

Call 家居板块，推荐“长跑冠军、低估值龙头和精装工程龙头”三条主线

家居行业

核心结论：

我们看好年底前家居板块的表现，主要是基于：地产竣工端回暖、政策宽松促进消费、龙头公司三季度订单回升以及到四季度估值切换，目前家居龙头公司普遍估值吸引力突出。首次覆盖家居行业，给予推荐评级，我们推荐三条主线，1) 长跑冠军（有潜力成长为巨头）：重点推荐欧派家居、美凯龙、顾家家居、索菲亚，关注敏华控股（H股）、尚品宅配；2) 低估值的二线龙头（PEG吸引力强）：关注志邦家居、好莱客；3) 精装房大势所趋，工程龙头迎弯道超车良机：关注瓷砖龙头。

分析：

► **家居板块今年以来整体表现差强人意，估值处在低位；海外资金整体增持。**

受国内地产调控趋紧、中美贸易出口紧张、精装整装截流以及行业内部竞争加剧等影响，家居板块整体承压，年初至今上涨16%，相比沪深300跑输13个百分点。目前板块平均PE估值22倍，大部分公司不足20倍，处在历史低位。截至2019年9月2日，顾家家居、索菲亚、尚品宅配、欧派家居处于北上资金持股比例领先地位，分别为16.13%、13.91%、11.27%和8.7%；年初至今欧派家居和索菲亚北上资金持股比例上升较大，分别为+4.99%和+3.57%，其他大部分公司也有不同程度的增幅；南下资金方面，敏华控股持股小幅增持0.24%，红星美凯龙增持3.64%。随着积极因素逐渐增多，我们认为家居企业下半年业绩增速逐步回升，板块估值也有望得到修复，或迎来戴维斯双击。

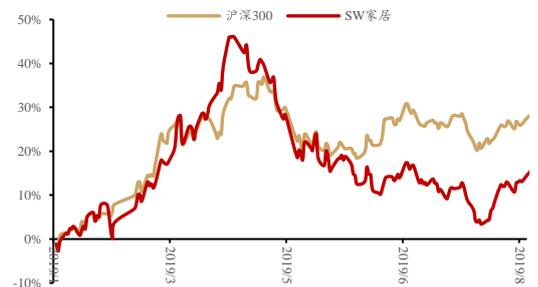
► **中报披露完毕，部分龙头Q2已经有明显改善，Q3业绩或超预期。**

中报已披露完毕，家居板块内公司Q1业绩表现受内忧外患影响而表现一般，Q2部分龙头公司已有明显改善，索菲亚、喜临门、志邦家居、金牌橱柜等营收和归母净利Q2较Q1均有明显回暖。我们判断，Q3龙头公司订单普遍回暖，预计部分同比20%+，其中顾家的全民顾家日第六季（7.27-8.18）实现零售总额16.86亿，同比增长45%。我们预计主要受益于需求回暖（一二线核心城市更明显）、去年同期基数较低以及龙头自身进一步挤占中小企业份额等因素，龙头公司Q3业绩或超预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：010-51662928

► **地产竣工端有望改善；地产调控对家居影响不必过度悲观。**

2019年1-7月房屋竣工面积同比下降11.3pct，其中7月同比下降0.6pct，降幅已有明显收窄。据以往经验，下半年特别是四季度是交房的集中期，同时在融资环境相对好转、强制交房周期约束条件下，我们预计竣工面积有望进一步改善，家居作为后周期板块也将受益。另一方面，2019年1-7月，全国商品房销售面积同比下降1.3pct，7月降幅有所收窄，但预计后续房地产销售情况改善不大。目前房地产销售情况与偏稳为主的房地产调控政策和宏观经济下行相关，但我们认为：地产调控政策更多影响的是新房销售及投机性二手交易，对于存量房翻新和刚性需求的影响有限，按照住房翻新周期为10-15年计算，目前大量老房已经达到“换装”年限，未来存量房市场家居需求巨大，存量房翻新需求占比将逐渐上升，我们估计到2020年将会达到35%以上，一线城市达到55%以上。因此对于地产对家居的影响不必过度悲观。此外，龙头公司积极采取扩品类、渠道多元等方式来应对周期下行，成长潜力仍然较大。

► **出口面临高关税，短期承压，但长期有利于竞争格局改善。**

由于受贸易战关税冲击，出口占比相对较高的床垫、地板、沙发（出口超20%）等子板块，及其中对美出口依赖性强的企业，短期内将承受一定的压力。但从长期来看影响有限，并利好龙头，我们以沙发为例：1）中国对美沙发出口（占美国进口的50%+）可替代性低，出口规模仍可维持；2）由于议价能力弱、盈利水平低，中小企业逐渐退出市场，出口竞争格局持续改善，敏华控股和顾家家居等出口龙头企业将从中获益；3）目前人民币持续贬值也有利于出口企业，且龙头可与客户共担成本提升，预计将保持一定正向盈利。

► **精装房大势所趋，工程龙头迎来弯道超车良机。**

精装房自政策推行以来，其渗透率不断提高，精装比例由2013年的8.6%升至2018年的近27.5%，TOP3地产商精装比例达到100%。我们预计中长期精装修渗透率将上升至70%，三、四线城市将成为精装房的主要增长点。在精装房大势带领下，家居工程龙头将会更为强势，龙头企业资金更为充足，服务能力和区域匹配程度也更受青睐，地产商也更为倾向于同细分龙头合作，家居工程龙头将迎来黄金发展期。我们重点关注瓷砖工程龙头，B端业务盈利好于C端，有望迎来弯道超车的良机。

风险提示：宏观经济下行，房地产销售下滑；贸易战进一步加深，出口面临严峻挑战；原材料价格大幅波动。

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603833.SH	欧派家居	122.49	3.74	4.47	5.29	32.74	27.41	23.18
601828.SH	美凯龙	11.15	1.15	1.26	1.45	9.71	8.84	7.69
603816.SH	顾家家居	34.51	1.64	1.98	2.35	21.00	17.47	14.66
300616.SZ	尚品宅配*	84.60	2.40	3.00	3.60	35.25	28.20	23.50
002572.SZ	索菲亚	19.20	1.04	1.16	1.29	18.49	16.49	14.86
603008.SH	喜临门*	11.54	-	0.80	0.90	-	14.43	12.82
603801.SH	志邦家居*	20.14	1.80	1.50	1.70	11.19	13.43	11.85
603898.SH	好莱客*	15.08	1.30	1.40	1.60	11.60	10.77	9.43
002818.SZ	富森美*	12.75	1.60	1.10	1.10	7.97	11.59	11.59
603180.SH	金牌厨柜*	58.65	2.90	3.70	4.40	20.22	15.85	13.33

资料来源：Wind，华西证券研究所，*为wind一致性预测

表 1 部分龙头家居公司 Q2 营收和归母净利表现回暖

公司	营业收入 (百万元)		归母净利 (百万元)		营收增速 (%)		归母净利增速 (%)	
	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2	2019Q1	2019Q2
603833.SH 欧派家居	2203.0	3307.0	92.0	540.7	15.6%	12.5%	25.1%	13.5%
601828.SH 美凯龙	3535.0	4222.1	1314.0	1391.5	22.4%	21.1%	11.1%	-25.0%
603816.SH 顾家家居	2459.8	2550.4	295.4	263.3	32.8%	16.1%	10.0%	23.0%
300616.SZ 尚品宅配	1273.9	1863.6	-22.6	186.0	15.7%	5.6%	-31.6%	18.9%
002572.SZ 索菲亚	1184.9	1957.5	106.9	284.1	-4.7%	12.2%	3.7%	6.8%
603008.SH 喜临门	838.6	1203.2	23.5	129.6	-5.6%	25.9%	-56.0%	86.6%
603801.SH 志邦家居	414.2	734.7	31.6	78.5	5.2%	13.3%	4.9%	21.4%
603898.SH 好莱客	362.5	575.0	38.4	110.3	5.2%	3.0%	8.2%	-24.2%
002818.SZ 富森美	337.3	444.4	185.3	219.3	2.8%	7.2%	4.2%	2.8%
603180.SH 金牌厨柜	278.1	507.2	19.1	50.7	6.2%	33.1%	2.7%	18.7%

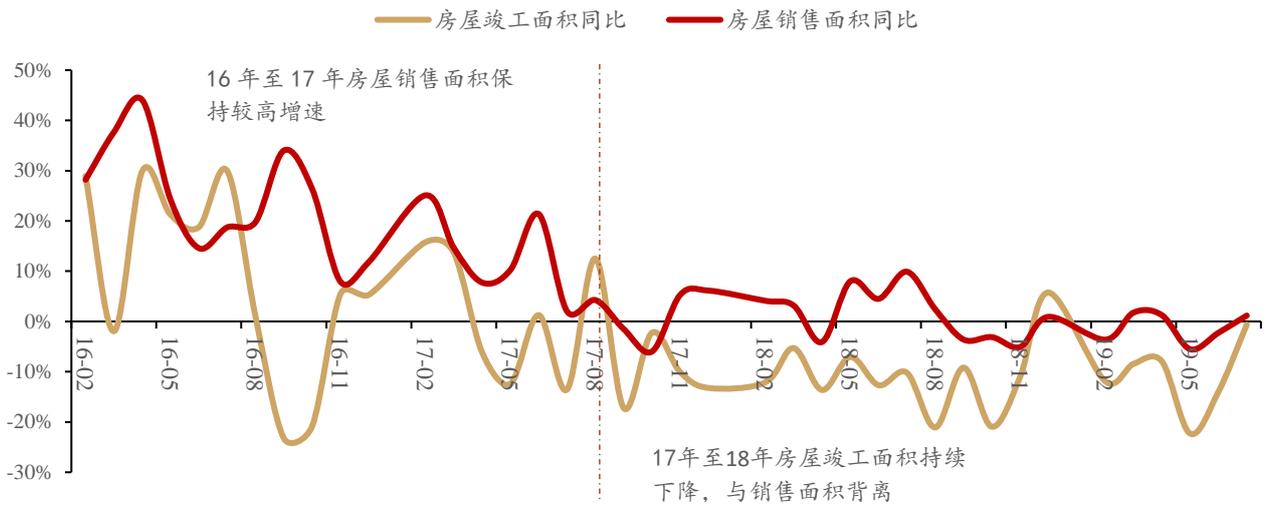
资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 家居公司海外资金情况

	2018-12-28	2019-3-22	2019-4-26	2019-5-24	2019-6-28	2019-7-23	2019-8-30	2019-9-2
北上资金持股占 A 股标的流通股比例 (%)								
顾家家居	23.33	24.73	14.48	15.45	12.49	12.43	15.32	16.13
索菲亚	10.28	11.83	15.40	11.85	13.09	11.75	13.44	13.91
尚品宅配	9.97	10.23	10.40	10.63	10.70	9.96	11.24	11.27
欧派家居	3.71	7.85	7.92	7.94	7.65	7.46	8.71	8.70
好莱客	1.31	1.60	0.41	1.34	2.48	3.40	4.81	4.88
宜华生活	0.91	3.92	2.82	1.72	2.03	1.48	1.09	1.27
美凯龙	2.10	1.08	0.81	0.83	0.90	0.95	0.79	0.85
喜临门	0.95	0.95	0.90	0.28	0.76	0.06	0.83	0.62
美克家居	0.06	0.41	0.20	0.10	0.12	0.04	0.19	0.26
南下资金持股占港股标的总股本比例 (%)								
敏华控股	17.47	17.08	17.03	16.21	17.89	17.75	17.71	17.71
红星美凯龙	10.91	12.80	13.94	13.80	14.10	13.89	14.45	14.55

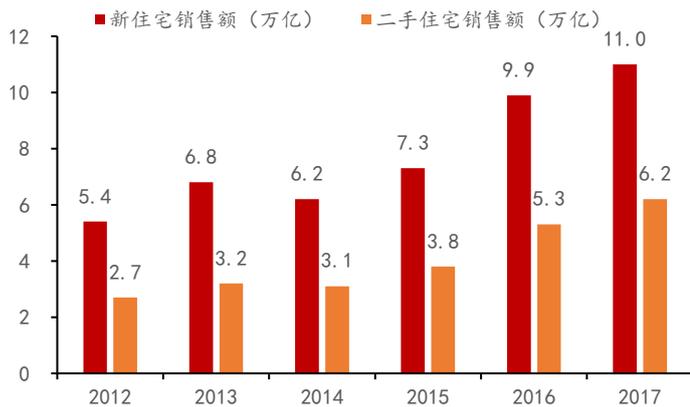
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1 房屋竣工面积和销售面积同比有所背离（当月值）



