



低端打制向高端智能家具的变革

投资要点

- **家具产业崛起，我国成第一大家具出口国，对全球家具行业有重要影响。**根据 CSIL 协会统计，全球家具贸易额目前稳定在 1300 亿美元左右的水平，但内部结构有所调整：从欧美是主要的出口消费国变成中国成为主要参与方。根据中国轻工工艺品进出口商会统计，2016 年全球家具最主要出口国中国、德国、意大利、波兰和美国的出口额占全球出口的 58.7%，其中中国占比 32.4%，是家具第一大出口国，对全球家具生产消费有重要影响。目前我国崛起了一些有研发实力、柔性化生产、信息技术高壁垒的企业，他们对内引领技术革新，对外输出强大的研发设计实力，突显我国家具制造业在全球舞台的重要影响力。
- **定制家具：信息系统和智能设备的崛起。**2010 年后国内家具行业粗放式的高速增长阶段基本结束，行业内部面临结构性调整期，转型升级需求强烈。我国家具产业经历了传统手工打制家具、成品家具再到定制家具的变革，国内家具产业发展进入全新阶段。定制家具是借助现代化信息技术及柔性化生产工艺，为消费者量身定制出的个性化家具，具有品质稳定、环保性强、空间利用率高等特点。信息系统和柔性化生产是定制家具重要护城河，我国已经走在世界前列，从统计的国内上市定制家具公司所用信息系统来看，非常明显的趋势是对海外信息系统的依赖度在降低，国内自主研发的软件使用程度在加强。同样，设备端也显示出国产制造在家具行业的崛起：以前定制家具机器设备基本被德国豪迈一家垄断，但最近五年以来弘亚数控、南兴装备等设备生产商开始引领国内市场，家具生产商开始转向采购国内优质设备，生产技术随之崛起。
- **成品家具：从中低端 ODM 出口到全球市场并购整合。**海外家具出口需求以成品为主，在过去的分工中，我国家具出口主要是 ODM 的模式，不做设计，只负责生产，赚取较低廉的附加值。但近二十年，优质龙头企业抓住海外市场机遇快速成长，参与设计研发，负责贴牌外的全部工序，材质、设计、工艺等获得全球市场的高度认可。近几年，一些家具龙头更是参与到全球市场的整合中，通过品牌输出或并购等方式逐渐向全球家居龙头靠拢。
- **风险提示：**地产下行导致终端产品销售不畅的风险，行业竞争或加剧，出口受国外经济影响放缓的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
603833	欧派家居	118.06	买入	2.26	3.04	3.96	53	40	30
002572	索菲亚	36.85	买入	0.72	1.02	1.39	51	36	26
300616	尚品宅配	161.78	买入	2.31	3.39	4.77	70	48	34
603180	金牌橱柜	121.9	买入	1.44	2.40	3.37	85	51	36
603816	顾家家居	57.54	买入	1.39	2.04	2.77	41	28	21

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

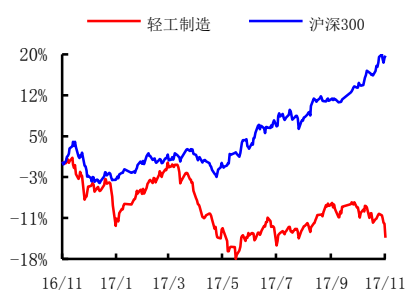
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	123
行业总市值(亿元)	9,849.47
流通市值(亿元)	9,621.22
行业市盈率 TTM	30.87
沪深 300 市盈率 TTM	14.2

相关研究

1. 轻工纺服行业周报(10.30-11.5): 建议关注工程单占比高的家具标的 (2017-11-05)
2. 轻工纺服行业周报(10.23-10.29): 家具出现分化，仍看好细分领域龙头 (2017-10-29)
3. 轻工纺服行业周报(10.16-10.22): 废纸价格大幅回调，短期偏谨慎 (2017-10-22)
4. 轻工纺服行业周报(10.9-10.15): 三季报前瞻--造纸业绩兑现，家居保持稳健增长 (2017-10-16)
5. 轻工纺服行业周报(9.25-10.8): 纸价仍在上行期，纸企盈利还有提升空间 (2017-10-08)
6. 轻工纺服行业周报(9.4-9.10): 纸浆价格加速上涨迎旺季到来 (2017-09-10)

目 录

1 全球家具规模稳健增长，中国成最大出口国	1
2 家具发展史：从低端打制向高端智能家具的变革	4
2.1 定制家具：成长最快、业绩最亮眼、逐渐崛起的细分领域	5
2.2 信息系统构筑优质企业护城河	7
2.3 成品家具市场：行业两极分化，出口表现靓丽	9
3 海外家具行业与我国对比	10
3.1 美国：成品家具为主，轻生产重渠道	10
3.2 韩国：定制家具为主，龙头保持强势成长	12
3.3 何以攻玉：国外家具龙头发展路径的启示	13
4 投资标的	14
4.1 欧派家居（603833）：多品类协同发展，龙头优势更加巩固	14
4.2 索菲亚（002572）：高信息技术壁垒+大家居布局共育长期牛股	15
4.3 尚品宅配（300616）：加盟占比提升盈利改善，“整装云”开拓增量空间	16
4.4 金牌橱柜（603180）：高端橱柜品牌，看点在产品线延伸和费用率改善	17
4.5 顾家家居（603816）：国内软体家具龙头，多品类延伸提供持续增长动力	18

图 目 录

图 1: 全球家具行业产值 (亿美元)	1
图 2: 全球家具贸易额 (亿美元)	2
图 3: 全球家具贸易额 (亿美元)	2
图 4: 2015 年全球 TOP10 家具出口国占比	3
图 5: 2016 年全球 TOP10 家具生产国占比	3
图 6: 我国家具出口规模及增速 (亿美元)	3
图 7: 家具制造业营业收入 (亿元)	4
图 8: 家具制造企业数 (家)	4
图 9: 2016 年家具制造业分地区产量 (百万件)	5
图 10: 2015 年家具制造业分地区收入 (亿元)	5
图 11: 定制衣柜前五大企业市占率	6
图 12: 定制橱柜前五大企业市占率	6
图 13: 整体橱柜生产流程	7
图 14: 定制衣柜生产流程	7
图 15: 索菲亚柔性生产线	8
图 16: 柔性生产线自动封边: 可同时加工不同尺寸和花色的板材	8
图 17: 成品家具、定制家具生产流程简要对比	9
图 18: 顾家家居门店展厅	9
图 19: 美国家具进口额	10
图 20: 美国家具零售额	10
图 21: 美国家具行业存货出货比	11
图 22: 美国家具销售模式逐渐丰富	11
图 23: 韩国家具和其他制造业产值 (千亿韩元) 及增速	12
图 24: 韩国 GDP 及增速	12
图 25: 韩国、美国、中国人口密度对比	12
图 26: 汉森营收及净利润保持高速增长	12
图 27: 韩国房竣工住宅数量及同比	13
图 28: 韩国家具巨头汉森产品延伸路径	13

表 目 录

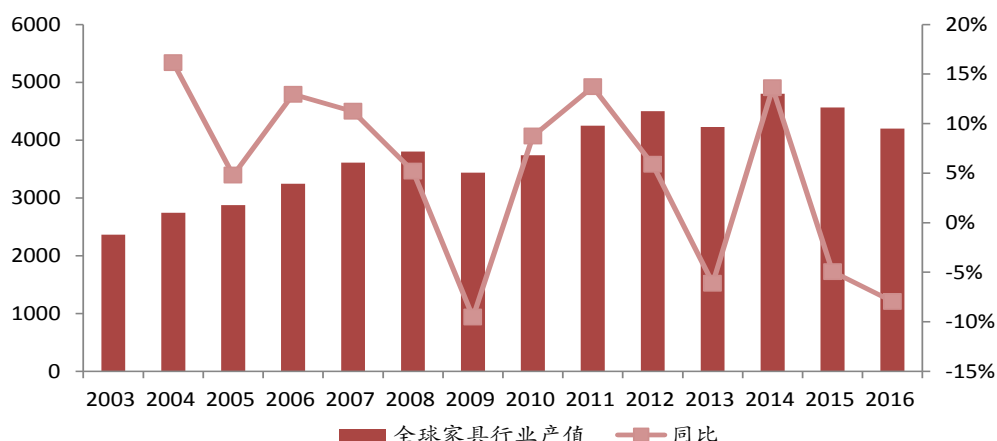
表 1：手工打制、成品家具、定制家具特点对比	4
表 2：定制家具所使用的信息系统和设备统计	9
表 3：欧派家居业绩预测与估值指标	15
表 4：索菲亚业绩预测与估值指标	16
表 5：尚品宅配业绩预测与估值指标	17
表 6：金牌橱柜业绩预测与估值指标	18
表 7：顾家家居业绩预测与估值指标	19

