

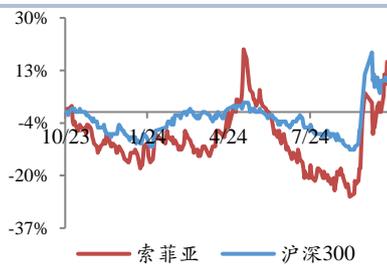
# 深耕整家定制，多品牌、全品类、全渠道发展

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-10-28

收盘价(元)	19.90
近12个月最高/最低(元)	21.54/12.36
总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	651
流通股比例(%)	67.65
总市值(亿元)	192
流通市值(亿元)	130

## 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：深耕整家定制，实现“多品牌、全品类、全渠道”发展

索菲亚是整家一体定制领先企业，持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略。在品牌方面，公司目前拥有索菲亚、司米、华鹤、米兰纳四大主要品牌，四者以价格为基，聚焦于不同的消费者市场。在品类方面，公司以衣柜起家，拓展厨柜、软体、家具、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴等品类，目前已实现家居全品类覆盖。在渠道方面，零售渠道是公司业务的主要渠道，此外也正重点发力整装渠道、积极拓展大宗业务渠道，以此不断拓展公司营业收入来源。

### ● 行业：政策加码助力家居消费修复，头部公司有望明显受益

近来，地产政策组合拳出台，促进房地产市场平稳健康发展，将有助于促进房地产市场信心修复和预期改善，推动刚需和改善性需求入市，或推动二手房、新房的销售企稳回升，进而带动地产链需求回暖。叠加各地以旧换新政策落地，家居消费修复可期。一方面，头部企业的运营能力更为优秀，资金储备更为充足，更能抵御地产周期波动带来的影响，在行业低谷期能够逆势扩店获取优秀的门店资源，提升市场份额。另一方面，依托多品类运作提升客单价的路径已成为家居品牌增长的核心驱动力，头部企业的品牌知名度更高，品类融合能力更强，整装渠道布局领先，更有望在竞争中取胜，且以旧换新政策推进将进一步促进行业参与者的规范化，有利于提升集中度。

### ● 公司：品牌渠道多元布局，智能制造行业领先

(1) 品牌：为满足不同消费人群的全屋定制消费需求，公司以价格区间作为区分，打造了不同风格的四大品牌，形成覆盖全市场的品牌矩阵。索菲亚品牌以定制衣柜为核心逐步打造一体化定制家居，整家策略有望持续推动客单值上涨，成为业绩增长发力点。米兰纳品牌的经销商与门店的增长空间仍较大，未来有望通过质价比路线继续加速招商、挖掘下沉市场潜力，带来亮眼业绩增量。司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率进一步降低，终端门店正逐步向整家门店转型，整家策略将促进客单价提升。华鹤品牌持续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设来开拓新流量，业绩有望稳定增长。(2) 渠道：公司持续深入“多品牌、全品类、全渠道”的战略方向，在巩固传统渠道的同时，新渠道的开拓成效初显。经销商渠道持续优化，截至2024H1，公司已在各终端销售网络开设门店约4000家，覆盖全国1800个城市和区域，单店提货额约264万元，持续稳定增长。大宗渠道持续优化客户结构，巩固发展与优质地产客户的合作，并通过高端零售、工程项目和经销商等形式持续布局海外市场。整装/家装渠道、电商新零售渠道等新兴销售渠道也快速增长。

(3) 供应：公司积极推进数智化变革，拥有全方位、垂直一体化“数字化运营平台”，总体技术水平行业领先。公司在全国拥有八大生产

基地，投资建设了行业内亚洲先进的工业 4.0 车间，极大地缩短了产品交付周期，工厂对经销商的平均交货周期多年保持在 7~12 天，突破定制行业普遍面临的产能瓶颈；准确率和返修率实现行业领先水平，为前端销售提供供应链保障，同时降低了工厂端和经销商端的运营成本。

● **盈利预测及投资建议**

公司旗下四大品牌定位清晰，能够满足不同层次消费者的需求，并围绕“大家居”战略进行品类扩充升级，以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 121.03/130.09/139.79 亿元，分别同比增长 3.8%/7.5%/7.5%；归母净利润分别为 13.69/15.28/16.78 亿元，分别同比增长 8.5%/11.6%/9.8%。截至 2024 年 10 月 25 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.42/1.59/1.74 元，对应 PE 分别为 14.00/12.54/11.42 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

宏观环境与房地产行业形势的风险，市场竞争加剧的风险，劳动力成本上升的风险，应收账款、应收票据无法收回的风险，原材料价格上涨的风险，管理的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11666	12103	13009	13979
收入同比 (%)	3.9%	3.8%	7.5%	7.5%
归属母公司净利润	1261	1369	1528	1678
净利润同比 (%)	18.5%	8.5%	11.6%	9.8%
毛利率 (%)	36.2%	35.9%	36.0%	36.0%
ROE (%)	18.0%	16.5%	15.6%	14.6%
每股收益 (元)	1.38	1.42	1.59	1.74
P/E	11.56	14.00	12.54	11.42
P/B	2.19	2.31	1.95	1.67
EV/EBITDA	6.72	6.76	5.58	4.58

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 25 日收盘价计算)

## 正文目录

1 概况：深耕整家定制，实现“多品牌、全品类、全渠道”发展.....	6
1.1 打造品牌矩阵，“定制化”大放异彩.....	6
1.2 股权结构清晰，管理层人员出类拔萃.....	7
1.3 多品牌多渠道推动增长，盈利能力修复.....	9
2 行业：政策加码助力家居消费修复，头部公司有望明显受益.....	11
2.1 地产政策持续加码，家居消费有望修复.....	11
2.2 家居市场规模稳步增长，头部企业市场份额提升.....	15
3 公司：品牌渠道多元布局，智能制造行业领先.....	17
3.1 品牌：四大品牌发力整家定制，覆盖家居市场多元化需求.....	17
3.2 渠道：稳健推进传统渠道，布局发力新兴渠道.....	23
3.3 供应：全链路数字化转型，八大基地夯实底层生产力.....	26
4 盈利预测及投资建议.....	28
5 风险提示.....	29
财务报表与盈利预测.....	31

## 图表目录

图表 1 公司主要品牌 .....	6
图表 2 公司发展历程 .....	7
图表 3 公司股权结构图 (截至 2024H1) .....	7
图表 4 核心管理团队情况 .....	8
图表 5 2016-2024H1 公司营业收入及 YOY (亿元, %) .....	9
图表 6 2016-2024H1 公司归母净利润及 YOY (亿元, %) .....	9
图表 7 2016-2024H1 年公司按产品拆分收入结构 (亿元) .....	10
图表 8 2023 年公司按品牌拆分收入结构 (亿元) .....	10
图表 9 2016-2024H1 公司综合毛利率情况 .....	10
图表 10 2016-2024H1 年公司分产品毛利率拆分 .....	10
图表 11 2016-2024H1 公司费用率情况 .....	11
图表 12 2016-2024H1 公司归母净利率情况 .....	11
图表 13 地产政策组合拳 .....	11
图表 14 地方调控政策加速松绑 .....	12
图表 15 房地产开发投资完成额 .....	13
图表 16 商品房销售面积 .....	13
图表 17 国家层面以旧换新政策 .....	13
图表 18 地方层面以旧换新政策 .....	13
图表 19 定制家居市场规模测算 .....	15
图表 20 定制家居各公司市场规模 (亿元) .....	16
图表 21 定制家居各公司市占率 (%) .....	16
图表 22 2008-2023 年索菲亚集团营业收入与品牌、品类变化情况 (亿元) .....	18
图表 23 公司旗下各品牌主要信息 .....	18
图表 24 2017-2023 年索菲亚门店、经销商数量及其同比增速 .....	19
图表 25 2017-2023 年索菲亚与欧派衣柜、志邦衣柜门店数对比 (家) .....	19
图表 26 2017-2023 年索菲亚各个层级门店数量占比 (%) .....	19
图表 27 2018-2023 索菲亚各个层级门店收入占比 (%) .....	19
图表 28 2017-2023 年索菲亚品牌工厂端平均客单价 (元, %) .....	20
图表 29 2024H1 米兰纳各个层级门店数占比 (%) .....	20
图表 30 2024H1 米兰纳各个层级门店收入占比 (%) .....	20
图表 31 米兰纳品牌的 3C 模型 .....	21
图表 32 2017-2023 年索菲亚门店、经销商数量及其同比增速 .....	22
图表 33 2017-2023 年司米与志邦橱柜、欧派橱柜门店数对比 (家) .....	22
图表 34 2024H1 司米各个层级门店数占比 (%) .....	22
图表 35 2024H1 司米各个层级门店收入占比 (%) .....	22
图表 36 2017-2023 年华鹤门店、经销商数量及其同比增速 .....	23
图表 37 2017-2023 华鹤与志邦木门、欧铂尼木门门店数对比 (家) .....	23
图表 38 华鹤启动高端整家定制战略 .....	23
图表 39 华鹤云尚东方系列衣帽间产品 .....	23
图表 40 2017-2024H1 公司各渠道营业收入占比 (%) .....	24

图表 41 2023 年主要家居公司各渠道营业收入占比情况 (%)	24
图表 42 索菲亚直营整装旗舰店落地深圳宜居巢	24
图表 43 2017-2023 年公司直营渠道占比 (%)	24
图表 44 2017-2023 年公司经销商渠道占比	25
图表 45 2020-2023 年公司单店提货额及 YOY (万元, %)	25
图表 46 公司大宗渠道历年占比 (%)	25
图表 47 索菲亚合作卡塔尔五星级酒店项目	25
图表 48 公司与装企的部分合作案例	26
图表 49 2016-2023 年公司研发投入及占营业收入比例 (万元, %)	27
图表 50 2016-2023 年公司研发技术人员人数及占比 (人, %)	27
图表 51 公司拥有全球领先智能制造水平	27
图表 52 公司全国工业生产基地布局	28
图表 53 公司工业 4.0 智能工厂	28
图表 54 盈利预测和估值 (百万元)	29
图表 55 可比公司估值	29

# 1 概况：深耕整家定制，实现“多品牌、全品类、全渠道”发展

## 1.1 打造品牌矩阵，“定制化”大放异彩

索菲亚是整家一体定制领先企业，持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略。在品牌方面，公司目前拥有索菲亚、司米、华鹤、米兰纳四大主要品牌，四者以价格为区间，聚焦于不同的消费者市场。在品类方面，公司以衣柜起家，拓展厨柜、软体、家具、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴等品类，目前已实现家居全品类覆盖。在渠道方面，零售渠道是公司业务的主要渠道，此外也正重点发力整装渠道、积极拓展大宗业务渠道，以此不断拓展公司营业收入来源。

图表 1 公司主要品牌

品牌名称	创始时间	价格区间 (元/平方米)	定位市场	产品矩阵
索菲亚	2001 年	1000-2000 元	中高端	以柜类定制为核心，建立包含全屋定制、整厨定制、整屋木门、整屋墙板、整屋家具、整屋地板、整屋电器的七大品类矩阵
司米定制家居	2014 年	2000 元以上	轻高定	以厨柜为拳头产品，提供厨柜、衣柜、木门、家具家品等全屋定制服务
华鹤	2017 年	2000 元以上	轻高定	“门墙柜”产品模式，拥有定制柜、木门、厨柜、背景墙及家具家品五大品类
米兰纳整家定制	2021 年	1000 元以下	大众市场	以全屋柜类定制为主，同时经营家具家品

