

业绩如期兑现，坚定看多零售家居！

——家居行业点评报告

✍️ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ 联系人: 傅嘉成、姜文镔
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

轻工制造 看好

报告导读

近期以欧派家居为代表的定制家居龙头预告 20 年业绩纷纷超预期，20Q4 的强势表现印证了疫情对行业格局的洗牌带来的集中度提升，伴随 21 年竣工景气向上，我们坚定看好龙头份额提升、业绩&估值双双向上。

投资要点

□ 高基数背景下，家居龙头 20Q4 取得靓丽增长、2C 业务驱动力提升

在 19Q4 有着较高基数（19Q3-Q4 竣工景气修复催化）的背景下，20Q4 龙头预告的业绩高增、且环比 Q3 提速，表现显著超出市场预期：

欧派家居（20Q4 收入中位数+29%、利润中位数+44%；20Q3 收入+18%）；

索菲亚（20Q4 收入中位数+42%、利润中位数+37%；20Q3 收入+17%）；

志邦家居（20Q4 收入+46%、利润+105%；19Q4 收入+42%）；

金牌厨柜（20Q4 收入+40%、利润+31%；19Q4 收入+31%）。

值得注意的是，虽然大宗业务在 Q4 仍然贡献了较高增长（预计欧派+30%，索菲亚、志邦、金牌+80%以上），但更重要的是零售业务贡献了重要的增量：**欧派家居**（预计 Q4 衣柜零售+30%、厨柜零售双位数增长）、**索菲亚**（预计 Q4 衣柜零售+30%以上）、**志邦家居**（预计 Q4 含整装口径厨柜零售双位数增长、衣柜零售+60-70%）、**金牌厨柜**（预计 Q4 厨柜零售+5-10%、衣柜零售+50-60%）

超预期的核心：疫情加速格局集中，龙头份额实质提升

市场对疫情有 20H2 的消费回补已有预期，认为滞后零售订单需求兑现将催化龙头 Q4 业绩延续 Q3 的较好表现，但我们认为疫情期间龙头份额实质提升是 Q4 业绩取得超预期表现的核心：

（1）线下渠道方面，大量资金链断裂的小品牌倒闭、腾出优质店面位置，被龙头逆势抢占，如**欧派**（前三季度+110 家门店）、**志邦**（前三季度+300 余家门店）、**金牌**（前三季度+189 家门店）。

（2）线上营销方面，20 年疫情下家居龙头品牌纷纷开展直播带货活动，**欧派家居**、**索菲亚**为代表的龙头在大型直播活动、小红书/抖音/微博粉丝号运营上均做得十分尤其优秀，小品牌不具备资金实力和口碑积累来做这些运营，从而龙头品牌迅速抢占了消费者的心智。

（3）从行业数据来看，20Q4 限额以上家具企业零售额 519.3 亿元（同比-0.2%）、建材家居卖场销售额 2604 亿元（-6.95%）均呈下滑态势，验证了龙头份额的快速提升。

相关报告

- 1《【浙商轻工】成长无虞，从海外看国内规范》2021.02.02
- 2《【浙商轻工 周观点】业绩兑现，持续推荐顺周期优质资产》2021.01.31
- 3《【浙商轻工 周观点】年报预告密集发布，推荐布局家居二线优质低估资产》2021.01.17
- 4《【浙商轻工 周观点】关注浆系造纸提价，持续看多顺周期的造纸、家居》2021.01.10
- 5《【浙商轻工 周观点】本周专题：国内雾化烟高景气，悦刻递交赴美招股书》2021.01.03

报告撰写人: 史凡可、马莉
联系人: 傅嘉成、姜文镔

□ 21年展望：1月开门红，消费属性突出+竣工景气将持续催化

21年1月，我们跟踪定制龙头订单增速普遍在3位数以上，主要系：(1)春节错位，今年1月工作日拉满、20年1月中下旬已经开始放假和停止接单；(2)主动营销，由于1月工作日多，龙头纷纷重视1月营销动作（往年1月淡季不重视），如欧派1月23日全国大型直播活动、志邦亦将开门红活动提前；(3)竣工交房向好，2020年10-12月住宅竣工面积单月分别同比+8.47%、+6.06%、+2.28%。

