

证券研究报告|行业深度

轻工制造

行业评级强于大市（维持评级）

2024年11月12日



家居行业：

换新时刻，关注需求格局估值共振

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

请务必阅读报告末页的重要声明

- **需求改善：行业首迎资金补贴，覆盖面&支持力度扩大，保守测算需求拉动幅度约12%。**①Q3以来，全国家居家装补贴工作持续推进，从公布细则看，各地优惠力度多为15%~20%、单品补贴上限多为2000元。②10月中下旬，部分地区政策加码、开通线上辐射全国，上市公司亦顺势推出“政企双补”营销合力迅速落地。③发改委10月30日表示，目前正在加力落实一揽子增量政策，同时抓紧研究提出明年继续支持“两新”工作的总体安排、实施方式和支撑标准，为进一步提振消费、扩大投资、促进发展注入新动力。我们依据已有样本地区家居类补贴占比、需求拉动系数，保守、中性、乐观情景假设家居补贴资金占比分别为5%、7%、10%，测算对应本轮补贴政策对需求拉动幅度分别约12%、17%、24%。
- **格局改善：2023年行业集中趋势停滞，补贴政策利好头部企业，或是业绩修复的另一支撑。**据Euromonitor，2023年CR9在国内室内家具零售市场集中趋势停滞、19家其他品牌份额下降0.3pct、其他市占率<0.1%的品牌份额提升0.3pct。主要上市公司较家居社零超额增速由13-22年平均+14pct降至2023的0超额、而24年1-9月进一步降至-14pct。我们认为，主要因近两年国内地产和消费环境偏弱，消费力收缩对主定位是中产群体的上市品牌影响更大。同时，我们也认为，家居行业的集中虽是个慢过程但趋势不会改变，为消费者提供更好的品牌和服务依旧是上市公司的强大竞争力；随着未来居民消费力恢复、补贴政策加强头部支持，格局改善或将给业绩带来较大修复空间。
- **估值改善：10月新房销售转正，支撑行业估值中枢修复。**中国政府转载新华社报道，据住建部，10月份全国新建商品房网签成交量同比增长0.9%，自去年6月份以来连续下降后首次实现增长。家居板块估值与地产销售强相关，如果未来地产销售好转趋势确立，家居板块估值中枢有望修复。
- **建议关注三条主线精选优质企业：**1) 内销为主、终端实力领先的定制龙头，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居；2) 存量逻辑更为顺畅的软体龙头，慕思股份、顾家家居、喜临门、敏华控股；3) 政策鼓励智能家居等新兴产业方向，好太太、箭牌家居、瑞尔特、奥普科技。
- **风险因素：**补贴刺激拉动效果不及预期、地产销售大幅波动风险。

目 录

- **需求改善：保守测算补贴对需求拉动幅度约12%**
- 格局改善：或是业绩修复的另一支撑
- 估值改善：地产转正有望提振估值中枢
- 投资建议
- 风险因素

1.1 快速推进因地制宜，头部品牌有望率先受益

- 2024年8月初，支持消费品以旧换新的1500亿元超长期特别国债资金已全部下达到地方，截止目前我国大部分省或部分市政府已发布家装家居以旧换新补贴细则。10月部分地区政府陆续发布政策阶段性成效。
- **覆盖地区数量，成品多于装修。** ①大部分省市允许家具（橱衣柜、软体成品、卫浴成品）及智能家居的产品类补贴。②部分省市（已统计到9个省或市）允许旧改局的改装修类补贴，涵盖的家具、家装、建材品类较多。
- **优惠力度多为15%-20%，装修补贴上限较大。** 对单个消费者补贴上限而言：①厨卫改造、旧房装修类上限高，有政策细则地区上限多为2-3万元/户。②家具、智能家居产品类，多数地区政策上限为每类产品2000元。
- **商户资质门槛要求，利好头部品牌。** 以湖北为例，参与补贴活动的主体要求有一定垫资能力，且依法合规经营，且从多地公布政策看，对于参与主体均有一定资质门槛要求。因此，我们认为此次政府补贴对于规模较大、具备资金优势的品牌方和经销商更为有利。

表：本轮家装家居补贴政策概览

家装家居补贴政策概览		
时间节奏	8月底国家支持消费品以旧换新的1500亿元超长期特别国债资金已下发地方 9-10月各地区陆续发布家装家居以旧换新补贴操作细则 10月部分地区政府陆续发布政策阶段性成效，下旬部分地区政策开始加力	
补贴品类	旧房与厨卫改造（装修）	广东深圳、广西、浙江、安徽、河南郑州、辽宁大连、甘肃、青海、新疆9地
	家装家居产品	全国大部分省
	智能家居产品	全国大部分省
优惠力度	装修类	15-20%（9地大部分补20%），上限多为每套房2-3万元
	产品类	15-20%，上限多为每类产品2000元；或以消费满减形式补贴 15%：约14省 20%：约11省
补贴方式	消费支付立减、消费券等	产品类为主 ，消费者通过云闪付、支付宝等APP或小程序申请折扣券或消费立减，在指定商户消费核销
	消费者事后申请	装修类为主 ，消费者提供产权证、装修证明照片、采购家具材料发票后，向有关部门申请补贴金额
	装修消费贷贴息补贴	装修类为主 ，贷款贴息年利率2-3%左右，上限3000-4000元
商户资质	要求有一定垫资能力的主体，且要求经营合法合规	

资料来源：搜狐焦点家居，深圳政府在线，深圳特区报，潮新闻，广西发改委，海口市政府，江苏发改委，南京市商务局，人民网，浙江在线，台州本地宝，安徽建筑协会，丰城市政府，青山湖商务，福建商务厅，上海发布，邯郸市政府，内蒙古自治区中小企业公共服务平台，包头壹品慧，交口县政府，视听晋中，德州商务局，天津商务局，河南商务厅，郑州本地宝，湖北商务厅，邵东新闻，哈尔滨本地宝，大连本地宝，松原广电，看见邛崃，重庆商务局，贵州发改委，西双版纳州商务局，拉萨发布，咸阳日报采网，甘肃商务厅，宁夏商务厅，青海日报，伊宁市融媒体中心，华福证券研究所整理

1.1 政企双补营销合力，线上线下齐头并进

- 上市家居公司基本是国补+企补双重优惠，国补参考前文政策以支付立减为主。企业补贴的营销抓手主要包括产品折扣、金额补贴、套餐优惠等。且在广州协同淘宝、京东“全国补”的政策下，各家上市公司在线上平台积极参与。