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

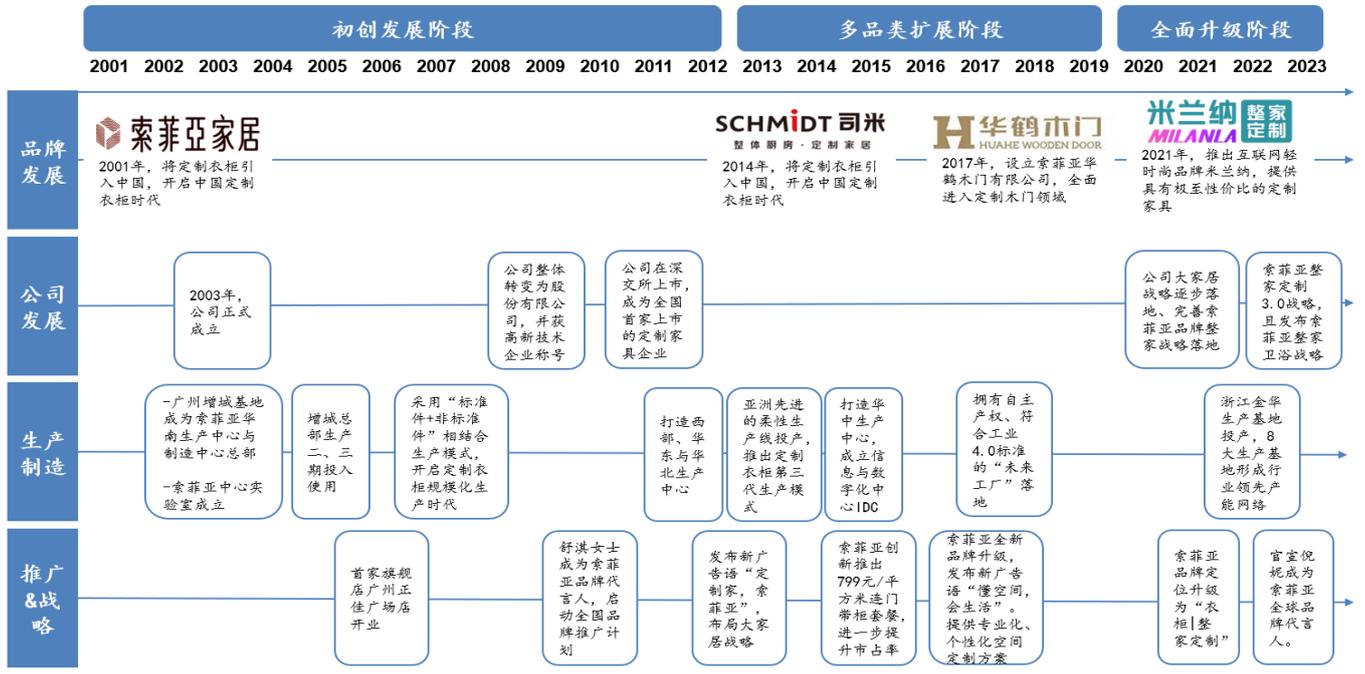
公司正式成立于 2003 年，依次经历初创发展（2003-2012 年）、多品类扩张（2013-2019 年）、全面升级改革（2020-至今）三个阶段，逐渐成长为大型企业，进入大家居时代。

**（1）初创发展阶段（2003-2012 年）：**2001 年索菲亚品牌创始人江淦钧与法国品牌 Sogal 合作，将定制衣柜引入中国；2003 年公司正式成立，广州增城生产基地成为索菲亚华南生产中心；2009 年公司整体转变为股份有限公司；2011 年公司在深圳证券交易所上市，成为国内首家上市的定制家居企业；2012 年分别成立西部、华南与华北生产中心。

**（2）多品类扩张期（2013-2019 年）：**2013 年公司从定制衣柜品牌向大家居战略布局；2014 年成立华中生产中心以及信息与数字化中心 IDC，并引进法国品牌“司米厨柜”，进军厨柜领域；2017 年成立“华鹤门业”品牌，全面进入定制木门领域。在此阶段，公司布局已涵盖衣柜、厨柜和木门三大领域，并积极铺设零售、大宗、整装全渠道，构建多重流量入口，公司营销力与影响力、市场占有率不断提升，逐渐成为国内家居行业领军者。

**（3）全面升级阶段（2020-至今）：**2020 年公司品牌战略升级为“柜类定制专家”，并携手环保板材商引领定制家居行业迈入环保新标准时代；2021 年公司推出互联网轻时尚品牌“米兰纳”并将公司战略调整为“衣柜|整家定制”，2022 年索菲亚整家战略落地，司米、米兰纳、华鹤切入整家赛道，并正式发布“索菲亚门窗”品牌；2023 年索菲亚整家定制 3.0 战略，全能整家重塑生活重磅发布，并正式发布“索菲亚卫浴”品牌。

图表 2 公司发展历程

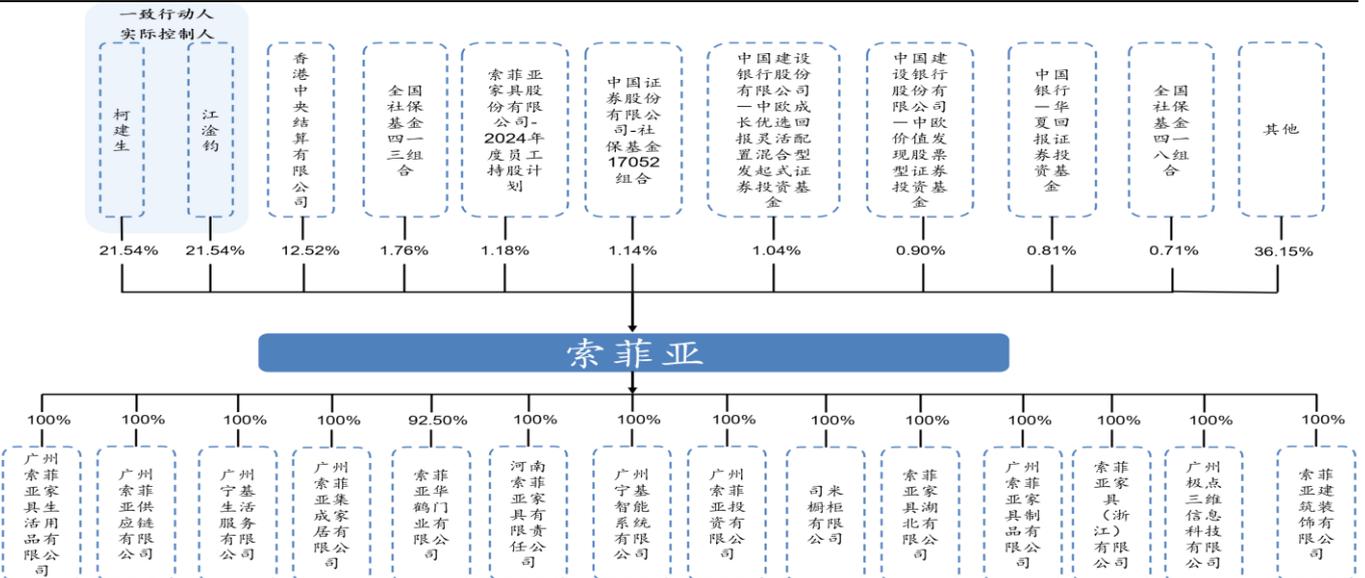


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 1.2 股权结构清晰，管理层人员出类拔萃

公司股权结构清晰且稳定。截至 2024H1，江淦钧先生与柯建生先生分别持有公司 21.54% 与 21.54% 的股份，为公司的实际控制人。公司旗下子公司大多与家居行业有着紧密联系，其中广州索菲亚家居制品有限公司主要负责木质家具制造、家具批发与零售；司米厨柜有限公司将“厨柜”置于核心地位，主营业务为生产、销售厨房家具、卫浴家具、厨房组件、卫浴组件和相关配件，以上产品的进出口，并提供相关服务；索菲亚建筑装饰有限公司主营业务为组合式家具安装、装饰；室内外装修设计及施工。子公司与母公司相互协调，共同发展。

图表 3 公司股权结构图（截至 2024H1）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

注重人才培养，不断引进高素质人才，为公司未来的发展打下坚实的基础。其中江淦钧先生现任索菲亚家居股份有限公司董事兼董事长，为公司的实际控制人，殚精竭虑为公司发展制定长远规划。王兵先生担任公司总经理，博士学历，兼任深圳索菲亚投资发展有限公司总经理、执行董事等职位，拥有优秀的管理能力。两位高管都曾任职于大型家具行业企业，具备丰富的行业经验和专业素养，特别是在定制家居领域具有独特的见解和洞察力，有助于公司在定制家居市场的竞争中获得优势地位，实现高速增长。

**图表 4 核心管理团队情况**

姓名	职务	学历	出生年份	履历
江淦钧	董事长 董事	大专	1964 年	2003 年 7 月至今先后担任公司执行董事、董事长，现任公司董事长兼董事。1984 年至 1998 年曾在广东省华侨友谊公司、广东省天贸集团及广东怡得公司工作，1998 年至 2003 年在广东汇高公司工作，2010 年至 2016 年 9 月兼任广州易福诺木业有限公司董事，2014 年至 2022 年 12 月兼任司米厨柜有限公司董事，2017 年 6 月起兼任索菲亚华鹤门业有限公司董事。
柯建生	董事	硕士	1964 年	2003 年 7 月至今先后担任公司监事、总经理、董事，现任公司董事。2014 年 1 月至 2022 年 12 月兼任司米厨柜有限公司副董事长，2015 年起兼任广州索菲亚投资有限公司执行董事，2017 年 6 月起兼任索菲亚华鹤门业有限公司董事，2018 年 11 月起兼任广州森龄投资有限公司监事，2021 年起兼任深圳索菲亚电子信息有限公司总经理、执行董事。
陈蓉	董事会秘书	本科	1990 年	1990 年 6 月出生，中国国籍，本科学历，持董事会秘书资格证书。2012 年 9 月至 2016 年 4 月在广东明家联合移动科技股份有限公司任职，历任文案、证券事务专员、证券事务部主管职务。2016 年 5 月至 2018 年 8 月在广州东凌国际投资股份有限公司任证券事务代表兼董事会秘书办公室经理职务。2018 年 9 月加入索菲亚家居股份有限公司，任公司证券事务代表职务。
王兵	总经理	博士	1976 年	1999 年 7 月参加工作，先后任职于广州高露洁棕榄有限公司，中国惠普有限公司，埃森哲咨询有限公司，龙沙中国投资有限公司。2014 年 1 月加入索菲亚家居股份有限公司，先后担任公司 IT 总监兼制造中心副总经理，信息与数字化中心总经理，曾兼任司米厨柜有限公司执行董事、深圳市欧菲智能有限公司董事长，现兼任广州极点三维信息科技有限公司执行董事，广州索菲亚集成家居有限公司执行董事、总经理，广州市宁基贸易有限公司执行董事、总经理，深圳索菲亚投资发展有限公司总经理、执行董事，广州索菲亚置业有限公司总经理、执行董事，广州米兰纳家居有限公司总经理、执行董事，索菲亚圣都家居（浙江）有限责任公司董事长，广州索菲亚星艺家居有限公司执行董事，广州极点美家科技服务有限公司执行董事，索菲亚华鹤门业有限公司董事长。
吕先红	副总经理	大专	1971 年	先后任职于顺德陈村职业中学，美涂士化工集团，米奇涂料公司以及广东顶固集创家居股份有限公司，2013 年加入索菲亚家居股份有限公司，先后担任营销中心副总经理、营销中心总经理、索菲亚建筑装饰有限公司总经理、执行董事；现任索菲亚家居股份有限公司副总经理，兼任索菲亚建筑装饰有限公司执行董事、河南索菲亚家居有限责任公司执行董事。
陈炜	副总经理	硕士	1978 年	2001 年 7 月份参加工作，先后任职于湖南江南红箭股份有限公司，中山银河硬质合金工具有限公司，2004 年至 2020 年任职于广东美的暖通设备有限公司，先后任供应链总监、合肥工厂总经理、顺德工厂总经理、印度工厂总经理、制造副总裁。2020 年 11 月加入索菲亚家居股份有限公司，现任公司副总经理职务，2021 年 10 月起兼任索菲亚家居（成都）有限公司董事长职务，2022 年 8 月起兼任广州宁基智能系统有限公司执行董事，2023 年 10 月 30 日兼任司米厨柜有限公司执行董事。
马远宁	财务负责人	本科	1975 年	1997 年至 2018 年，先后在南粤（集团）有限公司、粤海资产管理有限公司、泛亚太资产管理有限公司、友邦保险有限公司广东分公司、广州市富泉生物科技有限公司担任财务经理、财务总监、副总经理等职务，曾任广东泽和诚生物科技有限公司监事。2018 年 10 月加入索菲亚家居股份有限公司，先后担任结算中心总经理助理、结算中心副总经理、财务管理中心总经理等职务，现任公司财务总监（即财务负责人）并兼任广州索菲亚集成家居有限公司监事，广州市宁基贸易有限公司监事、司米厨柜有限公司监事、广州极点三维信息科技有限公司监事、索菲亚华鹤门业有限公司监事、广州索菲亚供应链有限公司监事、广州索菲亚置业有限公司监事、广州极点美家科技服务有限公司监事、深圳索菲亚电子信息有限公司监事、广州宁基智能系统有限公司监事、深圳索菲亚投资发展有限公司监事、索菲亚圣都家居（浙江）有限责任公司监事会主席。