1 全球家具规模稳健增长，中国成最大出口国

世界家具产业发展迅速，根据米兰工业研究中心（CSIL, Centre for Industrial Studies）统计，2016 年全球家具行业总产值达到 4200 亿美元，其中民用家具占比最高，约 60% 左右。中国、美国、日韩、西欧等在家具生产、技术和贸易中占有重要地位。最近 5 年家具行业总产值比较稳定，其中约 70% 在原产地消费，30% 为外贸出口。在经济体方面，发达国家产值占比约 40%，发展中国家约 60%，占比创新高，表明全球家具制造中心转移到了发展中国家。从整体来看，家具制造成熟的区域市场普遍呈现经济后周期的特点，并且向着产业一体化、品类多元化、定制化的趋势发展。

世界经济的发展深刻影响着家具行业的更迭。战时经济低迷，家具行业非常萧条，但战后重建拉动需求回暖，1946 年家具消费同比大幅增长 69%（美国）。在经济平稳发展时期，家具销量与经济具有较强的一致性，近 20 年人均家具消费增速一般滞后人均 GDP 增速半年左右。

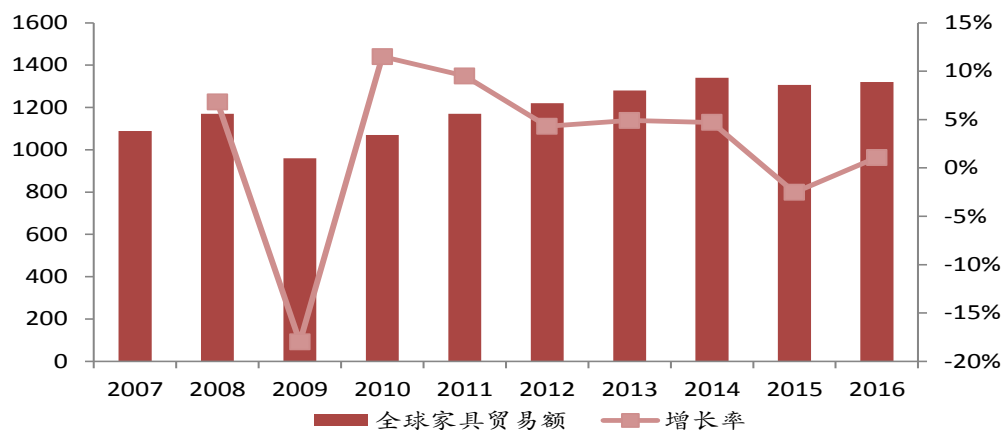
图 1：全球家具行业产值（亿美元）



数据来源：CSIL、西南证券整理

二战后世界贸易格局发生巨变，以中国为代表的发展中国家在世界贸易中的地位越来越重。根据 CSIL 协会统计，全球家具贸易额目前稳定在 1300 亿美元左右的水平，2016 年达到 1320 亿。虽总量变化不大，但内部结构有所调整：从欧美是主要的出口消费国变成中国成为主要参与方。根据中国轻工工艺品进出口商会的统计，2016 年全球家具最主要出口国中国、德国、意大利、波兰和美国的出口额占全球出口的 58.7%，其中中国占比 32.4%，是家具第一大出口国，对全球家具生产消费有重要影响。

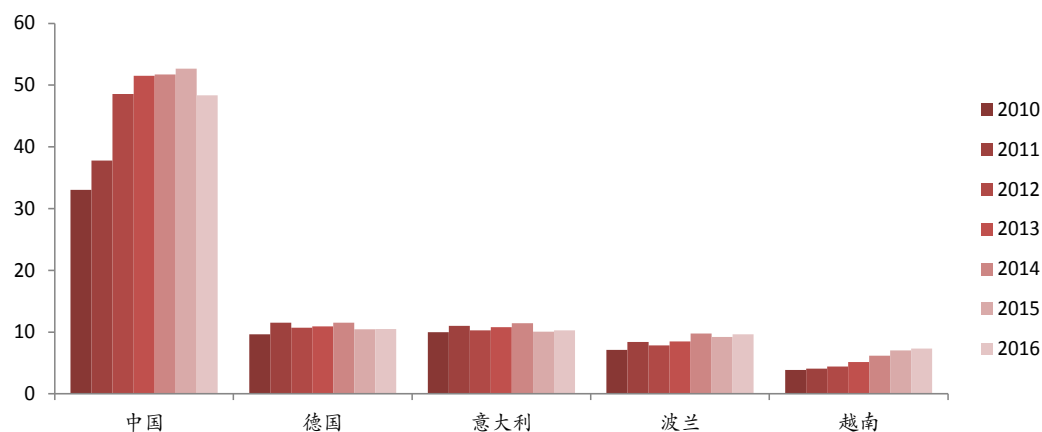
图 2：全球家具贸易额（亿美元）



数据来源：CSIL、西南证券整理

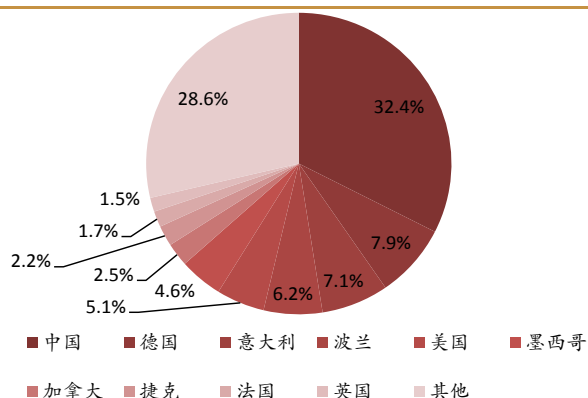
我国不仅是全球最大的家具出口国，也是全球最大的家具生产国。据 CSIL 统计，我国占全球家具生产量的 39%，超过第二大国美国 18 个百分点，我国家具的设计、材质、技术革新都将对全球家具市场产生深远影响。家具制造从欧美转向东南亚的趋势也非常明显：越南家具出口金额屡创新高，增速最快，目前已经达到波兰的水平。

图 3：全球家具贸易额（亿美元）



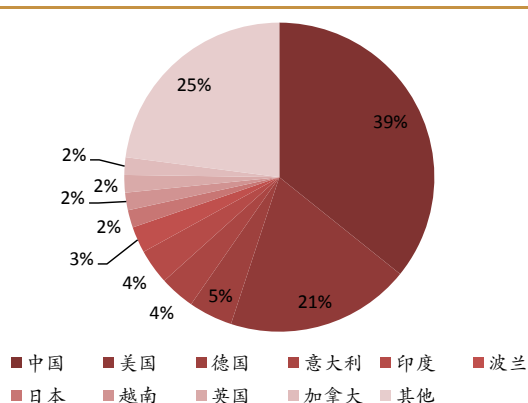
数据来源：CSIL、西南证券整理

图 4：2015 年全球 TOP10 家具出口国占比



数据来源：中国轻工工艺品进出口商会，西南证券整理

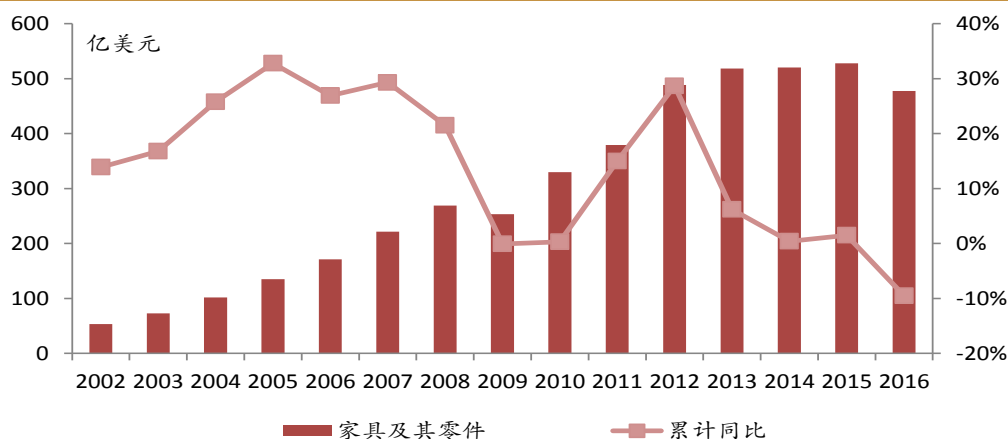
图 5：2016 年全球 TOP10 家具生产国占比



数据来源：CSIL，西南证券整理

2000 年后我国家具出口迎来一个黄金时代，从 2002 年出口额 54 亿美元增长至 2015 年 530 亿美元，复合增速达 19%。最近 5 年增速放缓，总规模维持在 500 亿美元的水平。美国是我国家具出口的第一大国，占我国家具出口总量的 34%，主要以实木家具、软体家具为主。