表：主要家居上市公司企业联动补贴活动

公司	公司注册地	补贴
欧派家居	广东	【折扣+优惠套餐】 购买欧派橱柜木卫定制类产品，享合同金额20%的企业补贴金，最高1万元/户；在欧派购买全球大牌家具家电产品，促销价之上再享20%补贴优惠。消费者+99元可以享受健康升级补贴，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜值系列衣柜与39800王牌臻选套餐产品
索菲亚	广东	【折扣+优惠套餐】 米兰纳除15%的政府补贴外，还推出了集团加码补贴20%的重磅让利活动 索菲亚（杭州）在旧房改造方面，除基础装修（拆除、硬装等），只要涉及到定制产品，杭州索菲亚在成交价的基础上每满10000元补贴10%，最高补贴2000元
志邦家居	安徽	【折扣+优惠套餐】 企业至高再补贴30%，政策叠加有机会享受高达50%的双重补贴。推出整家组合套餐，如29700元、39700元和59700元的套餐
金牌家居	福建	【折扣+优惠套餐】 政企双重补贴，总补贴金额最高可达70%。具体“三重补贴”政策，为消费者提供了899元/m²的高颜值系列、50%专项新品补贴以及额外的1000元焕新消费券
尚品宅配	广东	【折扣+优惠套餐】 可享受至高20%的政府补贴和20%的企业补贴。38800元的女王臻选焕新精装套餐
好莱客	广东	【折扣+优惠套餐】 除15%政府补贴，好莱客和全国门店直补20%，全国门店商场加码补贴20%，消费者在好莱客天猫店下单，最高可获得政企商合计补贴55%。推出999元衣橱半价全包活动
顾家家居	浙江	【补贴+优惠套餐】 线下在各地政府补贴的基础上（如部分地方补贴额度达15%，各地政策不同），再增加最高2000元的企业补贴，并提供免费上门服务回收废旧家具服务。推出“夺冠套餐” 线上在国家政策补贴基础上，再提供满10000送1000的优惠政策
慕思股份	广东	【折扣+补贴】 V6大家居：消费者在享受国家政策规定的最高20%以旧换新补贴、V6家居最高50%企业促销活动补贴的基础上，V6家居将额外再派发2000元全民“普惠补贴金”，以三重补贴让利消费者 床垫：购买慕思新床垫，享“政府+慕思”的双重补贴，立减千元，慕思补贴（即减免金额）最高不超过1500元。为消费者提供慕思产品+金管家服务的闭环除螨解决方案
箭牌家居	广东	【补贴】 此次在国家换新补贴基础，ARROW箭牌加码补贴最高2000元/户，普通马桶、智能马桶、浴室柜、花洒等全场景单品产品以旧换新补贴200-500元/户不等

图：部分品牌天猫参与活动产品示意图



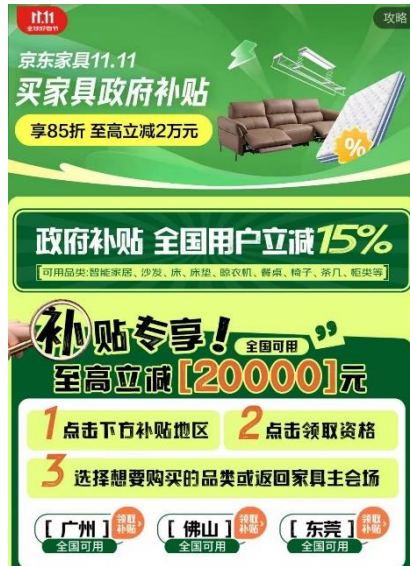
1.2 部分地区政策加码，区域、品类范围扩大

- 广州：补贴额度大、线上辐射全国消费者。**
 - 8月29日，广东省人民政府办公厅印发《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》的通知，加力推进消费品以旧换新。
 - 9月30日，广州市家装厨卫“焕新”活动正式上线，产品范围覆盖17类智能家居产品、20类旧改、厨卫改造产品、6类适老化改造产品。个人消费者先在参与活动的支付渠道（云闪付）专区申请领取活动补贴资格，按产品售价15%补贴（1级水效或能效20%补贴），个人累计补贴上限高达2万元，在指定商户线下消费。
 - 10月20日后，广州补贴上线淘宝、京东电商平台，补贴辐射范围通过扩大至全国，全国用户在平台购买参加活动品牌的柜类、成品、卫浴等产品可享15%政府补贴，上限2万元。

图：广州家装家居补贴核销方式（线下消费）



图：广州家装家居淘宝/京东全国可享15%补贴

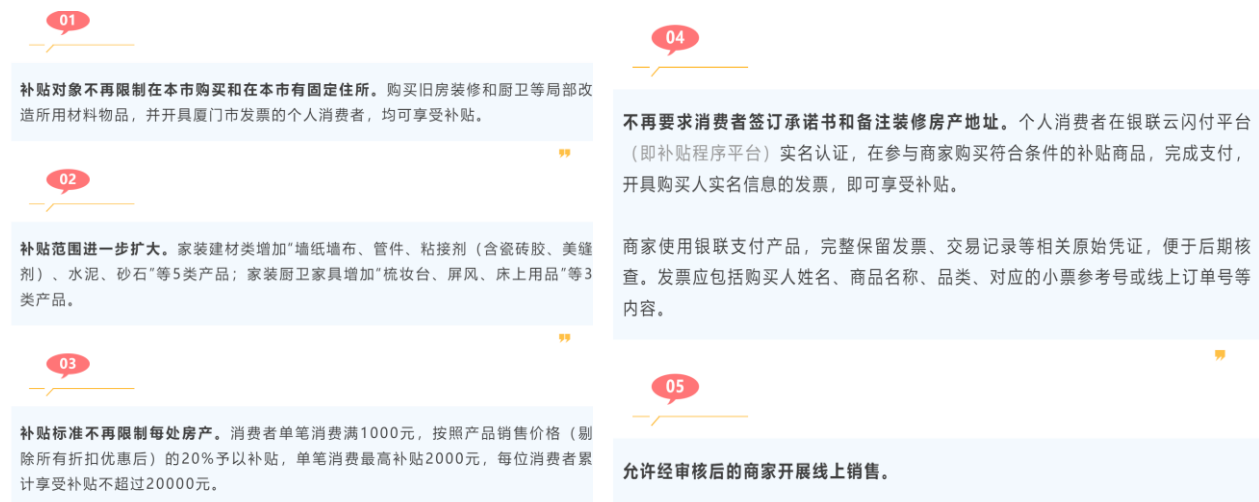


1.2 部分地区政策加力，区域、品类范围扩大

- **厦门：放宽补贴对象不限于本市，开放线上销售。**① 9月24日厦门市人民政府办公厅关于印发加力支持消费品以旧换新实施方案的通知，消费者单笔消费满1000元，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后）的20%予以补贴，单笔消费最高补贴2000元，每位消费者累计享受补贴不超过2万元。② 10月30日厦门市住房和城乡建设局等4家单位联合印发《关于修改厦门市旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款的通知》，放宽补贴对象，扩大补贴品类，推行线上销售。补贴对象可不限制在本市购买或有固定居所，且经审核商家可线上销售。另外，福州市商务局10月29日亦发布关于家电以旧换新及家装厨卫焕新补贴活动线上企业第二轮申报工作的补充通知，邀请线上家电、家装厨卫销售企业申报。

