

2018年09月07日

其他轻工

定制家具板块中报总结

■**收入增速普遍下降**：在地产景气下行以及竞争加剧的背景下，叠加高基数的基础，定制家居企业收入增速都有不同程度的下滑。整体来看，上半年定制板块收入增速26%，其中单二季度定制板块收入增速21%，增速较一季度下滑13pct。分产品看，衣柜业务上半年收入增速28%，其中二季度单季增速21%，较一季度增速下滑约20pct；橱柜业务上半年收入增速15%，与一季度持平。成品家具方面，上半年成品家具板块收入增长20%，其中单二季度板块收入增速为17%，同比降低15pct，环比下滑9pct。

■**利润增速好于收入端**：由于企业毛利率仍维持上升趋势，上半年定制家具利润增长要好于收入端。上半年定制板块营业利润、净利润分别同比增长42%、39%；其中单二季度定制板块营业利润、归母净利润增速分别为38%、36%，整体仍保持高速增长。

■**盈利能力保持上升趋势**：虽然定制行业竞争趋于激烈，各类促销套餐层出不穷，但龙头企业通过信息化建设，提升生产、运营效率，企业盈利能力仍维持上升趋势。上半年企业毛利率提升1.2pct至38.6%，其中单二季度企业毛利率同比提升1.2pct至40%。费用率方面，总体较为平稳，管理费用率因股权激励、研发加大等原因，同比提升0.5pct左右。受毛利率提升，费用率稳定影响，上半年企业净利率水平同比有所提升，上半年净利率提升1pct至10.2%，其中单二季度净利率同比提升1.5pct至14.1%。

■**预收账款持续走弱，现金流回稳**：18年上半年预收账款总额37亿元，同比增长8.4%，增速持续下滑，三季度收入端或继续承压。现金流方面，上半年经营性现金流总额13.1亿元，同比下滑21%，其中二季度经营性现金流总额29.3亿元，同比增长21%，现金流情况有所回暖。

■**机构持仓：降定制，加成品**：因担心地产及定制行业竞争风险，17Q3以来定制家具板块机构持仓持续下降，二季度末定制板块持仓总市值58.9亿元，较历史高点下降33.1亿元，环比18Q1下降6.8亿元。个股上，定制持仓聚焦龙头，索菲亚/欧派/尚品持仓较重，尤其是索菲亚。与定制相反，成品家具的竞争格局优势及部分企业经营改善趋势获得认可，二季度机构对成品家具板块关注度显著回升，18Q2成品板块机构持仓总值30.5亿元，环比增加10.85亿元。个股方面，顾家/喜临门/美克增持较多。

■**风险提示**：地产板块景气度下行，行业竞争加剧

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 **落后大市-A**
调低评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.35	13.83	15.52
绝对收益	0.21	-1.00	0.71