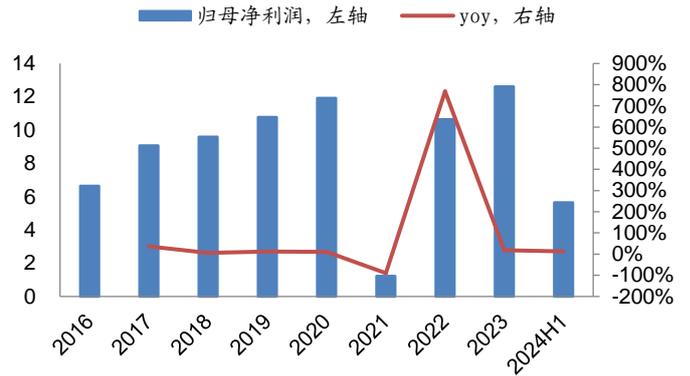
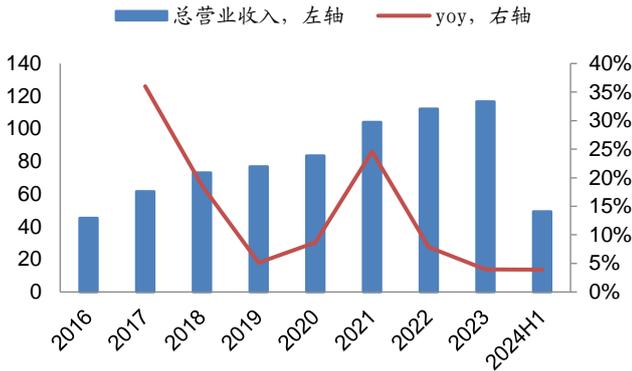
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

### 1.3 多品牌多渠道推动增长，盈利能力修复

收入稳步提升，净利润回归正常区间。2016-2023 年，公司营业收入由 45.30 亿元增长至 116.66 亿元，CAGR 为 14.47%；归母净利润由 6.64 亿元增长至 12.61 亿元，CAGR 为 9.60%。公司各品牌持续释放动力，索菲亚品牌在整家定制 3.0 战略的迭代下，进行康纯整家环保升级，客单值也持续提升，从而提高营收水平。2024H1，公司实现营业收入 49.29 亿元，同比增长 3.91%；实现归母净利润 5.65 亿元，同比增长 13.00%。

图表 5 2016-2024H1 公司营业收入及 yoy (亿元, %)

图表 6 2016-2024H1 公司归母净利润及 yoy (亿元, %)



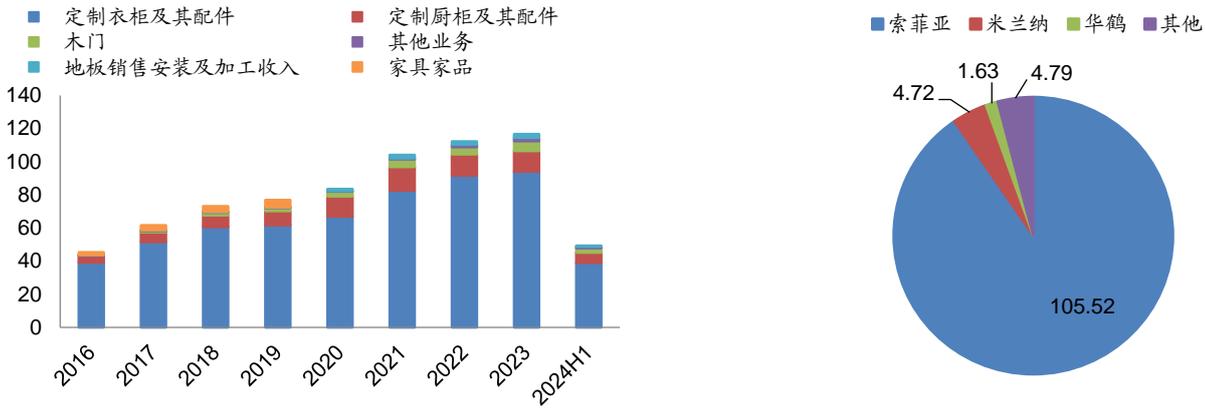
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

分产品看，定制厨柜与定制衣柜为公司收入两大核心增长引擎。2023 年，公司定制衣柜及其配件实现收入 94.11 亿元，随着全品类战略的持续推进，其占营业收入比例从 2016 年的 86.66% 下降至 2023 年的 80.67%，但仍占据收入的主导地位；定制厨柜及其配件收入 12.44 亿元，占比 10.66%，为第二大产品品类。公司产品种类不断多样化，以定制衣柜为核心逐步扩张到书柜、酒柜、鞋柜、饰物柜、餐柜、电视柜以及各种根据户型定制的多功能柜子。

分品牌看，索菲亚品牌为基本盘，米兰纳品牌增长亮眼。2023 年，公司旗下索菲亚/米兰纳/华鹤品牌分别实现营业收入 105.52 亿元/4.72 亿元/1.63 亿元，分别占据营业收入的 90.45%/4.05%/1.40%。其中值得一提的是米兰纳与索菲亚品牌营业收入分别同比增长 47.24% 与 10.96%，表现靓丽。索菲亚仍牢牢占据公司收入主要地位，米兰纳增速亮眼、未来有望成为公司业绩增长的新引擎。公司“多品牌、全品类”战略成效显著。

图表 7 2016-2024H1 年公司按产品拆分收入结构 (亿元) 图表 8 2023 年公司按品牌拆分收入结构 (亿元)

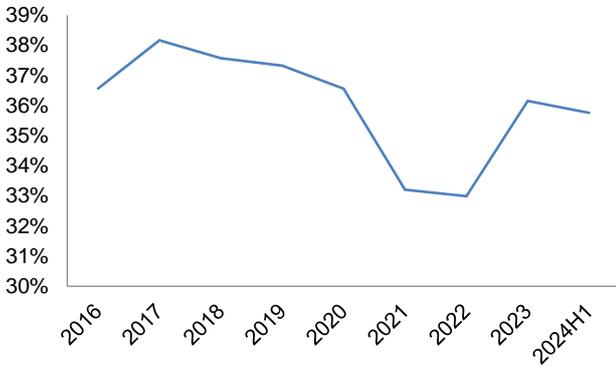


资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

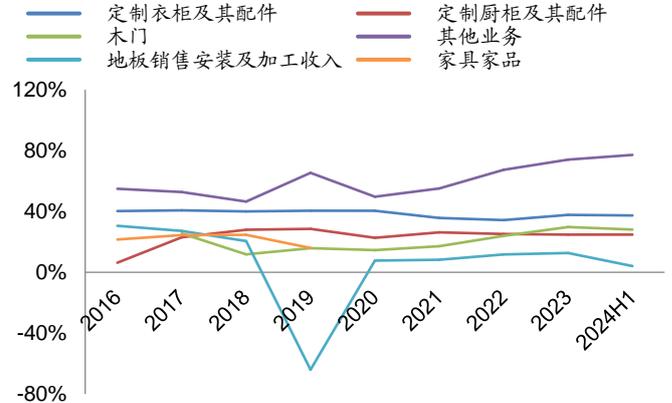
**毛利率呈上升趋势, 盈利能力得到修复。**2023 年, 公司综合毛利率为 36.15%, 同比提高 3.16pct; 其中定制衣柜及配件/定制厨柜及配件/木门/其他业务毛利率分别为 37.75%/24.75%/29.77%/74.06%, 同比+3.43/-0.43/+5.83/+6.68pct。毛利率提高主要系: 1) 公司“提质增效”效果凸显, 板材利用率提升, 人效同比得到有效提升, 生产效率提升, 整体费用率实现精细化管理; 2) 主要原材料的采购价格保持平稳, 没有出现大幅波动, 公司盈利水平持续增长, 总体毛利率保持稳步提升。2024H1, 公司综合毛利率为 35.76%, 同比+0.97pct, 毛利率提高主要系公司主要定制产品品类销售占比提升, 橱柜及木门收入增速较快。

图表 9 2016-2024H1 年公司综合毛利率情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

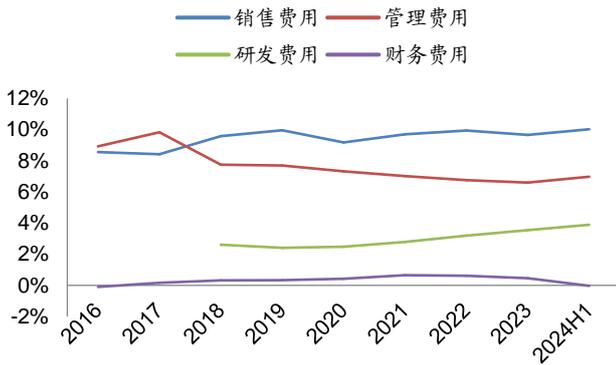
图表 10 2016-2024H1 年公司分产品毛利率拆分



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

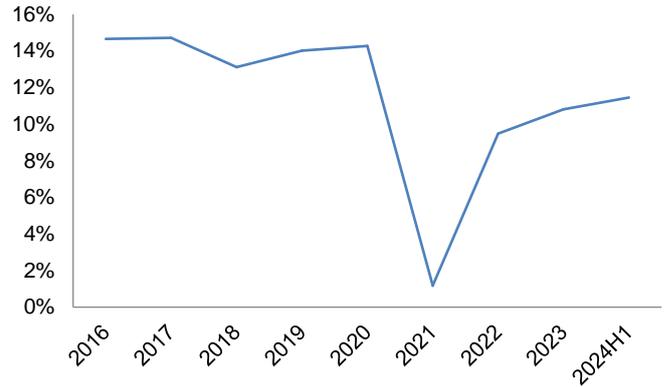
**重视研发投入, 积极降本增效, 归母净利率得到修复。**公司持续加强研发投入, 提高技术水平, 研发费用从 2018 年的 1.91 亿元增长至 2023 年的 4.13 亿元, 2023 年研发费用率为 3.54%, 同比提升 0.35pct。2023 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 9.66%/6.60%/0.46%; 同比-0.28/-0.16/-0.16pct。2023 年公司研发费用增长主要系公司加大研发投入所致, 而财务费用降低主要系大额存单及定期存款的增加, 利息收入增加。近两年公司归母净利率得到修复, 2023 年/2024H1 归母净利率分别为 10.81%/11.45%。

图表 11 2016-2024H1 公司费用率情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 2016-2024H1 公司归母净利率情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

## 2 行业: 政策加码助力家居消费修复, 头部公司有望明显受益

### 2.1 地产政策持续加码, 家居消费有望修复

地产政策组合拳出台, 促进房地产市场平稳健康发展。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; ②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

9 月政治局会议召开以来, 地方调控政策加速松绑。据克而瑞研究中心监测, 9 月 26 日到 10 月 16 日, 共有 70 个城市出台 81 次放松性政策, 其中, 广州、天津全面取消限购, 北京、上海、深圳分区优化限购政策, 厦门、深圳等取消限售,

