

行业研究/深度研究

2018年09月19日

行业评级:

轻工制造 增持(维持)  
家用轻工 II 增持(维持)

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

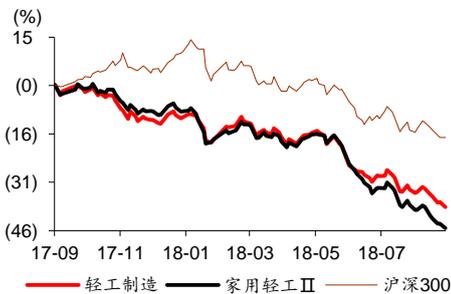
**张前** 执业证书编号: S0570517120004  
研究员 0755-82492080  
zhang\_qian@htsc.com

**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

相关研究

- 1 《轻工制造: 行业周报(第三十七周)》  
2018.09
- 2 《轻工制造: 行业周报(第三十六周)》  
2018.09
- 3 《轻工制造: 行业周报(第三十五周)》  
2018.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 把握地产结构性机遇, 看好软体发展前景

### 核心观点

我们认为本轮地产调控对家居行业影响与过往最大不同就在于当前精装房政策推进所带来的结构性发展机会。软体家居有望成为精装配套品类经销商转移过程中首选承接载体, 带动门店数量逆市扩张; 中长期看, 软体行业集中度提升空间和弹性较大, 龙头企业有望借力产业资本快速抢占市场份额。重点推荐**顾家家居、喜临门**。

### 地产调控依旧偏紧, 精装放量有望为地产后周期行业带来结构性机遇

2018年中央明确房地产调控不放松, 整体来看房地产调控政策依旧偏紧且短期放开的可能性较小, 给家居行业经营带来一定压力。我们认为, 本轮地产调控对家居行业影响与过往最大不同就在于当前精装房政策推进所带来的结构性发展机会。在精装房政策驱动下, 新房市场结构有望快速发生变化, 带动下游家居等地产后周期产业链变革, 一方面具备工装渠道的品牌企业将直接受益于精装业务放量, 另一方面, 由于精装相关配套品类零售市场会受到一定冲击, 产业资源将逐渐向受精装业务影响较小的品类转移, 带动这些品类门店数量逆势扩张, 对冲地产下行压力。

### 地产与消费双重属性看, 软体家居将是未来几年家居行业优良赛道

地产属性看, 由于软体家居处于装修产业链后端、受精装修政策影响较小, 且相对其他受影响小的品类而言客单值高、行业空间大、业务链短, 有望成为精装配套品类经销商在转移过程中首选的承接载体。产业资本的流入有望帮助其在地产调控阶段通过较快渠道扩张对冲地产下行的影响, 加速市场份额向龙头集中。从消费属性看, 当前我国软体家居集中度仍然较低, 参考家电行业集中度演化过程以及海外成熟市场经验, 软体家居的产品特质让其具有较强的品牌认知度, 使得行业可以达到高度集中的市场格局。整体而言, 我们认为软体家居将是未来几年家居行业优良赛道。

### 行业演变加速中, 软体投资正当时

当前时点软体行业格局正在加速发生变化, 2015年以来软体上市企业营收增速出现较为明显的提升趋势, 推动企业市占率快速提高; 同时, 由于软体知名企业数量有限、跨区域品牌较少, 龙头企业在经销商转移过程中更受青睐, 今年软体龙头渠道拓展明显加速, 上半年顾家家居净增门店 480 家、喜临门净增门店 250 家, 在地产不景气、单店收入难以大幅提升的环境下为企业销售收入增长提供有力支撑。此外, 随着住宅翻新需求释放、消费提质升级, 需求逐渐向品牌企业集中, 行业龙头持续受益。

### 投资建议: 持续看好软体家居龙头

我们持续看好软体家居龙头, 重点推荐**顾家家居**(渠道增长叠加单店提升, 内生增长可持续; 外延方面, 与海外知名品牌合作, 不断完善产品矩阵)、**喜临门**(自主品牌高增长延续, 渠道拓张+产品提价驱动下盈利弹性有望释放; 围绕“保护脊椎的床垫”概念精准定位产品形象, 提升品牌力)。

风险提示: 地产销售低于预期; 精装业务推进不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603008	喜临门	14.45	买入	0.72	1.01	1.44	1.98	20.07	14.31	10.03	7.30
603816	顾家家居	46.72	买入	1.92	2.51	3.28	3.79	24.33	18.61	14.24	12.33

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

精装房政策有望带来家居行业的结构性机遇 .....	4
地产调控持续趋严，地产后周期行业受到一定影响 .....	4
精装放量有望为家居等地产后周期行业带来结构性机遇 .....	5
政策驱动下，精装业务快速放量 .....	5
地产调控阶段，精装房放量有望为家居行业带来结构性机遇 .....	6
软体家居是未来几年家居行业的优良赛道 .....	8
软体家居受地产调控影响相对较小，有望受益于地产结构性机遇 .....	8
软体行业集中度具备较大提升空间 .....	9
行业格局加速演变，软体投资正当时 .....	11
龙头企业快速发展，市占率提升加速 .....	11
产业资本快速流入，马太效应凸显 .....	11
更新需求释放、消费提质升级，利好软体龙头 .....	12
投资建议：持续看好软体家居龙头 .....	14