图：厦门补贴加码，放宽对象、品类、渠道

图：厦门瑞尔特旗舰店淘宝全国可享20%补贴



1.2 部分地区政策加力，区域、品类范围扩大

- **湖北：补贴加码扩品类、扩上限。** ①8月29日，湖北省商务厅等5部门关于印发《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则》的通知。补贴品类包括厨卫类（智能家居、小家电为主）、家装类（橱衣柜、软体成品等），家装单人满5000元、满10000元两档20%补贴。消费者可通过湖北以旧换新公共服务平台小程序或以旧换新电商平台APP，领取补贴资格，在线下入选商户处指定POS机支付享立减。②10月24日，湖北厨卫类产品补贴范围扩大至51类，新增23类（含门墙地、浴室家具等），新增满1000元、3000元、3万元、5万元、10万元补贴档次，补贴上限提升至2万元。
- **安徽：延伸至家装补贴。** ①9月7日安徽省商务厅等9部门联合下发了《安徽省家电及家装厨卫等消费品“焕新”补贴实施细则》。补贴品类主要为12类厨卫小家电、智能家居产品。②10月22日安徽省住房和城乡建设厅发布了《安徽省旧房装修领域补贴实施细则》，如城镇老旧小区住房装修改造按照装修改造造价的15%给予补贴，城镇老旧小区住房的装修改造每套补贴上限为5万元。

图：湖北家装家居产品补贴示意图



图：安徽此前仅对厨卫小家电等智能家居补贴，后扩大至旧房装修补贴



1.3 样本地区家居类补贴占比多数6%~10%，拉动消费5倍以上

- 据发改委转载央视网，商务部数据显示，截至10月24日，各地家装厨卫“焕新”补贴产品达到约630万件，**累计带动销售额190亿元**。同时，发改委表示，目前正在加力落实一揽子增量政策，同时抓紧研究提出**明年继续**支持“两新”工作的总体安排、实施方式和支持标准，为进一步提振消费、扩大投资、促进发展注入新动力。
- 家装家居类补贴占比**：据已公布地区的补贴明细，家装家具类补贴约占当地补贴总额的比例多数约6%~10%；
- 家装家居需求拉动系数**：大部分地区在5倍以上。

表：样本地区家装家居补贴占比、消费拉动系数测算

地区	日期	消费品		家装家居类				
		活动期间销售额 (亿 元)	财政预算或实际核销 (亿元)	活动期间销售额 (亿 元)	财政预算或实际核销 (亿元)	消费占比	预算或核销占比	家装家居需求拉动系数
广东	10月20日	489.10		16.10		3.3%		
深圳	政府规划			52.00	10.38			5.0
海口	10月26日	30.00		1.87		6.2%		
浙江	10月25日	660.00	64.26	25.60	4.63	3.9%	7.2%	5.5
赣州	10月21日			11.07	1.31			8.5
石家庄	截止10月	8.11	1.50	0.35	0.05	4.3%	3.3%	7.0
十堰	10月25日	9.21	0.87	0.40	0.08	4.4%	8.7%	5.4
四川	10月21日	262.72	30.50	10.52	2.40	4.0%	7.9%	4.4
贵阳	10月15日	18.24	1.99	0.78	0.15	4.3%	7.3%	5.3
西藏	政府规划		5.26		0.47		9.0%	
陕西	10月底	99.08	10.12	3.26	0.62	3.3%	6.1%	5.3
甘肃	10月14日		2.69		0.19		7.1%	
青海	10月15日		1.47		0.11		7.4%	

资料来源：各地政府官网、各地政府机构公众号、西部网、三秦都市报，华福证券研究所

1.3 保守测算补贴对需求拉动幅度约12%

- 核心假设一：资金池占比5%、7%、10%。**据发改委转载央视网，商务部数据显示，截至10月24日，各地家装厨卫“焕新”补贴累计带动销售额190亿元，按5x测算对应补贴已发放38亿元。以用于家居的全国补贴额度占比1500亿总资金池的情形假设，我们分别假设保守5%、中性7%、乐观10%；
- 核心假设二：需求拉动系数约5x。**1) 如果补贴用足，理论需求拉动系数为1/20%~1/15%，5x~6.7x；2) 参考已发布家居补贴成效的区域效果来看，多数地区需求拉动系数也是5x以上；参考家电，商务部数据显示，截至10月15日，已有2066.7万名消费者申请、1013.4万名消费者购买八大类家电产品1462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元，家电对应需求拉动系数为5.2。
- 对应保守、中性、乐观三种情景假设下，我们测算对行业需求拉动幅度分别约12%、17%、24%。

表：全国家装家居补贴效果测算

家居补贴效果测算				
a	支持消费品以旧换新1500亿元超长期特别国债资金（亿元）	1500		
		保守	中性	乐观
b	据各地最新统计，家居家装类在1500亿资金中落地比例在6%~10%左右，综合考虑各地进度、情景假设落地比例分别为	5%	7%	10%
c=a*b	对应全国家装家居补贴总额（亿元）	75	105	150
d	理论需求拉动系数为1/20%~1/15%，参考已执行地区统计数据，假设需求拉动系数为5	5	5	5
e=c*d	对应拉动家居家装需求（亿元）	375	525	750
f	2023年限额以上家具社零总额（亿元）	1516	1516	1516
	2023年限客以上建材社零总额（亿元）	1569	1569	1569
g=(f+e)/f-1	拉动（家具+建材）社零幅度	12%	17%	24%

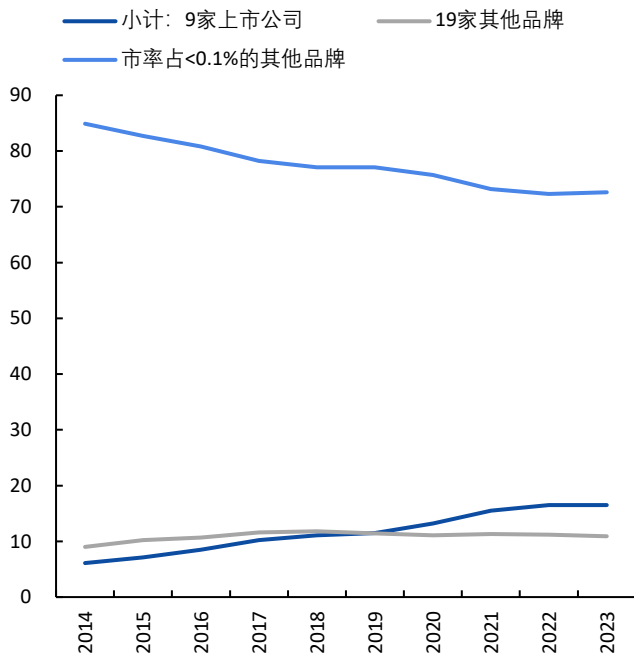
目 录

- 需求改善：保守测算补贴对需求拉动幅度约12%
- 格局改善：或是业绩修复的另一支撑
- 估值改善：地产转正有望提振估值中枢
- 投资建议
- 风险因素

2.1 2023年室内家具零售市场集中趋势停滞

- 据Euromonitor，以9家上市公司为代表的CR9经历了过去多年持续零售份额提升后，2023年CR9在国内室内家具零售市场集中趋势停滞、19家其他品牌份额下降0.3pct、其他市占率<0.1%的品牌合计提升+0.3pct。

