



Research and
Development Center

需求可持续，上行逻辑依然健康

家具

2023 年 03 月 03 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

家具

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

需求可持续，上行逻辑依然健康

2023年03月03日

本期内容提要：

- **市场在犹豫什么？**我们判断，目前市场多数观点为：1）家居板块经历22Q4的整体估值修复后，当前股价已兑现23年业绩预期的大部分行情。因此，23年初以来家居板块再现补涨行情，而去年估值修复较多的公司股价涨幅相对较小（见图3）。2）由于当前家居购买需求以年前积压需求为主，市场担心本轮需求复苏的可持续性。
- **把握股价催化三要素（政策预期、地产销售、业绩改善），本轮上行逻辑始于政策预期，表现将是业绩改善。**我们在22年11月提出：“重视家居本轮估值修复，展望2023年，家居作为大件可选耐用消费品的需求仍有较大回补空间；盈利端，利润率随着成本压力趋缓、企业降本增效亦有望逐步改善”。我们依然维持以上观点，认为值得我们重视本轮估值修复的核心因素仍是业绩。虽然家居板块22Q4整体估值已明显修复，但对比2008年、2020年的板块表现，我们认为家居板块在经济复苏环境下的业绩改善阶段收益更为可观。
- **行业景气正在回升，重申看好板块1年+维度基本面趋势向上。**据我们近期渠道调研反馈，行业景气正在回升：1）在年后线下消费活动快速回暖的背景下，渠道客流&成交率均有复苏，其中装修公司客流恢复明显、零售门店也有回升。2）消费降级现象或有但我们认为环比22年已有好转，而后如果经济环境进一步复苏，我们预计全年消费力尚可。3）活动力度方面，2月开门红叠加3月315，促销时间长、力度大。经历了22年行业景气深幅调整，从厂家到经销商到终端的全链条信心显著提升，促销活动通过做大客单值摊薄固定费用，我们预计对终端盈利影响有限。
- **第一层看订单、第二层看地产、第三层看需求，看好23年需求回补空间和时间。**我们认为，消费以“人”为基石，地产环境的变化对行业供需有阶段性影响但非决定性要素，而驱动行业发展的底层因素依旧是需求。回顾20年疫后复苏，家居行业景气延续至3Q21，且4Q21-1Q22家居行业上市公司整体仍保持了双位数收入增长；我们判断20-21年期间家居行业经历了两轮需求回补，即疫情压抑的即时需求（改善需求为主）以及延迟进城的城镇化需求。基于此，我们看好23年改善需求+城镇化需求回补空间和时间（暂不考虑政府主导的旧改需求）：
1）改善需求，统计局数据显示，2019年我国城镇人均住房建筑面积39.8平方米（同比+2.1%），而据住建部数据，2020年我国城镇人均住房建筑面积38.6平方米；如果我们以2019年城镇人均住房面积*2019年底城镇人口/2020年底城镇人口测算，得到2020年人均面积为39平方米，也略低于19年39.8平方米。我们认为主要因20年突发疫情显著压抑了改善型需求，且这一需求在21年快速释放，统计局数据显示2021年城镇居民人均住房建筑面积已提升至41平米（对应2019-2021CAGR为1.5%）。2）城镇化，2020-2022年新增城镇人口

分别为 1794 万人、1205 万人、646 万人，城镇化率分别提升 1.18pct、0.83pct、0.5pct，对应 2020-2022 年新增城镇化进程带来的住房需求分别约 6.92 亿平米、4.94 亿平米、2.65 亿平米。我国 2022 年常住人口城镇化率 65.22%、2021 年户籍人口城镇化率 46.7%，而对比发达国家城镇化率从 60% 提升至 70% 阶段，年均城镇化率仍保持 0.6%~0.9% 的年均升幅。因此，我们认为这部分延迟进城的城镇化需求也或将在 23 年有所回补，叠加改善需求释放，有望对全年家居需求形成一定支撑。