## 图表目录

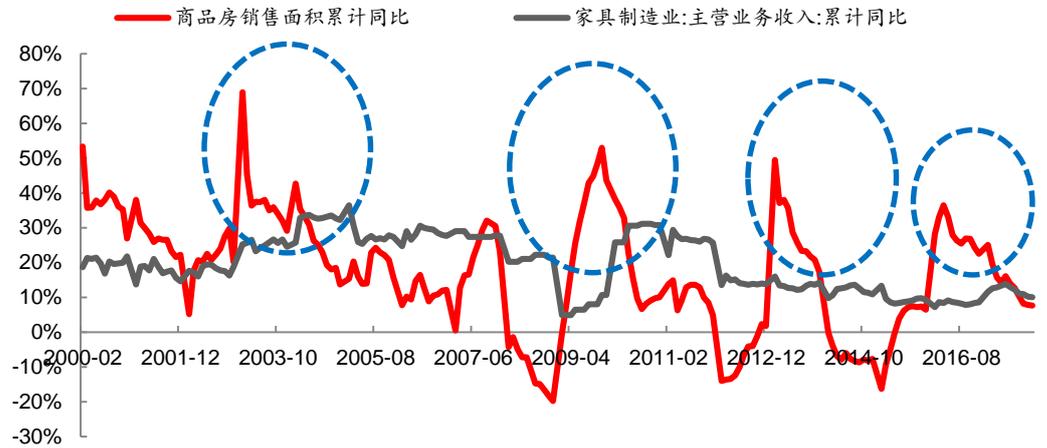
图表 1: 商品房销售面积累计同比 vs 规模以上家居制造企业主营业务收入累计同比...	4
图表 2: 2016 年以来出台限购及限售政策数量.....	4
图表 3: 2017 年开始商品房销售面积增速出现下降 .....	4
图表 4: 2018 年以来重要地产调控政策梳理 .....	5
图表 5: 我国部分省市推广住宅全装修政策内容.....	5
图表 6: 我国房地产行业集中度 .....	6
图表 7: TOP10/20 房企销售面积增速均值 vs 全国商品房销售面积增速 .....	6
图表 8: 我国精装房渗透率情况 (截至 2018H1) .....	6
图表 9: 全国精装房交付比例测算 .....	6
图表 10: 精装修政策带来新房市场结构性变化 .....	7
图表 11: 精装房各品类配套情况 (截至 2018H1) .....	7
图表 12: 地产商为资源整合者的精装修供应链体系 .....	7
图表 13: 软体家居处于装修流程最后端 .....	8
图表 14: 我国软体家居市场空间测算 (出厂价口径) .....	8
图表 15: 软体家居业务链相对较短 .....	9
图表 16: 索菲亚衣柜业务单店收入、门店数量增速 VS 商品房销售增速 .....	9
图表 17: 产业资本流入将对地产下行影响 .....	9
图表 18: 2017 年我国家居细分行业 CR4 情况 .....	10
图表 19: 2017 年我国家电子行业 CR4 情况 .....	10
图表 20: 全球家庭装饰上市企业 TOP50 中软装企业数量较多 .....	10
图表 21: 2017 年美国家居细分行业 CR4 情况 .....	10
图表 22: 软体家居上市企业中国地区收入增速 .....	11
图表 23: 定制家居上市企业收入增速 .....	11
图表 24: 我国床垫行业集中度变化情况 .....	11
图表 25: 我国沙发行业集中度变化情况 .....	11
图表 26: 主要沙发品牌百度搜索指数均值 .....	12
图表 27: 主要床垫品牌百度搜索指数均值 .....	12
图表 28: 部分家居企业 18H1 新增门店情况 (单位: 家) .....	12
图表 29: 美国消费者床垫更新频率 .....	12
图表 30: 我国消费者床垫更新频率 .....	12
图表 31: 住宅翻新需求逐渐释放 .....	13
图表 32: 家居购买中存量房翻新需求占比提升 .....	13
图表 33: 2016 年影响我国消费者购买家居的主要因素 .....	13
图表 34: 消费升级已由橱柜等向软体品类渗透 .....	13

## 精装房政策有望带来家居行业的结构性机遇

### 地产调控持续趋严，地产后周期行业受到一定影响

家居属于地产后周期行业，目前我国家居需求主要来自于新房、二手房装修。考虑到房屋交付及装修时间，一般而言，家居企业收入增速滞后商品房销售面积增速约 4-6 个季度。

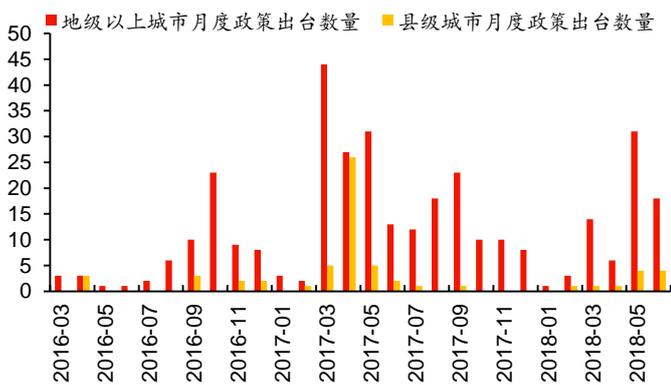
图表1：商品房销售面积累计同比 vs 规模以上家居制造企业主营业务收入累计同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

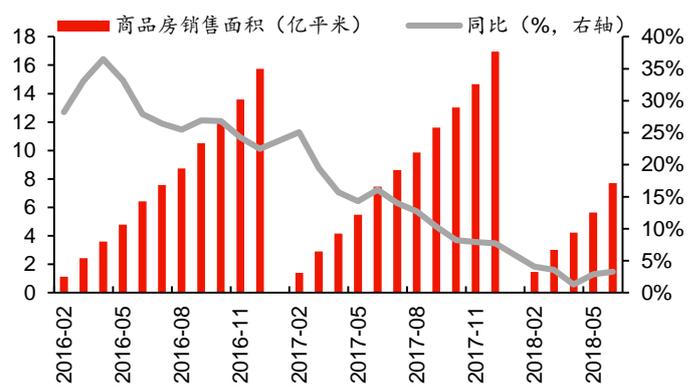
2016年下半年，在房价加速上涨背景下，全国房地产监管由松趋紧，“控制房价”成为新的监管目标，一二线热点城市陆续出台限购限贷政策。2017年在“住房不炒”政策指引下，中国房地产市场迎来严厉调控，全国楼市经历了200余次调控，限购/限贷/限售/限价等组合拳频出，截至2017年底全国商品房销售面积同比增速已降至8%。

图表2：2016年以来出台限购及限售政策数量



资料来源：中国指数研究院，华泰证券研究所

图表3：2017年开始商品房销售面积增速出现下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018年中央明确房地产调控不放松，3月两会政府工作报告进一步强调“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，提出加快住房基础性制度建设，促进房地产市场平稳健康发展；7月底中央政治局会议再提“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”，体现出政府对房地产调控的态度与决心。整体来看，当前地产行业政策依旧偏紧且短期放开的可能性较小，家居行业享受地产高增速的红利时期正逐渐过去，在地产景气度下行阶段家居企业销售压力加大。