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040002
luokq@essence.com.cn

相关报告

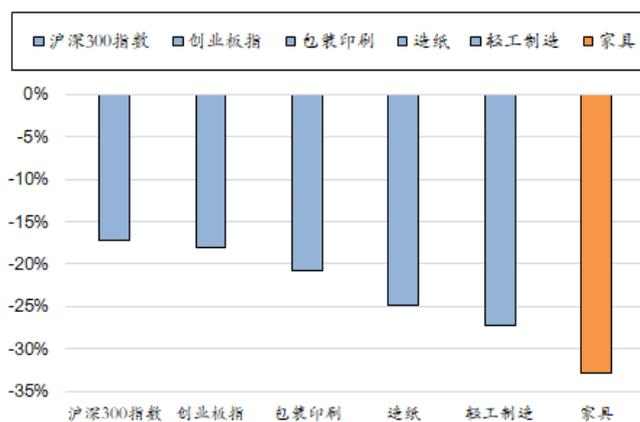
地产泡沫破灭后的家具业--日本
2017-07-30

地产泡沫破灭后的家具业--美国
2017-06-29

1. 家居板块股价表现回顾

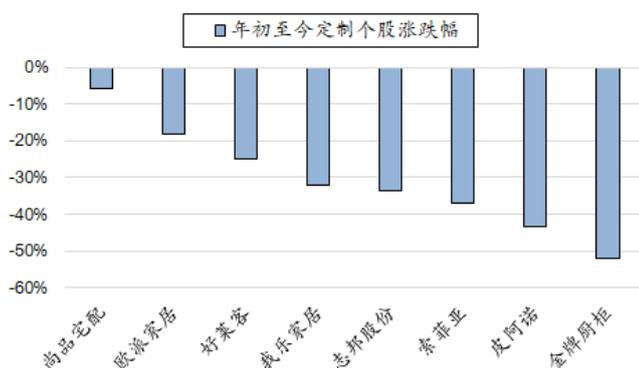
年初至今股价回顾：年初至今家具板块表现整体偏弱，指数下跌约 33%，大幅跑输于沪深 300 指数以及创业板指数。受地产+竞争双重压制，企业业绩增速普遍下滑，叠加大盘整体疲软，基本上所有个股普遍回调，其中增速保持较高水平的商品宅配跌幅 6%，表现相对较好。

图 1：年初至今板块涨跌幅



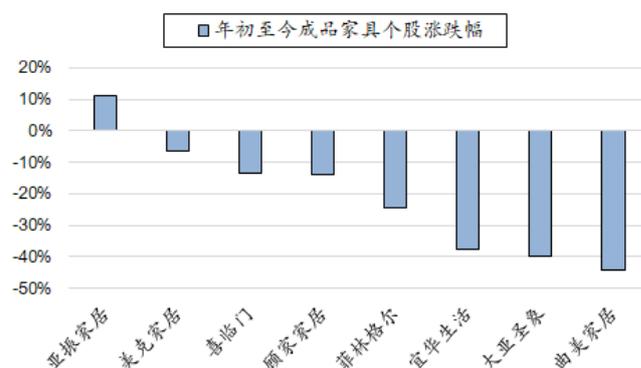
资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 2：年初至今定制板块个股涨跌幅



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 3：年初至今成品家具个股涨跌幅

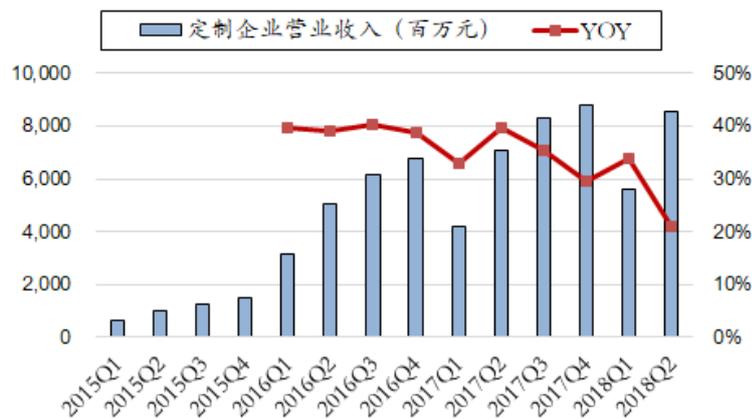


资料来源：wind, 安信证券研究中心

2. 定制家居:地产疲软+竞争加剧，业绩有所下滑

收入增速明显下滑：在地产景气度整体下行以及竞争加剧的背景下，叠加 17Q2 整体高基数的基础，定制家居企业 Q2 收入端增速均下滑至在 20% 附近，利润端较 Q1 增速环比也有明显下滑。整体来看，上半年定制板块收入、营业利润、归母净利润总计分别为 141.6 亿元、17.1 亿元、14.5 亿元，分别同比增长 26%、42%、39%；其中单二季度定制板块收入、营业利润、归母净利润总计分别为 85.7 亿元、14.2 亿元、12.1 亿元，增速分别为 21%、38%、36%，增速较一季度分别下滑 13pct、25pct、23pct。分产品看，衣柜业务上半年收入 81.6 亿元，同比增长 28%，其中二季度收入约 49 亿元，同比增长 21%，较一季度增速下滑约 20pct；橱柜业务上半年收入 43.4 亿元，同比增长 15%，其中二季度收入 26.6 亿元，同比增长 15%，基本与一季度持平。

