



Research and
Development Center

家居行业景气 and 地产相关性探讨

轻工制造

2023 年 08 月 20 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

家居行业景气 and 地产相关性探讨

2023年08月20日

本期内容提要：

- **核心观点：**本篇报告从渠道和品类两个维度，来分析家具行业景气和地产的相关性，有助于我们理解为何今年地产竣工和家居企业业绩表现分化。
- **年初以来地产竣工持续较好，但家居行业景气环比明显降温。**据国家统计局数据，2023年1-7月家具社零累计同比+3.2%、7月当月同比+0.1%；1-6月规模以上工业企业家具制造收入累计同比-9.9%，6月当月同比-18.1%。地产方面，1-7月住宅竣工面积累计同比+20.8%、7月当月同比+38%；1-7月住宅销售面积累计同比-4.3%、7月当月同比-24.9%。回顾过去2年，我们发现竣工和家居行业景气以及上市公司经营表现的差异，并非是今年才出现，住宅竣工面积2021、2022、1H23分别同比+10.8%、-14.3%、+18.5%，但家居企业11家重点公司同期营收分别同比+33%、+5%、+5.3%（1H23营收增速为我们预计）。
- **与市场不同的观点：to B看竣工、to C看销售。**当前市场多数观点认为，地产竣工代表当年新房需求，由于家居企业目前客户结构仍以新房为主，因此竣工波动直接影响家居企业业绩。我们认为，随着家居企业的业务结构迭代，工程渠道和存量翻新需求增加，将行业需求锚定竣工这单一指标意义有限。高频稳态下，我们以季度作为最小时间单位分渠道看：1) B端受竣工周期影响明显，由于近年地产环境变化较大，我们对比1Q18以来历史数据发现，竣工波动对于家居企业大宗营收影响更为显著。2) 零售渠道增速与竣工变化相关度有限，而与地产销售呈现一定同步性。我们认为此差异主要原因有二，一是零售渠道具备扩品类提单值逻辑，受新房竣工影响相对有限；二是因零售渠道具备更强的可选大宗消费属性，且以上市公司代表的家居品牌普遍定位中产消费群体，其消费意愿受经济环境以及地产销售反映的财富效应影响较大，通过影响改善型客户数以及客单值从而对企业收入造成一定影响。**地产周期对成熟赛道的影响日益凸显，企业需通过集成化、品牌化发展平滑周期。**历史数据表明，竣工波动对于成熟品类赛道的企业影响日益明显，如地板、橱柜、卫生陶瓷等B端业务占比较高且市场格局较为成熟的子行业，而具备渗透率/客单值提升逻辑的品类如定制衣柜、床垫、智能坐便器等龙头企业的此类业务与竣工相关性较小。进一步我们认为，成长赛道龙头以及扩品类逻辑顺畅的企业，长期也有望在竣工周期里实现更平稳的发展，看好装修次序靠前的定制企业向后集成，以及具备强品牌力的软体企业份额提升。
- **投资建议：政策驱动下关注估值修复，基本面回暖关注经济和地产销售趋势。**我们认为，首先，短期看市场对于家居板块季报的担忧经历前期调整已有所反映，随着“政策底”拐点出现，板块存在一定悲观预期修正带来的估值修复空间，建议关注板块估值修复。其次，市场情绪短期波动不影响EPS变化趋势，展望23Q4-24Q1，我们认为家居板块

业绩增速环比显著改善仍是大概率事件。再次，若后续随着相关支持政策进一步落地，带来行业真实需求回暖，则未来业绩预期仍有上修空间，其中龙头企业通过品牌强化、渠道转型升级、多品类布局有望进一步强化基本面确定性。推荐阿尔法标的欧派家居、志邦家居、顾家家居，建议关注低估值金牌厨柜、索菲亚、我乐家居，推荐优质赛道龙头箭牌家居、慕思股份、喜临门。

- **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、基本面：竣工回升 vs. 家居景气偏弱	5
二、to B 看竣工、to C 看销售	6
三、看好集成化、品牌化发展趋势	8
四、投资建议	9
风险因素	10

表 目 录

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

图 目 录

图 1: 23 年 1-7 月住宅竣工面积同比+20.8%	5
图 2: 23 年 1-7 月住宅销售面积同比-4.3%	5
图 3: 23 年 1-7 月家具社零总额累计同比+3.2%	5
图 4: 23 年 1-6 月家具制造业收入累计同比-9.9%	5
图 5: 家居企业季度收入与竣工同步性有限	6
图 6: 工程渠道收入与竣工同步性较高, 零售渠道与竣工相关度有限	6
图 7: 季度维度, 零售渠道收入与地产销售呈现一定同步性	7
图 8: 年度维度, 零售渠道收入与地产销售呈现一定同步性	7
图 9: 成熟品类受地产周期影响日益明显	8
图 10: 成长品类受地产周期影响有限	8
图 11: 索菲亚衣柜增长驱动分拆	9
图 12: 欧派衣柜增长驱动分拆	9