**图表4： 2018年以来重要地产调控政策梳理**

日期	事件	内容
5月19日	住建部	印发《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，要求坚持调控目标不动摇、力度不放松；加快制定实施住房发展规划；抓紧调整住房和用地供应结构（热点城市要提高住房用地比例、积极探索推动供地主体多元化）；切实加强资金管控；大力整顿规范房地产市场秩序；加强舆论引导和预期管理；进一步落实地方调控主体责任。
7月31日	中共中央政治局会议	改变政府作为居住用地唯一供应者的情况，研究制定在权属不变、符合土地和城市规划条件下，非房地产企业依法取得使用权的土地用作住宅用地的办法，深化利用农村集体经营性建设用地建设租赁住房试点，完善促进房地产健康发展的基础性土地制度。
8月7日	住建部召开部分城市房地产工作座谈会	一、各地要加快制定实施住房发展规划，抓紧调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场，完善和落实差别化住房信贷、税收政策，支持合理住房消费，坚决遏制投机炒房，加强舆论引导和预期管理，持续开展房地产市场乱象治理专项行动，严厉打击违法违规开发企业、中介机构，维护人民群众合法权益。二、住建部将建立房地产市场监测体系，完善对地方房地产调控工作的评价考核机制。要严格督查，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的地方坚决问责。

资料来源：政府网站，华泰证券研究所

## 精装放量有望为家居等地产后周期行业带来结构性机遇

### 政策驱动下，精装业务快速放量

**政策驱动，精装房成为趋势**在国家倡导绿色建筑、加强资源合理配置与优化背景下，精装房逐渐成为住宅发展潮流。2017年5月，住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》明确提出，到2020年新开工全装修成品住宅面积需达到30%。截至2018年6月，全国出台精装修政策的省（市）已达19个，对全装修住宅比例提出了明确要求。在国家与地方政府颁布的一系列相关政策驱动下，精装房有望加速普及。

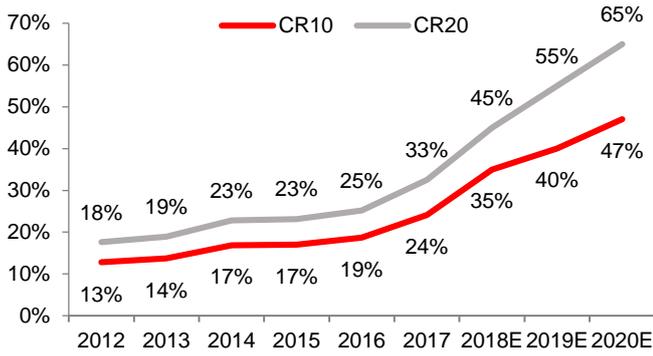
**图表5： 我国部分省市推广住宅全装修政策内容**

时间	范围	政策	内容
2016年3月	四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到2020年，全省新建住宅全装修达到50%；到2025年，全省新建住宅全装修达到70%。
2016年7月	河南	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	到2020年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。
2016年8月	江苏	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的实施意见》	到2025年，全省装配式建筑占新建建筑的比例超过50%，新建成品住房比例达到50%以上。
2016年8月	上海	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	自2017年1月1日起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修比例达到100%，其它地区达到50%；奉贤、金山、崇明维持目前实施全装修比例为30%，至2020年达到50%。
2016年12月	山东	《关于转发住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》	大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装房和装修工程菜单式服务。2017年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2016年12月	海南	《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》	从2017年7月1日起，各市（县）商品住宅项目全部实行全装修。
2016年12月	浙江	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	各市、县中心城区范围内，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。其他地区域内的新建住宅，以及已出让或划拨国有土地上尚未交付的住宅，积极鼓励实行全装修和成品交房。
2017年5月	全国	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%。新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。
2017年10月	北京	《北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）》	规定共有产权住房实施全装修成品交房。

资料来源：政府网站，华泰证券研究所

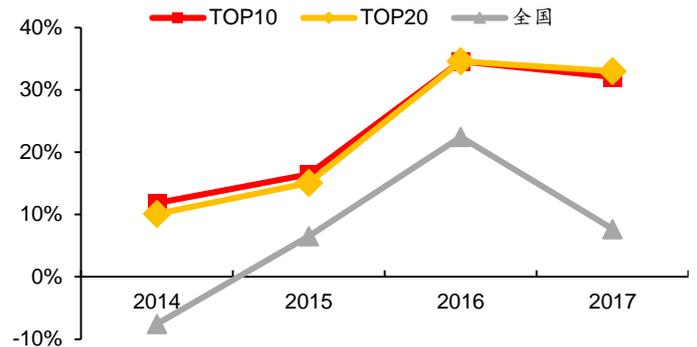
**龙头地产商精装交付比例提高叠加地产集中度提升，精装房交付有望快速放量。**对房地产商而言，提供高质量的全装修住房有利于提高楼盘品质、扩大盈利空间，主要地产商纷纷推出全装修楼盘，新成交楼盘中精装修占比较高。根据产业信息网数据，截至2017年年底万科、绿城、绿地、恒大等龙头房企已基本实现100%住房全装修交付。另一方面，地产行业集中度不断提升，据中国指数研究院数据，2012-2017年房企CR10从13%提升至24%，CR20从18%提升至33%，在当前融资环境趋严、拿地门槛提升环境下，龙头房企借助融资、拿地、采购、销售等优势有望更进一步扩大市场份额。在龙头企业精装交付比例提升且市场份额不断扩大的趋势下，精装房交付有望快速放量。

图表6: 我国房地产行业集中度



资料来源: 中国指数研究院, 华泰证券研究所

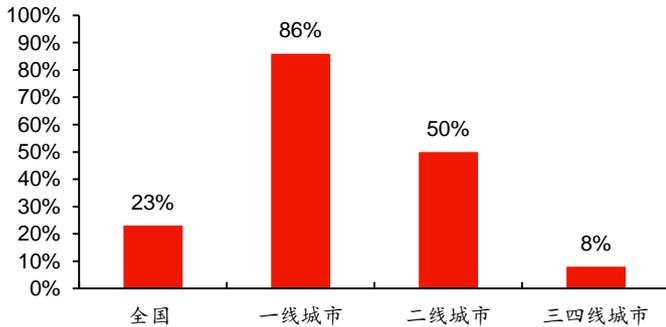
图表7: TOP10/20 房企销售面积增速均值 vs 全国商品房销售面积增速



资料来源: 克尔瑞, Wind, 华泰证券研究所

**精装房推进速度超预期, 2020年精装交付比例有望达到50%。**根据奥维云网300城监测数据, 截至2018年上半年全国精装房渗透率已达到23%, 其中一、二线城市精装房渗透率已超50%, 按此趋势发展, 有望提前达到住建部“2020年新开工全装修成品住宅面积需达到30%”这一比例要求。假设TOP20房地产供应商是精装房主力供应商, 2017年/2020年TOP10地产企业精装修交付比例分别为60%/80%、TOP11-20地产企业精装修交付比分别为40%/60%, 根据地产集中度数据测算, 2017年全国精装房销售比例约为18%, 2020年该比例有望达到48%左右(测算详细过程参见20180309深度报告《精装业务放量, 行业洗牌加速》)。

