

轻工行业家具板块 2020 年中期策略

三重因素催化，家具板块行情将至

核心观点：

- **投资逻辑：**竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气向上，业绩上修叠加估值切换带动戴维斯双击行情。受疫情影响竣工周期后移，有望 Q3 开启持续复苏，精装景气度有望至少维持至 2021 年 Q1，零售因时点处于竣工后景气有望从 Q3 开始修复到 2021 年 Q2，未来 2 年维持较好景气度。精装迎来高潮，ToB 竞争进入巷战阶段，因此更看好家居零售赛道的基本面修复。同时，外资认可国内家居龙头地位而持续流入，参考海外龙头收入增速与估值水平，国内龙头在行业景气度向好的背景下，成长性更强，未来估值水平有望与国际龙头逐步接轨。
- **精装迎来高潮：**ToB 竞争进入巷战阶段，装配式建筑有望催生新一批高成长子行业。据奥维云网预测，2019 年开工口径精装比例已经超过 30%，地产系资本迅速入局供应链企业，以谋求自身长远竞争力，腰部地产商+二线城市领先的低线市场将带动精装房比例提升持续超预期。ToB 竞争进入巷战阶段，虽然行业红利增长长期还会持续，但预计各细分行业龙头业绩会逐步分化，从 ToB beta 投资转向细分龙头 alpha 筛选。此外，国家积极推行装配式建筑，有望催生出新一批高成长子行业。
- **零售越过山谷：**6 月回调不改基本面向好，竣工拐点向上提供行业 beta。受益于竣工回暖，家居未来或将迎来连续四个季度的景气度提升（20Q3-21Q2），营收增速有望逐季加速。三重催化剂助力零售端集中度持续提升，零售端品牌龙头有望获得更大市占率，持续看好品牌力突出的家居龙头，有望获得超额增长 alpha。
- **外资入局有望助力家居龙头与国际逐步接轨，竞争格局明朗，有望带动板块估值向上重估。**渠道竞争仍是核心，存量竞争集中度有望提升，客流分化明显，电商+老带新或将提升行业集中度，未来头部品牌的优势将持续强化，行业集中度提升。海外家居龙头 PE 估值中枢为 20X+，国内家居龙头具有更强成长性，叠加竞争格局优化，龙头 PE 估值水平或将重估。
- **核心标的：**重点看好软体家居龙头**顾家家居、敏华控股**；（1）受精装渗透率影响较小，能维持 C 端优势；（2）沙发行业双寡头格局稳定；（3）家居外销 5 月开始回暖迹象陆续显现。在板块性行情下，看好**欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居**等定制龙头业绩切换机会。持续推荐 ToB 具有优势的公司，看好在品牌、渠道、资金和管理上的龙头品牌，如**海鹰住工、江山欧派、帝欧家居、皮阿诺**等。
- **风险提示。**全球疫情出现反复导致需求延后；房地产行业政策调控力度加大；家具行业竞争压力加大；原材料价格上涨影响盈利水平。

行业评级

买入

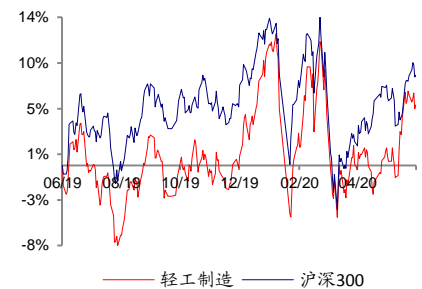
前次评级

买入

报告日期

2020-06-15

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

陆逸



SAC 执证号：S0260519070005



021-60750604



gluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

轻工制造行业：白卡纸：需求迸发，行业盈利能力有望大幅好转 2020-06-06

轻工制造行业：地产系资本入局，To B 龙头优势有望扩大 2020-05-17

轻工制造 2019 年报及 2020 年一季报综述：家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底 2020-05-04

联系人：张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

联系人：刘奕斐

liuyifei@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
顾家家居	603816.SH	CNY	42.91	2020/04/23	买入	47.46	2.26	2.61	19.08	16.52	14.67	14.86	19.9	19.7
欧派家居	603833.SH	CNY	110.14	2020/04/29	买入	120.50	4.82	5.51	23.41	20.48	18.11	15.34	17.5	16.7
尚品宅配	300616.SZ	CNY	63.41	2020/04/28	买入	77.28	2.76	3.14	23.37	20.54	20.09	17.32	13.7	13.8
索菲亚	002572.SZ	CNY	22.04	2020/04/22	买入	20.80	1.30	1.49	17.35	15.14	12.38	10.70	19.2	19.6
志邦家居	603801.SH	CNY	24.40	2020/04/27	买入	26.40	1.65	1.89	15.21	13.28	13.61	12.03	16.6	16.5
海鸥住工	002084.SZ	CNY	8.23	2020/06/10	买入	9.00	0.30	0.41	27.83	20.37	14.03	10.92	8.8	10.5
江山欧派	603208.SH	CNY	105.00	2020/05/11	买入	124.74	4.62	6.34	22.60	16.47	22.62	16.21	22.1	23.7
帝欧家居	002798.SZ	CNY	31.70	2020/04/30	买入	32.94	1.83	2.22	17.62	14.52	13.62	11.47	16.7	17.4
皮阿诺	002853.SZ	CNY	20.66	2020/04/30	买入	22.70	1.42	1.75	14.94	12.13	11.65	9.34	16.3	16.7
敏华控股	01999.HK	HKD	6.92	2020/1/09	买入	7.08	0.47	0.55	15.06	12.87	11.03	8.99	18.5	17.8

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

注: 敏华控股合理价值、EPS 均为港元口径, 表中 2020、2021 年的公司数据分别对应公司 2021、2022 财年数据

目录索引

一、投资逻辑：竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气向上，业绩上修叠加估值切换带动戴维斯双击行情	6
（一）受疫情影响竣工周期后移，有望 Q3 开启持续复苏	6
（二）2020H1 行业低基数奠定 2021 年上半年行业良好增长基础	8
（三）外资入局有望助力家居龙头估值与国际逐步接轨，叠加助力估值切换，有望孕育下半年新一轮家居板块行情	9
二、精装迎来高潮：TOB 竞争进入巷战阶段，装配式建筑有望催生新一批高成长子行业	10
（一）精装迎来高潮，渗透率增速未来将趋缓	10
（二）ToB 竞争进入巷战阶段，龙头优势进一步扩大，ToB 企业集中度有望提升	14
（三）国家积极推行装配式建筑，有望催生出新一批高成长子行业	17
三、零售越过山谷：6 月回调不改基本面向好，竣工拐点向上提供行业 BETA	20
（一）家居消费具有明显的季节波动，“订单行情”不可持续	20
（二）重申竣工回暖提升家居行业景气度的判断	21
（三）精装零售赛道集中度有望快速提升，龙头获得超额增长 ALPHA	22
四、外资入局有望助力家居龙头与国际逐步接轨，竞争格局明朗，有望带动板块估值向上重估	27
（一）渠道竞争仍是核心，存量竞争集中度有望提升	27
（二）竞争格局优化背景下，景气度回暖，龙头 PE 估值水平或将重估	28
五、核心标的	30
六、风险提示	32

图表索引

图 1: 通过销售数据拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况.....	6
图 2: 销售预测竣工规模 (亿平) 及增速与统计局竣工增速.....	7
图 3: 住宅房屋累计施工面积 (万平方米, 左) 及累计同比 (% , 右)	7
图 4: 住宅房屋新开工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)	7
图 5: 住宅房屋竣工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)	7
图 6: 住宅商品房销售面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)	7
图 7: 家具社零数据 3 月已呈现回暖迹象.....	8
图 8: 统计局当月竣工处于修复区间	8
图 9: 2020 年一季度定制家具收入增速-19.7%.....	8
图 10: 2020 年一季度成品家具收入增速-27.1%	8
图 11: 我国月度家具及其零件出口金额 (万美元)	9
图 12: 美国月度进口床垫和沙发 (亿美元)	10
图 13: 近年精装修开盘口径渗透率	11
图 14: 近年精装修开盘口径渗透率(%)	11
图 15: 近年住宅精装修开发商数量	12
图 16: 2020 年 1 月以来住宅精装修开盘项目累计房间规模结构	13
图 17: 供应商评分体系	14
图 18: 主要 ToB 家具企业经营性现金流/净利润	15
图 19: 顾家家居近 4 年单季度营收占比.....	20
图 20: 欧派家居近 4 年单季度营收占比.....	20
图 21: 十年期国债到期收益率 (%)	21
图 22: 2016-2020 年 5 月整体竣工面积及增速.....	22
图 23: 2016-2020 年 5 月住宅竣工面积及增速.....	22
图 24: 2019 年样本上市家居公司平均单季度营收增速 (%)	22
图 25: 新房从竣工-交付-装修的流程节点	22
图 26: 索菲亚电商引流客户占比及欧派家居电商引流业绩占比	23
图 27: 淘系平台沙发头部品牌商市占率变化	23
图 28: 淘系平台床垫头部品牌商市占率变化	23
图 29: 淘系平台整体厨柜头部品牌商市占率变化	24
图 30: 淘系平台全屋定制头部品牌商市占率变化	24
图 31: 全国居民人均可支配收入 (元) 及同比.....	24
图 32: 全国城镇居民人均可支配收入 (元) 及同比.....	25
图 33: 2017-2019 年定制家居品牌门店数量 (家)	27
图 34: 2016-2019 年索菲亚客流类型占比	27
图 35: 2014-2019 年上市家居品牌大宗业务比重	27
图 36: 家得宝 (HD.N) 近 10 年 PE-band	28
图 37: 劳氏公司 (LOW.N) 近 10 年 PE-band	28
图 38: 国内家居龙头营收增速快于海外.....	29
图 39: 2016 年底至 2020 年 6 月 9 日索菲亚收盘价与沪港股通持股比例.....	29

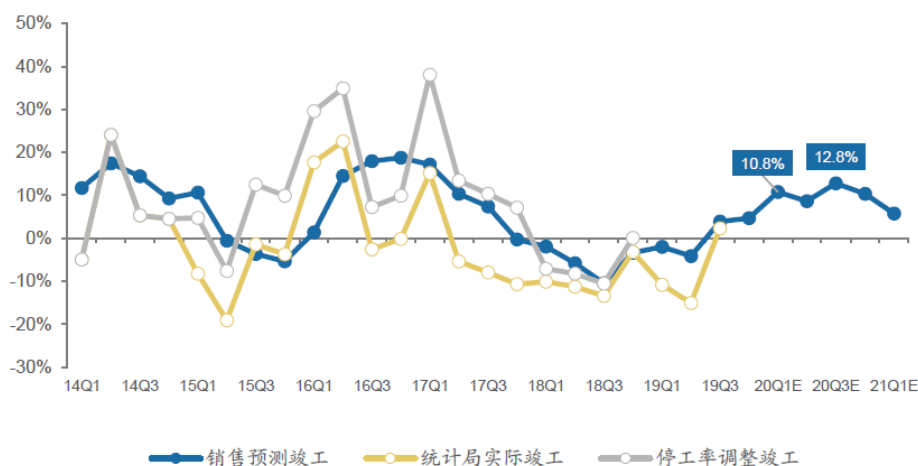
图 40: 2017 年底至 2020 年 6 月 9 日欧派家居收盘价与沪港股通持股比例	29
表 1: 主要地产公司布局产业链情况	12
表 2: 中国住宅精装修开盘分区域情况	13
表 3: 部分家居企业与地产商历年合作情况梳理	16
表 4: 关于消费者对精装房功能空间重视程度的评价调研	17
表 5: 2016 年至今装配式建筑重要政策汇总	18
表 6: 2019 年全国各地出台装配式建筑补贴情况不完全统计	19
表 7: 装配式建筑评分表	19
表 8: 近 5 年春节时间	20
表 9: 家居上市公司线上获客渠道对比	26

一、投资逻辑：竣工拐点叠加基数效应带动家居板块后续景气向上，业绩上修叠加估值切换带动戴维斯双击行情

（一）受疫情影响竣工周期后移，有望 Q3 开启持续复苏

竣工数据1-2月下月明显，Q2复工节奏逐步提升，后期基本面有望随赶工修复。此前根据广发地产组测算，2019年-2021年平均竣工需求将会提升至15.44亿平米左右。通过调节滞后时间来拟合销售与竣工关系趋势，由此判断19、20、21年实际竣工需求同比增速分别为0.2%，10.4%和5.9%，2020年为主要释放阶段。但由于疫情黑天鹅事件，2020年1-2月住宅房屋竣工面积仅为0.68亿平方米，同比-24.30%，新开工面积同比下滑44%，预计的竣工潮整体增速将有所下修，回暖时间将延后至2020年中后期。