图：23年头部品牌提份额停滞、尾部分额逆势上升



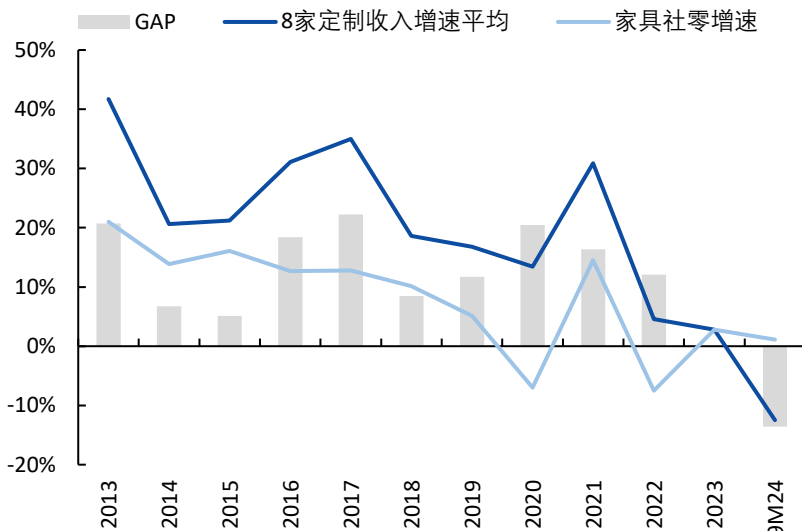
表：中国室内家具零售市场格局

单位：%	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
欧派	1.4	1.5	1.7	2.1	2.1	2.2	2.4	3.1	3.6	3.7
顾家	0.9	0.9	1.1	1.3	1.7	1.9	2.3	2.7	2.8	2.8
索菲亚	1.1	1.3	1.7	2	2.1	1.9	1.9	2.3	2.7	2.7
敏华	0.5	0.6	0.9	1.2	1.2	1.1	1.7	2	2.1	2.2
慕思	0.8	0.9	1	1	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4
喜临门	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	1	1.2	1.3	1.3
尚品宅配	0.6	0.9	1.1	1.3	1.4	1.4	1.3	1.4	1.1	1
志邦	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
金牌	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
小计：9家上市公司	6.1	7.1	8.5	10.2	11.1	11.5	13.2	15.5	16.5	16.5
林氏	0.4	0.7	0.8	0.8	1	1.1	1.4	1.6	1.9	2
宜家	1.7	1.9	2	2.1	2	1.9	1.8	1.9	1.6	1.7
全友	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
左右	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
掌上明珠	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
美克美家	0.7	0.7	0.9	0.9	1	1	0.9	0.9	0.7	0.6
好莱客	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
红苹果	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
席梦思	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
曲美	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
我乐	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
华丰	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
金可儿	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
双虎	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
皮阿诺	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
顶固	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
梦百合	0	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
宜华生活	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7	0.4	0.1	0	0	0
皇朝	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-	-	-
19家其他品牌	9.0	10.2	10.7	11.6	11.8	11.4	11.1	11.3	11.2	10.9
市率占<0.1%的其他品牌	84.9	82.7	80.8	78.2	77.1	77.1	75.7	73.2	72.3	72.6

2.2 格局改善或是业绩修复的又一支撑

- 以内销为主的定制企业为样本（欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居、好莱客、我乐家居、江山欧派、皮阿诺），2013-2022年上市公司合计收入增速较家居社零增速平均高出14pct，2023-9M24二者差值分别为0pct、-14pct，也表明过去多年上市品牌份额提升的趋势明显恶化。我们认为，主要因近两年国内地产和消费环境偏弱，消费力收缩的现象对主定位是中产群体的上市品牌影响更大。
- 同时，我们也认为，家居行业的集中虽是个慢过程但趋势不会改变，为消费者提供更好的品牌和服务依旧是上市公司的强大竞争力；**随着未来居民消费力和信心逐步恢复、以及补贴政策加强头部支持，格局改善或将给业绩带来较大修复空间。**

图：2023年以来上市公司超额业绩增速转负



表：重点家居公司单季度业绩增速

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
单季度营收增速							
欧派家居	-13.8%	13.0%	2.2%	0.1%	1.4%	-20.9%	-21.2%
索菲亚	-9.7%	5.6%	9.6%	5.4%	17.0%	-4.1%	-21.1%
志邦家居	6.2%	17.1%	9.9%	16.9%	1.8%	-6.9%	-10.1%
金牌家居	1.1%	8.0%	-1.6%	3.2%	11.4%	-5.6%	-13.9%
顾家家居	-12.9%	10.0%	10.8%	19.5%	10.0%	-7.4%	-6.9%
敏华控股	-19.3%		-3.8%		6.1%		
慕思股份	-23.1%	-4.3%	0.3%	6.9%	25.5%	-1.0%	-11.2%
喜临门	4.5%	6.2%	6.0%	24.4%	20.0%	-6.0%	-10.8%
单季度归母净利润增速							
欧派家居	-39.8%	28.1%	21.1%	4.0%	43.0%	-21.3%	-11.6%
索菲亚	-8.9%	32.9%	15.6%	18.4%	58.6%	1.0%	-21.2%
志邦家居	0.5%	20.0%	8.2%	10.5%	-8.4%	-20.5%	-30.9%
金牌家居	8.2%	-29.9%	24.8%	11.8%	11.2%	-24.4%	-44.2%
顾家家居	-9.7%	16.9%	12.7%	23.5%	5.0%	-9.1%	-19.9%
敏华控股	-14.8%		4.0%		20.2%		
慕思股份	-18.4%	38.0%	37.4%	0.8%	39.5%	-8.9%	-8.3%
喜临门	14.3%	-3.1%	-0.8%	125.5%	20.2%	-0.6%	-15.8%

2.3 补贴带动基本面改善已现，龙头公司反馈较好

- 从三季度已披露机构调研的家居企业的反馈看：①补贴政策对消费、终端接单有明显刺激，但传导至公司仍有一定滞。②由于以旧换新政策对参补主体资质有较高门槛，因此政策或间接推动行业集中度提升。