图表8: 我国精装房渗透率情况(截至2018H1)



资料来源: 奥维云网, 华泰证券研究所

图表9: 全国精装房交付比例测算

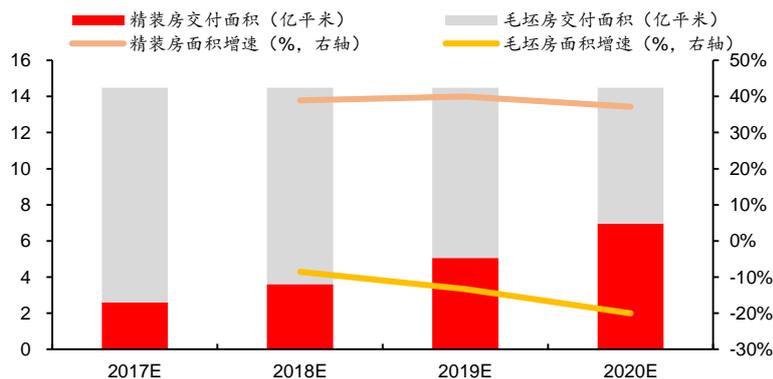
	2017E	2020E	
TOP10	销售面积占比	24%	47%
	精装房销售占比	60%	80%
	精装销售面积占全国住宅商品房销售面积比重	14.40%	37.60%
TOP11-20	销售面积占比	9%	18%
	精装房销售占比	40%	60%
	精装销售面积占全国住宅商品房销售面积比重	3.60%	10.80%
合计	全国精装房销售比例	18.00%	48.40%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**地产调控阶段, 精装房放量有望为家居行业带来结构性机遇**

**精装业务放量, 带来新房市场结构性变化。**我们认为本轮地产调控对家居行业影响与过往最大的不同就在于精装放量所带来结构性发展机会。按照上文我们对2018-2020年精装交付比例的测算结果, 假设2018~2020年地产销售增速均为0%, 则2018-2020年精装房销售面积将以30%的速度增长, 而毛坯房交付面积将以15%左右的速度萎缩, 精装房放量无疑将带来新房市场结构性的变化, 同时带动下游客电、家居等地产后周期产业链的变革。

**图表10：精装修政策带来新房市场结构性变化**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：假设 2017-2020 年精装房交付比例分别为 18%/25%/35%/48%

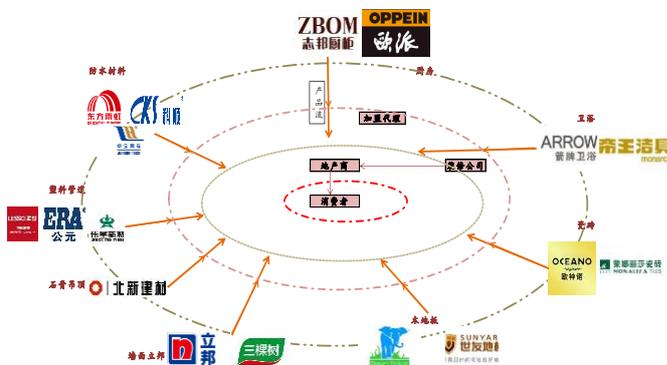
**精装模式下地产商对装修环节进行整合，部分家居品类零售市场受到冲击。**在精装修模式下，地产商将依托自身强大的销售体系，对装修上游主材供应商以及中游设计、装修施工乃至后端家居、家电等配套环节进行整合。由于部分产品配套已在交房前完成，随着精装房交付比例不断提升，该类大宗市场规模将不断扩大，而零售端市场无疑将受到冲击。目前精装修市场配套部品以建材、厨卫等产品为主，据奥维云网数据，截至 2018 年上半年精装房卫浴、橱柜等家居品类配置率均在 90% 以上，这些品类或是精装产业链中最先受影响、受影响程度最大的细分行业。

**图表11：精装房各品类配套情况 (截至 2018H1)**

配置率	产品品类
90%以上	瓷砖、乳胶漆、户内门、开关插座、卫浴五金、坐便器、洗面盆、橱柜、厨房水槽、烟机、灶具
20%-90%	消毒柜、智能家居、空调、热水器、新风系统
0%-20%	净水器、洗碗机、微波炉、电烤箱、冰箱、洗衣机、电视

资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**图表12：地产商为资源整合者的精装修供应链体系**



资料来源：华泰证券研究所

具体而言，我们认为精装修政策对家居行业影响主要体现在以下两个方面：**1)** 一方面，对于橱柜、卫浴等直接受到精装修政策冲击的品类而言，尽管与地产商合作的大宗业务盈利空间略微逊色于零售业务，但由于大宗业务规模较大，且地产商为保障楼盘品质倾向于优选产品质量和品牌知名度俱佳的品牌供应商，具备工装渠道的品牌企业有望借此机会迅速扩大市场占有率，巩固市场地位；**2)** 另一方面，地产商整合建材、装修等环节过程中将对相关配套品类零售市场带来较大冲击，这些品类原有的优质经销商资源将逐渐向受精装影响小、零售市场广阔的品类转移，带动这些品类门店数量的逆市扩张，为其带来结构性发展机会，缓解地产下行压力。

## 软体家居是未来几年家居行业的优良赛道

### 软体家居受地产调控影响相对较小，有望受益于地产结构性机遇

成品家居位于装修流程后端，受精装修政策影响较小。从装修流程上看，地产商进行精装修整合将最先冲击橱柜、地板等硬装家居品类的零售业务，而位于后端、消费者需求更加个性化的成品家居、配饰受精装房放量影响较小。

图表13：软体家居处于装修流程最后端



资料来源：华泰证券研究所

软体家居在受精装政策影响较小的家居品类中市场空间更大，有望成为产业资本转移中的首选。软体家居是指以海绵、织物为主体的家居产品，涵盖沙发、软床、床垫、墙纸、窗帘、地毯等细分品类。在受精装政策影响较小的家居品类中，一般衣柜价格在5000元左右一套，桌椅、电视柜等品类单价也相对较低，而沙发+床+床垫软体家居价格综合在3万元左右，相对而言产品价格更高、市场空间更大，更容易成为经销商等产业资本转移过程中选择的承接载体。我们假设商品房平均面积为90平米/套，软体家居第8年进入更新期，第8-10年按3:3:4比例更新，假设2018-2020年住宅商品房面积增速为0%，则截至2020年我国软体家居（沙发+床垫+软床）市场规模（出厂价口径）有望突破2000亿元，行业市场空间广阔。