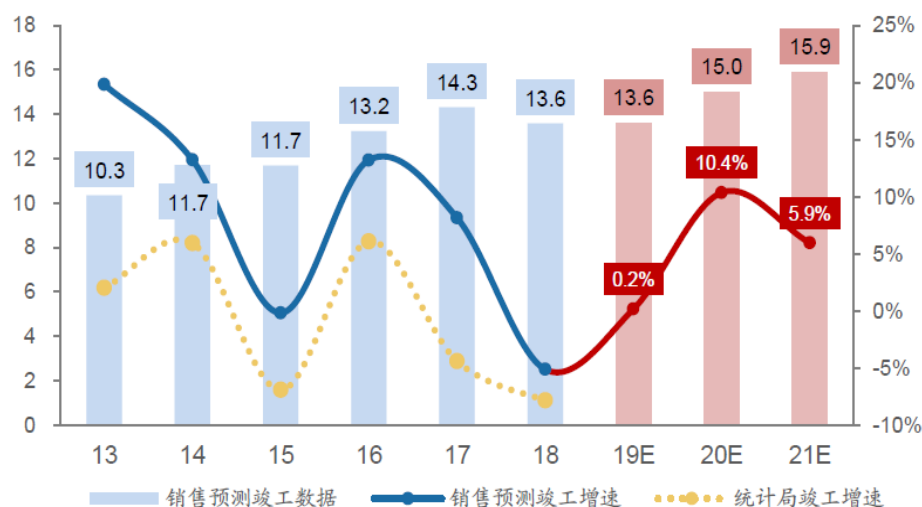
图1：通过销售数据拟合竣工增速曲线与历史竣工数据拟合情况



数据来源：国家统计局、广发地产组、广发证券发展研究中心，来源报告《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

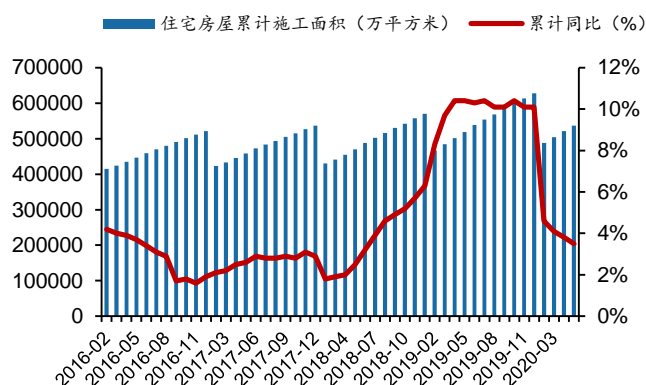
注：销售预测竣工：完全根据现房、一二线期房、三四线期房销售数据拟合

图 2: 销售预测竣工规模 (亿平) 及增速与统计局竣工增速



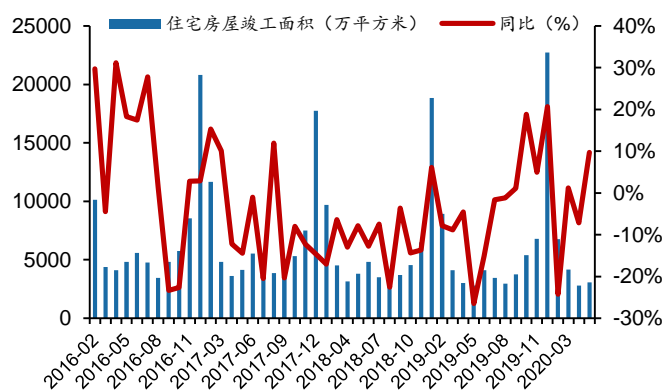
数据来源：国家统计局、广发地产组、广发证券发展研究中心，来源报告《挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》

图 3: 住宅房屋累计施工面积 (万平方米, 左) 及累计同比 (% , 右)



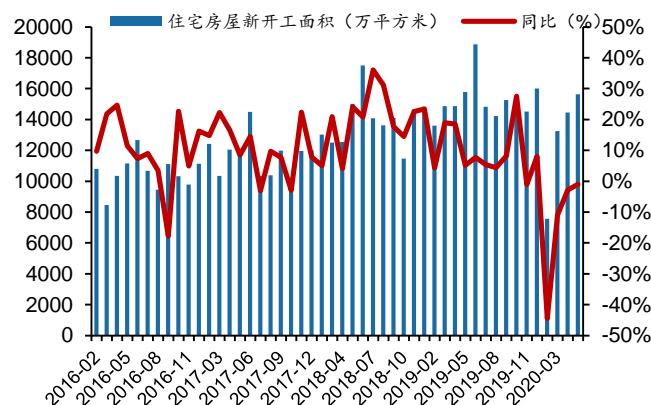
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 5: 住宅房屋竣工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)



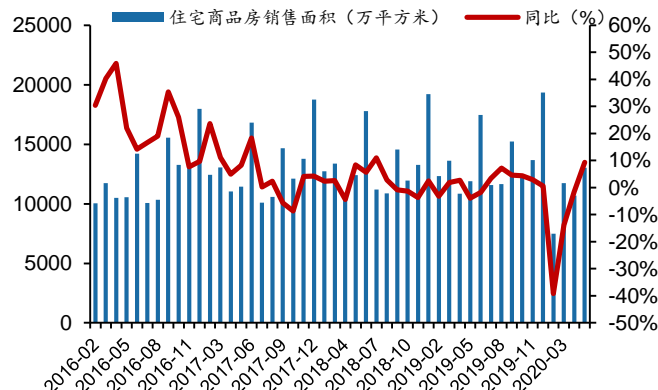
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4: 住宅房屋新开工面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

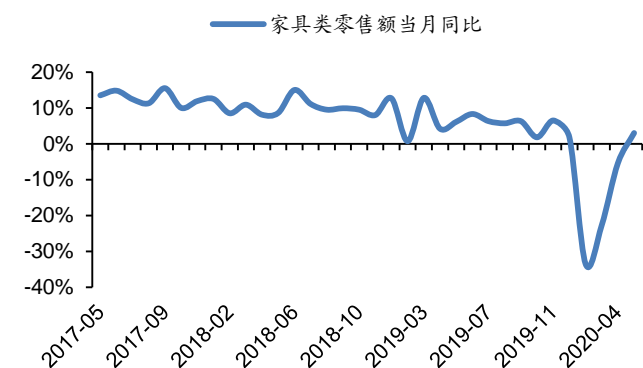
图 6: 住宅商品房销售面积 (万平方米, 左) 及同比 (% , 右)



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

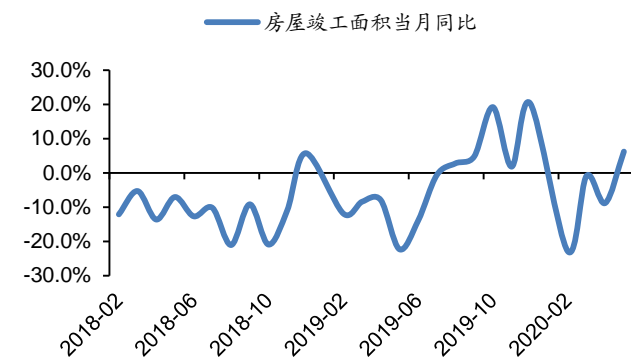
Q3有望开启持续复苏，未来2年有望维持较好景气度。尽管市场原本预计的竣工潮受疫情后移，但2020年Q1中后期运力与复工复产率逐步恢复已带动工程端家居企业订单边际改善，4月订单量将持续提升，预计Q2起订单将大概率好转助力需求快速恢复，3月统计局公布的家具社零、地产竣工单月同比已出现回暖迹象。预计对行业竣工的悲观情绪有望在上半年反映，下半年竣工增速预计将回到正常修复轨道，考虑到2020年上半年竣工低基数，2021年上半年竣工增速仍将维持高景气，并且考虑到地产4月开始加快开发和施工节奏，在2020年Q3开始竣工出现持续反弹概率有所增加，精装高景气度有望维持至2021年Q1，未来2年维持较好景气度。

图 7：家具社零数据3月已呈现回暖迹象



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8：统计局当月竣工处于修复区间

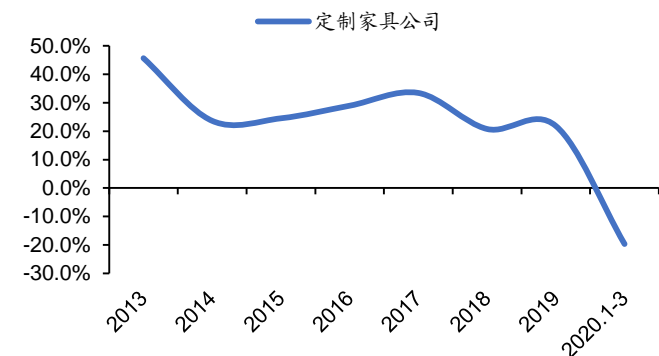


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）2020H1 行业低基数奠定 2021 年上半年行业良好增长基础

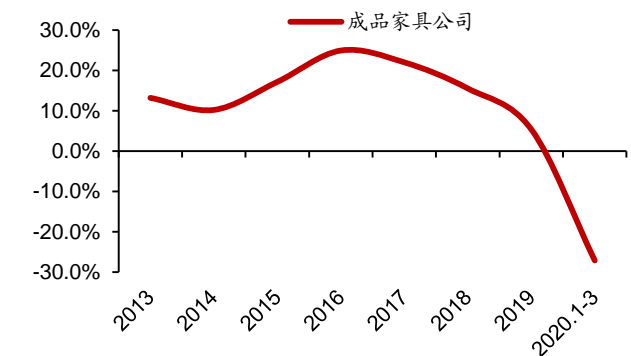
2020年Q1家具企业受疫情影响较大。我们跟踪的9家主流定制家具企业（索菲亚、好莱客、欧派家居、尚品宅配、志邦家居、我乐家居、金牌厨柜等）2020年一季度呈现放缓趋势，收入同比增速为-19.7%，同比下滑31.2个百分点。成品家具企业2020年一季度收入增速为-27.1%，同比下滑43.5个百分点，收入增速低于定制家具公司。

图 9：2020年一季度定制家具收入增速-19.7%



数据来源：wind、来源报告《家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底》、广发证券发展研究中心

图 10：2020年一季度成品家具收入增速-27.1%



数据来源：wind、来源报告《家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底》、广发证券发展研究中心

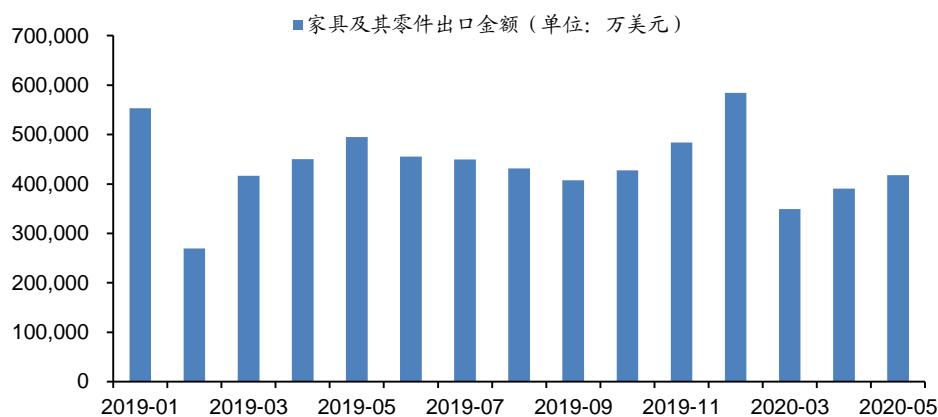
2020年Q2仍在陆续回暖中，奠定2021年上半年行业良好增长基础。随着疫情的逐步解除以及各地小区对人员流动的解禁，装修市场在4月开始逐步提温，从电商以及卖场销售情况来看，4月家具电商销售数据也表现亮眼，全屋定制销量4月同比增长4.6倍，电商沙发4月销量同比增长49.4%，五一期间线下家具零售表现持续升温印证回暖趋势开启，但整体来看家具企业由于2-3月营业时间的缺失，同时考虑到零售订单结转至上市公司报表收入存在一季度的时间差，因此Q2仍然可视作低基数，奠定2021年上半年行业整体业绩以及估值修复的良好增长基础。

（三）外资入局有望助力家居龙头估值与国际逐步接轨，叠加助力估值切换，有望孕育下半年新一轮家居板块行情

从竣工周期对应的零售和精装板块来看，精装景气度有望至少维持至2021年Q1，零售因时点处于竣工后景气有望从Q3开始修复到2021年Q2，未来2年有望维持较好景气度，精装迎来高潮，ToB竞争进入巷战阶段，因此更看好家居零售赛道的基本面修复。同时，外资认可国内家居龙头地位而持续流入，参考海外龙头收入增速与估值水平，国内龙头在行业景气度向好的背景下，成长性更强，未来估值水平有望与国际龙头逐步接轨。