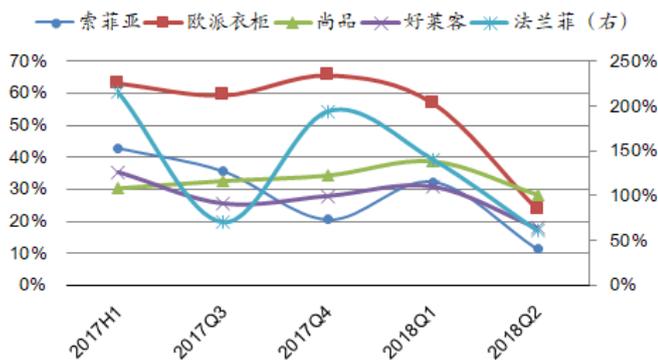
图 4：定制家居板块营业收入及增速



资料来源：wind,安信证券研究中心

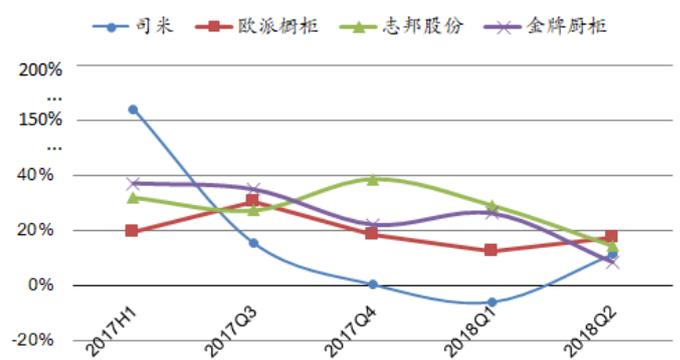
注：16Q1-Q4 同比数据仅使用索菲亚、好莱客两家在 15 年之前上市的企业同比数据，下同

图 5：定制家具企业-衣柜业务收入增速



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

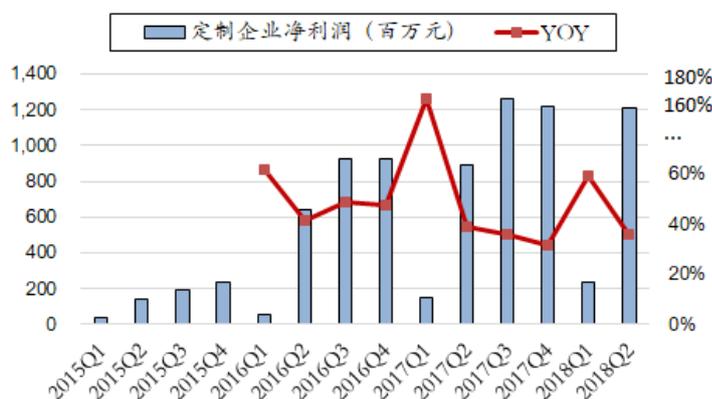
图 6：定制家具企业-橱柜业务收入增速



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

利润端增速好于收入端：由于企业毛利率仍维持上升趋势，上半年定制家具利润增长要好于收入端。上半年定制板块营业利润、净利润分别为 17.1 亿元、14.5 亿元，分别同比增长 42%、39%；其中单二季度定制板块营业利润、归母净利润分别为 14.2 亿元、12.1 亿元，增速分别为 38%、36%，增速较一季度分别下滑 25pct、23pct，但整体仍保持高速增长。