一、基本面：竣工回升 vs. 家居景气偏弱

年初以来地产竣工持续较好，但家具行业景气环比明显降温。据国家统计局数据，2023年1-7月家具社零累计同比+3.2%、7月当月同比+0.1%；1-6月规模以上工业企业家具制造收入累计同比-9.9%，6月当月同比-18.1%。地产方面，1-7月住宅竣工面积累计同比+20.8%、7月当月同比+38%；1-7月住宅销售面积累计同比-4.3%、7月当月同比-24.9%。

图 1：23 年 1-7 月住宅竣工面积同比+20.8%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：23 年 1-7 月住宅销售面积同比-4.3%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：23 年 1-7 月家具社零总额累计同比+3.2%



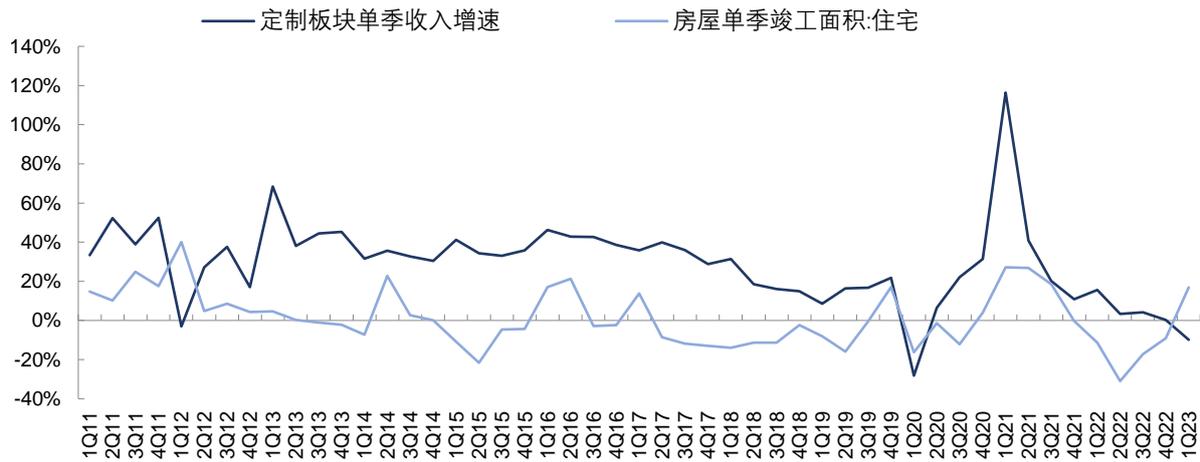
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：23 年 1-6 月家具制造业收入累计同比-9.9%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

- 回顾历史，我们发现竣工和家居行业景气以及上市公司经营表现的差异，并非是今年才出现。住宅竣工面积 2021、2022、1H23 分别同比+10.8%、-14.3%、+18.5%，但家居企业 11 家重点公司同期营收分别同比+33%、+5%、+5.3%（1H23 营收增速为我们预计）。更长时间 1Q11 以来，考虑到软体企业过去有并购影响扰动，我们仅用 8 家定制企业为样本，在早年定制渗透率提升的趋势下，2017 年以前定制企业受竣工影响较小；2017-2021 年期间，定制企业收入增速变化趋势与当季竣工同步性也较为有限。