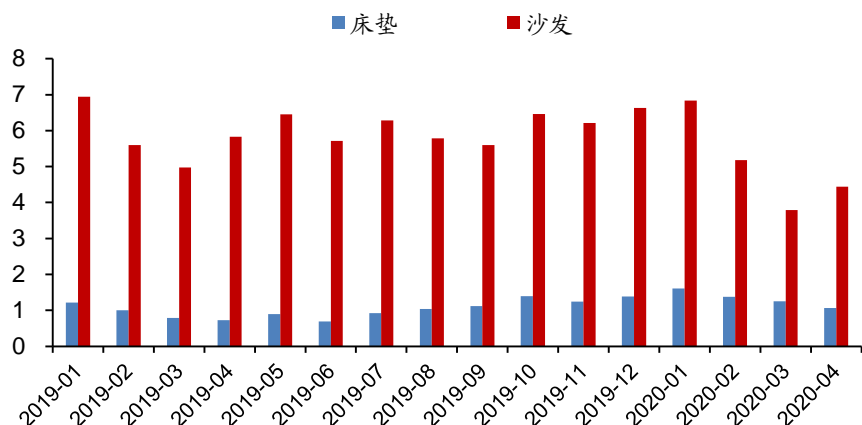
重点看好软体家居龙头**顾家家居、敏华控股**：（1）受精装渗透率影响较小，能维持C端优势；（2）沙发行业双寡头格局稳定；（3）家居外销5月开始回暖迹象陆续显现。从我国家具出口以及美国软体家具进口情况来看，从后续出口订单降幅逐步收窄也有望贡献业绩弹性，2020H1有望内外销同时回暖，但海外贸易格局仍存在不确定性。在板块性行情下，看好**欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居**等定制龙头业绩切换机会，长期看好景气度较高的竣工链公司：**江山欧派、帝欧家居、海鸥住工、皮阿诺**等。

图 11：我国月度家具及其零件出口金额（万美元）



数据来源：wind、海关总署、广发证券发展研究中心

图 12: 美国月度进口床垫和沙发 (亿美元)



数据来源: 美国国际贸易委员会、广发证券发展研究中心

注: 床垫以HTS码940410、940421和940429进口金额统计, 沙发以HTS码940140、940171和940161进口金额统计。

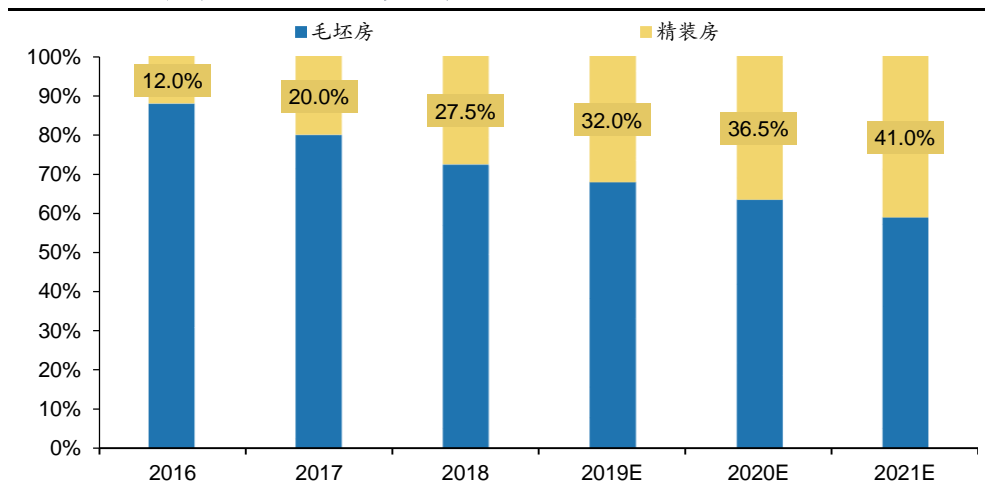
二、精装迎来高潮: ToB 竞争进入巷战阶段, 装配式建筑有望催生新一批高成长子行业

(一) 精装迎来高潮, 渗透率增速未来将趋缓

回顾精装房渗透率提升历史, 从政策驱动到房企自发, 行业成长有望加速。2017年4月, 住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》, 提出到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%的目标。2017年以来, 精装房开盘口径渗透率逐步提升, 根据奥维云网预测数据, 2019年开工口径精装比例已经超过30%, 提前完成住建部目标。

ToB公司订单及收入反应的是当期即将竣工的楼盘, 根据房地产项目全周期流程, 当期竣工楼盘对应的是2-2.5年前开盘楼盘。因此2020年竣工口径精装渗透率预计为2017-2018年开盘口径渗透率。假设为2年前开盘口径, 则2020-2022年竣工口径精装渗透率预计为27.5%、32.0%、36.5%, 行业增速目前正迎来高潮; 若假设为3年前开盘口径, 则高潮期将持续更久。ToB行业增速正迎来高潮, 未来或将降速。

图 13: 近年精装修开盘口径渗透率



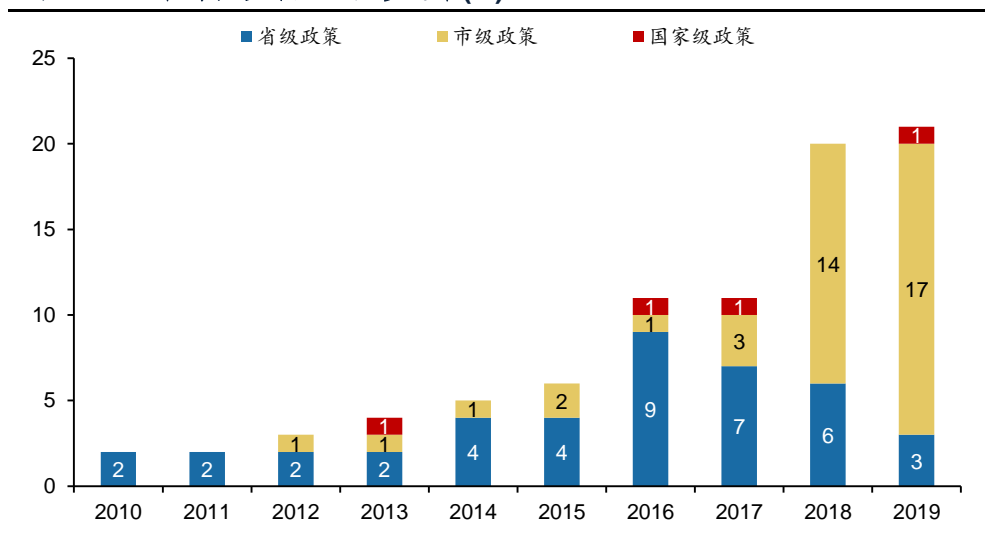
数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

从政策变化来看, 精装政策重心已经从国家级政策逐渐过渡到省级、市级政策。2016年中国全装修/精装修相关省级政策颁布数量达到高峰, 随后市级政策频繁出台, 2018-2019两年分别颁布14、17项市级政策, 政策力度已经下沉至全国市级地区。

国家政策推动逐步弱化的同时, 地产商提升新开盘项目中精装房比例的自发性有所提高。非一线城市地产销售难度加大的背景下, 地产商住房竞争从地段价格逐步进化到品质竞争, 行业供应链重要性愈发凸显。

头部地产商倾向于掌控供应链资源, 地产系资本迅速入局供应链企业, 以谋求自身长远竞争力。碧桂园旗下创投在2020年4月参股帝欧家居, 5月参股蒙娜丽莎, 不断巩固与供应链上游的合作; 恒大于2016年联合七家家居企业共同签约投资百亿兰考家居联盟产业园首期项目, 完成首期建设投入运营后该产业园首年产值可达35亿人民币; 万科主导构建B2B线上采集平台“采筑”, 通过撮合中小型地产商集中采购来控制价格、把控品质, 实现和上市公司头部品牌深度合作; 保利地产与供应商在资金层面开展深度合作, 2019年保利在新明珠瓷砖新一轮融资中跟投1.45亿元。

图 14: 近年精装修开盘口径渗透率(%)



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

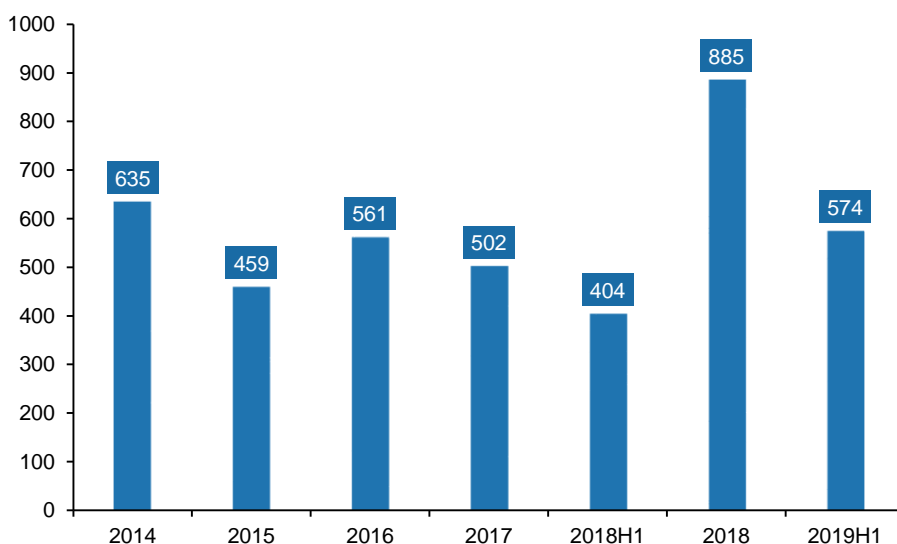
表 1：主要地产公司布局产业链情况

公司	布局情况
碧桂园	碧桂园旗下创投在 2020 年 4 月参股帝欧家居，5 月参股蒙娜丽莎，不断巩固与供应链上游的合作
中国恒大	2016 年恒大联合七家家居企业共同签约投资百亿兰考家居联盟产业园首期项目，完成首期建设投入运营后该产业园首年产值可达 35 亿人民币，生产产品部分将用于恒大地产项目
万科	万科主导构建 B2B 线上采集平台“采筑”，通过撮合中小型地产商集中采购来控制价格、把控品质，实现和上市公司头部品牌深度合作。据采筑官网数据，平台上线两年多已汇集 3000+ 优质供应商
保利地产	保利地产与供应商在资金层面开展深度合作，2019 年保利在新明珠瓷砖新一轮融资中跟投 1.45 亿元；此外江山欧派参与保利资本的基金并展开协同合作

数据来源：帝欧家居公告、蒙娜丽莎公告、江山欧派公告、腾讯网、采筑官网、投资界、广发证券发展研究中心

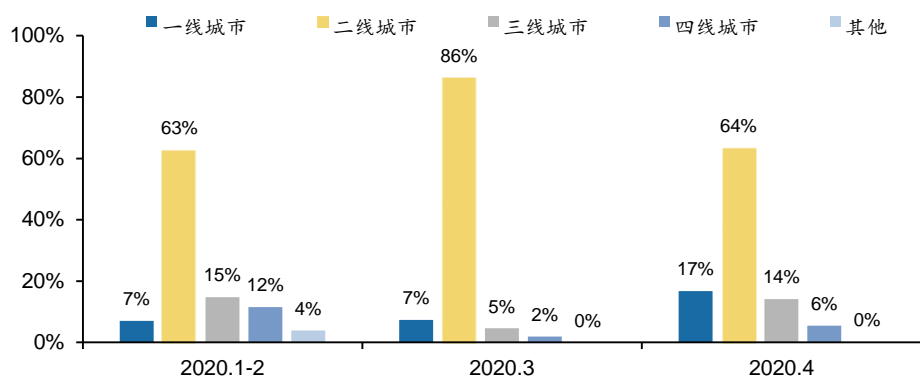
腰部地产商+二线城市领头的低线市场将带动精装房比例提升持续超预期。本轮精装房渗透率提升动力在未来将更多来自腰部地产商与二三四线城市。一方面，2018 年以来，住宅精装修开发商数量攀升明显，根据奥维云网统计数据，2018H1 共计 404 家开发商，2018 全年达到 885 家，2019H1 同比增长 42% 达到 574 家。另一方面，住宅精装开盘项目规模结构重心已经被二线城市为代表的低线市场牢牢占据，根据奥维云网统计数据，2020 年 1 月至今的月度住宅精装开盘项目累计房间规模结构中，二三四线城市合计占比均超 80%，尤其是二线城市，已经成为精装修主力市场。

图 15：近年住宅精装修开发商数量



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 16: 2020年1月以来住宅精装修开盘项目累计房间规模结构