21年竣工景气预期贯穿全年，保障家居龙头业绩增长。20年底住宅在施工面积已经进一步增长至65.56亿平（+4.44%）、亟待竣工，竣工面积/施工面积（2年前）这一比例于20年进一步下降至11.6%，我们保守按21年该比例维持在11.6%（实际向上的概率更大）测算，2021年住宅竣工面积有望达到7.28亿平（+10.5%），对后周期家居板块21年业绩形成支撑。

中长期来看存量房翻新需求占比将提升，利好零售属性突出的家居企业增长。19年我国存量房约2.73亿套，且以每年1400+万套（新房销售第二年计入存量房）的速度增长，尽管新房市场中精装修渗透率仍将持续提升，但我们认为存量房规模累加正在带来可观的翻新需求，中长期维度零售需求仍将占据绝对主导地位，利好有零售思维的家居龙头。

□ 积极布局零售思维凸显的绝对龙头以及高性价比的成长标的

细分赛道绝对龙头欧派家居、顾家家居、敏华控股：零售思维凸显、渠道运营能力突出，看好消费属性逐渐凸显、受到地产周期的干扰有望趋弱，坚定看多**欧派家居、敏华控股、顾家家居**的长期价值！

成长性突出、估值折价率较高的弹性标的：在大宗和衣柜业务的双双发力下，我们认为**志邦家居**（21年预计收入+30%、利润+29%，PE 19.93X）、**金牌厨柜**（21年预计收入+29%、利润+25%，PE 17.54X），在2-3年维度仍将在定制家居行业增速居前，**索菲亚**（21年预计收入+19%、利润+18%，PE 23X）在经销商调整结束后渠道体系焕发活力、有望迎来价值重估，此外床垫赛道格局较优，建议把握**梦百合**（21年预计收入+36%、利润+60%，PE 20.05X）的投资机会！

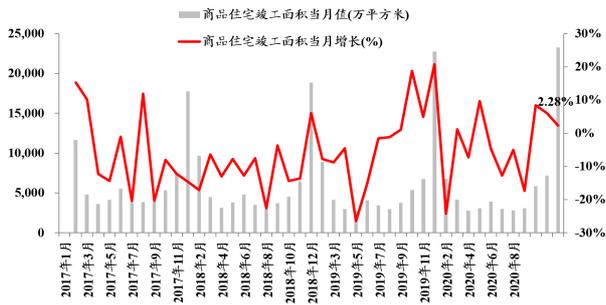
□ 风险提示：行业竞争加剧、地产竣工修复不达预期

图 1：核心标的增速与估值（敏华为港元）

单位：亿元	20Q4收入增速	20Q4利润增速	21E收入	21E收入YOY	21E利润	21E利润YOY	2021PE	总市值
欧派家居	预告中位数29%	预告中位数44%	176.4	18.2%	25.5	21.1%	38.43	981.16
索菲亚	预告中位数42%	预告中位数37%	100.7	18.8%	14.0	18.1%	22.99	322.16
志邦家居	46%	105%	49.9	30.0%	5.1	29.1%	19.93	101.64
金牌厨柜	40%	31%	34.1	29.0%	3.7	25.0%	17.54	64.19
尚品宅配	-	预告中位数-77%	87.1	10.5%	6.3	518.6%	25.17	159.56
江山欧派	49%	77%	44.3	45.0%	6.4	40.2%	19.17	122.69
顾家家居	-	-	156.5	23.3%	16.4	23.2%	33.54	548.83
敏华控股	-	-	189.2	26.1%	24.0	32.1%	32.58	782.15
梦百合	-	-	90.0	36.2%	8.0	60.1%	20.05	160.92
喜临门	-	-	60.9	17.0%	4.7	35.5%	16.82	78.68

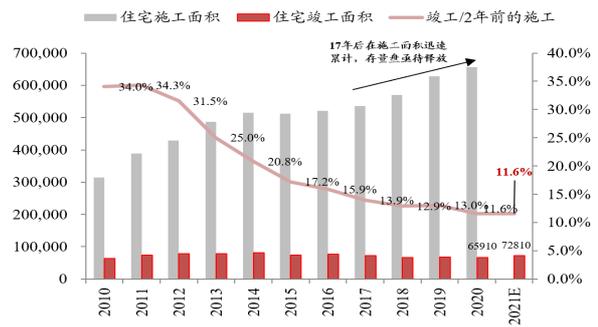
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2: 住宅竣工面积当月增速 (12月+2.28%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 测算 21 年竣工面积有望增长 10.5%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>