深圳、无锡、杭州等取消新房限价。

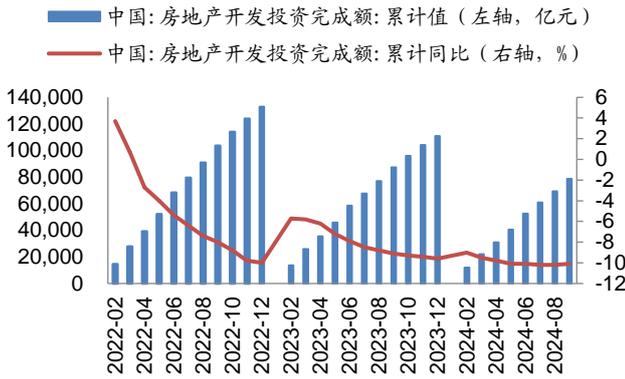
图表 14 地方调控政策加速松绑

地区	主要内容
上海市	9月29日发布《关于进一步优化本市房地产市场政策措施的通知》(以下简称《通知》)称,调整住房限购政策。对非本市户籍居民家庭以及单身人士购买外环外住房的,购房所需缴纳社会保险或个人所得税的年限,调整为购房之日前连续缴纳满1年及以上。对持《上海市居住证》且积分达到标准分值、在本市缴纳社会保险或个人所得税满3年及以上的非本市户籍居民家庭,在购买住房套数方面享受沪籍居民家庭的购房待遇。
广州市	9月29日,广州市人民政府办公厅发布关于调整房地产市场平稳健康发展措施的通知。通知明确,取消居民家庭在广州市购买住房的各项限购政策,通知自2024年9月30日起正式实施。本次限购政策调整后,广州市户籍、非户籍居民家庭和单身人士在全市范围内购买住房的,不再审核购房资格,不再限制购房套数。
深圳市	9月29日发布《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》,包括优化分区住房限购政策,取消商品住房和商务公寓转让限制,优化商品住房和商务公寓价格备案流程,调整个人住房转让增值税征免年限,优化个人住房贷款政策,加快构建房地产发展新模式等六个方面。
北京市	9月30日,北京市发布《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》称,落实国家关于降低存量房贷利率政策,引导商业银行稳妥有序将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近。同时,居民家庭购买首套商品住房,商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%。购买二套商品住房,商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于20%。通知自2024年10月1日起施行。
厦门市	9月30日,厦门市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步优化我市房地产政策相关事项的通知》。全面取消住房限售,在厦门市购买的商品住房不再限制上市交易时间(土地出让合同另有约定的商品住房项目,以及政策性住房除外)。优化个人住房贷款政策,二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为15%,与首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例保持一致。优化住房套数认定,住房套数按拟购住房所在区辖区范围认定。拟购住房所在区辖区内无住房,或拟购住房所在区辖区内仅有一套住房且正在挂牌出售的,拟购住房认定为首套住房,后续再增购的一套住房认定为二套住房。
杭州市	10月9日,杭州发布最新楼市政策,包括:1)商业房贷:不再区分首套、二套住房,最低首付款比例统一为15%。2)公积金贷款:①最高额度提高到130万元,保底额度提高到20万元;②统一首套房和二套房贷款,首付款比例不低于20%。3)取消新出让用地限价。4)加大购房支持力度。5)加大房地产融资协调工作力度。
山东省	10月10日,山东印发《关于落实金融支持政策促进全省房地产市场止跌回稳的通知》,提出19条具体贯彻落实措施,主要包括统一个人住房贷款最低首付比例等4条涉及需求端的措施,扩大房地产“白名单”机制覆盖范围等11条涉及供应端的措施,以及4条保障性措施。
天津市	10月16日,天津市住房和城乡建设委员会等六部门联合出台的《关于进一步优化房地产政策更好满足居民合理住房需求若干措施的通知》正式印发。在取消住房限制性措施方面,明确取消天津市新建商品住房和二手住房购买、转让等方面的限制性措施,不再对新建商品住房销售价格上限实施指导。

资料来源:央视新闻,证券时报官微,乐居地产,蓝鲸财经,财联社,华安证券研究所

**多地房地产政策支持力度加码,一线城市楼市全线回暖。**相关政策发布以来,政策效果已经开始显现,房地产开发投资、新建商品房销售等主要指标降幅继续收窄,特别是9月底以来,一手房的看房量、到访量、签约量明显增加,二手房的交易量持续上升,市场出现了积极变化。根据克而瑞研究中心监测数据,10月前两周,新房成交呈探底回升之势。30个重点城市前13天的新房成交量较9月前13天增长27%;一线城市成交量较9月同期增长29%,较去年10月前13天增长14%。二手房成交逐周回升,10月第二周,14城成交同环比均倍增,深圳、杭州成交规模创今年单周新高。

图表 15 房地产开发投资完成额



资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 16 商品房销售面积



资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

地产政策叠加各地以旧换新政策落地, 家居消费修复可期, 头部公司有望明显受益。我们认为, 政策组合拳的落地, 将有助于促进房地产市场信心修复和预期改善, 推动刚需和改善性需求入市, 或推动二手房、新房的销售企稳回升, 进而带动地产链需求回暖。此外, 2024年2月23日, 中央财经委员会第四次会议指出, 要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造, 鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新, 推动耐用消费品以旧换新, 其中, 家居产品是以旧换新政策支持的重要部分。叠加近来各地陆续发布家居消费品以旧换新的政策细则, 主要包括鼓励旧房改造、厨卫局部改造以及家居适老化改造, 给予消费补贴, 支持绿色智能家居生产与消费等举措, 有望带动家居消费回暖向好。而头部公司由于合规性较高, 一方面能容易能够推动补贴申请落地, 另一方面能够通过让利加码补贴政策, 满足消费者多元化的焕新需求, 有望更明显受益于以旧换新政策。

图表 17 国家层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/3/13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式, 支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造, 持续推进居家适老化改造, 积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台, 鼓励企业打造线上样板间, 提供价格实惠的产品和服务, 满足多样化消费需求。
2024/3/27	商务部等14部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	以扩大存量房装修改造为切入点, 推动家装厨卫消费品换新, 促进智能家居消费, 持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造, 对购买智能化家居产品给予补贴, 鼓励设置“家装便民服务点”, 设置“公益维修队”, 推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等场景落地, 加快完善智能家居互联互通标准, 制定推行家装合同示范文本。
2024/7/24	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金, 用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素, 合理确定对各地区支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新, 家电产品和电动自行车以旧换新, 旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置, 促进智能家居消费等。

资料来源: 国务院, 商务部, 国家发展改革委, 华安证券研究所

图表 18 地方层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/4/2	浙江省人民政府	《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等方式, 支持居民开展旧房装修。实施“厨卫换新”惠民工程。鼓励家居行业、重点企业开展以旧换新、旧房装修等促销活动, 各乡镇(街道)、村(社区)、小区在场地使用上给予支持。持续推进困难老年人居家适老化改造, 实现愿改尽改。推动家装样板间进商场、

			进社区、进平台，鼓励企业充分利用虚拟现实技术、直播等方式，开展线上样板间展示、宣传等营销活动。
2024/4/8	山东省人民政府	《山东省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	开展家装消费品换新。鼓励家装生产、流通企业采取让利、补贴等方式，支持旧房装修、厨卫等局部升级改造和居家适老化改造，支持餐饮场所无熄火保护功能的燃气灶具加装熄火保护装置或以旧换新。鼓励企业打造线上线下家装样板间，推动样板间进商场、进社区、进平台。促进智能家居消费。
2024/5/22	湖北省商务厅	《湖北省推动消费品以旧换新实施方案》	支持家装厨卫换新消费。鼓励有条件的地方支持居民开展旧房装修、厨卫局部改造和适老化改造。率先推进武汉市150个试点小区居家适老化改造，对符合条件的业主给予3000元补贴。深入开展居家社区基本养老服务提升行动试点，2024年至2025年全省每年完成特殊困难老年人家庭适老化改造2.5万户以上。培育绿色智能家居消费新增长点。引导企业围绕智慧厨房、卫浴、家庭安防、养老监护等生活场景生产绿色智能家居产品，支持武汉、黄冈、荆州等地打造中部绿色智慧家居产业集群。鼓励企业进行绿色建材产品认证，全面开展绿色建材下乡活动，推出线上线下家装样板间，到2025年全省城镇新建建筑绿色建材应用比例达50%。
2024/7/24	广东省人民政府	《广东省推动消费品以旧换新行动方案》	突出扩大存量房装修改造，推动家装厨卫消费品换新，培育绿色智能家居消费新增长点，持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫局部改造和家居适老化改造，对购买绿色智能家具、绿色建材给予补贴，生产适销对路的绿色智能家居产品。
2024/8/26	四川省人民政府办公厅	《关于进一步支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干政策措施》	发放家居家装焕新消费券。2024年8月26日至2024年12月31日，对床、床垫、沙发、茶桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等12类旧房装修、厨卫等局部改造产品，扫地机器人、智能马桶（盖）、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响（箱）、智能门锁、智能沙发、智能床等9类智能家居产品，护理床、紧急呼叫器、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅（助行器）、助听器等6类适老化改造产品，按不超过30%的优惠比例，面向消费者分批分类分档发放消费券，更好满足居民消费升级需求，不断提高居民生活的品质。
2024/8/26	北京市发展和改革委员会、北京市财政局	《北京市加力支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》	研究农村地区老旧“煤改电”设备更新支持政策。鼓励市场主体开展促消费活动，加大支持力度，促进智能家居消费。积极支持居家适老化改造所用物品和材料购置，推进城乡特困、低保低收入老年人居家适老化改造补贴工作，增强老年人居家生活设施安全性、便利性和舒适性，提升居家养老服务质量。结合需求，研究旧房装修、厨卫等局部改造支持政策和摩托车电动化支持政策。
2024/8/28	云南省商务厅	《2024年云南省加力支持消费品以旧换新行动方案》	实施家电家居以旧换新补贴，补贴时间为2024年8月28日至2024年12月31日。补贴产品类别共计15类家电家居产品，其中家电8类，其他7类。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的产品（不含扫地机器人、智能门锁类、手机类）给予产品最终销售价格15%的补贴，其中，对购买1级及以上能效或水效标准的产品额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。对购买扫地机器人、智能门锁类产品给予最终销售价格15%的补贴，手机类产品给予最终销售价格10%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元（其中手机类不超过600元）。销售价格以在云南省开具的发票含税价为准。
2024/8/31	江苏省发展改革委、省财政厅	《江苏省推动超长期特别国债资金支持消费品以旧换新的实施方案》	在家装家居改造领域，提出支持绿色建材产品消费，对购买绿色建材产品的个人消费者发放消费券，补贴标准为成交价格的15%左右，每人限领取3000元额度，消费者免审即享。在居家适老化改造领域，提出支持对全省有需求的社会老年人家庭、困难老年人家庭提供适老化改造服务，社会老年人和困难老年人居家适老化改造均实行依申请补贴。
2024/9/2	上海市发展和改革委员会、上海市财政局	《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》	支持家电、家装、家居和适老化等产品换新。对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、橱柜、浴缸、坐便器、扫地机器人、吸尘器、空气净化器等家电、家装、家居和适老化产品，具体产品目录由市商务委会同相关部门明确。相关产品按照销售价格的15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴1次，每次补贴不超过2000元。
2024/9/10	河南省人民政府办公厅	《河南省加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	支持家居家装产品消费。消费者购买智能家居产品，实施旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造的，对所用物品和材料购置费用给予补贴，具体实施细则由省商务厅牵头制定。推广应用绿色建材和装配式装修技术，鼓励各地开展旧房装配式装修样板征集，推广旧房厨卫装配化集成换新。鼓励各地结合商品住房

			“卖旧买新、以旧换新”等，制定补贴标准，明确补贴兑现流程，采取合理方式对家居家装产品消费进行补贴。
--	--	--	---

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，浙江省经济和信息化厅，山东省人民政府，湖北省商务厅，上海市发展和改革委员会，广东省人民政府，北京市发展和改革委员会，江苏人民政府，河南省发展和改革委员会，华安证券研究所

## 2.2 家居市场规模稳步增长，头部企业市场份额提升

**定制家居行业规模随装修需求变化。**我们根据公式“家居行业市场规模=装修需求套数\*产品渗透率\*客单价”，对定制家居行业分品类市场规模进行测算。其中，装修需求套数方面，采用中国商品住宅新房销售面积和二手房销售面数据，并作出如下假设：①每年新房和二手房套均面积为95平方米/套；②每年新房和二手房销售总套数中的80%存在装修需求；③2015年自住房翻新数为170万套，以后每年增长9%。产品渗透率方面，根据2015-2022年共研网中国定制橱柜/衣柜的渗透率数据，并假设未来每年中国定制橱柜/衣柜的渗透率分别提升1pct/0.5pct，假设2015年定制木门的渗透率为90%，以后每年增长1pct。客单价方面，根据头部定制家居公司产品客单价的平均水平，并假设历年全国橱柜、衣柜、木门平均客单价的增长率为4%，由于2023年定制家居市场头部公司纷纷采取以量换价、降价促销的策略，价格战竞争激烈，客单价较上年下降，假设2023年客单价同比下降4%。根据以上假设，我们测算得到2023年定制橱柜、定制衣柜、定制木门市场规模分别为1133亿元/2208亿元/1268亿元，定制家居市场规模总计达到4609亿元。