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

表 2: 中国住宅精装修开盘分区域情况

时间	2020 年 1~2 月			2020 年 3 月			2020 年 4 月		
区域	Top3 城市	楼盘项目 (个)	房间套数 (套)	Top3 城市	楼盘项目数 (个)	房间套数 (套)	Top3 城市	楼盘项目数 (个)	房间套数 (套)
全国	杭州	12	10321	南京	8	10739	上海	15	7218
	广州	6	7422	长沙	4	6951	成都	8	5961
	合肥	5	7288	太原	3	4886	西安	6	5673
东北	沈阳	7	6131	沈阳	3	3879	长春	1	537
	哈尔滨	2	1500	大连	2	1866	-	-	-
	大连	1	752	-	-	-	-	-	-
华北	北京	6	4407	太原	3	4886	保定	1	2500
	石家庄	4	2970	北京	2	2730	石家庄	3	1722
	廊坊	2	2420	晋中	1	1450	天津	2	1396
华东	杭州	12	10321	南京	8	10739	上海	15	7218
	合肥	5	7288	苏州	4	4168	绍兴	6	5616
	温州	8	7063	南昌	3	2621	南京	5	5113
华南	广州	6	7422	广州	2	1424	广州	6	5320
	佛山	8	7286	东莞	1	1174	深圳	2	2330
	湛江	6	7020	海口	1	1064	佛山	2	2074
华中	武汉	6	6851	长沙	4	6951	长沙	4	4251
	长沙	2	2372	-	-	-	郑州	3	1299
	鄂州	1	2000	-	-	-	株洲	1	1200
西南	成都	8	6271	成都	6	4414	成都	8	5961
	昆明	7	6181	昆明	3	2343	昆明	3	4200
	贵阳	2	3200	重庆	1	1482	乐山	1	127
西北	西安	4	4254	西安	4	3647	西安	6	5673
	咸阳	1	1029	-	-	-	咸阳	2	3102
	海东	1	212	-	-	-	-	-	-

数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

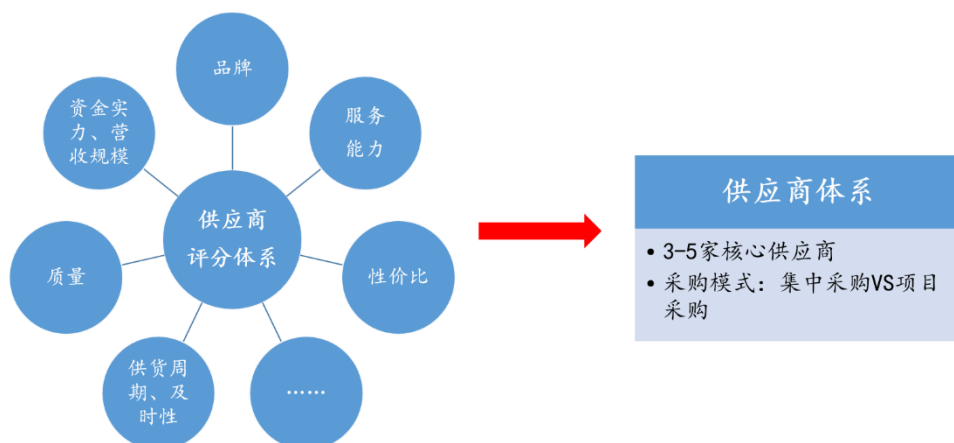
请务必阅读末页的免责声明

（二）ToB 竞争进入巷战阶段，龙头优势进一步扩大，ToB 企业集中度有望提升

ToB 竞争进入巷战阶段，头部地产商的资源已经争夺饱和，各子行业相关企业开始进军腰部地产商和尾部地产商，增长难度有所加大，竞争也更为激烈。ToB 中小企业资本匮乏，因此难以支撑自身逆势扩张，地产系资本入局供应链企业带动订单向细分行业龙头集中，ToB 龙头在现金流、服务能力、品牌等方面的优势进一步凸显。此外疫情加速中小企业淘汰，行业马太效应加剧，各ToB家具头部企业的市占率有望进一步提升。虽然行业红利增长期还会持续，但预计各细分子行业龙头业绩会逐步分化，从ToB beta投资转向细分龙头alpha筛选。

工程端业务准入门槛高，To B龙头凭借强综合能力取胜。地产商招标供应商时最看重的三个指标：供货能力（供应链能力和终端服务能力）、品牌价值、性价比（成本的竞争力）。首先，供货能力是开发商进行战略合作或长期合作的重要标准，包括供货周期、供应的及时性、供应体系的完整性、终端服务能力等。其次，地产商重视供应商的品牌价值和公司规模，会首选行业内的一些知名品牌，因为精装房最终要交付到消费者手中，所以能够赢得消费者认可的品牌价值依然重要。最后，产品质量、性价比等也是开发商选取供应商时的重要考虑因素。

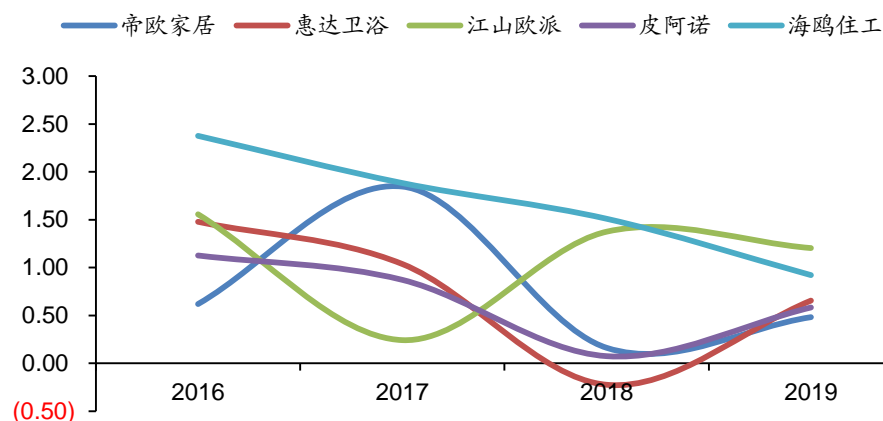
图 17：供应商评分体系



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

To B业务账期较长，考验企业的资金实力。由于地产商通常较为强势，项目垫资情况较多，同时专业客户相比于C端消费者具备更强的议价能力，长期看工程渠道的崛起将拉长相关企业整体的现金回收周期。To B龙头企业资金较为充沛，拥有一定的垫资实力，因此在拓展大客户渠道时现金流安全程度更高。此外，疫情期间全产业链的停摆对生产端企业造成巨大现金流压力，尽管政府及行业均从不同程度给予各类企业一定援助，但较长的时间跨度仍将加速一批受资金限制的中小竞争对手淘汰出局。相比之下，头部企业现金流抗风险能力更强，各主要头部ToB家具企业2019年经营性现金流/净利润比重均在0.5~1.0范围，疫情加速中小企业淘汰背景下，头部企业份额有望加速提升。

图 18: 主要ToB家具企业经营性现金流/净利润



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

To B龙头与地产商间保持多年合作关系，已构建较好的服务能力。欧神诺、江山欧派、欧派家居等To B龙头与其主要地产客户已保持至少三年的合作关系，在多年磨合中积累了较好的综合服务能力并构建了完善的服务体系。以自1999年起就与碧桂园集团建立起合作关系的欧神诺为例：欧神诺建立了工装自营团队，不仅负责前期业务开拓、招投标跟进，还负责物流服务、售后服务和现场指导等，为工程端客户提供售前、售中、售后的全方位服务。同时欧神诺还通过专属生产线和专属仓库，来保障战略地产客户的产品生产和备货顺畅进行。因此相比于质量不可控的代理商服务，欧神诺的自营模式能够快速响应房地产开发商的需求，从而赢得房地产龙头企业青睐。

表 3：部分家居企业与地产商历年合作情况梳理

时间	欧神诺	江山欧派	欧派家居	金牌厨柜
2014 年	碧桂园、万科集团、恒大地产、雅居乐集团等	万科集团、恒大地产、万达地产	-	-
2015 年	碧桂园、万科集团、恒大地产、雅居乐集团等	万科集团、恒大地产、中海地产、金地地产、世茂地产	-	-
2016 年	碧桂园、万科集团、恒大地产、雅居乐集团等	万科集团、恒大地产、中海地产、阳光城集团、世茂地产	保利地产、和记黄埔、华润置地等	中国金茂、复地集团、金科集团、中骏集团、泰禾集团、绿城中国、华润置地、合景泰富集团、绿地集团等几十家百强房企
2017 年	碧桂园、万科集团、恒大地产等	万科集团、恒大地产	万科集团、保利地产、恒大地产、绿地集团等	中国金茂、复地集团、金科集团等几十家百强房企
2018 年	碧桂园、万科集团、恒大地产、雅居乐集团、荣盛发展、富力集团、华润置地、旭辉集团	万科集团、恒大地产、保利地产、旭辉集团、中海地产、阳光城集团	万科集团、恒大地产等	
2019 年	万科集团、恒大地产、雅居乐集团、荣盛发展、富力集团、华润置地、旭辉集团、敏捷集团、合正集团、华侨城集团、景瑞地产、电建地产、鸿通集团、泰禾集团、龙光地产、华夏幸福、五矿地产、实地集团、阳光壹佰置业、宁夏中房集团中国金茂、恒信集团、当代置业、绿城中国、祥源控股	与房地产百强中 31 家签订战略合作协议		

数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

显性产品有品牌露出，房企注重品牌影响力。据MBA智库的精装房调研报告，消费者对精装房中的龙头、台盆、厨房三件套等的品牌情况更为重视。对于品牌外露的显性产品，房地产企业倾向于遵照消费者的偏好选择强品牌力的企业进行合作，这样做一方面可以提高住户的居住满意度，另一方面也可将精装配置的品牌作为卖点吸引潜在购房者。因此具有强品牌力的头部To B企业在获取地产商订单时占有一定优势，未来若有地产系资本入局，则有利于其进一步扩大在工程渠道的市场份额。

表 4：关于消费者对精装房功能空间重视程度的评价调研

区域	按照关注程度排序	备注
厅/房	地板 墙面 入户门 户内门、吊顶	较重视所用材质
卫生间	淋浴房 马桶、地面、墙面 台盆、龙头、浴霸 镜柜/储物柜	对于淋浴房、马桶、浴霸、镜柜等更重视功能 对于地面墙面处理更重视材质 对于龙头、台盆等 更重视品牌
厨房	厨房三件套（抽油烟机、燃气灶、消毒柜） 水槽龙头 地面、厨柜、地面	对厨房三件套 最重视品牌 对地面墙面处理更重视材质 对水槽龙头 更重视品牌

数据来源：MBA 智库、广发证券发展研究中心

（三）国家积极推行装配式建筑，有望催生出新一批高成长子行业

国家出台多项政策推动装配式建筑发展，装配式建筑渗透率提升路径有望复制 2017~2019 年的精装房比例提升路径。装配式建筑在施工周期、资源消耗、节能环保等方面占据先天优势，因此国家在环保趋严与人力成本增加的背景下积极出台多项推动装配式建筑发展。2016 年 2 月，国务院出台《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，提出要力争用 10 年时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。预计装配式建筑在国家的大力推广下，渗透率将会有进一步提升。技术、成本、消费者接受程度曾是装配式建筑的发展制约因素，但随着国家颁布装配式建筑行业标准与 BIM 技术（一种多维模型信息集成技术）出现、装配式建筑规模效应显现、国家大力宣传，未来上述制约因素问题会逐步得到解决。

表 5：2016年至今装配式建筑重要政策汇总

时间	机构	政策或会议名称	主要内容
2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.02	国务院	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	要坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.03	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》《装配式建筑示范城市管理办法》《装配式建筑产业基地管理办法》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上；培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，500 个以上装配式建筑示范工程，建设 30 个以上装配式建筑科技创新基地。
2018.03	住建部	《2018 年工作要点》	扩大绿色建筑强制推广范围，力争到今年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到 40%。
2019.03	住建部	《关于印发住建部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》	推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，推进钢结构于住宅建设试点。
2020.05	住建部	《2019 装配式建筑发展概况》	加快优化建筑技术体系，创新体制和机制，提高产业配套能力，建设更多装配式建筑示范工程项目，引领建筑业转型升级和高质量发展。

数据来源：国务院、住建部、广发建筑组、广发证券发展研究中心，来源报告：2020-06-08《建筑行业 2020 年中期策略：装配式产业链与基建产业链，在 β 中寻找 α 》

全国各省、市、自治区均已启动装配式建筑推进工作，从地产商及购房者两个层面给予优惠补贴。除台湾省外，全国 22 个省、5 个自治区、4 个直辖市均已有的装配式建筑补贴政策出台，具体补贴包括但不限于针对地产商的税率优惠、财政奖励、面积奖励，以及针对购房者的贷款额度上浮支持。为满足政策硬性要求，并有机会获得相关优惠奖励，地产开发商近年来推进装配式建筑的力度增强；此外对于浙江、黑龙江等区域的购房者来说，选择装配式住宅可获得最高 20% 上浮的公积金贷款额度，因此购房者选购装配式住宅的积极性也得以提高。