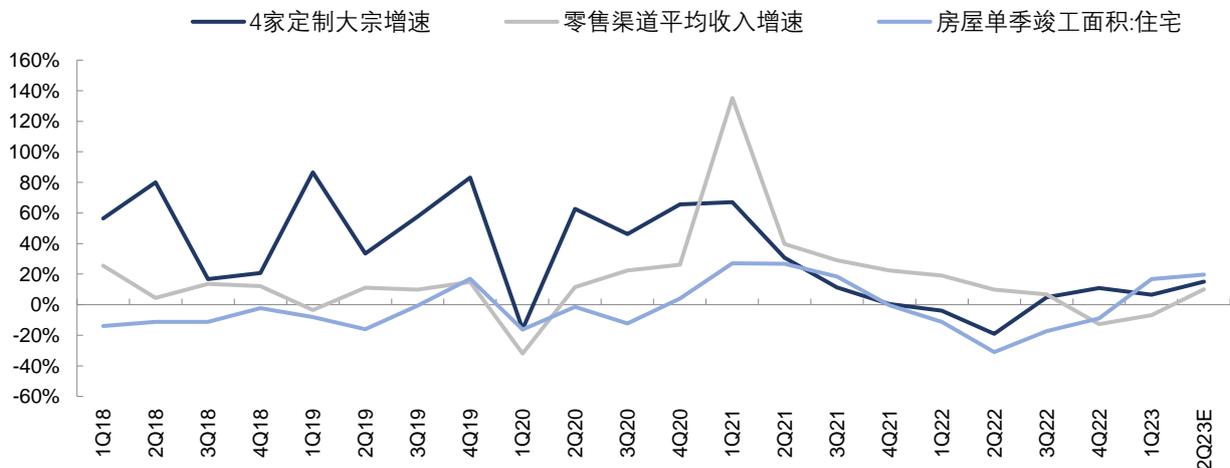
图 5：家居企业季度收入与竣工同步性有限


资料来源：Wind，信达证券研发中心

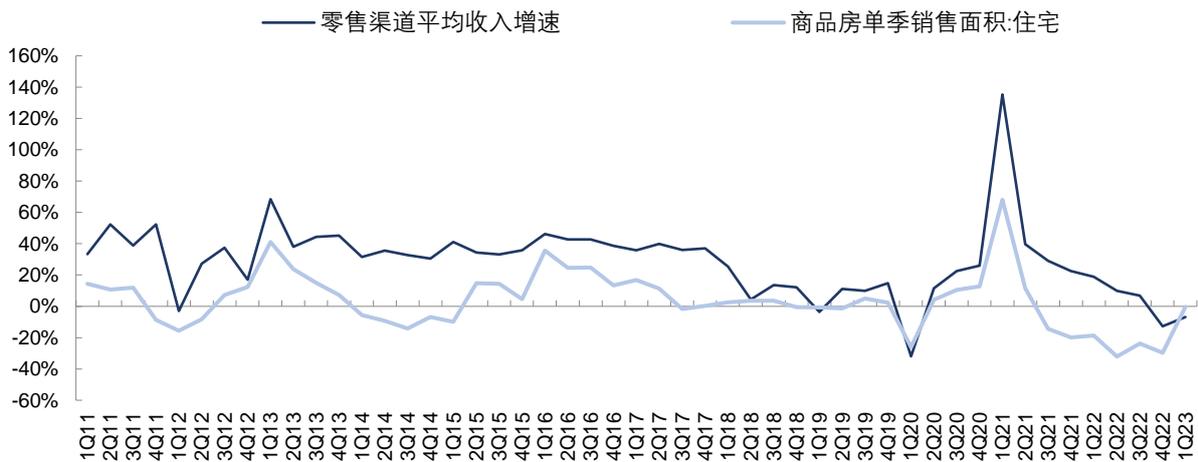
二、to B 看竣工、to C 看销售

当前市场多数观点认为，地产竣工代表当年新房需求，由于家居企业目前客户结构仍以新房为主，因此竣工波动直接影响家居企业业绩。我们认为，随着家居企业的业务结构不断迭代、工程渠道和存量翻新需求增加，过去将行业需求锚定竣工这单一指标已不完全适用。高频稳态下，我们以季度作为最小时间单位分渠道看：

- 1) B 端受竣工周期影响明显，由于近年地产环境变化较大，我们对比 1Q18 以来历史数据发现，竣工波动对于家居企业大宗营收影响更为显著；
- 2) 零售渠道增速与竣工变化相关度有限，而与地产销售呈现一定同步性。我们认为此差异主要原因有二，一是零售渠道具备扩品类提单值逻辑，受新房竣工影响相对有限；二是因零售渠道具备更强的可选大宗消费属性，且以上市公司代表的家居品牌普遍定位中产消费群体，其消费意愿受经济环境以及地产销售反映的财富效应影响较大，通过影响改善型客户数以及客单值从而对企业收入造成一定影响。