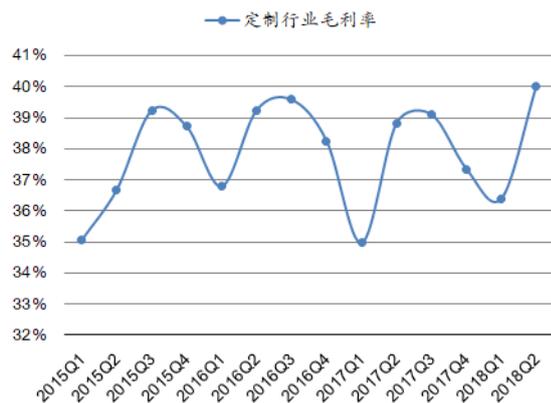
图 7：定制家居板块净利润及增速



资料来源：wind,安信证券研究中心

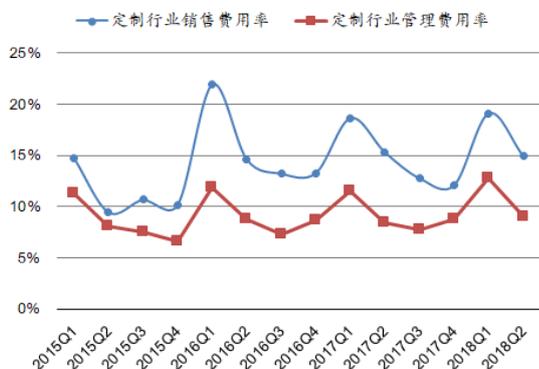
毛利率维持高位，盈利能力稳健：随着竞争加剧，各类促销套餐陆续推出，价格逐步走低已成为行业常态，但龙头企业通过加强信息化建设并提升生产、管理、销售效率，加上产能利用率提升，上半年毛利率提升1.2pct至38.6%，其中单二季度龙头企业毛利率同比提升1.2pct至40%。上半年定制板块整体销售、管理费用率分别为16.6%、10.5%，销售费用率保持平稳、管理费率提升约0.9pct，其中单二季度销售费用率整体平稳，较17年同期微降0.4pct至14.9%；管理费用率因股权激励、研发加大等原因同比略有提升，较17年同期提升0.5pct至9%。受毛利率提升，费用率稳定影响，净利率水平同比有所提升，上半年净利率提升1pct至10.2%，其中单二季度净利率较17年同期1.5pct至14.1%。

图 8：定制板块毛利率



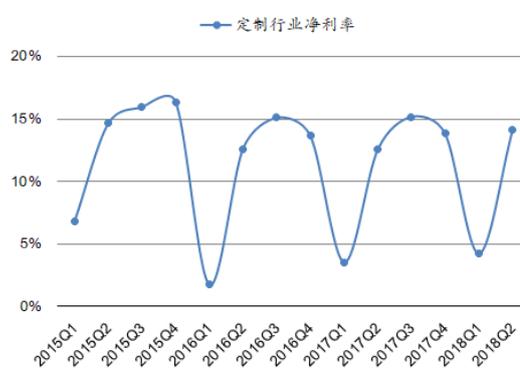
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 9：定制板块费用率



资料来源：wind,安信证券研究中心

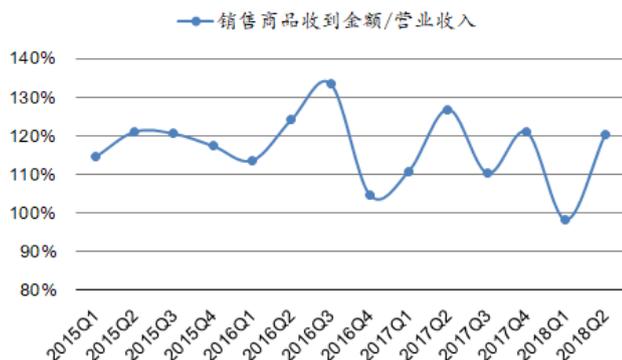
图 10：定制板块净利率



资料来源：wind,安信证券研究中心

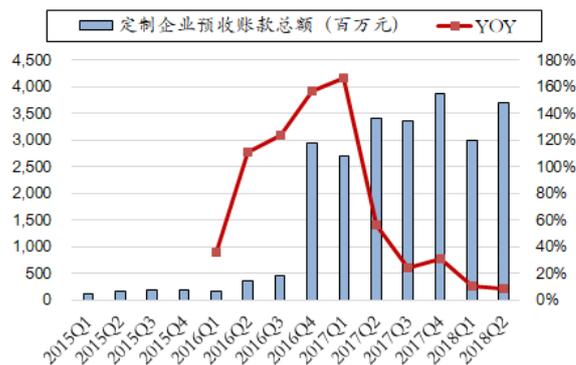
预收账款走弱，现金流回稳：定制企业普遍采取先收款后发货的交易方式，现金流普遍较好。上半年定制板块销售商品收到现金/营业收入比例112%，较17年同期下滑9pct，其中单二季度该比例为120%，较17年同期下滑7pct，较一季度有一定改善。18年上半年预收账款总额37亿元，同比增长8.4%，增速持续下滑，三季度收入端或有继续承压的可能。现金流方面，上半年经营性现金流总额13.1亿元，同比下滑21%，其中二季度经营性现金流总额29.3亿元，同比增长21%，现金流情况有所回暖，定制家居企业整体经营情况依然保持稳健。