表：主要家居上市公司三季度机构调研补贴政策情况

公司	三季度机构调研“以旧换新”情况
欧派家居	二季度以来以旧换新、消费补贴等政策的出台，一定程度上刺激了市场消费。从相关政策落地实施后市场终端的反馈来看，效果还是比较不错的。虽然上述的刺激消费的政策落地， 预计会给行业景气度带来一定程度的提振
索菲亚	推出全国性营销活动,包括 政府补贴、工厂补贴、门店补贴的三重补贴活动 ,在全行业中率先掀起围绕以旧换新活动 索菲亚作为淘宝、天猫平台深度合作客户,积极借助平台力量,率先联合线上平台和政府进行政策的推进,在行业中领先落地,积极带动各地经销商参加活动,消费需求拉动效果明显。目前整装渠道正在加大力度参与。 由于整装从接单到转化有一定周期,且覆盖的产品品类比较宽泛,需要各方协助推进,保证消费者最大化享受政策优惠。公司整装渠道主要与头部装修公司合作,在整体操作上具备一定优势。
金牌家居	如厦门家装厨卫“焕新”单笔补贴20%,最高可补贴2万元,补贴力度非常之大,有效激活了家居家装市场需求,给终端消费者带来了实实在在的优惠。十月以来,随着广州将补贴范围放开至全国,引起市场极大关注和良好预期。公司积极与厦门当地政府沟通快速推进补贴政策落地,同时积极打通天猫、京东等线上平台,让全国更多客户能参与享受政策补贴优惠。 受以旧换新补贴政策的推动,近期公司在厦门地区的终端接单同比增长70%左右,其他城市的终端接单也有不同程度的增长或改善,后续需持续关注。
尚品宅配	10月以来,广东地区的家装补贴政策反响尤为热烈,佛山的家装政府补贴最高每个人可补贴3万元,广州的家装政府补贴最高每个人可补贴2万元, 国补优惠力度之大,不仅加速了意向客户的购买决策过程,促使他们迅速成交。 与此同时,企业也在借助国补积极让利、加码补贴政策,尚品宅配推出了臻选焕新全套套餐和局改焕新套餐,以灵活的产品组合和优质服务激发民众家居焕新行动,还发起了“总部直补总裁免单”直播活动。近期我们还开通了天猫、京东、云闪付等多个国补的线上支付渠道,期待有更多城市的国补政策落地以及更多的客户可以参与到国补政策的实惠中来。
好莱客	广州的家装政府补贴15%,每户最高补贴2万元。好莱客借助国补积极让利、加码补贴政策。好莱客和全国门店发起普惠行动专项补贴,好莱客直补20%,全国门店商场加码补贴20%。消费者最高可获得政企商合计补贴55%。 以旧换新政策落地实施到经销商终端销售再传导到公司业绩有一定滞后性。家居行业四季度相对是旺季,叠加国庆节和双十一,预计以旧换新政策推动消费需求积极复苏,能带动第四季度订单恢复。目前广州销售额同比有较大增幅,这本身跟广州的消费者基数与政策补贴力度大、线上平台的便利性有关系。
箭牌家居	线上平台因参与补贴政策的相对便利性更快体现了焕新消费需求的增长,线下门店消费需求同样也会受到政策的带动, 但从经销商终端销售传导到公司需要一定的周期。以旧换新政策的推进将进一步促进行业参与者的规范化,有利于进一步提升集中度; 激发消费者的焕新需求,促进消费升级,这有助于形成持续的焕新业务和消费增长;同时企业为了适应政策导向和市场需求,将不断推出符合节能环保、智能化等标准的新产品,并提升焕新服务能力,以满足消费者对高品质产品的需求。随着消费者焕新习惯的形成,以及企业焕新产品和服务质量的提升,以旧换新将逐渐成为行业内的常态化业务,为企业带来稳定的收入来源。
瑞尔特	公司线下经销门店积极申请参与国补活动,正在逐步推进中,截止目前线上有部分店铺可以参与国补活动,包括瑞尔特(R&T)卫浴京东自营旗舰店、京东平台的瑞尔特官方旗舰店、天猫平台的喵住官方旗舰店, 根据目前情况看国补政策的实施促进了家居的消费,具有一定拉动效果,但目前各地政策落地时间还比较短,可能需一定的周期再去看看这个效果
好太太	“以旧换新”活动目前推进情况因线上、线下渠道及地区补贴政策差异而有所不同。 晾晒行业线上渠道进展较快,主要得益于政府沟通便利及平台支持。然而平台与政府补贴系统对接情况不一,天猫和京东已享受补贴,抖音和拼多多尚未拉通。 线下渠道补贴标准和条件各异,公司正尝试打通内部链条,赋能线下门店。

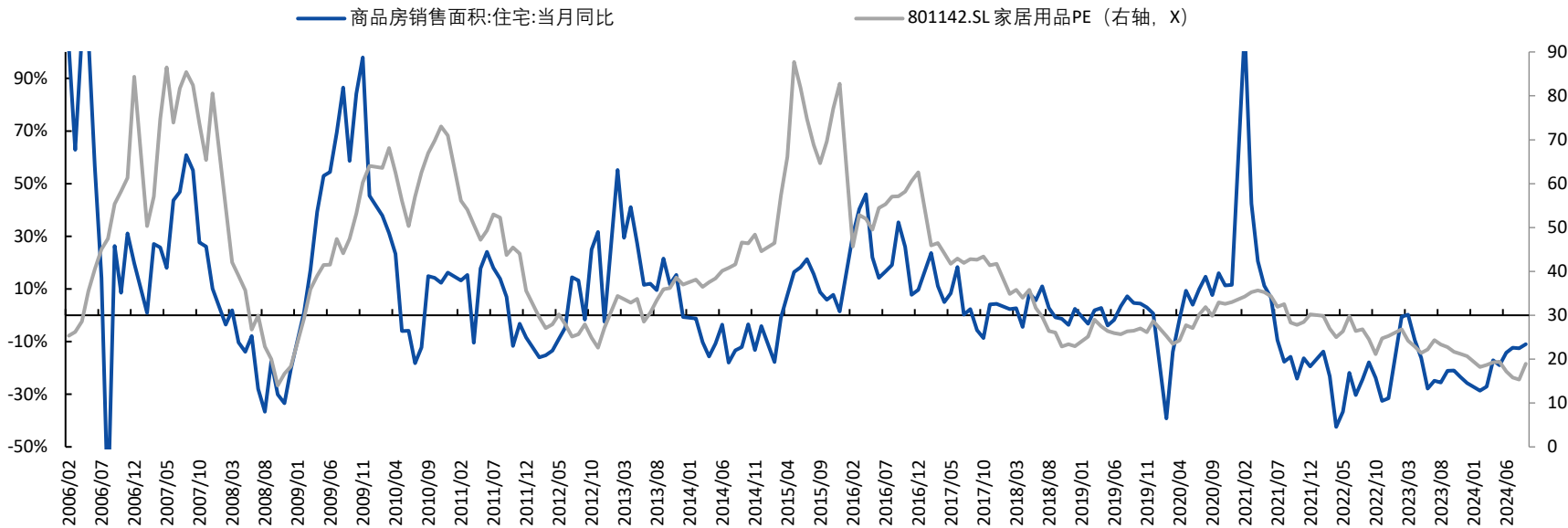
目 录

- 需求改善：保守测算补贴对需求拉动幅度约12%
- 格局改善：或是业绩修复的另一支撑
- 估值改善：地产转正有望提振估值中枢
- 投资建议
- 风险因素

3.1 地产销售改善，支撑板块估值修复

- 中国政府转载新华社报道，住建部数据显示，10月份全国新建商品房网签成交量同比增长0.9%，比9月份同比扩大12.5个百分点，自去年6月份以来连续下降后首次实现增长；全国二手房网签成交量同比增长8.9%，连续7个月同比增长；新建商品房和二手房成交总量同比增长3.9%，自今年2月份连续8个月下降后首次实现增长。
- 家居行业作为典型的地产后周期行业，从历史估值表现来看，行业估值水平与地产销售的同步性较高。