图表14：我国软体家居市场空间测算（出厂价口径）

	年份	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
装修需求	住宅商品房销售面积(万平方米)	112412	137540	144789	144789	144789	144789
	住宅商品房销售套数(万套)	1249	1528	1609	1609	1609	1609
	YoY	6.9%	22.4%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	更新需求套数(万套)	639	678	797	862	1016	1065
	YoY	27.7%	6.1%	17.5%	8.2%	17.9%	4.8%
	装修住房数量合计	1888	2206	2405	2471	2625	2674
YoY	13.1%	16.8%	9.0%	2.7%	6.2%	1.9%	
软体沙发	平均每户购置数量(套)	1	1	1	1	1	1
	沙发市场规模(万套)	1888	2206	2405	2471	2625	2674
	软体沙发渗透率	78%	80%	82%	85%	87%	89%
	软体沙发市场空间(万套)	1473	1765	1972	2100	2284	2380
	软体沙发均价	3900	3800	3700	3650	3600	3550
	市场规模(亿元)	574.31	670.60	729.79	766.56	822.10	844.77
YoY	11.9%	16.8%	8.8%	5.0%	7.2%	2.8%	
床垫	平均每户购置数量(套)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	床垫市场规模(万套)	2832	3309	3608	3706	3937	4011
	床垫均价	1300	1350	1400	1450	1500	1550
	市场规模(亿元)	368.15	446.70	505.13	537.39	590.59	621.65
	YoY	17.6%	21.3%	13.1%	6.4%	9.9%	5.3%
	YoY	17.6%	21.3%	13.1%	6.4%	9.9%	5.3%
软床	平均每户购置数量(套)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	软床市场规模(万套)	2832	3309	3608	3706	3937	4011
	软床渗透率	40%	42%	45%	48%	50%	53%
	软床市场空间(万套)	1133	1390	1624	1779	1969	2112
	软床均价	2800	2750	2700	2650	2600	2550
	市场规模(亿元)	317.17	382.18	438.38	471.42	511.84	538.63
YoY	19.5%	20.5%	14.7%	7.5%	8.6%	5.2%	
软体家居(沙发+床垫+软床)		1259.64	1499.48	1673.29	1775.37	1924.52	2005.05
YoY		15.4%	19.0%	11.6%	6.1%	8.4%	4.2%

资料来源：Wind，产业信息网，华泰证券研究所

注：参考产业信息网有关软体沙发、软床渗透率数据，假设未来几年渗透率以每年2%-3%的速度提升；考虑到消费升级趋势下消费者对床垫品类消费意愿提升，预计床垫均价小幅上行；参考顾家家居等企业单位产品收入，预计沙发及软床均价略微下行。

**业务链短，经销商转移难度低。**定制家居终端服务中涉及从设计、安装到售后等各个环节，服务链相对较长，对经销门店设计师能力、安装人员熟练程度等要求较高。相比之下，软体家居业务链较短，经销商转移难度低。

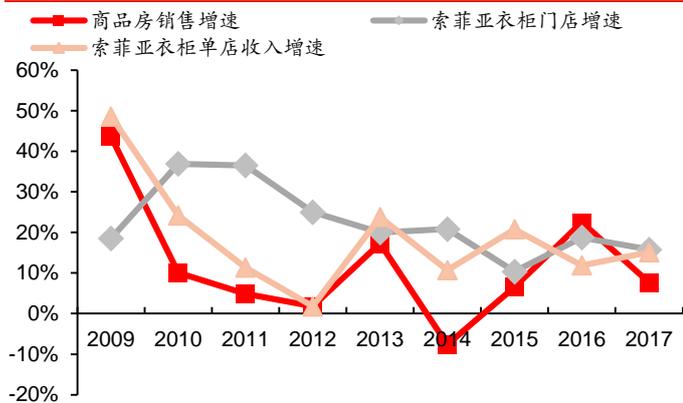
图表15：软体家居业务链相对较短



资料来源：华泰证券研究所

**产业资本流入将加速渠道拓展速度，对冲地产下行带来的影响。**一般而言，当地产处于下行周期时，家居行业销售压力大，经销商开店意愿降低，同店收入与开店速度的双重下降给企业销售增长带来压力。以索菲亚为例，在2009-2012年地产下行周期中，公司同店收入增速一度下降至2%，门店数量增速下降至25%，使得企业营收增速出现较大下降。而在当前精装修政策影响下，传统建材、硬装品类经销商为降低硬装业务下滑对收入的影响，加盟软体品牌、开设软体门店意愿增强；对软体企业而言，当前产业资本的流入有望降低其渠道拓展难度，帮助其在地产调控阶段实现逆市拓张，通过较快开店对冲地产下行对企业销售带来的不利影响。

图表16：索菲亚衣柜业务单店收入、门店数量增速 VS 商品房销售增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表17：产业资本流入将对地产下行影响



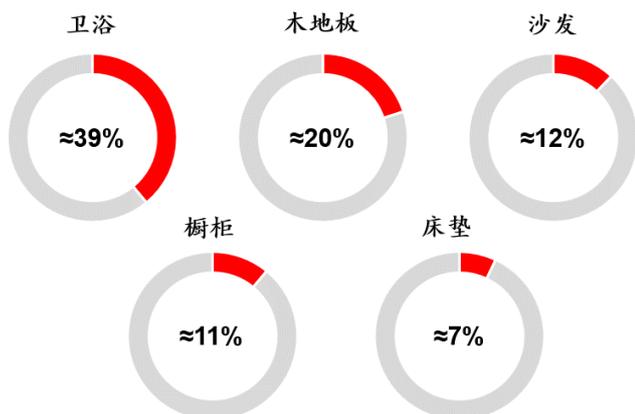
资料来源：华泰证券研究所

**软体行业集中度具备较大提升空间**

家居“大行业、小企业”特征显著，软体竞争格局更为分散。家居是食品、服装、家电后的第四大类日用消费品，行业规模近万亿，但竞争格局仍然分散。据 Wind、Euromonitor、中华橱柜网以及前瞻产业研究院数据，截至2017年底，除卫浴 CR4 超过 30%外，定制橱柜、定制衣柜、沙发、床垫等行业的 CR4 均不高于 20%。其中，软体行业集中度相对更低，目前我国床垫行业 CR4 仅 7%、沙发行业 CR4 约 12%。