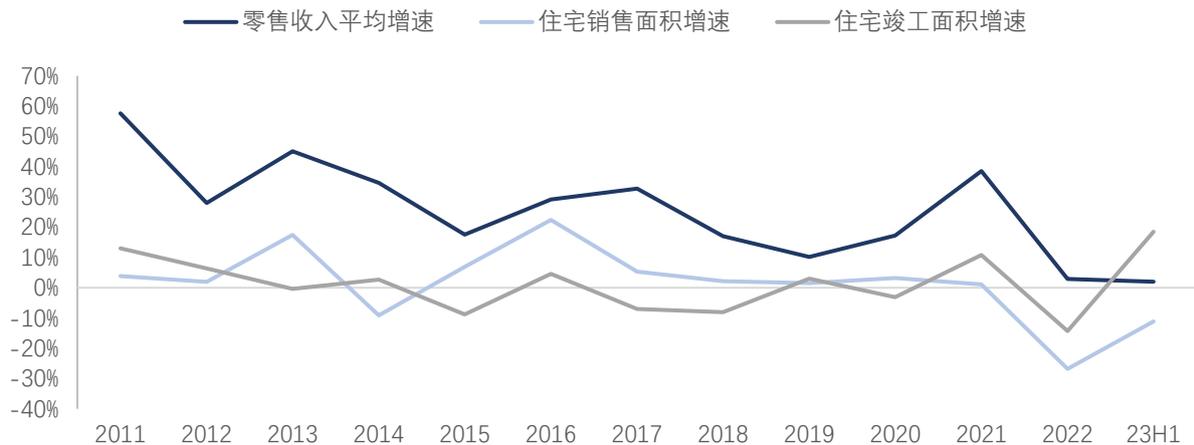
图 6：工程渠道收入与竣工同步性较高，零售渠道与竣工相关度有限


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7: 季度维度, 零售渠道收入与地产销售呈现一定同步性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

进一步地, 以年度作为最小时间单位来看, 相比当年地产竣工表现, 样本企业零售渠道收入增速与地产销售的同步性也更高。

图 8: 年度维度, 零售渠道收入与地产销售呈现一定同步性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、看好集成化、品牌化发展趋势

分品类看，地产周期对成熟单品的影响日益凸显，企业需通过集成化、品牌化发展平滑周期。历史数据表明，竣工波动对于成熟单品赛道的企业影响更为明显，如地板、橱柜、卫生陶瓷等B端业务占比较高且市场格局较为成熟的子行业，而具备渗透率/客单值提升逻辑的品类如定制衣柜、床垫、智能坐便器等龙头企业的此类业务与竣工相关性较小。

