

## 当前全球家具消费链仍由中美主导，我国家具产业亟待结构升级

### 核心看点：

- 一、中美两国分列全球产值前二：**18年世界家具总产值4600亿美元，近10年CAGR 3.70%，中美两国分别贡献1060/782亿美元，合计占全球40%。虽然产值位列前二，但中美在全球中的定位截然不同。18年中国以542/509亿美元的出口额/净进口额维持第一大出口国及净出口国，而美国以267/219亿美元的进口额/净进口额维持第一大进口国和净进口国。同时，高端设备与家具品牌均集中于欧美等国。尽管产值世界第一，但中国在全球家具市场中依旧扮演中低端家具制造工厂的身份，未来家具产业或将迎来转型升级。
- 二、美国家具成熟市场发展稳定，行业集中度高：**美国现代家具制造业历经百年发展后成为2018年行业CR5 20%（发达国家均值17.5%，中国6.6%），产值GDP占比0.38%，居民家具消费占比稳定在0.9%的成熟市场。过程中，资本家试图对竞争加剧的行业进行整合，但产业借助产能转移降低成本予以抵抗，最终以国内家具生产职能转移海外而告终，行业顺利迈入成熟阶段。在此期间，美国政府未出台直接干预家具发展的政策，任由市场自行调整。尽管近期企业响应“制造业回归”口号，产能利用率出现回升，但现存产品定位偏高和高成本等因素使得利用率难回巅峰，严重依赖进口的问题难以缓解。结合中游对上下游的议价能力有限的事实，预计未来美国家具产值呈现温和增长，家具进口依赖程度不减。
- 三、中国家具市场进入成长调整期，行业集中度低：**中国现代家具制造业起步虽晚但发展迅猛，10年超越美国成为家具产值世界第一，但18年行业CR5仅为6.6%（约等于成熟市场龙头企业市占率），产值GDP占比0.8%，居民消费占比0.5%，仍处于成长阶段。我国家具行业在中国成功入世后迎来爆发式增长，但也同样带来了供给过剩的隐患。尽管金融危机后受刺激政策影响，隐患并未爆发，但是结合我国家具制造业政策约束较少与上下游对中游的挤压威胁较小这两大事实，或许只有在当下这样内需略显疲软，外销受阻的时代背景下，行业集中度才能加速提升，进而排除产能过剩的隐患。
- 四、“人口+地产”把控市场空间，产业资本主导行业集中度：**需求端，短期地产受政策等因素影响难以回暖，长期主力购房人群逐步减少，未来家具市场需要把握改善性装修与住房需求。另外，我国人均家具消费与发达国家尚存差距，未来伴随收入提升，人均消费额提升亦将成为行业发展驱动力。供给端，具备产品矩阵优势且已上市的企业一方面可向下渗透树立品牌，另一方面可借助资本力量进行横向整合提升行业集中度，推动行业持续发展。
- 五、配置建议：**结合当下内需不振、外需不稳的时代背景，我们推荐关注能够规避贸易战且依靠中国内需市场改善的家具龙头企业，包括：欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、美凯龙（601828.SH）；与此同时，我们建议关注外贸业务占比较高的软体家具龙头企业，顾家家居（603816.SH）。

### 表：核心推荐组合

股票代码	股票简称	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601828.SH	美凯龙	1.45	1.53	1.68	8	7	7
603833.SH	欧派家居	4.27	5.21	6.34	28	23	19
002572.SZ	索菲亚	1.16	1.32	1.58	16	14	12
603816.SH	顾家家居	1.86	2.21	2.67	19	16	14

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，按2019年9月12日收盘价计算

### 六、风险提示

中美贸易战升级的风险；地产销售疲软的风险；产能过剩问题加剧的风险。

## 轻工行业

### 推荐 维持评级

### 分析师

#### 李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

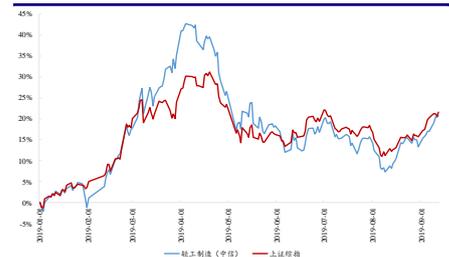
✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng\_yj@chinastock.com.cn

### 行业数据

时间 2019.9.12



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】行业动态报告\_轻工行业\_造纸行业景气度二季度略有回升，纸浆价格回落缓解成本端压力\_20190729

【中国银河研究院\_李昂团队】行业动态报告\_轻工行业\_造纸行业景气度缓慢抬升，去产能进入下半场\_20190527

【中国银河研究院\_李昂团队】行业深度\_轻工行业\_对上游原材料的把控度决定行业话语权—从美国成熟造纸市场看中国造纸业\_20190519

【中国银河研究院\_李昂团队】行业深度\_零售行业\_如何看待高速增长的中国化妆品业\_20190513

【中国银河研究院\_李昂团队】公司半年报点评\_零售行业\_珀莱雅（603605.SH）\_Q2规模与业绩增长符合预期，维持推荐\_20190822

【中国银河研究院\_李昂团队】公司半年报点评\_零售行业\_上海家化（600315.SH）\_Q2规模增速提升，扣非后业绩仍承压\_20190816

## 目录

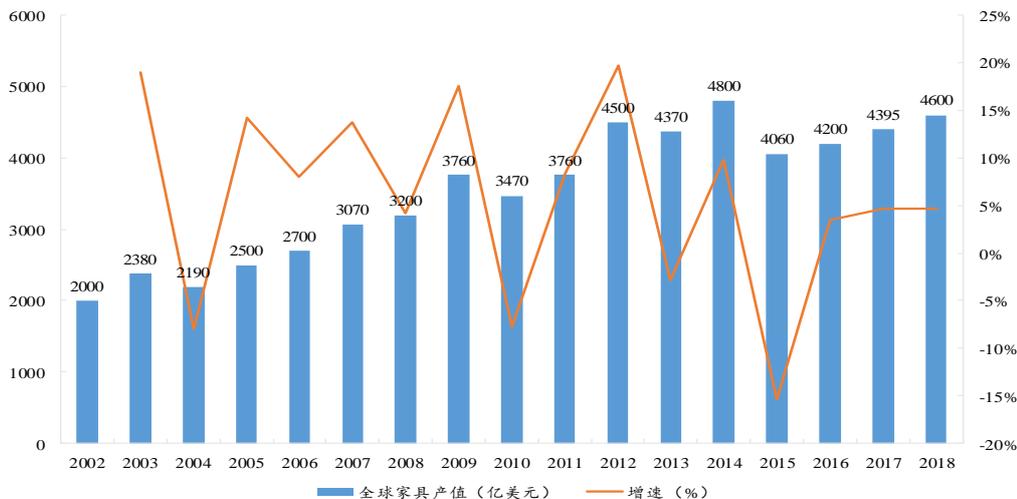
<b>一、全球家具市场：多视角验证中美掌控世界家具制造主导权</b> .....	<b>3</b>
(一) 产值层面：全球产值规模持续增长，中美稳居前两位.....	3
(二) 贸易层面：贸易总额保持稳定，美中分别掌控进出口核心地位.....	4
1. 总量视角：中美分占全球家具贸易出口与进口第一大国.....	4
2. 品牌视角：欧美引领家具工艺与理念，缔造高端制造与高档品牌.....	6
<b>二、美国家具行业现状：发展平稳的成熟市场，行业集中度高</b> .....	<b>8</b>
(一) 行业发展历程：产业转移配合法规政策，行业迈入成熟阶段.....	8
1. 宏观层面特点：宏观周期性明显，内部需求趋于稳定，供给严重依赖进口.....	10
2. 行业层面特点：产能转移解决产能过剩问题，利用率难回顶峰.....	11
3. 政策层面特点：监管力度整体宽泛，积极引导产能回归.....	11
(二) 行业竞争格局：市场整体集中度存在瓶颈，家具单品龙头企业频现.....	12
(三) 行业产业链：上游原材料依赖进口，下游龙头把控话语权.....	14
1. 产业链上游：软木供给受全球供需影响，议价能力较弱.....	14
2. 产业链下游：专业家具零售渠道占优，高集中度形成强议价能力.....	16
<b>三、中国家具行业现状：内需放缓，外销平稳，亟须提升集中度</b> .....	<b>17</b>
(一) 行业发展历程：规模增速大幅放缓，行业步入成长调整期.....	17
1. 宏观层面特点：宏观周期性尚不明显，供给经济地位较高，内外部需求稳定.....	19
2. 行业层面特点：亏损企业数量加速增长，新建固定资产投资增速放缓，供给过剩问题凸显.....	20
3. 政策层面特点：监管机制初步建立，推动设计与外贸导向转型.....	21
(二) 行业竞争格局：产能过剩导致整体集中度低，家具单品集中度较高.....	22
(三) 行业产业链：上游原材料供应充足，下游渠道龙头尚未出现.....	25
1. 产业链上游：木材加工供应稳定，制造中端议价能力稳定.....	25
2. 产业链下游：连锁家具零售渠道集中度较低，对中端议价能力相对有限.....	26
<b>四、中国家具行业未来发展：人口+房地产把控市场空间，产业资本主导行业集中度</b> .....	<b>28</b>
(一) 需求层面：地产销售领先家具制造，人口结构决定长期需求.....	28
1. 需求端：主力购房人群峰值已过，改善性需求主导未来.....	28
2. 需求端：人均消费水平相较发达国家差距较大，未来仍有提升空间.....	33
(二) 供给层面：横向整合与纵向发展同步推进，提升行业集中度.....	34
<b>五、配置建议</b> .....	<b>35</b>
(一) 美凯龙 (601828.SH)：智慧零售配合“自营+委管”双轮驱动的家具卖场龙头，予以“推荐评级”.....	35
(二) 欧派家居 (603833.SH)：产品矩阵与渠道优势明显的家居龙头企业，予以“推荐评级”.....	37
(三) 索菲亚 (002572.SZ)：多品类扩张的定制衣柜龙头企业，予以“推荐评级”.....	38
(四) 顾家家居 (603816.SH)：内贸外销齐头并进的软体家具龙头企业，予以“推荐评级”.....	40
<b>六、风险提示</b> .....	<b>42</b>

## 一、全球家具市场：多视角验证中美掌控世界家具制造主导权

### (一) 产值层面：全球产值规模持续增长，中美稳居前两位

自19世纪中叶开始，全球工业化革命带动家具制造实现机械化后，全球家具产值开始快速增长。发展至2002年，全球家具产值首次突破2000亿美元大关，并在此之后十年内持续攀升，截止2012年全球总产值已突破4500亿美元。尽管在此期间经历了2008年的全球经济危机，但由于家具制造业与房地产销售之间存在一定滞后关系，因此2010年全球家具产值才迎来下滑。金融危机过后的2011年-2014年期间，受全球货币宽松政策影响受经济危机，全球家具产值有所复苏，但在2015年受欧洲经济疲软再次迎来大幅下滑。近年来，全球家具产值伴随着全球经济不断复苏而逐步回暖，截止2018年已回升至4600亿美元。虽然IMF（国际货币基金组织）在继18年10月和今年1月两度下调世界经济增长预期后，再次下调0.1个百分点至3.2%，但其同样预计在2020年全球经济增长将回升至3.5%。另外，根据美国商务部统计数据，2019年1-7月美国新房销售套数较去年同期增长4%，尽管增速相较前期水平有所放缓，但需求增长态势依旧。基于此，我们认为未来几年内全球经济大概率会保持较为平稳发展，而全球家具总产值借此突破2014年创下的高点几率较大。

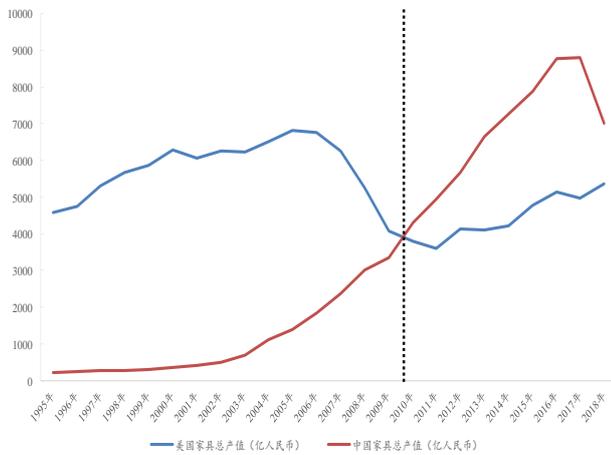
图 1：全球家具市场规模（亿美元）



资料来源：CSIL（意大利米兰工业研究中心），中国银河证券研究院整理

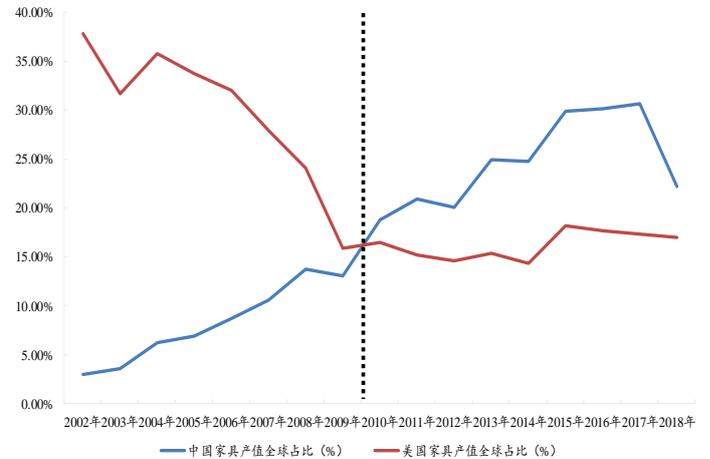
按国家划分，以2018年数据为例，中国和美国分别以1060亿美元和782亿美元，合计1840亿美元的产值占据全球40%的市场份额，分列全球家具产值前两把交椅。（数据见图4和图18）纵观历史，中国的家具制造产业发展的可谓极其迅猛，从2002年仅占全球家具生产总值的3%，攀升至2010年超越美国成为世界第一大家具生产国，再到15-17年以30%左右的市场份额稳居世界第一大家具生产国，尽管2018年受到供给侧结构性改革以及去杠杆政策影响市场份额出现较大幅度下滑，但依旧稳居第一。我们预期未来较长时间内中国仍将保持核心家具生产国的地位。

图 2：中美两国家具总产值对比（亿元人民币）



资料来源：美国商务部，美国经济分析局，国家统计局，中国银河证券研究院整理  
注：美国家具产值按照历年期末汇率换算

图 3：中美两国家具产值全球占比情况（%）



资料来源：美国商务部，美国经济分析局，国家统计局，中国银河证券研究院整理

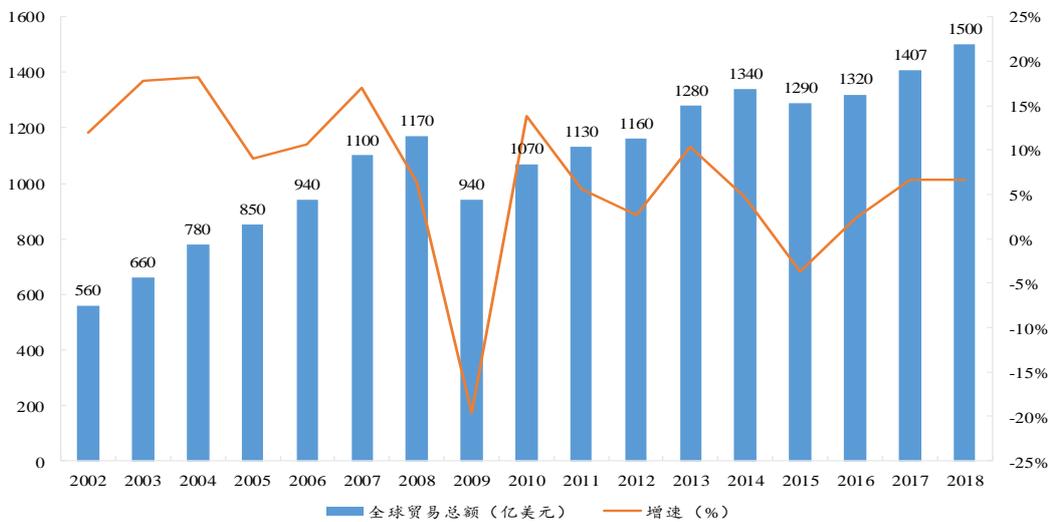
## （二）贸易层面：贸易总额保持稳定，美中分别掌控进出口核心地位

在全球家具制造分工层面上，发达国家与发展中国家肩负着不同的任务。发达国家的家具工业起步早且制造工艺早已成熟，并且通过长时间的积累在设计与技术层面具有一定优势，因此在面对人力与资源成本不断抬升情况下，为了保证一定的资源利用率，主动将经济附加值相对较低的制造环节向发展中国家转移。与此同时，发展中国家由于经济增速正处于快速增长阶段，人力与资源成本较低，适宜发展相对低端的制造业，因此在从发达国家引入了生产制造技术后，产能得到迅速抬升。在此背景下，结合发达国家国内家具需求相对稳定的现状，发达国家逐渐完成了从家具净出口国转向家具净进口国的身份转换，与此同时也完成了从输出产品到输出设计理念的转型。

### 1. 总量视角：中美分占全球家具贸易出口与进口第一大国

从贸易数据上看，全球家具贸易发展已趋于平稳，各国之间的分工也已相对固定。2002年至2008年，全球家具贸易总额从560亿美元快速增长至1170亿美元，期间CAGR高达13.07%。但是，由于2008年发生的全球金融危机导致全球家具市场需求受挫，因此2009年全球家具贸易总额大幅下滑至940亿美元，同比下滑19.66%。在金融危机过后，伴随着各国政府接连出台相应政策刺激经济回暖，全球家具贸易总额也逐步回升至危机前的水平。但是，自危机后全球家具贸易总额的同比增速就处于不断下行的通道内。截止2018年，全球贸易总额达1500亿美元，但2008-2018年CAGR仅为2.52%，较前一阶段的双位数增长而言，降速明显。随着未来全球经济继续维持温和增长的趋势，我们认为全球家具贸易总额将维持较为稳定的个位数增长。

图 4：全球家具贸易总额（亿美元）



资料来源：CSIL, 中国银河证券研究院整理

具体拆分国家来看，截止 2018 年，中国以 542.70 亿美元的出口总额继续稳居全球家具第一大出口国家，而根据测算美国是以 267 亿美元的进口总额位居全球家具第一大进口国。值得注意的是，美国每年进口家具中接近 55% 的家具产自中国。从净进出口数据来看，中国在占据全球家具出口第一大国的同时，2018 年的进口额仅有 32 亿美元，因此 2018 年中国实现净出口额 509 亿美元，而美国则是在 2018 年实现 219 亿美元的净进口额，霸占全球第一大家具净进口国的位置。

表 1：2018 年全球家具主要国家出口贸易额

国家	出口贸易额 (亿美元)	全球占比	第一大出口国家	第一大出口/总产值	进口贸易额 (亿美元)	净出口贸易额 (亿美元)
中国	542.70	36%	美国	25%	32.59	509.48
德国	178.82	12%	法国	13%	207.94	-29.12
波兰	120.43	8%	德国	37%	9.13	111.3
意大利	116.02	8%	法国	15%	24.75	91.27
其他	546.79	35%				

资料来源：CEIC 数据库，波兰家具制造商协会，中国银河证券研究院整理

表 2：2018 年全球家具主要国家进口贸易额

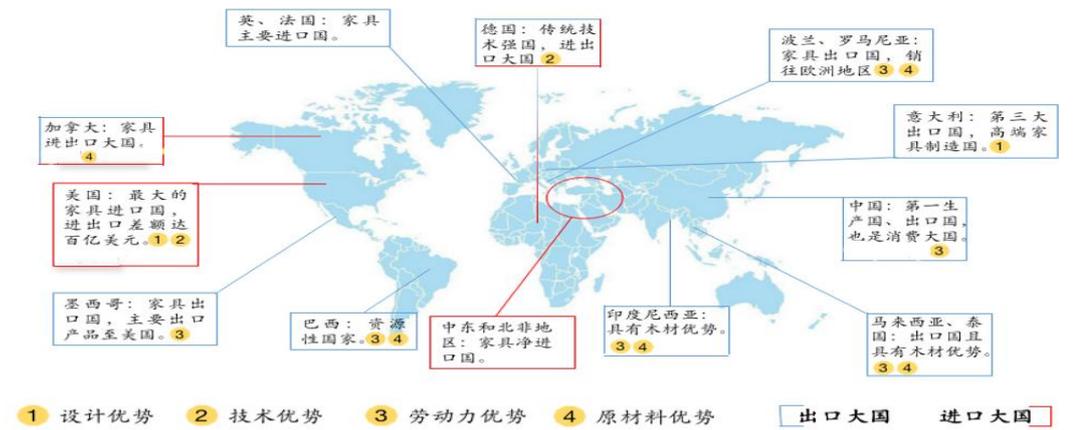
国家	进口贸易额 (亿美元)	全球占比	第一大进口国	第一大进口/总进口	出口贸易额 (亿美元)	净进口贸易额 (亿美元)
美国	267.00	17.80%	中国	55%	48.02	218.98
德国	207.59	13.84%	波兰	24%	177.05	30.54
英国	79.28	5.29%	中国	53%	16.46	62.82
日本	70.50	4.70%	中国	59%	10.40	60.10
加拿大	68.51	4.57%	中国	42%	54.67	13.84

资料来源：CEIC 数据库，中国银河证券研究院整理

注：考虑到各个国家统计家具出口额时所包含商品项目不同，以上统计的进出口额数据与实际情况存在偏差。

结合全球贸易数据与之前的全球产值数据来看，我们能够推断出中国家具制造企业不仅能够满足国内需求，还能够向世界各国尤其是美国，输出大量的家具制品。因此，在家具制造领域，中国毫无疑问是世界第一大国。虽然美国在家具总产值方面紧随中国之后，但是在国际贸易市场中，美国处于净进口状态而中国则是净出口。基于此，我们可以得出美国本土家具制造企业难以满足美国居民需求，故而使得美国坐拥全球第二大产值国身份的情况下成为了世界第一大家具进口国，这也从侧面反映出美国居民消费的旺盛程度。

图 5：全球家具市场格局



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院整理

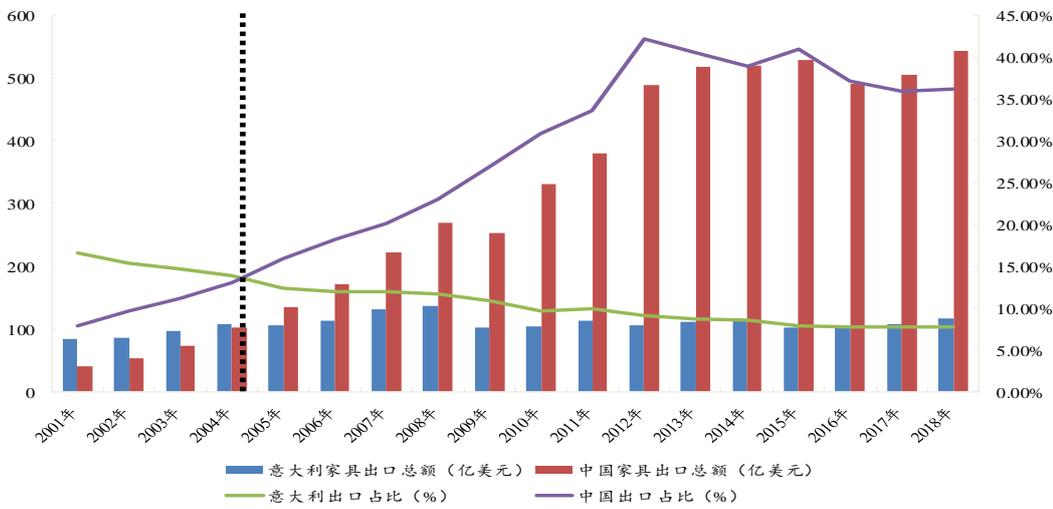
## 2. 品牌视角：欧美引领家具工艺与理念，缔造高端制造与高档品牌

全球家具贸易总额仅能简单地反映出一个国家家具行业的整体产能多少，但对于像家具这样具备高单价、低复购率特点的轻工消费品而言，家具品牌的强弱在一定程度上也能决定各个国家在国际贸易市场中的地位。

从生产技术端来看，德国作为世界工业制造技术最领先的国家、西欧地区最大的家具生产国以及世界第二大家具出口国对整个欧洲的家具工业发展颇有影响，尤其是在木工机械业领域。目前，德国共拥有近 400 家木工机械厂专注于生产高技术层次、高质量水平的大型系统化的木工机械设备，制造工艺领先于意、日、台湾和美国等国家。

从品牌角度来看，全球高端家具品牌主要集中在欧美地区。依靠着中世纪文艺复兴时期留下的艺术底蕴与在国家支持和保护下得以保留的传统手工业，意大利家具制造企业在高档家具领域有着得天独厚的优势，而意大利的家具品牌制造商也确实依靠着这些优势在过去近百年的时间里以做工精细、造型优美、实用美观而举世闻名，其生产的高端家具主要销往欧美、中东、北非地区等富裕人群较为密集的地区供当地富裕阶层或社会名仕使用。在 2005 年前，意大利的家具出口总额一度位列全球第一，但在 2005 年被中国超越后排名便开始出现下滑，逐渐被德国和波兰等国家超越。然而，失去出口第一国的宝座并不影响意大利在全球家具市场中的重要地位，因为其依然是全球高档家具最主要的生产国，占据奢饰品家具贸易市场。

图 6: 中国和意大利家具出口总额与占比比较 (亿美元)



资料来源: CEIC, 海关总署, 中国银河证券研究院整理

至于美国, 在工业化刚刚兴起的 19 世纪中叶, 尽管当时家具制造已经能够实现一定程度上的工业化, 但是传统的手工家具仍是主流产品。并且, 当时美国吸引了大量欧洲移民进驻, 这批移民将欧洲当时较为领先的家具设计理念与风格引入美国市场, 结合当时美国国内消费者仍处于经济发展期, 每个人偏好的风格各异, 因此, 在此期间成就了美式家具兼容并蓄的独特设计风格, 流传至今的美式家具依旧属于世界 9 大家具风格之一。

表 3: 世界九大主流家具风格

类别	特点
中式家具	以珍贵木材为主, 常见的有以雕刻、几何形体、体型为主的明式家具。
美式家具	主张自有和随意的生活方式, 质朴且尊贵, 舒适且自在。
法式家具	注意手工雕刻和复古风格, 在颜色上以白米色、黄色居多。
韩式田园家具	以花卉图案和象牙白为主, 外形精致且实用。
英式家具	注重实用性的同时以美观优雅为主, 外形上多体现质朴的感觉
欧式家具	注重手工雕刻, 轮廓和转折, 并用镀金进行装饰, 给人华贵优雅的感觉。
新古典家具	将古典家具改良后, 摒弃了复杂太过复杂的装饰, 但依旧保留了古色古香的感觉。
地中海家具	家具色彩丰富, 凸显出自由而大胆的色彩样式。
新中式家具	相较于中式家具而言, 更加符合现代人的审美观, 简化了繁杂的制造工艺。

资料来源: 中华衣柜网, 中国银河证券研究院整理

但是, 在经历过 20 世界 30 年代的经济危机后, 美国居民的消费观念开始向实用与设计简洁转变, 并且伴随着工业化的不断进步, 工业化生产技术与产能也在不断提升, 而这加快了工业化机械制造家具取代传统手工制造家具的进程, 导致美国高端家具品牌制造商在高档家具品牌的比拼中落后于意大利。

综合制造工艺与品牌两方面来看, 西欧可谓是全球高档家具制造设备与高端家具品牌的缔造地, 而美国尽管在工业化进程中失去了许多高端品牌, 但其在辉煌时代所创造的诸多设计风格, 至今仍影响着当代家具的发展。

**表 4：部分全球高端家具品牌**

品牌	国籍	核心产品	创立年代
CaliaItalia (卡利亚)	意大利	高端整体不锈钢橱柜	1965 年
BakeChowhound (贝克)	美国	全屋定制, 包括起居室、书房、卧室使用的家具、灯具	1891 年
CARPANELLI (卡帕奈利)	意大利	国际高端定制实木家具, 包括床具桌椅、灯具等	1919 年
Cappellini (卡佩里尼)	意大利	全屋家具, 包括时尚创意沙发、桌椅、床具等	1946 年
Fratelli Allievi (阿列维)	意大利	全屋家具与灯具, 以善用稀有木材辅以精美的手工雕刻著称	1913 年
Baxter (百特)	意大利	具有独特风格的真皮沙发	1989 年
Rossignoli (罗西罗利)	意大利	全屋实木家具, 曾为皇室打造家具	1963 年
Bizzotto (比佐迪)	意大利	将古典和现代相结合的全屋定制家具品牌	1960 年
Poliform	意大利	以衣柜为主的, 辅以沙发座椅, 桌椅等	1942 年
Marzorati (玛佐拉蒂)	意大利	主打衣柜和床具, 以善用稀有木材和独特的描金手法著称	1960 年

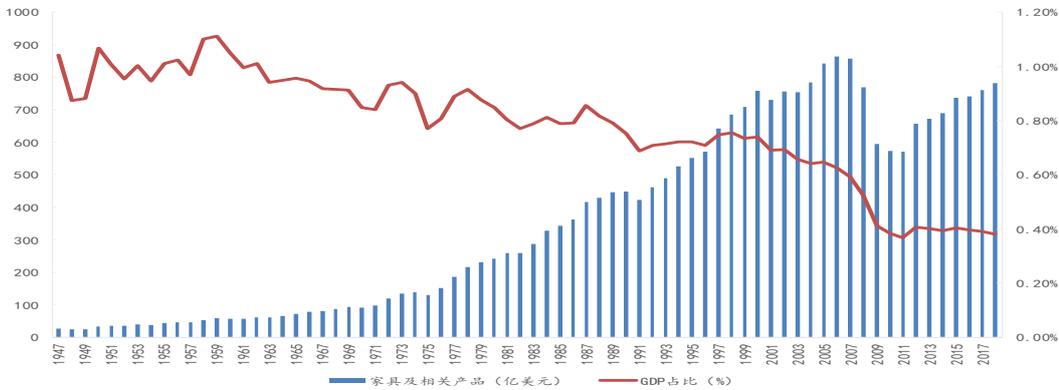
资料来源：梅蒂奇家居官网，中国银河证券研究院整理

## 二、美国家具行业现状：发展平稳的成熟市场，行业集中度高

### (一) 行业发展历程：产业转移配合法规政策，行业迈入成熟阶段

世界现代家具业的发展始于 18 世纪初至 19 世纪之间爆发的工业革命，而美国家具市场也正是自 1830 年从手工制作时代迈入了工业化时代，但由于家具的功能性在此时期尚未获得足够重视且工业化制造工艺有所欠缺等原因，工业化批量生产的家具并未迅速崛起。然而，这一现象在 1915 年-1945 年期间，伴随着美国居民对家具材料、性能等因素的重新审视以及对功能性与结构单纯化的重视出现改观。建立在此基础上，美国政府在 1930 年为提振国内经济而出台的进口商品高关税法案进一步加快了美国现代化家具行业的发展，这也标志着美国现代化家具制造在这一时期正式拉开帷幕。在经历了近百年的发展后，美国家具行业已经从 1947 年总产值仅为 26 亿美元的水平发展至 2018 年的 782 亿美元稳居世界第二大家具产值国。然而，美国家具制造企业在美国经济中的重要性也随着美国经济转向以科技创新和金融双轮驱动而日渐削弱，从 1947 年占 GDP 总量的 1.04% 回落至 2018 年的 0.38%。尽管未来几年内，美国家具行业总产值有望在倡导回归制造业的口号声中继续攀升并一举超过金融危机前创下的 856 亿美元的高点，但其在经济中的重要性必然是趋于弱化。

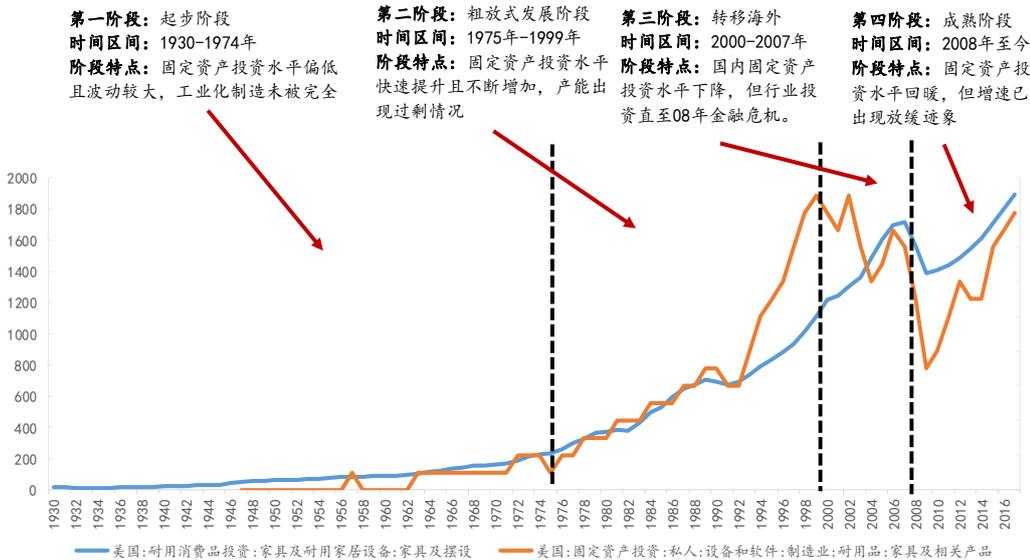
图 7: 美国家具总产值与 GDP 占比 (亿美元)



资料来源: 美国商务部, 美国经济分析局, 中国银河证券研究院整理

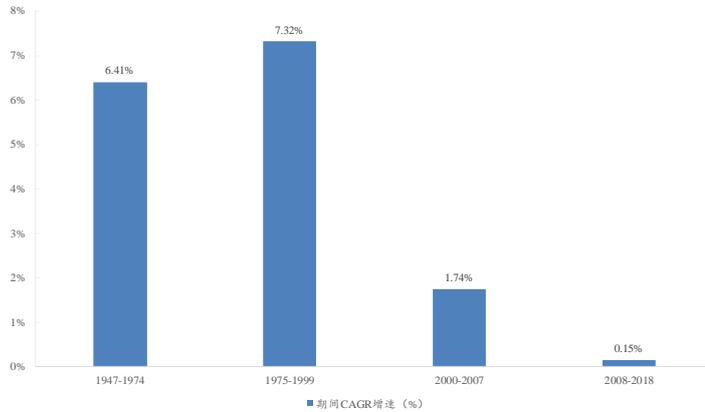
依据固定资产投资总额作为核心指标, 我们将美国家具制造行业划分为四个阶段: 1) 起步阶段 (1930-1974); 2) 粗放式发展阶段 (1975-1999); 3) 海外转移阶段 (2000-2007); 4) 成熟阶段 (2008 至今)。

图 8: 美国家具 1930 年至 2017 年固定资产投资总额 (亿美元)



资料来源: 美国商务部, 美国经济分析局, 中国银河证券研究院整理

图 9：美国家具行业各阶段总产值 CAGR 增速 (%)



资料来源：美国商务部，美国经济分析局，中国银河证券研究院整理

### 1. 宏观层面特点：宏观周期性明显，内部需求趋于稳定，供给严重依赖进口

从宏观视角入手，我们可以看出美国家具的发展增速与各阶段相应的宏观经济走势大致相同。从供给端出发，伴随着美国经济不断向高附加值行业转移，家具行业在 GDP 中的占比逐步走低，从而通过客观数据证明未来美国经济未来大力发展家具制造业的可能性较低，因此预计未来美国家具行业总产值增长将趋于平缓甚至可能出现萎缩。从需求端出发，伴随着美国居民人均可支配收入的提升与对于家具消费方面的关注度逐渐降低，美国居民在家具方面的支出占比已经由 1967 年的 2.08% 不断下降至 2018 年的 0.9%，并且这一占比已经维持在 0.9% 左右长达 10 年时间，预计未来居民在家具方面的支出占比出现大幅波动的可能性较低。在国内需求较为稳定的情况下，截止 2018 年底，美国家具总产值为 782 亿美元，仅次于中国位列全球第二，但与此同时，美国 2018 年的家具净进口额高达 219 亿美元，稳居家具净进口国第一的位置。因此，未来为了满足美国国内居民较为稳定的需求，仅依靠缓慢增长甚至可能再度出现萎缩的国内家具供给远是远不够的，而这就意味着美国对其他国家制造的家具，尤其是中国的家具制造行业的依赖程度大概率会维持现状甚至可能会进一步加深。

表 5：美国家具行业各阶段内经济状况汇总表

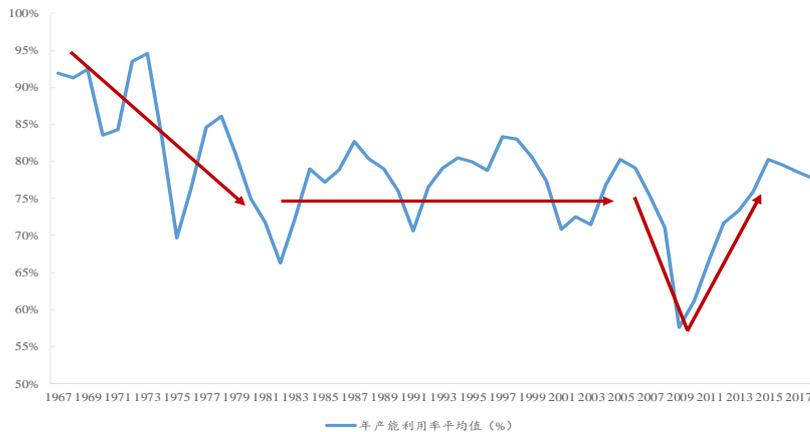
阶段	1930-1974 起步阶段	1975-1999 粗放式发展阶段	2000-2007 海外转移阶段	2008 年以后 成熟阶段
人均 GDP(美元)	740→5246	5246→23901	36419→47987	48330→62641
人均可支配收入(美元)	609→5146	5657→24666	26262→34855	35906→47404
人均 GDP 年平均增长率	3.76%	6.52%	4.02%	2.63%
人口数量(亿)	1.23→2.14	2.16→2.79	2.82→3.02	3.05→3.27
家具和家用设备生产总值增长率	6.41%	7.32%	1.74%	0.15%
家具和家用设备生产总值占国内总值比重均值	0.97%	0.78%	0.66%	0.41%
家具支出占人均总支出均值	2.1% (1967-1975)	1.5%	1.3%	0.9%

资料来源：美国商务部，美国经济分析局，中国银河证券研究院整理

## 2. 行业层面特点：产能转移解决产能过剩问题，利用率难回顶峰

从产能利用率角度切入，结合 1967 年-1974 年的产能利用率维持在 83%-95% 的高位区间震荡和尚处于起步阶段的美国家具制造设备的固定资产投资总额处于较低水平以及家具总产值增速区间并未出现上抬三大事实推断得出，1930 年-1975 年期间美国家具制造行业尚未出现产能过剩的问题。然而，到了粗放式发展阶段，我们可以明显看出在经历了 1973 年-1975 年的经济危机后，美国家具制造企业的整体产能利用率震荡区间下行至 69%-76%，相较前期 83%-95% 的区间降幅明显。而在此阶段内，由于资本的介入，美国家具制造设备固定资产投资总额呈现出加速增长的态势，并推动美国家具总产值增速的波动区间上移，但是这一阶段的竞争激烈，价格战频发。尽管，资本家在介入行业后尝试通过兼并收购进行行业整合提高行业集中度，但收效甚微，因此该阶段内的美国家具行业出现了明显的产能过剩问题。在此之后的第三阶段，美国家具行业自 2000 年以来出现产能利用率逐渐回升，与此同时家具制造设备的固定资产投资总额出现了明显下滑，但是总产值仍保持向上趋势，这一现象证明大部分美国家具制造企业将部分产能转移至各项成本更为低廉的发展中国家，使得留在美国境内家具企业的固定资产投资总额持续下滑，因此在这一阶段美国家具行业迎来了产能利用率和总产值的同步提升，实现了去产能的任务。在经历 08 年的全球金融危机后，美国家具行业逐步发展成熟。在此阶段，美国家具制造企业的产能利用率先是在经济危机时出现断崖式下跌，然后逐渐回暖，并且伴随着产能利用率回升的是家具制造业固定资产投资总额与家具总产值。尽管，近年来美国倡导回归制造业，但是发展中国家的产能过剩问题将抑制美国家具制造业重回高负荷运转的可能性，因此预计未来几年内美国家具制造行业存在将保持在前一阶段的产能利用率区间内震荡。

图 10：美国家具 1967 年至 2017 年产能利用率 (%)



资料来源：美国商务部，美国经济分析局，中国银河证券研究院整理

## 3. 政策层面特点：监管力度整体宽泛，积极引导产能回归

从法规与政策角度入手，美国家具行业在起步阶段由于尚未在广大民众中流行，并且在经济与贸易中的地位也并不明显，因此并未受到过多具有针对性的监管限制。这一政策与法规的“空白期”持续到了 1969 年，当年美国环保局出台了《国家环境政策法》。在这一法规中对家具制造业的生产制造过程进行了一定程度的规范，同时也起到了加强家具制造企业对环境造成污染的监管力度。在此之后，美国家具行业正式步入粗放式发展期，在这一阶段内美国政府相继于 1972 年和 1993 年出台《消费品安全法》并修订了《美国知识产权法》，一方面保障了消费者在购买各类商品包括家具时的利益，另一方面明确了家具制造企业在设计环节涉及到的知识产权保护问题，加强了对家具设计的保护，从而在一定程度上避免了粗放式发展时期美国消费者与制造商之间的利益冲突，利于行业良性发展。在 2001 年中国宣布成功入世后，美国家具行业开始加快了自身向海外市场转移产能的步伐，而美国政府对此并未

施以严厉的监管措施。在 2008 年全球金融危机后，美国为了加快从危机中复苏开始倡导重振制造业，并于 2009 年和 2016 年先后出台政策与框架引导前期将产能布局在美国之外的制造业回归美国本土，以此增加就业，提振经济。与此同时，这一政策对尚未将产能转移至海外的美国家具企业而言产生了一定的助推作用。综合来看，美国家具制造行业面临的政策主要还是集中在从全局角度出发建立对消费者保护以及对知识产权保护方面，并未出台任何具有针对性的政策约束或积极推动家具行业发展。从目前美国在上述两个领域内的法律法规已基本完备，并且美国家具制造产业与产能大多已经转移至发展中国家的情况来看，未来美国政府推出政策约束行业发展的可能性相对较低，但可能还会出台相应框架倡导海外产能回归本土。

**表 6：美国政府家居相关法律、标准汇总**

时间	部门	政策、标准名称	对行业产生的影响
1914 年	联邦贸易委员会	联邦贸易委员会法	该法确保国家市场行为具有竞争性，且繁荣、高效地发展，不受不合理的约束。
1969 年	环保局	《国家环境政策法》	该法规定了家具制造业的生产过程，加强了对于环境的监管。
1972 年	消费品安全委员会	《消费品安全法》	帮助消费者评估比较消费品的安全性，为消费品制定统一的安全标准。
1993 年	专利商标局	《美国知识产权法》修订	维护家居行业知识产权合法权益，提升知识产权保护意识。
2009 年	总统执行办公室	《重振美国制造业框架》	通过财政支持、引导投资、税收减免、提高劳动者素质等方式，支持制造业发展，将制造业确定为美国核心产业。
2016 年	商务部	《美国国家制造创新网络战略计划》	打造国家制造业创新网络，在主要领域创建制造业创新中心，推动技术创新和成果转化。

资料来源：美国商务部，美国环保局，美国联邦贸易委员会，中国银河证券研究院整理

## （二）行业竞争格局：市场整体集中度存在瓶颈，家具单品龙头企业频现

历经近百年的发展，美国家具市场已经步入相对成熟阶段，整体市场的集中度较高。截止 2017 年美国家具行业 CR5 达到 20%，CR10 达到 31.1%，CR25 达到 46.1%。这一水平相较于 2015 年就已经实现的 CR5 19.10% 的水平而言变化不大。从龙头公司来看，美国本土家具制造企业 Ashley Homestore 在 2015 年就以 4.78% 的市场份额牢牢占据美国家具制造行业销售额第一的位置，并且在 2018 年 Ashley Homestore 进一步将其自身的市场份额提升至 6.53%，但这依旧没有对其竞争对手形成压倒性优势。

**表 7：2017 年美国家具制造龙头企业**

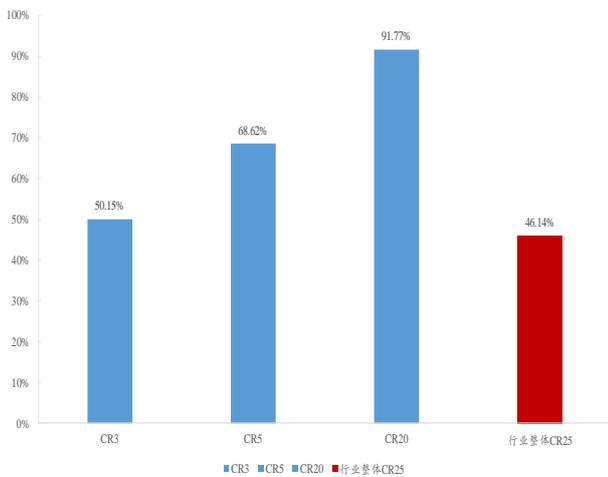
No.	企业名称	主营产品	销售额（亿美元）	市占率（%）
1	Ashley Homestore	全屋定制，包括沙发、床具、桌椅、储物柜等	49.7	6.5%
2	Steelcase Inc.	全球第一大办公家具制造商，包括 Steelcase、Turnstone 和 Coalesse 三大子品牌	30.3	4.0%
3	Andersen Corp.	全球门窗制造厂商	25.0	3.3%
4	Master Brand Cabinets	定制橱柜与以及各类储藏柜	24.5	3.2%
5	Jeld-Wen Inc.	全球门窗制造厂商，19 个国家 111 家工厂	23.0	3.0%

6	Herman Miller	全球办公家具制造商，主要包括办公室、 教育机构和住宅使用的家具	22.8	3.0%
7	Haworth Inc.	办公家具，包括可移动隔断、座椅等	19.4	2.5%
8	HNI Corp.	办公室家具和壁炉两大产品	16.4	2.2%
9	Masonite International Corp	门窗制造商，全球超过 50 座工厂和仓储 设施	13.0	1.7%
10	Laz-Boy	功能沙发，皮制沙发	12.9	1.7%
	<b>CR5</b>		<b>152.5</b>	<b>20.0%</b>
	<b>CR10</b>		<b>237.0</b>	<b>31.1%</b>
	<b>CR25</b>		<b>351.1</b>	<b>46.1%</b>

资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

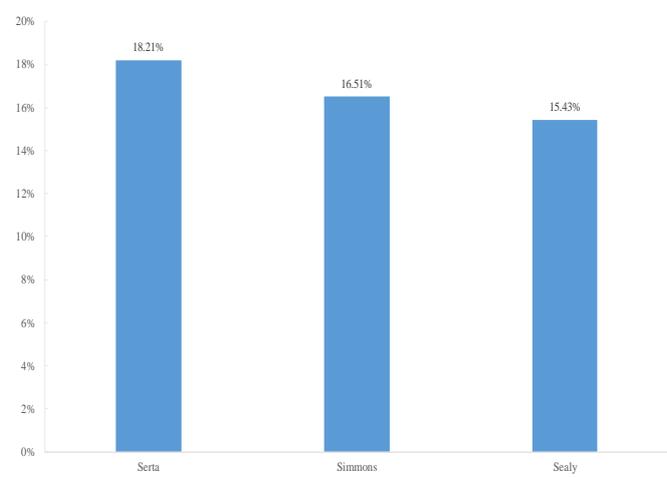
从各细分品类的角度来看，美国部分家具单品市场已出现多寡头垄断的状况。以其中集中度最高的床垫行业为例，截止2018年，美国的床垫制造企业CR3达到50.15%，CR5达到68.62%，CR20达到91.77%。其中龙头企业有三家，分别占床垫市场份额的18.21%/16.51%/15.43%，三者之间的差距并不大，这点于整体家具行业的格局相似，但是床垫行业的集中度显著高于家具行业整体的集中度。

图 11: 2018 年美国家具制造行业市场集中度情况 (%)



资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2018 年美国床垫制造行业前三大龙头企业市占率 (%)



资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

通过美国家具制造行业细分市场集中度高于行业整体集中度的现象，我们总结得出以下两大特点：

1) 尽管家具细分单品市场的规模可能较小，但是对于企业而言专注于制造某一个家具单品更容易利用自身的专业性打造特色产品获取品牌认知度，从而成为所处市场的龙头企业。

2) 对于形成产品矩阵的家具制造企业而言，在各个细分家具单品市场中都会遭受来自该市场中龙头企业的挤压。尽管家具制造企业能够通过丰富自身的产品矩阵为下游家具零售商与消费者提供一站式采购与购买的体验，实现销售规模的提升，但受限于在细分单品市场难以打破现有龙头的垄断，因此较难形成强大的品牌认知度，从而确立压倒性的领先优势。

未来在消费观念不发生巨大改变以及行业内部不出现龙头企业相互吞并整合的情况下，我们相信单一家具品类龙头制造商与产品矩阵齐全的家具制造商将继续维系相互制衡的关系。

### （三）行业产业链：上游原材料依赖进口，下游龙头把控话语权

首先，美国家具制造企业主要可以分为木质家具制造企业、金属家具制造企业两类，而对于这两类家具制造企业来说，最主要的原材料便是木材和钢材以及铜管等金属部件。从美国主要进口的家具品类来看，木制家具是美国居民消费的主要家具类别，截止 2018 年木制家具制品占美国 2018 年家具进口十大品类的 82.72%，十大品类占美国家具进口总额的 88.40%。基于此，我们推测美国家具制造企业主要是以生产木制家具为主，因此，美国木制家具制造企业对上游的木制品加工制品与最上游的原木供给的议价能力便显得至关重要。

表 8：美国进口家具十大品类

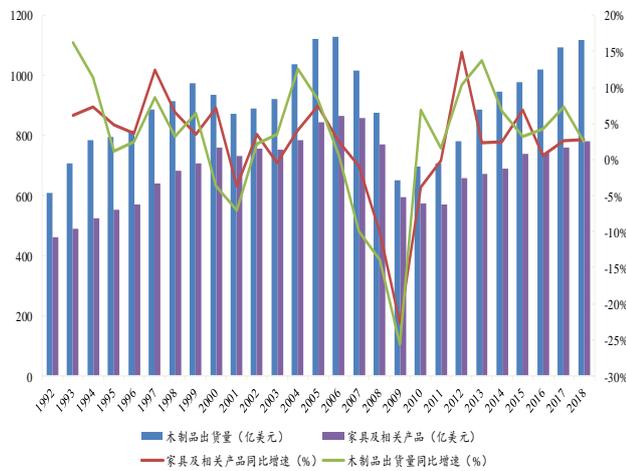
单位：亿美元	2017 年	2018 年
杂木家具	51.65	55.70
木架软垫座椅	31.09	33.06
木架软垫扶手椅	24.10	28.39
木制卧室家具	21.92	22.62
木制厨房家具	17.51	20.79
金属架软垫座椅	13.81	14.18
带布垫金属户外座椅	12.85	14.17
木制床	13.44	13.79
其他材质家具	7.94	9.60
木制餐厅家具	6.90	7.35
<b>木制家具/十大品类</b>	<b>82.80%</b>	<b>82.72%</b>
<b>进口总额</b>	<b>246.91</b>	<b>248.46</b>
<b>十大品类/进口总额</b>	<b>81.49%</b>	<b>88.40%</b>

资料来源：Furniture Today，中国银河证券研究院整理

#### 1. 产业链上游：软木供给受全球供需影响，议价能力较弱

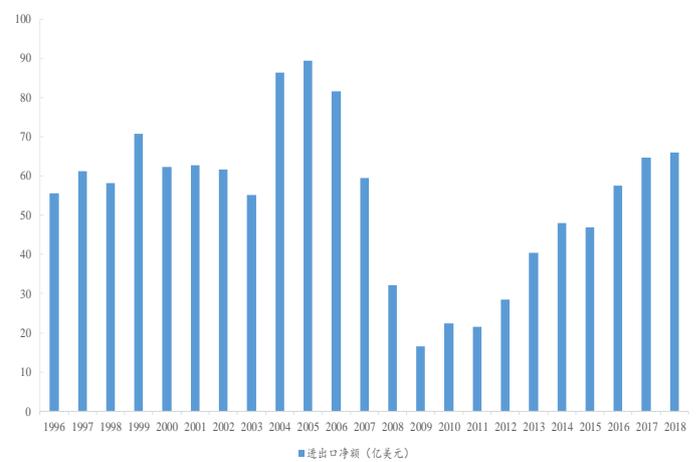
对于木质家具制造企业，其主要的原材料主要是木材加工制品，从美国的木材加工企业的出货量来看，该指标始终高于家具及相关产品的出货量，并与家具及相关产品的产值呈现同周期波动趋势，基于此我们可以推断美国木制品出货量确实与美国家具制造企业高度相关，进一步证明了木材加工制品为美国家具制造企业的核心原材料。单看出货量的话，美国家具制造企业产值远低于木制品出货量，而家具出厂后的价值理应高于木制品价值。因此，基于二者之间上游出货价值与中游制造产值之间的背离，我们可以判断家具制造企业并非木制品加工企业的主要需求方，因此难以形成对上游的议价能力。具体分析，因为美国建筑商在建造房屋时常采用木质结构，所以美国木制品的主要需求方是来自于负责住宅修缮与建造的建筑商。进一步向上探究，美国国内的林木资源多为阔叶林，即硬木品类，而硬木由于自身密度和硬度较高，导致其在被用于建造家具和房屋时容易出现开裂等问题。因此，美国的木制品制造商与美国家具制造商每年都需要从各国进口大量的软木及软木制品来满足家具生产以及居民对房地产的需求。截止 2018 年底，美国从全球各国共进口软木及木材 88 亿美元，出口 21.96 亿美元。

图 13: 美国木制品出货量及增速以及家具及相关产品对比



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

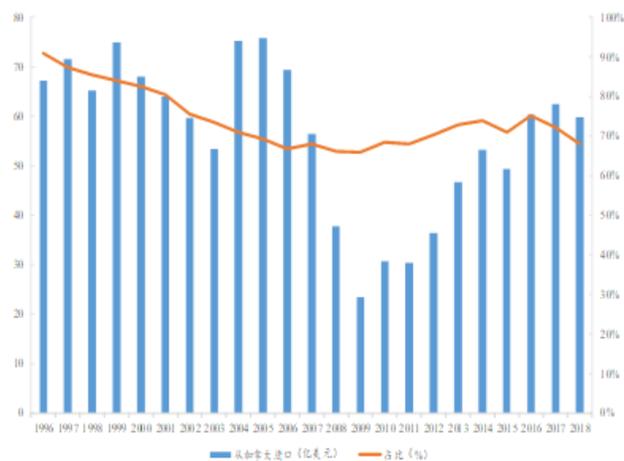
图 14: 美国近年来木材及软木进出口净额状况 (亿美元)



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

针对进口数据进一步拆分, 加拿大是美国第一大软木及木材进口国。自1996年有数据统计以来, 加拿大就是美国第一大软木及木材的提供商, 原产于加拿大的软木及木材产品占美国进口总额的比重高达90%左右, 但1996年起, 美国对加拿大的进口依赖度便呈现缓慢下降的态势。截止2018年, 原产于加拿大的软木及木材总额占美国进口总额的比重已经降低至69%, 但依然能给对美国的软木木材价格产生影响。从图16中我们能够清晰地看出美国自加拿大的软木进口额与美国木材PPI指数以及进口木材价格指数呈现同趋势波动, 这意味着三者之间关联紧密, 并且进一步证明了美国对加拿大出口的软木与木材的高度依赖性。

图 15: 产自加拿大的软木及木材总额及占比 (亿美元)



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

图 16: 木材PPI、进口木材价格指数与加拿大出口美国软木



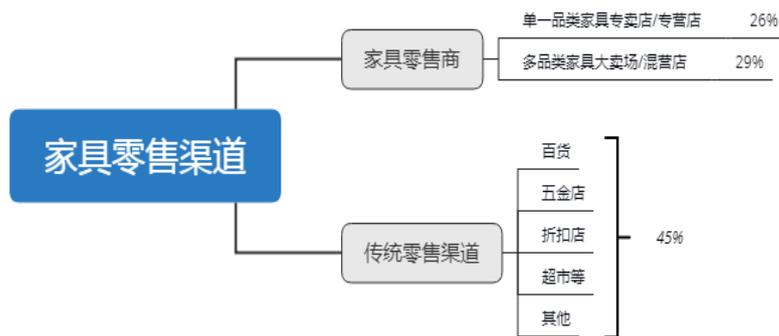
资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

考虑到美国家具制造企业并非美国木材与木制品的核心需求方, 美国家具制造企业对于上游木材加工企业的议价能力有限, 而木材加工企业受限于原材料进口来源过于单一的影响难以形成对其上游原材料价格的把控, 因此美国家具制造企业对于上游木材加工企业的议价能力难以提升。

## 2. 产业链下游：专业家具零售渠道占优，高集中度形成强议价能力

美国家具制造企业的下游零售端企业可以分为两类三种。第一大类是家具零售商，其中一种是家具品牌零售企业或专营店，即只出售单一品类的家具产品，类似于美国第一大床垫零售商 Matterss Firm。另一种是类似 Lowes 和 Home Depot 这样的全品类家具零售卖场，通过向各类中游制造企业批发采购，然后通过自营模式进行销售。第二大类则是诸多传统综合性零售渠道，例如百货、大卖场、电器店、五金店等。上述两大类渠道商中，目前仍以家具零售渠道为主，截止 2015 年，美国家具零售商占据 55% 的市场份额，而传统的综合类渠道占比为 45%。具体来看，家具零售商中专营店的占比略低于家具零售大卖场的占比，分别为 26%/29%。由于传统综合零售渠道内各细分渠道占比较小，因此未来家具零售渠道的发展方向仍将是专业家具零售商为主。参考美国其他传统零售业的发展历程，例如超市行业中的龙头企业沃尔玛和好市多，我们能够总结出美国居民对“一站式”的购物体验情有独钟，再结合美国最大的床垫零售商 Matterss Firm 曾于去年 8 月申请破产保护以缓解自身门店亏损带来的重压，我们认为在专业家具零售渠道内，具备产品矩阵优势的混营店会是更加符合美国居民的消费习惯的零售业态，而受限于品类较少难以满足美国居民一站式购物需求的专营店，尽管占据高坪效和专业性强等优势，未来发展前景不及混营店。

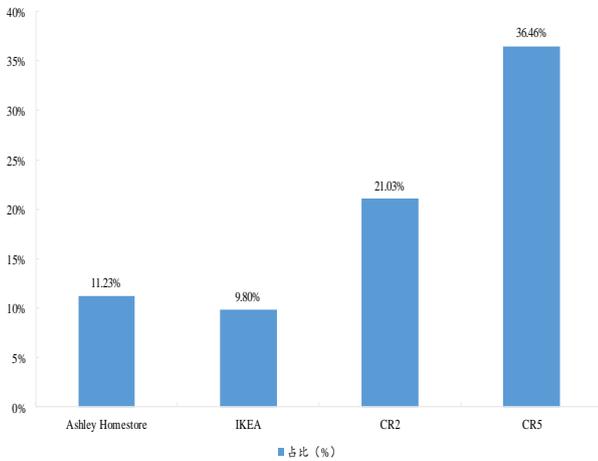
图 17：美国 2015 年家具零售渠道销售额占比情况



资料来源：Furniture Today，中国银河证券研究院整理

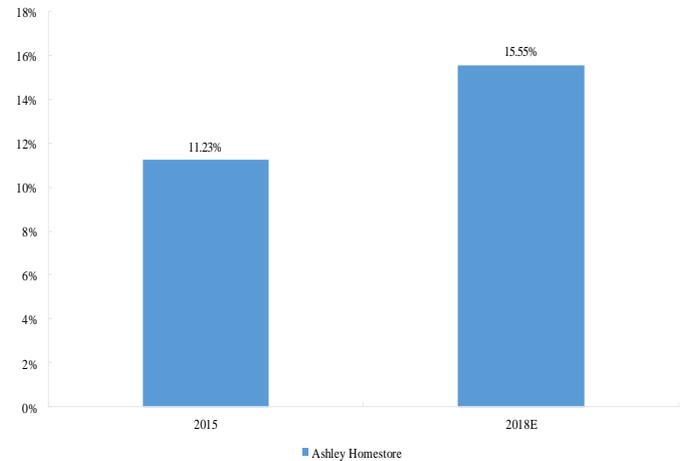
从各类细分渠道的集中度角度出发，由于传统零售渠道细分渠道种类繁多，因此对于家具制造企业难以形成有效地议价能力。至于专业家具零售企业，专营店模式由于只经营单一品类家具产品，因此相对容易形成高集中度的市场格局。例如，床垫龙头零售商 Matterss Firm 在床垫零售板块的市占率高达 25%。对于混营店模式，其中的龙头企业包括 Ashley Furniture Homestore 和 Ikea，其中近年来排名第一的全品类家具零售商 Ashley Furniture Homestore 于 2015 年实现 35.24 亿美元的销售额，占 2015 年混营店零售总额的 11.23%，排名第二的 IKEA 在 2015 年实现 30.74 亿元的销售额，占混营店零售总额的 9.80%，二者合计占比达 21.03%，CR5 占比达 36.46%。发展至 2018 年，Ashley Furniture Homestore 实现销售额 54.10 亿美元，如若混营店零售额占比按照 2015 年计算，则占混营店零售额比重上升至 15.55%，引领专业零售混营店业态的集中度进一步提升。在专业家具零售渠道占比上升与两大门店业态集中度逐年提升的背景下，我们认为美国中游制造企业将在未来或将承受更多来自下游零售渠道商的议价压力。

图 18: 2015 年美国专业家具零售混营店市场集中度情况



资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

图 19: Ashley Homestore 15/18 年占混营店零售额比重 (%)



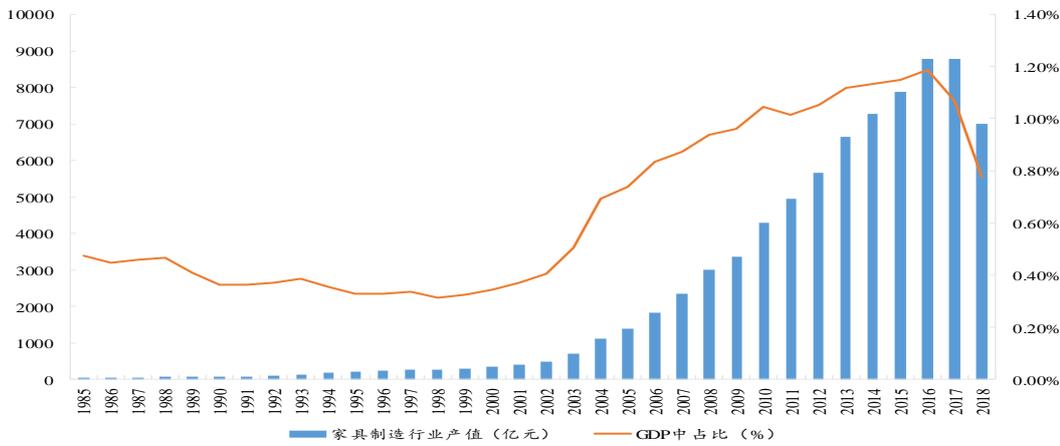
资料来源: Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

### 三、中国家具行业现状：内需放缓，外销平稳，亟须提升集中度

#### (一) 行业发展历程：规模增速大幅放缓，行业步入成长调整期

中国现代家具行业相较于世界其他国家而言起步较晚。尽管在民国时期便已经有部分外商在广州等地投产建厂,但当时仍以手工打造家具为主,工业化尚未普及至中国市场。建国后,我国居民很长时间内依旧未能享受到工业化革命对家具行业带来的便利。在上个世纪 70 年代左右,中国家具仍以传统的框式家具为主,即传统木制家具手工打造而成。自改革开放后,中国家具在从法国引入了较为先进的制造设备后开启了属于自己的家具工业化之旅。从 1985 年家具制造总产值 43.2 亿元人民币,占 GDP 比重仅为 0.5%,历经 30 余年的努力,发展至 2018 年 7011 亿元人民币的行业总产值,占 GDP 的比重上升至 0.8%,为 2010 年以来首次低于 1.0%。结合我国当下的经济形势正努力朝着企稳和转好方向发展的趋势,叠加全球经济处于仍处于温和增长的态势中,预计未来几年内我国家具行业总产值将在内需与外需共振的情况下打破 2017 年创下的 8787 亿元人民币的峰值。至于在 GDP 中的占比情况,短期来看家具制造行业在 GDP 中的比重值或将从低点回升至前期水平,但长期来看,随着我国已经开始进行经济转型,GDP 中家具制造业的占比终将逐步回落。

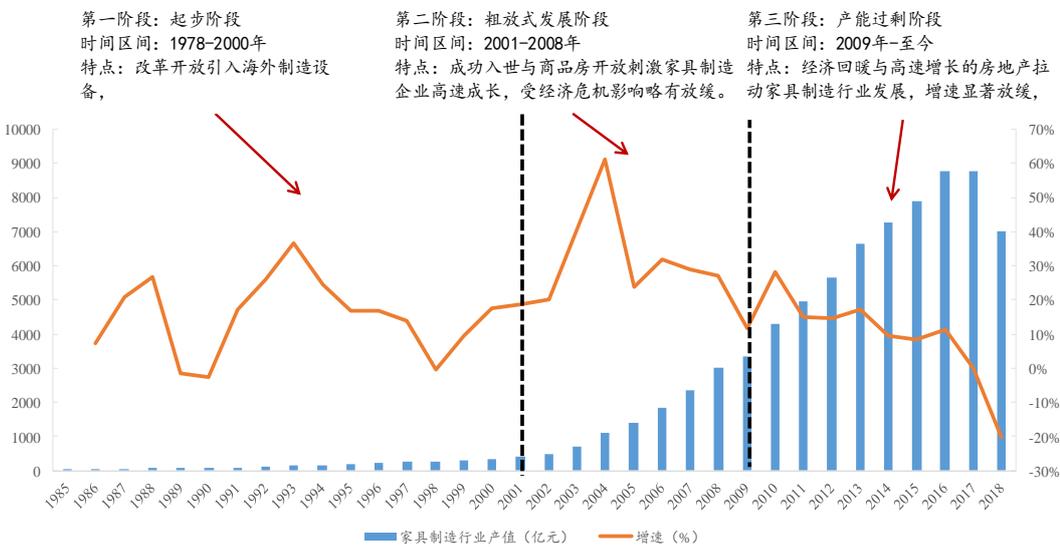
图 20: 中国家具改革开放至今行业总产值 (亿人民币)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

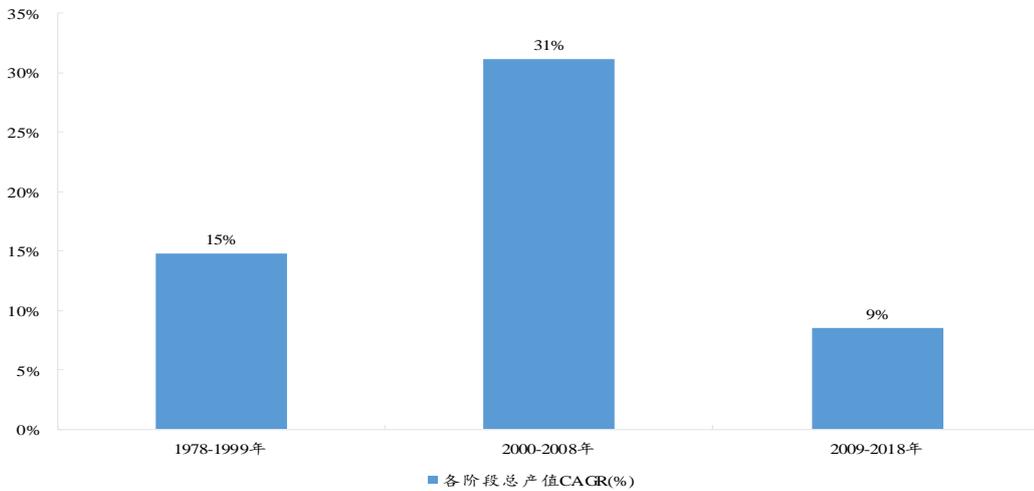
由于中国家具市场起步较晚但发展迅速, 并且中国家具制造企业的固定资产投资总额数据跨度较短, 因此我们决定依靠重点事件来对我国近 40 余年的现代家具发展史进行阶段划分, 包括以下三个阶段: 1) 起步阶段 (1978-2000 年); 2) 粗放式发展阶段 (2001 年-2008 年); 3) 产能过剩阶段 (2009 年至今)。

图 21: 中国家具改革开放至今行业总产值 (亿人民币)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 22：中国家具行业各阶段总产值 CAGR 增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

### 1. 宏观层面特点：宏观周期性尚不明显，供给经济地位较高，内外部需求稳定

从宏观角度切入，中国家具制造行业受宏观周期影响较弱，这一方面是由于起步较晚发展迅猛以至于短期的宏观经济波动不足以影响行业整体增速，另一方面是由于中国家具行业自 2001 年加入世贸以来出口占据了相当大一部分市场，因此中国经济出现波动时，全球贸易情况相对平稳，从而最终造成中国家具行业在粗放式发展阶段的增速显著优于同期 GDP 增速。

从供给端来看，中国家具制造行业在近 40 年的时间内在中国经济发展进程中占据了一席之地，家具生产总产值从最初占 GDP 0.4% 的水平发展至截止 2017 年 1.1% 的水平，尽管 2018 年下滑至 0.8%，但依旧足以证明在过去的数十年内中国的确是以外贸和制造为核心驱动力发展经济。然而，在 2000 年-2008 年区间，我国家具企业野蛮式发展过度，导致在金融危机过后需求继续攀升的同时，出现亏损企业大幅增加的现象，证明行业已经出现产能过剩问题。参照美国这样的发达经济体中的成熟市场发展历程，我国的家具制造业在人力与物力等资源的成本优势逐步弱化之后，或将开启产业升级周期，实现向海外转移生产职能的同时，依靠优秀的设计与超前的理念打造出高附加值的中高端家具产品。我们预期未来我国家具制造行业所拥有的经济地位势必将会逐步萎缩，但换来的将是家具制造企业设计能力与品牌影响力的提升。

从需求端来看，在起步阶段中国居民受限于自身经济实力与商品房政策尚未放开等因素并没有在家具这一类别上花费过多财力，起步阶段的人均家具消费支出占比为 0.4%。到了 2000 年-2008 年期间，中国居民在家具上的支出仅占其总支出平均为 0.1%，相较前段时期大幅降低的主要原因是由于这短时期内中国居民人均收入增速显著高于家具零售总额增速。在 08 年金融危机过后，国家出台多项刺激经济的政策引发居民对房地产的热捧，从而有效地拉动了居民在家具上的开支，人均家具消费支出占比一度在 2016 年触及 0.73% 的高点。然而，在 2018 年经济再度出现放缓迹象后，房地产销售放缓，引起居民对家具需求的疲软，导致 2018 年居民家具支出占比较 2017 年的 0.73% 下降 0.22 个百分点至 0.51%，**预计未来内部需求在房地产增速不出现明显回暖迹象前大概率会维持在低位。**与此同时，外部需求对于我国家具制造企业来说也是必不可少的组成部分。近年来，我国家具制造企业对外出口家具总额相较于国内需求而言相对稳定，2018 年我国家具对外出口总额为 543 亿美元，同比增长 7.6%，而家具制造业总产值同比下滑了 20.2%。但是，在面临着不断上升的人力与资源成本的背景下，中国家具制造企业的外部需求存在向东南亚及其他低成本地区转移的可能性。**从内需和外需两大方面出发，**

我们认为中国家具制造企业的内部需求保持低速增长，外部需求继续平稳发展，二者出现大幅提升的可能性较低。

表 9：中国家具行业各阶段内经济状况汇总表

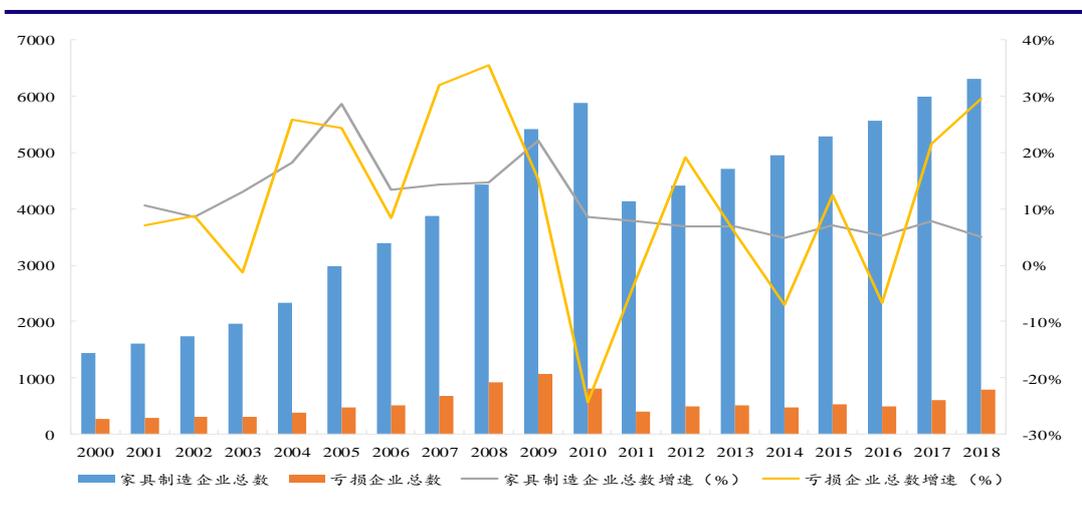
阶段	1978-1999 起步阶段	2000-2008 粗放式发展阶段	2009-至今 产能过剩阶段
人均 GDP (元/年)	385→7229	7942→24100	26180→64644
人均 GDP 年平均增长率	14.99%	14.88%	10.57%
人均可支配收入 (元/年)	247→904	904→3721	3721→20167
人口数量 (亿)	9.63→12.67	12.76→13.28	13.35→13.95
家具生产总值占国内总值比重均值 (%)	0.40%	0.70%	1.10%
家具工业总产值年平均增长率 (%)	14.84%	31.07%	8.54%
家具支出占人均总支出均值 (%)	0.4%	0.1%	0.6%

资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

## 2. 行业层面特点：亏损企业数量加速增长，新建固定资产投资增速放缓，供给过剩问题凸显

从家具制造企业总数出发，我国的家具制造企业总数自进入粗放式发展阶段后便持续加速增长。并且，在 1995 年至 2007 年，家具制造企业城镇新建固定资产投资完成额同比变化波动较大，证明在此期间家具供给大多时间处于饱和阶段，从而引发各大厂商加大投资力度，造成新增固定资产总额波动较大。这一状况在金融危机过后，前期家具制造企业数量加速增加可能造成的产能过剩问题受益于我国宏观逆周期调控的力度以及房地产销售的火热拉动并未立即出现。但是，金融危机过后，家具制造业的新建固定资产投资总额同比增速趋于稳定并出现稳中带降的趋势，结合近几年房地产销售受政府调控影响略显疲软，宏观经济增速已经出现减缓迹象以及家具制造亏损企业总数开始加速增加这三大现象，我们认为我国家具制造行业现在开始面临产能过剩的问题。目前，家具制造行业企业总数尚未出现下滑迹象，但是随着亏损企业的增多，未来家具制造企业总数将大概率出现负增长情况，而头部企业在此期间如若能通过加大产能布局匹配供给空缺或者通过横向整合优化供给格局，那么头部企业引领行业集中度提高的同时将迫使亏损企业加速退出行业，形成良性循环，借此缓解产能过剩问题。

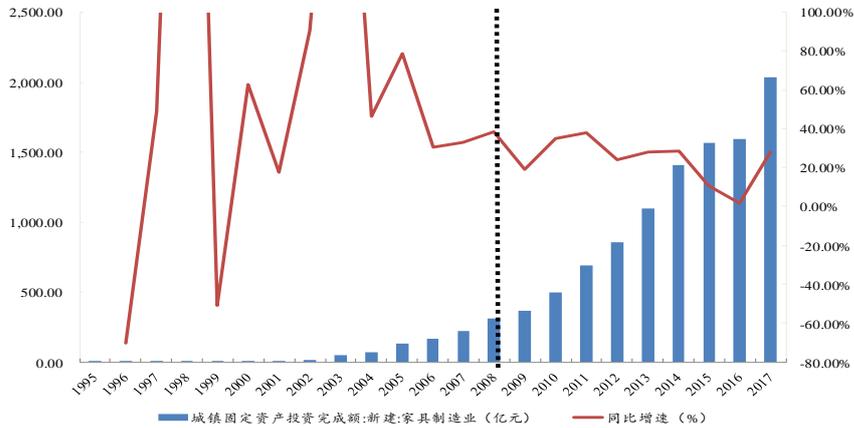
图 23：中国家具制造企业总数与亏损企业总数情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

注：2011年由于统计口径发生变化，故2011年较2010年的同比增速为估算值。

图 24：家具制造业城镇固定资产投资完成额及同比变化（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

注：1998年与2003年同比增速出现异常值现象，因此对上图右轴进行修正。

### 3. 政策层面特点：监管机制初步建立，推动设计与外贸导向转型

从政策方面出发，起步阶段内我国并未出台过多政策限制家具制造企业发展，并且由于家具制造生产环节中能够对环境造成污染的主要来自于油漆的使用以及打磨家具产生的木屑，而其中具有化学成分的油漆并不属于家具制造企业的业务范围，因此对环保政策对家具制造企业而言并不存在过多针对性的监管压力，但依旧会对使用油漆后的产品进行严格要求，保护消费者的利益。在步入粗放式发展阶段后，我国环境保护总局于2006年11月出台了《环境标志产品技术要求：家具》，这一要求的落脚点主要是明确了家具制造企业生产的产品需符合的环境要求以及检验方法，故而对小型家具厂产生了一定的负面影响，但影响有限。在进入到产能过剩阶段后，我国政府与监管机构先是将重心转移至推动家具制造业发展的方向上，接连推出了《轻工业调整和振兴规划》与《中国家具行业知识产权保护法》等促进家具制造行业向高质量制造、研发高科技材料与看重设计能力的方向发展。与此同时，鉴于我国是全球家具制造产业链中的出口第一大国家，政府与相关机构在此阶段还提出进一步巩固我国在全球家具贸易中的地位要求，确立了家具外贸在未来几年内依旧会是我国家具制造企业发展的重要发展方向。至于在2018年初国务院发布的《中华人民共和国环境保护税法实施条例》，该条例对我国家具制造企业存在加速剔除落后产能的助推作用，产生有利于提升行业集中度的积极影响。综上所述，我们预期未来政策层面大概率会继续出台相应政策加速淘汰落后产能，以此提升行业整体集中度与中国家具制造商在国际贸易市场中的影响力与全球家具产业链中的地位。

表 10：中国政府家居相关法律、标准汇总

时间	部门	政策、标准名称	简要介绍	政策影响
1989年12月	全国人大常委	《中华人民共和国环境保护法》	家具行业需适应相关法律法规的需要，保护和改善生态环境，防治污染和其他公害，保障公众健康，推进生态文明建设，促进行业可持续发展。	该法规范了家具制造业的生产过程，加强了对于环境的监管。
1993年12月	全国人大常委	《反不正当竞争法》	法规严禁实施有混淆行为、商业贿赂、虚假宣传、侵犯商业秘密、不正当有奖销售、商业	在市场形成阶段促进了行业的稳定，使各企业健康发展。

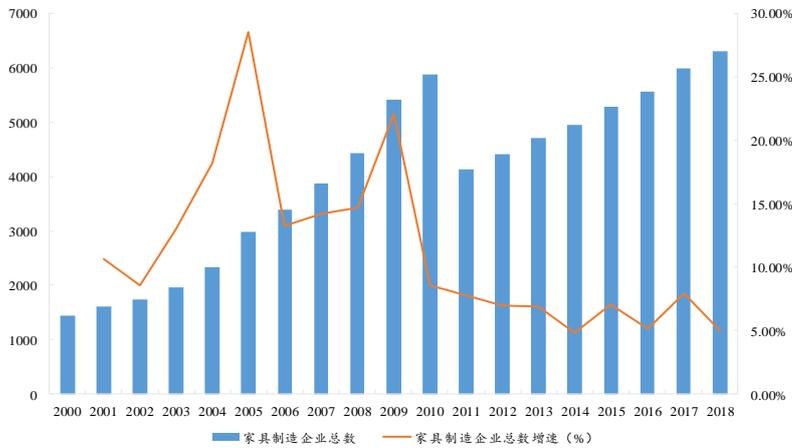
			诋毁、互联网领域不正当竞争的七类不正当竞争行为。	
2006年11月	国家环境保护总局	《环境标志产品技术要求：家具》	本标准规定了家具类环境标志产品的基本要求和检验方法。	促进市场份额向龙头企业偏移，小型企业遭到市场排挤，优化了市场结构。
2009年5月	国务院	《轻工业调整和振兴规划》	加快家具等行业重点专业市场建设，进一步发挥专业流通市场的作用，促进国内消费。支持和鼓励对产品的材料、工艺、设计、功能等方面的发明、创造；维护自身知识产权合法权益或行业整体利，提升知识产权保护意识。	推动产业整合，提高了家居行业的产业集中度。
2014年12月	中国家具行业协会	《中国家具行业知识产权保护法》	意见推动外贸商品结构调整，加强对重点行业出口的分类指导，继续巩固服装、家具等劳动密集型产品在全球的主导地位。	该法的实施打压了地方品牌家具的同质化，促进行业集中度的提升。
2015年2月	国务院	《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》	指出家具生产用原材料，应尽可能采用低碳环保材料，节约木材等生物材料的使用。企业应积极研发符合环保要求的新工艺、新技术、新材料，提高企业环境保护科学技术水平。提升加工贸易在全球价值链中的地位，逐步变“大进大出”为“优进优出”，推动贸易大国向贸易强国转变，推动了产业规模的增长。	改善、推动了家居行业进出口贸易。
2015年1月	中国家具行业协会	《关于促进家具环境保护工作的指导意见》		加强了制造业对于上游供应商的话语权，产业链进一步优化。
2016年11月	中央全面深化改革领导小组	《关于促进加工贸易创新发展的若干意见》		推动我国家具企业外贸出口产品进行提质升级，有助于提升国际地位。
2018年2月	国务院	《中华人民共和国环境保护税法实施条例》	环保税的征税范围为直接向环境排放的大气、水、固体和噪声等污染物。	初期会降低市场整体规模，长远会优化制造商结构，大品牌站得住，小企业被收购，份额将向龙头企业倾斜。

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院整理

## (二) 行业竞争格局：产能过剩导致整体集中度低，家具单品集中度较高

据前瞻产业研究院研究，截止2018年，我国家具制造企业多达3万余家，家具品牌超过万个。根据国家统计局数据，截止2018年我国规模以上家具制造企业数量为6300家，较上年增长5.0%。就目前来看，我国家具制造行业中规模以上企业总数仍在增加，证明行业竞争激烈程度仍在加剧，行业集中度提升迹象尚不明显。截止2018年，我国家具制造企业CR10仅为9.69%，相较2013年的4.54%有一定提升，但是相较于美国相对成熟市场CR10达到31.1%的水平而言，仍然存在巨大差距。