图 6：我国家具出口规模及增速（亿美元）



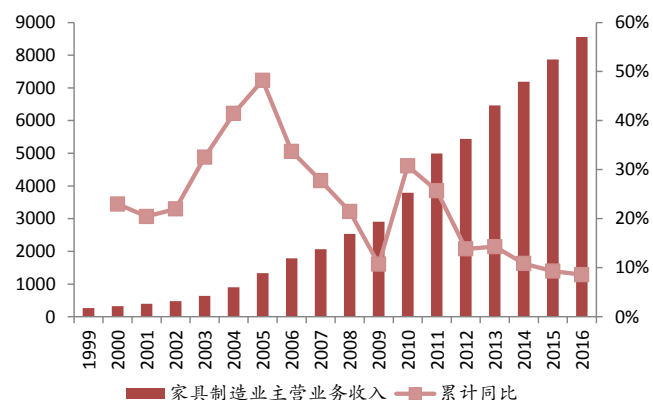
数据来源：CSIL、西南证券整理

当前，代表生产高水平的智能化技术在家具制造中逐渐成熟，适用于目前世界广泛使用的定制家具和成品家具领域。目前我国崛起了一些有研发实力、柔性化生产、信息技术高壁垒的企业，他们对内引领技术革新，对外输出强大的研发设计实力，突显我国家具制造业在全球舞台的重要影响力。

2 家具发展史：从低端打制向高端智能家具的变革

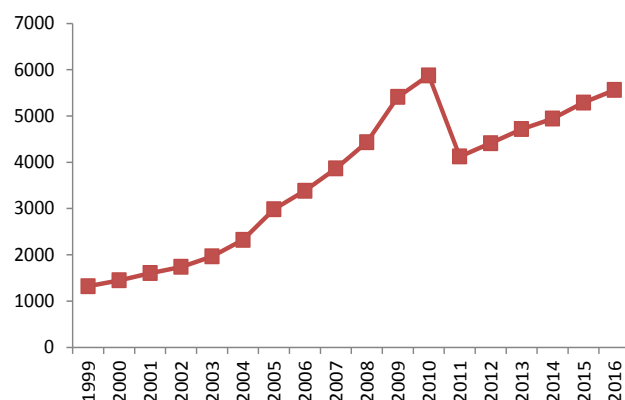
过去 20 多年，我国家具行业飞速发展。截至 2016 年底，家具行业总营收达到 8560 亿元，连续九年成为世界家具生产和消费第一大国。在家具制造环节，家具制造业总产值从 1999 年的 266 亿元增长到 8600 亿元，复合增长率高达 23%。自 2000 年开始，中国家具制造业进入了成长的快车道，产能占据全球家具总产能 30% 以上，第一大家具制造国名副其实。2009 年金融危机后家具产值增速大幅下滑，2010 年短暂复苏后行业产值增长速度开始回落，目前稳定在 10% 左右的水平。我们认为，国内家具行业粗放式的高速增长阶段基本结束，行业内部面临结构性调整期，转型升级需求强烈，国内家具产业发展进入全新阶段。

图 7：家具制造业营业收入（亿元）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 8：家具制造企业数（家）



数据来源：WIND，西南证券整理

为更好分析目前家具产业所处的发展时期，我们需要回顾家具行业近三十年来的发展路径。90 年代前我国家具主要以手工打制为主，一对一生产，没有大规模机械化设备，制作周期较长，销售半径短，工作效率较低，生产商主要以区域性小型企业为主。90 年代后成品家具逐渐流行，规模化生产，多地生产基地布局，制造效率提升，运输半径扩大，品牌性增强，大型企业出现，但个性化设计较弱，智能化水平低。但传统经销商模式效率低下，渠道成本高昂，从设计、打样、经销商订货到销售需要一年左右的时间，厂商对消费者偏好变化反应缓慢，经销商也面临高库存，高现金占用的状态。整个供应链效率低下最终转换成高成本转嫁给终端消费者，形成国内家居行业加价率畸高，信息高度不透明的现状。出口方面，低端 OEM 企业制造优势不再，盈利空间不断被压缩，制造产能开始向东南亚转移。2000 年后定制家具开始逐渐盛行，定制家具是借助现代化信息技术及柔性化生产工艺、为消费者量身定定制出的个性化家具。相比手工打制家具，定制家具品质稳定、环保性强，相比成品家具，定制家具具有空间利用率高、全屋风格统一、先进的落地服务等优势，掀起家具行业变革潮流。

表 1：手工打制、成品家具、定制家具特点对比

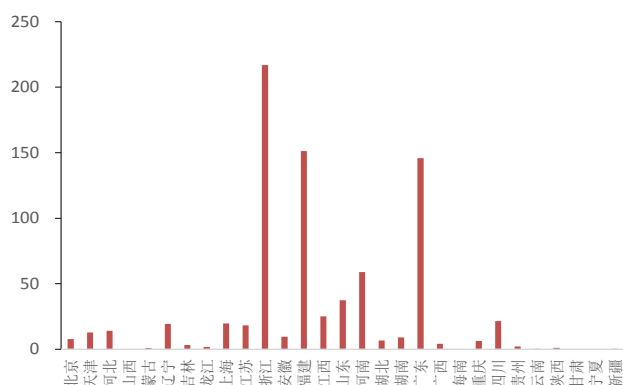
	传统手工打制家具	成品家具	品牌定制家居
设计	消费者可参与协商	前期设计师已经设计好	消费者可参与协商设计
制造	一对一手工生产	非标生产	大规模标准化柔性生产
标准	材质、质量、环保都难保证	工艺先进、环保达标	工艺先进、环保达标、质量稳定
展示	难以展示和选择	有限展示，有限选择	搭配 3D 全屋展示空间
销售	难以建立销售体系	通过经销门店销售	通过经销门店和线上旗舰店销售
销售半径	很小的销售半径	也可以通过生产基地进行销售范	在全国各地建设生产基地，降低物流费用，扩展

	传统手工打制家具	成品家具	品牌定制家居
		国的扩展	销售半径
落地服务	需上门量尺	不需落地服务	需上门量尺
定价	几乎无销售费用,也不需要加入销售渠道相关的利润、费用加成	需通过经销商分销,零售价中也包含销售渠道的利润加成	需通过经销商分销,零售价中也包含销售渠道的利润加成;定制家居定价高于传统手工打造家具
传播	口碑传播	媒体营销、大众传播	通过代言人、大众传媒和销售终端的广告投入进行主动传播
企业现金流	现款后货	先货后款,现金流较差	先款后货,现金流好
经销商和企业库存	无库存	库存量大,占用现金周转	无库存

数据来源:西南证券

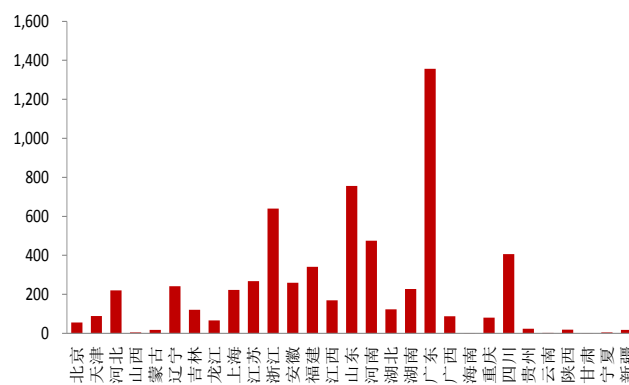
从地域上看,中国目前有五大家具产业集群,分别是珠江三角洲家具产业区、长江三角洲家具产业区、环渤海、东北和西部家具产业区,这五大区域集中了中国 90% 的家具产能。其中,珠三角目前是我国家具业最发达和最集中的地区,家具产量占全国 70%,出口额占全国家具出口总量的一半以上。珠三角家具生产企业已超过 6000 家,产值 400 多亿元。珠三角有较好的产业基础,长三角有较快的发展速度和明晰的产业分工,均是我国家具产业重地。浙江地区家具产业增速远超全国平均水平,已形成了富有特色的产业群,如绍兴的软体家具、杭州的办公家具、金华的红木家具和木雕家具、安吉转椅等。

图 9: 2016 年家具制造业分地区产量 (百万件)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 10: 2015 年家具制造业分地区收入 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

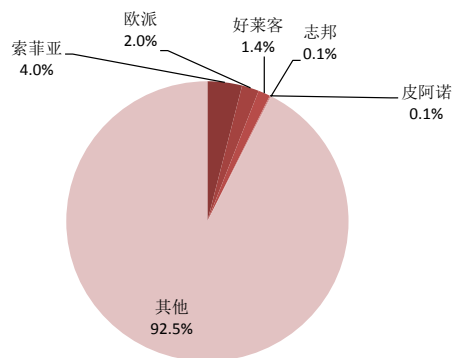
2.1 定制家具: 成长最快、业绩最亮眼、逐渐崛起的细分领域

目前整个家具行业的增速维持在 8%-10% 左右,而定制家具行业增速在 15%-20%。家具是近万亿空间的大市场,定制家具由于起步晚,渗透率还很低,仅 25% 左右,行业内部还未到激烈竞争的阶段,行业能维持较高利润率。参照欧洲等国定制家具 60%-70% 的市场份额,未来成长空间还很广阔。从区域范围来看,定制家具属新兴品类,目前仅覆盖我国市场,出口仍以成品家具为主。

定制家具主要以橱柜、衣柜、木门为主。根据我们测算,出厂价口径下目前定制衣柜市场规模约 300 多亿,定制橱柜市场规模约 1100 亿,木门市场规模约 500 亿。从渗透率来看,定制橱柜渗透率最高,约 60%,定制衣柜渗透率仅 30% 左右,因此定制衣柜短期在市场规模