图表 19 定制家居市场规模测算

	2016年			2017年			2018年			2019年			2020年			2021年			2022年			2023年		
	新房	二手房	翻新房																					
销售套数 (万套)	1448	516		1524	416		1557	416		1580	413		1630	417		1648	379		1206	417		998	600	
装修套数 (万套)	1158	413	185	1219	333	202	1246	333	220	1264	330	240	1304	333	262	1318	303	285	965	333	311	798	480	339
装修需求套数 (万套)		1756			1754			1798			1834			1899			1907			1610			1617	
<b>定制橱柜</b>																								
渗透率		66%			67%			68%			69%			70%			71%			72%			73%	
客单价 (元)		7903			8219			8548			8890			9246			9615			10000			9600	
市场空间 (亿元)		916			966			1045			1125			1229			1302			1159			1133	
<b>定制衣柜</b>																								
渗透率		35%			38%			42%			43%			44%			44.5%			45%			45.5%	
客单价 (元)		24697			25685			26713			27781			28892			30048			31250			30000	
市场空间 (亿元)		1518			1712			2017			2191			2415			2549			2264			2208	
<b>木门</b>																								
渗透率		91%			92%			93%			94%			95%			96%			97%			98%	
客单价 (元)		6586			6849			7123			7408			7705			8013			8333			8000	
市场空间 (亿元)		1053			1105			1191			1277			1390			1467			1301			1268	
定制行业规模 (亿元)		3487			3784			4254			4593			5034			5318			4724			4609	

资料来源：共研网，中国新闻网，新浪财经，贝壳研究院，全屋定制网，同花顺 iFinD，华安证券研究所（注：客单价以95平方米每户的总需求客单价计）

**2023年头部定制家居公司定制橱柜和定制衣柜品类市场份额持续提高。**定制家居行业中，定制橱柜品类头部公司（头部公司包括欧派家居、索菲亚、志邦家居、

金牌家居,下同)市占率从2015年的8.05%提升至2023年的11.77%;定制衣柜品类头部公司市占率从2015年的3.87%提升至2023年的11.28%;定制木门品类头部公司市占率从2015年的0.15%提升至2023年的2.07%,其中,定制衣柜品类集中度提升更快。受疫情影响,定制家居行业集中度加速提升,在疫情前(2015-2019年),定制橱柜/衣柜/木门品类头部公司市占率年均增幅分别为0.56/0.45/0.12pct,疫情期间(2020-2022年)定制橱柜/衣柜/木门品类头部公司市占率年均增幅分别为1.03/2.46/0.42pct。索菲亚2023年定制橱柜/衣柜/木门品类的市占率分别为1.10%/4.26%/0.46%,同比分别提高0.00/0.21/0.13pct,市占率仍有较大提升空间。

当前消费环境下,头部企业市占率有望进一步提升。一方面,头部企业的运营能力更为优秀,资金储备更为充足,更能抵御地产周期波动带来的影响,在行业低谷期能够逆势扩店获取优秀的门店资源,提升市场份额。另一方面,依托多品类运作提升客单价的路径已成为家居品牌增长的核心驱动力,头部企业的品牌知名度更高,品类融合能力更强,整装渠道布局领先,更有望在竞争中取胜,且以旧换新政策推进将进一步促进行业参与者的规范化,有利于进一步提升集中度。

图表 20 定制家居各公司市场规模 (亿元)

橱柜 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
市场规模	722	916	966	1045	1125	1229	1302	1159	1133
欧派家居	38.45	43.69	53.54	57.65	61.93	60.61	75.29	71.73	70.31
索菲亚	0.87	4.13	5.90	7.09	8.51	12.11	14.20	12.72	12.44
志邦家居	11.19	14.19	18.76	19.28	21.17	24.99	29.34	27.37	28.38
金牌家居	7.66	10.71	13.86	15.36	17.82	20.73	24.80	23.63	22.32
衣柜 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
市场规模	1146	1518	1712	2017	2191	2415	2549	2264	2208
欧派家居	13.37	20.22	32.96	41.48	51.67	57.72	101.72	121.39	119.49
索菲亚	30.74	39.26	51.57	60.61	61.76	67.02	82.69	91.77	94.11
志邦家居	0.22	0.91	2.25	4.30	7.34	11.41	17.60	21.03	25.05
金牌家居			0.24	1.38	3.05	4.99	8.00	9.61	10.44
木门 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
市场规模	833	1053	1105	1191	1277	1390	1467	1301	1268
欧派家居	1.21	2.08	3.21	4.75	5.97	7.71	12.36	13.46	13.78
索菲亚			0.73	1.58	1.88	2.92	4.58	4.34	5.89
志邦家居			0.00	0.08	0.28	0.43	1.70	2.28	4.10
金牌家居					0.08	0.25	0.84	1.49	2.46

资料来源:同花顺 iFinD,华安证券研究所

图表 21 定制家居各公司市占率 (%)

橱柜	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
欧派家居	5.32%	4.77%	5.54%	5.52%	5.50%	4.93%	5.78%	6.19%	6.20%
索菲亚	0.12%	0.45%	0.61%	0.68%	0.76%	0.99%	1.09%	1.10%	1.10%
志邦家居	1.55%	1.55%	1.94%	1.84%	1.88%	2.03%	2.25%	2.36%	2.50%
金牌家居	1.06%	1.17%	1.44%	1.47%	1.58%	1.69%	1.91%	2.04%	1.97%
合计	8.05%	7.94%	9.53%	9.51%	9.73%	9.63%	11.04%	11.69%	11.77%
衣柜	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
欧派家居	1.17%	1.33%	1.92%	2.06%	2.36%	2.39%	3.99%	5.36%	5.41%
索菲亚	2.68%	2.59%	3.01%	3.00%	2.82%	2.78%	3.24%	4.05%	4.26%

志邦家居	0.02%	0.06%	0.13%	0.21%	0.34%	0.47%	0.69%	0.93%	1.13%
金牌家居			0.01%	0.07%	0.14%	0.21%	0.31%	0.42%	0.47%
合计	3.87%	3.98%	5.08%	5.34%	5.65%	5.84%	8.24%	10.77%	11.28%
<b>木门</b>	<b>2015年</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年</b>	<b>2018年</b>	<b>2019年</b>	<b>2020年</b>	<b>2021年</b>	<b>2022年</b>	<b>2023年</b>
欧派家居	0.15%	0.20%	0.29%	0.40%	0.47%	0.55%	0.84%	1.03%	1.09%
索菲亚			0.07%	0.13%	0.15%	0.21%	0.31%	0.33%	0.46%
志邦家居				0.01%	0.02%	0.03%	0.12%	0.18%	0.32%
金牌家居					0.01%	0.02%	0.06%	0.11%	0.19%
合计	0.15%	0.20%	0.36%	0.54%	0.64%	0.81%	1.33%	1.66%	2.07%

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

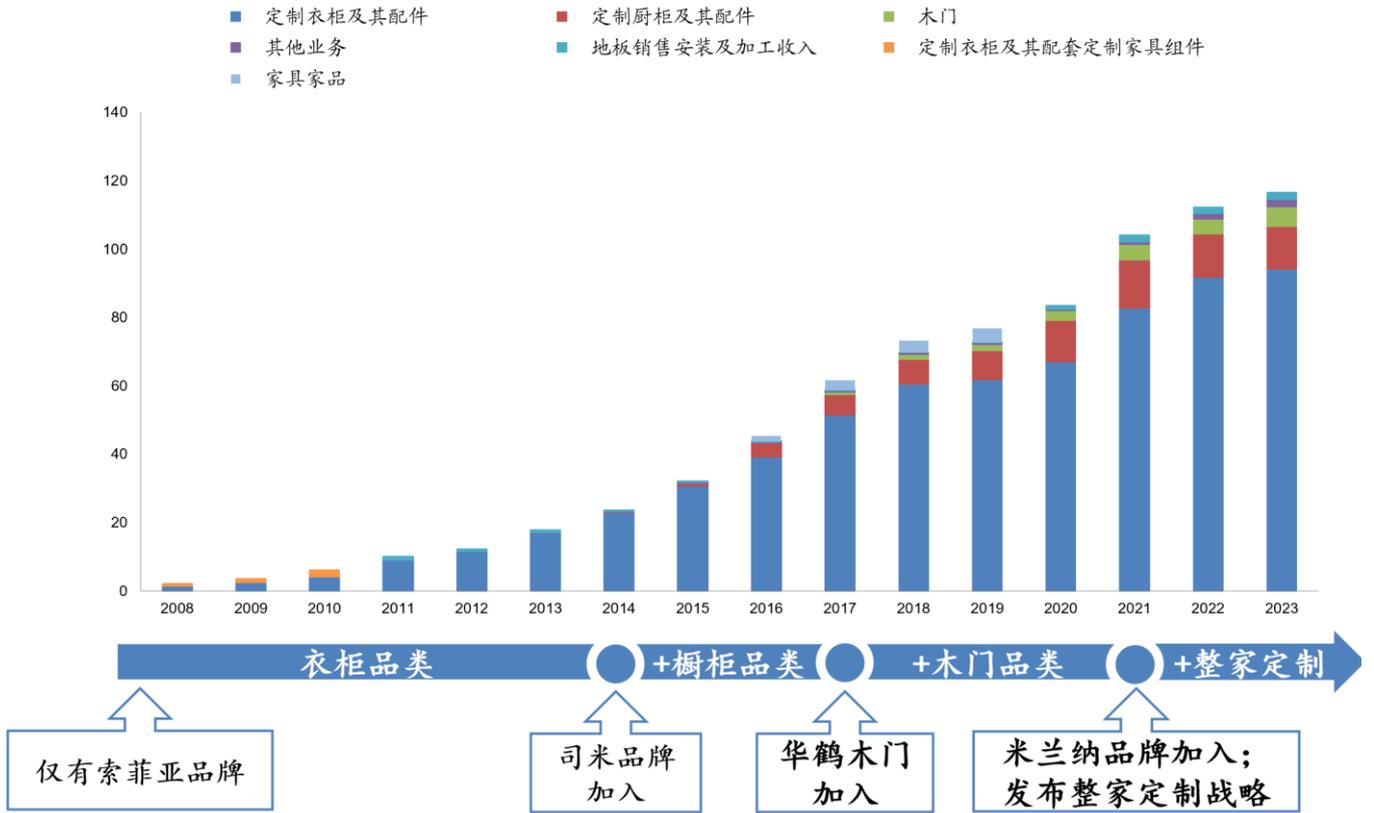
## 3 公司：品牌渠道多元布局，智能制造行业领先

### 3.1 品牌：四大品牌发力整家定制，覆盖家居市场多元化需求

**四大品牌定位清晰，满足不同层次消费者的需求。**公司以价格区间作为区分，打造了不同风格的四大品牌，形成覆盖全市场的品牌矩阵。其中，索菲亚聚焦于中高端市场，产品价格区间在 1000-2000 元每平方米，以定制衣柜为核心逐步打造一体化定制家居。以厨柜为拳头产品并提供全屋定制服务的司米品牌，以及专精于定制木门领域的华鹤品牌，产品价格位于 2000 元每平方米以上，品牌定位轻高定市场。而 2021 年公司推出的互联网轻时尚品牌米兰纳则定位大众市场，聚焦年轻消费人群，主打互联网营销方式，给消费者提供“高质价比”的定制产品，产品价格定位在 1000 元每平方米以下。公司的品牌架构实现了高中低市场的全覆盖，既能满足不同消费者的需求差异，又能保证每个品牌的销售量，有效实现销售收入提升。

**各品牌独立运营，皆发力大家居战略。**随着四大品牌的推出和持续深耕，公司顺应整家一站式定制的消费需求，围绕“大家居”战略，对索菲亚、米兰纳、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级，索菲亚推出橱柜、墙板、门窗、卫浴产品，米兰纳推出橱柜产品，司米推出定制柜类产品，华鹤也提供整家定制的产品服务。目前公司主要品牌产品已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴的全品类覆盖，更好地满足不同消费人群全品类一站式购物需求。

图表 22 2008-2023 年索菲亚集团营业收入与品牌、品类变化情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

图表 23 公司旗下各品牌主要信息

品牌名	定位	客单价 (元/平方米)	历史背景	产品类别	2023 年收入规模 (亿元)	经销商数量 (个)	门店数量 (个)
索菲亚	面向中高端人群的柜类定制专家	1000-2000 元	源自 1981 年法国 SOGAL, 2001 年索菲亚品牌创始人将 SOGAL 壁柜移门产品引入中国, 奠定中国定制衣柜行业基础, 开创了定制衣柜时代。	以柜类定制为核心, 带动整家生态发展, 逐步建立起全屋定制、整厨定制、整屋木门、整屋墙板、整屋家具家品软装、整屋地面、整屋电器、整屋卫浴、整屋门窗九大品类矩阵。	105.52	1881	2552
司米	面向高人群的高端整家定制	2000 元以上	司米品牌源自 1934 年法国品牌 SCHMIDT, 在全球已有 90 年的品牌历史, 门店遍布 24 个国家, 2014 年由公司引入中国。	专注提供橱柜、衣柜、卫浴柜、木门、墙板、家具、软装配饰等为一体的高端整案定制服务。	-	165	171
米兰纳	定位大众市场, 聚焦年轻消费人群, 主打互联网营销方式	1000 元以下	米兰纳是公司 2021 年推出的全新品牌。	以衣柜、橱柜、木门、墙板、阳台、家品家电及卫浴门窗九大产品体系。	4.72	530	553
华鹤	立足东方美学, 提供高	2000 元以上	华鹤是索菲亚家居集团旗下的高端木	整合木门、墙板、衣柜、橱柜、家品	1.63	276	281

