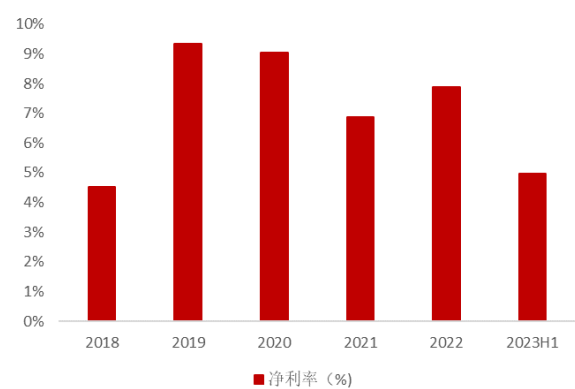
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 41： 2018–2023H1 箭牌家居毛利率情况（单位：%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 42： 2018–2023H1 箭牌家居净利率情况（单位：%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

公司坚定智能化方向。公司坚持围绕“智能化”、“个性化”、“定制化”进行产品布局和技术升级。2023 年上半年，公司智能坐便器销售数量同比增长 37.15%，收入同比增长 13.84%，占公司营业收入比例为 20.01%，同比增加 1.75 个百分点。

公司稳步推进全渠道营销。公司销售模式主要为经销辅以直销的形式，2023 年上半年，公司经销模式收入(包括经销零售、电商、家装及工程)为 29.67 亿元，同比增长 1.07%，占比为 86.85%；直销模式（主要为直营电商及直营工程）收入为 4.49 亿元，同比增长 26.82%，占比为 13.15%。截至 2023 年 6 月末，公司终端门店网点合计 14603 家，较去年末增加 1225 家（增加的网点类型主要为家装店、社区店及乡镇店）。2023 年上半年，公司经销零售（门店）收入 13.35 亿元，同比下降 1.23%；公司电商收入为 7.16 亿元，

同比增长 15.01%；公司家装渠道收入为 5.01 亿元，同比增长 13.01%；公司工程收入 8.49 万元，同比下降 1.22%。

图 43：箭牌家居新品展示



资料来源：箭牌家居官网，东莞证券研究所

7. 投资策略

维持对家居行业整体标配评级。近期国家相关部门出台多项政策刺激地产链相关产业发展。家居作为地产链中的重要一环，利好政策频出。在政策催化下，市场对经济复苏的预期升温。家居行业作为顺周期板块，政策托底下消费需求有望被加速激活，后续趋势有望向上。从行业层面来看，2023 年防疫政策逐步放开后，居民消费热情升温，叠加地产利好政策不断和家居出口有望逐步改善，预计中国家居零售规模持续扩大。虽然目前我国家居行业竞争格局相对分散，随着行业逐步成熟并走向高质量发展，头部品牌在渠道、产品、跨界竞争等方面优势将更明显，市场份额有望向优秀企业靠拢。建议关注：深化大家居战略、进一步拓宽家装渠道的定制家居优秀公司，如欧派家居（603833）、志邦家居（603801）等；渠道布局完善、品牌效应较强的软体家具企业，如顾家家居（603816）、慕思股份（001323）等；关注家居硬装部分的卫浴陶瓷头部企业，如箭牌家居（001322）等。

表 5：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2023/9/28）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
603833	欧派家居	95.89	4.41	5.10	5.93	21.73	18.80	16.17	增持	维持
002572	索菲亚	18.94	1.17	1.45	1.70	16.24	13.06	11.14	增持	维持
300616	尚品宅配	19.44	0.23	1.06	1.38	83.43	18.34	14.09	买入	维持
603801	志邦家居	23.11	1.72	1.63	1.91	13.43	14.18	12.10	增持	维持
603816	顾家家居	40.49	2.20	2.55	2.98	18.37	15.88	13.59	买入	维持
001323	慕思股份	35.99	1.77	2.06	2.41	20.31	17.47	14.93	增持	维持
603818	曲美家居	5.39	0.06	-0.02	0.54	85.69	-269.50	9.98	买入	维持
001322	箭牌家居	14.21	0.61	0.71	0.86	23.14	20.01	16.52	增持	维持
003012	东鹏控股	10.65	0.17	0.73	0.89	61.85	14.59	11.97	买入	维持

8. 风险提示

（1）宏观经济因素波动导致市场需求变动风险

近年来，随着我国宏观经济的不断发展，全国居民人均可支配收入不断提高、城镇化进程的持续推进，以及年轻消费群体崛起，推动了居民消费观念的转变和升级，带动家居行业发展。若未来我国宏观经济出现增速放缓或波动，可能导致全国居民人均可支配收入的下滑，将直接影响消费者的消费能力，进而对家居公司的产品销售造成不利影响。

（2）房地产市场波动风险

家居行业为地产后周期行业，与房地产行业具有一定的相关性。随着城镇化的推进、老旧小区改造等因素释放的刚需性住房和改善性住房需求进一步扩大，预计在未来住宅装修装饰市场的需求将保持增长，但若我国房地产政策趋于收紧，将导致消费者的购房和装修需求增长放缓，进而对上述公司的产品销售带来不利影响。

（3）市场竞争加剧风险

改革开放以来，我国经济持续快速增长，市场需求的拉动较为强劲，家居市场快速扩张。由于家居行业准入门槛较低，行业公司数量众多，市场竞争程度加剧。若上述公司不能在新产品研发和迭代、产能规模、品牌建设、渠道布局、绿色制造等方面保持现有竞争优势，将会给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

（4）原材料价格波动风险

家居产品主要原材料包括木质材料、金属材料、化工材料、包装材料等。若未来公司主要原材料及能源价格出现波动，将会给公司生产经营及盈利水平带来较大影响，若出现采购价格大幅上升而公司不能将相关成本及时向下游转移的情况，公司盈利水平将面临下降的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn