



Research and
Development Center

消费属性持续验证，关注板块估值修复

轻工制造

2023年06月05日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号：S1500522020003

邮箱：lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

消费属性持续验证，关注板块估值修复

2023年06月05日

本期内容提要：

- **23年进一步印证我们对于家具需求消费属性的观点。**如我们1月《轻工制造行业专题：春节早叠加315，如何看待家居需求复苏节奏》报告观点所述：“家具作为典型的大件可选耐用消费品，【家具社零】与【当年GDP】增速同步度较高，且疫情对家具社零需求影响程度大、回补速度或慢于全社会消费品零售总额”。**复盘来看：**1) 年度维度，2011-2022年【家具社零】与【当年GDP】相关系数 R^2 为87%，较2011-2021年82%的相关度进一步提升，而2011-2019年期间二者 R^2 也高达90%；2) 季度维度，【季度家具社零】与【当季GDP】增速也同步度较高，1Q11-1Q23二者相关系数 R^2 为80%，1Q23家具社零同比增长4.6%、名义GDP增速为4.5%。
- **看好板块 Q2 业绩增速回升，我们预计下半年盈利复苏趋势不变。**从基本面来看，虽然上半年家居C端回暖进程仍有波折，但我们也看到年初至今，家居消费的复苏进程仍处于与2020年相似的节奏通道中：**1) 关于需求回补**，第一波回补需求在2个月内集中释放后开始降温，表现在家具社零增速于今年2月小幅抬升后开始放缓，而2020年家具社零增速于5月回升至3%后开始回落，于20年8月见底。根据wind，23年1-4月家具社零同增4.3%，低于社零总额累计同增8.5%，基本符合我们此前认为家居需求回补速度或慢于社零总额的观点。**2) 关于消费力**，我们以家用器具CPI为参考，23年4月家用器具CPI同比-1.2%，较22年12月同比+0.1%的水平进一步走低，表明当前对于家用器具的消费意愿和消费力或仍有待修复；对比2020年，20年2月家用器具CPI同比-1.6%，于20年8月见到年内低点同比-2.1%。考虑到今年家居企业开门红和315活动订单传导至工厂的滞后效应，我们预计板块Q2业绩增速将明显回升。同时，我们认为相比于过去的2022年，今年企业的展业环境已显著改善，在消费逐步复苏的过程中看好具备强阿尔法的企业市场份额加速提升。
- **当前板块 PE TTM 估值低于历史 10%分位，关注估值修复弹性。**近期家居板块情绪回调，当前板块 PE TTM 估值处于近10年历史8%分位，多数公司23年当年PE低于历史20%分位。我们认为，过去一段时间的估值回调已较为充分地反映了在当前经济环境下，市场对于家居行业景气降温的悲观预期。根据历史经验，家居板块每一轮行情往往在估值低位蓄势，且考虑到未来几个季度业绩表现仍有支撑，建议关注板块估值修复机会。公司推荐定制行业欧派家居、志邦家居、索菲亚、金牌厨柜，建议关注尚品宅配、我乐家居、好莱客、梦天家居；软体推荐慕思股份、喜临门、敏华控股、顾家家居；建议关注受益于竣工逻辑大宗业务占比高的江山欧派、皮阿诺、王力安防，家居卖场龙头美凯龙、居然之家，以及受益于智能化渗透率提升的国产卫浴龙头箭牌家居。

- **风险因素：**经济复苏不及预期风险；原材料成本大幅上涨风险。

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、家具需求消费属性持续验证..... | 5 |
| 二、盈利复苏趋势不变，看好 Q2 业绩改善..... | 6 |
| 三、投资建议..... | 8 |
| 四、风险因素..... | 10 |

表 目 录

| | |
|-------------------|---|
| 表 1: 重点公司估值表..... | 9 |
|-------------------|---|

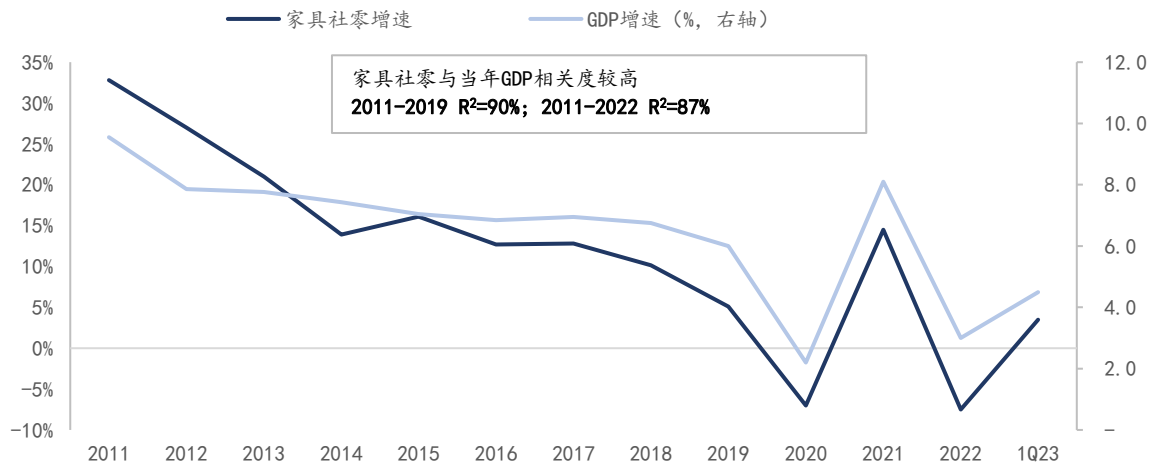
图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1: 家具社零增速与当年 GDP 同步性较高..... | 5 |
| 图 2: 家具社零季度增速与当季 GDP 同步性较高..... | 5 |
| 图 3: 23 年 1-4 月家具社零总额累计同比+4.3%..... | 6 |
| 图 4: 23 年 1-4 月建材家居卖场销售额累计同比+23.3%..... | 6 |
| 图 5: 23 年 1-4 月家具制造业收入累计同比-11%..... | 6 |
| 图 6: 23 年 3 月家具制造业亏损面处于近年高位..... | 6 |
| 图 7: 家具需求受消费环境影响更大、第一轮刚需回补后，后续需求回暖速度更慢、周期更长..... | 7 |
| 图 8: 家用器具 CPI 见底时点晚于整体消费品..... | 7 |
| 图 9: 家居板块重点公司一季报收入整体同比-10.5%..... | 7 |
| 图 10: 家居板块估值与地产销售同步性较高..... | 8 |
| 图 11: 当前家居用品指数 PE TTM 处于历史 8%分位..... | 8 |
| 图 12: 多数公司估值处于历史 20%分位以下..... | 9 |

一、家具需求消费属性持续验证

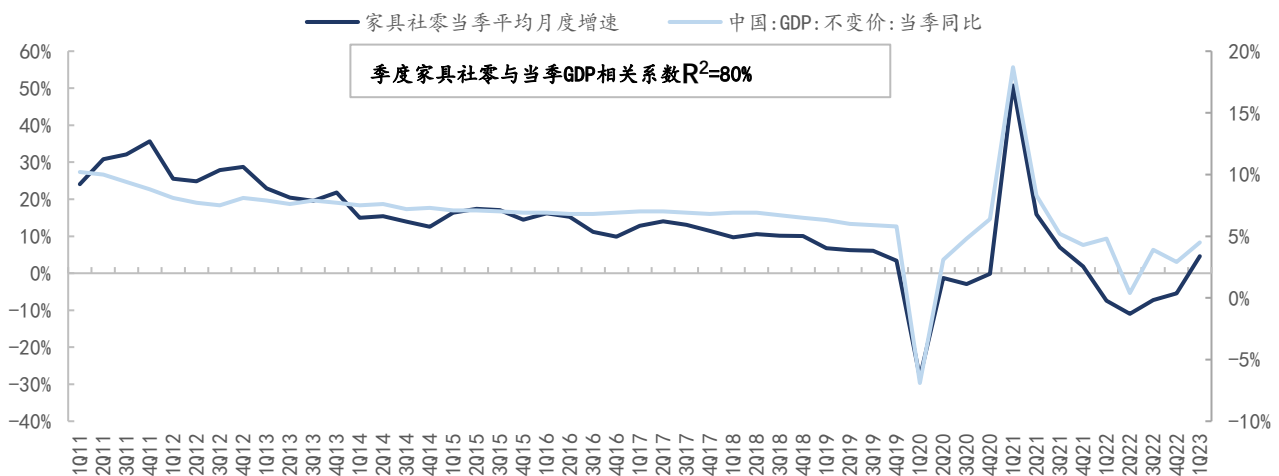
23 年进一步印证我们对于家具需求消费属性的观点。如我们 1 月《轻工制造行业专题：春节早叠加 315，如何看待家居需求复苏节奏》报告观点所述：“家具作为典型的大件可选耐用消费品，【家具社零】与【当年 GDP】增速同步度较高，且疫情对家具社零需求影响程度大、回补速度或慢于全社会消费品零售总额”。复盘来看：1) 年度维度，2011-2022 年【家具社零】与【当年 GDP】相关系数 R² 为 87%，较 2011-2021 年 82% 的相关度进一步提升，而 2011-2019 年期间二者 R² 也高达 90%；2) 季度维度，【季度家具社零】与【当季 GDP】增速也同步度较高，1Q11-1Q23 二者相关系数 R² 为 80%，1Q23 家具社零同比增长 4.6%、名义 GDP 增速为 4.5%。

图 1：家具社零增速与当年 GDP 同步性较高



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：家具社零季度增速与当季 GDP 同步性较高



资料来源：Wind，信达证券研发中心

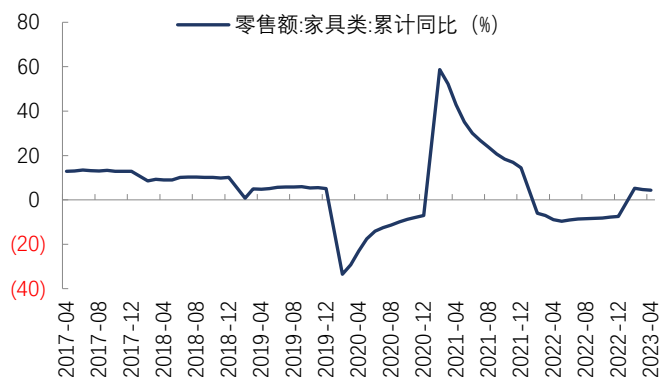
二、Q2 业绩增速有望回升，盈利复苏趋势不变

从基本面来看，虽然上半年家居 C 端回暖进程仍有波折，但我们也看到年初至今，家居消费的复苏进程仍处于与 2020 年相似的节奏通道中：

1) 关于需求回补，第一波回补需求在 2 个月内集中释放后开始降温，表现在家具社零增速于今年 2 月小幅抬升后开始放缓，而 2020 年家具社零增速于 5 月回升至 3% 后开始回落，于 20 年 8 月见底。根据 wind，23 年 1-4 月家具社零同增 4.3%，低于社零总额累计同增 8.5%，基本符合我们此前认为家居需求回补速度或慢于社零总额的观点。

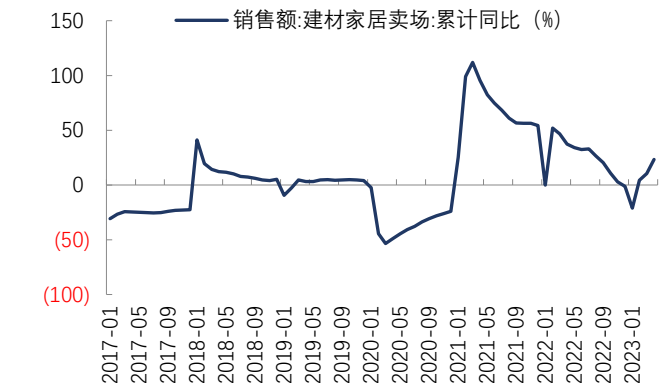
2) 关于消费力，我们以家用器具 CPI 为参考，23 年 4 月家用器具 CPI 同比-1.2%，较 22 年 12 月同比+0.1% 的水平进一步走低，表明当前对于家用器具的消费意愿和消费力或仍有待修复；对比 2020 年，20 年 2 月家用器具 CPI 同比-1.6%，于 20 年 8 月见到年内低点同比-2.1%。考虑到今年家居企业开门红和 315 活动订单传导至工厂的滞后效应，我们预计板块 Q2 业绩增速将明显回升。同时，我们认为相比于过去的 2022 年，今年企业的展业环境已显著改善，在消费逐步复苏的过程中看好具备强阿尔法的企业市场份额加速提升。

图 3：23 年 1-4 月家具社零总额累计同比+4.3%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：23 年 1-4 月建材家居卖场销售额累计同比+23.3%



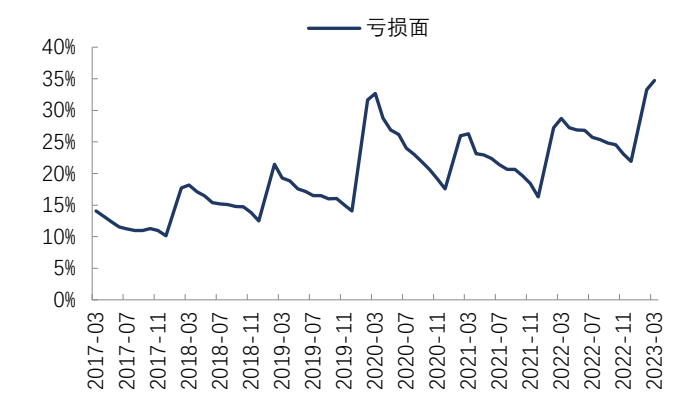
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：23 年 1-4 月家具制造业收入累计同比-11%

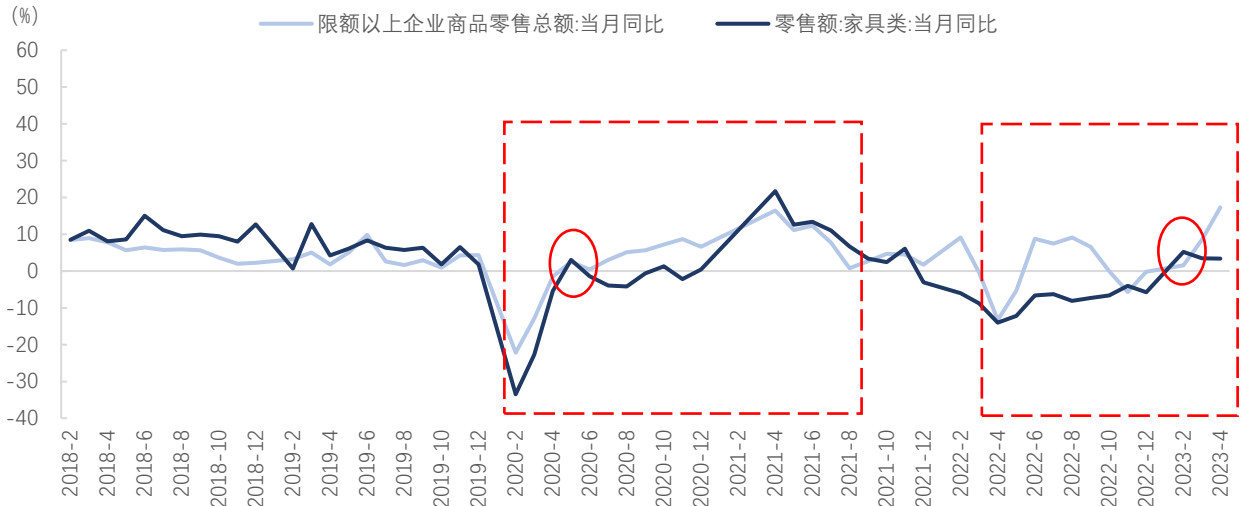


资料来源：Wind，信达证券研发中心

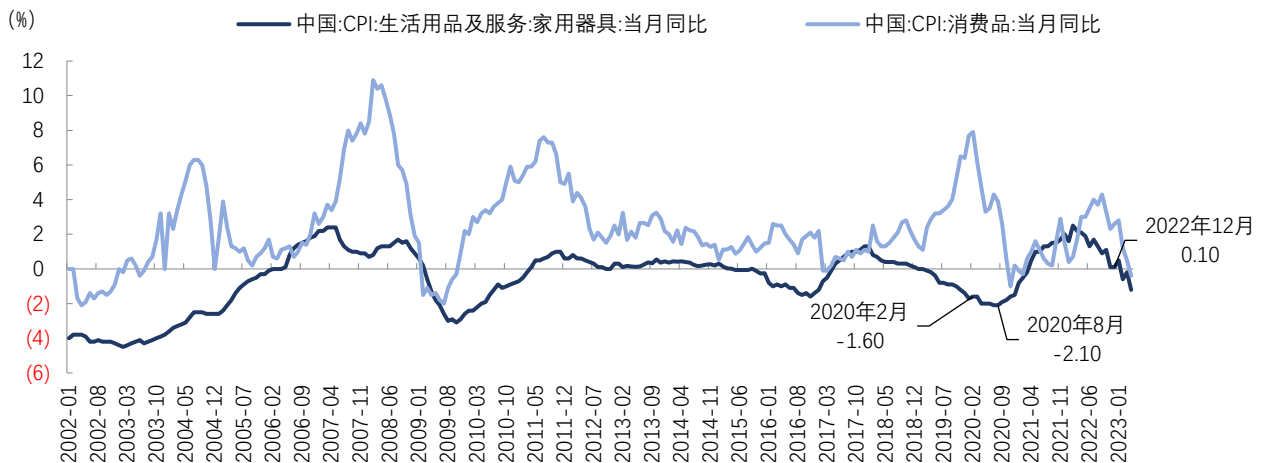
图 6：23 年 3 月家具制造业亏损面处于近年高位



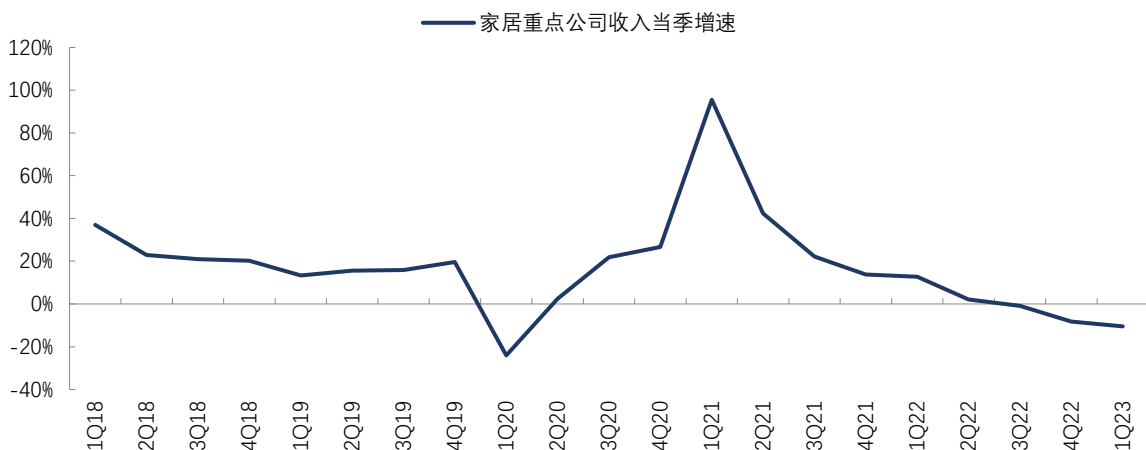
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：家具需求受消费环境影响更大、第一轮刚需回补后，后续需求回暖速度更慢、周期更长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：家用器具 CPI 见底时点晚于整体消费品


资料来源：Wind，信达证券研发中心

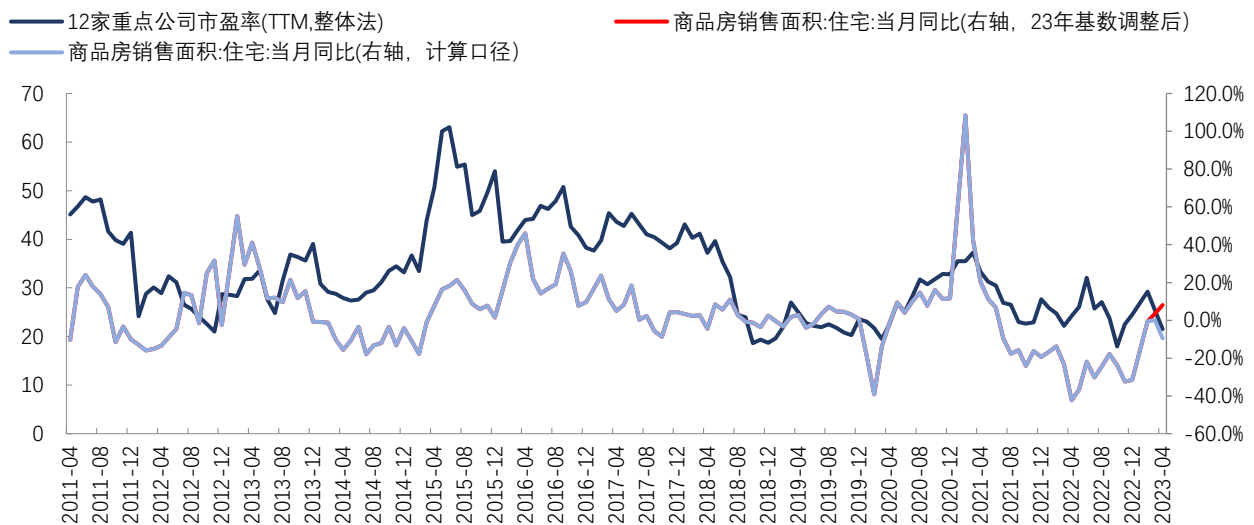
图 9：家居板块重点公司一季报收入整体同比-10.5%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