端个性化整  
家定制

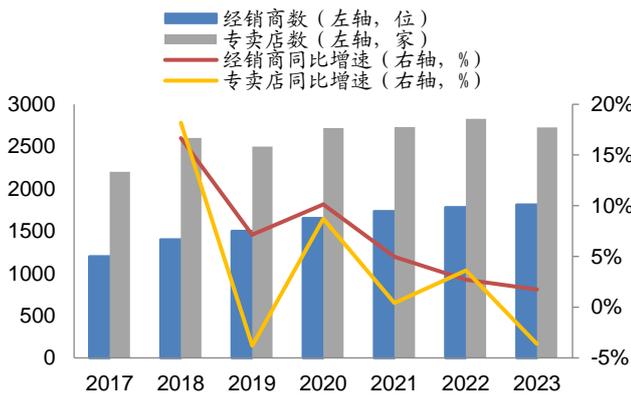
作品牌，自 1956 年深耕木作；2017 年，华鹤与索菲亚家居强强联合，依托索菲亚家居集团在柜类定制的优势，华鹤逐步深耕门墙柜一体化整家定制。

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所（经销商及门店数量截至 2024H1）

**(1) 索菲亚品牌：衣柜行业领先，整家模式推动客单价提升。**

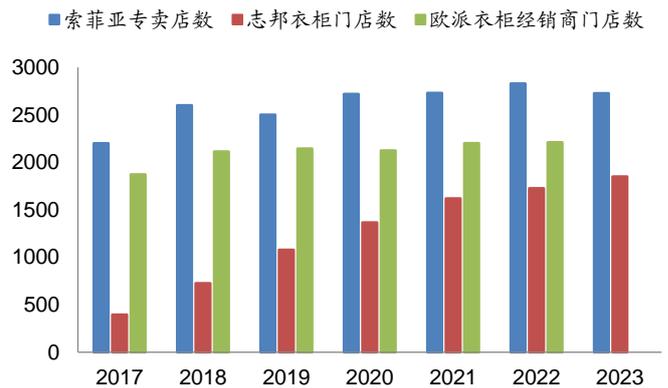
优化经销商与门店质量，挖掘下沉市场潜力。索菲亚品牌过去营收的快速提升，主要由经销商与门店数量快速增长推动。截至 2024H1，索菲亚品牌拥有经销商 18 11 位，专卖店 2552 家。自 2018 年起，索菲亚品牌经销商数量增加速度有所放缓，转而注重优化经销商质量与门店品质升级。例如，索菲亚品牌采用经销商末位淘汰制度，末位淘汰比例明确在 6%-8%，旨在促使经销商优胜劣汰。在优化经销商质量，步入精细化运营的轨道的同时，索菲亚品牌亦继续拓展四、五线城市市场，四、五线城市的门店数量与销售额占比稳步提升，进一步挖掘充满潜力的下沉市场。

图表 24 2017-2023 年索菲亚门店、经销商数量及其同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

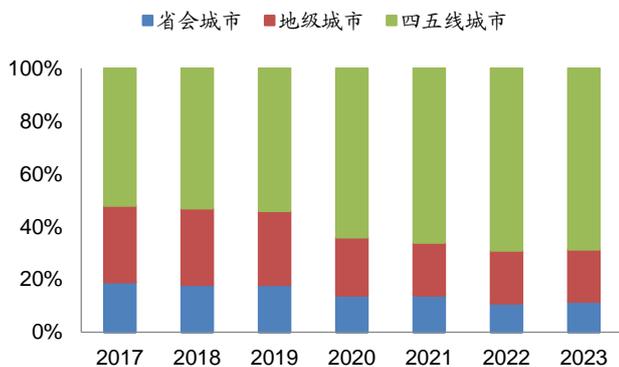
图表 25 2017-2023 年索菲亚与欧派衣柜、志邦衣柜门店数对比 (家)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

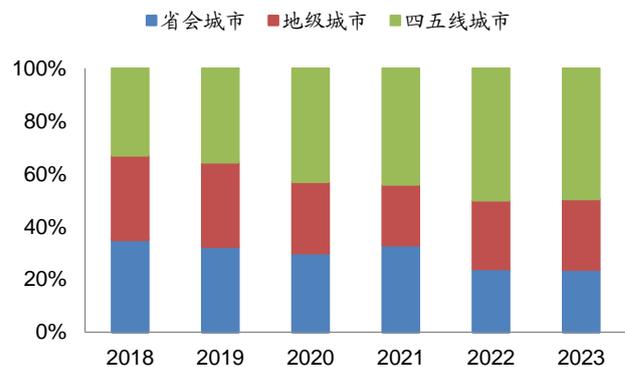
注：2023 年欧派家居将门店数据的披露由原有按照品类+品牌的分类方式，调整为按品牌分类，因此缺失 2023 年欧派衣柜经销商门店数。

图表 26 2017-2023 年索菲亚各个层级门店数量占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 2018-2023 年索菲亚各个层级门店收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**整家策略推动客单值上涨，成为业绩增长发力点。**从客单价与客单量两个维度来看，2017年至2023年间，索菲亚品牌的客单价呈现出稳定的上升趋势，并且在整家战略的推出后，2023年索菲亚品牌工厂端平均客单价增长至19619元，同比增长6.30%。与此同时，2018年起索菲亚品牌门店数量逐渐接近天花板，索菲亚品牌客单量增长空间有限。依据2022年索菲亚设立的终端客单价6万元目标，假设经销商毛利率约为50%，则当前对应的一级经销商终端客单价约为4万元，相较于6万元仍有较大的提升潜力，也预示着整家定制将会释放较大的增长空间。

**图表 28 2017-2023 年索菲亚品牌工厂端平均客单价 (元, %)**

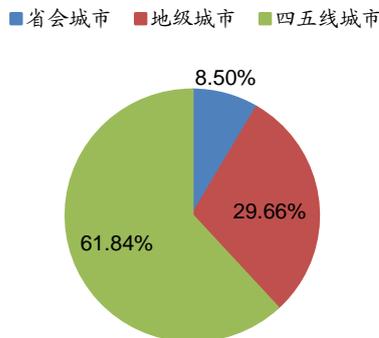


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**(2) 米兰纳品牌：提供高质价比产品，品牌发展潜力大。**

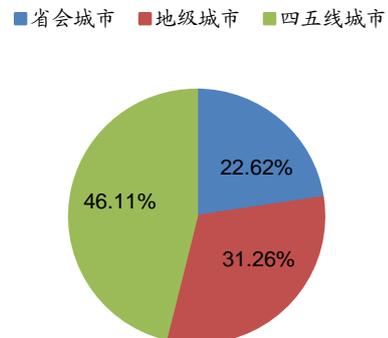
**洞悉下沉市场消费潜力，精准聚焦有品青年消费群体。**在渠道方面，三线以下的城镇县成为米兰纳品牌重点推广目标，并设立了10天快速实现终端门店正常运营的经销商培训目标，让遍布全国的终端门店成为米兰纳扩大品牌影响力的基石。在家居行业中，下沉市场为重要发展对象，米兰纳聚焦下沉市场，大力发掘消费潜力。截至2024H1米兰纳品牌共有经销商530位，专卖店553家，其中四五线城市门店数量占比达61.84%，收入占比达46.11%，经销商与门店的增长空间仍较大。未来，米兰纳有望继续加速招商、挖掘下沉市场潜力，带来亮眼业绩增量。

**图表 29 2024H1 米兰纳各个层级门店数占比 (%)**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 30 2024H1 米兰纳各个层级门店收入占比 (%)**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**多方位降低成本，打造极致性价比。**高质价比的家居往往是刚需人群的首要选择。米兰纳使用“3C模型”以控本增效，保持一线品质亲民价，提升品牌影响力。米

兰纳品牌的高性价比具体来源于：1）原材料端，采用价格较低的 E0 板、国产五金等；2）在运营端，设计、供应链等均与索菲亚共享以降低成本，同时其独特的互联网基因更是降低了运营门槛；3）经销商端，米兰纳店面租金相对较低（店面面积小一点、装修标准低一点、整体店面运营较低），同时公司也不会要求经销商盲目开店，由此保证经销商端利润高于行业。在实现高性价比的同时，2023 年米兰纳品牌实现工厂端实现平均客单价 13934 元，同比增长 6.57%。

**图表 31 米兰纳品牌的 3C 模型**

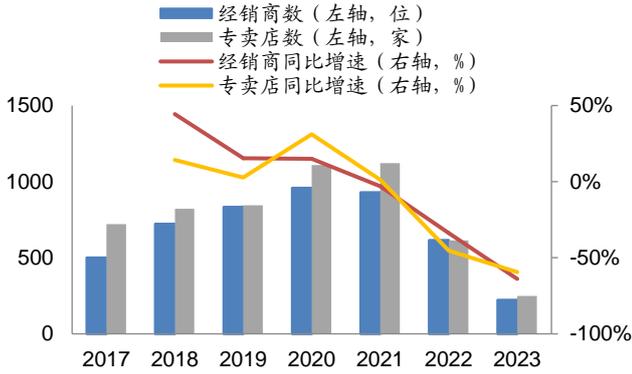


资料来源：公司官网，华安证券研究所

**（3）司米品牌：与索菲亚品牌清晰切割，静待转型成效。**

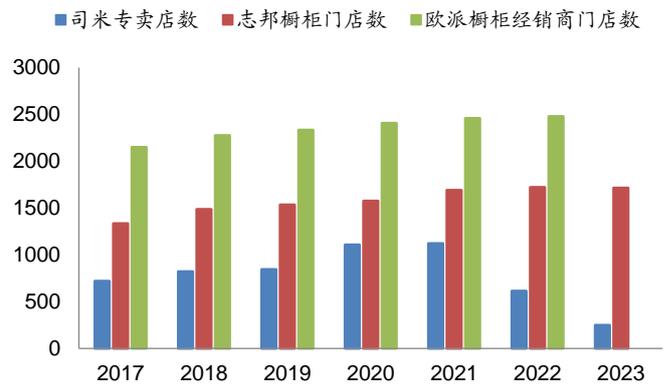
**定位转型，品类拓宽，走向独立发展之路。**截至 2024H1，司米品牌拥有经销商 165 位，专卖店 171。早期，公司的品牌策略是针对同一客户群体采用多品类、多品牌的方式进行运作，于是在索菲亚品牌进行衣柜业务的基础之上，选择与法国 SCHMIDT GROUPE 集团合资成立公司引入司米品牌运作厨柜业务，公司旗下司米品牌与索菲亚品牌的经销商重合度一直较高，在 2020 年之前甚至一度达到 90% 以上。在公司“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，从 2022 年起司米品牌的业务战略从单品类（厨柜）向全屋定制延伸，品牌定位也从“匹配索菲亚”转型至“轻高定”，同时致力于进行与索菲亚品牌的经销商剥离，保留做得好的经销商、寻找新的好的经销商。目前司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率进一步降低，终端门店正逐步向整家门店转型，整家策略将促进客单价提升。司米品牌全新定义“高端整案定制”，全面推进从整体厨房向高端整家定制转型战略升级，加码设计师渠道建设，推动品牌整合高端消费需求及触达精准客户。司米品牌独立后尚未饱和的门店数量与下沉市场的激发潜力，亦有望为司米品牌带来较大的增长空间。

图表 32 2017-2023 年索菲亚门店、经销商数量及其同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 2017-2023 年司米与志邦橱柜、欧派橱柜门店数对比 (家)

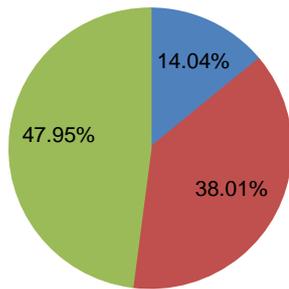


资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2023 年欧派家居将门店数据的披露由原有按照品类+品牌的分类方式，调整为按品牌分类，因此缺失 2023 年欧派橱柜经销商门店数。