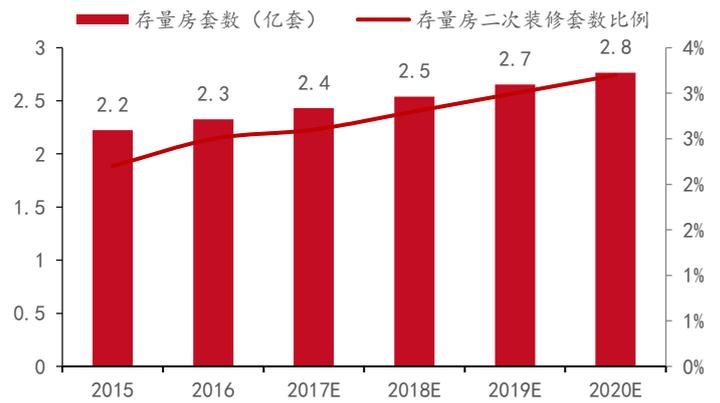
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 二手住宅销售额不断增加



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 存量房二次装修套数占比逐渐提升



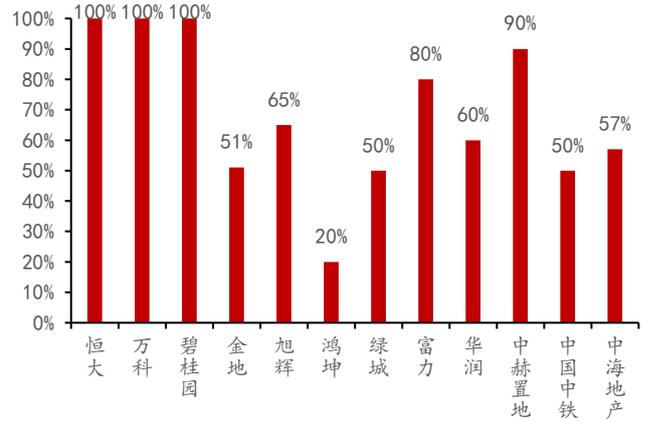
资料来源: Wind, 弗若斯特沙利文报告, 华西证券研究所

图 4 美元兑人民币汇率走势



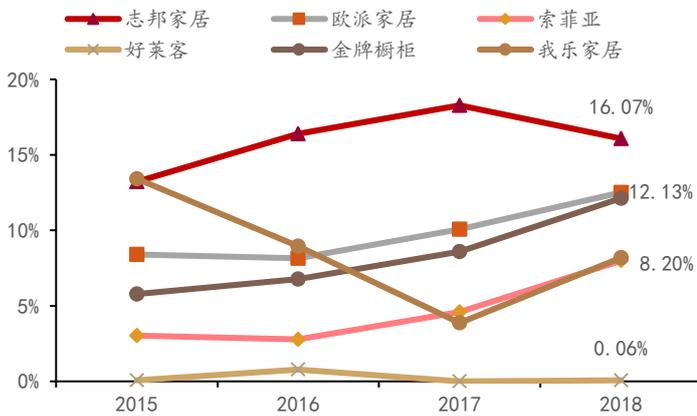
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 龙头企业新房精装修比例高



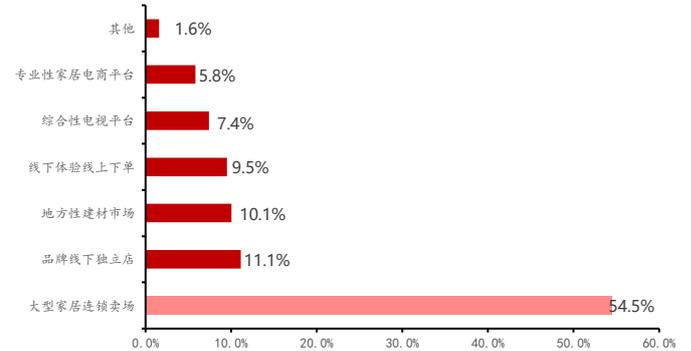
资料来源: Wind, 弗若斯特沙利文报告, 华西证券研究所

图 6 各大家居企业工程端业务占比



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 7 家居渠道多元化



资料来源: 全装联, 公司年报, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司、方正证券，所在团队获2015年新财富第5名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。