- **看好家居板块 23 年“消费复苏+地产复苏”双 beta 预期，有望再迎业绩和估值双击。**维持行业“看好”评级，投资建议把握三条主线：1) 线下消费复苏预期下，重点推荐整装渠道占比较高的定制龙头【欧派家居】、【志邦家居】、【索菲亚】、【金牌厨柜】，软体公司推荐【慕思股份】、【喜临门】、【顾家家居】，建议关注直营占比高的【尚品宅配】、【我乐家居】，关注线下场景复苏的家居卖场龙头【美凯龙】、【居然之家】。2) 竣工修复预期下，大宗业务放量确定性较高，建议关注 to B 弹性标的【江山欧派】、【皮阿诺】、【王力安防】。3) 渗透率逻辑下，建议关注受益于智能化趋势的国产卫浴龙头【箭牌家居】、智能安防龙头【萤石网络】。
- **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、把握家居股价催化三要素	5
二、行情复盘：基本面改善收益更可期	6
2.1 2018 年以来股价波动复盘	6
2.2 2008-2009 年股价波动复盘	7
三、看好 23 年改善需求+城镇化需求回补	8
四、投资建议	10
五、风险因素	11

表 目 录

表 1: 2023E 需求回补力度敏感性分析	9
表 2: 重点公司估值表	10

图 目 录

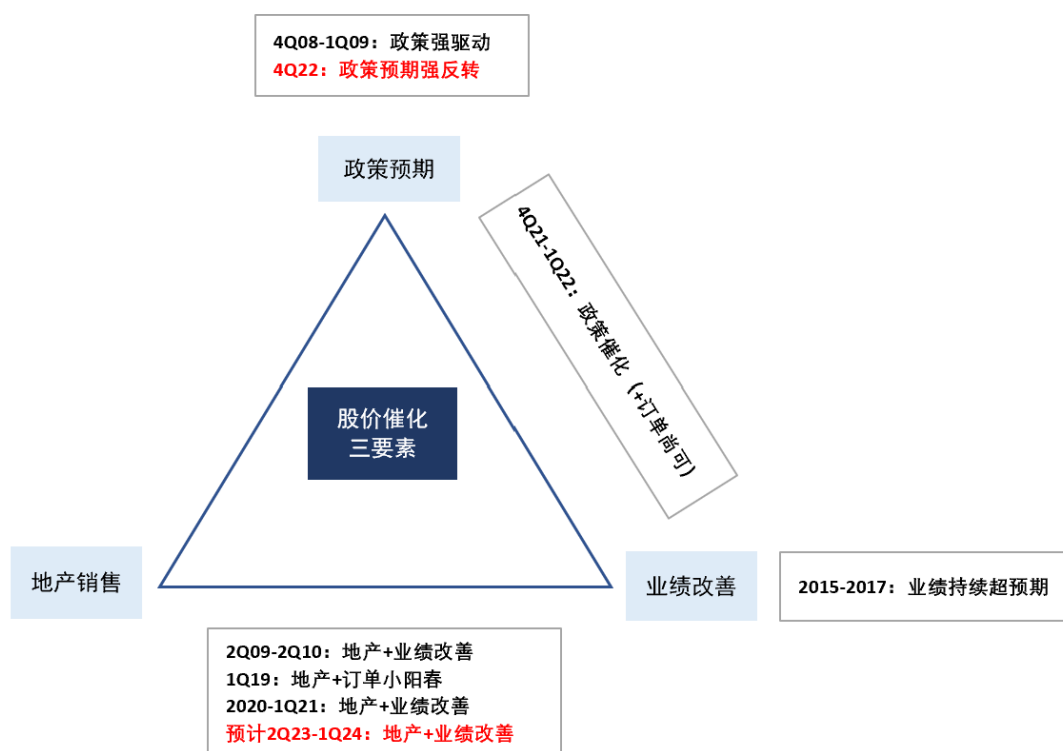
图 1: 家居板块股价催化三要素	5
图 2: 家居板块行情传导逻辑	5
图 3: 23 年以来板块呈现补涨行情	6
图 4: 2018 年以来部分定制企业股价走势	6
图 5: 2018 年以来部分软体企业股价走势	7
图 6: 志邦家居近年股价波动影响因素分析	7
图 7: 2008-2009 年主要家居企业股价&业绩表现	8
图 8: 中国城镇居民人均住房建筑面积	9
图 9: 中国 2022 年城镇化率仅提升 0.5%	9
图 10: 城镇化率对比发达国家仍有提升空间	9
图 11: 发达国家城镇化率超过 60%后年均升幅约 0.6%~0.9%	9

一、把握家居股价催化三要素

家居股价催化三要素：政策预期、地产销售、业绩改善。从近年家居板块股价走势表现来看，我们认为，首先，由于年底、年初是政策密集出台期，家居板块往往容易出现“跨年行情”；其次，对板块股价催化的核心要素我们认为主要有三，即政策预期、地产销售、业绩改善。