图 25：我国规模以上家具制造企业总数及增速情况（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

表 11：2015 年世界主要国家家具制造业行业集中度

行业集中度	美国 (2018)	德国	法国	中国 (2018)
行业龙头	6.5	6.3	5.3	1.6
CR5	20.0	18.4	14.2	6.6
CR10	31.1	26.1	20.5	9.7

资料来源：深圳家具开发研究院，中国银河证券研究院整理

从龙头企业上来看，由于整体市场集中度偏低，并且企业之间的差距并不明显，因此近五年以来龙头企业的位置不断易主。近两年来，中国家具制造行业市占率第一的企业均为欧派家居，2018 年市占率仅为 1.64%，尽管相较 2013 年的 0.61% 有较为明显的提升，但是与美国成熟市场的龙头企业市占率 6.53% 的水平相比，二者之间的差距巨大。虽然中美两国的龙头企业在市占率上存在一定差异，但是从经营模式和公司发展战略角度来看较为相似。Ashley Homestore 和欧派家居目前均是开展多品类甚至全品类家具的制造业务，而非是专注于某一类家具单品制造。

图 26：中国家具制造行业集中度情况 (%)

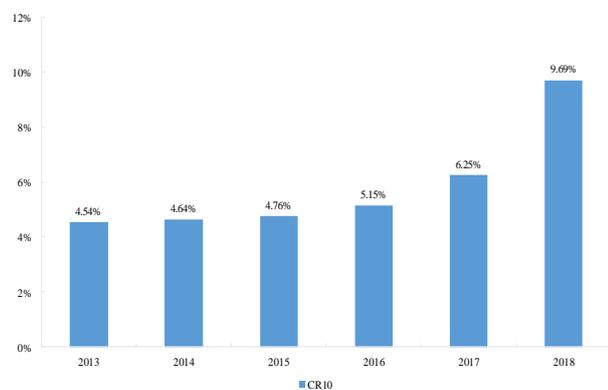
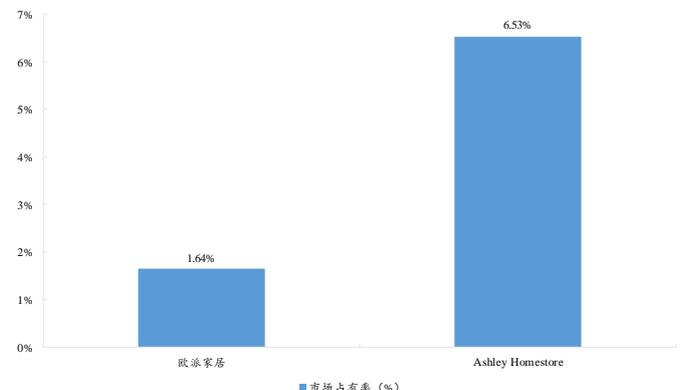


图 27：2018 年中美两国家具制造龙头企业市占率对比 (%)

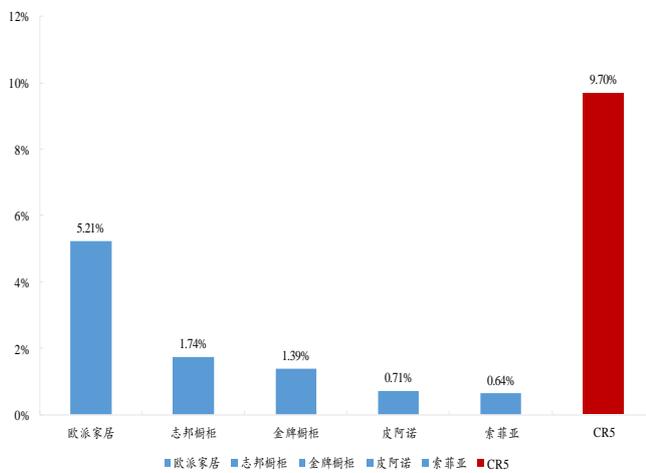


资料来源: Wind, GEIC, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, Furniture Today, 中国银河证券研究院整理

从细分品类来看, 中国与美国市场的情况在个别方面存在相似之处。首先, 中国与美国都面临着家具单品市场的集中度远高于行业整体集中度的情况。但是, 与美国单品市场集中度远超行业整体集中度的状况不同的是, 中国的细分单品市场尚未产生绝对龙头, 因此单品市场的集中度也整体市场相比差距并不大。举例来看, 截止 2018 年, 中国的定制橱柜行业市场 CR5 仅为 9.70%, 与我国整体家具市场 2018 年 CR5 6.63%的水平相比差距并不明显。尽管目前来看, 定制橱柜领域内, 欧派家居有着一定的领先优势, 但是与美国床垫行业龙头企业集中度 18.21%的水平相比, 差距巨大。

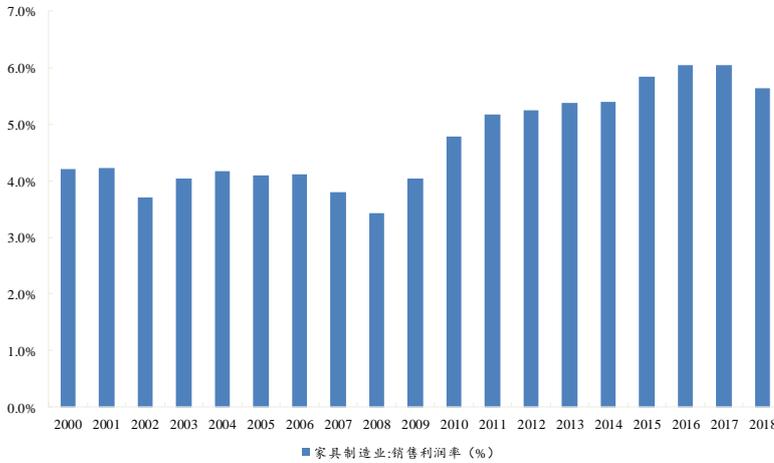
图 28: 中国定制橱柜行业 2018 年市场集中度情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

在行业竞争格局上, 中国与美国在家具制造行业仍存在巨大差距。无论从细分家具单品市场还是从整体市场出发, 中国的家具制造企业均为达到成熟市场的集中度水平。而造成这一现象的根本原因还是我国的产能提升过快, 且在国家并未出台过多政策干预行业发展的情况下, 市场竞争仍不够激烈。但是, 近年来在我国家具制造企业总数增加的同时, 亏损企业的数量增速与总量均处于高速增长状态, 尽管这是由于内外部需求同时出现放缓甚至下滑导致的, 非是由于竞争激烈使得利润空间受到挤压所致, 但依旧营造出利于提升行业集中度的环境。由下图 29 中可看出, 我国家具制造企业的销售利润率并未出现连年降低的情况。因此, 如若在未来几年内, 房地产未能出现大幅回暖现象, 促使受需求影响被迫退出行业的企业数将增加, 那么行业集中度将有望得到加速提升。除了被动依靠行业环境提升行业集中度以外, 家具制造龙头企业同样可在此时通过收购兼并的方式来主动提升行业集中度, 建立起领先优势。

图 29：家具制造企业销售净利率水平（%）

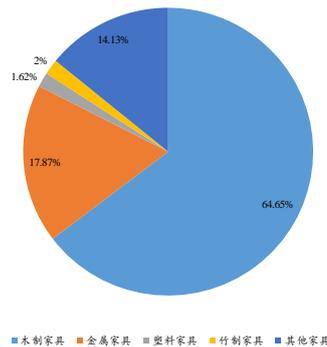


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### （三）行业产业链：上游原材料供应充足，下游渠道龙头尚未出现

我国的家具制造企业的上游按照不同的产品类别可以划分为木制家具企业、金属家具企业、塑料家具企业、竹制家具企业和其他类型的家具制造企业。上述这些家具制造企业在生产过程中主要涉及到的原材料包括：木材加工制品、金属材料、塑料材料以及陶瓷材料等原材料。截止 2018 年，我国所有家具制造企业企业中数量最多的是木制家具制造企业，占比达 64.65%，而木材加工制品与金属材料是木制家具制造企业最主要的原材料。

图 30：2018 年木材加工及其他相关制品企业总数及增速情况



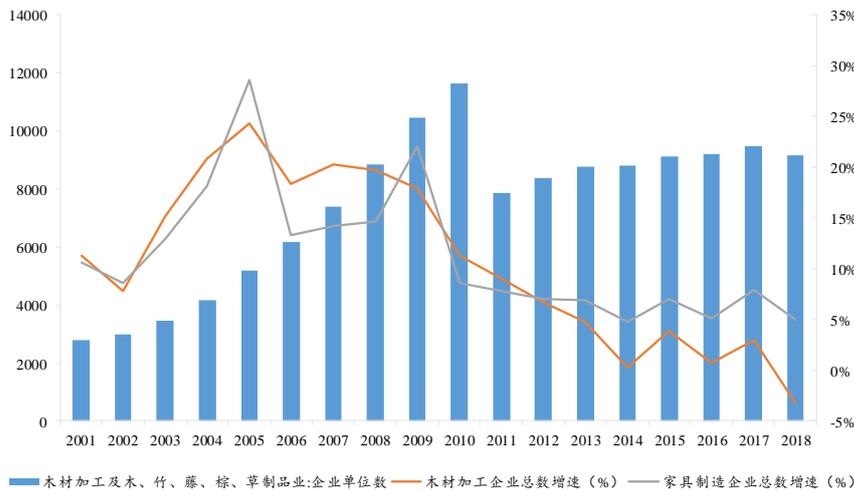
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

#### 1. 产业链上游：木材加工供应稳定，制造中端议价能力稳定

首先，我国的木材加工企业总数与增速基本与我国家具制造企业呈现同周期波动，因此我们可以推测二者之间的高度相关。并且，我国木材加工企业的毛利率水平自 2000 年起便一直维持在 13%-14% 的区间内波动，鲜有超出，而这一数据意味着木材加工企业向下游传导价格的通道十分流畅。自 2010 年 6 月起中国木材价格指数网公布的我国木材价格指数的月度波动

的极大值和极小值分别为 7.57%/-10.65%，长期介于较小的区间内波动。结合木材价格波动较小与木材加工企业的毛利率稳定这二大特点，我们推断出我国家具制造企业受上游原材料供给端的压迫有限，但同样基于木材加工企业的毛利率稳定，我们也很难得出家具制造企业受上游存在较强的议价能力。我们预期未来我国的家具制造企业很大概率仍将保持如今不受上游压迫的状态，除非出现极端状况导致木材加工企业密集停产或者原木供给严重受限。

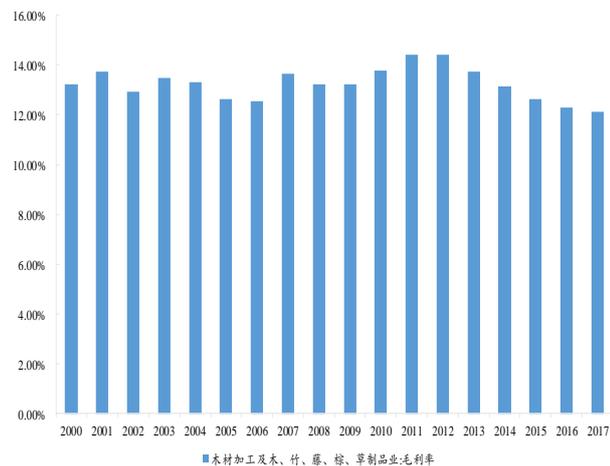
图 31：木材加工及其他相关制品企业总数及增速情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

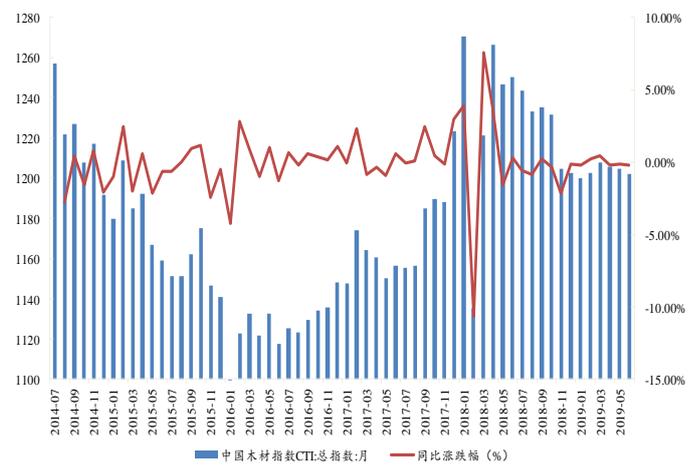
注：2011 年由于国家统计局更改统计口径，故 2011 年相较于 2010 年的同比增速为测算值。

图 32：木材加工及其他相关制品企业历年毛利率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 33：中国木材指数月度变动（以 2010 年 6 月为基准）



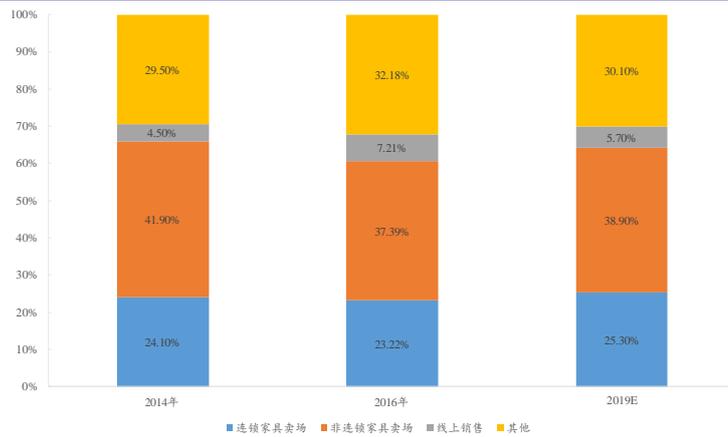
资料来源：Wind，中国木材价格指数网，中国银河证券研究院整理

## 2. 产业链下游：连锁家具零售渠道集中度较低，对中端议价能力相对有限

家具制造对应的下游家居零售渠道可以分为直销模式和经销模式，不同于美国家具制造企业大多直接对接下游零售企业的模式，我国家具制造企业主要采取经销商模式进行销售。经销商采用的经销渠道主要有连锁家具卖场、非连锁家具卖场、线上零售以及其他家具企业等。按照 2016 年不同渠道的销售额占比来看，非连锁家具卖场的销售额占比最高为 37.39%，而连

锁家具卖场的占比紧随其后为 23.22%，二者共计占到我国家具零售渠道的 60.61%。基于此，我们可以得出我国的家具经销商主要依托于各大家具卖场而非独立门店，而这一结果体现出我国的家具制造企业一方面不具备广泛的品牌认知度，另一方面还缺乏打造产品矩阵家具的制造能力，难以满足消费者一站式消费的需求。另外，从连锁卖场弱于非连锁卖场的情况来看，我国家具卖场渠道的本地化问题严重，导致连锁卖场难以在全国各地快速布局并迅速提升占比，从而未形成与地方非连锁家具卖场抗衡的品牌力。**据预测，预计 2019 年连锁家具卖场占整体家具零售销售额的占比将相较 2016 年出现小幅提升，从 23.22% 上升至 25.30%，维持在偏低的水平。**

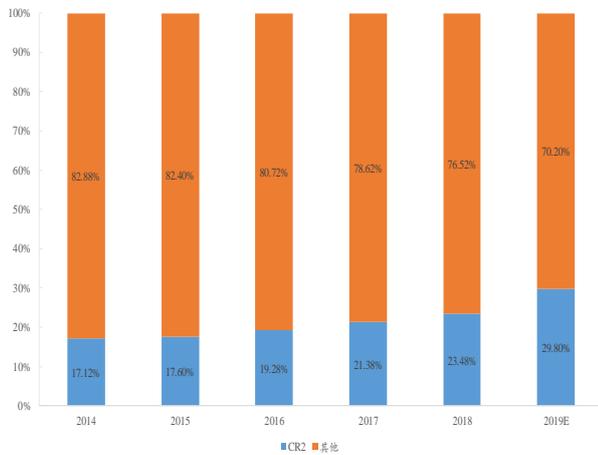
图 34：家具零售渠道分类占比及预测



资料来源：Wind，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院整理

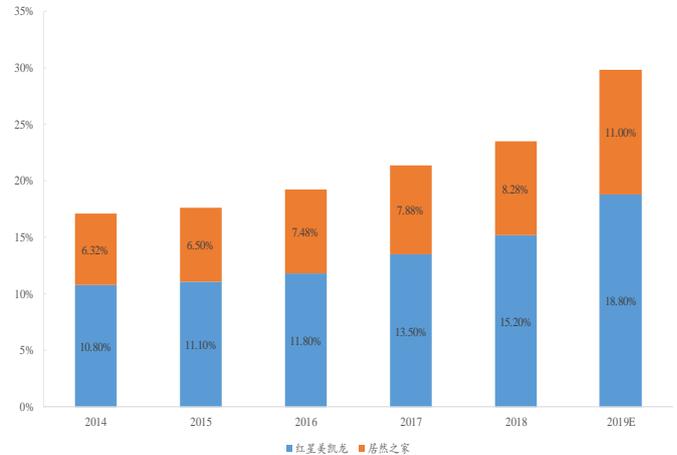
具体来看，各类家具零售渠道中除连锁家具卖场渠道外，其余渠道提升集中度的可能性较低，因此其余渠道在未来较长一段时间内将继续处于列强混战的格局之中，不利于渠道内部进行整合。至于连锁家具卖场渠道，目前我国现正朝着多寡头竞争趋势发展，单看连锁家具卖场板块的话，目前占比最高的分别为红星美凯龙与居然之家，二者在 2018 年分别占连锁家具卖场渠道销售额的 15.20%/8.28%，合计占比达 23.48%。如若按照 2019 年的预测值计算，红星美凯龙与居然之家将分别占整体家具零售市场的 3.85%/2.09%，合计占比为 5.94%，与美国成熟市场下游零售环节的高集中度相比存在巨大差距。然而，由于我国家具制造企业缺乏直接与零售端接触的经验，经销商在某种意义上取代了家具零售渠道成为了家具制造企业的“下游”。在此基础上，鉴于我国的家具零售渠道对家具经销商难以形成议价能力且单一经销商的综合实力弱于家具制造商，家具品牌经销商短时间内难以对家具制造企业构成较强的议价能力。因此，我国的家具制造企业短期内不会受到下游零售渠道与经销商的挤压，但是未来如若家具零售渠道对经销商的议价能力提升且经销商实力大幅提升的话，那么家具制造企业的利润空间将在一定程度上受到挤压。

图 35：连锁家具零售卖场 CR2 与连锁家具卖场整体对比



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 36：连锁家具零售卖场 CR2 具体情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

## 四、中国家具行业未来发展：人口+房地产把控市场空间，产业资本主导行业集中度

### (一) 需求层面:地产销售领先家具制造，人口结构决定长期需求

#### 1. 需求端：主力购房人群峰值已过，改善性需求主导未来

家具作为房地产产业链中的后置环节与房地产销售之间存在紧密的关系。从我国的住宅商品房销售面积与规模上企业家具零售额的季度变化趋势对比来看，家具销售大约滞后于地产销售 8-12 个月，且二者之间呈现高度正相关的关系。从家具零售额和家具总产值之间的对比中可以看出，自 2008 年后，二者之间呈现同周期波动趋势且几乎没有时滞性。通过房地产销售面积、家具零售额与家具总产值三者比较来看，我们可以得出中国家具制造企业的产值与房地产销售间也存在 8-12 月的滞后期。

图 37：住宅销售面积与家具零售季度同比增速对比 (%)

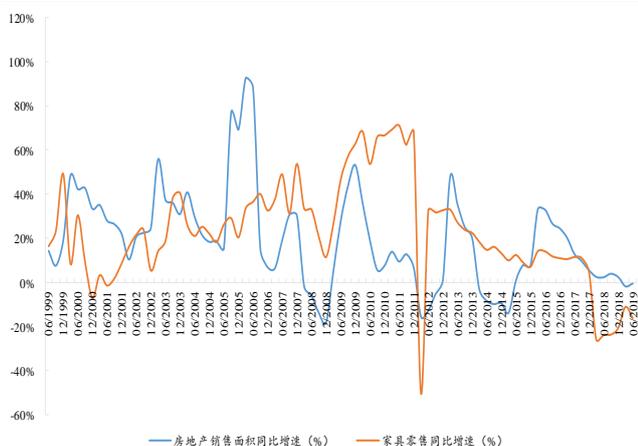
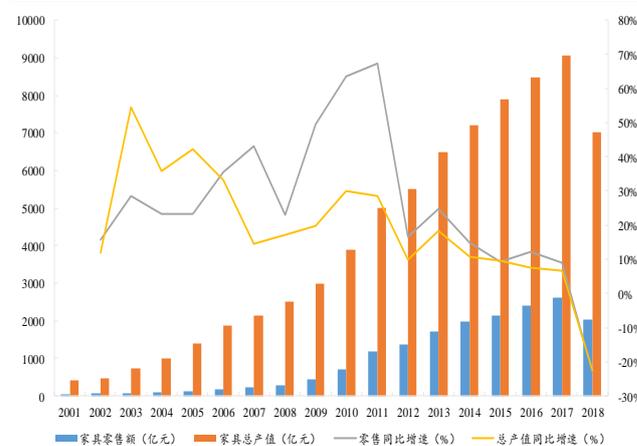


