

轻工制造

中国家居消费中长期需求增长几何？美国家居消费研究的启示——泛家居产业研究系列之四

证券研究报告

2019年11月18日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

李杨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110004
liyong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:交房回暖持续验证,推荐阅读产业链数据报告,持续看好加热不燃烧》 2019-11-17
- 2 《轻工制造-行业专题研究:竣工面积快速回升验证年初判断,交房回暖持续性有望超预期——家居板块数据跟踪报告第十一期》 2019-11-14
- 3 《轻工制造-行业研究周报:本周专题:家居“双十一”价格观察;推荐竣工链和加热不燃烧》 2019-11-10

对于家居行业,市场担心未来受到我国新房销售面积逐渐回落和精装修占比提升等因素冲击,其中长期需求,尤其是零售端的需求也会随之见顶。我们这篇报告主要是从两个角度去回答如何看待我国家居行业中长期需求这个问题。①以发达市场作为参考。仔细研究了美国家居行业的消费需求变化趋势、美国家居消费和房地产的关系、美国家居消费增长和其他消费品的异同等问题。②构建了测算中国中长期需求的家居消费模型。

总结下来,美国家具行业的消费有以下特点:1)美国家具消费长期保持较高增长。从美国商务部统计的家具和家用装饰店零售额来看,1992年零售额是523亿美元,2018年为1166亿美元,26年间的CAGR为3.13%。而根据美国经济分析局对个人消费的统计,美国个人在家具和家用设备上的支出从1929年至2018年的CAGR为5.2%,高于3.22%的GDP复合增速。2)美国家具零售增长明显强于住房交易。我们把美国新屋和成屋销售套数之和与家具零售额做比较,发现变动趋势有一定相关性,但美国新房成交从1963年以来,就呈波动态势,没有过趋势性的上涨,而家具、家用设备个人消费比1963年时增长了19.5倍。所以驱动美国家具、家电消费的长期主要因素是在住房翻新和单套住房对应的装修消费额提升,而受房地产交易的影响有限。3)美国家具消费长期增速快于食品和服装。1929~2018年,家具和家用设备消费的CAGR是5.2%,高于食品的4.7%和服装的4.3%。而在此间每二十年,家具和家用设备消费的复合增速几乎都高于食品和服装,只有在1989~2009年间低于食品的消费,这主要是由于期间正好经历了金融危机。

我们构建模型测算了中国定制家居行业2020-2030年的消费需求,零售市场规模将平稳增长,CAGR为7.13%。我们基于三点核心假设,分别是2020~2030年商品房销售面积平均增速为-4.2%,精装修比例每年提升2%,二手房翻新周期假设为15-25年,且我们只考虑过去销售的商品房有翻新需求。

我们的测算得出以下结果:1)定制衣柜:到2030年零售市场规模有望达到740亿元,2020~2030年CAGR为6.89%;2)定制橱柜:到2030年零售市场规模有望达到996亿元,2020~2030年CAGR为3.88%。3)系统柜:到2030年零售市场规模有望达到854亿元,2020~2030年CAGR为13.53%。4)总体规模:到2030年零售/精装市场规模有望达到2589亿元(出厂价口径),2020~2030年CAGR为7.13%。

我们的模型除了计算出数据,更想揭示清楚的是增长数据背后的驱动因素。故我们选取新增存量房套数、精装房比例、柜体渗透率、客单价、系统柜每户购买套数做敏感性分析,发现五个变量对定制家居零售市场规模测算结果的影响力比较平均,没有单一变量构成特别重大的影响,每年的装修套数持平微增,而定制渗透率、客单价、系统柜购买套数共同推动定制家居零售市场规模2020~2030年CAGR达到7.13%。

投资建议:家居行业中长期成长性被市场低估,我们一直强调家居股1-2年的逻辑是交房回暖周期,长期逻辑是家居本质属性是消费,从国外经验看新房成交见顶后,家居消费仍会持续增长。家居行业需求则改善逻辑逐步得到验证,预计明年竣工仍将持续改善,销售存韧性,结构上精装房交付量高增更为明确。供给端,虽然竞争比较激烈,但是研究各家促销情况后,我们并没有发现今年价格战加剧的有力证据,考虑定制家居非标属性强和产业链其他企业利润率情况,我们认为未来家居企业当前的利润率仍可维持,但是业绩分化会加剧,选股的重要性突出。选股方面几条思路,一是过去管理优异、产品、渠道战略布局领先的公司,二是橱柜起家的优质公司还可以享受品类扩展的红利,三是工程发展比较快的企业,重点推荐:【欧派家居】、【志邦家居】、【顾家家居】、【惠达卫浴】;重点关注【江山欧派】、【尚品宅配】、【索菲亚】、【好莱客】、【敏华控股】等。

风险提示:交房不及预期;新房销售断崖式下滑;精装房实际比例低于预测



重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-11-15	投资 评级	EPS(元)			P/E		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	104.00	买入	4.45	5.30	6.25	23.37	19.62	16.64
603801.SH	志邦家居	19.50	增持	1.40	1.66	1.89	13.93	11.75	10.32
603816.SH	顾家家居	38.72	买入	1.93	2.22	2.53	20.06	17.44	15.30
603385.SH	惠达卫浴	9.77	增持	0.77	0.94	1.10	12.69	10.39	8.88

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 前言	5
2. 美国家具产品消费情况	5
2.1. 美国家具消费长期保持较高增长	5
2.2. 美国家具消费受房地产影响不大，更多体现为消费属性	6
2.3. 美国家具消费增长优于食品和服装	7
3. 定制家居中长期消费需求测算——未来将保持平稳增长	8
3.1. 定制家居行业市场规模测算方法	8
3.2. 定制衣柜市场规模测算——2020~2030 年 CAGR 为 6.90%	8
3.3. 定制橱柜市场规模测算——2020~2030 年 CAGR 分别为 3.87%	10
3.4. 系统柜市场规模——2020~2030 年 CAGR 分别为 13.53%	11
3.5. 定制家居行业整体规模——2020~2030 年 CAGR 为 7.13%	12
3.6. 敏感性分析	14
4. 投资建议	15
5. 附注	16
5.1. 测算存量房翻新需求	16
5.2. 测算新房装修需求	17
5.3. 测算精装修套数	18

图表目录

图 1: 美国家具零售额 1992 年至 2018 年的符合增速为 3.13%	5
图 2: 美国个人消费支出中家具和家用设备支出从 1929 年至 2018 年的符合增速为 5.2%	5
图 3: 美国家具和家电的消费规模大致相当，且 1992 年之后看，家电的增速是慢于家具的	6
图 4: 美国新房销售 1963~1996 年间呈现波动态势，平均在 60 万套上下，2005 年达到 128 万套	6
图 5: 美国成屋销售占比较大，比较平稳，2004 年达到高点	6
图 6: 美国家具零售的增长明显要强于住房的增长	7
图 7: 美国家具和家用设备个人消费增长更加强劲	7
图 8: 美国家具和家用设备消费增长优于食品和服装	7
图 9: 美国对家具和家用设备的消费增长几乎是在各个时期都高于食品和服装	7
图 10: 未来每年装修总套数保持平稳略有增长，二手房占比提升	8
图 11: 定制家居市场来自于零售和精装修两部分，零售市场由新房装修和存量房需求翻新构成	8
图 12: 机械定制衣柜渗透率不断提升，2015 年为 25%	9
图 13: 定制衣柜零售端消费 2030 年有望达到 740 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 6.90%	9
图 14: 定制橱柜零售端消费 2030 年有望达到 996 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 3.87%	10
图 15: 定制系统柜零售端消费 2030 年有望达到 854 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 13.53%	11
图 16: 定制家居行业零售市场规模 2020~2030 年 CAGR 为 7.13%	12

图 17: 定制家居行业零售市场规模及增速	12
图 18: 定制家居行业精装市场规模及增速	12
图 19: 定制家居整体市场中, 存量房翻新需求贡献力度逐步加大	13
图 20: 定制家居细分品类零售市场规模及增速	13
图 21: 存量房翻新需求测算	16
图 22: 未来竣工房屋面积增速测算过程 (灰色部分为目标倒算数据)	18
图 23: 奥维云测算 2017 年精装房渗透率为 20%, 2020 年有望达 40%	19
图 24: 每年精装房、毛坯房装修和存量房翻新套数	19
表 1: 定制衣柜市场规模测算假设条件及依据	9
表 2: 定制橱柜市场规模测算假设条件及依据	10
表 3: 系统柜市场规模测算假设条件及依据	11
表 4: 存量房需求对于定制家居市场规模增速的敏感性分析	14
表 5: 存量房需求对于定制家居市场规模增速的敏感性分析	14
表 6: 柜体渗透率对于定制家居市场规模增速的敏感性分析	15
表 7: 客单价增速对于定制家居市场规模增速的敏感性分析	15
表 8: 系统柜购买套数增速对于定制家居市场规模增速的敏感性分析	15
表 9: 2018~2035 年新增商品房面积总和测算结果	18