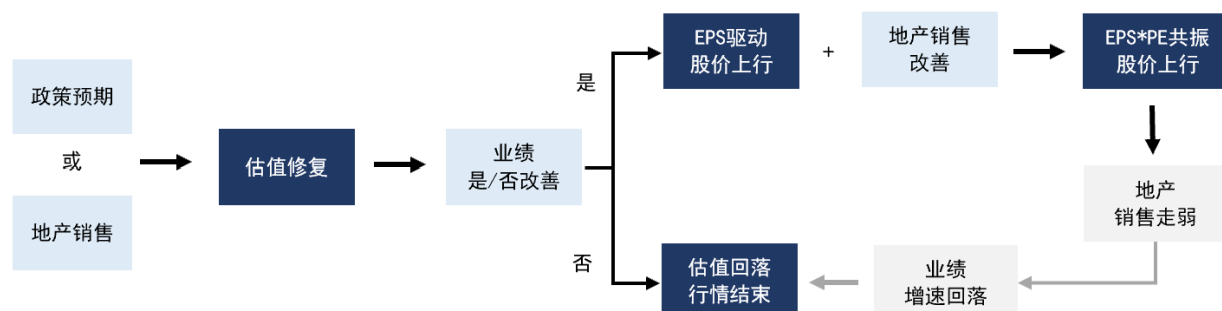
1) 其中，政策预期和地产销售主要影响板块估值，业绩改善主要通过抬升盈利从而带动股价进一步上行。2) 根据历史经验，一般至少需要满足“政策预期/地产销售”+“订单/业绩改善”才能出现可持续（2个月以上）的股价上涨行情，即多数情况下基本面跟踪均有迹可寻。3) 但是，当某“单一要素”势能突然显著增强的时候（比如政策预期强反转、业绩大超预期），也可能对短期股价产生强催化。