图 38：家具零售额与家具产值对比 (亿元)

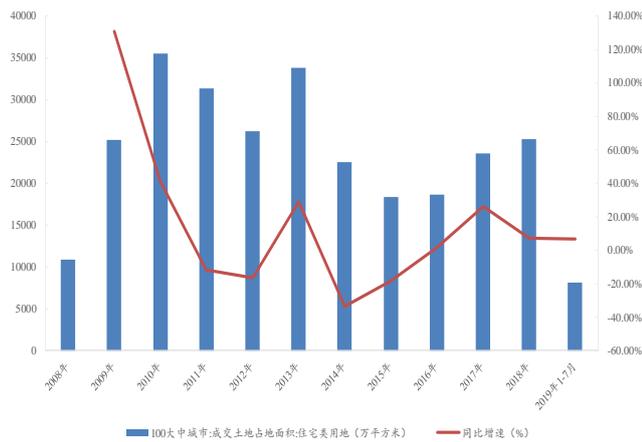


资料来源: CEIC、中国银河证券研究院整理

资料来源: CEIC、中国银河证券研究院整理

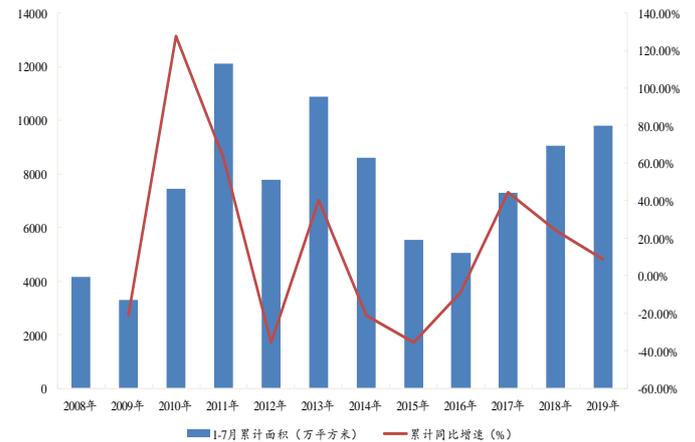
尽管过去几年内我国持续火热的房地产销售情况推动了我国家具制造企业的规模迅速成长,但是在进入今年以来,我国的房地产销售出现了明显放缓的迹象。对此现象,我们结合地产投资链条进行分析。首先,从前置数据来看,今年1-7月我国100大中城市住宅土地成交面积同比增速仅为8.5%,相较2017/2018年同一时期同比增速44.10%/24.1%而言大幅放缓。

图 39: 08 年至今 100 大中城市住宅土地成交面积(万平方米)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

图 40: 100 大中城市 08 年至今 1-7 月累计成交面积(万平方米)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

而导致我国房地产企业土储增长放缓的主要原因是地产开发融资渠道受限所致。从融资数据上来看,尽管今年1-7月我国房地产企业获得用于开发的国内贷款总额依旧呈现正增长趋势,1-7月实现累计同比增长9.5%,但这主要是由于18年受调控影响造成的低基数所致,2018年全年国内贷款总额累计同比下降4.9%。另外,从我国住房开发贷款余额走势来看,自2018年Q2以来,住房开发贷款余额的同比增速快速回落,2019Q2的同比增速较2018年时的高点34.20%大幅下滑13.5个百分点,回落至20.7%。结合开发国内贷款总额与住房开发贷款余额的现状,未来短期内在房地产企业开发贷款融资渠道未放松限制与土地储备步调持续放缓的背景下,地产商增加土地储备的意愿或将持续走弱,这意味着短期内对于开发商而言更加重要的是专注现有项目的开发,表明房企对未来行业发展的信心略显不足。

图 41: 08 年至今年度地产开发国内贷款状况(亿元)

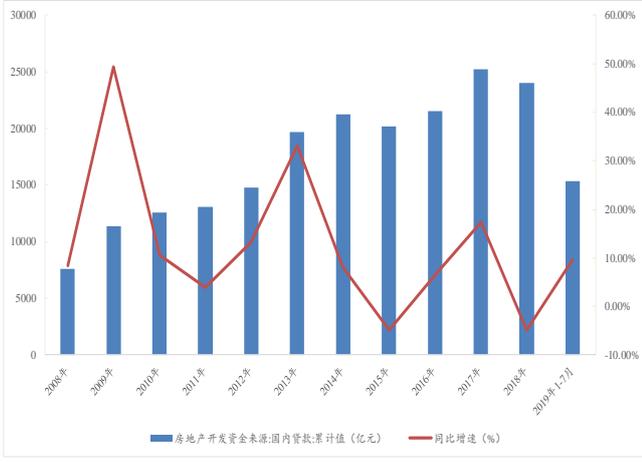


图 42: 13 年至今季度住房开发贷款余额状况(亿元)

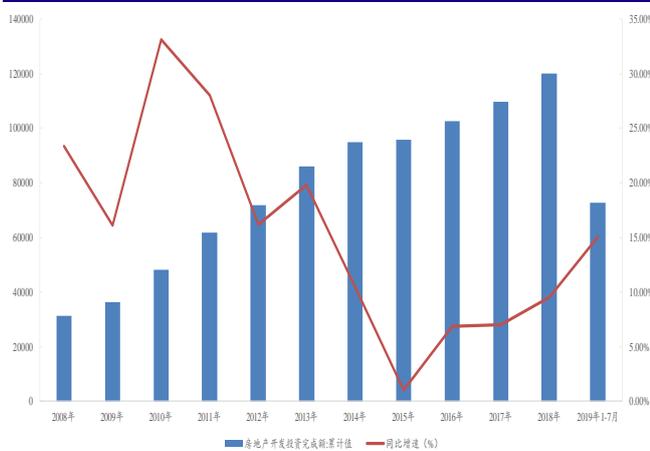


资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

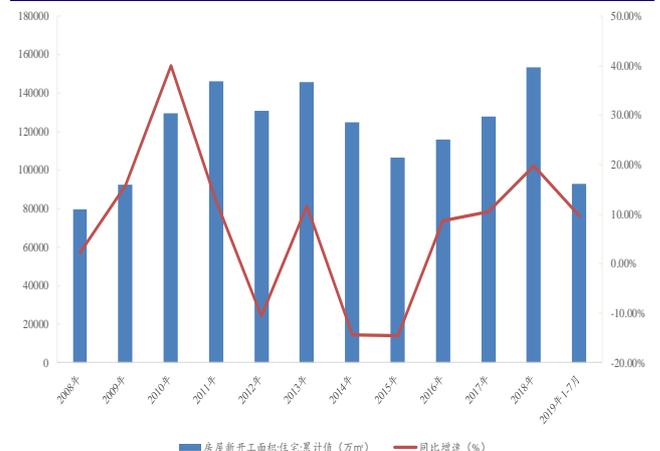
在房企受行业前置指标不理想而产生动摇时,各大房企的经营策略也受到了影响。从房地产开发投资完成额与新开工住宅面积数据来看,开发投资完成额的同比增速较15年低点继续回升,19年1-7月累计同比增长15.10%,证明现有项目的开发进度不断提速。与此同时,今年1-7月住宅新开工面积累计同比增长9.60%,显著低于2018年同期18.00%的水平。在土地储备量与住宅项目开发融资总额均显著放缓的背景下,住宅新开工面积同比增速放缓与开发投资完成额持续提速意味着房企正加速现有项目开发进度,试图缩短回款周期以此缓解自身资金链上的压力。因此,未来在前置指标未出现转好迹象以及房企信心未出现提振的情况下,新开工面积或将进一步放缓甚至可能出现负增长状况。

图 43: 08 年至今年度房地产开发投资完成额 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

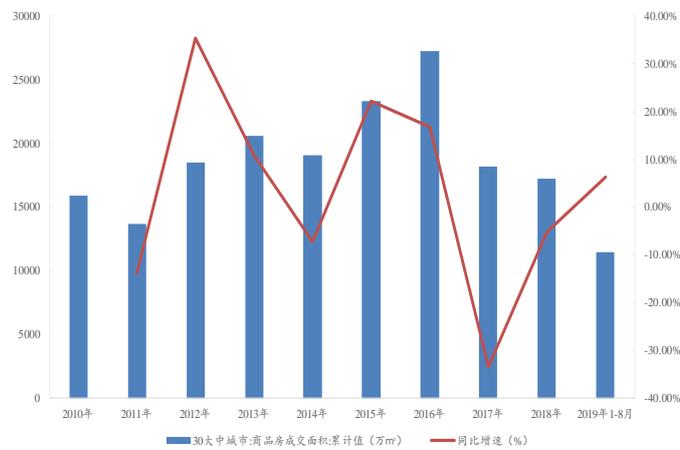
图 44: 08 年至今年度住宅新开工面积 (万㎡)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

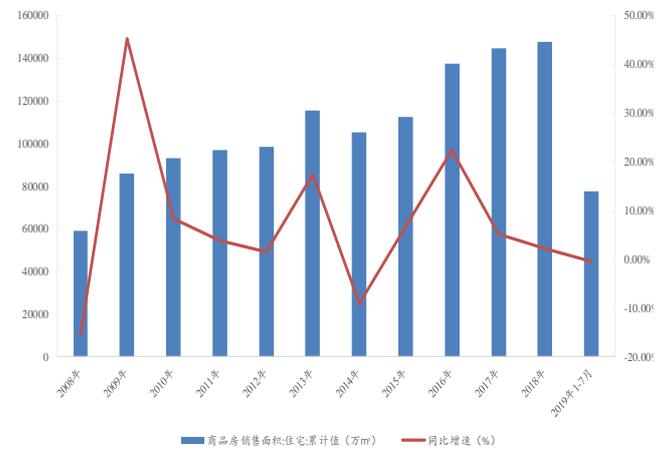
最后,在所有行业前置指标均不理想的情况下,销售情况作为房地产行业发展的同步指标未来发展趋势同样不容乐观。今年以来,我国的房地产销售面积延续了前两年降速增长的趋势,尽管19年1-8月30大中城市商品房累计销售面积实现同比增长6.30%,但主要是受2018年的低基数影响,并且从年初至今的单月数据来看,月度同比增速持续放缓,其中8月份单月更是出现较去年同期-9.55%的负增长。与此同时,全国商品房销售面积同比增速自16年以来持续放缓,19年除5月录得同比正增长外,其余月份均为负增长。结合30大中城市与全国房地产销售情况来看,房地产销售的疲软尽显无余。在行业数据不乐观的基础上,今年7月30日举行的中央政治局会议上再次强调了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的发展目标,而这与2016年底在中央政治局会议上首次提出的“房住不炒”的发展方向高度一致,足以显现出此次国家对房地产调控的决心。综合来看,在土地储备进度放缓、融资渠道受限、新开工进度放缓、销售疲软以及政策持续高压的多重因素影响下,我们预期未来短时间内房地产行业难以出现景气度全面回升的迹象,而销售端更是难以出现大幅提速或持续性回暖的状况,这对位处房地产链条后置环节的家具制造与家具零售企业而言,意味着未来想要依靠房地产红利继续成长的可能性较低,家具制造与零售行业整体或将继续承压。

图 45: 10 年至今 30 大中城市年度商品房销售面积(万㎡)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

图 46: 08 年至今全国商品房年度销售面积(万㎡)



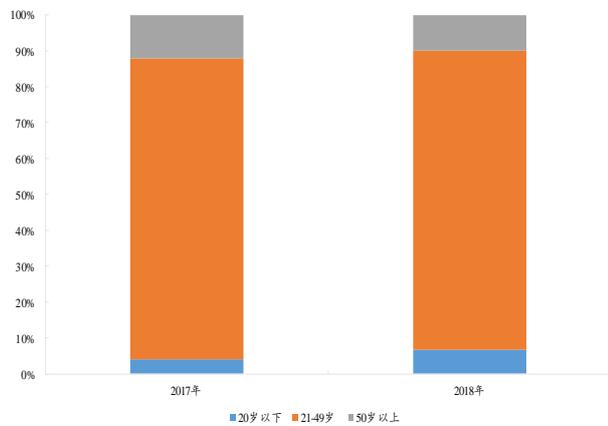
资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

分析得出短期结论后，鉴于房地产销售与我国家具产业的紧密相关，我们进一步探讨长期房地产销售的前景。首先，我们认为房地产销售的增长主要源自于两大驱动力：1) 居民首次置业的需求；2) 居民改善性住房的需求。至于改善性住房，对家具销售而言，改善性装修即可实现对部分家具品牌需求的拉动，所以我们认为第二大驱动因素可以放宽条件变为改善性装修方面的需求。

具体而言，目前我国房地产销售增长的两大驱动力中首次置业需求仍处于主导地位。对于新建住宅需求，近几年来我国的适龄购房人群主要集中在 21 岁-49 岁区间内。根据 2017 年和 2018 年的主要购房人群占比来看，处于这一区间内的购房人群比例至少占总购房人群的 80% 以上，并且，根据数据统计，中国首次置业人群的区域年轻化的发展态势依旧持续，截止 2018 年我国的平均首次置业年龄已经降至 29.5 岁。在此基础上，我们认为未来首次置业需求的主力人群年龄层次将不会发生过大的变化，仍将保持在 21-49 岁这一区间内。

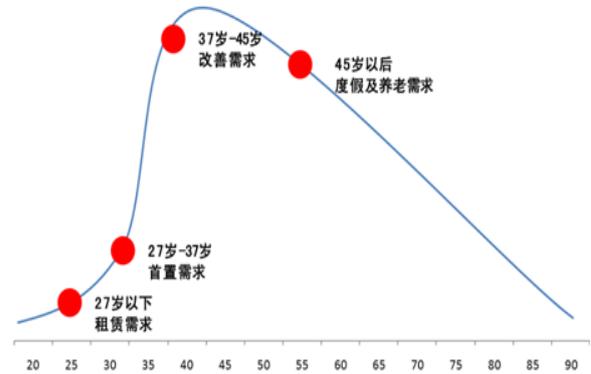
至于改善性装修部分的需求，参照美国房地产需求生命周期图，居民对于住宅的改善性需求大多集中出现在 37-45 岁这一年龄段内。通过对首次置业人群的年龄层次比对，我国略微领先美国一些，假设中美两国居民对住宅后续需求的发展趋势相近，我们推断中国居民的改善性装修需求的主力人群也大多集中在 37-45 岁的区间内。结合首次置业与改善性装修的主力需求人群年龄段，我们推测我国对房地产销售与家具零售影响力最大的主力人群处在 25-49 岁之间。

图 47：中国首次置房年龄分布情况



资料来源：贝壳网，中国银河证券研究院整理

图 48：美国房地产需求生命周期图

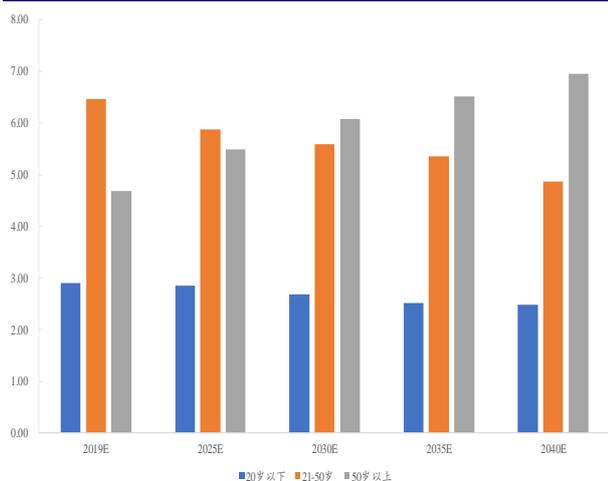


资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

根据我们对未来 20 年的人口结构预测，我们可以很清晰地看出我国在未来 20 年内，购房的主力人群将逐步递减，预计将由目前的 6.46 亿人下降至 2040 年的 4.88 亿人，占比由总人口的 46% 下降至 34%。造成中国人口老龄化问题的主要原因来自于两方面：1) 是由于自 80 年代的“婴儿潮”后人口出生率持续下滑，新的“婴儿潮”尚未出现，使得中国加快了老龄化的进程；2) 尽管我国近年来在推广“全面二胎”政策后，但是碍于生活成本、经济压力与低生育意愿，出生率在出现短暂地小幅抬升过后继续下降，因此该政策或将难以减缓中国迈向老龄化社会的过程。

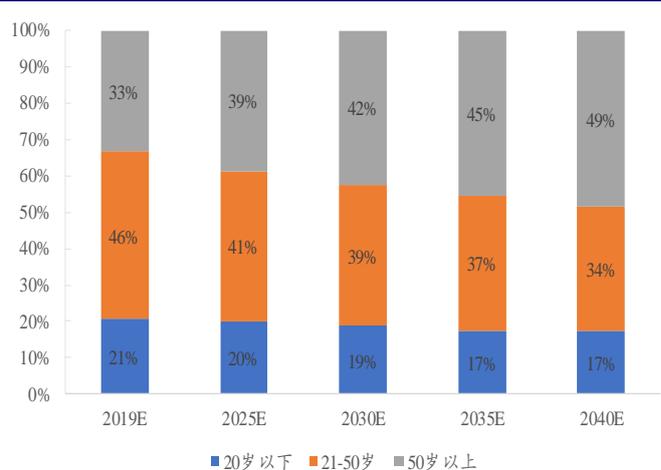
结合房地产短期与长期发展趋势，我们预计首次购置房产需求在未来无论是短期还是长期都将受到抑制，而在未来主力购房人群年龄区间不发生重大变化的前提下，我国房地产短期和长期的发展将主要依靠改善型装修与改善型住房的需求拉动，而与地产高度相关的家具制造行业未来的整体增速将依赖居民的改善型需求保持较为稳定的低速增长。

图 49：中国 2019E-2040E 预测人口总数情况 (亿人)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 50：中国 2019E-2040E 预测人口结构情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

## 2. 需求端：人均消费水平相较发达国家差距较大，未来仍有提升空间

尽管直接影响家具制造企业的房地产主力消费人群总数将出现萎缩，但是我国目前的人均家具消费量与美国这样的发达国家成熟市场相比，仍存在一定差距。根据中美家具零售市场规模、人口数量与人均住房面积，我们可以测算出中美两国居民在家居市场的人均每平方米家具消费量。截止 2018 年，美国居民每人每平方米家具消费额为 2.88 美元，折合人民币 19.76 元。相应地，中国 2018 年每人每平方米家具消费额仅为 3.36 元，与美国同期相比差距 5.88 倍，相较前些年保持的 4 倍左右的水平而言，差距再次被拉大。

**表 12：中国家具市场每人每平方米消费量测算**

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
家具零售市场规模 (亿)	1712.50	1966.00	2147.01	2409.80	2624.10	2018.84
人均住房面积 (m <sup>2</sup> )	32.90	33.00	33.00	36.60	40.80	43.04
人口 (亿)	13.57	13.64	13.71	13.79	13.86	13.95
每人每平米家居消费 (元/人/平方米)	3.84	4.37	4.75	4.77	4.64	3.36

资料来源：CEIC，国家统计局，中国银河证券研究院整理

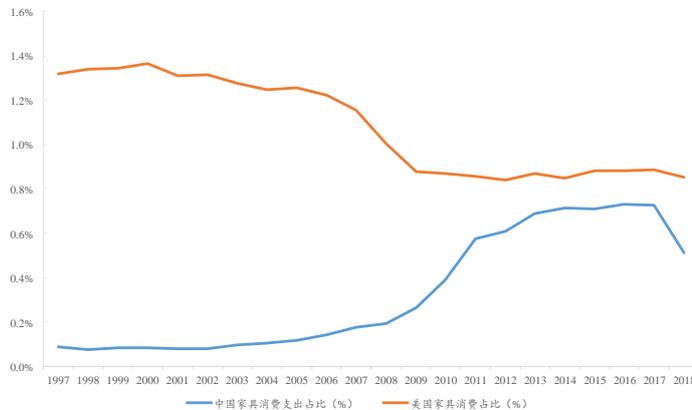
**表 13：美国家具市场每人每平方米消费量测算**

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
家具零售市场规模 (亿美元)	508.86	532.76	573.09	589.59	598.98	636.76
人均住房面积 (平方米)	67 (假设维持恒定)					
人口 (亿)	3.16	3.19	3.21	3.23	3.26	3.3
每人每平米家居消费额 (美元/人/平方米)	2.40	2.49	2.66	2.72	2.74	2.88
每人每平米家居消费额 (美元/人/平方米)	14.66	15.26	17.29	18.91	17.91	19.76
美国/中国之间的差距 (倍)	<b>3.82</b>	<b>3.49</b>	<b>3.64</b>	<b>3.96</b>	<b>3.86</b>	<b>5.88</b>

资料来源：CEIC，中国银河证券研究院整理

观察中美两国居民家具消费支出占人均总支出的比重，我们可以看出中国目前尚未达到发达国家成熟市场的水平，并且从发展历程上来看，我国的家具支出占比仍处于增长通道中，而美国这样的发达经济体早已进入下降通道，并已经维持在稳定的水平。基于此，我们预计未来伴随着我国整体经济实力进一步向成为发达国家靠拢，我国居民在家具消费方面的支出占比有望进一步提升，并最终保持在一个相对合理的水平。