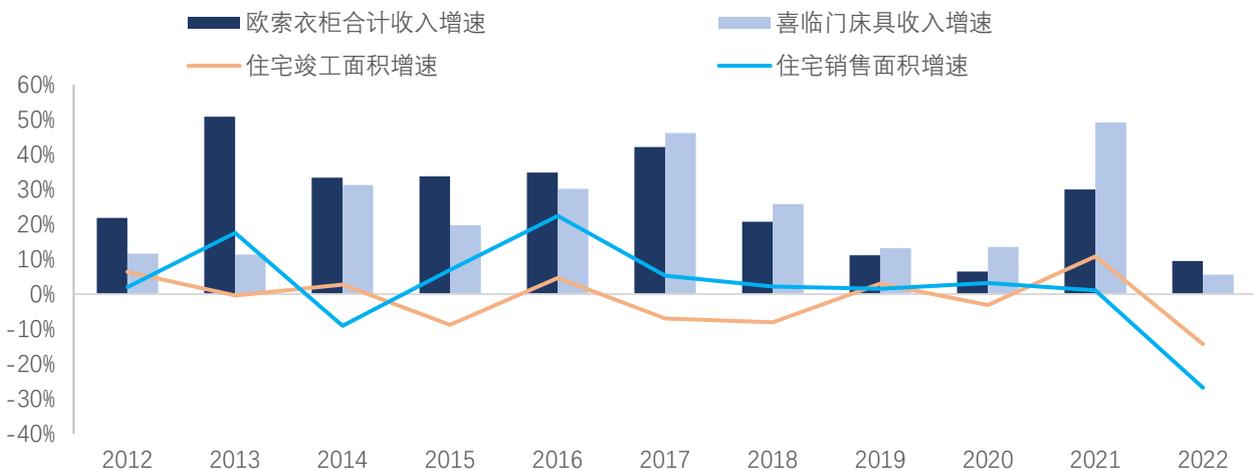
图 9：成熟品类受地产周期影响日益明显



资料来源：Wind，信达证券研发中心

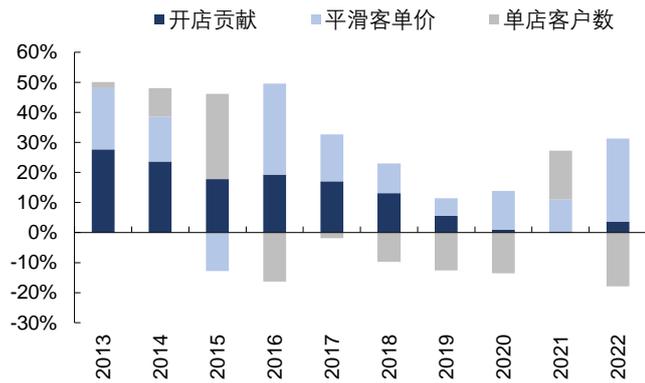
注：3家橱柜企业为欧派家居、志邦家居、金牌橱柜

图 10：成长品类受地产周期影响有限

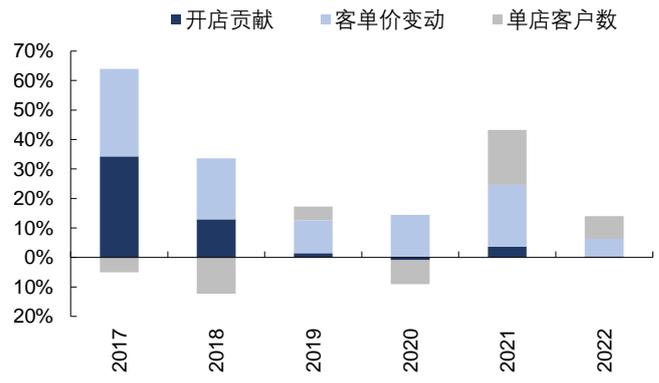


资料来源：Wind，信达证券研发中心

进一步我们认为，成长赛道龙头、以及扩品类逻辑顺畅的企业，长期也有望在竣工周期里实现更平稳的发展，看好装修次序靠前的定制企业向后集成，以及具备强品牌力的软体企业份额提升。从衣柜龙头历史增长驱动分拆表明，开店对于收入增长拉动明显减弱，转为同店增长；而在近年经济环境变化以及渠道快速分流的背景下，同店增长主要依靠客单价的提升。

图 11: 索菲亚衣柜增长驱动分析


资料来源: Wind, 公司年报, 信达证券研发中心

图 12: 欧派衣柜增长驱动分析


资料来源: Wind, 公司年报, 信达证券研发中心

四、投资建议

政策驱动下关注估值修复, 基本面回暖关注经济和地产销售趋势。我们认为, 首先, 短期看市场对于家居板块三季报的担忧经历前期调整已有所反映, 随着“政策底”拐点出现, 板块存在一定悲观预期修正带来的估值修复空间, 建议关注板块估值修复。其次, 市场情绪短期波动不影响 EPS 变化趋势, 展望 23Q4-24Q1, 我们认为家居板块业绩增速环比显著改善仍是大概率事件。再次, 若后续相关支持政策进一步推进, 带来行业真实需求回暖, 则未来业绩预期仍有上修空间, 其中龙头企业通过品牌强化、渠道转型升级、多品类布局有望进一步强化基本面确定性。推荐阿尔法标的欧派家居、志邦家居、顾家家居, 建议关注低估值金牌厨柜、索菲亚、我乐家居, 推荐优质赛道龙头箭牌家居、慕思股份、喜临门。

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)
	2023/8/18		2022E	2023E	22PE	23PE	
欧派家居*	97.2	592.3	30.7	35.7	19.3	16.6	3.9
索菲亚*	18.4	167.9	13.7	16.1	12.3	10.5	3.2
顾家家居*	41.3	339.2	19.3	22.3	17.6	15.2	4.1
喜临门*	23.0	89.0	6.2	7.3	14.3	12.2	2.4
慕思股份*	35.1	140.2	7.1	8.7	19.8	16.1	3.5
曲美家居	5.5	32.3	-	-	-	-	1.6
尚品宅配	19.8	39.3	2.4	3.2	16.6	12.5	1.2
志邦家居*	24.4	106.6	6.5	7.4	16.5	14.5	3.9
金牌厨柜	32.2	49.7	4.0	4.8	12.6	10.3	2.0
江山欧派	38.7	68.6	4.2	5.2	16.3	13.1	5.9
敏华控股	6.0	233.6	23.4	27.2	10.0	8.6	-
我乐家居	8.0	25.2	1.8	2.2	13.7	11.7	2.6
好莱客	10.3	32.2	3.1	3.6	10.4	8.9	1.2
皮阿诺	17.5	32.7	2.0	2.9	16.1	11.1	2.6
王力安防	10.7	47.1	2.1	2.9	22.6	16.3	3.0
平均					15.6	12.7	2.9

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)

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。

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。