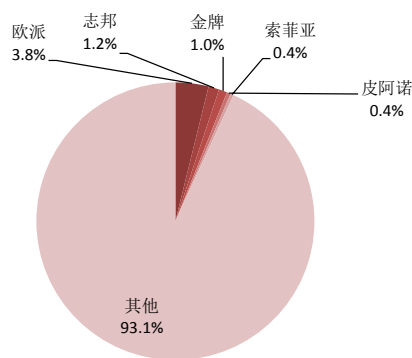
模提升上有更大空间。目前定制橱柜规模最大的企业欧派家居在定制橱柜领域市占率为 4%，定制衣柜龙头索菲亚在定制衣柜领域市占率 13.7%，行业还呈现相当分散的状态。

图 11：定制衣柜前五大企业市占率



数据来源：WIND，西南证券整理

图 12：定制橱柜前五大企业市占率

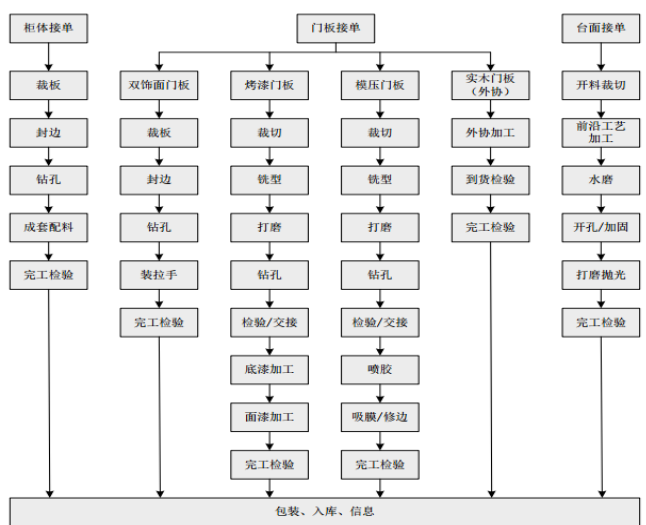


数据来源：WIND，西南证券整理

我们认为，未来 3-5 年定制家具行业仍能维持快速增长，主要原因有以下几点：1）定制家具相比成品家具更适宜目前小户型趋势。据统计，我国房屋面积在 90 平米以下的占比 34%，130 平米以下的占比 76%，在一二线高房价地区该比例更高。定制家具能根据房屋设计制造，减少空间浪费；2）定制家具标准化趋势相较成品家具更强，标准化程度越高意味着未来集中度能更高。一方面定制家具的特性助其抢占成品家具和手工打制家具份额，解决定价不透明、工艺难保证，质量参差不齐等问题；另一方面，定制龙头能通过多地设厂提升规模优势，控制成本、在保证一定利润率的基础上降低价格抢占同行的市场空间，进行渠道下沉，这方面拥有成品家具所不具有的优势。最近索菲亚率先开启降价策略，抵挡短期地产波动带来的不利影响，加快行业整合，做大蛋糕规模。

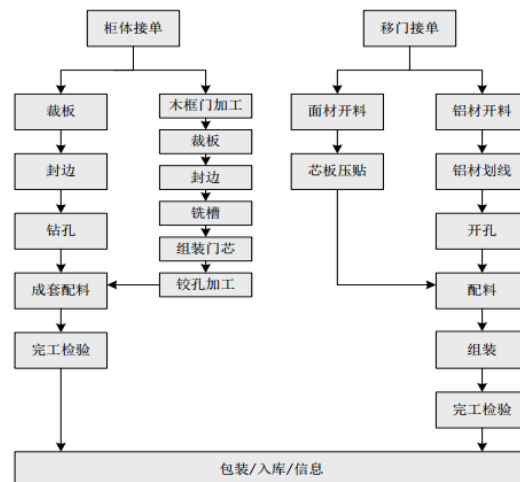
如何在价格下降中保证利润率水平考验了每个企业对成本的控制能力，在定制家具中这种控制力表现为企业的信息化水平：不单指前端的接单系统、设计系统，还包括中端的分单、拆单系统，后端的生产系统、库存系统、终端销售系统等。信息化水平在一定程度上影响了公司的接单能力、人均效率、生产出错率、一次安装正确率等，因此对成本端的影响非常显著，决定了企业在未来大规模竞争中所拥有的技术实力。

图 13：整体橱柜生产流程



数据来源：志邦股份招股说明书，西南证券整理

图 14：定制衣柜生产流程



数据来源：志邦股份招股说明书，西南证券整理

从上图可见，定制衣柜和橱柜的生产是相当复杂的过程，从店面产品设计、订单和图纸提交、订单分解和生产排单，从包装到物流，以及客户关系管理，都离不开信息技术应用。通过将自动化生产系统与大规模敏捷制造技术成果相结合，标准件规模化生产，实现内部的专业化分工、形成高度柔性的生产体系。行业龙头大多采用全自动数控系统，实现自动生成、自动识别、自动铣型和自动钻孔，通过同属性合并批量加工，全过程条形码应用，达到自动化、信息化、规模化和精细化的要求，确保公司产品在设计、解料、生产加工、装配、运输、安装等环节实现效率和质量双升的效果。

2.2 信息系统构筑优质企业护城河

柔性化生产代表了目前家具行业信息化、智能化的高峰。定制家具的特点在于大规模标准化生产的同时能够兼顾个性化设计，这就要求生产企业能够做到“柔性化”生产。“柔性”的特性要求公司必须解决个性化需求与大规模生产之间的矛盾：每块板材的长宽、每个钉孔的位置都决定了最后安装能否成功，有微小差异就成了残次品。因此定制家具行业成败的关键要素在于控制出错率、打通前端设计和后端生产之间的壁垒。出错率高将会对工期、成本、交货时间等造成一系列影响，最终影响公司的服务能力和盈利能力。我国定制家具品牌商像欧派、索菲亚等公司的终端一次安装正确率在全行业中处于高水平，约达 7、8 成，而行业平均仅 5 成左右。这主要依靠公司对柔性生产线的升级和信息系统的改造。

业内经常提到柔性化生产工艺，但其实不同企业柔性化生产方式的程度有所不同。定制家具行业的制造水平经历了三个阶段：

（1）逐个订单生产。在定制家具尚未大规模普及的时期行业基本采用较为原始的逐个订单生产方式，周期长、效率低，一旦需求量增加则产量难以跟上。

（2）标准件与非标件分开生产。公司拿到订单后先拆单，将产品拆分为标准件和非标准件，将标准件和非标准件分开生产，从而实现量产。标准柜体和非标柜体的组合完成整体定制的需求。该种方式一定程度上提高了产能和产量，但拆单准确率和生产效率仍有待提高。

(3) 柔性生产线。所有产品都是非标件，快速实现所有产品的定制化大规模生产。这要求信息软件系统与生产硬件系统完美结合，用软件系统精确控制电子开料机、全自动封边机、多功能打孔机等生产机器，只要信息系统上的数据不出错，生产正确率在 99% 以上。

定制家具大部分企业还停留在第一或第二阶段，而索菲亚、欧派、尚品等的生产工艺在几年前已达到第三阶段。龙头企业通过与德国豪迈（HOMAG）合作，在国内首创柔性生产制造之先河。从生产备料开始，就有自动的机械手根据系统里面的材料清单抓取板件，自动送到开料机进行电子自动开料。经过自动封边机后，不论板件大小、尺寸、颜色，均可以放上去自动切换封边带，使效率大量提高。到板材加工时，通过二维码扫描确定板材大小和排孔位置，自动在板面打孔。这样就实现了从贴面，到智能板仓、开料、封边、打孔、自动包装的每一个流程都当做不一样的产品来生产。

图 15：索菲亚柔性生产线



数据来源：凤凰网，西南证券整理

图 16：柔性生产线自动封边：可同时加工不同尺寸和花色的板材



数据来源：凤凰网，西南证券整理

柔性化生产必须要有信息系统的支撑。目前业内信息系统普遍采用外包或者自主研发的模式。索菲亚在 2013 年开始与全球最大的企业软件公司甲骨文合作，升级软件信息化系统。欧派采用的是 2020 产品设计报价系统；尚品由于是软件起家，采用的是自己研发的系统。

信息化系统的作用在于，从前台销售接订单，到设计师画图设计，再到工厂排单生产，中间有较多流程，对接人多，是最容易出错的环节。信息一体化有助于降低出错率，直接指导硬件机器生产，降低人为影响。定制家具几大龙头已建立起销售协同系统，实现 1) 从需求、设计、计划、采购、生产、交货、结算整个过程；2) 供应商协作、生产计划、生产量、采购量、库存量均可有效快速反馈，实现供应链有效协同。销售前台—公司—工厂的所有系统打通，在降低出错率，提高生产效率的同时要求经销商的服务流程更加标准化和自动化，有效加强对经销商的控制。

从前端来看，销售协同系统基本覆盖品牌商的各大门店，通过系统测算，形成潜在客户数据库（客单价、流失率、安装时间、反馈时间等），通过系统发送促销信息，利于做扎实客户关系管理，同时避免了更换经销商客源信息丢失的问题。