图 11: 定制企业销售商品收到金额/营业收入



资料来源: wind,安信证券研究中心

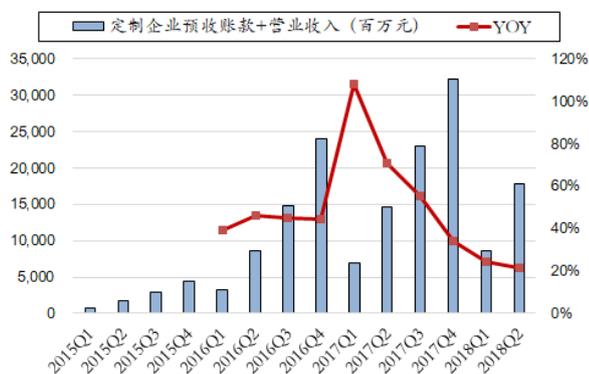
图 12: 定制企业预收账款及增速



资料来源: wind,安信证券研究中心

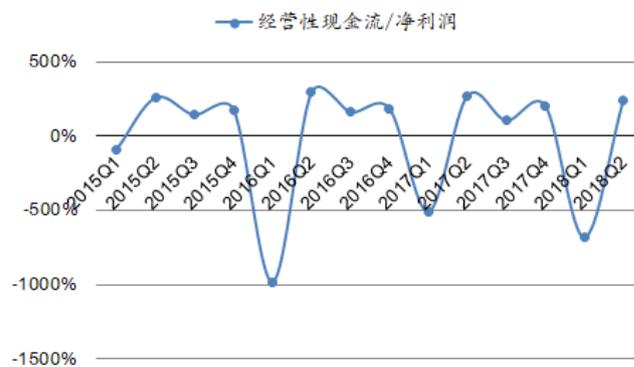
注: 16Q4 后新上市家具企业纳入计算, 下同

图 13: 定制企业预收款+收入增速



资料来源: wind,安信证券研究中心

图 14: 定制企业经营性现金流/净利润



资料来源: wind,安信证券研究中心

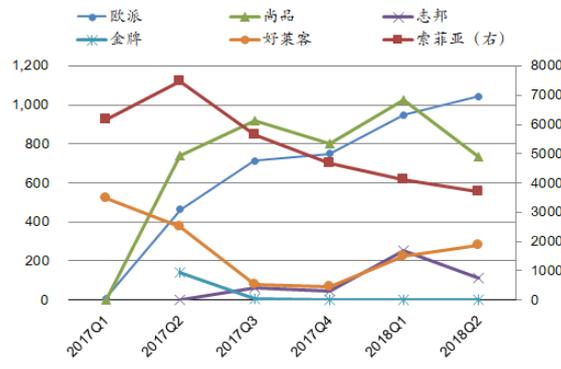
机构持仓: 17Q3 以来定制家具板块持仓持续下降, 二季度定制板块持仓总市值 58.9 亿元, 较 17Q2 高点下降 33.1 亿元, 环比 18Q1 下降 6.8 亿元。定制板块受 Q2 业绩增速回落&价格战担忧等因素影响, 持仓普遍有所下降。个股上, 市场对公司的竞争力及龙头地位认可度提升, 机构持仓有所分化。其中龙头索菲亚持仓由 70 亿元左右降至 37 亿元, 欧派持仓增至 10 亿元左右, 尚品持仓降至 7 亿元左右。

图 15: 定制板块机构持仓总市值 (百万元)



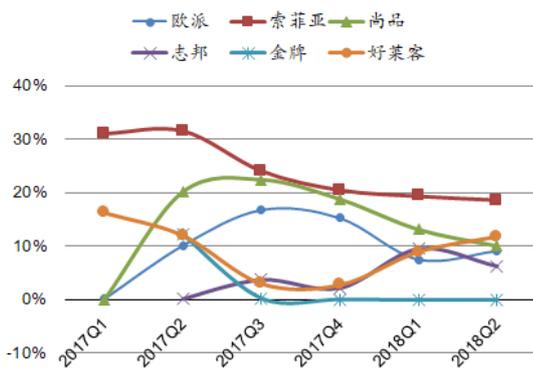
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 16: 定制企业基金重仓持股总市值 (百万元)



