

轻工制造

报告日期: 2022年07月19日

至暗时刻已至, 修复趋势确定

——家居行业点评

投资要点

□ 7月高频地产销售数据走弱、负面事件影响, 家居板块回调后重新具备吸引力

7月1日以来, 家具板块(中信指数)回调幅度超过15%, 主要系:(1)高频地产销售数据走弱, 7月1日-7月18日30城平均日销售同比下滑约42%(6月全月同比仅-7%), 环比6月-36%(6月环比5月+80%);(2)7月地产链条负面事件对情绪有一定扰动;(3)6月家具企业订单反馈修复力度一般, 市场担忧Q3业绩能否如期修复。我们认为本轮调整已充分反映了上述悲观预期, 估值重具吸引力。

我们认为:

(1) **短期波动不改下半年地产销售数据修复的节奏, 仍将对家居板块估值形成支撑。**22年6月商品住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-44.91%/-40.26%/-21.84%, 销售增速环比持续改善(5月为-36.64%), 得益于LPR降低、各类城市松绑楼市政策密集出台以及疫后购房需求复苏。考虑到21年7月后地产销售基数低, 看好22年7月-10月地产销售数据持续修复。

(2) **仍然看好Q3家居疫后需求回补带来的业绩弹性。**6月家居工厂订单反馈的是5月终端, 实际6月终端表现较好、将对7-8月工厂订单形成支撑, 且复苏预计至少持续至9-10月金九银十的家居销售旺季。龙头企业也对全年实现预期成长目标保持信心(如欧派维持15-20%收入目标、顾家维持双20%目标、喜临门冲刺股权激励25%收入的目标等)。

□ 家居终端需求6月复苏, Q3-Q4预期逐季改善

上周我们集中调研西南地区家居渠道, 整体看6月需求环比表现较好, Q3-Q4有望持续改善。1) **某西南区卖场反馈:**上半年卖场零售额个位数下滑, 主要由于3月重要销售节点受疫情影响, 6月份营收已经开始回升, 7月将迈入旺季, 全年目标+10%。客流量上, 22年受疫情影响月均客流量下降2000人次(21年为1.2万/月), 但4-5月客流量亦有所提升, 整体客单值随着商场结构调整与引入进口高端品牌有大幅度提升。分品类看, 22年定制&软体销售均有20%左右增长, 实木则有50%左右下滑, 品类进一步分化;分品牌看, 喜临门销售增长亮眼(+20%), 主要系开店面积扩大所致, 市场格局朝龙头加速集中。2) **定制龙头区域经销商:**地区Q2收入实现双位数以上增长, 订单增长为高个位数, 主要受疫情以及Q2交房情况一般影响, 地区订单主要源于新房销售, 22H1二手房订单占比约14%;7月订单恢复速度比预期略慢, Q3-Q4迈入交房旺季有望改善, Q3预计优于Q2。整装模式快速推进, 7月贡献较多业绩增量, 地区橱柜中整装占比30%左右。

□ 龙头提价对抗原材料上升, 支撑下半年盈利修复

22年板材价格持续提升, 截至7月19日同比21年增长约6.25%, 定制家居龙头盈利能力产生压力, 我们以欧派为例进行测算, 龙头原材料成本每提升1%, 毛利率将下降0.77%。定制龙头通过涨价有序向下游传导成本压力, 其中欧派4月提价3-4%, 7月再次提价1%, 索菲亚2月提价个位数并取消部分特价花色。软体方面, 截至7月19日TDI/MDI价格已分别从3月的高点19400元/吨与24800元/吨下降至16900元/吨与21500元/吨, 预计利好下半年软体龙头盈利弹性释放。我们看好22H2定制家居涨价落地与软体家居原材料成本下行驱动龙头盈利能力改善。

行业评级: 看好(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

1 《【浙商轻工】家居点评: 政策放松信号加强, 优选家居α成长标的! 220406》 2022.04.06

2 《【浙商轻工】电子烟: LOGIC获批PMTA, 头部品牌份额提升确定性增强》
2022.03.28

3 《【浙商轻工】周观点: 价值凸显, 推荐白马布局 220320》
2022.03.20

□ 投资建议

综合来看，下半年我们仍然看好家居板块估值的震荡向上与家居龙头业绩弹性的释放，维持对家居板块的推荐。首推长期生命力最强的欧派家居（25X）、顾家家居（20X），配置估值优势明显的喜临门（16X）、志邦家居（11X）、金牌厨柜（9X）。

□ 风险提示

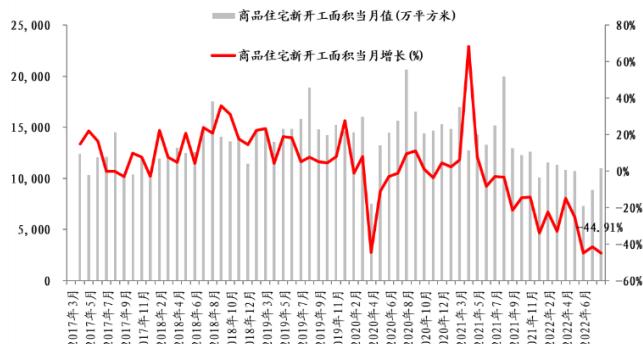
房地产市场复苏不达预期，行业竞争加剧

表1：家居板块重点标的估值（收盘价数据：7月18日，敏华控股为港币）

股票名称	总市值(亿元)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
家居										
欧派家居	753	204.42	245.35	289.50	26.66	30.21	35.95	28	25	21
顾家家居	402	183.42	224.18	272.60	16.64	20.54	25.09	24	20	16
索菲亚	166	104.07	122.10	144.81	1.23	14.14	16.86	136	12	10
喜临门	118	77.72	97.33	122.38	5.59	7.18	9.38	21	16	13
志邦家居	68	51.53	62.53	75.95	5.06	6.07	7.33	13	11	9
金牌橱柜	40	34.48	44.20	55.10	3.38	4.18	5.12	12	9	8
曲美家居	49	50.73	60.72	71.23	1.78	4.37	5.97	27	11	8