正是因为信息系统打通提高了整个定制领域的生产效率，定制家具企业能够在保住利润率的情况下通过降价策略抢夺市场份额。根据测算，2014-2016 年产品单价降幅最大的三家企业分别为金牌、我乐和索菲亚，最高降幅接近 16%；成本控制最优秀的是欧派、好莱客、索菲亚，成本降幅最高达到 18%。通过颠覆传统家具生产模式，定制家具龙头才能大范围推出“799、899”、“19800 全屋定制套餐”等高性价比活动，在维持合理利润率的情况下将降

价部分的利润转移给经销商，促使其加快开店步伐，加速渠道下沉，以更高性价比的优势超越成品家具成为业绩最亮眼的细分领域。

表 2：定制家具所使用的信息系统和设备统计

	信息系统	设备
索菲亚	2020	德国豪迈、弘亚数控
欧派	三维佳、MTDS 系统	德国豪迈
好莱客	三维佳、内部团队	德国豪迈、弘亚数控
尚品	圆方软件；新居网的 O2O 互联网营销服务平台	佛山维尚
志邦	Oracle, 兆亿	德国豪迈
金牌	GIS 系统（自主研发）	德国豪迈
皮阿诺	SAP；造易软件	
我乐	SAP 系统（SAP 公司）；自动化立体仓库系统（WMS）（自主研发）	德国豪迈

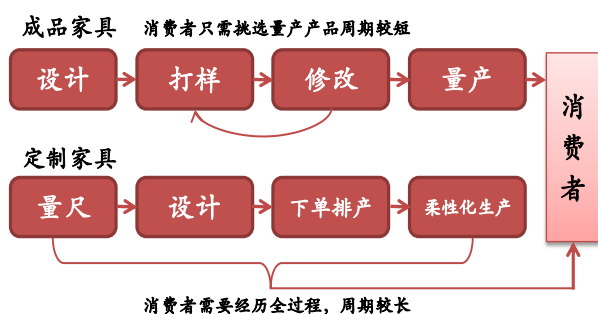
数据来源：西南证券

从我们统计的国内上市定制家具公司所用信息系统来看，非常明显的趋势是对海外信息系统的依赖度在降低，国内自主研发的软件使用程度在加强。以尚品宅配为例，其自主研发设计的圆方软件，能跟公司信息系统和大规模柔性化生产工艺形成充分对接匹配，实现标准件和非标件的快速周转。同样，设备端也显示出国产制造在家具行业的崛起：以前定制家具机器设备基本被德国豪迈一家垄断，但最近五年来国内定制设备生产商快速崛起，已上市公司包括弘亚数控、南兴装备等。

2.3 成品家具市场：行业两极分化，出口表现靓丽

成品家具由于历史悠久、技术成熟、出口量大，对全球的家具行业都有较深影响。成品家具与定制家具不同点在于标准化程度低，对设计重视度较高，材质多样，经过设计、打样、修改、生产等流程，不同产品款式和工艺都具有较大差距。但成品家具不受空间尺寸限制，先货后款，可以通过量产的方式节约生产成本；与定制家具量尺、设计、下单、安装一系列流程（行业平均水平约 45 天）相比，成品家具对于消费者基本没有安装周期；从消费体验的角度，成品家具体验更直观，所见即所得。

图 17：成品家具、定制家具生产流程简要对比



数据来源：西南证券

图 18：顾家家居门店展厅



数据来源：公司官网，西南证券整理

已近成熟期集中度低，行业分化明显。成品家具因其起步早、门槛相对较低，规模快速增长，目前市场已趋近成熟，但整体集中度较低，行业分化明显，成品家具中的主要组成部分——软体家具 CR5 不到 15%。敏华控股、曲美家具、顾家家居等优质成品家具企业，拥有较高设计水平的同时通过逐渐引进智能制造设备降低人工成本，此外还通过渠道扩展和渠道下沉向小规模 and 区域性品牌家具生产企业施压，行业整合速度较慢。

内外兼顾，进军海外市场加快全球化扩张。海外的家具进口需求以成品为主，在过去的意识中，我国家具出口主要是 ODM 的模式，不做设计，只负责生产，赚取较低廉的附加值。但近二十年，优质龙头企业抓住海外市场机遇快速成长，参与设计研发，负责贴牌外的全部工序，材质、设计、工艺等获得全球市场的高度认可。以国内记忆棉龙头梦百合及功能沙发龙头敏华控股为例，梦百合以销售记忆棉枕头及床垫产品为主，记忆棉较高的技术壁垒使得公司市场开拓能力保持强势，多年拓展的稳定海外大客户是公司销售的主要渠道，海外收入占比超过 80%；而敏华控股在早期通过主攻美国功能沙发市场快速扩大规模，不断提升研发技术实力，后续加大对国内及欧洲市场的开发，形成内外销双轮驱动的发展格局。

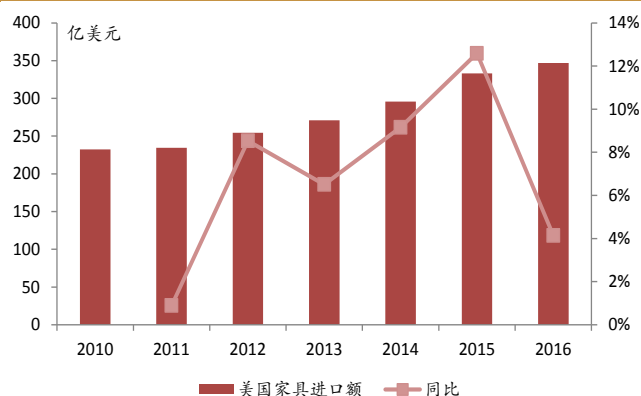
此外顾家家居、美克家居等最初扎根于国内市场的优质企业也通过收购等方式逐渐接轨国际市场。以美克家居为例，美克以前是低端的 OEM 制造商，2002 年开始成立美克美家，由 OEM 向零售商转型，2010 年，公司全资收购美国 A.R.T 公司。2013 年起，公司将 A.R.T. 产品试水国内市场，2014 年开出第一家国内门店。A.R.T 以“小空间很美式”的产品战略，对新产品在尺寸与空间设计上做了调整，推出更加适合 90-150 m² 城市中产阶级小巧灵活的户型及空间，贴近国内的消费需求。

3 海外家具行业与我国对比

3.1 美国：成品家具为主，轻生产重渠道

美国是全球第一大家具进口国，全球第二大家具生产国。2016 年美国家具产值约 880 亿美元，约占全球家具产值的 21%，进口总额近 350 亿美元，进口额口径中国居首位。经过多年的发展，美国历经经济危机洗礼，全国家具零售额由 2009 年低谷时期的 849 亿美元增长至 2016 年 1100 亿美元，同比增长 3.2%，7 年复合增长率 3.8%，目前已进入稳定增长阶段。由于美国在世界家具产业中占有举足轻重的地位，对研究我国家具产业发展趋势有重要借鉴意义。

图 19：美国家具进口额



数据来源：CSIL，西南证券整理

图 20：美国家具零售额



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

美国家具的经营模式与我国存在较大不同，最突出的一点便是成品家具在美国市场一直占主导，家具企业相较于生产更重视设计水平。根据最新数据统计，美国人口密度仅 35 人/平方公里，低人口密度拥有相对较大的住房空间，定制家具这种节省空间利用的优势在美国无法发挥，因此消费者更倾向选择已经做好的成品家具。即便有定制化，定制化主要体现在对成品家具款式和颜色方面的偏好，而非我们目前对定制家具量尺等方面的需求，因此美国家具企业对设计感非常重视，成为吸引客户最重要的因素。

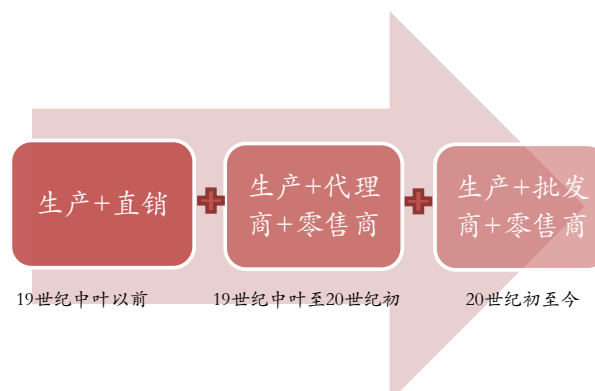
从家具生产端来看，美国比我国有更长的家具制造史。19 世纪中叶前美国家具行业生产集中于东北部，通过生产、直销的方式满足区域内消费者需求；19 世纪中叶到 20 世纪初期，美国家具制造中心逐渐向中西部和东南部迁移，生产力得到大幅提升，但地理隔离逼迫企业自建销售渠道实现跨区域销售；20 世纪后，家具竞争格局日渐激烈，自建销售渠道已无法推动企业快速扩张，零售商和渠道品牌顺势开始发力，渠道商按需筛选将来源不同的家具贴以统一商标，美国家具渠道发展模式应运而生，不同的批发商将重点放在同步整合国内外生产资源上，家具生产也逐渐向发展中国家等低生产成本基地转移，使得美国家具进口量大幅攀升。我国为例，美国是我国家具出口的第一大国，我国家具发展的初期便是靠大量出口家具到欧美等国发展起来的。目前我国家具设计中“美式家具”是重要组成部分，便是参考美国家具的整体设计感制造的。