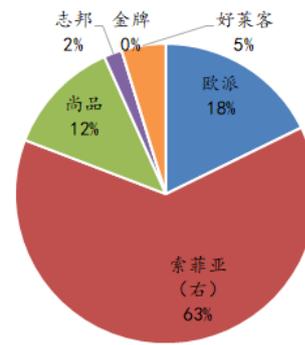
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 17：定制企业基金重仓持股占流通股比



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 18：定制板块基金重仓占比



资料来源：wind,安信证券研究中心

3. 成品家具：受地产景气度下行影响严重

18Q2 收入增速大幅下滑：18 年上半年板块收入约 167 亿元，同比增长 20%，其中单二季度板块收入约 95 亿，增速为 17%，同比降低 15pct，环比下滑 9pct。成品家具增长主要靠门店扩张，受地产影响相对较大。企业层面分化较大，优秀龙头通过品类扩张（顾家家居）、渠道扩张（喜临门）及品牌扩张（美克家居）保持较高速度增长。

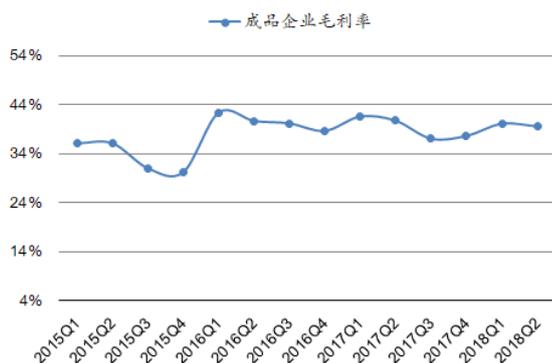
图 19：成品企业应收、利润增速



资料来源：wind,安信证券研究中心

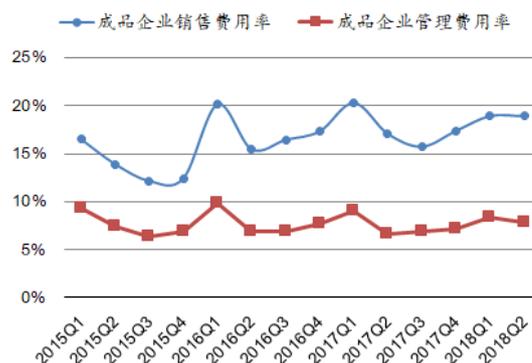
受原材料价格上涨影响，毛利率有所下滑：16 年下半年以来，软体家具重要原材料之一的 MDI 价格快速上涨，板式家具主要原材料人造板等原材料价格也有所提升。以自主品牌内销为主要业务的企业纷纷通过涨价对冲成本；而以 OEM/ODM 为主要业务的企业难以完全转嫁成本压力，毛利率受到不同程度的影响。上半年整体毛利率 39.8%，同比下滑 1.3pct，其中二季度整体毛利率 39.6%，较 17 年同期下滑 1.1pct。整体费用率略有上升，上半年销售、管理费用率分别为 18.9%、8.1%，同比均提升 0.5pct，其中销售费用率 18 年二季度为 18.9%，同比提升 1.8pct；管理费用率 7.8%，同比提升 1.2pct。