图 51：中美两国居民家具消费人均支出占比对比



资料来源：国家统计局，美国商务部，美国经济分析局，中国银河证券研究院整理

## （二）供给层面：横向整合与纵向发展同步推进，提升行业集中度

目前，我国家具行业的产能过剩问题已经开始凸显。假设房地产销售迟迟不回暖，那么家具制造行业中的亏损企业或将逐步退出市场，但是这一过程属于被动去产能，不确定性较强。因此，在宏观环境与房地产销售能否回暖不确定性较大的情况下，产业内部应积极通过横、纵向整合主动进行去产能，借此规避未来可能会全面爆发的产能过剩阶段，并继续推动行业不断前行。在推动行业进行产业链整合方面，美国家具市场作为发达国家的成熟市场尽管整体发展历程与我国并不相近，但依旧具有一定参考价值。

具体来看，美国目前的家具制造龙头企业主要是具备产品矩阵优势的全品类家具制造企业。尽管这类企业在各大家具细分单品市场中较难夺得龙头的位置，但是依旧能够通过为下游的零售商以及消费者提供一站式整体家居解决方案，以此扩大收入规模。针对这一策略，我国的家具制造企业已经开始落实，目前家具制造领域中规模排名靠前的企业均是通过主动扩充产品品类，并努力朝着成为整体家居方案提供商的角色实现规模的快速增长。鉴于我国各大细分家具单品市场均未出现市占率领先优势明显的龙头企业，预计未来几年内这一策略仍将被我国家具制造企业所沿用，直至我国家具单品市场角逐出具备绝对领先优势的龙头企业。

除了形成产品矩阵这一途径外，参考美国第一大家具制造企业 Ashley Homestore 的商业模式，我国家具制造企业还可以向下游零售环节进行渗透。家具制造商向下游渗透既可以发挥自身产品矩阵的优势，又可以借助自身门店内所提供的差异化服务与消费者进行深度交流提升自身品牌知名度，然后借助品牌效应迫使行业内部整体实力较差的企业退出市场。尽管，目前我国家具制造企业依旧是以经销商模式作为主要的销售渠道，但是我们预期未来会有更多整体实力较强的家具制造企业扩大自身直营渠道与大宗业务渠道的布局，以此实现树立品牌的目的。

最后，我国的家具制造企业的领军者们大多已经在资本市场完成上市，因此借助资本市场的力量对行业进行横向整合便成了一个十分有利的提升自身竞争优势与市场集中度的手段。尽管目前尚未出现过多的收购兼并行为，但是如若在近几年内房地产销售依旧疲软，那么龙头企业将会积极通过资本市场实现扩大规模，抢占份额的目的，从而推动我国家具制造行业向成熟阶段迈进。

## 五、配置建议

我国的家具制造企业不仅担负着满足庞大的内部需求，还需要在全球家具贸易中扮演最核心的角色，并且中美两国在家具贸易领域早已形成深度绑定，截止 2018 年中国对美出口的家具总额占家具出口总额的 25%，而美国从中国进口的家具占美国家具进口总额的 55%。然而，如今的世界贸易格局受中美贸易战影响正朝着分崩离析的方向发展。自去年 8 月美国首次提出将家具列入加征 25% 关税的贸易清单中，到今年 5 月正式实施贸易清单，再到今年 8 月宣布将家具从新一轮加征 10% 关税的贸易清单中剔除，这一系列事件无疑对中美两国的家具贸易产生了巨大的负面影响。并且，未来中美贸易战如何发展依旧处于高度不确定的状态中，因此我国以出口为导向的家具制造企业在未来数月乃至较长时间内仍将承受不确定性带来的巨大压力。

表 14：中美贸易战对家具制造企业的影响

时间	事件
2018 年 8 月	家具产品首次被列入 2000 亿美元，加征 25% 关税的贸易清单中，计划于 2019 年 1 月 1 日实施。
2019 年 5 月	计划于 2019 年 1 月 1 日实施的 2000 亿美元贸易清单正式生效。
2019 年 8 月	大部分家具产品被从新一轮的 3000 亿美元，加征 10% 关税的贸易清单中删除，包括木制和金属框架的椅子以及塑料制品，但是生产家具所需的金属配件等零部件并未从中移除。

资料来源：USTR，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

基于对全球经济与贸易形势的研判，我们的核心推荐配置是能够在规避贸易战的同时，最大程度依靠中国内需市场改善的家具产业链龙头企业；与此同时，我们建议关注外贸业务占比较高的家具产业链企业。我们相信在短时间内中国长期以来建立起的全球家具贸易霸主地位难以被他国所撼动，因此如若中美贸易战出现缓和或终止，那么外贸业务占比较高的家具龙头企业亦将具备一定的投资价值，但是短期内确定性较高的仍将是依靠内需改善驱动的家具产业链龙头企业。

### （一）美凯龙(601828.SH)：智慧零售配合“自营+委管”双轮驱动的家具卖场龙头，予以“推荐评级”

红星美凯龙作为国内家居装饰及家具商场运营龙头企业自上海真北商场于 2000 年设立以来持续扩张，秉承着“自营”+“委管”的双轮驱动模式推动全国布局，截止目前覆盖全国 29 个省超过 200 个城市，总经营面积超过 2000 万平方米。公司主要业务按照管理模式区分可分为自营和委管两大体系，其中自营体系主要通过自建，租赁或合营/联营等方式获取物业后，向租户出租赚取租金以及相关管理费用，而委管体系主要是通过对输出各项管理咨询服务赚取费用与品牌使用费。除此以外，公司还通过向非家具卖场以及顾客提供商业资讯以及家装服务赚取收入。

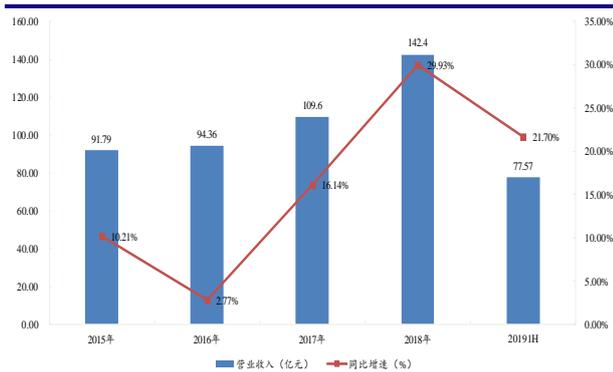
截止 2019 年上半年，红星美凯龙实现营业收入 77.57 亿元，同比增加 21.70%；实现归母净利润 27.06 亿元，同比下滑 10.96%；实现经营性现金流净额 11.79 亿元，同比增加 3.95%。按行业划分，上半年家居商业服务/建造施工/商品销售/其他行业分别实现营收 61.15/9.38/2.06/4.99 亿元，同比分别增加 8.30/4.79/0.19/0.56 亿元，同比增长 15.69%/104.33%/9.89%/12.74%。上半年红星美凯龙营收增量为 13.83 亿元，其中家居商业服务/建造施工分别贡献营收增量 60.00%/34.63%，合计贡献 93.63% 的营收增量。具体按业务拆分，自营/委管/商品销售/建造施工/其他业务分别实现营收 39.52/21.62/2.06/9.38/4.99 亿元，同比增

加 4.16/4.13/0.18/4.79/0.57 亿元, 同比增长 11.77%/23.63%/104.33%/9.89%/12.74%, 营收增量主要源自自营、委管以及建造施工业务, 三者分别贡献营收增量 30.09%/26.45%/34.62%, 合计贡献 91.16%。公司自营业务增加的原因是由于公司上半年由委管转自营门店 3 家, 新开自营门店 1 家使得租赁面积增加所致; 而委管收入增加的主要来自两方面因素, 一方面是委管商场数目同比有所增加使得年度委托管理费用增加, 另一方面是由于商业咨询和招商佣金所涉及的项目数量大幅增加所致; 建造施工业务大幅提升是由于委托公司进行项目开发项目增多所致。

截止 2019 年上半年, 红星美凯龙全国共计拥有自营商场/委管商场/特许经营/战略合作商场 84/231/27/12 家, 其中上半年新开自营门店 1 家, 并有 3 家委管转自营; 委管商场新开 12 家, 关闭 6 家, 公司自营与委管商场数量较年初净增加 7 家。尽管公司储备项目充足, 但是公司对下半年的预期针对行业整体所面临的压力略有调整, 将继续维持上半年的谨慎扩张策略。

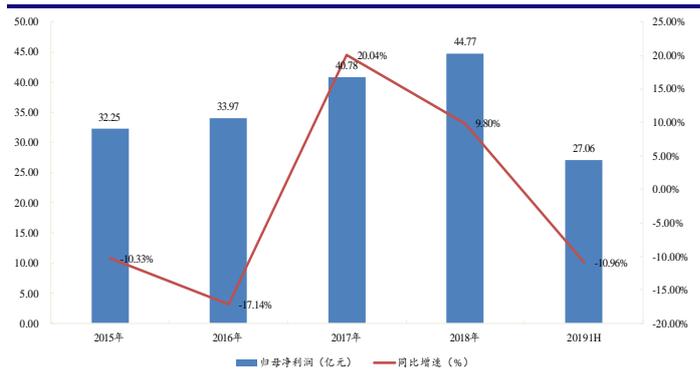
我们认为红星美凯龙作为连锁家具卖场中的龙头企业未来将: 1) 借助自身搭建的服务体系与智能营销平台来进行精准营销吸引客流; 2) 通过与阿里的深度合作带动公司实现智慧商城的改造和持续的数字化升级。将以上二者相结合, 实现精细化客户运营管理, 强化红星美凯龙在连锁家具卖场中的品牌影响力。然后, 红星美凯龙将能够借助强大的品牌效应与连锁家具卖场行业在家具零售渠道中占比不断提升的趋势, 辅以适时的横向整合, 逐渐成长为能够向全国消费者与家具品牌制造商提供更加优质服务的连锁家具卖场, 成就自己在家具零售渠道商中的霸主地位。我们预测公司 2019/2020/2021 年实现营收 164.67/184.84/207.60 亿元, 实现归母净利润 51.44/54.28/59.61 亿元, 对应 PE 8/7/7 倍, 予以“推荐评级”。

图 52: 美凯龙营业总收入及同比增速 (亿元)



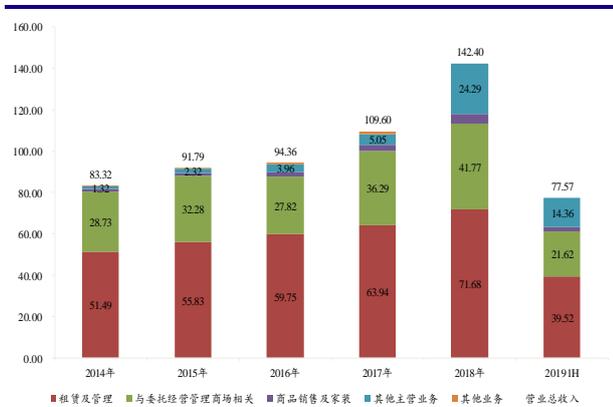
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 53: 美凯龙归母净利润及同比增速 (亿元)



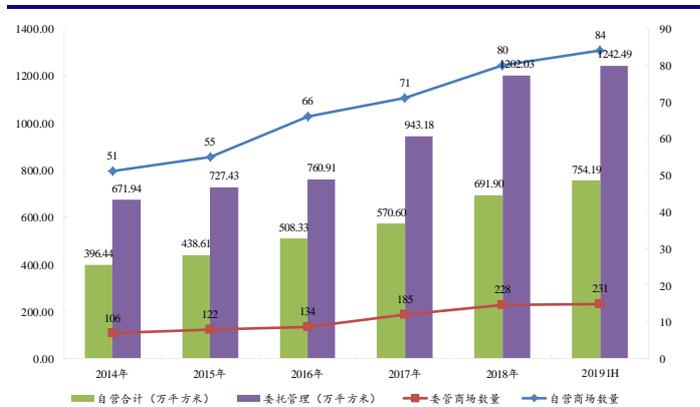
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 54: 美凯龙主营业务收入构成 (亿元)



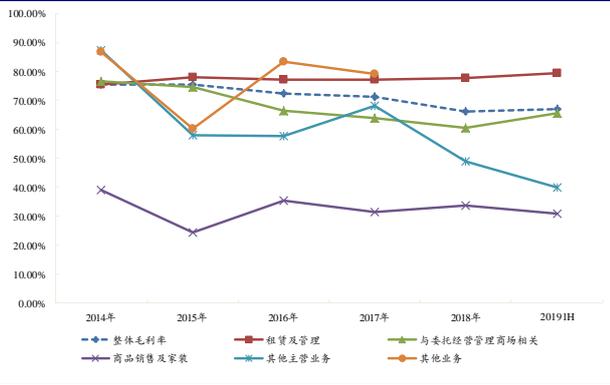
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 55: 美凯龙自营与委管商场数量与面积 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 56: 美凯龙按业务区分毛利率水平



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

## (二) 欧派家居 (603833.SH): 产品矩阵与渠道优势明显的家居龙头企业, 予以“推荐评级”

欧派家居作为率先引入欧洲“整体橱柜”概念的家具制造企业, 在经历近 25 年的发展后, 现已成长为包括欧派、欧铂尼以及欧铂丽在内的三大品牌, 产品涵盖橱柜、衣柜、木门、卫浴以及全屋定制的整体家居品牌, 并依靠遍布全国的经销商体系与强大的品牌效应成为了中国家具制造行业内的龙头企业。

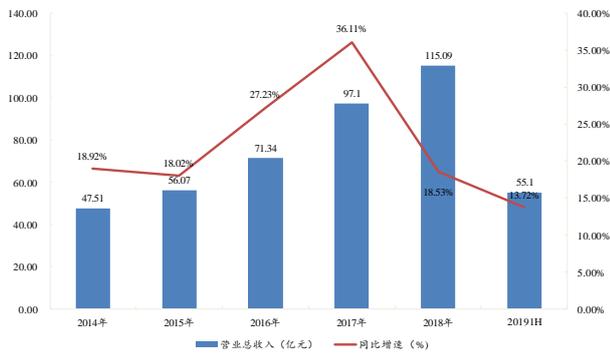
欧派家居截止 2019 上半年实现营收 55.10 亿元, 同比增长 13.72%; 实现归母净利润 6.33 亿元, 同比增长 15.04%; 经营性现金流净额为 10.15 亿元, 同比增长 86.57%。公司上半年主营业务收入实现 54.16 亿元, 同比增长 14.02%, 较去年同期增加 6.66 亿元, 各项产品营收均录得不同程度同比增长, 其中公司主要业务橱柜与衣柜分别实现营收 26.04/20.05 亿元, 同比增长 3.37%/20.70%, 较去年同期增加 0.85/3.44 亿元, 贡献营收增量 12.76%/51.63%, 合计贡献营收增量 64.39%, 其余板块包括卫浴、木门与其他业务在内均呈现除快速增长的趋势, 截至上半年分别实现 2.61/2.22/3.23 亿元的营收规模, 同比增速分别为 42.76%/40.97%/41.32%, 尽管增速远高于橱柜与衣柜板块, 但受限于规模依旧偏小, 三者合计贡献营收增量 35.61%。

按渠道划分, 公司直营/经销/大宗业务/其他 (海外) 分别实现营收 1.16/42.34/9.29/1.36 亿元, 同比增长 7.57%/9.08%/54.00%/-12.95%。截止今年上半年, 公司依旧是以经销商渠道为主要销售渠道, 上半年经销商实现营收 42.34 亿, 较去年同期增加 3.52 亿元, 贡献营收增量的 52.92%。除去经销渠道外, 公司的大宗业务渠道增长迅速, 上半年实现营收 9.29 亿元, 同比增长 54%, 较去年同期增加 3.26 亿元, 贡献营收增量的 48.93%。欧派家居的其他渠道主要是向海外销售商品, 这部分业务上半年实现营收 1.36 亿元, 营收占比仅为 2.5%, 上半年受中美贸易战影响同比减少 12.95%, 对公司整体营收规模的增长不构成过多影响。

截止上半年, 欧派家居在全国共拥有 7018 家门店, 位居家具制造商首位。密布全国的经销网络与欧派家居日益成长的大宗业务拉动公司营收规模在整体行业受内需偏弱、外需受阻的双重压力下依旧保持双位数增长。

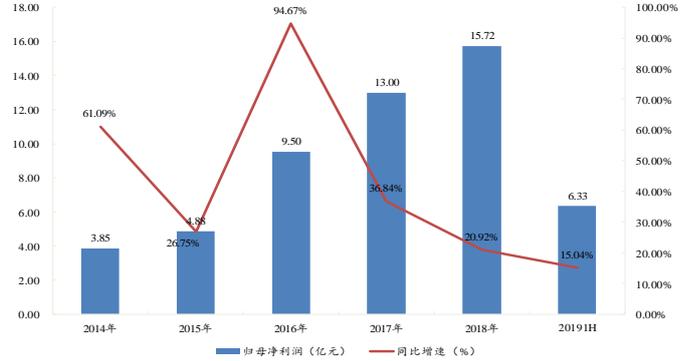
我们预期未来公司将继续通过自身强大的经销体系逐步打造自身品牌影响力, 并依靠公司积极布局整体家居的战略来丰富自身的产品矩阵, 努力实现为客户提供一站式家居购物体验, 实现稳定增长。我们预测公司 2019/2020/2021 年实现营收 131.37/154.98/183.03 亿元, 实现归母净利润 17.96/21.91/26.63 亿元, 对应 PE 28/23/19 倍, 予以“推荐评级”。

图 57：欧派家居营业总收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 58：欧派家居归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 59：欧派家居主营业务收入构成（亿元）



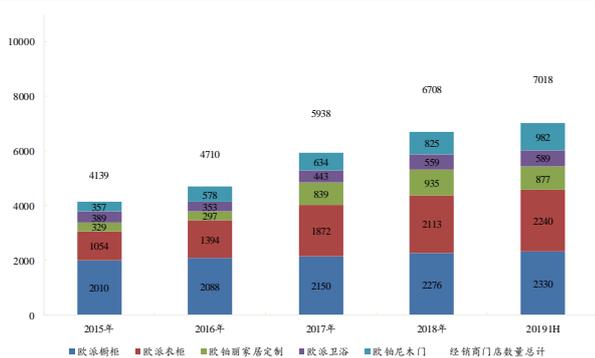
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 60：欧派家居分渠道拆分营收情况（亿元）



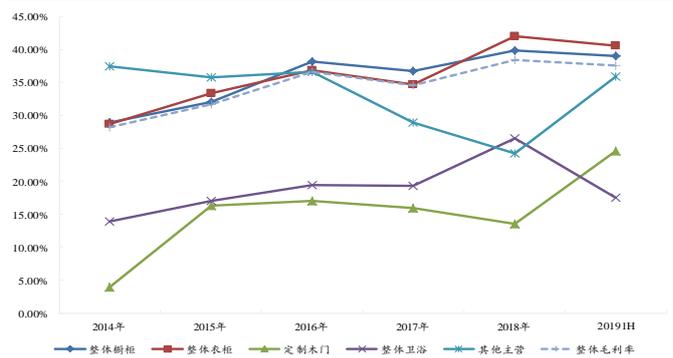
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 61：欧派家居按产品区分门店数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 62：欧派家居整体及分产品毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### （三）索菲亚（002572.SZ）：多品类扩张的定制衣柜龙头企业，予以“推荐评级”

成立近 20 年来，索菲亚通过借助与法国 SOGAL 公司的合作将壁柜门产品引入中国踏足国内定制衣柜市场，并在借助信息化手段与制造工艺升级的帮助下实现了全柔性化生产，成功

扩大规模逐步成长为国内定制衣柜领域的领军企业。在此之后，公司开始主动扩充品类，意图成为全屋定制家居产品提供商。目前，索菲亚旗下拥有索菲亚全屋定制、司米“定制橱柜”、索菲亚华鹤木门以及易福诺地板等多个品牌，产品主要涵盖定制衣柜、定制橱柜、木门、地板以及其他全屋定制家具。