图 1：家居板块股价催化三要素



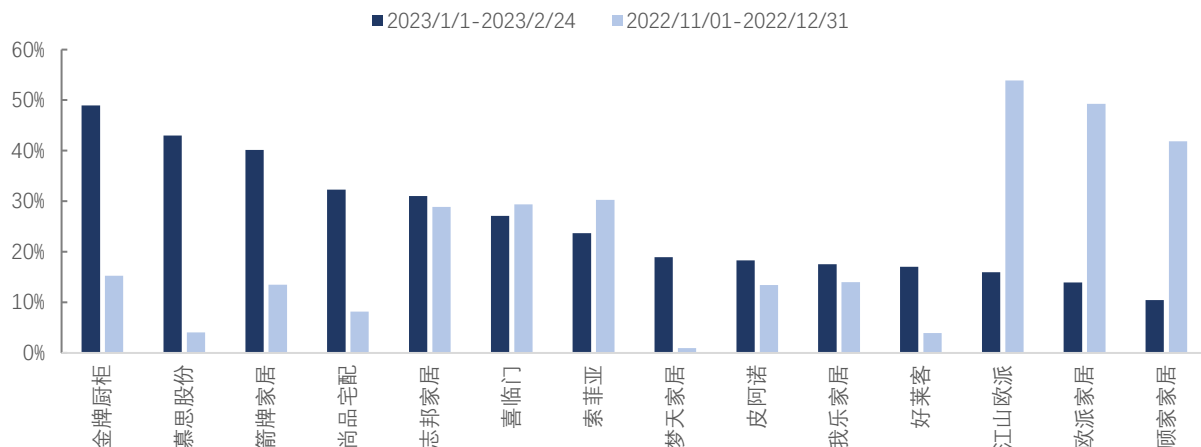
资料来源：信达证券研发中心

图 2：家居板块行情传导逻辑



资料来源：信达证券研发中心

图 3：23 年以来板块呈现补涨行情



资料来源：Wind，信达证券研发中心

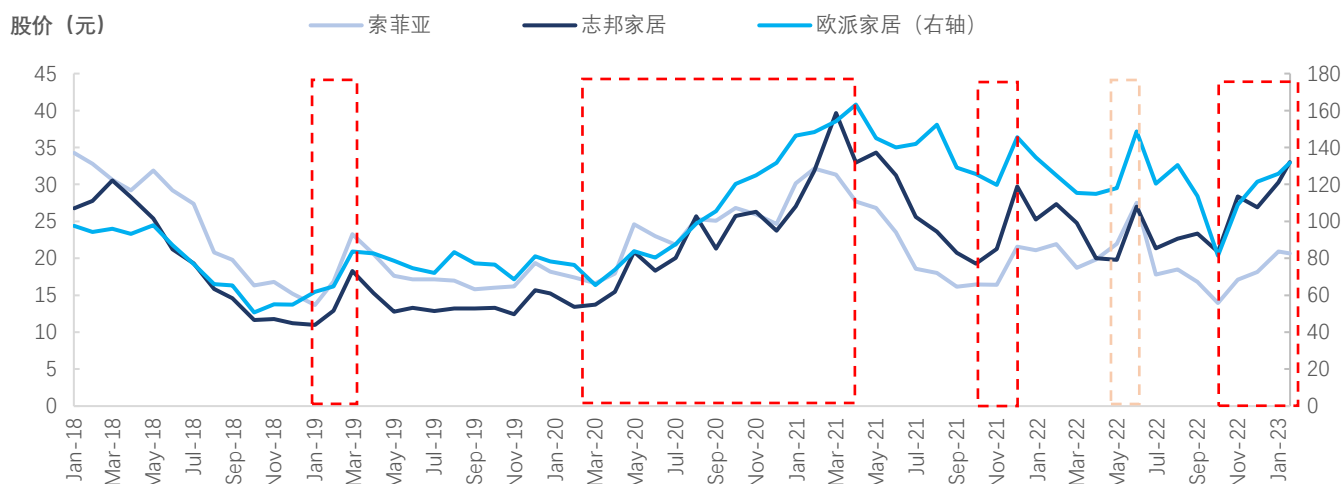
二、行情复盘：基本面改善收益更可期

我们认为，虽然家居板块 22Q4 整体估值已明显修复，但对比 2008 年、2020 年的板块表现，家居板块在经济复苏环境下的业绩改善阶段收益更为可观。

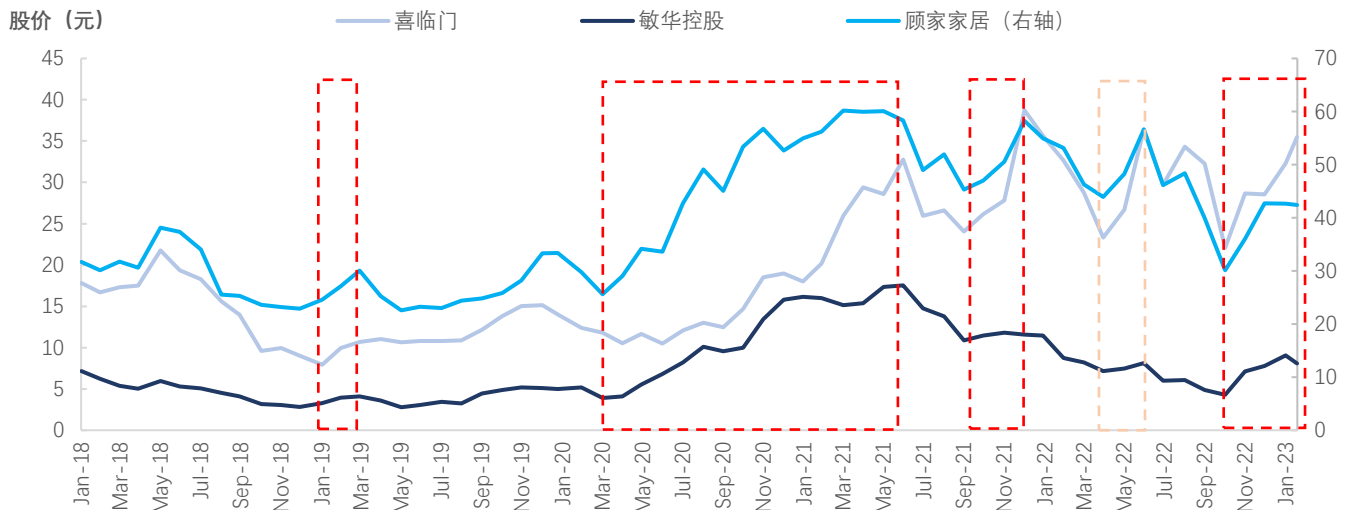
2.1 2018 年以来股价波动复盘

从 2018 年以来板块走势来看，22 年底以前，板块股价涨幅较好主要有三个期间，即【1Q19】、【20 年疫后复苏】、【4Q21】。其中：1) 20 年疫后复苏的行情时间最长，延续了 1 年以上；2) 分品类来看，定制和软体板块整体走势趋同，但软体板块由于龙头近年加快线上线下渠道扩张带动市占率快速提升，20 年疫后复苏、4Q21 的两次行情持续时间较定制长约半个月~1 个月。