三、投资建议

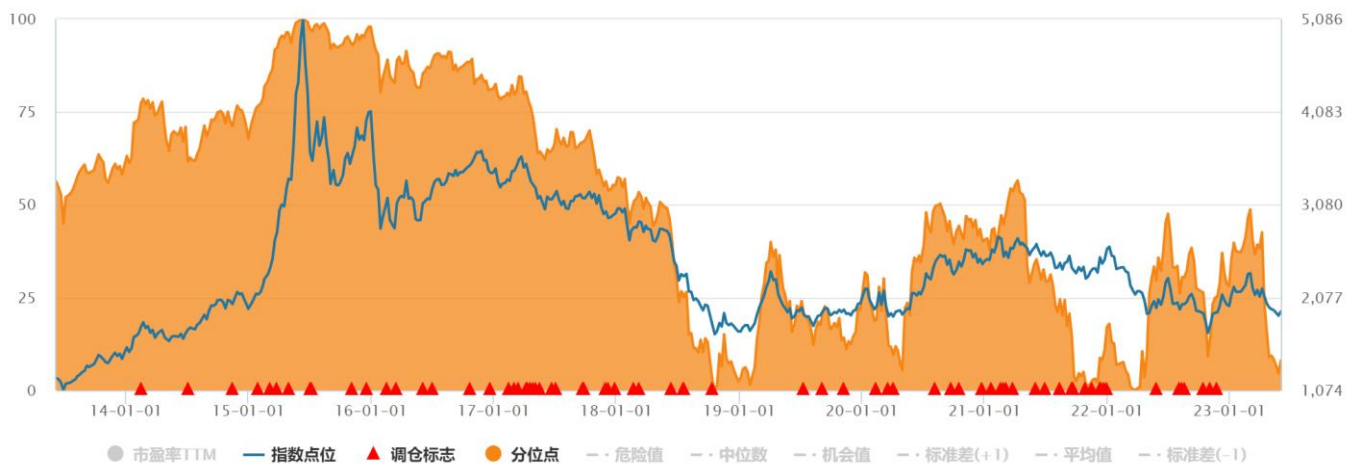
当前板块 PE TTM 估值低于历史 10%分位，关注板块估值修复。近期家居板块情绪回调，当前板块 PE TTM 估值处于近 10 年历史 8%分位，多数公司 23 年当年 PE 低于历史 20%分位。我们认为，过去一段时间的估值回调已较为充分地反映了在当前经济环境下，市场对于家居行业景气降温的悲观预期。根据历史经验，家居板块每一轮行情往往在估值低位蓄势，且考虑到未来几个季度业绩表现仍有支撑，建议关注板块估值修复机会。公司推荐定制行业欧派家居、志邦家居、索菲亚、金牌厨柜，建议关注尚品宅配、我乐家居、好莱客、梦天家居；软体推荐慕思股份、喜临门、敏华控股、顾家家居；建议关注受益于竣工逻辑大宗业务占比高的江山欧派、皮阿诺、王力安防，家居卖场龙头美凯龙、居然之家，以及受益于智能化渗透率提升的国产卫浴龙头箭牌家居。