表 6：2019年全国各地出台装配式建筑补贴情况不完全统计

省份	补贴内容
北京	(1) 对于实施范围内的预制率达到50%以上、装配率达到70%以上的非政府投资项目予以 财政奖励 ； (2) 对于未在实施范围的非政府投资项目，凡自愿采用装配式建筑并符合实施标准的，按增量成本给予一定比例的财政奖励，同时给予实施项目不超过3%的 面积奖励 ； 增值税即征即退优惠 等。
天津	(1) 对采用建筑工业化方式建造的新建项目，达到一定装配率比例，给予 全额返还新型墙改基金、散水基金或专项资金奖励 ； (2) 实行 建筑面积奖励 ； (3) 增值税即征即退优惠 。
浙江	(1) 使用住房公积金贷款购买装配式建筑的商品房， 公积金贷款额度最高可上浮20% ； (2) 对于装配式建筑项目，施工企业缴纳的质量保证金以合同总价扣除预制构件总价作为基数乘以2%费率计取，建设单位缴纳的住宅物业保修金以物业建筑安装总造价扣除预制构件总价作为基数乘以2%费率计取； 容积率奖励 等。
黑龙江	(1) 土地保障，全省各级国土资源部门要 优先支持装配式建筑产业和示范项目用地 ； (2) 金融服务，使用住房公积金贷款购买已认定为装配式建筑项目的商品住房， 公积金贷款额度最高可上浮20% 。 (3) 招商优惠、科技扶持、财政奖补、税收优惠、行业支持 。

数据来源：《信息之窗：2019年全国各省装配式建筑补贴出炉》、广发证券发展研究中心

装配式建筑中集成卫生间得分值高，带动整装卫浴行业放量加速。国家发布的2018年《装配式建筑评价标准》规定，装配式建筑装配率不应低于50%，按照装配式建筑评分表，单靠主体结构与围护墙最多只能给到60分，内装部分占到评价标准的40%，若使用整装卫浴则可以得到6分（集成卫生间得分范围为3~6分，具体分值与卫生间干法施工比例有关。因整装卫浴基本全部使用干法施工，因此得到最高分值6分）。目前我国建筑主体结构的装配化率还处于较低水平，因此装配式装修是实现装配式建筑的重要条件，而整装卫浴是装配式装修的重要内容之一。故在政策驱动下，从前主要应用于长租公寓、酒店、保障性住房的整装卫浴也逐步拓展至住宅市场，相关公司的订单开始加快放量。

表 7：装配式建筑评分表

评价项	评价要求	评价分值（分）	最低分值（分）
主体结构 (50分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	20~30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	10~20*	-
围护墙和内隔墙 (20分)	非承重围护墙非砌筑	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	2~5*	-
	内隔墙非砌筑	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	2~5*	
装修和设备管线（30分）	全装修	6	6
	干式工法楼面、地面	6	-
	集成厨房	3~6*	
	集成卫生间	3~6*	
	管线分离	4~6*	

注：表中带“*”项的分值采用“内插法”计算，计算结果取小数点后1位

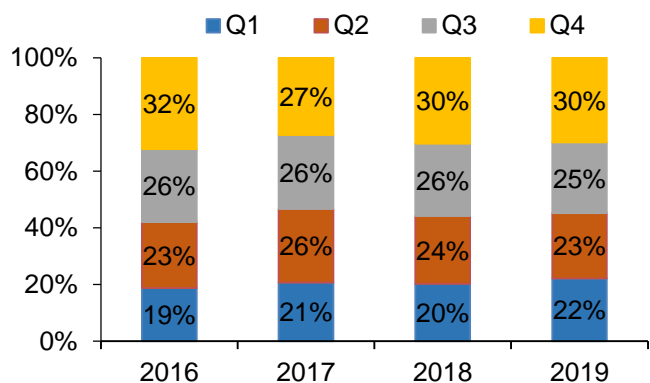
数据来源：《装配式建筑评价标准 GB/T51129-2017》、广发建筑组、广发证券发展研究中心，来源报告：2020-06-08《建筑行业2020年中期策略：装配式产业链与基建产业链，在β中寻找α》

三、零售越过山谷：6月回调不改基本面向好，竣工拐点向上提供行业 beta

（一）家居消费具有明显的季节波动，“订单行情”不可持续

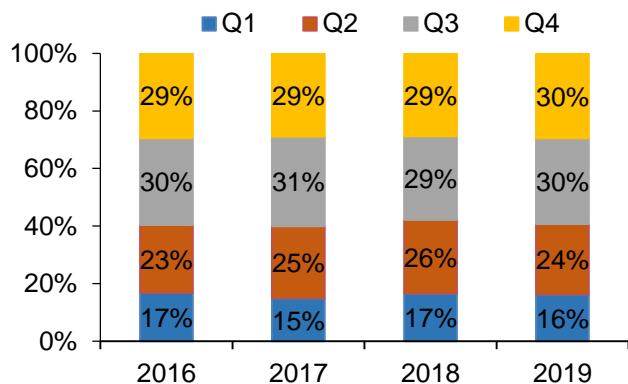
家居消费具有明显的季节性，下半年旺季属性明显。我们分别以软体和定制龙头，顾家家居和欧派家居为例发现：家具消费具有明显的淡旺季，下半年营收占比显著高于上半年，其中软体家具呈现出明显的逐季景气度提升，顾家家居2019年四个季度营收占比分别为22%/23%/25%/30%；定制家居下半年旺季属性强于软体家具，欧派家居2019H2营收占比为60%。

图 19：顾家家居近4年单季度营收占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 20：欧派家居近4年单季度营收占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

春节时间不确定+315、618节日大促，上半年单月订单波动较大。近5年里，2017年和2020年的春节时间较早，分别在1月28日和1月25日，其余年份的春节时间均在2月份。而自2018年开始，315和618日益成为家居企业营销的重头戏，而春节复工后至3月15日则是315营销蓄客的重要时期，蓄客时间的长短则在一定程度上决定了315活动的成功。因此，春节时间的先后会造成每年上半年单月订单增速的波动。2020年，受疫情影响，定制家居行业的线下服务终止，Q1上市定制企业营收均大幅下滑，其中欧派家居、索菲亚、尚品宅配分别下滑35.09%、35.58%、47.46%。而后随着疫情的逐渐缓解，全国逐渐解封的背景下，定制家居线下服务逐渐恢复，并且前期积累的需求逐步释放，预计4、5月份订单均大幅回暖。

表 8：近5年春节时间

年份	春节时间
2016	2月8日
2017	1月28日
2018	2月16日
2019	2月5日
2020	1月25日

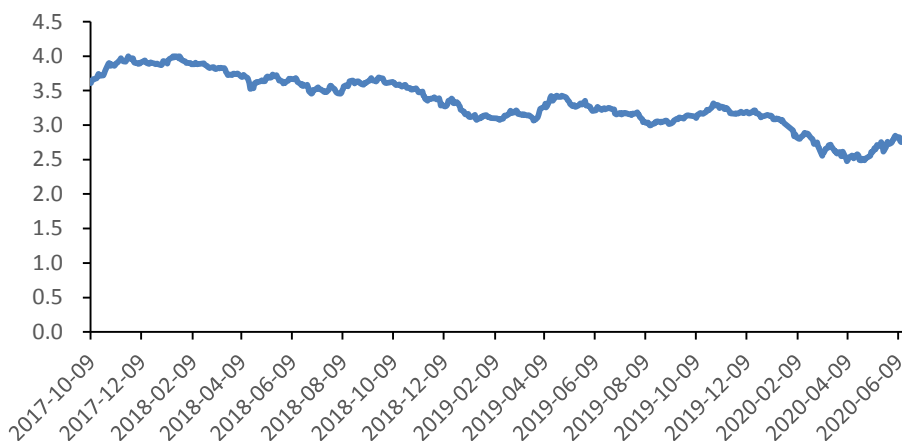
数据来源：日历网、广发证券发展研究中心

单月订单增速爆发，定制家居出现“订单行情”，但不可持续。自2018年开始，315逐渐成为上市定制家居企业营销重点，使得单月订单增速的爆发。2018年至今，每年上半年均会出现单月订单快速增长驱动股价上涨的“订单行情”，但单月订单情况不足以证明行业景气度提升以及后续订单增长的持续性，这也是此前“订单行情”无法持续的重要原因。

（二）重申竣工回暖提升家居行业景气度的判断

我们维持在2020年轻工制造行业投资策略《挖掘行业景气与政策拐点，追随精装竣工与集采趋势》中对于竣工回暖提升家居行业景气度的判断。2020年至今流动性整体宽松，目前十年期国债收益率为2.7543%（6月15日）。流动性宽松促使地产商融资情况好转，竣工资金相对充裕有望加快竣工。1-5月竣工受疫情影响较大，而地产商楼盘到期竣工目标实现在即，预计20Q3-Q4竣工将持续反弹。

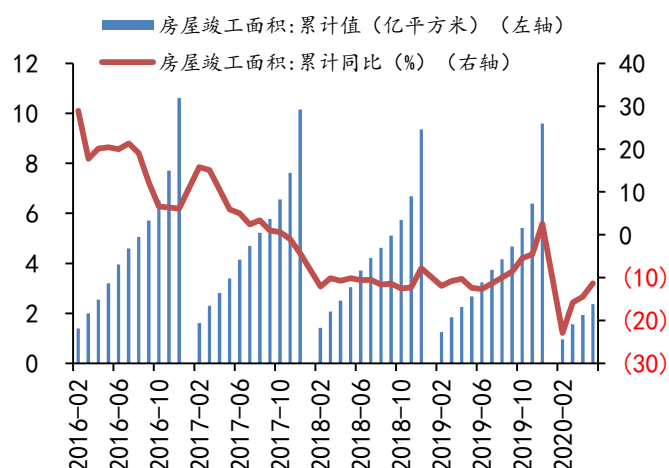
图 21：十年期国债到期收益率（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

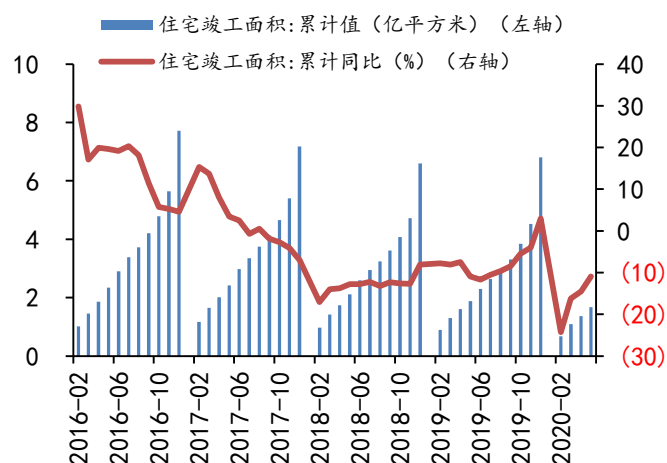
19Q2后竣工逐季回暖明显，20Q1疫情中断回暖，预计未来将延续回暖态势。
19Q2后房屋竣工面积与住宅竣工面积逐月改善明显。2019年房屋竣工面积达到9.59亿平方米，累计增速降幅持续缩窄并最终转正，实现同比增长2.6%。住宅竣工面积也呈现出相同趋势，2019年住宅竣工累计面积达到6.8亿平方米，同比增长3.0%。随后，回暖态势在20Q1受疫情影响中断。但2020年2-5月房屋竣工面积累计同比分别为-22.90%/-15.80%/-14.50%/-11.30%；住宅房屋竣工面积累计同比分别为-24.30%/-16.20%/-14.50%/-10.90%，逐月回暖态势显著。我们预计后续将延续回暖态势。

图 22：2016-2020年5月整体竣工面积及增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

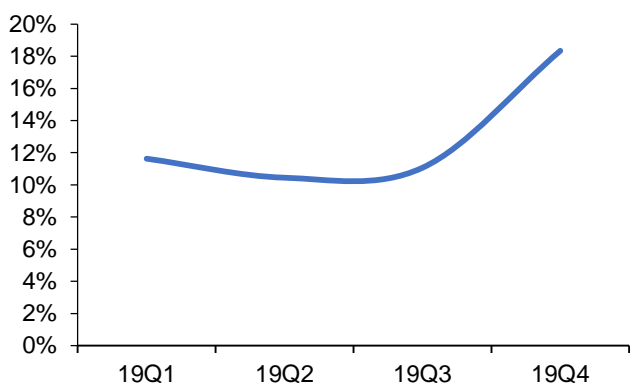
图 23：2016-2020年5月住宅竣工面积及增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