图 20: 成品企业毛利率



资料来源: wind,安信证券研究中心

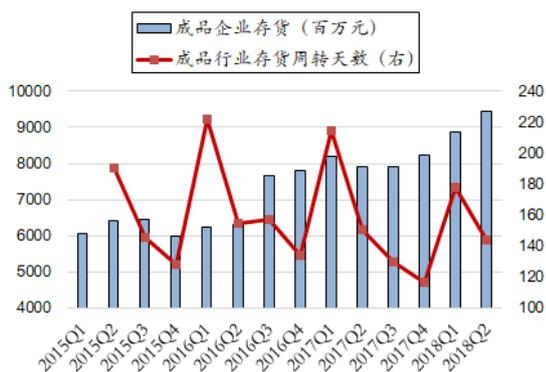
图 21: 成品企业销售/管理费用率



资料来源: wind,安信证券研究中心

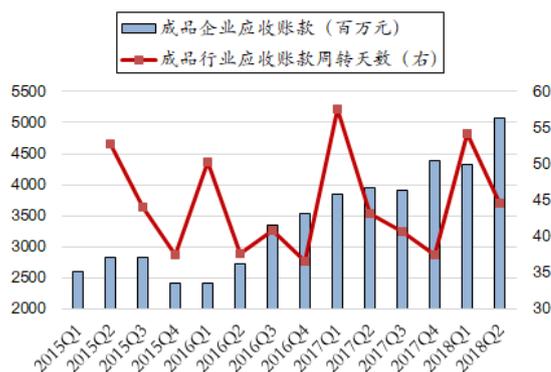
企业库存周转加快,截止6月底板块存货总额为94.5亿元,较17年底增长12亿元,较一季度末增长5.7亿元,库存周转天数为144天,同比分别下降7天;应收账款总额达50.7亿元,较17年底增长6.7亿元,较一季度末提升7.5亿元,应收账款周转天数小幅提升2天至45天,主要系喜临门、顾家、宜华等部分企业应收账款增加幅度较大。

图 22: 成品家具企业库存情况



资料来源: wind,安信证券研究中心

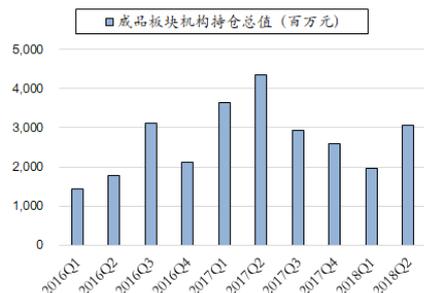
图 23: 成品家具企业应收账款情况



资料来源: wind,安信证券研究中心

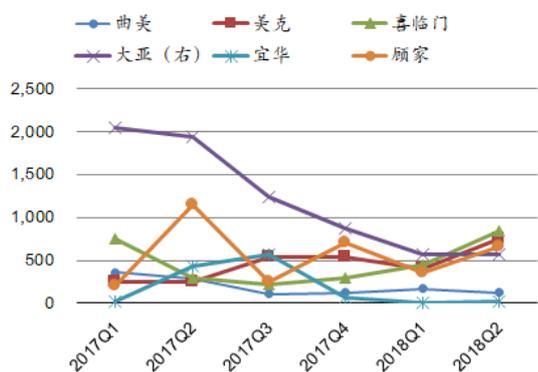
基金持仓: 17Q3 以来成品家具板块机构参与度持续降低,二季度市场对成品家具板块关注度显著回升,18Q2 成品板块机构持仓总值30.5亿元,环比增加10.85亿元。个股方面,顾家、喜临门、美克等个股受益原材料成本边际改善,加上自身优秀稳健的业绩增长获得机构增持,顾家、喜临门、美克二季度机构重仓持有市值分别为6.7、8.4、7.6亿元。另外大亚圣象机构持仓下降趋势放缓,18Q2 机构持仓总值5.7亿元,环比水平基本一致。

图 24: 成品家具行业基金重仓总市值



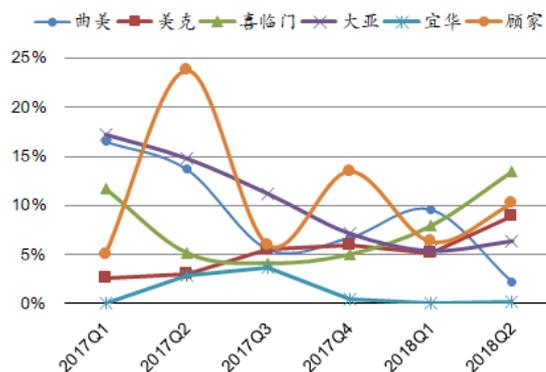
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 25: 个股基金重仓持股总市值 (百万元)



资料来源: wind,安信证券研究中心

图 26: 成品企业基金重仓持股占流通股比



资料来源: wind,安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034