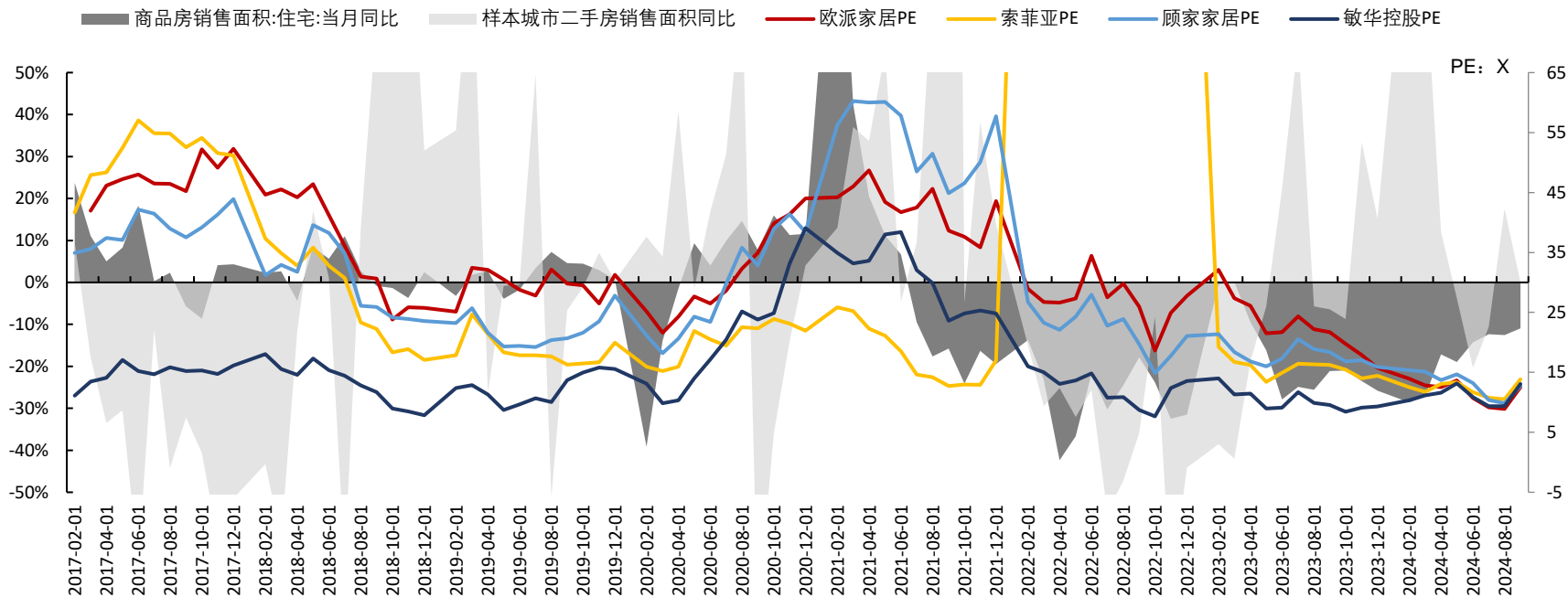
图：地产销售和家居板块PE同步性较高



3.1 地产销售改善，支撑板块估值修复

- 从行业头部公司历史估值看，估值水平与当月住宅销售面积增速相关性较强。2021年下半年以来商品住宅销售面积下行，主要公司估值随之显著回落；同时，随着龙头公司近年业绩增速走弱、估值溢价也持续收敛。

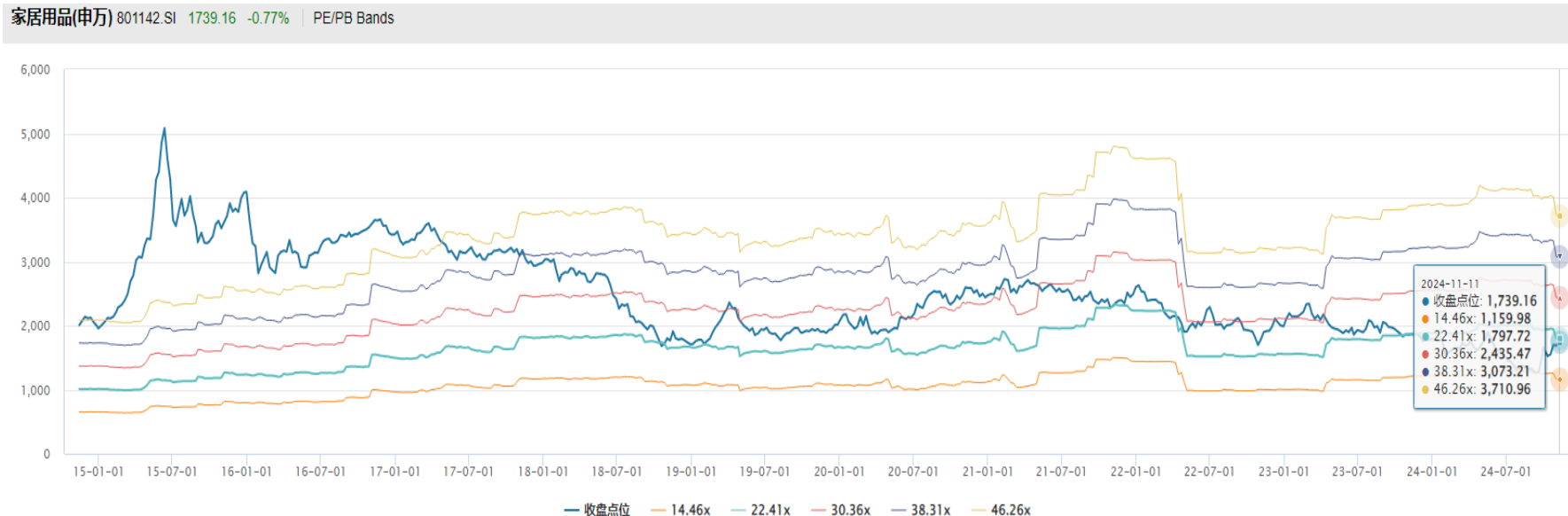
图：上市公司月度估值与新房住宅月度销售同步性高



3.1 地产销售改善，支撑板块估值修复

- 截至2024年11月11日，申万家居用品指数TTM-PE估值处于过去10年9.8%分位数水平，行业整体估值水平仍处于历史较低水平。
- 我们认为，如果未来地产销售好转趋势确立，有望带动家居板块估值中枢修复。