图 10：家居板块估值与地产销售同步性较高

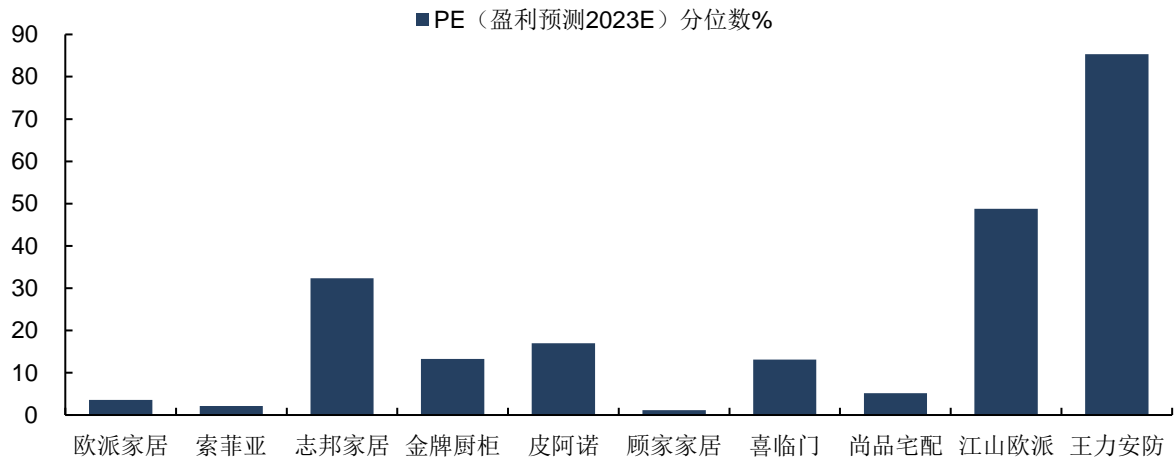


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：当前家居用品指数 PE TTM 处于近 10 年历史 8%分位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 多数公司估值处于历史 20%分位以下


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (23 年盈利预测来自 wind 一致预期)

表 1: 重点公司估值表

| 公司名称 | 股价 | 市值 (亿元) | — 归母净利 (亿元) — | | — PE — | | PB (MRQ) |
|-----------|----------|------------|---------------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | 2023/6/2 | | 2023E | 2024E | 23PE | 24PE | |
| 欧派家居* | 99.4 | 605.4 | 32.3 | 37.0 | 18.8 | 16.4 | 3.8 |
| 索菲亚* | 16.5 | 150.4 | 16.1 | 15.6 | 9.4 | 9.6 | 2.9 |
| 顾家家居* | 38.3 | 314.8 | 20.9 | 24.7 | 15.1 | 12.8 | 3.4 |
| 喜临门* | 25.2 | 97.4 | 6.8 | 8.5 | 14.3 | 11.4 | 2.7 |
| 慕思股份* | 32.5 | 130.2 | 8.7 | 9.9 | 15.0 | 13.2 | 3.2 |
| 曲美家居 | 5.5 | 32.1 | - | - | - | - | 1.6 |
| 尚品宅配 | 23.3 | 46.2 | 2.3 | 3.2 | 19.8 | 14.6 | 1.3 |
| 志邦家居* | 29.1 | 90.7 | 6.4 | 7.6 | 14.2 | 12.0 | 3.1 |
| 金牌厨柜 | 32.7 | 50.5 | 4.2 | 4.8 | 12.0 | 10.5 | 1.9 |
| 江山欧派* | 51.0 | 69.7 | 3.6 | 5.2 | 19.2 | 13.3 | 4.8 |
| 敏华控股* | 5.4 | 210.2 | 23.7 | 27.6 | 8.9 | 7.6 | - |
| 我乐家居 | 7.9 | 25.0 | 1.9 | 2.2 | 13.4 | 11.4 | 2.4 |
| 好莱客 | 10.5 | 32.7 | 3.1 | 3.6 | 10.6 | 9.1 | 1.1 |
| 皮阿诺 | 17.6 | 32.9 | 2.6 | 4.0 | 12.8 | 8.1 | 2.6 |
| 王力安防 | 9.9 | 44.0 | 2.1 | 2.9 | 20.7 | 15.0 | 2.6 |
| 平均 | | | | | 14.6 | 11.8 | 2.7 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: *为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期, 敏华控股单位为港元

四、风险因素

经济复苏不及预期风险: 家居板块消费受宏观经济影响较大, 若国内经济景气下行, 或将影响内需消费支出意愿, 家居板块企业收入也将受到较大影响, 提示宏观经济波动风险。

原材料成本大幅上涨风险: 原材料成本对家居行业上市公司的盈利能力影响较大, 若出现原材料价格大幅上涨的情况, 企业盈利能力或将受到较大影响, 提示原材料成本大幅提升的风险。

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 粟琳 | 18810582709 | sulin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |

| | | | |
|-------|------|-------------|---------------------------|
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。