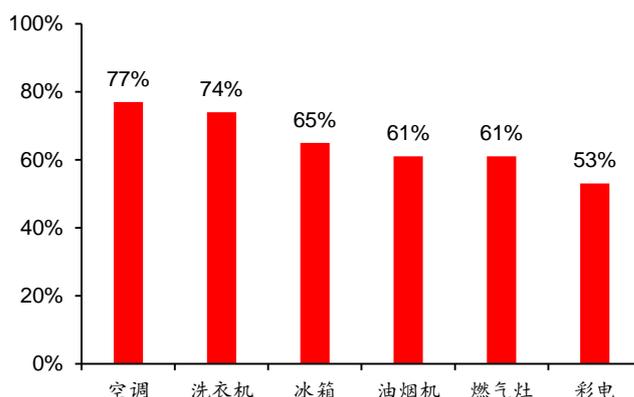
**参考家电行业集中度提升之路，软体行业集中度具备提升弹性与空间。**家电与家居行业同属地产后周期、更换频率均为 8-10 年、产品功能属性强，具有较强相似性。我们曾在 20180416 发布的深度报告《从家电行业看家居集中度提升路径》中深入分析家电子行业特征及集中度演变过程，整体而言家电龙头在发展过程中依托技术、规模化生产等优势实现市占率的快速提升，使得行业竞争格局高度集中。我们认为软体家居产品功能性突出、规模化生产门槛相对较高，与家电行业更具相似性，行业集中度具有较高的提升弹性和提升空间。

图表18: 2017年我国家居细分行业 CR4 情况



资料来源: Euromonitor, 中华橱柜网, 前瞻产业研究院, 华泰证券研究所

图表19: 2017年我国家电子行业 CR4 情况



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

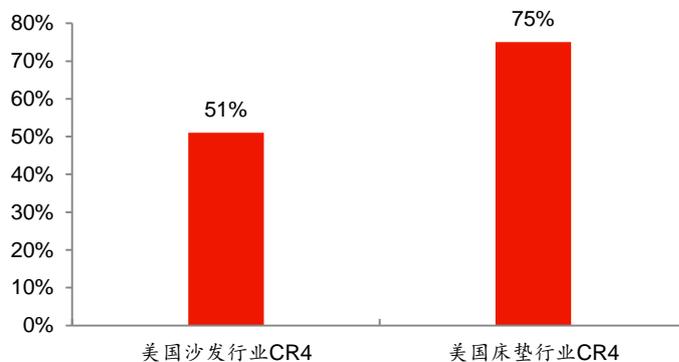
海外市场经验看, 软体家居品牌认知度高, 行业可以达到高度集中的竞争格局。相比橱柜等家居产品, 由于软体家居与我们日常生活活动息息相关, 消费者对软体品牌认知程度更高, 软体行业资产证券化率也相对更高。根据彭博行业分类, 截至 2018 年上半年, 全球家庭装饰行业收入 TOP50 上市企业中有 20 家企业主营业务为沙发、床垫、窗帘等软装装饰, 13 家综合家居企业业务涵盖软体品类, 仅 8 家企业以橱柜、地板等硬装业务为主。在高品牌认知度与资本市场支持下, 软体行业可以达到高度集中的市场格局。以美国为例, 2017 年其床垫行业 CR4 达到 75%、沙发行业 CR4 达到 51%, 远高于我国软体行业当前集中度水平。

图表20: 全球家庭装饰上市企业 TOP50 中软装企业数量较多

类别	数量	代表企业
软装	20	Tempur-Sealy、La-Z-Boy、敏华控股、顾家家居等
综合 (含软装)	13	Steinhoff、Leggett & Platt、Dorel (Home)、Hanssem等
硬装	8	Nobia、欧派家居、ANO等
其他	9	Mohawk、HunterDouglas Group等

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表21: 2017年美国家居细分行业 CR4 情况



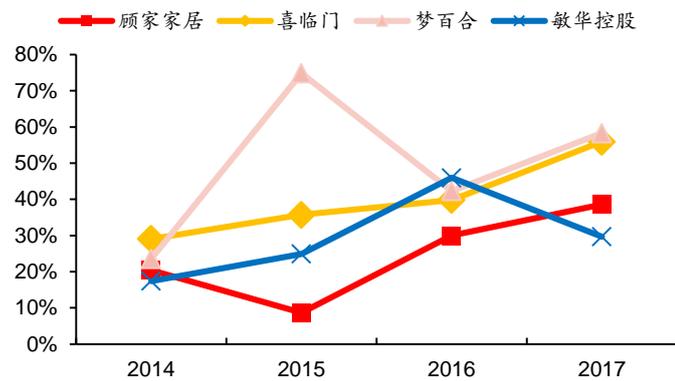
资料来源: Statistics, 中国产业信息网, 华泰证券研究所

## 行业格局加速演变，软体投资正当时

### 龙头企业快速发展，市占率提升加速

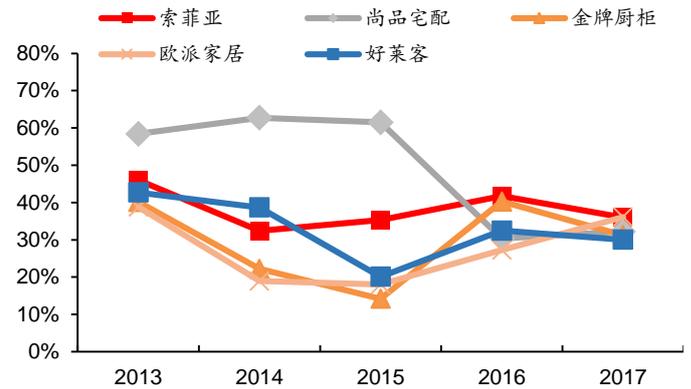
软体家居企业收入增长提速，市占率加速提升。在经过“定制家居”、“全屋定制”热潮后，2016、2017年定制家居营收增速逐渐稳定在30%左右，而软体家居企业营收增速出现较为明显的提升趋势，2017年顾家、喜临门、梦百合中国地区营收增速均高于35%。在龙头企业收入高增速推动下，2016年开始顾家家居、喜临门等软体上市企业市占率提升速度明显快于往年。据Euromonitor数据，喜临门自主品牌在床垫行业市占率由2015年的1.3%提升至2017年的2.6%，顾家家居、敏华控股在沙发行业2017年集中度也分别提升至3.0%、4.1%，行业竞争格局演变加速。