图 21：美国家具行业存货出货比



数据来源：CSIL，西南证券整理

图 22：美国家具销售模式逐渐丰富



数据来源：西南证券

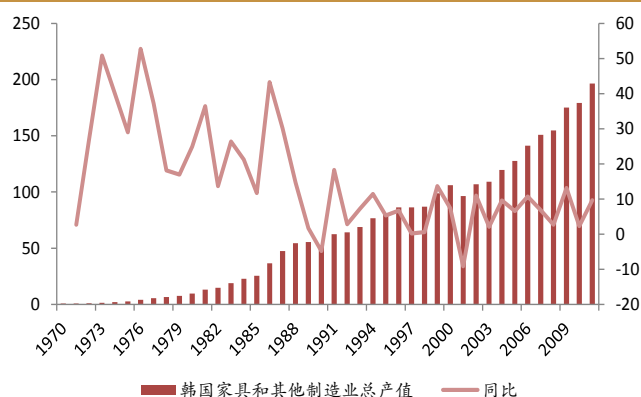
经过 100 多年的发展，美国家具市场已经进入成熟期。一大特征是行业集中度较高，市场份额稳定，整体 CR10 超过 20%。经过销售模式的变更，具有优质渠道能力的家具品牌得到快速发展，行业集中度不断提升，以 Ashley 为代表的零售家具龙头持续走强。在细分品类行业集中度得到进一步体现，以硬体家具橱柜和软体家具沙发、床垫为例，橱柜 CR5 约 50%，而沙发 CR4 已达 50% 左右，床垫 CR5 超过 70%。相比于美国，我国家具制造业还处在相当分散的阶段：一方面我国家具企业以制造为主，设计为辅，因此我国家具产业近些年制造技术突飞猛进，和世界顶级水平不相上下；第二方面我国家具企业以经销为主，直营为辅，过去几十年龙头对渠道的控制力不强，对终端消费者的把控力较弱，品牌性不够突出，导致终端市场销售非常分散。但是目前这一情况正在改变，生产商通过 3D 设计软件、ERP 系统、终端下单系统等对终端消费者的偏好、品牌认知度、流行趋势等有了更深入把握，因此最近二十年家具品牌性愈发明显，手工打制家具的消费市场越来越窄，随着品牌渗透率继续提升，我们认为产业集中度在未来几十年还将大幅提高，家具行业必出世界级大龙头。

3.2 韩国：定制家具为主，龙头保持强势成长

除美国外，我们还选取了韩国作为分析的标本。韩国家具规模虽比我国小很多，但产业结构跟我国更为类似，主要是因为韩国大城市人均居住面积也较小，对空间的利用要求更高，导致韩国目前家具产业以定制为主。对比中韩人均可支配收入，目前中国人均 GDP 水平大致与韩国 2003 年持平，其家具业发展史对我国有重要参照。

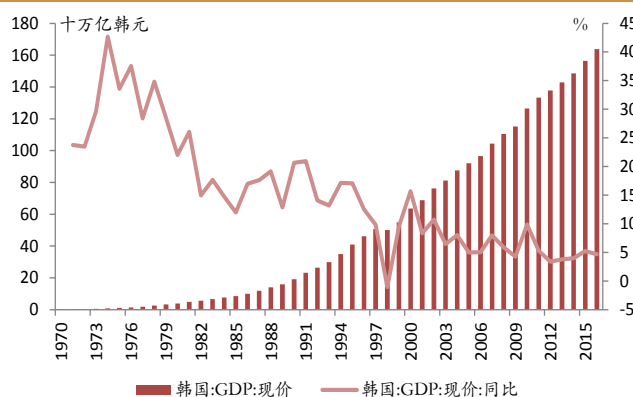
经济发展迅速，家具行业高速增长。20 世纪 70 年代战后复苏的韩国进入经济高速发展时期，1970 年至 1990 年 GDP 复合增速达 23.6%，同时由于美国等发达国家将家具生产转变为亚太及周边发展中国家 OEM 的方式，韩国家具行业得以高速增长，1970 年至 1990 年行业产值复合增速达 23.7%。90 年代后韩国 GDP 增长放缓，家具行业也随之进入平稳增长阶段。

图 23：韩国家具和其他制造业产值（千亿韩元）及增速



数据来源：CSIL，西南证券整理

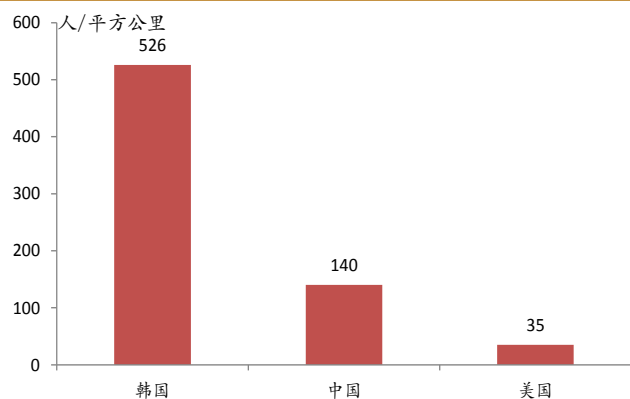
图 24：韩国 GDP 及增速



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

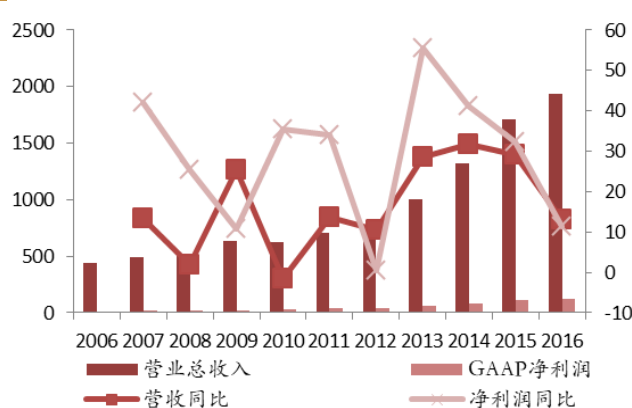
人口密度大，定制家具走俏。和人口密度较低的美国不同，韩国人口密度高达 526 人/平方公里，居民对空间利用的要求较高，因此能够充分利用空间的定制家具在韩国走俏，这也使得在进入经济放缓阶段后优质的定制家具企业仍能以前高于全行业增长速度的水平快速发展。以韩国橱柜到全屋的优质典范汉森（009240）为例，在 1998 年经济危机导致经济增长放缓后仍能以前 12% 左右的复合增速成长为韩国家具行业第一巨头。

图 25：韩国、美国、中国人口密度对比



数据来源：百度百科，西南证券整理

图 26：汉森营收及净利润保持高速增长

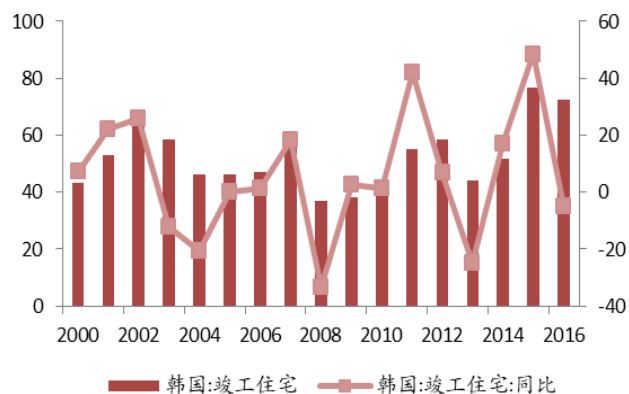


数据来源：Bloomberg，西南证券整理

品类+品牌延伸，地产疲软下家具龙头持续抢占市场份额。98年亚洲金融危机后韩国经济增速放缓、房地产行情疲软，消费者对于耐用品性价比的要求提高。在需求总量增长迟滞的情况下，龙头家具企业采取多种措施抵抗行业低迷期：一方面积极拓展产品品类转向全屋定制，开疆扩土抢占不同细分领域市场份额，另一方面推出不同消费层级的品牌应对消费者消费能力的变化。通过消费层次的深度覆盖龙头企业利用品牌力与规模效应将小企业挤出市场，在此期间大幅提升市占率水平，等市场行情再度回暖时公司借机开疆扩土，展现出远高于行业的收入弹性。汉森在1986年确立韩国橱柜市场龙头地位后，90年代末开展大家居战略并于2001年实现室内家具业务板块韩国市占率第一，目前在韩国橱柜市场、室内家具市场市占率已分别达到32%、15%，2016年公司营收规模已接近2万亿韩元（折合人民币约120亿元）。在1998年到2016年韩国GDP复合增速仅6%的情况下公司保持了约12%的复合增速，成为世界家具企业学习的典范。

我们认为，我国家具消费的实际情况更贴近于韩国，从其发展经验来看，定制家具将是未来渗透率最高的家具品类。由于定制家具相比成品家具更标准化，集中度提升的趋势将比成品家具更明显，汉森能在韩国室内家具市场占到15%的市场份额，大幅提升了我国家具龙头市占率的想象空间。我们认为未来定制家具将逐渐成为家具行业的主流，且集中度会更高。