1. 前言

对于家居行业，市场担心未来随着我国新房销售面积逐渐回落，加之精装修等的冲击，其中长期需求，尤其是零售端的需求也会随之见顶。2018 年下半年以来，由于竣工交房较少、国内外宏观经济压力影响消费信心等原因，地产后市行业（家居、家电、消费建材等）的公司业绩都出现不小增长压力，这更加强了市场对家居行业需求的担忧，很多公司估值也都创出历史新低。

那么到底该如何看待我国家居行业中长期的需求？为了回答这个问题，我们这篇报告，首先从发达市场的需求入手，仔细研究了美国家居行业的消费需求是如何变化的？美国家居消费和房地产的关系如何？美国家居消费增长和其他消费品相比如何？等问题。其次，我们这篇报告还构建了一个中国的家居消费模型，对未来中长期需求进行了测算。

2. 美国家具产品消费情况

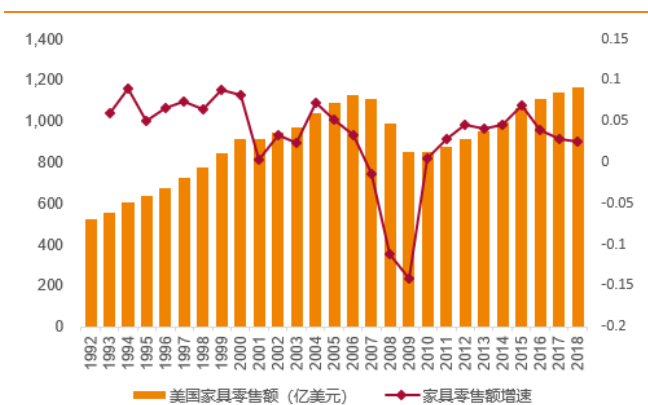
2.1. 美国家具消费长期保持较高增长

我们找到两个指标来衡量美国家具的消费，一个是美国商务部统计的家具和家用装饰店零售额，这个数据是从 1992 年开始统计的；第二个是美国经济分析局统计的家具和家用设备个人消费金额，是从 1929 年就开始统计，这个指标用在 GDP 的核算中，是一个比较全口径的统计，但是没有对家具和家用设备分开的数据，所以我们后续会用到电子和家用电器零售额来推测家具和家电消费金额的数字关系。

从美国商务部统计的家具和家用装饰店零售额来看，1992 年零售额是 523 亿美元，2018 年为 1166 亿美元，26 年间的 CAGR 为 3.13%，这期间受到 2008 年金融危机的影响，零售额一度跌至 847 亿美元，但是之后几年不断增长，在 2017 年超过了 2006 年的高点。

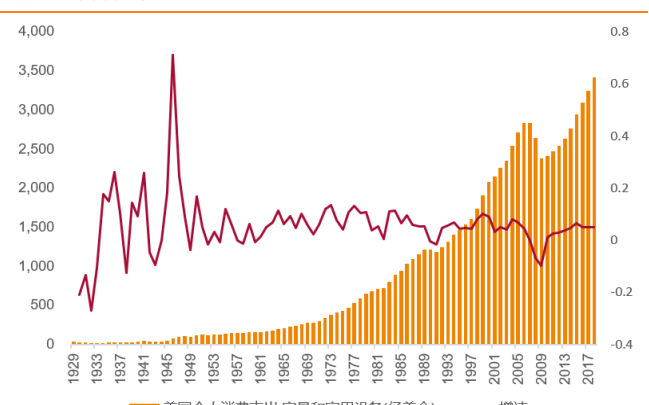
而根据美国经济分析局对个人消费的统计，美国个人在家具和家用设备上的支出从 1929 年至 2018 年的 CAGR 为 5.2%。1992 年该项的消费为 1243 亿美元，2018 年为 3412 亿美元，26 年间的 CAGR 为 3.96%。美国 1929~2018 年 GDP 的复合增速为 3.22%，所以美国居民在家具和家用设备消费上的增速是要快于 GDP 的增长。

图 1：美国家具零售额 1992 年至 2018 年的符合增速为 3.13%



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：美国个人消费支出中家具和家用设备支出从 1929 年至 2018 年的符合增速为 5.2%

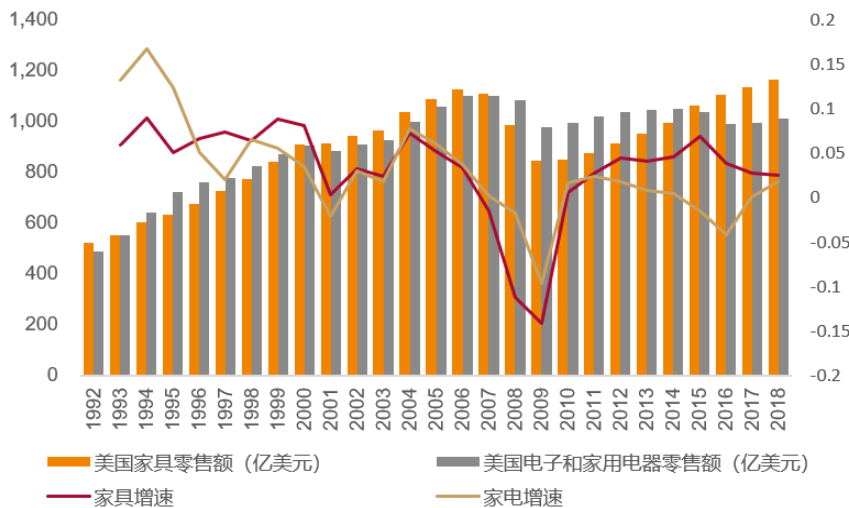


资料来源：WIND，天风证券研究所

讲到这里可能产生一个疑问，就是虽然看家具和家用设备消费额长期增长很不错，但有没有可能主要是家用设备拉动的，家具的增长不多？首先明确一个概念，由于统计口径不同，美国经济分析局统计的消费支出额要高于美国商务部统计的零售额，这是由于零售额主要统计的是线下门店的零售金额，而美国经济分析局统计的消费支出是用在 GDP 核算中的，是全口径的居民部门的消费支出。其次，美国商务部统计的零售额来看，2018 年家

具的零售额是 1166 亿美元，高于电子和家用电器的零售额 1012 亿元，电子和家用电器零售额 1992~2018 年的 CAGR 为 2.85%，也更低一些。由此我们可以得出结论，美国家具和家电的消费规模应该大致相当，且 1992 年之后看（数据长度仅有这么多），家电的增速是慢于家具的。

图 3：美国家具和家电的消费规模大致相当，且 1992 年之后看，家电的增速是慢于家具的

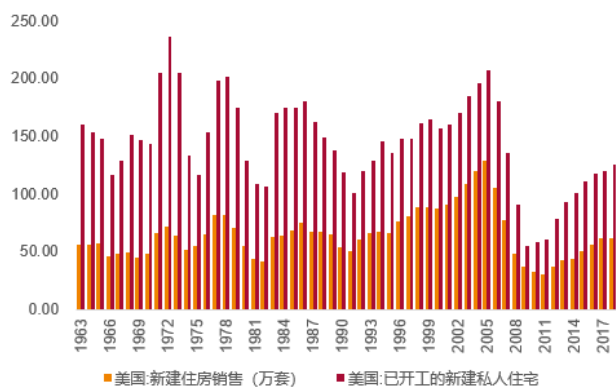


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 美国家具消费受房地产影响不大，更多体现为消费属性

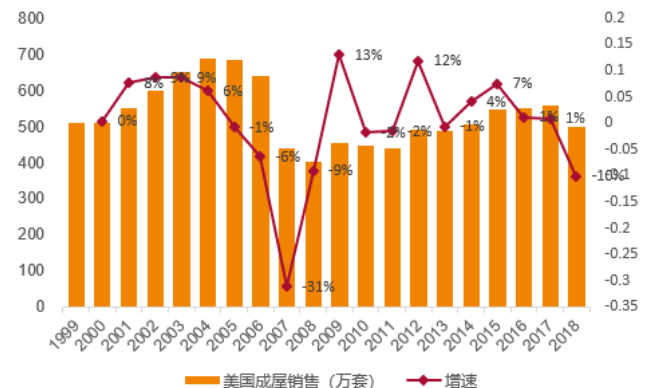
美国当前成屋销售占住宅销售的绝大部分，2018 年成屋销售 500 万套，新建住房销售为 61.7 万套。美国新房销售 1963~1996 年间呈现波动态势，平均在 60 万套上下，2005 年达到 128 万套，在金融危机爆发后，又逐渐下降。成屋销售只有 1999 年之后的数据，也相对比较平稳，2004 年是成交的最高点。

图 4：美国新房销售 1963~1996 年间呈现波动态势，平均在 60 万套上下，2005 年达到 128 万套



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：美国成屋销售占比较大，比较平稳，2004 年达到高点



资料来源：WIND，天风证券研究所

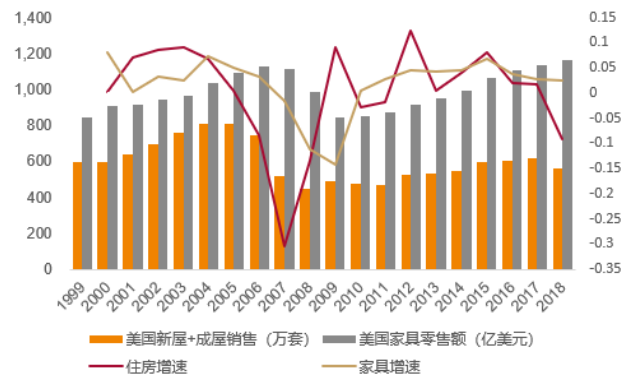
投资者担心地产后市场的相关消费会随着我国新房成交的减少而萎缩，我们把美国新屋和成屋销售套数之和与家具零售额做比较，发现变动趋势有一定相关性，住房销售略领先于家具零售额，但是家具零售的增长明显要强于住房的增长，美国住房销售在 2005 年达到高点，之后虽有增长，但是距离之前高点还较远，但是家具销售在 2017 年就已经创出了新高。

美国住房销售和美国家具、家用设备个人消费的关系和上述类似，但是家具和家用设备个人消费增长更加强劲，其在 2015 年就又创出新高，2018 年的消费已经高出 2006 年

20.3%。(家具和家用设备个人消费比家具零售额表现更强的原因,我们前面也分析过,并不是因为家用设备的增长更好,我们认为主要是由于线上、设计师等新渠道的销售增长更好所致,家具和家用设备个人消费的统计口径要更全面一些。)

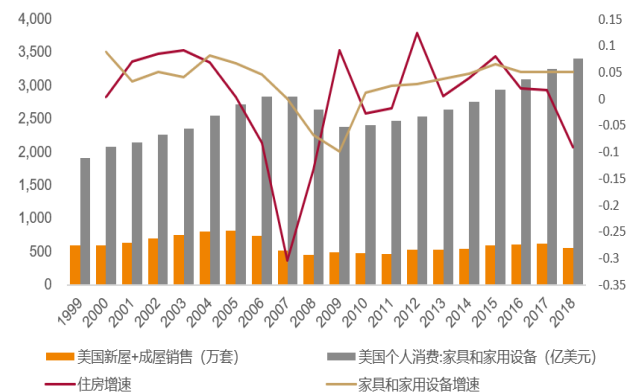
而且我们从长期视角来看,美国房地产,尤其是新房成交从 1963 年以来,就呈现波动态势,没有过趋势性的上涨,而家具、家用设备个人消费比 1963 年时增长了 19.5 倍,由此我们可以得出这样一个结论,驱动美国家具、家电消费的长期主要因素是在住房翻新和单套住房对应的装修消费额提升,而受房地产交易的影响有限。

图 6: 美国家具零售的增长明显要强于住房的增长



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 7: 美国家具和家用设备个人消费增长更加强劲



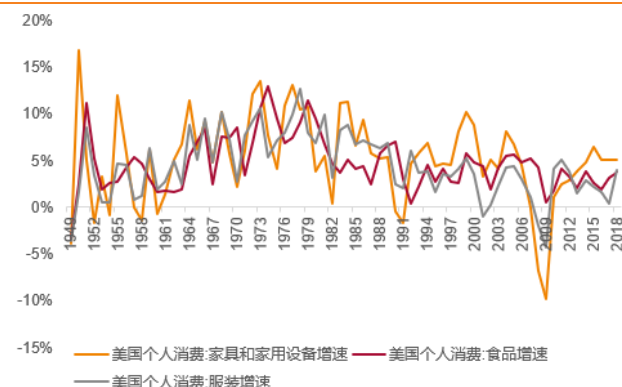
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2.3. 美国家具消费增长优于食品和服装

美国家具和家用设备消费增长优于食品和服装。我们还发现,美国对家具和家用设备的消费增长要高于食品和服装,而且几乎是在各个时期都是如此,1929~2018 年这 89 年间,家具和家用设备消费的 CAGR 是 5.2%,高于食品的 4.7%和服装的 4.3%。而在此后每二十年,家具和家用设备消费的复合增速几乎都高于食品和服装,只有在 1989~2009 年间低于食品的消费,这主要是由于期间正好经历了金融危机,2009 年家具和家用设备消费几乎跌回了 2003 年的水平。

家具和家用设备消费长期增长更快,我们认为主要是由于其很大部分是可选消费品,人均可支配收入越高,对其的消费能力就越强,而食品更多是必须消费品,其消费能力和人均可支配收入的关联度较低。当然,家具和家用设备消费的波动性也更大,受经济好坏的影响较大,经济不好时,居民会率先减少这部分消费,这也就是在 1989~2009 这一期间,家具和家用设备消费的 CAGR 慢于食品消费的原因。

图 8: 美国家具和家用设备消费增长优于食品和服装



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 9: 美国对家具和家用设备的消费增长几乎是在各个时期都高于食品和服装

CAGR	美国个人消费:家具和家用设备	美国个人消费:食品	美国个人消费:服装
1929~2018	5.2%	4.7%	4.3%
1929~1949	5.0%	4.6%	3.7%
1949~1969	5.2%	4.4%	4.4%
1969~1989	7.7%	6.9%	7.6%
1989~2009	3.4%	3.8%	2.4%
2009~2018	4.1%	2.9%	2.9%

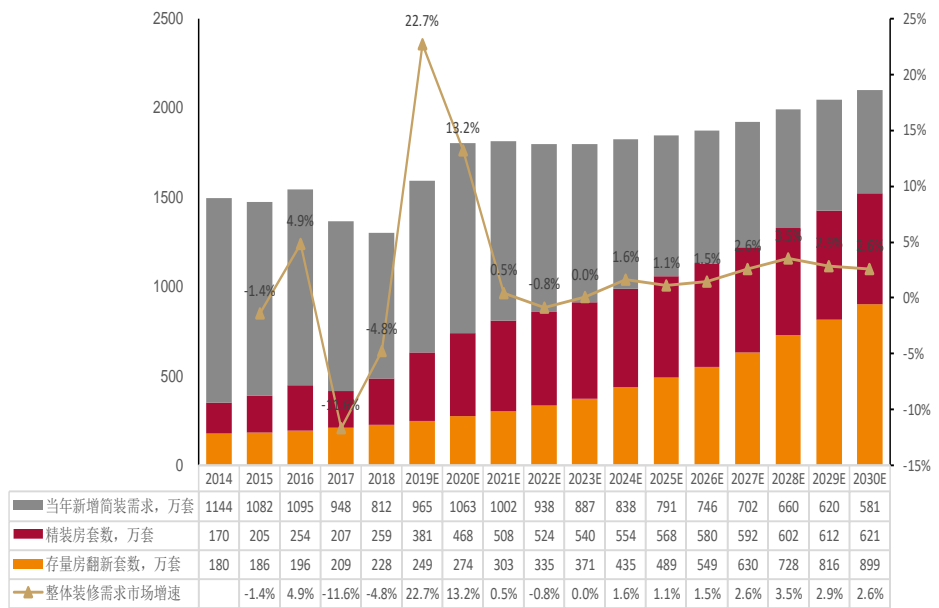
资料来源: WIND, 天风证券研究所

3. 定制家居中长期消费需求测算——未来将保持平稳增长

3.1. 定制家居行业市场规模测算方法

出于谨慎的考虑，我们假设 2020~2030 年商品房销售面积平均增速为-4.2%，精装修比例每年提升 2%，二手房翻新周期假设为 15-25 年，且我们只考虑过去销售的商品房有翻新需求。在以上核心假设基础上，我们对未来每年装修套数做出预测（具体测算过程见附注部分）：

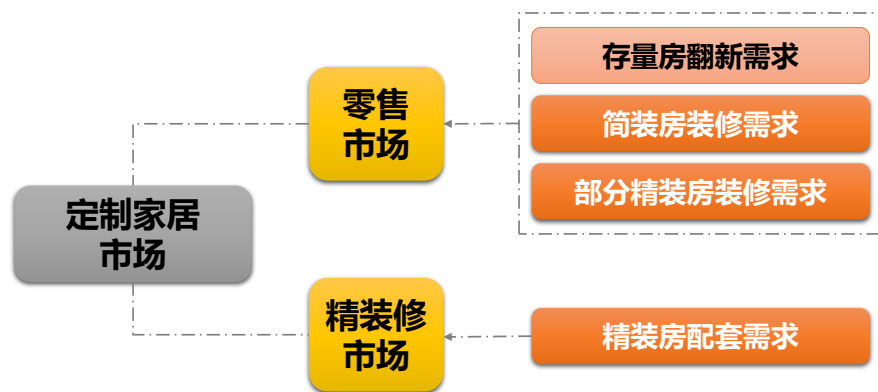
图 10：未来每年装修总套数保持平稳略有增长，二手房占比提升



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

我们根据上述的测算，来分别计算定制零售市场规模和精装修定制市场规模，目的是了解定制家居行业未来还将保持多少的增长速度，以及影响因素有哪些。在没有特别说明的情况下，我们计算的都是出厂价口径下的市场规模。

图 11：定制家居市场来自于零售和精装修两部分，零售市场由新房装修和存量房需求翻新构成



资料来源：天风证券研究所

3.2. 定制衣柜市场规模测算——2020~2030 年 CAGR 为 6.90%

定制衣柜市场规模测算：定制衣柜在精装房中配套率较低，我们假设配套率为 20%，

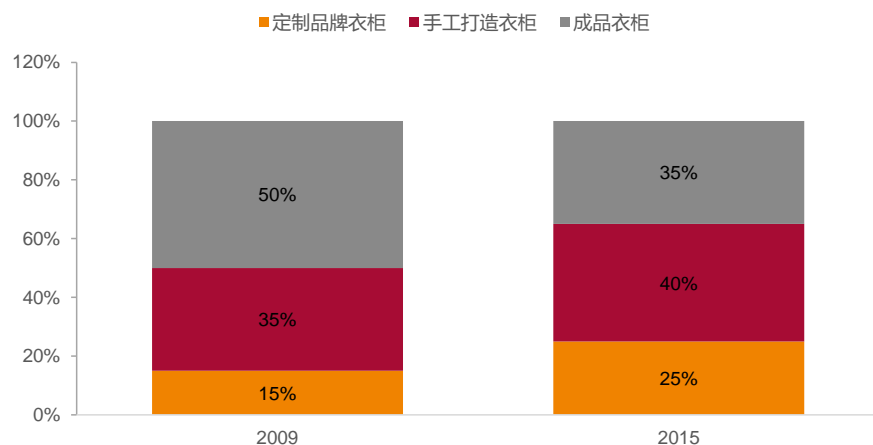
即每年新增精装房套数中 80%仍贡献家居零售收入。我们从 2014 年开始估算，假设定制衣柜 2014 年初始渗透率为 20%，2018 年之后渗透率提升速度放缓至 2pct。在房屋装修需求假设条件下，我们计算出定制衣柜 2014~2030 年市场规模及增长。

表 1: 定制衣柜市场规模测算假设条件及依据

定制衣柜	假设值	假设依据
精装房配套率	20%	精装房考虑到业主的个性化需求，一般很少配套衣柜和其他柜体，奥维云网认为衣柜配套率极低，没有进行统计，保守起见，我们假设定制衣柜精装修配套率为 20%。
数量	2	每户住宅假设面积为 90 平米，大多数为两室一厅结构，因此假设每户购买数量为 2 套。
机械定制渗透率	2014 年初始渗透率为 20%	考虑到大部分家庭仍使用成品衣柜，根据中国产业信息网数据 2015 年定制衣柜渗透率为 25%。
终端销售单套价格	2014 年单价 2750 元，之后逐年提升 1%	根据市场情况，2014 年初始客单价假设为 2750 元，之后单价逐年提升 1%。定制衣柜有较强装饰作用，功能性强，业主会选择更美观、更环保、功能更多、更大的衣柜和其他柜体，从而带动定制衣柜单价的稳步提升。

资料来源：奥维云网，中国产业信息网，天风证券研究所

图 12: 机械定制衣柜渗透率不断提升，2015 年为 25%

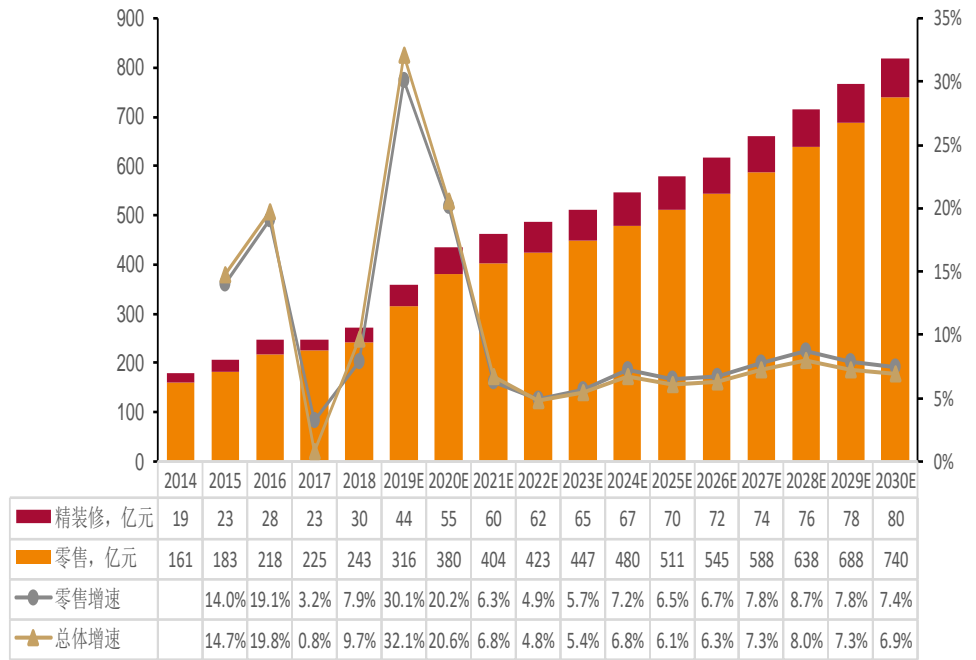


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

在中性假设下，2020 年定制衣柜零售市场规模将达到 380 亿元（出厂价口径）。到 2030 年零售市场规模有望达到 740 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 6.90%。

根据我们的假设定制衣柜市场精装市场伴随精装房增长而逐步增长，但在整体市场规模中占比仍较小。中性假设下 2020 年定制衣柜精装修市场规模将达到 55 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 3.82%。定制衣柜中精装房贡献的市场规模 2020 年占比 12.6%。

图 13: 定制衣柜零售端消费 2030 年有望达到 740 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 6.90%



资料来源：国家统计局，奥维云网，中国产业信息网，天风证券研究所

3.3. 定制橱柜市场规模测算——2020~2030年CAGR分别为3.87%

定制橱柜市场规模测算： 由于橱柜涉及到水电和厨电配套，一般精装修都会配备整体橱柜，并且根据奥维云统计，2017年精装房中橱柜配套率达99%以上。因此我们假设精装房中橱柜配套率为100%。根据中国产业信息网，2016年全国60%的家庭选择定制橱柜，在此基础上我们假设2014年定制橱柜渗透率为52%，由于定制橱柜渗透率已相对较高，未来渗透率将缓慢提升。定制橱柜客单价我们较谨慎假设2014年为7500元，逐年提升1%。

表 2：定制橱柜市场规模测算假设条件及依据

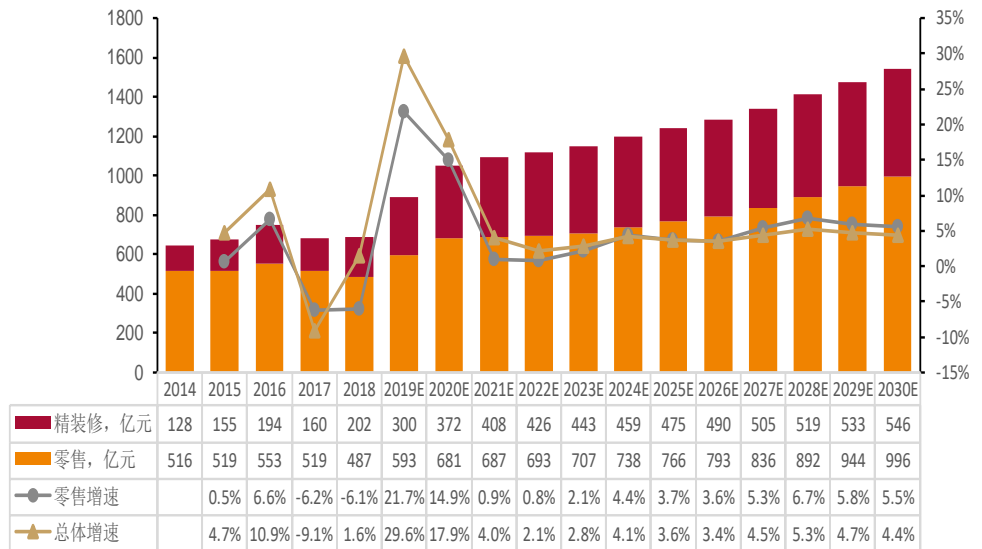
定制橱柜	假设值	假设依据
精装房配套率	100%	由于橱柜涉及到水电，一般精装房都会配置，且根据奥维云统计，精装房中橱柜配套率达到99%以上，因此假设橱柜精装房配套率为100%。
数量	1	每户住宅假设面积为90平米，大多数为两室一厅结构，因此假设每户购买数量为1套
渗透率	60%	根据中国产业信息网，2016年60%的家庭选择整体橱柜，由于橱柜渗透率已经较高，所以提升较定制衣柜缓慢，之后假设2021-2025年每年提升1.5pct，2025-2030年每年提升1pct。
客单价	2014为7500元，逐年提升1%	2014年初始客单价谨慎假设为7500元，考虑到物价提升以及和衣柜一样的功能化升级要求，假设单价年增速为1%。