图表22：软体家居上市企业中国地区收入增速



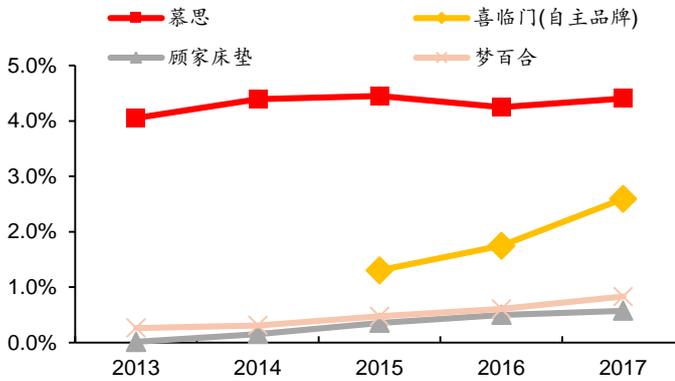
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23：定制家居上市企业收入增速



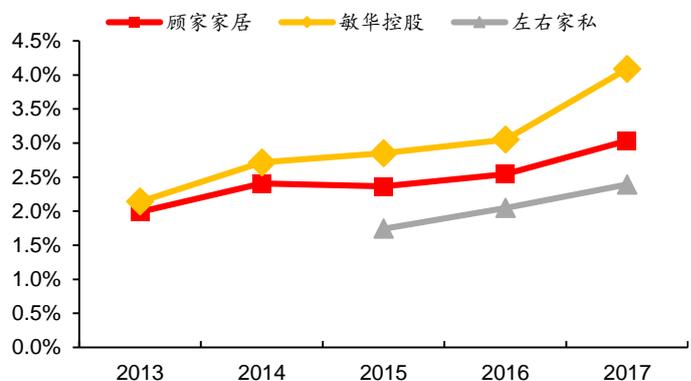
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24：我国床垫行业集中度变化情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表25：我国沙发行业集中度变化情况

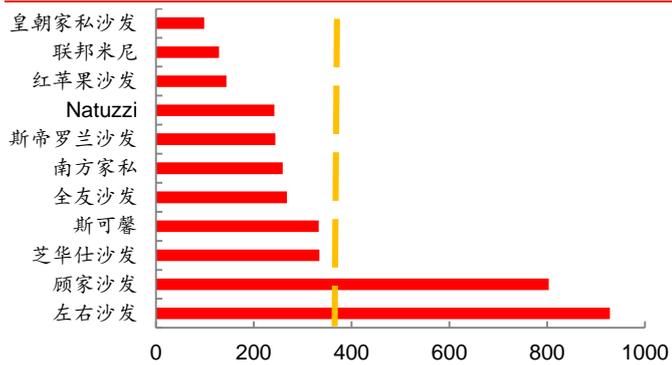


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

### 产业资本快速流入，马太效应凸显

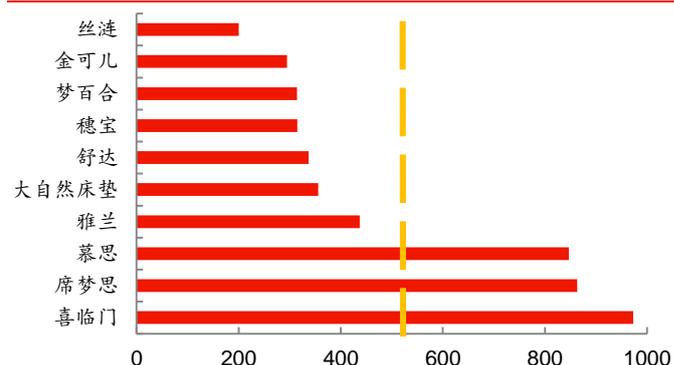
软体知名企业数量有限、跨区域品牌少，产业资本流入将加速行业整合。从品牌知名度看，根据2013年至2018年8月百度搜索指数均值，沙发行业除顾家、左右搜索值达到803/928外，其余沙发品牌都在200~300之间；床垫品牌中除喜临门、席梦思、慕思搜索值达到973/863/847外，其余品牌均在500以下。由于家居产品具有耐用、购买频率低的特性，大部分消费者较少主动关注品牌动向，更多通过广告、门店等途径加强对品牌的了解，因此我们认为知名度高、关注度高的企业具备较强品牌优势，在产业资本转移过程中更受青睐。

图表26: 主要沙发品牌百度搜索指数均值



资料来源: 百度指数, 华泰证券研究所

图表27: 主要床垫品牌百度搜索指数均值



资料来源: 百度指数, 华泰证券研究所

**产业资本快速流入, 软体龙头渠道拓展加速。**今年以来在地产下行与精装放量等因素影响下, 越来越多优质的经销商资源开始积极寻求软体品牌代理, 软体龙头渠道拓展加速。据公司中报, 2018年上半年顾家家居净新增门店达480家、喜临门自主品牌净增开店数量达250家, 几乎是往年全年新开店数量。渠道的快速拓展有望在地产不景气、单店收入难以大幅提升的环境下为企业销售收入增长提供有力支撑。

图表28: 部分家居企业18H1新增门店情况(单位: 家)

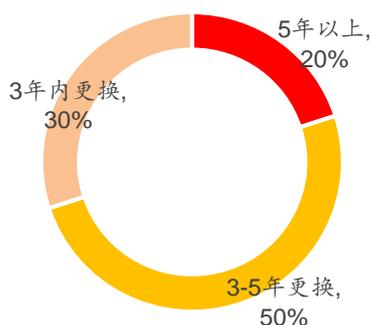
公司简称	2015A	2016A	2017A	2018H1	2018年上半年净增门店
顾家家居	3049	3200	3500	3980	480
欧派家居		5376	6311	6711	400
金牌橱柜			1250	1535	285
喜临门(自主品牌)			1450	1700	250
尚品宅配	1073	1157	1642	1848	206
好莱客	1174	1300	1500	1700	200
索菲亚	1861	2500	3195	3335	140
曲美家居	674	772	875	983	108

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**更新需求释放、消费提质升级, 利好软体龙头**

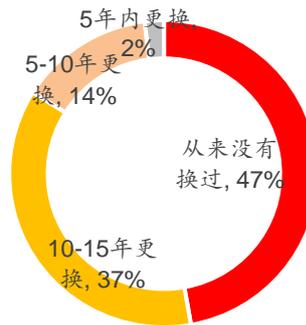
**成熟市场软体家居更换频率高, 二次购买强化品牌筛选作用。**据前瞻产业研究院数据, 美国80%左右消费者床垫更新周期在5年以内, 消费者在后期更新购买时将避开前期出现产品质量问题的企业。高更换频率有助于强化品牌筛选, 增强龙头企业品牌知名度, 这也是我们耳熟能详的海外家居品牌大多为软体品牌的重要原因之一。相比之下, 由于我国消费者对床垫重视程度低于美国, 床垫更换频率相对较低, 根据前瞻产业研究院调研数据, 近一半被调查者表示从未换过床垫。