图表 34 2024H1 司米各个层级门店数占比 (%)

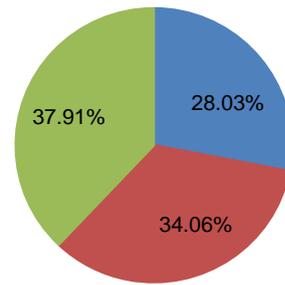
■ 省会城市 ■ 地级城市 ■ 四五线城市



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 2024H1 司米各个层级门店收入占比 (%)

■ 省会城市 ■ 地级城市 ■ 四五线城市

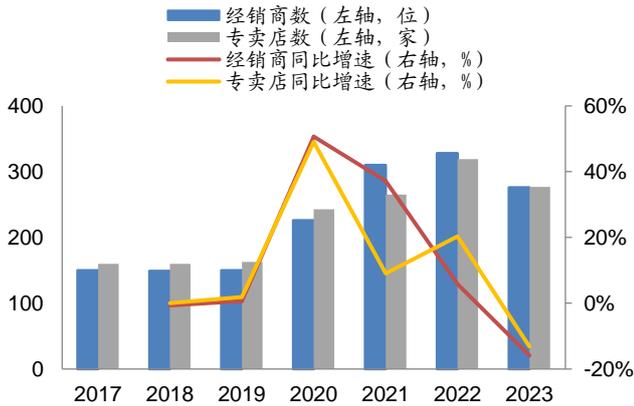


资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### (4) 华鹤品牌：稳健发展，加快“整家定制”战略转型升级

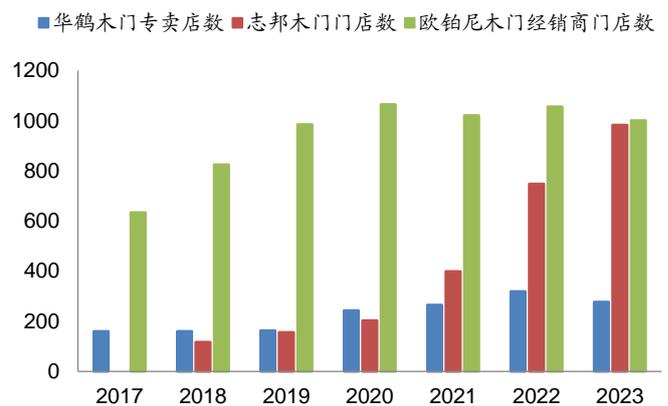
承接索菲亚木门经销商体系，积极开拓销售网络。2017 年 5 月起，索菲亚华鹤便已陆续完成了原索菲亚木门经销商体系的承接，同时开始积极推进索菲亚华鹤渠道开拓任务。华鹤品牌继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设来开拓新流量。截至 2024H1，华鹤品牌共有经销商 276 位，专卖店 281 家，在门店数量上仍然有较大的增长空间。

图表 36 2017-2023 年华鹤门店、经销商数量及其同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 2017-2023 华鹤与志邦木门、欧铂尼木门门店数对比 (家)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

以国潮为底蕴，抢占高端定制市场扩容空间。作为具备 68 年木作产品沉淀的品牌，华鹤木门深刻了解中国家庭居家生活方式，将传统的东方美学与国潮文化作为品牌风格基础。同时，依托于整个集团的高效运营系统与整合资源，使得华鹤兼具高端个性化定制与规模化生产的品牌优势，具有抢占高端定制市场的独特优势。随着不断深耕整家领域，华鹤产品品类覆盖门、墙、柜一体设计及家具家品等多品类。凭借领先的空间整合能力和深谙中国人生活需求的优势，华鹤持续打造出多元化的东方美学人居，为菁英人群带来一站式整家空间定制方案 and 高品质生活方式提案。

图表 38 华鹤启动高端整家定制战略



资料来源：华鹤整家定制公众号，华安证券研究所

图表 39 华鹤云尚东方系列衣帽间产品



资料来源：华鹤整家定制公众号，华安证券研究所

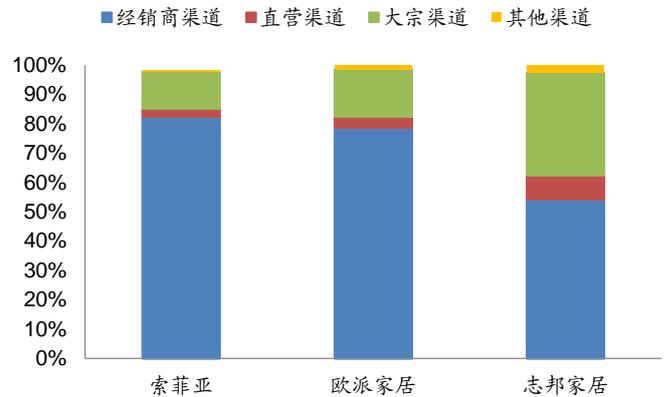
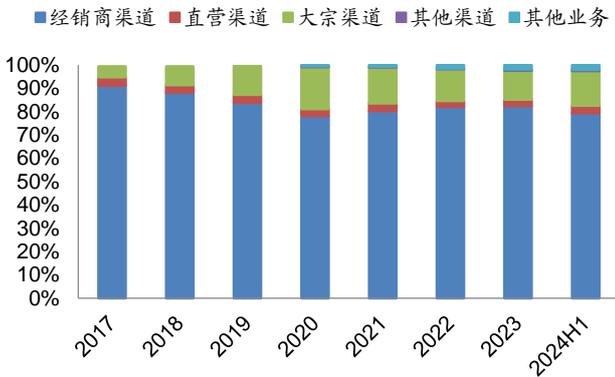
### 3.2 渠道：稳健推进传统渠道，布局发力新兴渠道

传统零售渠道占比高，新渠道建设持续发力。公司持续深入“多品牌、全品类、全渠道”的战略方向，在巩固传统渠道的同时，新渠道的开拓成效初显。分渠道看，2023 年公司经销商渠道/直营渠道/大宗渠道/其他渠道占比分别为 82.52%/2.70%/12.44%/0.54%。零售渠道始终是公司业务占比最高的主要渠道，截至 2024H1 已开设终端门店约 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，其中经销商渠道的营业收入更是在 2023 年同比增长 4.36%。此外，在公司“全渠道”战略的持续贯彻之下，整装/家装渠道、电商新零售渠道等新兴销售渠道也表现出了良好的增长态势，不断

打造积极进取的全渠道营销体系，销售渠道呈现多元化趋势。

图表 40 2017-2024H1 公司各渠道营业收入占比 (%)

图表 41 2023 年主要家居公司各渠道营业收入占比情况 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

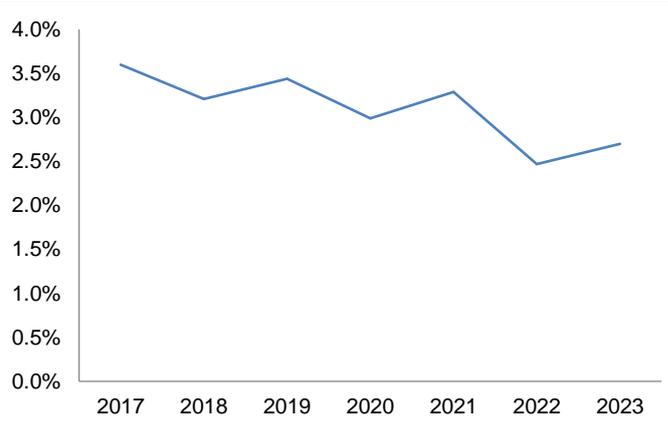
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**(1) 零售渠道：直营渠道为模范示范，经销商渠道持续优化。**

**直营渠道起模范示范作用，并积极助力整装渠道开拓。** 直营渠道的销售模式包括直营专卖店销售模式与直营整装新渠道销售模式。其中，直营专卖店销售模式是通过设立分公司或子公司的方式成立直营专卖店，由公司直营店战区负责直营店促销活动的组织安排、人员培训等工作，此外其它专卖店的运作模式一致，有利于公司直接进行经营管理以及起到良好的示范效果；而直营整装新渠道销售模式则是公司建立了直营整装事业部，与实力较强的全国性装企强强联手，由公司负责产品的生产制造、安装与销售支持，而合作装企负责设计与落地施工的一种深度合作方式，是公司整装渠道开拓的重要部分。2023 年，公司在直营渠道实现 3.15 亿元营业收入，占比 2.70%。

图表 42 索菲亚直营整装旗舰店落地深圳宜居巢

图表 43 2017-2023 年公司直营渠道占比 (%)



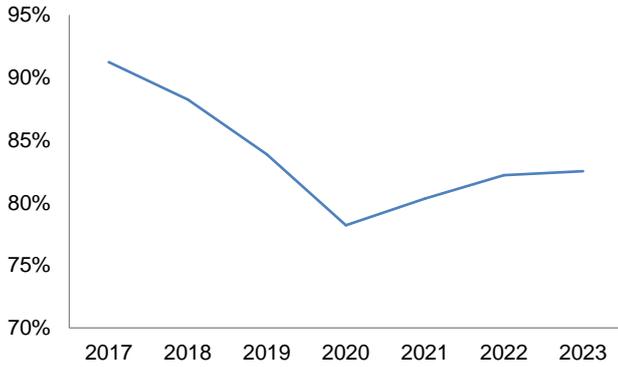
资料来源：定峰汇公众号，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**经销商渠道为公司营收主要渠道，持续稳定增长。** 专卖店模式可以充分利用经销商的经验和社会资源，快速拓展销售渠道，迅速扩大市场份额。在此模式下，公司授权经销商在特定区域内开设品牌专卖店，专卖店设计人员使用 DIY Home 软件为消费者提供整家定制设计方案，经数字化系统平台将订单下达工厂生产，专卖店

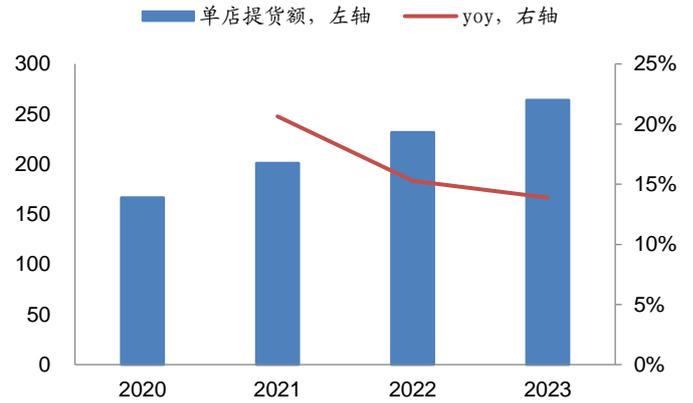
上门安装并提供售后服务。公司建立产品经销合同制度、店铺选址制度、店面形象维护制度、店面管理制度对专卖店进行标准化管理和质量控制，定期对经销商员工进行培训，确保终端员工服务水平。经销商渠道目前牢牢占据着公司营收主要渠道的地位，2023年，公司实现经销商渠道收入96.27亿元，同比增长4.36%，占公司营收比例达82.52%。并已在各终端销售网络开设门店约4000家，覆盖全国1800个城市和区域，单店提货额约264万元，持续稳定增长。

图表 44 2017-2023 年公司经销商渠道占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 2020-2023 年公司单店提货额及 yoy (万元, %)

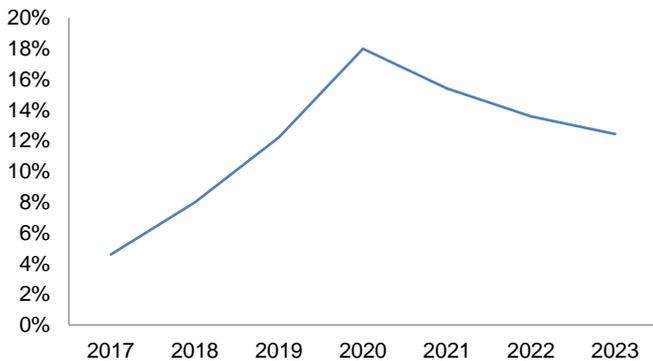


资料来源：公司公告，华安证券研究所；注：单店提货额=公司(零售+直营渠道营业收入)/(各品牌专卖店数量之和)