竣工回暖，家居行业景气度提升。受益于竣工回暖，上市家居公司营收增速呈现出Q2-Q4逐季回暖的态势。样本公司为欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客与志邦家居，19Q1-Q4平均单季度营收增速分别为11.63%、10.45%、11.06%、18.34%，自19Q2起，增速逐季加速趋势明显，与竣工增速表现相同。我们认为随着竣工的继续回暖，家居未来或将迎来连续四个季度的景气度提升（20Q3-21Q2），营收增速有望逐季加速。

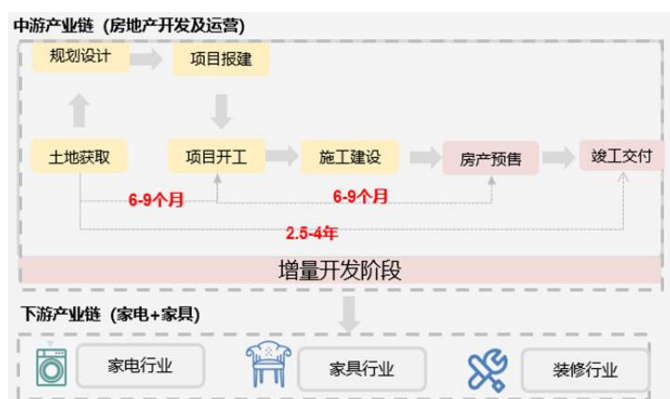
图 24：2019年样本上市家居公司平均单季度营收增速（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：样本公司为欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客与志邦家居

图 25：新房从竣工-交付-装修的流程节点



数据来源：wind、广发地产组、广发证券发展研究中心

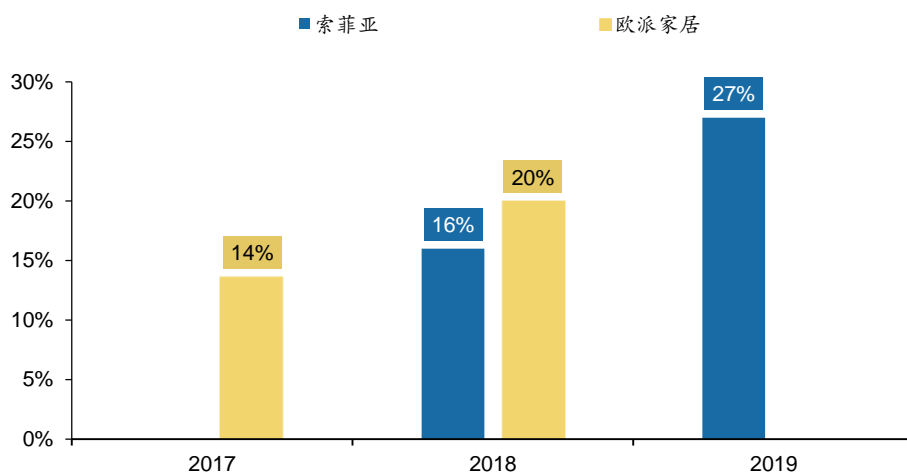
（三）精装零售赛道集中度有望快速提升，龙头获得超额增长 alpha

三重催化剂助力零售端集中度持续提升。家居卖场流量迁移背景下，消费场景正不可逆地向线上线下一体化转移。疫情冲击下，无论是家具大卖场、建材市场、亦或小型连锁家居商超，行业整体均受到不同程度的冲击。消费者流量聚集形式发生变化，线上线下一体化消费场景正在形成，头部卖场和家具品牌商线上营销引流

更为明显，将加速零售端份额向头部聚集。

对于头部品牌商来说，无论是电商渠道引流客户占比还是业绩占比，均有提升优势。根据公司年报披露，索菲亚2018-2019年电商引流客流占比从16%提升至27%；欧派家居通过早期布局电商渠道，近年来电商引流业绩占比稳步提升。

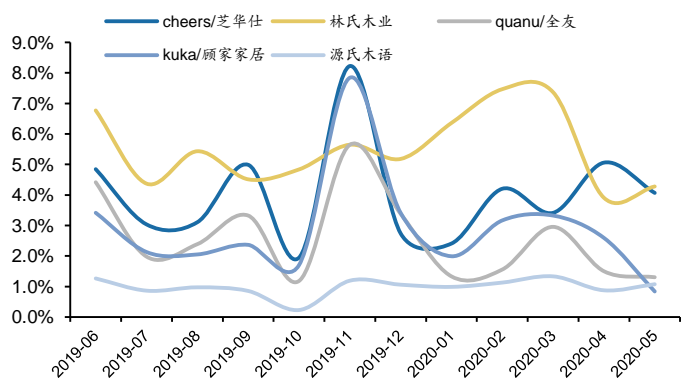
图 26：索菲亚电商引流客户占比及欧派家居电商引流业绩占比



数据来源：索菲亚年报、欧派家居年报、广发证券发展研究中心

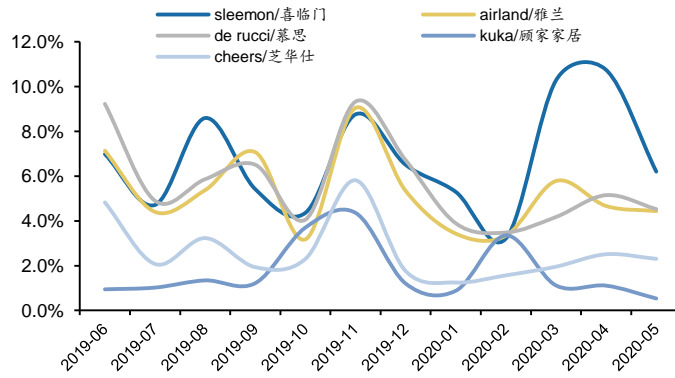
另一方面，家居市场线上格局较线下更为清晰，品牌优势明显。从阿里系全网家居销售额结构分布可以看出，沙发、床垫、整体橱柜、全屋定制几大主流家居市场线上格局均较明晰，沙发、床垫市场格局较为分散，但头部品牌市占率相对优势仍在。整体橱柜方面，欧派家居占据绝对主导地位，2020年5月销售额市占率约24%，其次为志邦家居，占比约为6%。全屋定制方面，2020年5月索菲亚、欧派家居分别以约12%、8%的市占率占据前两名，包括TATA木门和尚品宅配在内的前四家品牌商占比超过30%。

图 27：淘系平台沙发头部品牌商市占率变化



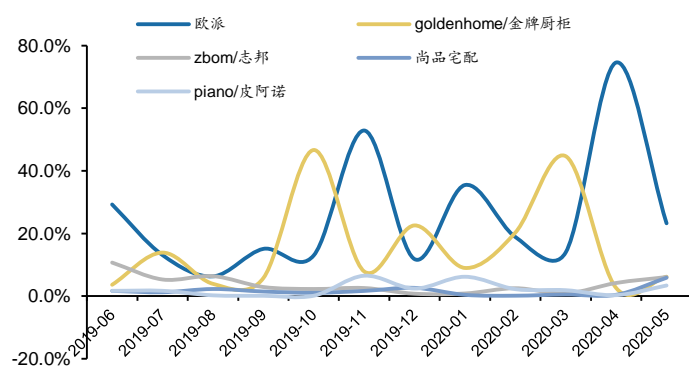
数据来源：淘数据、广发证券发展研究中心

图 28：淘系平台床垫头部品牌商市占率变化



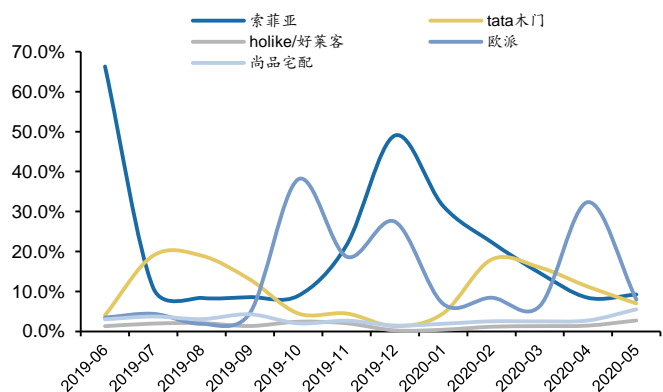
数据来源：淘数据、广发证券发展研究中心

图 29：淘系平台整体厨柜头部品牌商市占率变化



数据来源：淘数据、广发证券发展研究中心

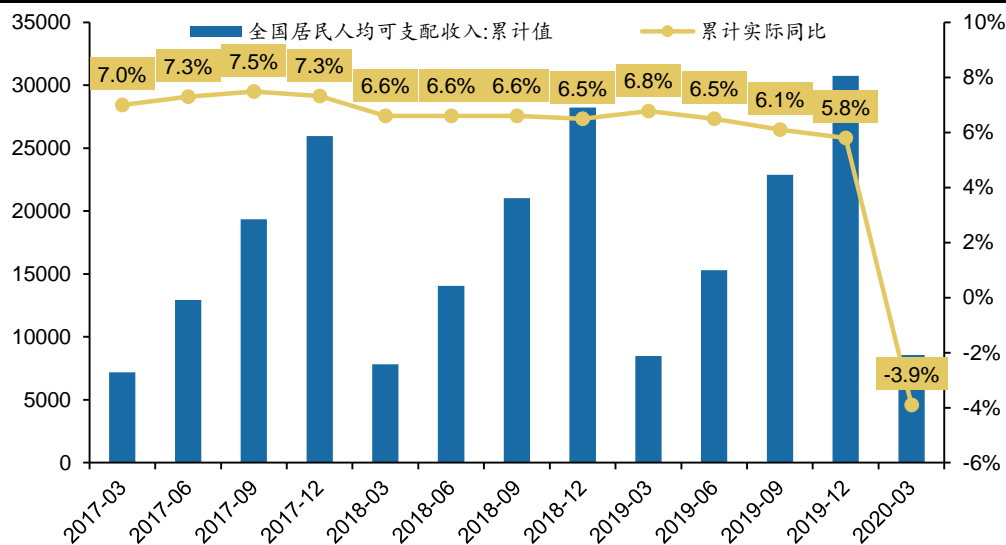
图 30：淘系平台全屋定制头部品牌商市占率变化



数据来源：淘数据、广发证券发展研究中心

疫情或增加中小企业现金流压力，头部品牌迎来市占率提升机遇。家居行业集中度较低，同时需求端变化多样，行业里中小型企业众多。在疫情背景下，对于经营业绩疲软，现金流管理出现问题的小微企业来说，可能会面临巨大压力与危机，头部企业凭借资金及规模优势，市占率很可能得到提升。但是整体来看，家居行业进入门槛不高，中小型企业的退出与进入往往维持一定动态平衡，拥有多方优势的头部品牌商市占率提升概率更大。

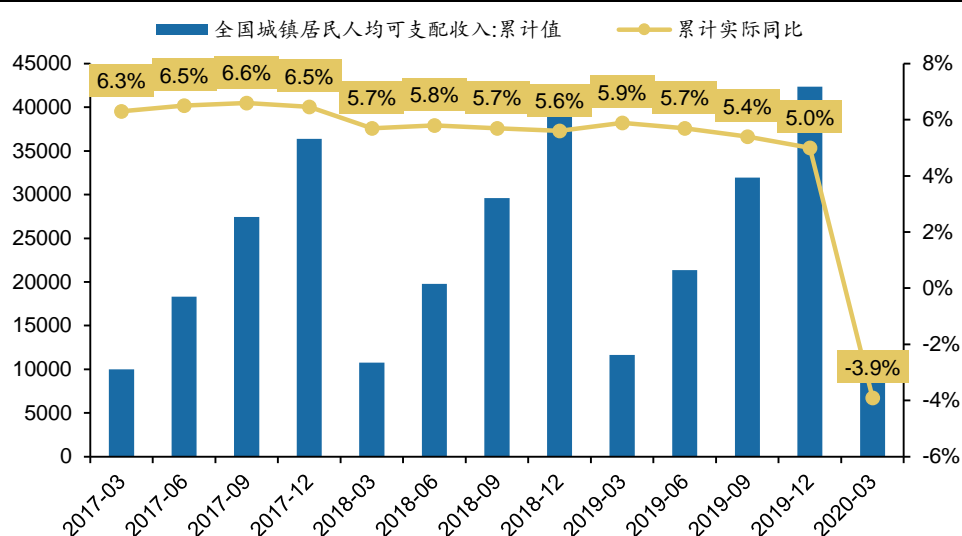
图 31：全国居民人均可支配收入（元）及同比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：累计实际同比已剔除价格因素

图 32: 全国城镇居民人均可支配收入(元)及同比



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 累计实际同比已剔除价格因素

线下渠道受阻，品牌商拥有迅速应对渠道变革的能力。疫情期间家居市场线下渠道几乎停滞，头部厂商在客流受阻情况下成本优势较中小企业并不十分明显。此时新获客渠道的开辟成为企业自救的重要能力。对于线上渠道获客引流，头部厂商通过资金、规模方面优势能迅速建立通道并带来转化，甚至大部分品牌商已经提前布局线上渠道建设。但中小企业则无法快速搭建线上渠道，其市场份额极易在渠道变革的压力下进一步收缩。