图 4：2018 年以来部分定制企业股价走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2018 年以来部分软体企业股价走势


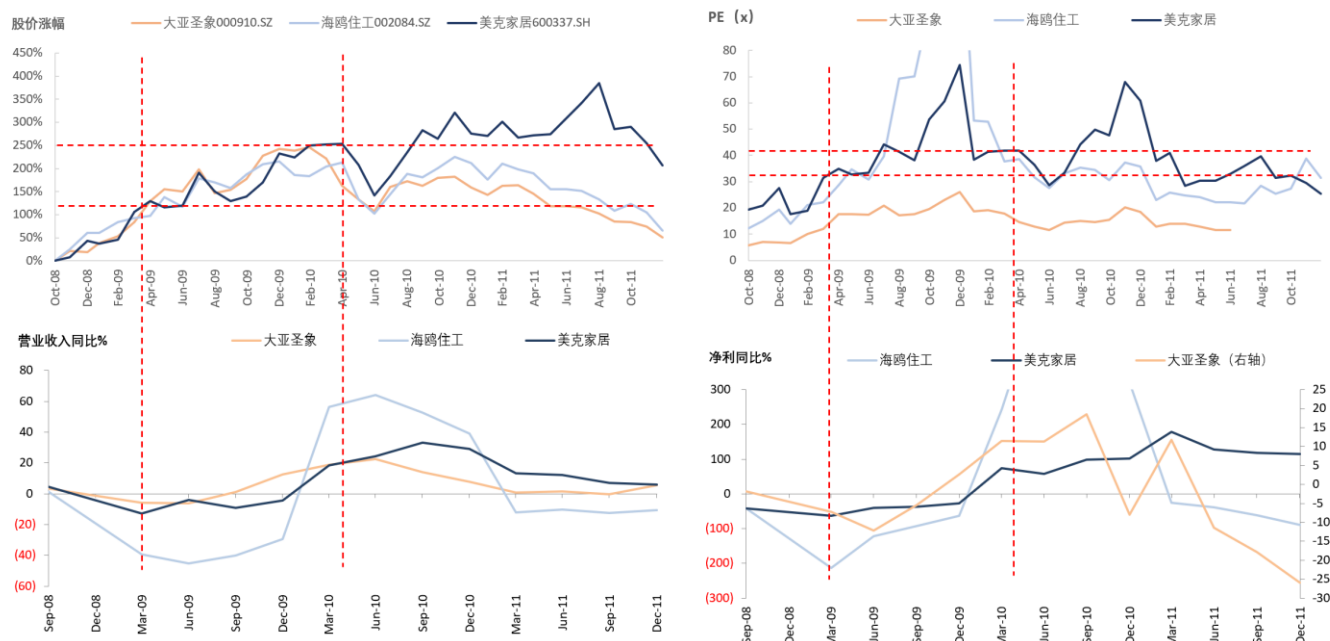
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：志邦家居近年股价波动影响因素分析


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 2008-2009 年股价波动复盘

从 2008 年金融危机后行业股价表现来看，家居板块也经历了估值修复以及业绩回升两个阶段。即 2008 年四季度政策强反转驱动板块估值整体向上修复约 10x，而后随着地产以及经济消费复苏，相关上市公司业绩增速回暖，带动整体估值再向上 10x。而体现在股价表现上，第一阶段估值修复仅为 PE 中枢抬升，第二阶段 EPS 和 PE 的共振带来的股价收益更为可观。

图 7：2008-2009 年主要家居企业股价&业绩表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、看好 23 年改善需求+城镇化需求回补