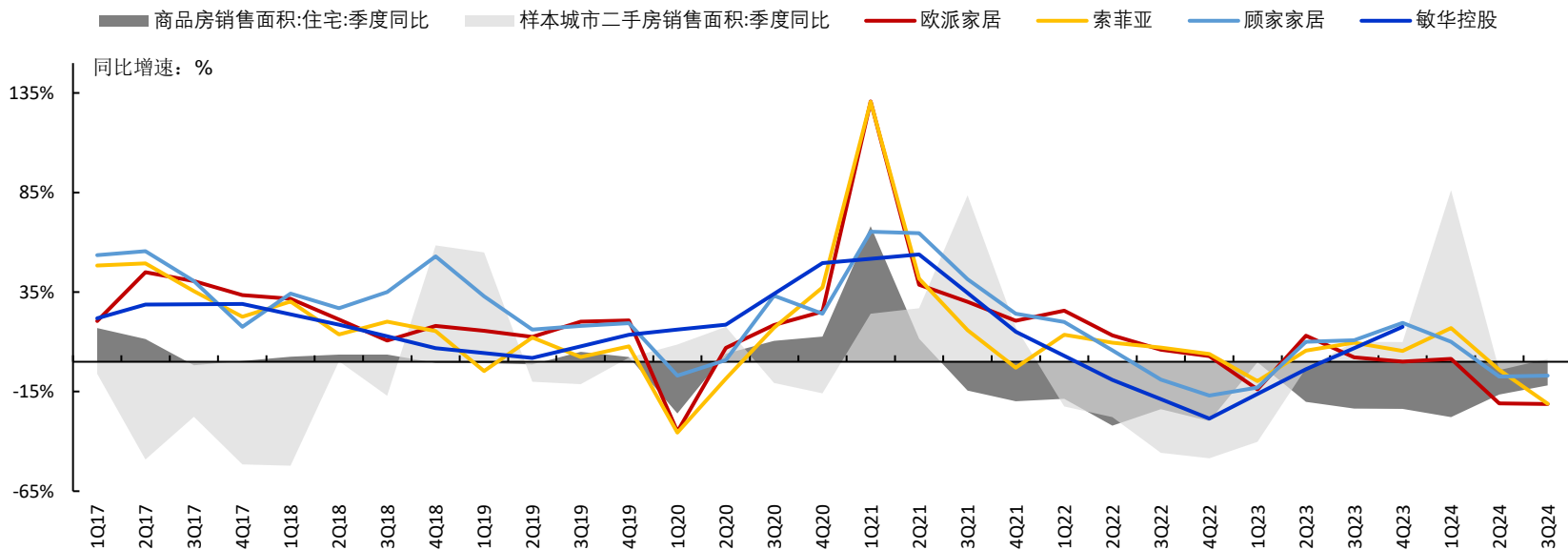
图：申万家居用品行业指数过去10年TTM PE-BAND



3.2 地产销售改善，或对收入也有带动效应

- 从行业头部公司历史季度收入增速来看，作为地产后周期，亦表现出与商品住宅销售增速的同步性。3Q21以来主要公司营收增速回落较为明显，截止3Q24增速仍在低位。
- 市场认为在期房销售到竣工的传导周期下，地产销售滞后两年才影响家居公司业绩；**我们认为，由于新房销售是反映经济和居民财富效应的重要指标，对居民当期消费意愿也有重要影响，同步影响家居公司业绩。**随着10月新房成交转正，家居公司业绩或也将迎来同步改善。

图：上市公司季度收入增速与地产销售趋势也有一定同步



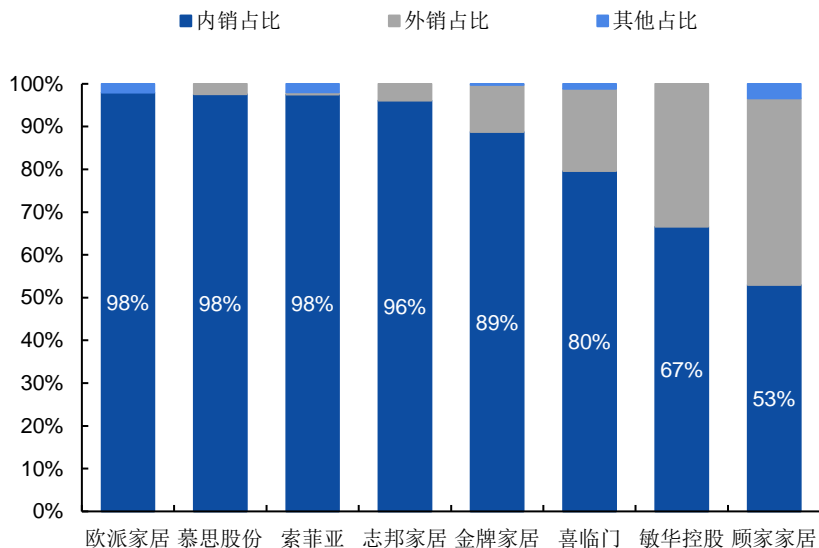
目 录

- 需求改善：保守测算补贴对需求拉动幅度约12%
- 格局改善：或是业绩修复的另一支撑
- 估值改善：地产转正有望提振估值中枢
- **投资建议**
- 风险因素

4.1 内需预期改善，关注内销占比高的家居企业

- **从分地区营收结构看**，定制家居公司（欧派、索菲亚、志邦、金牌）内销占比在约90%以上；软体家居公司（顾家、敏华、喜临门）有一定比例外销业务，其中慕思股份内销占比较大。
- **从分地区营收增速看**，多数公司2022年以来内销收入增长均降速，1H24除慕思内销表现较好外，其他公司内销收入普遍下滑。定制家居公司外销占比较低，基数原因下外销营收波动较大；外销占比较高的软体家居公司1H24外销收入表现普遍好于内销，2023年喜临门外销表现好于内销，敏华24财年下半年外销（同比+34%）增速显著高于内销（同比+10%）。