表 9：家居上市公司线上获客渠道对比

公司	线上获客渠道情况
顾家家居	2012 年顾家家居开始参与天猫电商，2012 年“双十一”期间，顾家以单日 6500 万战绩位列家居品类前二甲。2013 年，顾家家居尝试线上线下一体化，邀请线上的消费者到线下体验店体验，线上接单线下服务的方式让消费者得到快速的服务，通过线下经销商的渠道来进行送货和安装。2017 年 11 月顾家家居“狂欢购物季第二季”成功举办，成为天猫双 11 全品类排行第 14 位，连续 7 年蝉联天猫双 11 软体家具行业第一。2018 年和 2019 年连续两年顾家家居冠名“天猫双 11 狂欢夜”。
敏华控股	2011 年，芝华士试水电商，在天猫开设沙发旗舰店。2014 年 6 月，芝华仕等八家品牌联合成立中国家具电商联盟，旨在资源共享、制定行业标准等。2015 年，芝华仕沙发旗舰店参与天猫双十一，成交额破 7000 万。2018 年与天猫、分众传媒达成新零售转型合作；2018 年双十一，芝华仕布局全品类软体大家居矩阵，销售额破 3.5 亿，斩获多个品类第一。
梦百合	2017 年，梦百合在多家第三方电商平台开设平台直营店。
喜临门	2013 年开始布局电商。2015 年，喜临门以智能家居接轨“互联网+”。2017 年，入驻苏宁自营旗舰店；在自主品牌方面通过渠道自营、代理和分销的方式开拓新的网络销售渠道，产品在天猫、京东、苏宁易购、亚马逊等大型线上购物平台均有销售。2018 年首次参与京东双十一活动，并与京东合作尝试“无界零售”。2020 年开春，喜临门在多平台发力，通过直播引流。
尚品宅配	2007 年尚品宅配旗下的新居网成立，定位于网上直销平台。2009 年转型为尚品宅配垂直电商。2013 年 4 月，尚品宅配将目光瞄准“宅家”人群，开始在写字楼布局线下体验店。2018 年开始，尚品宅配着手布局 MCN 模式，孵化、签约了 300 个家居类达人，打造了“设计师阿爽”“wuli 设计姐”等网红矩阵，累计收获 1.2 亿粉丝。
索菲亚	2013 年 12 月，电子商务部成立，并在 2014 年的双十一以 O2O 会场超 1.8 亿的销售额一战成名，“全屋定制”在天猫双十一崭露头角。2016 年，索菲亚以 2.4 亿的战绩夺得 2016 年双十一全屋定制品类冠军。2017 年，与天猫合作的智慧门店打通线上线下，布局 O2O，转型新零售模式。2020 年 3 月，联合人气主播薇娅试水网红直播间带货，达成 17 分钟近 1.8 亿。
欧派家居	2014 年开始在线下客流不足的情况下寻求网络、电商推广，成立独立电商运营部门；2016 年开始发力电商平台，推出自营官方商城；2017 年开始与天猫新零售协作筹备新零售模式改革；2018 年完成线下 1500 家智慧终端门店的激活，尝试提高转化率。2018 年欧派家居电商联合推广 490 场，全年电商引流业绩销售占比达 20%。
志邦家居	2012 年志邦厨柜建立电子商务部，试水天猫等电商平台。2013 年志邦厨柜建立了自主官方网络商城。2019 年 5 月，志邦家居试水线上直播抢购模式，以家居+直播+电商的新模式打破传统促销方式，实现了线上远程下单，线下实体店面转单。2019 年，公司持续推广“U 客”平台软件的使用，实现一个入口，二个终端和九大赋能的加盟商门店数字化运营模式，并整合线上社群、拼团、直播等模式实现线上客户精准导入。公司独创“全民经纪人”营销模式，利用线上粉丝进行裂变。

数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

行业马太效应逐步加剧，精装市场集中度趋势不改，看好品牌力突出的头部企业。一方面，精装市场地产商选定的核心供应商只有 3-5 家，对中小企业来说入局门槛较高，工程业务中的规模成本优势、批量服务能力、高效供应链体系均不是短期内能形成的护城河。从地产系资本入局动向也可印证，头部品牌商更容易获得资金从而与地产企业形成供应链层面的深度绑定。另一方面，疫情期间全产业链的停摆对生产端企业造成巨大现金流压力，尽管政府及行业均从不同程度给予各类企业一定援助，但较长的时间跨度仍将加速一批受资金限制的中小竞争对手淘汰出局。

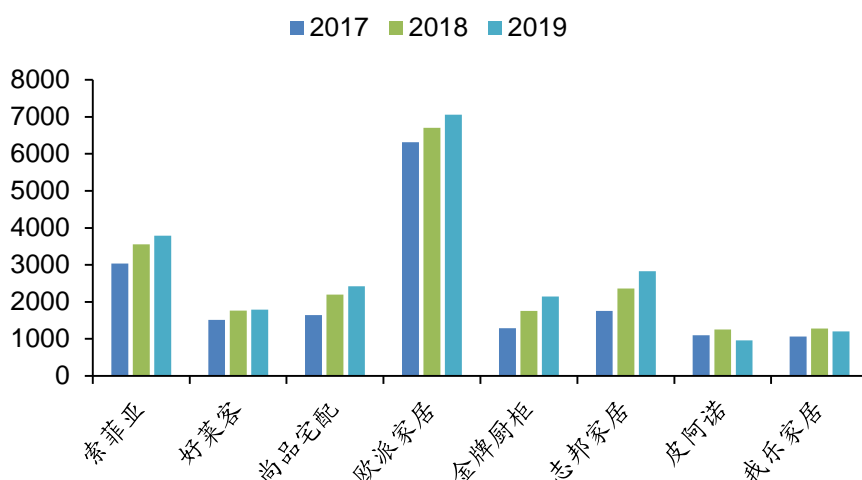
家具企业多数资产较重，现金流天然成为企业较为薄弱的一环，叠加疫情前期影响几乎阻断线下客流、交通运力停摆等问题则雪上加霜，中小企业现金结算周期、供货交付周期均变长，同时销售额显著下降，导致行业格局马太效应加剧。ToC 零售市场头部品牌企业仍具备较大比较优势，定制企业无论是延续 B 端优势至小 B 业务还是本身线上+线下引流获客能力均可圈可点。同时软体家居额外外销回暖，零售端品牌龙头有望获得更大市占率，持续看好品牌力突出的家居龙头，如顾家家居、敏华控股、欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居等。

四、外资入局有望助力家居龙头与国际逐步接轨，竞争格局明朗，有望带动板块估值向上重估

（一）渠道竞争仍是核心，存量竞争集中度有望提升

渠道红利继续消退，渗透率难一蹴而就。截止至2019年年报，家具龙头企业欧派家居、索菲亚、顾家家居分别拥有门店7062家、3789家、4518家（自主品牌门店），增量渠道空间进一步缩小。在目前上市企业渠道红利逐渐消失的背景下，一二三线城市市占率提升取代渗透率成为龙头成长主逻辑，四五六线城市渗透率有空间，但受限于居民对品牌的认知程度，以及可支配收入水平的差异，难以一蹴而就。

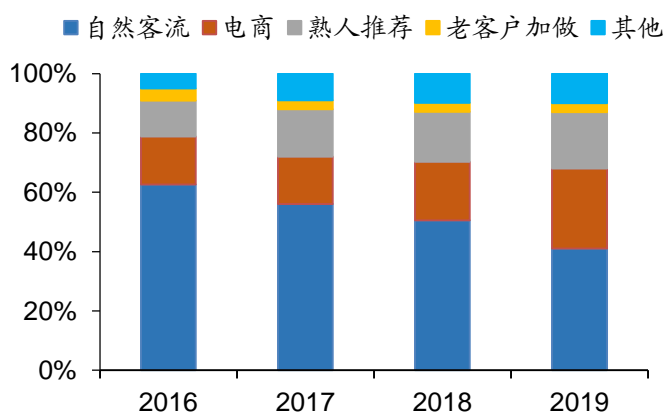
图 33：2017-2019年定制家居品牌门店数量（家）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

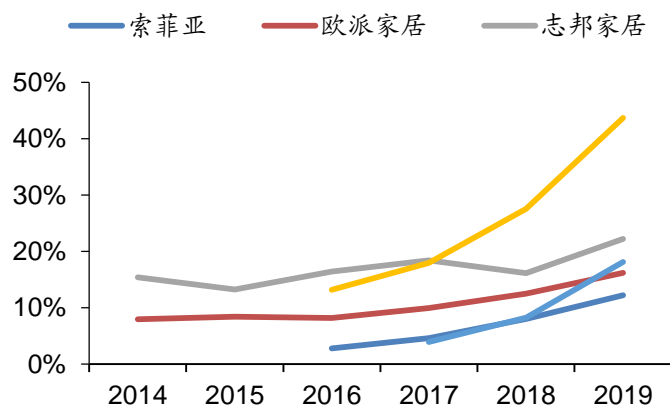
客流分化明显，电商+老带新或将提升行业集中度。过去家居行业主要客流来源为自然客流，而随着客流碎片化，电商、老带新等客流比重提升。以索菲亚为例，2019年索菲亚自然客流占比41%，较2018年下降10pct。与此同时，电商占比上升，2019年电商占比27%，比2018年上升7pct；熟人推荐占比提升2pct至19%。老带新与电商客流提升将有助于头部厂商扩大品牌与口碑优势，行业集中度或将提升。

图 34：2016-2019年索菲亚客流类型占比



数据来源：索菲亚官方公众号，广发证券发展研究中心

图 35：2014-2019年上市家居品牌大宗业务比重



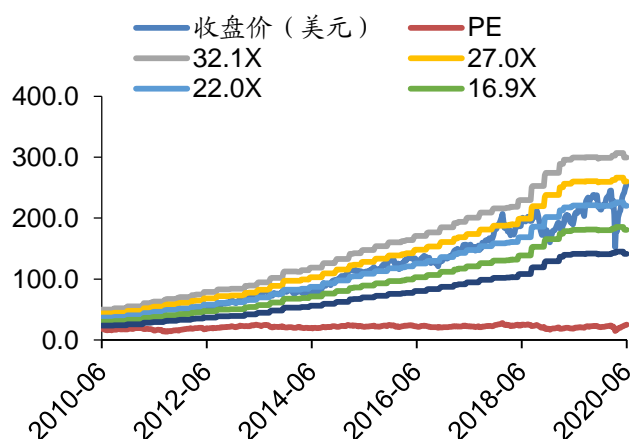
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

零售渠道效率提升可以让产品以更高效低价的方式触达消费者，这是现阶段进一步提升市占率的核心手段。流量的分散化代表部分消费者对原有传统卖场提供的服务和价格的不满。其中加价率高可以通过优化渠道效率来解决，一方面要布局更有效率的渠道，例如整装、大宗、电商等渠道，更低的加价率代表着更高的渠道传导效率；另一方面要提升原有传统卖场渠道效率。因此可在原有传统渠道进一步争夺同价格带小品牌竞争对手市场空间，并在更多层次的渠道压制地方大厂竞争对手，同时使得终端价格进一步向地方小厂靠拢，提升行业集中度。进一步展望，在渠道效率提升基础上，优化服务效率、显性产品质量有望带动定制家具集中度提升进入第三阶段。当供应链效率和渠道效率足够高，价格距离小厂终端价格更近时，预计三线品牌和地方大厂生存已经艰难，此时头部品牌可以运用市场影响力通过营销活动将服务显性化和质量优势前置，降维打击小厂，通过突出板材、五金产品质量，标准化服务流程等方面深化与小厂产品间差异。因此未来头部品牌的优势将持续强化，行业集中度提升。

（二）竞争格局优化背景下，景气度回暖，龙头 PE 估值水平或将重估

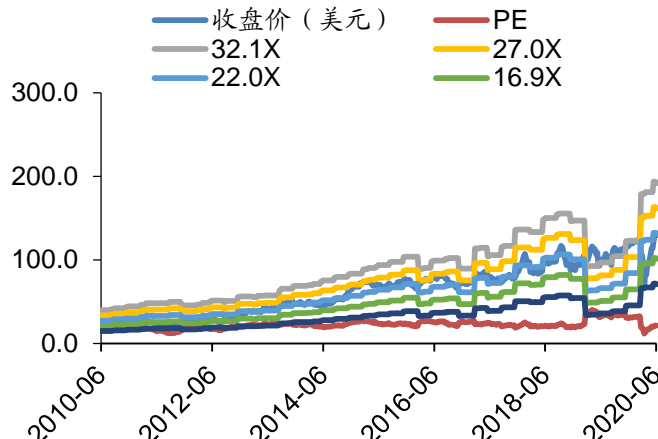
海外家居龙头 PE 估值中枢为 20X+，且维持稳定。家得宝 (Home Depot, HD.N) 与劳氏公司 (Lowes, LOW.N) 为全球知名的家居建材装饰用品零售商，过去十年其估值中枢均大约为 22X 左右，并维持稳定。