图 27：韩国房竣工住宅数量及同比



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

图 28：韩国家具巨头汉森产品延伸路径



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 何以攻玉：国外家具龙头发展路径的启示

攻破技术壁垒顺应消费升级，全球化发展抢占“他山”份额。早期为欧美等发达国家代工的需求和近30年国内消费者不断提高的消费需求促使我国通过引进先进技术、加强自主研发等方式将家具生产技术水平推升到世界顶级高度。由于我国目前仍处于发展中时期，家具的人均消费额还较低，客单价的持续提升有望成为收入增长助推器；高水平的生产技术使我国家具产品具有较高的竞争力，目前我国已经成为世界最大家具生产与出口国，2016年总出口额增长至近480亿美元，2016年在美国家具进口额中占有高达70%+份额。

通过对汉森的研究，我们以其成长历史尝试解答市场重点关注的几个问题：

1) 房地产的周期波动对龙头成长影响几何？

龙头有穿越地产周期的能力。汉森 2013-2016 年营收复合增速达 24%，净利润复合增速高达 55.4%，而 2013-2016 年韩国竣工住宅数量复合增速仅为 18.2%，远低于汉森收入及利润增速，从表观上看，汉森能够穿越地产牛熊周期保持较高增速。

2) 龙头如何做到保持高于行业的成长速度？

品类横向扩张，品牌纵向延伸。经过我们对汉森的研究发现，汉森成功的秘诀有两点：一是顺利从专业的厨房家具公司转型为全屋定制，覆盖客厅、卧室、书房等空间，除厨房家具、室内家具外，公司还逐渐布局地板、卫浴、灯饰、墙纸等业务，产品覆盖范围包含八大室内装修空间，提供“拎包入住”式服务；二是推出多品牌多产品线扩大覆盖人群。汉森于 2006 年推出高端品牌 KITCHENBACH，于 08 年推出中低端橱柜品牌 IK 和意大利奢侈橱柜品牌 MAISTRI，2008 年线上商城上线后共推出 HOWIZ 和 Sam 两大线上专享品牌。其中 IK 品牌成为近年来公司发力重点。在韩国经济平稳增长的背景下，IK 品牌面向中低端消费人群，通过夫妻店代理迅速实现市场扩张，抢占中小企业份额，推动厨房品类渠道进一步下沉。

3) 国内龙头开店是否遇到瓶颈期？

目前市场对龙头的争议在于单品开店到 2000-3000 家，是否已到瓶颈期？参考汉森，韩国国土面积约 10 万平方公里，仅相当于我国 960 万平方公里国土面积的百分之一，韩国境内仅中低端 IK 橱柜门店数量就已经达到 3000 家。而我国橱柜或衣柜龙头的单品开店还未到 3000 家，我们认为渠道空间仍相当广阔，4、5 线城市还有很多空白网店等待下沉。

我们可以看出，定制家具通过较高的信息化水平和生产技术逐渐崛起，不再对海外信息系统和设备完全依赖，独立创造更适合我国消费者审美的设计软件，适应当前的房地产需求，成为家具中发展最快的细分领域。成品家具以独特的材质工艺受到世界消费者的青睐，出口量巨大，对世界家具贸易有深刻影响，成品家具目前虽多以 OEM 的方式出口，但我国众多家具公司走出国门，收购海外家具企业，在产品、设计等方面与欧美连接更紧密，相信未来我国会通过设计输出、管理输出、信息技术输出等方式对世界家具产业有更深远的影响，不乏出现像宜家这种全球扩张的企业。

4 投资标的

4.1 欧派家居（603833）：多品类协同发展，龙头优势更加巩固

定制家具正值快速成长期，旧房翻修+精装比例提升将减弱地产调控影响。家具制造业整体规模增速放缓，定制家具作为新兴成长领域快速增长；短期内行业增长虽受地产调控影响，但未来旧房翻修为定制家具提供持续成长空间，精装房比例提升利好定制龙头扩大工程业务规模，定制龙头仍能逆地产周期成长。

定制橱柜翘楚，品类扩展迅速。“大家居”战略稳步推进，带来量价齐升逻辑。公司早于 1994 年进入厨房家具市场并迅速成长为橱柜行业龙头，2016 年销售规模达 43 亿，2017Q3 同比增速高达 24%，2003 年起迅速拓展定制衣柜、定制卫浴、定制木门等多项业务，延伸速度领先行业，目前主营产品已达 9 大品类覆盖全屋定制 6 大空间，定制衣柜收入规模 2016 年达到 20 亿，位居行业第二，2017 月营收同比均超 60%，未来有望继续发力；品类扩张优势下公司大家居战略持续推进，销量稳健增长，客单价大幅提升，量价齐升逻辑可观。

渠道布局领先，橱柜“双品牌”战略抢占中低端市场份额。截至 2017Q3 公司已有经销商 4320 家，终端门店 6308 家，其中橱柜门店 2919 家(+320)，衣柜门店 1768 家(+647)，渠道下沉最为成熟，未来仍有扩张空间。公司于 2016 年启动第二品牌“欧铂丽”，品牌定位年轻化的中低端消费人群，销售规模迅速成长，2018 年“欧铂丽”品牌将从欧派体系全面剥离，解除市场对其“品牌内耗”质疑，发展战略更加明确，未来将助力公司全面覆盖各消费层级。

盈利预测与评级：预计 2017-2019 年 EPS 分别为 3.04 元、3.96 元和 5.16 元，对应 PE 分别为 40 倍、30 倍和 23 倍。给予公司 18 年 35 倍 PE，对应目标价为 138.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨的风险；终端销售低于预期的风险；品类扩张不及预期的风险。

表 3：欧派家居业绩预测与估值指标

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7134.13	9441.76	12126.59	15391.26
增长率	27.23%	32.35%	28.44%	26.92%
归属母公司净利润（百万元）	949.56	1278.77	1666.58	2169.98
增长率	94.39%	34.67%	30.33%	30.21%
每股收益 EPS（元）	2.26	3.04	3.96	5.16
净资产收益率 ROE	32.72%	32.06%	30.87%	30.00%
PE	53	40	30	23
PB	17.58	12.76	9.41	7.02

数据来源：西南证券

4.2 索菲亚（002572）：高信息技术壁垒+大家居布局共育长期牛股

信息化水平行业领先，构筑较深护城河。公司拥有目前定制家具行业最为领先的柔性化生产工艺，产品均按照非标准件处理，快速实现所有产品的定制化大规模生产，随着智能制造水平提升，公司交货周期由 2015 年的 13-20 天加快至目前的 10-15 天，板材利用率超过 80%。通过与甲骨文公司合作，建立销售协同系统降低出错率，提高生产效率的同时经销商服务更加标准化，目前一次安装正确率约 8 成（行业平均约 5-6 成）。3DVR 体验系统已覆盖全国 1200 余门店，大幅提升消费者体验，提升客转化率。整体信息化水平处于行业领先地位使得公司在下调产品均价的同时仍能有效控制成本水平以保持稳定的盈利能力。

多品类布局，持续推进“大家居”战略。公司自 2013 年起向全屋定制转型，积极推进各品类产品延伸，2014 年 6 月与法国司米共同成立“司米橱柜”合资公司，正式进军定制橱柜领域，目前公司拥有约 15 亿元橱柜产能，2017Q3 已开设橱柜门店 700 余家（较 2016 年增加 100+），实现营收约 4.3 亿元。随着规模效应的不断提升以及经营水平改善，橱柜板块亏损程度逐渐减小，预计明年可实现盈亏平衡，有望成为公司业绩又一支柱板块；除橱柜产品外公司已扩展木门、窗帘生产线，与华鹤共同设立的米兰纳木门品牌前三季度已实现收入 4000 万，拥有米兰纳木门经销商专卖店达 85 家、华鹤木门经销商专卖店 237 家，逐渐

放量。通过索菲亚品牌引流，其他品类业务收入规模随之扩大，贡献新增长点。大家居布局有效提升公司客单价，2017Q3 索菲亚品牌客单价达到 9800 元/单，同比增长 16%。

渠道下沉力度大，有效抵御地产周期波动。2017 年前三季度索菲亚新开门店 270 余家，总数扩张至 2170 家，地级市门店数占比达 31%，五线城市覆盖率达 50%。大力度的渠道下沉使公司有效抵御地产周期波动，实现业绩稳定增长，2017 上半年公司客户数达 23.5 万，同比增长 20.4%，客户数与客单价提升共同拉动公司业绩靓丽成长。

盈利预测与评级：预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.02 元、1.39 元和 1.92 元，对应 PE 分别为 36 倍、26 倍和 19 倍。给予公司 18 年 40 倍 PE，对应目标价为 55.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨的风险；地产增速大幅低于预期的风险；公司终端销售不及预期的风险；新品类开拓不及预期的风险。