资料来源：奥维云网，中国产业信息网，天风证券研究所

中性假设下2020年定制橱柜零售市场规模将达到681亿元。到2030年零售市场规模有望达到996亿元，2020~2030年CAGR分别为3.87%。

定制橱柜精装市场贡献力提升，精装市场规模增长超零售，2019年占比有望超过30%。中性假设下2020年定制橱柜精装修市场规模达到372亿元，同比增长24%，2020~2030年CAGR为3.91%。在我们的假设下，2018年定制橱柜精装房贡献的市场规模占比已达29.4%，根据我们测算2019年将突破30%，2030年定制橱柜市场规模的35%将由精装房配套贡献。

图 14：定制橱柜零售端消费2030年有望达到996亿元，2020~2030年CAGR为3.87%



资料来源：国家统计局，奥维云网，中国产业信息网，天风证券研究所

3.4. 系统柜市场规模——2020~2030 年 CAGR 分别为 13.53%

系统柜市场规模测算：系统柜主要包括书柜、酒柜、门厅柜和电视柜等，目前精装房都不涉及配套，且这些柜体个性化较强，未来精装房进行配套的可能性相对较低，我们假设其精装房配套率为 0。我们假设 2014 年每户初始购买数量为 1.5，但全屋定制普及率提升且带给消费者一站式购物的便捷性，我们假设未来购买数量和渗透率都会较快增长。

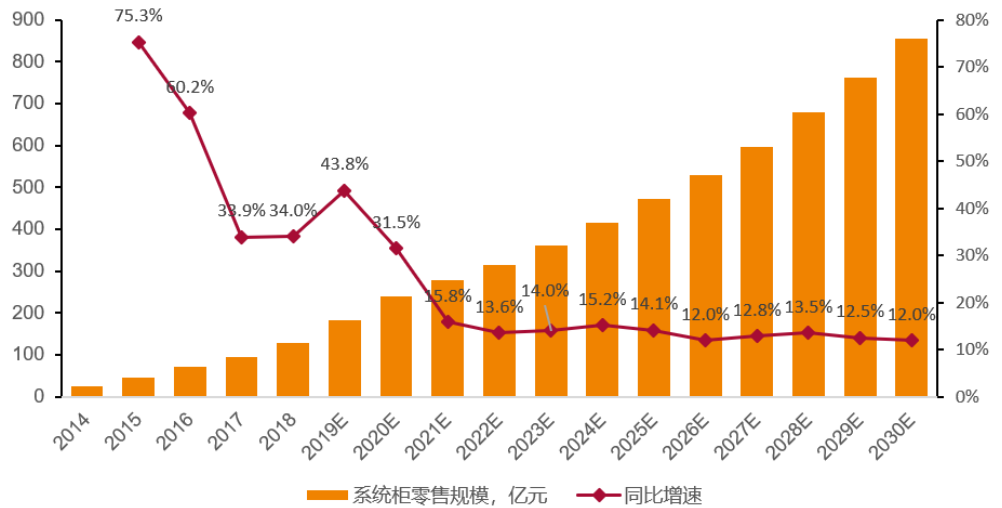
表 3：系统柜市场规模测算假设条件及依据

系统柜	假设值	假设依据
精装房配套率	0%	系统柜包括电视柜、床头柜和书柜等，目前精装房都不涉及到配套，且由于个性化较强，未来精装房进行配套的可能性也相对较低。
数量	2014 年为 1.5 个，逐年增长	2014 年初始其他柜体购买数量设定为 1.5 个。全屋定制的满足一站式购物的天然优势，伴随普及率提升，未来系统柜数量随之上升，因此假设 2015~2018 年每年 10% 的增长，2019~2025 年每年 5% 的增长，2026~2030 年每年 3% 的增长。
渗透率	2014 年为 5%，逐年提升	目前系统柜渗透率较低，因此假设 2014 年初设值为 5%，2019~2030 年每年提升 2pct。
客单价	2250	2014 年初始客单价假设为 2250 元，2015~2030 年保持每年 1% 增长。由于系统柜相较于定制衣柜和橱柜尚处发展阶段，其单位价值提升未来仍有望高于生产效率带来的单位成本下降，因此我们假设未来单价保持低速增长。

资料来源：天风证券研究所

2020 年系统柜零售市场规模将达到 240 亿元，同比增长 31.46%。到 2030 年市场规模有望达到 854 亿元，2020~2030 年 CAGR 分别为 13.53%。

图 15：定制系统柜零售端消费 2030 年有望达到 854 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 13.53%



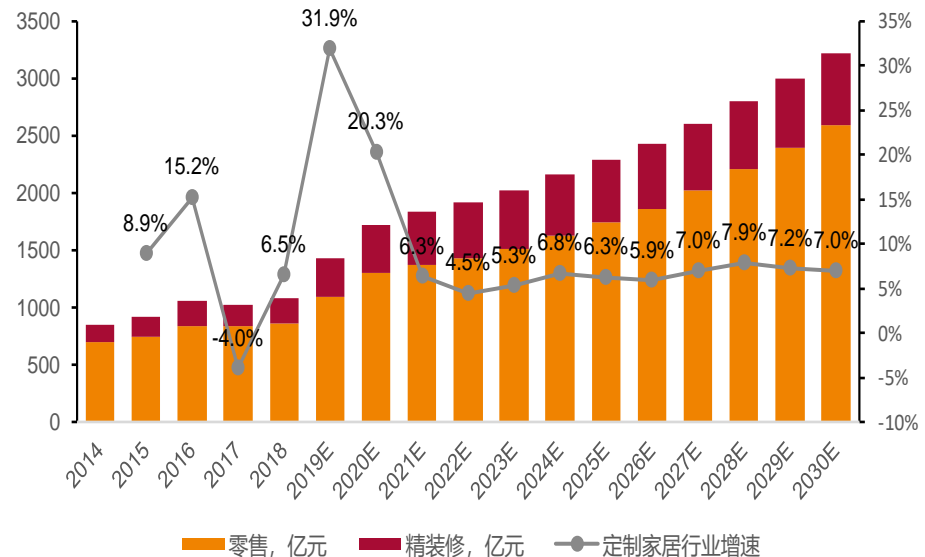
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3.5. 定制家居行业整体规模——2020~2030 年 CAGR 为 7.13%

基于对单品类定制产品市场规模预测，我们加总得到整体定制家居零售市场规模及增长。在我们的假设下，2020 年定制家居行业零售市场规模将达到 1301 亿元，到 2030 年零售市场规模有望达到 2589 亿元，2020~2030 年 CAGR 为 7.13%。

这个模型的结论在使用中需要特别注意：我们模型中测算的 7.13% 的增速是中长期的复合增速，模型中没有考虑波动性，实际上每年的需求可能受房地产交易和经济周期而波动。

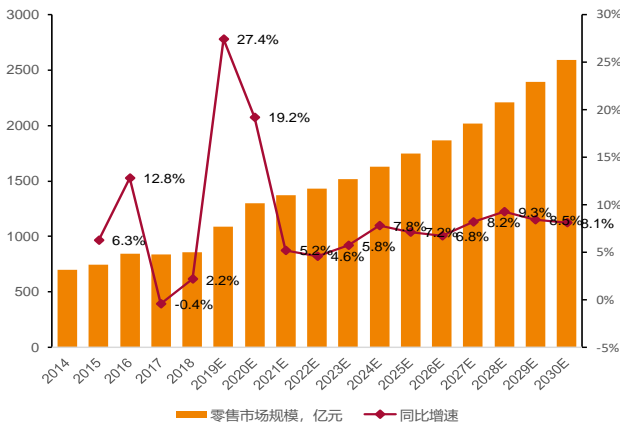
图 16: 定制家居行业零售市场规模 2020~2030 年 CAGR 为 7.13%



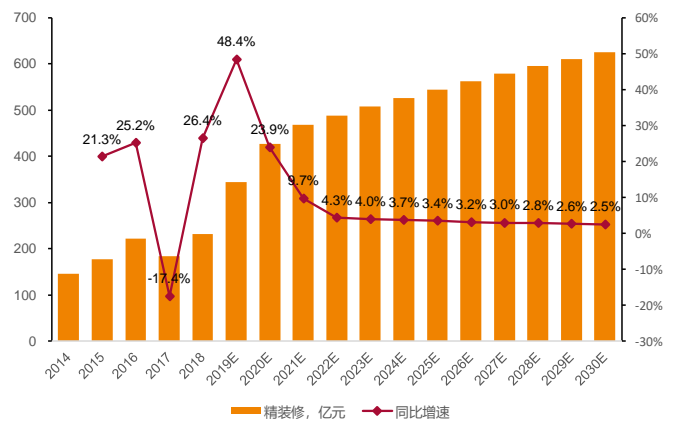
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17: 定制家居行业零售市场规模及增速