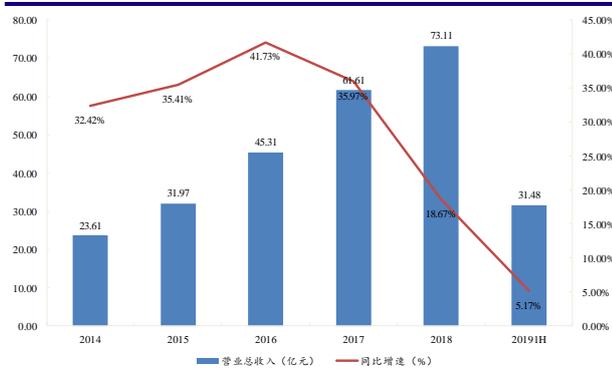
截止上半年，索菲亚实现营业收入 31.42 亿元，同比增加 5.17%；实现归母净利润 3.91 亿元，同比增长 5.96%；实现经营性现金流净额 2.28 亿元，同比减少 31.45%。其中，2019Q2 公司索菲亚品牌营收同比增加 11.62%，相较 2019Q1 同比下滑 7.35% 而言实现大幅提升；司米橱柜 2019Q2 营收同比增加 12.01%，略低于 19Q1 同比增速 12.98%；华鹤木门 2019Q2 营收同比增加 33.13%，略低于 19Q1 同比增速 36.10%。索菲亚上半年各项业务营收规模除其他业务外均实现同比增长，上半年主营业务收入为 31.21 亿元，同比增长 4.87%，较去年同期增加 1.45 亿元。按产品划分，索菲亚上半年衣柜/橱柜/家具家品/木门/其他分别实现营收 25.48/3.12/1.80/0.81/0.0097 亿元，同比增长 2.50%/12.35%/21.13%/34.16%/-97.24%，其中衣柜与橱柜分别贡献营收增量 43.45%/23.45%，合计贡献营收增量 66.90%，衣柜作为公司的绝对主力产品长久以来一直为主要营收增长驱动力，而公司近年来新拓展的橱柜、家居家品与木门业务依旧保持中高速增长，但均尚未达到羽翼丰满的程度。至于出现巨幅下滑的其他业务，主要系公司根据市场需求取消了地板业务的生产所致。

按渠道划分，公司上半年索菲亚品牌实现营业收入 27.28 亿元，其中经销/直营/大宗业务/其他（海外出口）分别实现 23.35/0.84/2.96/0.13 亿元，同比增加 0.50/-0.087/0.54/-0.03 亿元，同比增速分别为 2.19%/-9.38%/22.52%/-17.18%。索菲亚的经销渠道依旧为主要销售渠道，并且大宗渠道的成长对于公司索菲亚品牌的营收增长显得愈发重要。至于海外出口业务，上半年受中美贸易战影响出现明显下滑，但渠道占比较小，仅占索菲亚品牌营收的 0.5%，因此对公司整体不构成影响。

截止上半年，索菲亚与全国共计拥有 3629 家门店，按品牌划分索菲亚/司米/索菲亚木门/大家居融合店分别拥有 2470/837/146/176 家门店，相较年初分别增加-40/15/18/78 家门店，继续保持稳定地全国布局策略，其中重点布局大家居融合店面，并希望借助提供全品类家具产品实现订单转化率以及客单价的提升，公司上半年已经超额完成全年 150 家大家居门店的目标，但下半年仍将继续提速，加大对大家居融合门店扩张的投入力度。

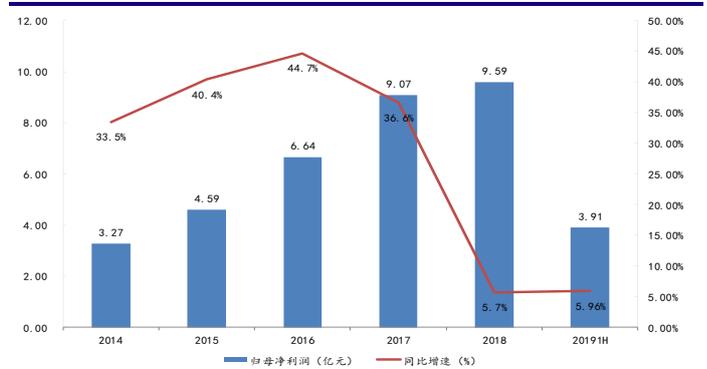
鉴于索菲亚于二季度成功利用营销策略配合渠道优化扭转了衣柜以及家具家品在一季度出现的负增长状况，我们预期在下半年进入家具销售旺季后或将回暖现象有望持续，未来公司将有望在司米橱柜以及华鹤木门扭亏为盈的拐点出现时配合自身在定制衣柜领域的领先优势迎来规模与业绩的高速增长。我们预测公司 2019/2020/2021 年实现营收 83.90/96.24/110.43 亿元，实现归母净利润 10.70/12.31/14.09 亿元，对应 PE16/14/12 倍，予以“推荐评级”。

图 63：索菲亚营业总收入及同比增速（亿元）



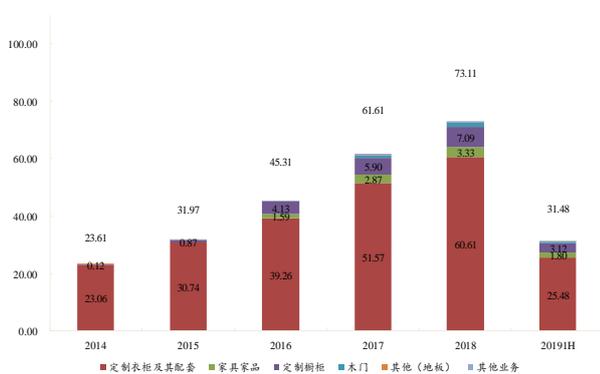
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 64：索菲亚归母净利润及同比增速（亿元）



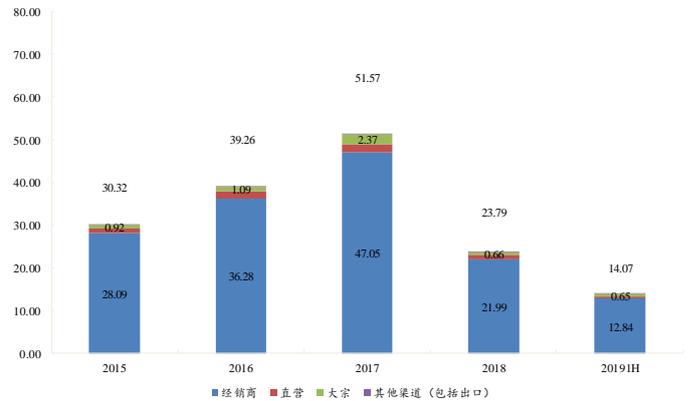
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 65: 索菲亚主营业务收入构成 (亿元)



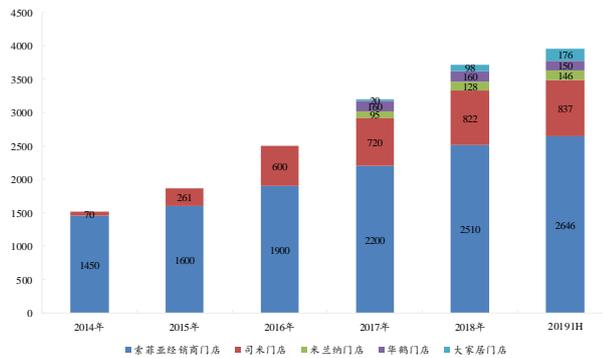
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 66: 索菲亚衣柜品牌分渠道拆分营收情况 (亿元)



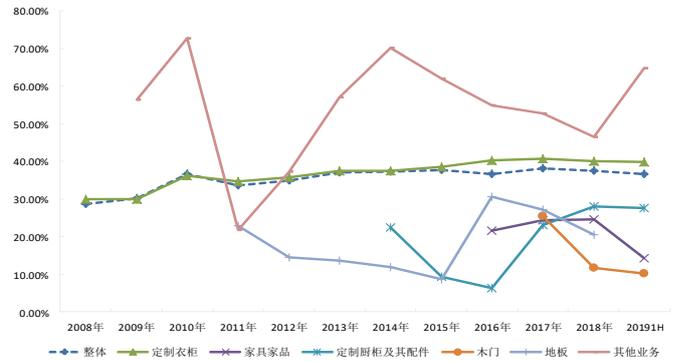
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 67: 索菲亚按产品区分门店数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 68: 索菲亚整体及分产品毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

## (四) 顾家家居 (603816.SH): 内贸外销齐头并进的软体家具龙头企业, 予以“推荐评级”

顾家家居依靠着长达近 40 年的沙发制造工艺的经验积累与领先的国际化视野成长为如今中国软体家具领域的核心企业之一。公司自成立以来便频繁与海外知名软体家具品牌达成合作关系并积极参加国际展会向世界展示中国软体家具的技艺与设计, 并借此机会成功踏入国际市场, 在多个国家设立了展厅、门店以及经销商。顾家家居如今旗下拥有顾家家居、顾家定制以及领尚美居等多个品牌, 产品涵盖沙发、床垫、软床、餐椅等配套产品、定制家具、红木家具等。

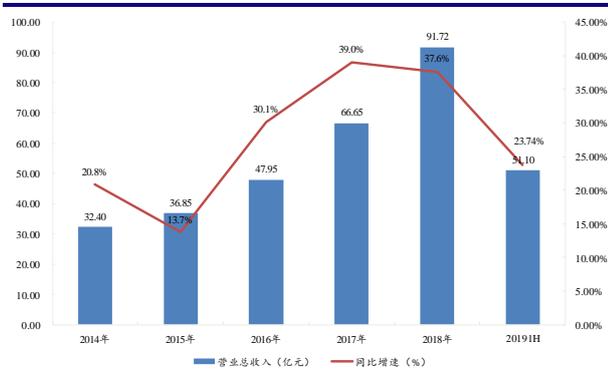
截止 2019 年上半年, 顾家家居实现营业总收入 50.10 亿元, 同比增长 23.74%; 实现归母净利润 5.59 亿元, 同比增加 15.79%; 实现经营性现金流净额 6.96 亿元, 同比增长 333.63%。顾家家居各部分业务增长情况各不相同, 其中沙发/配套产品/软床及床垫/定制家具/信息技术服务/红木家具/其他/其他主营业务分别实现 28.24/8.37/7.27/1.38/1.31/0.68/2.33/0.50 亿元, 同比增长分别为 31.75%/8.91%/38.02%/67.63%/-38.40%/-21.68%/35.40%/-6.83%。截止上半年公司营业收入较去年同期增加 9.61 亿元, 其中沙发/配套产品/软床及床垫业务分别贡献 6.81/2.15/2.00 亿元, 分别贡献营收增量的 70.86%/22.34%/20.81%。按内销外销区分, 顾家家居上半年中国大

陆地区/海外地区分别实现营收 27.88/19.90 亿元，较去年同期增加 2.55/6.45 亿元，同比增长 10.08%/47.97%，海外营收占比较年初的 40.18%进一步提升至 41.65%。

截止上半年，顾家家居在全球共计拥有品牌专卖店 6000 余家，成功进驻空白城市 82 个，优化城市 48 个，与此同时进驻主要物业新项目 55 个，主要物业老商场 125 个，继续扩大公司的内贸渠道铺设范围。对于外贸业务，公司仍将继续推进 BOM 规范及优化，并上线外贸定价系统，提升报价精细化管理。

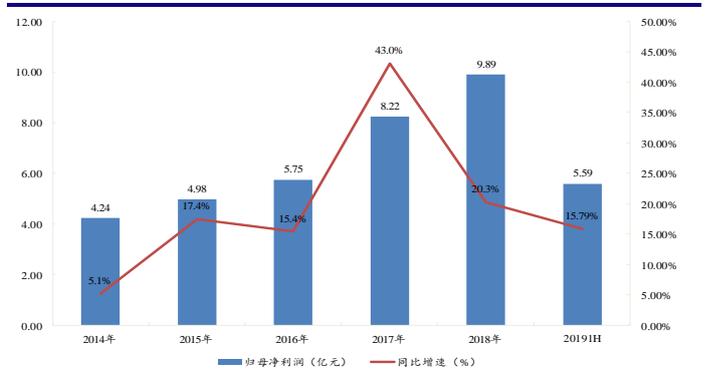
我们预期顾家家居未来短时间内受外贸业务占比较高与中美贸易战的负面影响规模与业绩的增长或将有所承压，但由于公司在贸易战开始前期便积极与国外品牌制造商和家具零售商进行深度合作，因此贸易战将不会造成过多影响。并且，公司在积极发展外贸业务的同时，还在努力推动内贸业务的渠道建设，效果显著，预计公司未来依旧会是中国软体家具的领军企业之一。我们预测公司 2019/2020/2021 年将实现营收 115.52/135.80/153.31 亿元，实现归母净利润 11.22/13.28/16.09 亿元，对应 PE 19/16/14 倍，予以“推荐评级”。

图 69：顾家家居营业总收入及同比增速（亿元）



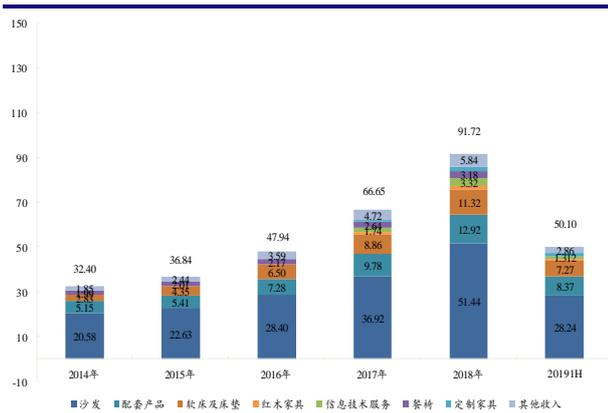
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 70：顾家家居归母净利润及同比增速（亿元）



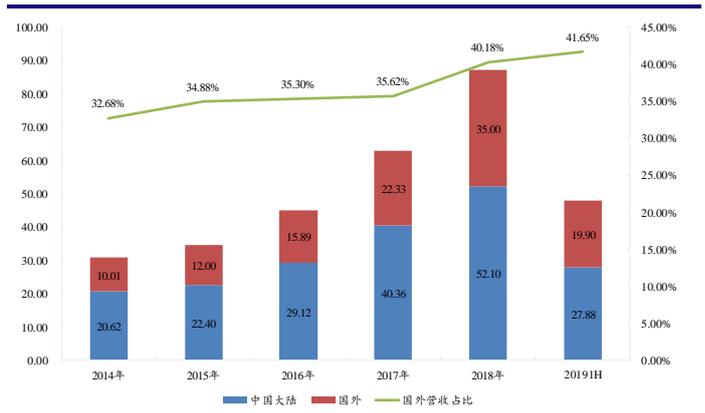
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 71：顾家家居主营业务收入构成（亿元）



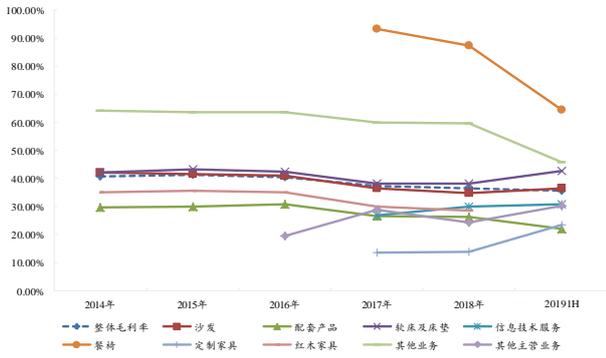
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 72：顾家家居分地区营收结构拆分（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 73：顾家家居按业务区分毛利率水平（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

房地产销售持续低迷的风险；贸易战对家具出口再度加征关税的风险；行业产能过剩问题加剧的风险。

## 插图目录

图 1: 全球家具市场规模 (亿美元)	3
图 2: 中美两国家具总产值对比 (亿元人民币)	4
图 3: 中美两国家具产值全球占比情况 (%)	4
图 4: 全球家具贸易总额 (亿美元)	5
图 5: 全球家具市场格局	6
图 6: 中国和意大利家具出口总额与占比比较 (亿美元)	7
图 7: 美国家具总产值与 GDP 占比 (亿美元)	9
图 8: 美国家具 1930 年至 2017 年固定资产投资总额 (亿美元)	9
图 9: 美国家具行业各阶段总产值 CAGR 增速 (%)	10
图 10: 美国家具 1967 年至 2017 年产能利用率 (%)	11
图 11: 2018 年美国家具制造行业市场集中度情况 (%)	13
图 12: 2018 年美国床垫制造行业前三大龙头企业市占率 (%)	13
图 13: 美国木制品出货量及增速以及家具及相关产品对比	15
图 14: 美国近年来木材及软木进出口净额状况 (亿美元)	15
图 15: 产自加拿大的软木及木材总额及占比 (亿美元)	15
图 16: 木材 PPI、进口木材价格指数与加拿大出口美国软木	15
图 17: 美国 2015 年家具零售渠道销售额占比情况	16
图 18: 2015 年美国专业家具零售混营店市场集中度情况	17
图 19: Ashley Homestore 15/18 年占混营店零售额比重 (%)	17
图 20: 中国家具改革开放至今行业总产值 (亿人民币)	18
图 21: 中国家具改革开放至今行业总产值 (亿人民币)	18
图 22: 中国家具行业各阶段总产值 CAGR 增速	19
图 23: 中国家具制造企业总数与亏损企业总数情况	20
图 24: 家具制造业城镇固定资产投资完成额及同比变化 (亿元)	21
图 25: 我国规模以上家具制造企业总数及增速情况 (亿元)	23
图 26: 中国家具制造行业集中度情况 (%)	23
图 27: 2018 年中美两国家具制造龙头企业市占率对比 (%)	23
图 28: 中国定制橱柜行业 2018 年市场集中度情况 (%)	24
图 29: 家具制造企业销售净利率水平 (%)	25
图 30: 2018 年木材加工及其他相关制品企业总数及增速情况	25
图 31: 木材加工及其他相关制品企业总数及增速情况	26
图 32: 木材加工及其他相关制品企业历年毛利率水平	26
图 33: 中国木材指数月度变动 (以 2010 年 6 月为基准)	26
图 34: 家具零售渠道分类占比及预测	27
图 35: 连锁家具零售卖场 CR2 与连锁家具卖场整体对比	28
图 36: 连锁家具零售卖场 CR2 具体情况	28
图 37: 住宅销售面积与家具零售季度同比增速对比 (%)	28
图 38: 家具零售额与家具产值对比 (亿元)	28
图 39: 08 年至今 100 大中城市住宅土地成交面积 (万 m <sup>2</sup> )	29
图 40: 100 大中城市 08 年至今 1-7 月累计成交面积 (万 m <sup>2</sup> )	29
图 41: 08 年至今年度地产开发国内贷款状况 (亿元)	29
图 42: 13 年至今季度住房开发贷款余额状况 (亿元)	29
图 43: 08 年至今年度房地产开发投资完成额 (亿元)	30
图 44: 08 年至今年度住宅新开工面积 (万 m <sup>2</sup> )	30
图 45: 10 年至今 30 大中城市年度商品房销售面积 (万 m <sup>2</sup> )	31
图 46: 08 年至今全国商品房年度销售面积 (万 m <sup>2</sup> )	31
图 47: 中国首次置房年龄分布情况	32

图 48: 美国房地产需求生命周期图.....	32
图 49: 中国 2019E-2040E 预测人口总数情况 (亿人) .....	32
图 50: 中国 2019E-2040E 预测人口结构情况.....	32
图 51: 中美两国居民家具消费人均支出占比对比.....	34
图 52: 美凯龙营业总收入及同比增速 (亿元) .....	36
图 53: 美凯龙归母净利润及同比增速 (亿元) .....	36
图 54: 美凯龙主营业务收入构成 (亿元) .....	36
图 55: 美凯龙自营与委管商场数量与面积 (万平方米) .....	36
图 56: 美凯龙按业务区分毛利率水平.....	37
图 57: 欧派家居营业总收入及同比增速 (亿元) .....	38
图 58: 欧派家居归母净利润及同比增速 (亿元) .....	38
图 59: 欧派家居主营业务收入构成 (亿元) .....	38
图 60: 欧派家居分渠道拆分营收情况 (亿元) .....	38
图 61: 欧派家居按产品区分门店数量.....	38
图 62: 欧派家居整体及分产品毛利率情况 (%) .....	38
图 63: 索菲亚营业总收入及同比增速 (亿元) .....	39
图 64: 索菲亚归母净利润及同比增速 (亿元) .....	39
图 65: 索菲亚主营业务收入构成 (亿元) .....	40
图 66: 索菲亚衣柜品牌分渠道拆分营收情况 (亿元) .....	40
图 67: 索菲亚按产品区分门店数量.....	40
图 68: 索菲亚整体及分产品毛利率情况 (%) .....	40
图 69: 顾家家居营业总收入及同比增速 (亿元) .....	41
图 70: 顾家家居归母净利润及同比增速 (亿元) .....	41
图 71: 顾家家居主营业务收入构成 (亿元) .....	41
图 72: 顾家家居分地区营收结构拆分 (亿元) .....	41
图 73: 顾家家居按业务区分毛利率水平 (%) .....	42

## 表格目录

表 1: 2018 年全球家具主要国家出口贸易额.....	5
表 2: 2018 年全球家具主要国家进口贸易额.....	5
表 3: 世界九大主流家具风格.....	7
表 4: 部分全球高端家具品牌.....	8
表 5: 美国家具行业各阶段内经济状况汇总表.....	10
表 6: 美国政府家居相关法律、标准汇总.....	12
表 7: 2017 年美国家具制造龙头企业.....	12
表 8: 美国进口家具十大品类.....	14
表 9: 中国家具行业各阶段内经济状况汇总表.....	20
表 10: 中国政府家居相关法律、标准汇总.....	21
表 11: 2015 年世界主要国家家具制造业行业集中度.....	23
表 12: 中国家具市场每人每平方米消费量测算.....	33
表 13: 美国家具市场每人每平方米消费量测算.....	33
表 14: 中美贸易战对家具制造企业的影响.....	35

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)