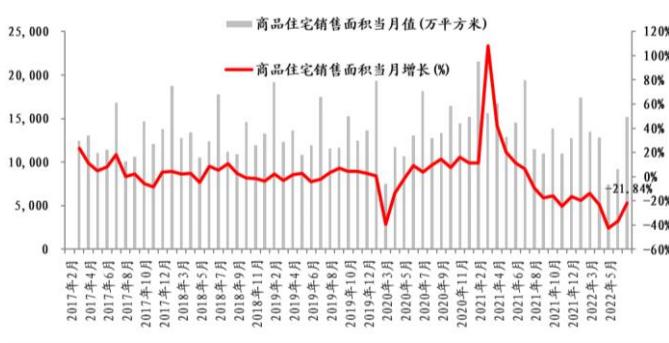
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图1：商品住宅新开工面积当月值(万平方米)及增速



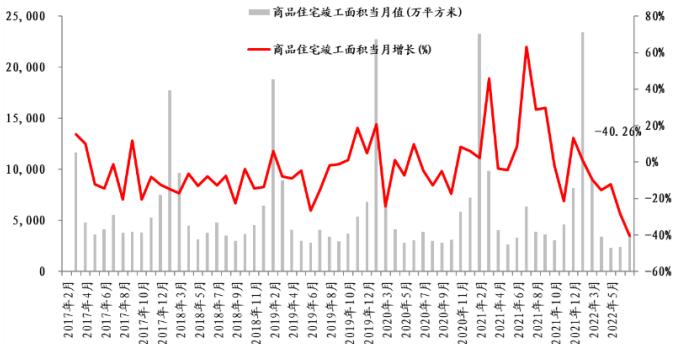
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图3：商品住宅销售面积当月值(万平方米)及增速



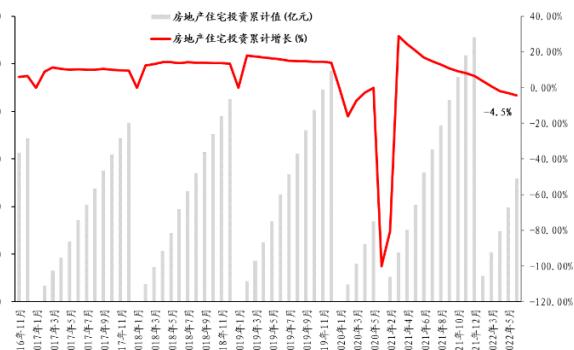
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图2：商品住宅竣工面积当月值(万平方米)及增速



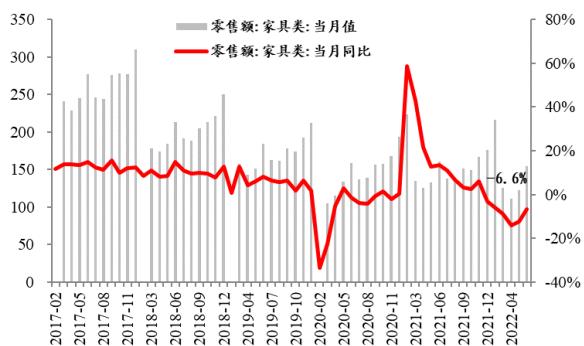
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图4：房地产住宅投资累计值(亿元)及增速



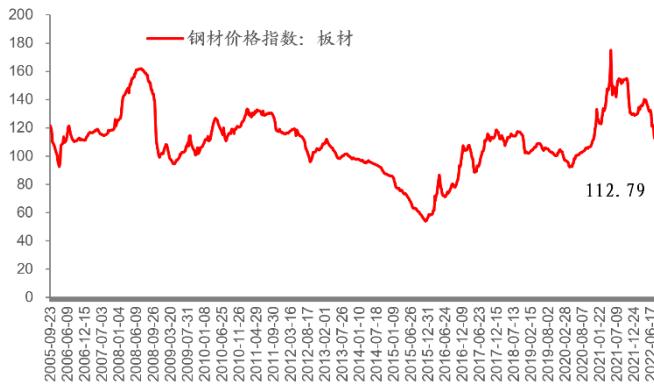
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图5: 家居零售额当月值(亿元)及增速



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图7: 钢材价格指数走势



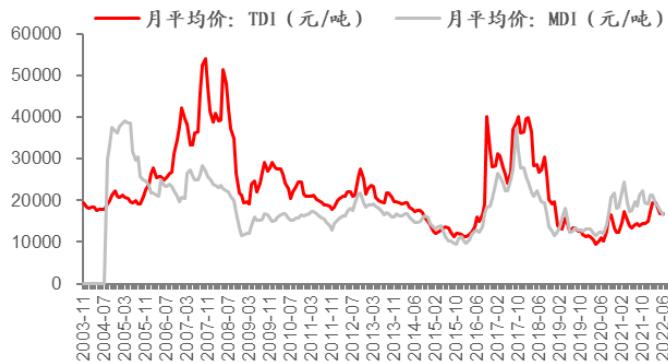
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 家具及其零件出口额当月值(亿美元)及增速



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图8: TDI、MDI月平均价走势(元/吨)



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“本公司”）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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>