图：重点家居公司营收区域结构



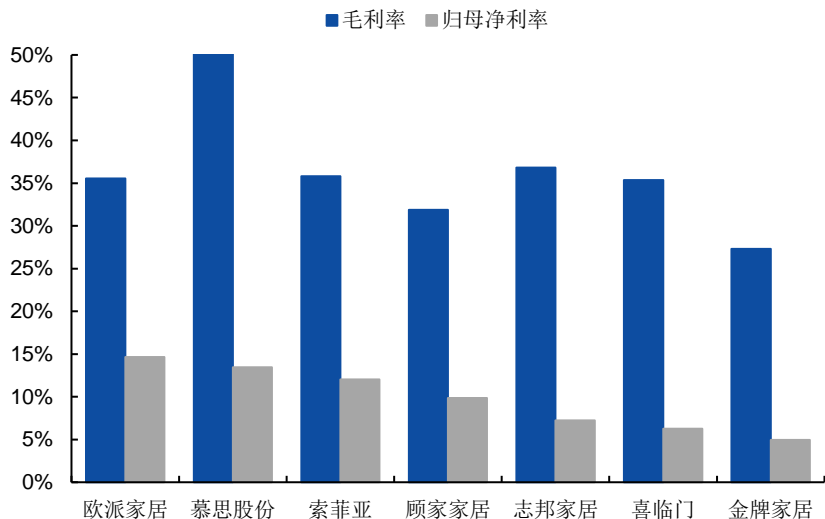
表：重点家居公司分内外销营收增速

	2020	2021	2022	2023	1H24
内销收入增速					
欧派家居	9.2%	39.8%	9.2%	1.0%	-13.4%
索菲亚	8.9%	24.4%	7.0%	3.4%	3.7%
志邦家居	31.2%	32.1%	3.1%	13.1%	-5.1%
金牌家居	22.4%	28.9%	0.9%	0.8%	-2.0%
顾家家居	25.5%	40.0%	-3.8%	6.1%	-9.8%
敏华控股	46.9%	32.8%	-16.0%	7.6%	
慕思股份	16.5%	45.7%	-9.6%	-3.9%	8.9%
喜临门	26.3%	35.9%	1.8%	4.7%	
外销收入增速					
欧派家居	-19.3%	-15.4%	6.5%	46.5%	27.2%
索菲亚	-5.3%	19.7%	-4.3%	42.9%	18.2%
志邦家居	-56.9%	29.7%	87.5%	31.9%	42.7%
金牌家居	95.7%	51.4%	43.2%	16.9%	33.8%
顾家家居	1.0%	48.7%	1.7%	6.8%	12.6%
敏华控股	19.9%	27.5%	-24.8%	3.2%	
慕思股份	-10.7%	20.5%	3.5%	-9.0%	49.3%
喜临门	-25.7%	46.4%	-2.3%	46.5%	

4.2 营收承压背景下对企业降本提出更高要求

- 2024年前三季度，在地产与消费需求不足、竞争加剧等不利因素的影响下，行业内公司营收普遍承压，多数公司盈利能力亦有下滑。
- 横向对比，头部公司欧派家居、索菲亚盈利能力逆势提升，2024年1-9月欧派家居毛利率/净利率分别同比+1.6pct/+0.7pct、索菲亚毛利率/净利率分别同比+0.2pct/+0.4pct。虽然行业景气低迷，但龙头公司通过持续加强原材料规模化采购、自动化升级降低人工成本、生产/管理效应提升等举措，带动盈利能力逆势稳升。

图：重点家居公司24年1-9月毛利率、归母净利率



表：重点家居公司2020-9M24毛利率、净利率

	2020	2021	2022	2023	9M24	9M24同比
毛利率						
欧派家居	35.0%	31.6%	31.6%	34.2%	35.5%	1.6pct
索菲亚	36.6%	33.2%	33.0%	36.2%	35.8%	0.2pct
志邦家居	38.1%	36.2%	37.7%	37.1%	36.8%	-1.6pct
金牌家居	32.7%	30.5%	29.5%	29.6%	27.3%	-1.6pct
顾家家居	35.2%	28.9%	30.8%	32.8%	31.9%	-0.5pct
敏华控股	36.1%	36.7%	38.5%	39.4%		
慕思股份	49.3%	45.0%	46.5%	50.3%	50.8%	0.0pct
喜临门	33.8%	32.0%	32.4%	34.4%	35.3%	1.1pct
归母净利率						
欧派家居	14.0%	13.0%	12.0%	13.3%	14.6%	0.7pct
索菲亚	14.3%	1.2%	9.5%	10.8%	12.0%	0.4pct
志邦家居	10.3%	9.8%	10.0%	9.7%	7.2%	-1.6pct
金牌家居	11.1%	9.8%	7.8%	8.0%	4.9%	-1.6pct
顾家家居	6.7%	9.1%	10.1%	10.4%	9.8%	-0.8pct
敏华控股	11.7%	10.5%	11.0%	12.5%		
慕思股份	12.0%	10.6%	12.2%	14.4%	13.5%	-0.2pct
喜临门	5.6%	7.2%	3.0%	4.9%	6.3%	-0.2pct

4.3 投资建议：三条主线精选优质企业

➤ 家居公司建议关注：

- 1) 内销为主、终端实力领先的定制龙头，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居；
- 2) 存量逻辑更为顺畅的软体龙头，慕思股份、顾家家居、喜临门、敏华控股；
- 3) 政策鼓励的智能家居等新兴产业方向，好太太、箭牌家居、瑞尔特、奥普科技。

表：重点家居公司估值表

公司名称	股价 (元)	市值 亿元	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)	平均ROE	分红比例	股息率
	11/11/2024		24E	25E	24PE	25PE			23A	24E
欧派家居	70.17	427.4	27.2	29.0	15.7	14.7	2.4	17.5	55.1%	3.5%
索菲亚	18.40	177.2	12.9	14.3	13.7	12.4	2.5	19.7	75.5%	5.5%
志邦家居	14.73	64.3	5.2	5.7	12.3	11.3	1.9	19.3	51.4%	4.2%
金牌家居	20.52	31.7	2.7	3.0	11.8	10.6	1.2	10.9	31.4%	2.7%
顾家家居	32.58	267.8	19.6	21.4	13.7	12.5	2.7	21.7	56.3%	4.1%
敏华控股	5.38	208.6	26.1	29.4	8.0	7.1	1.7	19.5	50.7%	6.3%
慕思股份	37.10	148.4	8.4	9.3	17.7	16.0	3.4	17.8	49.7%	2.8%
喜临门	19.46	73.8	5.0	5.6	14.8	13.1	1.9	11.9	44.2%	3.0%
箭牌家居	8.90	86.2	2.5	3.5	33.9	24.9	1.8	8.7	30.0%	0.9%
瑞尔特	8.17	34.1	1.9	2.3	18.1	15.0	1.6	10.9	47.8%	2.6%
好太太	13.86	56.0	3.3	3.8	16.9	14.8	2.4	15.1	37.0%	2.2%
奥普科技	11.37	45.6	3.1	3.4	14.6	13.4	3.7	19.7	100.0%	6.9%
平均					15.9	13.8	2.3	16.1	52.4%	3.7%

资料来源：iFind一致预期，华福证券研究所（敏华控股股价、市值、归母净利单位为港元）

目 录

- 需求改善：保守测算补贴对需求拉动幅度约12%
- 格局改善：或是业绩修复的另一支撑
- 估值改善：地产转正有望提振估值中枢
- 投资建议
- 风险因素

- **补贴刺激拉动效果不及预期。**若本轮政策对家装家居消费需求的刺激效果不及预期，则可能对板块业绩拉动效果产生影响，也可能对相关政策后续的延续性存在影响。
- **地产销售大幅波动风险：**家居行业属于房地产后周期行业，受房地产销售不景气以及房屋销售结构变化等因素影响较大，如果未来地产销售出现大幅下滑，可能对行业需求产生较大影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