年后线下消费场景复苏，行业景气正在回升。据我们近期渠道调研反馈，行业景气正在回升：1）在年后线下消费活动快速回暖的背景下，渠道客流&成交率均有复苏，其中装修公司客流恢复明显、零售门店也有回升。2）消费降级现象或有但我们认为环比 22 年已有好转，而后如果经济环境进一步复苏，我们预计全年消费力尚可。3）活动力度方面，2 月开门红叠加 3 月 315，促销时间长、力度大。经历了 22 年行业景气深幅调整，从厂家到经销商到终端的全链条信心显著提升，通过做大客单值摊薄固定费用，我们预计对终端盈利影响有限。

第一层看订单、第二层看地产、第三层看需求。我们认为，消费以“人”为基石，地产环境的变化对行业供需有阶段性影响但非决定性要素，而驱动行业发展的底层因素依旧是需求。回顾 20 年疫后复苏，家居行业景气延续至 3Q21，且 4Q21-1Q22 家居行业上市公司整体仍保持了双位数收入增长；我们判断 20-21 年期间家居行业经历了两轮需求回补，即疫情压抑的即时需求（改善需求为主）以及延迟进城的城镇化需求。

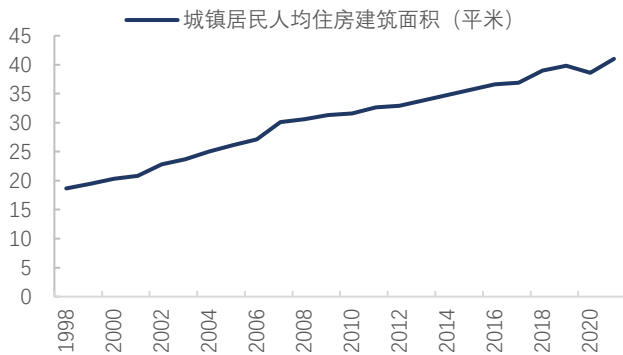
基于此，我们看好 23 年改善需求+城镇化需求回补空间和时间（暂不考虑政府主导的旧改需求）：

1）改善需求，统计局数据显示，2019 年我国城镇人均住房建筑面积 39.8 平方米（同比+2.1%），而据住建部数据，2020 年我国城镇人均住房建筑面积 38.6 平方米；如果我们以 2019 年城镇人均住房面积*2019 年底城镇人口/2020 年底城镇人口测算，得到 2020 年人均面积为 39 平方米，也略低于 19 年 39.8 平方米。我们认为主要因 20 年突发疫情显著压抑了改善型需求，且这一需求在 21 年快速释放，统计局数据显示 2021 年城镇居民人均住房建筑面积已提升至 41 平米（对应 2019-2021CAGR 为 1.5%）。

2）城镇化，2020-2022 年新增城镇人口分别为 1794 万人、1205 万人、646 万人，城镇化率分别提升 1.18pct、0.83pct、0.5pct，对应 2020-2022 年新增城镇化进程带来的住房需求分别约 6.92 亿平米、4.94 亿平米、2.65 亿平米。我国 2022 年常住人口城镇化率 65.22%、2021 年户籍人口城镇化率 46.7%，而对比发达国家城镇化率从

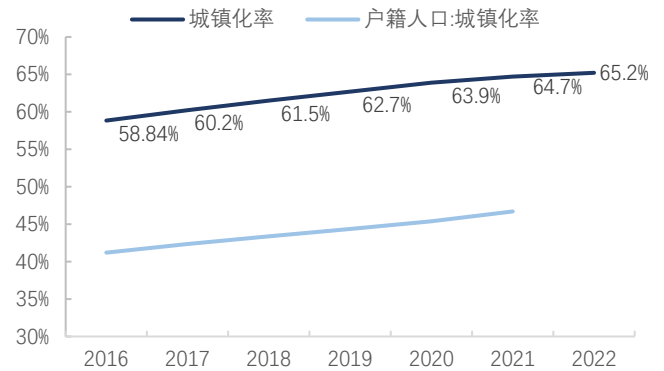
60%提升至 70%阶段，年均城镇化率仍保持 0.6%~0.9%的年均升幅。因此，我们认为这部分延迟进城的城镇化需求也或将在 23 年有所回补，叠加改善需求释放，有望对全年家居需求形成一定支撑。