表 4：索菲亚业绩预测与估值指标

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4529.96	6509.32	9089.19	12311.18
增长率	41.75%	43.69%	39.63%	35.45%
归属母公司净利润（百万元）	664.02	940.18	1287.47	1773.21
增长率	44.66%	41.59%	36.94%	37.73%
每股收益 EPS（元）	0.72	1.02	1.39	1.92
净资产收益率 ROE	15.97%	18.53%	21.78%	25.10%
PE	51	36	26	19
PB	8.52	6.71	5.76	4.82

数据来源：西南证券

4.3 尚品宅配（300616）：加盟占比提升盈利改善，“整装云”开拓增量空间

全屋定制先行者业绩稳健增长，客单价水平行业领先。公司是国内率先引进“全屋定制”概念的企业之一，凭借行业领先的软硬件实力和“C2B+O2O”商业模式深耕定制家具市场，2016 年营收规模达 40 亿，2012-2016 年 CAGR 高达 52%。公司依靠完备的品类布局和优质的线上线下配套服务始终保持客单价处于行业高位，截至 2017 年三季度公司直营店、加盟店 5 万元以上客单价占比分别达到 13%、16%，平均客单价 1.5-2 万元，远超行业平均。

加盟店占比快速提升，渠道下沉力度大。公司对加盟商折价率比行业平均水平略低，高盈利能力刺激加盟商快速扩张，2017Q1-Q3 加盟店数量增长至 1442 家，较 2016 年增长 361 家，而直营店由 76 家增长至 83 家，增速有所放缓，预计今明两年保持 400-500 家门店扩张速度。同时公司积极进行渠道下沉抢占市场份额，截至 2017 上半年三四五线城市加盟店占比已达 83%。

产能瓶颈突破，规模效应推动盈利能力改善。公司原有 142 万套生产基地产能利用率始终保持 90%以上，同时产能需求随渠道扩张快速提升，首发募投资金 8.2 亿元用于智能制造生产线建设项目，项目达产后预计可实现 60 亿年产值，此外 2017 年 10 月公司投资 3 亿元

设立无锡维尚家居科技有限公司年产 150 万套，将生产基地布局延伸至华东地区，全国产能区域性布局将助推公司渠道、营收共同高增长。加盟占比提升叠加规模效应，预计费用率水平将大幅改善，盈利能力有很大提升空间。

软硬实力兼具，“整装云”开启增量空间。公司于 2017 年推出推出“Homekoo 整装云”为客户提供一体化整体家装解决方案，解决家装痛点，在公司现有全屋定制产品线基础上打造供应链平台，目前公司成都整装云试点客单价已超过 10 万元，实现“拎包入住”，整装项目使合作家装公司成为公司产品引流渠道，迈入整装行业为公司开辟广阔增量空间。

盈利预测与评级：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.39 元、4.77 元、6.53 元，给予公司 18 年 40 倍 PE，对应目标价为 190.8 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨过快的风险；地产增速大幅下滑的风险；下游销售增长不及预期的风险。

表 5：尚品宅配业绩预测与估值指标

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4026.00	5280.62	6905.60	9033.08
增长率	30.39%	31.16%	30.77%	30.81%
归属母公司净利润（百万元）	255.51	374.59	526.44	721.39
增长率	83.12%	46.60%	40.54%	37.03%
每股收益 EPS（元）	2.31	3.39	4.77	6.53
净资产收益率 ROE	30.62%	32.71%	33.36%	33.28%
PE	70	48	34	25
PB	21.40	15.60	11.32	8.24

数据来源：西南证券

4.4 金牌橱柜（603180）：高端橱柜品牌，看点在产品线延伸和费用率改善

产品定位高端，品类有序延伸，开拓“大家居”成长空间。公司橱柜产品定位中高端消费，是国内少有的采用进口爱格板原材料的定制橱柜商。公司深耕橱柜市场，橱柜营收占比超 80%，通过加强营销和拓宽产品价格带，公司橱柜规模增长迅猛，2016 年橱柜营收 9.3 亿元，同比增速达 43%，三年复合增长率高达 28%，产品力显著，超越橱柜行业整体增速，市场占有率不断提升；2016 年进军定制衣柜市场推出“桔家衣柜”，开启双品牌独立运营模式，通过橱柜向衣柜引流推动衣柜成长，为未来多品类及“大家居”战略打开想象空间。

门店布局扩张，直营转经销加快市场拓展。公司从华东地区起家，销售模式以经销商为主、直营为辅，渠道主要辐射华东地区一、二线城市，相比定制巨头欧派家居 4000 余家橱柜门店，仍有较多空白区域待拓展。截至 2017H1 共有橱柜门店 959 家（相较 2016 年新增 118 家），衣柜门店 37 家，公司预计全年橱柜门店将超过 1100 家，衣柜门店 100 家，总门店数较 2016 年增量预计达 30%，渠道扩张速度明显加快。同时公司对已有门店进行升级，提升同店盈利能力；为打造全国渠道布局，加快渠道扩张，直营店比例逐渐下降，有助于净利率提升。

盈利能力稳健提升，产能建设推进奠定持续发展基础。受益于规模效应显现、精细化管理提高运营效率以及直营转经销带动费用率下行，公司管理费用率及销售费用率得到有效控制，2012-2016 年销售费用率及管理费用率分别下降 11.6pct、0.3pct，整体净利率水平处于上升轨道，由 2012 年的 5.5% 提升至 2016 年的 8.8%，截止 2017Q3 净利率高达 9.4%，业绩还有较大弹性；公司产能利用率始终保持 94% 以上，产能需求迫切，首发募投“江苏金牌年产 7 万套整体厨柜建设项目、江苏金牌年产 6 万套整体厨柜扩建项目、厦门三期项目工程”三大产能扩建项目逐渐投产将有效缓解公司产能瓶颈，为未来业绩持续增长奠定基础。

盈利预测与评级：预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.4 元、3.37 元、4.65 元，给予公司 18 年 40 倍 PE，对应目标价为 134.8 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨的风险；终端销售不及预期的风险；产能投放低于预期的风险。

表 6：金牌橱柜业绩预测与估值指标

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1098.89	1506.18	2045.18	2736.07
增长率	40.25%	37.06%	35.79%	33.78%
归属母公司净利润（百万元）	96.23	160.84	226.06	311.25
增长率	103.27%	67.15%	40.54%	37.68%
每股收益 EPS（元）	1.44	2.40	3.37	4.65
净资产收益率 ROE	33.92%	37.82%	36.51%	35.16%
PE	85	51	36	26
PB	28.80	19.21	13.19	9.23

数据来源：西南证券

4.5 顾家家居（603816）：国内软体家具龙头，多品类延伸提供持续增长动力

软体家具市场空间广阔，整合趋势利好行业龙头。据统计，全球软体家具规模约 630 亿美元，占整体家具市场 16% 份额。我国是最大的软体家具生产消费国，2015 年产值和消费额分别为 317 亿美元、192 亿美元，近 10 年 CAGR 超过 17%。国内消费升级和存量房翻修需求等因素继续驱动行业规模增长，但行业竞争格局较为分散，目前 CR5 不到 15%，行业竞争加剧和原材料上行倒逼中小企业退出，行业洗牌大势所趋，利好龙头企业进一步抢占市场份额。

沙发产品优势突出，品类扩充卓有成效。公司以皮类沙发为主打产品，拥有九大自主产品系列和美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”，具有极强的品牌优势和盈利能力；借助沙发先发优势积极延伸产品线，床垫、配套产品营收占比稳步提升，其中软床及床垫业务营收占比由 2011 年 4% 逐步提升至 2016 年 14%，毛利率由 36% 提升至 42%，成为业绩一大增长点，2017 年 6 月公司拟公开发行 A 股可转债用于嘉兴年产 80 万套软体家具产品，为公司品类扩充提供产能保障，大家居发展空间可观。

内外销双轮驱动，线上线下齐发力。公司主要收入来自国内市场，以经销和直营为主。海外市场通过聚焦大客户策略向大型家具零售商提供 ODM 产品开拓增量市场，产品远销世

界 120 多个国家和地区；2017H1 公司终端门店（直营+经销）数量近 3000 家，公司扎根华东市场逐步布局全国，预计今年门店净增量约 4、500 家，未来门店总数可达 5000 家，积极进行渠道下沉抢占市场份额。目前门店盈利能力处于上升期，公司从 2011 年起布局电商渠道，通过线上购买+线下优质服务相结合的方式提升公司品牌力并建立客户粘性，2017 年双 11 营收规模达 12 亿（2016 年 3.1 亿），线上业绩呈爆发式增长，线上线下渠道共同巩固公司龙头地位。

盈利预测与评级：预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.04 元、2.77 元、3.6 元，给予公司 18 年 30 倍 PE，目标价 83.1 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险，终端销售不畅的风险，产能释放不及预期的风险。

表 7：顾家家居业绩预测与估值指标

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4794.53	7103.68	9626.49	12580.41
增长率	30.11%	48.16%	35.51%	30.69%
归属母公司净利润（百万元）	575.05	841.17	1141.57	1429.07
增长率	15.40%	46.28%	35.71%	25.19%
每股收益 EPS（元）	1.39	2.04	2.77	3.46
净资产收益率 ROE	16.60%	20.23%	22.53%	23.12%
PE	41	28	21	17
PB	6.88	5.74	4.71	3.86

数据来源：西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分