图表29: 美国消费者床垫更新频率



资料来源: 前瞻产业研究院, 华泰证券研究所

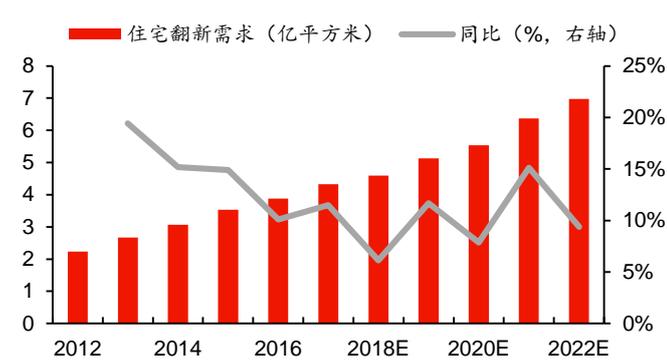
图表30: 我国消费者床垫更新频率



资料来源: 前瞻产业研究院, 华泰证券研究所

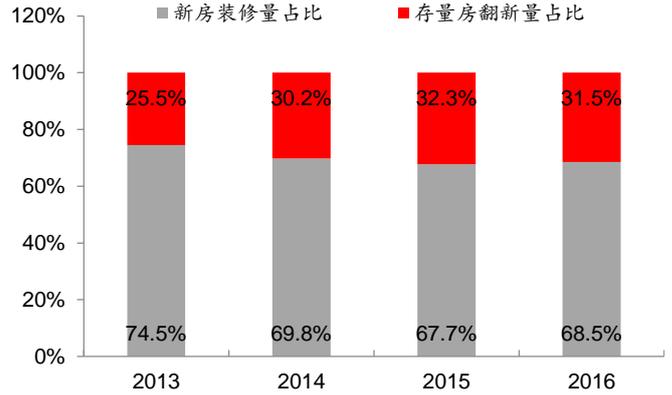
**住房翻新需求释放，二次装修潮到来利好龙头品牌。**一般而言，住房翻新周期在 8-10 年左右，假设住宅第 10 年进入更新期，第 10-12 年按 3:3:4 比例更新，基于住宅竣工面积测算，2017 年住宅翻新需求量达到 4.33 亿平方米，预计 2018-2022 年住宅翻新需求复合增长率有望达到 11%，带来大量的家装与家居消费需求。根据智研咨询数据，家居购买中来源于新房装修的占比已由 2013 年的 74.5% 降至 2016 年的 68.5%。随着住房翻新需求逐渐释放，此前在装修过程中受到家居品质困扰的消费者会更倾向于选择更具品质保障的品牌产品，消费者认知提升将带动需求向品牌企业集中，更有利于市场份额向龙头企业集中。

图表31：住宅翻新需求逐渐释放



资料来源：Wind，华泰证券研究所

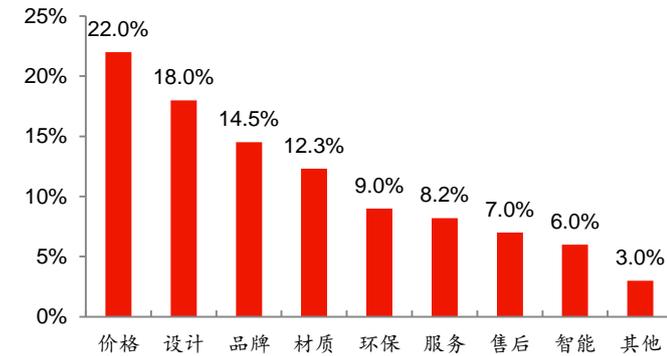
图表32：家居购买中存量房翻新需求占比提升



资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

**消费提质升级，家居消费升级逐渐由橱柜等品类渗透到沙发、床垫等品类。**随着消费升级持续进行，消费者消费心理已由最初的“面子消费”转向“里子消费”，即由初期更愿意将钱花在服装、餐饮等看得见的领域转向越来越愿意将钱花在住宅、家居等“看不见”但能够提升生活质量的领域。就家居内细分品类而言，消费者的消费意愿也在由橱柜、卫浴等“看得见”的品类向沙发、床垫等日常密切接触、能够充分提升生活舒适感的品类渗透，我们认为未来几年软体家居，尤其是软体家居龙头，有望持续受益于消费升级所带来发展机会。

图表33：2016年影响我国消费者购买家居的主要因素



资料来源：中国建博会《家居行业大数据》，华泰证券研究所

图表34：消费升级已由橱柜等向软体品类渗透



资料来源：华泰证券研究所

## 投资建议：持续看好软体家居龙头

在当前地产景气度下行阶段，我们认为精装修政策将带来新房市场的结构性变化，进而带动家居等地产后周期产业链的变革。我们认为由于软体家居位于装修流程后端，零售市场受精装修政策推进的冲击较小，且客单价高、市场空间大、业务链短，有望成为精装配套品类经销商转移过程中首选的承接载体，带动软体家居门店数量逆市扩张，缓解地产下行压力。中长期看，软体行业当前集中度仍然较低，地产销售下行、行业竞争加剧阶段更有利于龙头企业借力产业资本快速抢占市场份额，进一步巩固龙头地位。

我们持续看好软体家居龙头，重点推荐**顾家家居**（软体大家居战略持续推进，渠道增长叠加单店提升，内生增长可持续；外延方面，与海外知名品牌 La-Z-Boy、Natuzzi、RolfBenz、NickScali 合作，不断完善产品矩阵；全国生产布局逐渐成型，区域供应能力将进一步提升）、**喜临门**（自主品牌高增长延续，渠道拓张+产品提价驱动下盈利弹性有望释放；今年以来围绕“保护脊椎的床垫”概念精准定位产品形象，战略层面“国家品牌计划”+战术层面“精准营销定位”带来品牌力的提升和市场份额的持续开拓）。

### 风险提示

#### 地产销售低于预期

家用轻工属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居品消费存在 4~6 个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响家居板块收入的可持续增长。

#### 精装业务推进不及预期

精装修交付比例提升带来的工装业务放量是增量因素，但精装修交付比例的提升最终还是要归结到精装修政策的推进，如果精装修政策推进不及预期，会影响工装业务的推进情况，从而影响工装业务收入的增长。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com