图 36：家得宝 (HD.N) 近 10 年 PE-band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

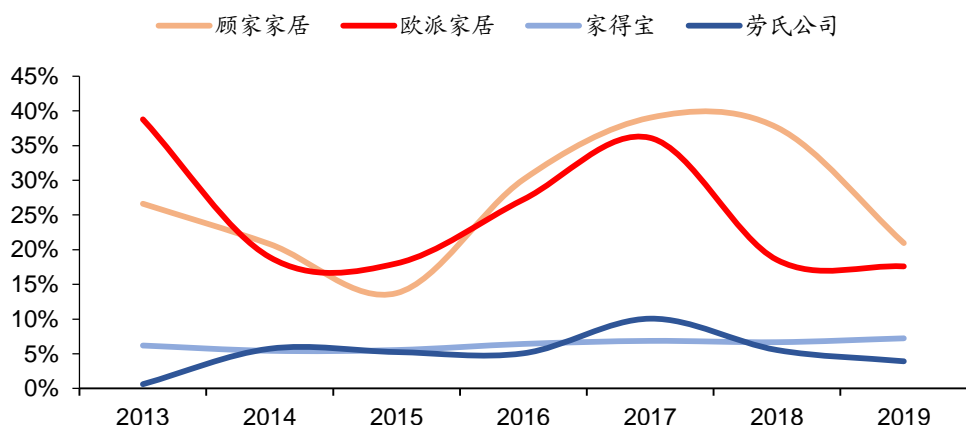
图 37：劳氏公司 (LOW.N) 近 10 年 PE-band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

国内家具龙头厂成长性更强。海外家居市场竞争格局稳定，市场增速较缓，2013-2019 年家得宝与劳氏公司的营收 CAGR 分别为 7.43%、6.02%；而同期顾家家居与欧派家居营收 CAGR 分别为 31.78%、29.43%，国内家具龙头增速远快于海外龙头。

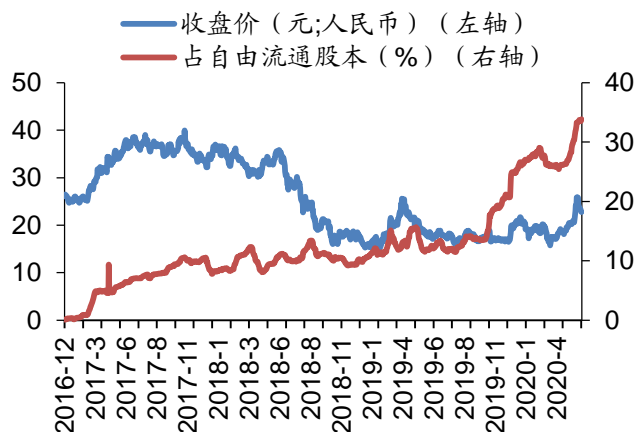
图 38: 国内家居龙头营收增速快于海外



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

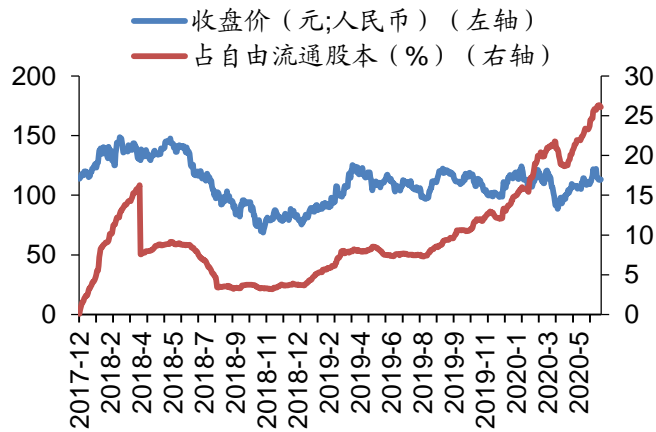
索菲亚、欧派家居等公司海外持股比例提升, 行业景气度提升背景下, 国内家居龙头具有更强成长性, 叠加竞争格局优化, 未来龙头估值有望抬升。近年来, 欧派家居、索菲亚外资持股比例持续提升, 截止2020年6月8日, 欧派家居和索菲亚沪股通持股占自有流通股本比例分别达 26.08%、33.52%, 均为历史新高。我们认为国内家居龙头成长空间大, 随着行业集中度的提升, 未来估值有望抬升。

图 39: 2016年底至2020年6月9日索菲亚收盘价与沪港股通持股比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 2017年底至2020年6月9日欧派家居收盘价与沪港股通持股比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、核心标的

重点看好软体家居龙头顾家家居、敏华控股：（1）受精装渗透率影响较小，能维持C端优势；（2）沙发行业双寡头格局稳定；（3）家居外销5月开始回暖迹象陆续显现。从我国家具出口以及美国软体家具进口情况来看，从，后续出口订单降幅逐步收窄也有望贡献业绩弹性，2020H1有望内外销同时回暖，但海外贸易格局仍存在不确定性。在板块性行情下，看好**欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居**等定制龙头业绩切换机会。

顾家家居：看好公司战略升级：（1）全屋化产品布局助力公司向综合家居运营商转型；（2）“1+N+X”渠道布局初步实现，加快中低端系列渠道拓展；（3）海外生产与研发基地助力国际化布局，原材料价格回落助力盈利水平稳定；（4）零售业务持续转型，区域零售中心实现经营重心下移。内外销行业基本面向好，国内沙发行业竞争格局稳定，公司作为行业龙头，有望充分受益于基本面向好以及外资认可度的提升，预计公司2020-2022 年归母净利润分别为13.6、15.7、17.9亿元（YoY:17.2%、15.3%、14.2%），当2020H2行业景气度向上确定时，叠加估值向2021年切换，助力公司估值水平进一步抬升。

敏华控股：自2020财年上半年开始，外销订单逐步转移至越南，订单逐步回升，同时内销收入增长转好。展望内销市场后续：（1）国内房地产竣工数据好转，软体需求景气度有望持续回暖；（2）针对分化的市场需求，公司将品牌矩阵重新划分，如推出意斯特子品牌来针对国内高端市场；（3）产品方面，公司推出欧式沙发，规格小型化、配色年轻化、外观更美观；（4）打通电商渠道，线上线下一体化，电商高增带动内销高增。叠加上一财年内销低基数，看好公司2020财年内销的增长态势。预计公司2021~2022财年的归母净利润为18.0、21.0亿港元，鉴于公司内销自主品牌占比提升、且增长态势良好，相比于过去以代工为主的商业模式理应给予估值溢价。

欧派家居：强大的渠道、产品、品牌助力市占率持续提升。截止2019年年底欧派家居拥有7062家线下门店，其经销商在欧派优秀的企业文化带领下已成为行业最优秀的经销商团体之一。同时，欧派家居的品牌影响力与产品多元化均领先行业。我们认为公司将持续扩大其在定制行业的龙头优势，市占率持续提升。我们认为在行业景气度提升的背景下，欧派家居将持续快于行业增速，预计20-22年EPS分别为4.82、5.51、6.25元，对应增速分别为10.1%、14.3%、13.4%。

索菲亚：公司积极应对流量碎片化趋势，在整装与工程渠道快速拓展，并在电商、直播电商等新兴渠道探索新模式。品类上，公司司米橱柜占比提升，家具家品、木门等品类持续开拓；衣柜品类中，中高端的康纯板产品占比提升明显，推升客单价增长。我们看好公司大家居领域的布局，在行业景气度回暖的大背景下，依托强大的供应链与经销商团队，预计业绩将持续回暖。预计公司20-22年分别实现营收82、91、100亿元，归母净利润12、14、15亿元。

尚品宅配：深耕零售，持续创新。尚品宅配依托其在软件设计领域的优势，打造了从产品设计、生产制造到客户服务完整的服务链条，满足消费者的个性化需求。在疫情期间，公司围绕“新模式+科技大基建”的发展策略开展工作，根据公司2020年一季报，其线上获尺已恢复到去年一季度的同等水平，线上带来的实际量尺数同

比增长20%，量尺成本同比下降27%，其中3月份的实际量尺数同比增长46%，量尺成本同比下降36%。公司持续创新，利用多手段发掘拥有流量红利的平台吸引更多的潜在客户，获得更多的量尺数。公司是最具互联网思维的定制企业之一，深耕零售市场，并且打造家装互联网平台整装云，向前切入家装市场，长期成长性强。预计公司20-22年分别实现营收78、87、97亿元，归母净利润5、6、7亿元。

志邦家居：看好公司未来产品渠道多维度推进，加大对经销商赋能，双品牌策略扩大影响力，大宗业务实力强劲助力收入稳健增长，盈利水平随大宗客户结构调整、工厂成本优化、木门产能达产而持续向好。预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.7、4.2、4.9亿元（YoY+12.1%，14.3%，15.5%），公司2019年中高层管理架构调整完毕，同时推出股权激励计划，经营团队凝聚力强，2020年零售端经销商补贴、直播赋能显著，全年有望叠加2019年低基数持续向好。

持续推荐ToB具有优势的公司，看好在品牌、渠道、资金和管理上的龙头品牌，如**海鸥住工**、**江山欧派**、**帝欧家居**、**皮阿诺**等。

海鸥住工：中国的整装卫浴从长租公寓、保障性住房、酒店起步，后续逐渐拓展至住宅项目，伴随消费者对整装卫浴接受程度的不断提升、国家装配式建筑政策推动与精装修渗透率提升三重因素推进，未来我国整装卫浴市场规模将持续攀升。海鸥住工头部客户资源丰富，已覆盖成为龙湖地产、越秀地产、万科地产等地产公司的战略集采供应商；且公司产能布局完善，在苏州、青岛、浙江（在建）均布局有产能基地，设计产能超20万套；此外，近年来海鸥住工持续投入资源布局新业务，公司全链条生产能力不断增强。预计公司2020~2022年归母净利润分别为1.69、2.30、3.01亿元（YoY:28.9%、36.2%、30.8%）。受到整装卫浴快速放量影响，海鸥住工2021年业绩增速加快；且公司凭借上述三大优势有望提升在整装卫浴市场的占有率水平，估值水平有进一步抬升空间。

江山欧派：行业实际竣工向好助力公司大宗业务维持增速，聚焦大客户的同时（中国恒大、万科（000002.SZ）、保利地产），持续拓展优质房企客户，进一步打开收入增长空间。加大研发投入，优化采购体系，提升生产效率使得公司盈利水平保持稳定。新增产能持续投放打破产能瓶颈，运营效率提升，助力公司未来2年ROE有望持续向好。预计公司2020~2022年归母净利润分别为3.7、5.1、7.1亿元（YoY:42.9%、37.2%、37.6%）。江山欧派在工程端的竞争对手主要是中小型木门企，公司在生产效率、产能等方面优势明显，未来市占率有进一步提升空间。参考江山欧派2021年30%+的业绩高增速及木门行业相较于瓷砖等行业竞争格局更优，估值水平有进一步抬升空间。

帝欧家居：精装之势助力帝欧市占率持续提升，平台之力打开瓷砖卫浴协同发展空间。瓷砖方面，精装潮加剧瓷砖B端市场竞争态势，帝欧作为龙头企业B端优势明显，公司把握精装窗口期引入原大地产客户碧桂园作为战略投资者，存量大客户份额持续增长；同时加速开拓腰部地产客户，市占率持续稳步提升。另一方面帝欧零售业务加速渠道网点布局，不断赋能经销商开拓小B业务，将工程端优势向零售端过渡，双轮驱动布局未来成长空间。卫浴方面，帝欧家居定位中高端陶瓷墙地砖企业，瓷砖+卫浴整合后，卫浴业务借瓷砖渠道快速切入B端市场，未来持续放量可期。预计公司2020~2022年归母净利润分别为7.06、8.55、10.25亿元（YoY:24.7%、

21.1%、19.9%)。碧桂园创投入股帝欧家居，未来公司基本面有望凭借获得订单倾斜、账期支持等因素得到改善，带动公司估值水平进一步提升。

皮阿诺：零售全面升级，大宗、零售平衡发展。零售方面，公司以“超级收纳”为清晰卖点，更迭终端门店、品牌形象，推动零售渠道全面升级；大宗方面，公司持续培育核心客户、拓展工程代理商，工程收入占比不断提升。预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 17.65、22.03、27.20 亿元，归母净利润分别为 2.20、2.71、3.34 亿元（YoY：25.6%、23.3%、23.1%）。

六、风险提示

全球疫情出现反复导致需求延后；房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧；海外贸易格局存在不确定性。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。
- 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。
- 张兆函：高级研究员，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。