图 18: 定制家居行业精装市场规模及增速



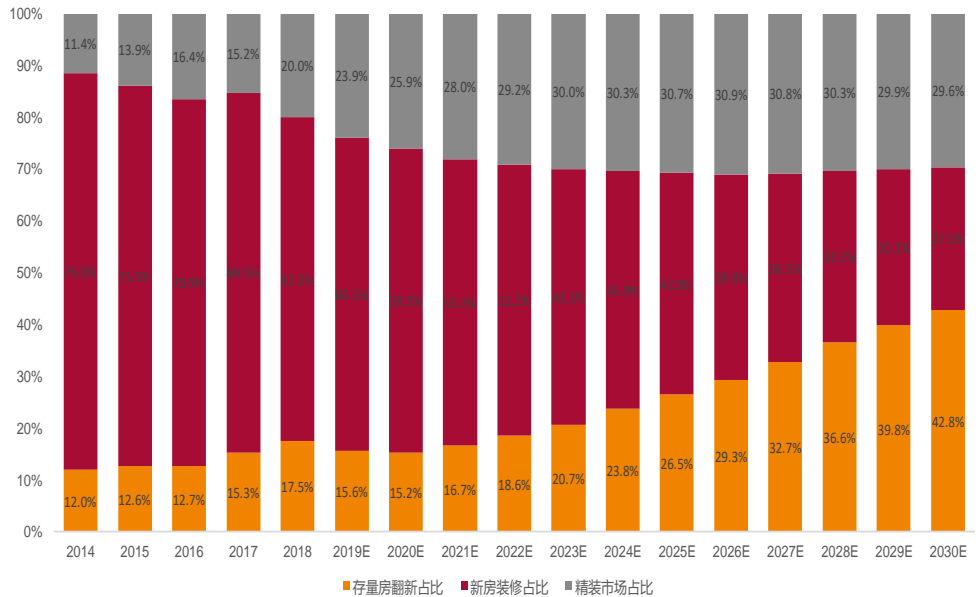
资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

存量房翻新带来家居装修需求增长平稳，贡献力不断上升。以中性假设为例，定制家居行业需求可拆分为存量房翻新、新房装修（毛坯房+部分精装房）和精装市场配套需求（工程端）三个部分，根据我们测算 2018 年存量房翻新需求贡献率约 18%，2027 年将突破 30%，2030 年有望达到 43%。并且存量房翻新带来的家居装修需求增长较为平稳。

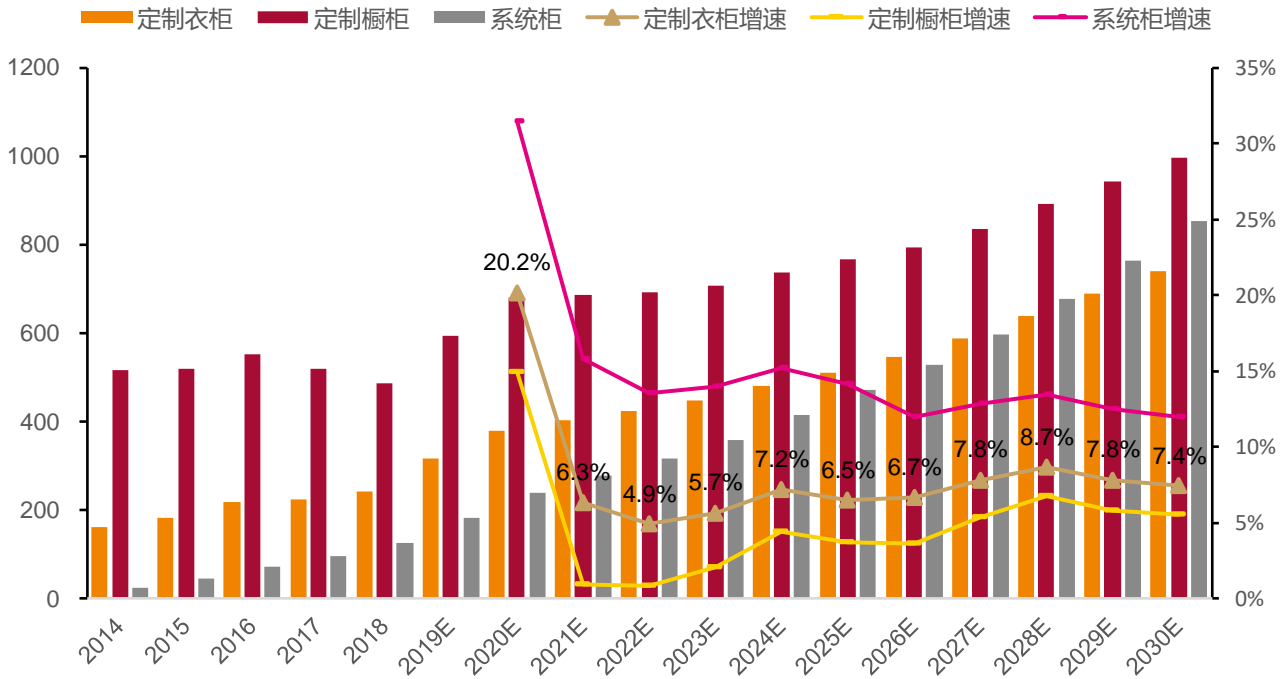
图 19：定制家居整体市场中，存量房翻新需求贡献力度逐步加大



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

定制家居零售市场中，未来系统柜市场规模增长最快，定制衣柜次之，定制橱柜增速较低。系统柜的高增长一方面来自其渗透率提升空间大；另一方面由于“一站式”装修需求催生全屋定制，系统柜数量有望增长，2025 年后有望平均每户购买 3 个定制柜体以上。定制橱柜零售市场增长较慢，主要因为未来精装房政策推行侵蚀零售市场，根据我们测算 2014~2030 年精装修橱柜市场规模 CAGR 达 9.5%。

图 20：定制家居细分品类零售市场规模及增速



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

3.6. 敏感性分析

我们在以上预测的基础上对数据进行敏感性分析。各品类定制家居产品和整体定制家居行业规模增长受到我们假设的几个变量: 新增存量房套数、精装房比例、柜体渗透率、客单价、每户购买套数影响。我们分别对这 5 个变量进行敏感性分析。

新增存量房套数: 我们以前文假设计算出的每年新增存量房装修需求套数为中性假设, 在此基础上以 2020-2030 每年的存量房需求分别变化 -5%/5% 作为谨慎和乐观假设进行敏感性分析。

表 4: 存量房需求对于定制家居市场规模增速的敏感性分析

	谨慎	中性	乐观
2020-2030 年存量房需求相对前文假设变化幅度	-5%	0%	5%
2020-2030 年定制家居零售市场 CAGR	6.95%	7.13%	7.30%
2020-2030 年定制家居精装市场 CAGR	3.91%	3.91%	3.91%
2020-2030 年定制家居整体市场 CAGR	6.26%	6.41%	6.55%

资料来源: 天风证券研究所

精装房比例: 我们以前文假设的精装房变动比例为中性假设, 在此基础上以 2020-2030 每年的精装房比例分别变化 -2pct/2pct 作为谨慎和乐观假设进行敏感性表分析。

表 5: 存量房需求对于定制家居市场规模增速的敏感性分析

	谨慎	中性	乐观
2020-2030 年精装房比例相对前文假设变化幅度	每年 -2pct	不变	每年 +2pct
2020-2030 年定制家居零售市场 CAGR	7.46%	7.13%	6.72%
2020-2030 年定制家居精装市场 CAGR	-0.59%	3.91%	5.23%
2020-2030 年定制家居整体市场 CAGR	6.60%	6.41%	6.24%

资料来源: 天风证券研究所

柜体渗透率: 我们以前文假设的柜体渗透率为中性假设, 在此基础上以 2020-2030 每

年的零售市场柜体渗透率分别变化-0.5pct/0.5pct 作为谨慎和乐观假设进行敏感性表分析。

表 6：柜体渗透率对于定制家居市场规模增速的敏感性分析

	谨慎	中性	乐观
2020-2030 年柜体渗透率相对前文假设变化幅度	每年-0.5pct	不变	每年+0.5pct
2020-2030 年定制家居零售市场 CAGR	6.30%	7.13%	7.80%
2020-2030 年定制家居精装市场 CAGR	3.91%	3.91%	3.91%
2020-2030 年定制家居整体市场 CAGR	5.72%	6.41%	7.00%

资料来源：天风证券研究所

客单价：我们以前文假设的客单价增速为中性假设，在此基础上以 2020-2030 每年的客单价提升速度分别变化-0.5pct/0.5pct 作为谨慎和乐观假设进行敏感性表分析。