(2) 大宗渠道：持续优化客户结构，巩固与优质客户合作。

**持审慎经营态度，优化客户结构，拓展海外市场。**过去，随着精装房占比提升，公司积极拓展大宗渠道，大宗渠道的营业收入占比从2017年的4.59%提升至2021年的15.41%。然而，大宗业务虽规模较大，但毛利率较低、结算周期较长、应收账款风险较高。2021年起，公司坚持优化大宗业务客户结构，巩固发展与优质地产客户的合作，与国内多个Top100地产客户签署战略合作关系，是多家医院、学校、公寓等对环保要求极其严苛的机构或企业指定供应商。同时公司通过高端零售、工程项目和经销商等形式持续布局海外市场。目前，公司已拥有27家海外经销商，覆盖了美国，加拿大，澳大利亚，新加坡，越南，泰国等二十几个国家；同时，索菲亚已与顶级开发商和承包商合作，为全世界超过30个国家和地区客户提供一站式全屋定制解决方案。

图表 46 公司大宗渠道历年占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 索菲亚合作卡塔尔五星级酒店项目



资料来源：索菲亚家居公众号，华安证券研究所

**(3) 新兴渠道：重点把握整装风口，积极开拓新兴渠道。**

**整装渠道：**公司自 2019 年起便通过经销模式已切入整装赛道，并在 2020 年末起加码对整装业务的发展力度，将其作为重要的销售渠道之一进行布局。公司成立直营整装事业部、零售经销商等相关部门，带领着公司旗下四大品牌积极进军整装渠道，并依托于公司行业领先的品牌力与产品力，取得了亮眼的开拓成效。2023 年，公司整装渠道建设持续发力，实现营业收入同比增长 67.52%。2024 年上半年，公司整装渠道建设持续发力，实现营业收入同比增长 43.63%。

从具体开拓方式来看，公司在全国范围与实力较强的家装企业开展合作，同时鼓励和推动各地经销商与当地小型整装、家装公司、设计工作室进行合作，实现与家装企业的相互导流和合作共赢。首先，公司为装企渠道推出了区别于零售渠道的专属产品与价格体系，一般来说为将产品套餐融入合作修公司的硬装套餐之中，融合而成整装方案。此外，公司利用自身的高品牌知名度、丰富的产品品类以及研发能力等为装企渠道赋能，仅依靠家装企业提供设计和落地施工。目前，公司已与全国大部分的装企达成战略合作，并在众多装企中开设网点。截至 2024 年 6 月底，公司集成整装事业部已合作装企数量 256 个，覆盖全国 189 个城市及区域。未来，整装渠道将持续开拓合作装企，扩大业务覆盖范围，同时不断深化现有合作装企业务，加快全品类产品布局。

**图表 48 公司与装企的部分合作案例**

合作家装企业	合作时间	合作内容
圣都装饰	2020 年	1) 公司与圣都装饰在中国浙江省金华市共同投资设立有限责任公司，公司认缴出资比例为 51%，圣都装饰为 49%； 2) 2022 年与圣都共同成立数字化生产基地，开设了 4.0 数智工厂，打破定制行业产能瓶颈，将生产端对经销端的平均交货周期缩短到 7-12 天左右。
爱空间整装	2021 年	2021 年双方达成全面战略合作，开创了定制家居与家装合作的创新模式。公司是爱空间柜类定制的唯一战略合作伙伴，双方实现了从产品研发设计到安装交付的全面打通。
深爱居	2022 年	将索菲亚的产品套餐直接融入硬装套餐，形成整装服务套餐，在扩大单值的同时也减少客户重复跑家居市场的时间
星艺装饰	2020 年	双方共同设立合资公司，携手展开产品、服务、设计、营销等维度的全方位对接与协作，为用户提供“拎包入住”的服务
未来适整装达	2023 年	双方相互赋能，在给消费者提供一站式整体解决方案的同时，也赋予更专业的产品和服务，实现 1+1>2 的战略合作效果。

资料来源：索菲亚投资者关系公众号，泛家居圈公众号，定制观察公众号，定峰汇公众号，华安证券研究所

**3.3 供应：全链路数字化转型，八大基地夯实底层生产力**

**加速数字化转型变革，全方位提升综合运营效率。**2023 年，公司推动“成本领先”、“精益制造”、“IPD 体系架构变革”、“AIGC 创新”等多个项目落地，深入挖掘内部潜力，借助移动互联网、大数据和人工智能等技术进行数字化转型，全面提升公司综合运营效率。通过在生产经营的各个环节推行“降本增效”、流程体系优化工作以及对组织团队的精细化管理，公司在 2023 年组织效能、人效得到提升，板材利用率、生产效率、供应链效率均显著提高，使得公司毛利率进一步得到提升。2023 年，公司研发费用达 4.13 亿元，同比增长 15.40%；拥有研发人员 1380 人，同比增长 0.80%。

图表 49 2016-2023 年公司研发投入及占营业收入比例 (万元, %)



资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 50 2016-2023 年公司研发技术人员人数及占比 (人, %)



资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 华安证券研究所

**公司积极推进数智化变革, 总体技术水平行业领先。**在生产制造方面, 公司生产模式从柔性生产逐渐迈向智能生产工业 4.0 阶段, 做到柔性化、定制化、智能化的同时引领行业技术创新。其中, 公司旗下以湖北黄冈为代表的工业 4.0 智能工厂的加工准确率达 100%, 板材利用率提高 11%, 排产时间缩短 50%, 车间流速提升 62.7%, 日产量是普通生产线的 1.57 倍, 生产效率达到了国际领先水平。在数据化运营方面, 公司拥有全方位、垂直一体化“数字化运营平台”, 经销商可全程通过数字化方式轻松完成全屋定制设计、顾客信息与需求传递、产品下单与生产、物流交付以及安装等全过程, 与此同时, 公司还可通过客户服务指数系统 (CSI) 和经销商服务指数系统 (DSI) 对服务质量进行有效监控。因此, 实时计算和大数据系统分析处理数据的能力, 是公司规模化生产与定制的核心能力, 也是高品质的保障。

图表 51 公司拥有全球领先智能制造水平



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**智造能力领先定制家居行业, 刷新产品品质与效率。**公司八大国际化智造基地网络覆盖全国“东南西北中”, 实现更强大的产能与更稳定的交付能力。一方面极大地缩小工厂服务半径, 缩短产品交付周期, 能够快速响应各地区市场需求, 实现了平均交货期仅 7-12 天业界领先速度。另一方面, 公司强大的制造能力保证了产品质量, 准确率和返修率处于行业领先水平, 同时降低工厂端与经销商端双方运营成本, 随之带来的价格优势也将成为公司抢占整家定制市场的重要竞争力之一。

图表 52 公司全国工业生产基地布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 53 公司工业 4.0 智能工厂



资料来源：阿里云研究院，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) 索菲亚品牌：**索菲亚品牌为公司核心品牌，公司一方面有望凭借良好的品牌声誉提升市场份额，从而保证收入稳定增长；另一方面有望以整家模式带动客单增长。我们预计 2024-2026 年公司索菲亚品牌收入增速分别为 4%/5%/5%。

**(2) 米兰纳品牌：**米兰纳品牌发力大众市场和下沉市场，打造极致性价比的产品，来满足大众消费人群的家居需求。目前，米兰纳品牌的经销商与门店的增长空间仍较大，未来有望继续加速招商、挖掘下沉市场潜力，带来亮眼业绩增量。我们预计 2024-2026 年公司米兰纳品牌收入增速分别为 45%/45%/40%。

**(3) 华鹤品牌：**华鹤品牌是公司高端木作品牌，整合木门、墙板、衣柜、橱柜、家品五大品类，全面覆盖高端定制家居群体的需求。随着华鹤品牌继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设来开拓新流量，业绩有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司华鹤品牌收入增速分别为 4%/10%/10%。

**(4) 司米品牌：**公司正积极推进司米品牌的转型变革，在公司“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率进一步降低，终端门店正逐步向整家门店转型，整家策略将促进客单价提升。我们预计 2024-2026 年公司司米品牌收入增速分别为 -20%/20%/20%。

公司旗下四大品牌定位清晰，能够满足不同层次消费者的需求，并围绕“大家居”战略进行品类扩充升级，以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 121.03/130.09/139.79 亿元，分别同比增长 3.8%/7.5%/7.5%；归母净利润分别为 13.69/15.28/16.78 亿元，分别同比增长 8.5%/11.6%/9.8%。截至 2024 年 10 月 25 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.42/1.59/1.74 元，对应 PE 分别为 14.00/12.54/11.42 倍。

**图表 54 盈利预测和估值 (百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11666	12103	13009	13979
收入同比 (%)	3.9%	3.8%	7.5%	7.5%
归属母公司净利润	1261	1369	1528	1678
净利润同比 (%)	18.5%	8.5%	11.6%	9.8%
毛利率 (%)	36.2%	35.9%	36.0%	36.0%
ROE (%)	18.0%	16.5%	15.6%	14.6%
每股收益 (元)	1.38	1.42	1.59	1.74
P/E	11.56	14.00	12.54	11.42
P/B	2.19	2.31	1.95	1.67
EV/EBITDA	6.72	6.76	5.58	4.58

资料来源: Wind, 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 10 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 2024 年 10 月 25 日收盘价, 根据 Wind 一致预期, 家居用品公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 19.60/20.10/16.14 倍, 索菲亚的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 14.45/14.00/12.54 倍, 均低于可比公司平均值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 55 可比公司估值**

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
801142.SI	轻工制造—家居用品 (申万)	19.60	20.10	16.14
002572.SZ	索菲亚	14.45	14.00	12.54

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 10 月 25 日, 家居用品指数的盈利预测采用 Wind 一致预期, 索菲亚的盈利预测采用华安证券的盈利预测)

## 5 风险提示

**(1) 宏观环境与房地产行业形势的风险。** 公司的主营业务为消费者提供整家定制家居方案, 从事全屋家具 (包括衣柜、厨柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴等) 的设计研发和生产销售。由于家具行业与国家宏观环境及房地产行业的相关性较高, 当宏观经济整体向好时, 国民经济行为趋向扩张, 消费者的购买力和对房地产的需求将会提升, 反之则会下降。因此, 如果未来宏观经济发展态势不及预期, 将对整个房地产行业的景气度带来不确定性, 从而传导至公司, 将直接影响终端消费者对公司产品的需求, 对公司的经营业绩产生不利影响。

**(2) 市场竞争加剧的风险。** 定制家居市场潜力巨大, 发展前景广阔, 已成为家具行业平稳发展中的一个新的经济增长点。因此, 部分传统家居行业企业开始向定制家居领域转型; 此外, 许多其他细分家居行业也看好定制家居市场前景, 包括家装企业、地板企业, 开始涉足这个行业, 这些因素导致行业竞争将从产品、价格的低层次竞争进入到品牌、网络、服务、人才、管理以及规模等构成的复合竞争层级上。定制家居公司形成“多家争鸣”的局面, 竞争逐步加剧。

**(3) 劳动力成本上升的风险。** 近年来, 公司的单位人工成本均呈上升趋势。公司力求通过优化产品结构, 提高产品生产自动化水平等措施, 使劳动力成本在公司产品构成中保持合理水平。但是, 如果劳动力成本持续上涨的话, 将成为影响公

司盈利水平的不利因素。

**（4）应收账款、应收票据无法收回的风险。**随着近年来国内房地产行业宏观调控措施的推进，国内房地产企业经营情况也受到不同程度的影响，未来如果宏观经济形势、房地产行业融资政策等因素发生不利变化，客户经营状况发生重大困难，可能导致公司应收账款无法收回，商业承兑汇票无法兑付的风险，进而对公司财务状况和经营成果产生不利影响。

**（5）原材料价格上涨的风险。**公司主要原材料为中密度板和以钢材与铝材为主的五金配件，其价格随市场供求及国际金属价格的周期波动而变化。如果未来国内中密度板和五金配件的价格随木材和大宗原材料价格上涨，将增加公司产品的成本，对公司的盈利水平产生不利的影响。

**（6）管理的风险。**随着西部、华北、华东、华中四个区域分加工中心的落实，橱柜项目的开张，各项投资项目的落地，公司将陆续开展子公司项目、四个区域分加工中心以及橱柜项目的产能建设和运营管理工作。另外公司销售渠道将继续完善以及深入，公司业务经营规模不断地扩大。随着经销商专卖店的不断增加和经营区域的扩张，公司的经营规模迅速扩大，公司经营管理的复杂程度大大提高，资产、人员、业务分散化的趋势也日益明显，这对公司的研发设计、采购供应、生产制造、销售服务、物流配送、人员管理、资金管理等部门在管理模式、管理能力等方面提出了更高的要求。如果公司不能及时优化管理模式、提高管理能力，将面临管理和内部控制有效性不足的风险。



## 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达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。