图 8：中国城镇居民人均住房建筑面积



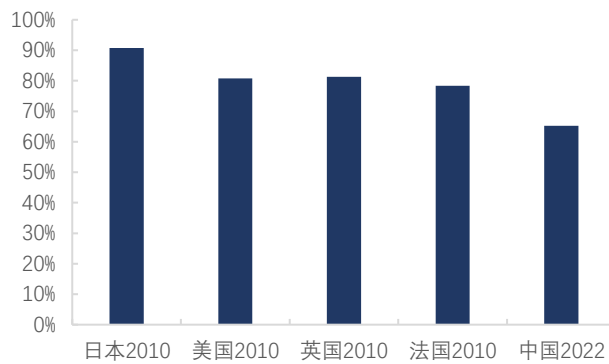
资料来源：Wind，国家统计局，住建部，信达证券研发中心

图 9：中国 2022 年城镇化率仅提升 0.5%



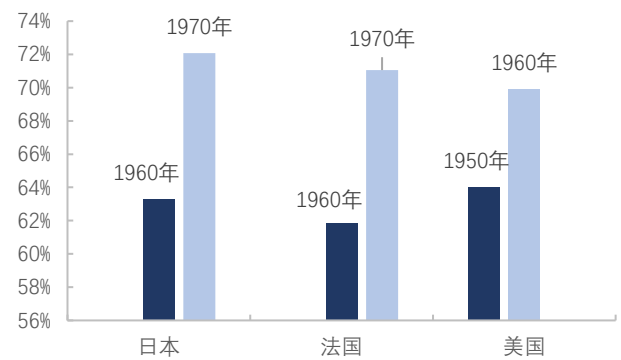
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：城镇化率对比发达国家仍有提升空间



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：发达国家城镇化率超过 60%后年均升幅约 0.6%~0.9%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：2023E 需求回补力度敏感性分析

同口径测算 2023E 需求回补力度 较 2021 年变化		2021-2023 年城镇人均住房建筑面积 CAGR				
		0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
2023 年城镇化 率升幅	0.5%	-26%	-17%	-8%	1%	10%
	0.6%	-19%	-10%	-1%	8%	17%
	0.7%	-12%	-3%	6%	15%	24%
	0.8%	-5%	4%	13%	22%	31%
	0.9%	2%	11%	20%	28%	37%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

四、投资建议

看好家居板块 23 年“消费复苏+地产复苏”双 beta 预期，有望再迎业绩和估值双击。维持行业“看好”评级，投资建议把握三条主线：1) 线下消费复苏预期下，重点推荐整装渠道占比较高的定制龙头【欧派家居】、【志邦家居】、【索菲亚】、【金牌厨柜】，软体公司推荐【慕思股份】、【喜临门】、【顾家家居】，建议关注直营占比高的【尚品宅配】、【我乐家居】，关注线下场景复苏的家居卖场龙头【美凯龙】、【居然之家】。2) 竣工修复预期下，大宗业务放量确定性较高，建议关注 to B 弹性标的【江山欧派】、【皮阿诺】、【王力安防】。3) 渗透率逻辑下，建议关注受益于智能化趋势的国产卫浴龙头【箭牌家居】、智能安防龙头【萤石网络】。

表 2：重点公司估值表

公司名称	股价	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB
	2023/3/2	(亿元)	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)
欧派家居*	143.0	871.0	27.3	32.3	32.0	27.0	5.6
索菲亚*	23.5	214.0	10.2	13.0	21.0	16.4	3.5
顾家家居*	49.3	404.9	18.1	20.9	22.4	19.4	4.5
喜临门*	36.2	140.3	5.6	6.8	25.1	20.6	3.8
慕思股份*	46.4	185.7	7.1	8.7	26.3	21.4	4.5
曲美家居	7.2	42.5	2.3	4.0	13.3	8.5	2.0
尚品宅配	25.1	49.8	1.1	2.2	31.4	18.4	1.4
志邦家居*	35.4	110.4	5.3	6.4	20.8	17.3	5.8
金牌厨柜	44.3	68.3	3.7	4.5	12.2	10	2.6
江山欧派*	72.5	99.1	1.2	3.6	82.6	27.4	5.6
敏华控股	8.5	334.8	25.2	29.0	12.7	10.8	—
我乐家居	9.4	29.7	0.0	0.0	16.9	13.2	3.1
好莱客	13.2	41.0	4.4	3.5	8.3	10.6	1.4
皮阿诺	22.6	42.1	1.8	2.5	19.6	15.4	3.5
王力安防	11.2	49.7	-0.3	2.5	—	15.8	2.8
平均					24.6	16.8	3.6

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

五、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，将影响内需消费支出意愿，对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，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

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。