表 7：客单价增速对于定制家居市场规模增速的敏感性分析

	谨慎	中性	乐观
2020-2030 年单价增速相对前文假设变化幅度	每年-0.5pct	不变	每年+0.5pct
2020-2030 年定制家居零售市场 CAGR	6.60%	7.13%	7.66%
2020-2030 年定制家居精装市场 CAGR	3.39%	3.91%	4.42%
2020-2030 年定制家居整体市场 CAGR	5.88%	6.41%	6.94%

资料来源：天风证券研究所

每户购买套数：我们以前文假设的系统柜每户购买套数增速为中性假设，在此基础上以 2020-2030 每年的系统柜每户购买套数增速分别变化-2pct/2pct 作为谨慎和乐观假设进行敏感性表分析。

表 8：系统柜购买套数增速对于定制家居市场规模增速的敏感性分析

	谨慎	中性	乐观
2020-2030 年系统柜购买套数增速相对前文假设变化幅度	每年-2pct	不变	每年+2pct
2020-2030 年定制家居零售市场 CAGR	6.36%	7.13%	8.07%
2020-2030 年定制家居精装市场 CAGR	3.91%	3.91%	3.91%
2020-2030 年定制家居整体市场 CAGR	5.80%	6.41%	7.19%

资料来源：天风证券研究所

从敏感性分析来看，五个变量对定制家居零售市场规模测算结果的影响力比较平均，没有单一变量构成特别重大的影响，每年的装修套数持平微增，而定制渗透率、客单价、系统柜购买套数共同推动定制家居零售市场规模 2020~2030 年 CAGR 达到 7.13%。

4. 投资建议

我们这篇研究报告主要得到以下重要结论：1) 美国个人在家具和家用设备上的消费支出从 1929 年至 2018 年的 CAGR 为 5.2%，高于食品和服装行业。消费支出一定程度上受到房地产交易波动影响，但是美国新房成交从 1963 年以来，就呈波动态势，没有过趋势性的上涨，而家具、家用设备个人消费比 1963 年时增长了 19.5 倍。所以驱动美国家具、家电消费的长期主要因素是在住房翻新和单套住房对应的装修消费额提升。2) 回到国内，在未来商品房销售面积平均增速为-4.2%的假设下，家居零售市场规模仍将平稳增长，CAGR 为 7.13%，存量房翻新、定制渗透率、客单价、系统柜购买套数等因素共同推动定制家居零售市场规模增长。3) 所以我们对家居消费中长期增长持乐观态度，而竞争格局方面，我们在上一篇《泛家居产业研究系列之三》中也有论述，家居行业目前还呈现集中度较低的情况，而随着技术进步、产品迭代加速、渠道整合，家居行业集中度提升的趋势非常明确。

家居行业中长期成长性被市场低估，我们一直强调家居股 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，长期逻辑是家居本质属性是消费，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍会持续增长。家居行业需求则改善逻辑逐步得到验证，预计明年竣工仍将持续改善，销售存韧性，结构上精装房交付量高增更为明确。供给侧端，虽然竞争比较激烈，但是研究各家促销情况后，我们并没有发现今年价格战加剧的有力证据，考虑定制家居非标属性强和产业链其他企业利润率情况，我们认为未来家居企业当前的利润率仍可维持，但是业绩分化会加剧，选股的重要性突出。选股方面几条思路，一是过去管理优异、产品、渠道战略布局领先的公司，二是橱柜起家的优质公司还可以享受品类扩展的红利，三是工程发展比较快的企业，重点推荐：【欧派家居】、【志邦家居】、【顾家家居】、【惠达卫浴】；重点关注【江山欧派】、【尚品宅配】、【索菲亚】、【好莱客】、【敏华控股】等。

5. 附注

5.1. 测算存量房翻新需求

我们采用每年的商品房“竣工面积”来测算存量房翻新需求。主要因为竣工房屋是已交付使用单位的房屋，虽然商品房销售中的期房最终同样转化为竣工房屋，但转化时间不确定。测算的主要方法：

(1) 测算 2018 年—2030 年的存量房翻新需求量：我们假设存量房翻新发生在存续 15—25 年间，存量房仅翻新一次；即存续 15 年的房子开始翻新，每年翻新其中的 10%，持续 10 年，则那一年的存量房全部翻新完毕。我们假设单户房屋面积为 90 平米，则相应计算出房屋套数。根据我们估算的 1986 年存量房屋数量和最新的 2018 年房屋竣工面积，可测算出 2001~2032 年存量房屋翻新需求套数。

要强调的是，我们和市场上其他测算的主要区别在于：1) 我们没有考虑 1985 年之前的存量房规模；2) 我们使用的是竣工面积而不是销售面积；3) 2008 年后的房屋竣工数据来源于我们自己的交房模型。

图 21：存量房翻新需求测算

核心假设

住宅平均面积 90平方米
翻新需求占比 10%
翻新频率, 年 10

年份	住宅房屋竣工面积, 万平方米	存量房面积, 万平方米	新增住房套数, 万套	存量房套数, 万套	2001	.....	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	.....	2030E	2031E	2032E
1986	10845	10845	121	121	12											
1987	11390	22235	127	247												
1988	11962	34198	133	380												
1989	12564	46761	140	520												
1990	13195	59956	147	666												
1991	13858	73814	154	820												
1992	14554	88369	162	982			16									
1993	15286	103654	170	1152			17	17								
1994	16054	119708	178	1330			18	18	18							
1995	16861	136569	187	1517			19	19	19	19						
1996	17708	154277	197	1714			20	20	20	20	20					
1997	18598	172875	207	1921			21	21	21	21	21	21				
1998	19533	192408	217	2138			22	22	22	22	22	22	22			
1999	16195	208602	180	2318			18	18	18	18	18	18	18			
2000	18948	227551	211	2528			21	21	21	21	21	21	21			
2001	22544	250095	250	2779			25	25	25	25	25	25	25			
2002	26613	276708	296	3075				30	30	30	30	30	30			
2003	32200	308908	358	3432					36	36	36	36	36			
2004	34677	343586	385	3818						39	39	39	39			
2005	40004	383590	444	4262							44	44	44			
2006	43247	426837	481	4743								48	48	48		
2007	47767	474605	531	5273									53	53		
2008	52088	526693	579	5852										53	53	53
2009	73268	599961	814	6666										66	66	66
2010	67429	667390	749	7415										68	68	68
2011	76521	743911	850	8266										80	80	80
2012	99500	843411	1106	9371										88	88	88
2013	120979	964390	1344	10715										87	87	87
2014	113531	1077921	1261	11977										90	90	90
2015	115044	1192965	1278	13255										82	82	82
2016	123346	1316311	1371	14626											86	86
2017	88825	1405137	987	15613												80
存量房翻新需求, 万套					12	.....	196	209	228	249	274	303	.....	715	753	780
同比						.....	5.2%	6.8%	9.0%	9.1%	10.3%	10.3%	.....	5.5%	5.3%	3.5%

资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

5.2. 测算新房装修需求

未来竣工房屋面积增速测算: 核心是假设未来人均商品房住房面积每年以 1% 速度增长, 从而测算出 2019 年—2030 年销售面积, 再得出竣工面积的增速。

- ✓ **关键假设一:** 2018~2030 年间城镇人均商品房住宅面积的平均增速中性假设为 1%。我们选取统计局公布的 39 m²/人作为 2018 年城镇人均商品房住宅面积。根据对 2018~2030 年之间城镇人均商品房住宅面积的平均增速假设, 计算出 2030 年城镇人均商品房住宅面积。

$$2018 \text{ 人均面积} \times (1 + \text{假设平均增速})^{12} = 2030 \text{ 年人均面积}$$

- ✓ **关键假设二:** 根据对人口自然增长率和城镇化率的预测计算 2030 年城镇总人口。人口自然自增长率 2018 年回落至 3.81‰, 基于我国生育率降低我们假设 2018~2035 年人口自然增长率缓慢下降, 每年下降 0.01‰ 左右。2018 年我国城镇化率为 59.6%, 此前我国城镇化率每年均提升 1.1pct 以上, 我们假设 2030 年我国城镇化率水平达到 70%, 则在 2018~2030 年之间每年城镇化率水平提升约 1pct。由此我们计算出 2030 年城镇人口总量为 102274 万人。

$$\text{总人口} \times \text{预测自然增长率} \times \text{预测城镇化率} = \text{城镇总人口}$$

- ✓ **计算 2018~2030 年商品房销售面积平均增速。** 根据以下公式, 倒算 2018~2030 年之间商品房销售面积的平均增长速度, 在中性假设下, 得到 2020~2030 年商品房销售面积平均增速为 -4.2%。

$$2030 \text{ 年人均城镇商品房住宅面积} \times 2030 \text{ 年城镇总人口} = 2030 \text{ 年城镇存量房总面积}$$

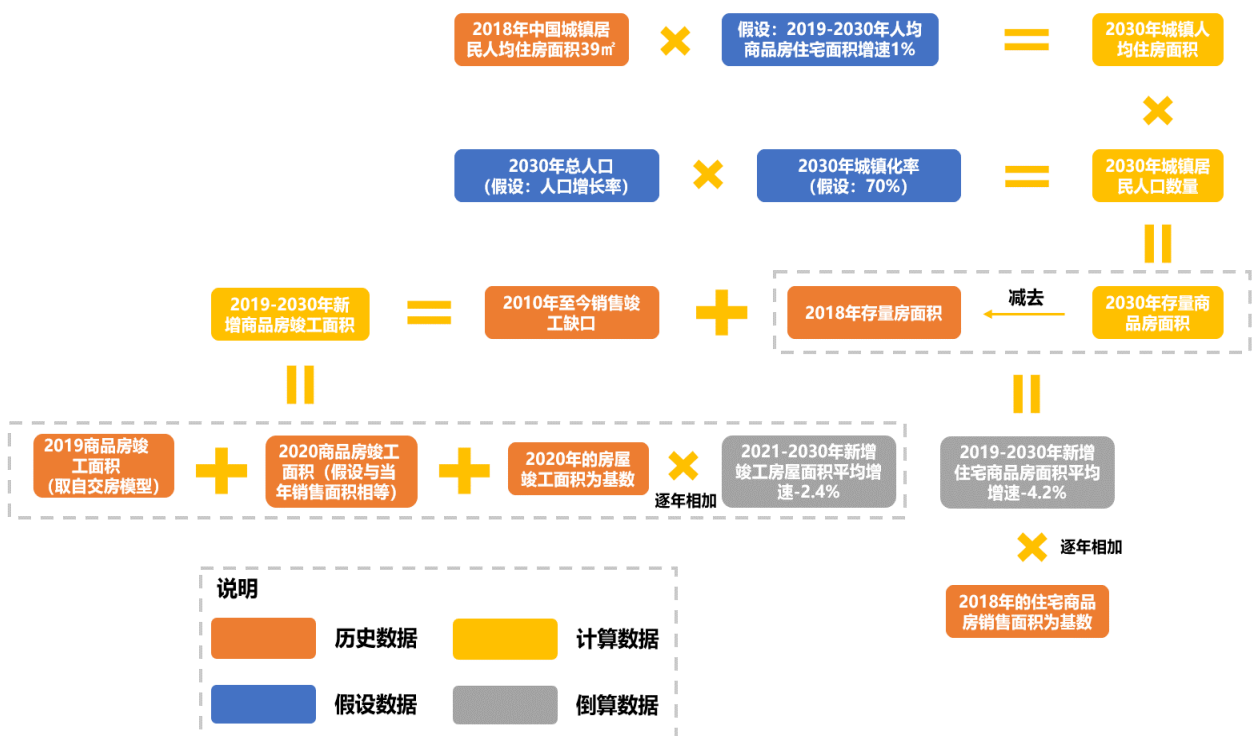
$$2030 \text{ 年存量房总面积} - 2018 \text{ 年存量房总面积} = 2019 \sim 2030 \text{ 年新增面积}$$

$$\sum_{n=1}^{12} 2018 \text{ 年商品房销售面积} \times (1 + \text{倒算平均增速})^n = 2019 \sim 2030 \text{ 年新增面积}$$

- ✓ **计算 2020~2030 年房屋竣工面积平均增速。**我们假设 2018 至 2030 年新增的住宅商品房销售面积等于同期新增的房屋竣工面积+2010 年至今的销售和竣工缺口 (原因是当前已售的在施工面积是历史最高点, 未来销售面积增速趋缓甚至下滑的背景下, 已售的在施工面积应当逐渐减少)。2019 年我们选取交房模型中的竣工数据, 2020 年假设竣工和销售达到平衡。之后以 2020 年的数据为初始值, 使用单变量求解我们就得到 2020~2030 年之间房屋竣工面积的平均增长速度, **在中性假设下, 2020~2030 年房屋竣工面积平均增速分别为-2.4%。**

$$\sum_{n=1}^{12} 2018 \text{ 年竣工房屋面积} \times (1 + \text{倒算平均增速})^n = 2019 \sim 2030 \text{ 年新增面积} + 2010 \text{ 年至今的销售竣工缺口}$$

图 22: 未来竣工房屋面积增速测算过程 (灰色部分为目标倒算数据)



资料来源: 天风证券研究所

表 9: 2018~2035 年新增商品房面积总和测算结果

1986~2018 年存量住宅商品房面积, 万平方米	3242343
2018 年城镇人口, 万人	83137
2018 年城镇人均商品房住房面积, 平米/人	39
人均住房面积平均增速假设	1%
按此增速 2030 年人均商品房住房面积 (平米/人)	45
2030 年城镇商品房存量房总面积 (万平方米)	4602545
2018~2030 年新增住宅商品房面积 (万平方米)	1360202

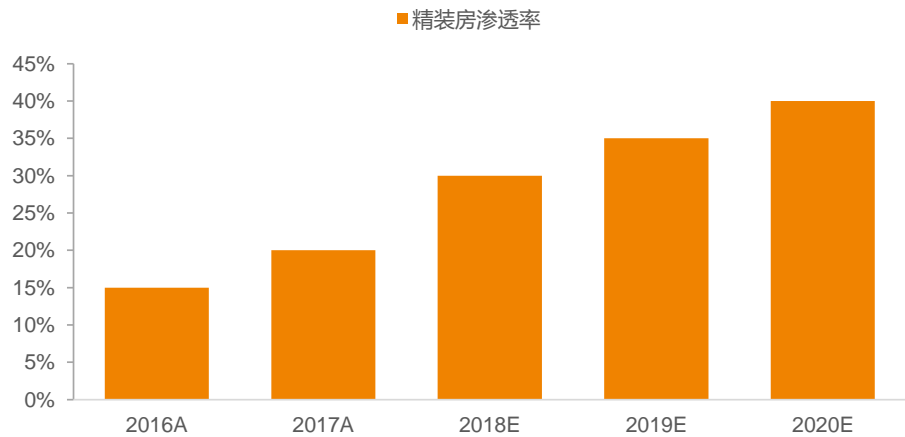
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所 (注: 考虑到中国的住房面积是建筑面积, 国外是使用面积, 折算系数大约为 0.75, 故我们得出的 2030 年人均住房面积是相对合理和谨慎的数值)

5.3. 测算精装修套数

精装修住房套数测算：考虑到精装房市场规模逐步扩大，橱柜在精装房的配品率已接近 100%，所以我们专门计算出每年新增精装房套数，剔除该部分单独计算定制家居行业零售市场规模。我们通过假设全国精装房渗透率计算出每年新增房屋中精装房套数，再结合定制家居产品在精装房中的配品率以计算零售市场规模。

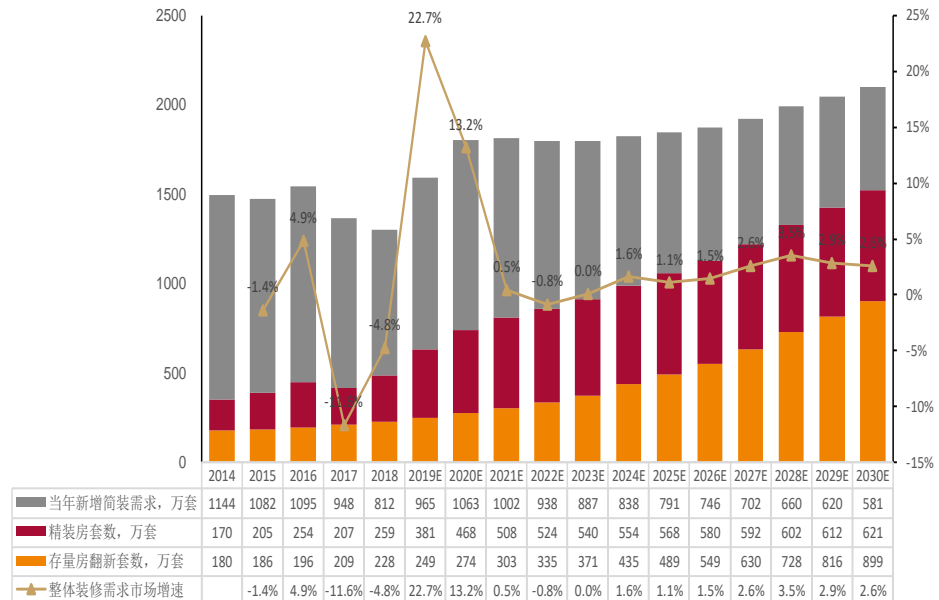
- ✓ **精装房渗透率假设：**国家精装房政策从 2008 年开始推动，2014 年全国各地精装房政策开始密集出台，2018 年开盘口径的精装修套数增长 60%，预计到竣工需要 2-3 年，因此假设 2014~2019 年间渗透率每年提升 2.5pct，2020 和 2021 年渗透率分别提升 5.0pct 和 3.5pct，2022~2030 年渗透率每年提升 2pct。

图 23：奥维云测算 2017 年精装房渗透率为 20%，2020 年有望达 40%



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 24：每年精装房、毛坯房装修和存量房翻新套数



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com