

竣工与精装红利释放，全年工装渠道确定性强

——竣工链家居专题研究报告

行业深度

● 家居行业：总体进入稳定期，地产后周期属性显著

我国家具行业经历了手作、规模化成品生产、柔性化定制生产三大阶段。消费升级与城镇化驱动行业成长，2017 年家具制造业实现营收 8787.88 亿元，产量 8.07 亿件。家具行业处地产行业下游，景气度与地产销售波动存在 6-30 个月时滞。2016 年地产调控政策收紧，家具行业发展即进入低迷期；2019Q4 起，竣工回暖有望带动 2020 年内形成交房高峰，提振家具消费需求。

● 发展趋势：政策加持，B 端工程市场前景广阔

2002 年起，国家着力推动全装修发展，精装房低成本、环保好的特点深受消费者与地产开发商青睐。2019 年，精装房开盘套数增至 319 万套，渗透率达 32%，但相比于发达国家仍有增长空间。精装配套品中，建材、厨卫部品配套率均在 90% 以上，龙头企业构筑品牌与产能壁垒，领先布局 B 端的企业中长期内将受益精装红利加速释放业绩。

● 细分市场：工程渠道端，龙头品牌溢价构筑核心壁垒，中长期优势突出

1) 建材家居：据预测，2016-2021 年，瓷砖、木地板与户内门在工程渠道的市场总规模将由 239.67 亿元增加至 1131.33 亿元，CAGR 达 29.52%，其中，地板市场规模最大，2021 年预计达 592.10 亿元，其次是瓷砖与木门。

2) 定制家居：据测算，2021 年市场总规模将达到 705.61 亿元，其中，定制厨柜预计 496.69 亿元，定制衣柜预计 208.92 亿元。定制衣柜大宗业务渠道仍处起步阶段，销售模式仍以经销零售渠道为主，但受益于精装市场扩容与消费升级的转变，定制衣柜大宗渠道有望进一步增长。

● 投资策略：竣工与精装驱动，精选市场份额有显著提升空间的公司

竣工回暖与精装红利释放驱动工程业务高增长，重点布局两大方向。一是建材家居处家装产业链前端，需求复苏先于定制品类，工程业务布局领先的企业市占有望继续提升，受益标的为帝欧家居、蒙娜丽莎、大亚圣象、江山欧派；二是龙头定制家居受益高品牌溢价、品类齐全与大家居策略、B 端与 C 端双轮驱动有望实现多点开花，重点推荐欧派家居；其它受益标的为志邦家居、金牌厨柜、好莱客。

● 风险提示：地产调控风险；业绩不达预期；原材料价格波动；竞争加剧

重点公司财务及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002798.SZ	帝欧家居	149.90	16.42%	1.49	1.82	2.28	18.00	21.19	16.89
002918.SZ	蒙娜丽莎	133.91	15.82%	1.08	1.36	1.75	20.21	24.25	18.89
000910.SZ	大亚圣象	87.37	15.32%	1.30	1.35	1.46	10.32	11.73	10.79
603208.SH	江山欧派	134.56	21.69%	3.23	4.57	6.04	18.34	36.47	27.59
603833.SH	*欧派家居	513.11	21.49%	4.38	4.95	5.87	25.40	24.67	20.80
603801.SH	志邦家居	70.84	17.33%	1.49	1.67	1.97	17.20	18.96	16.11
603180.SH	金牌厨柜	52.67	22.11%	3.66	2.97	3.49	20.13	18.71	15.90
603898.SH	好莱客	50.47	15.00%	1.16	1.23	1.36	15.02	13.23	11.98

资料来源：Wind，新时代证券研究所，（带*为已覆盖标的，其余公司均采用 wind 一致预期，数据截至 2020.6.1）

推荐（维持评级）

赵汐雯（分析师）

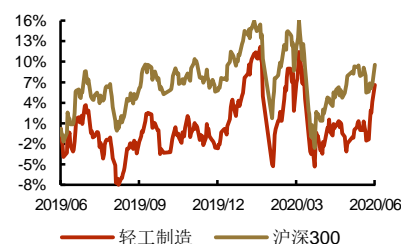
zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

行业主要数据

项目	现价	3 个月涨跌
产品价格		
行业主要指标	家居市场空间	
	精装房渗透率	
	部品配置率	

行业指数一年走势



相关报告

《布局受益竣工景气升温的家居产业链，关注造纸工业需求改善》2020-05-24

《Q2 重点布局可选家具赛道，把握必选边际改善的领域》2020-05-24

《消费与地产持续修复，Q2 重点布局优质家具龙头》2020-05-16

《政策效应逐步体现，消费复苏布局内需家具板块》2020-05-09

《后疫情时代，聚焦地产后周期修复，重点关注家具边际改善》2020-05-06

投资要件

研究背景

1) 地产竣工修复，短期内有望提振家居消费与投资者情绪。2016-2018 年为住宅商品房销售高峰期，近三年来竣工数据连续三年下滑，竣工缺口较大。2019Q3 开始，房屋竣工回暖趋势明显，但受今年初新冠疫情影响趋势有所中断。3 月起，住宅竣工与销售同步好转，参照建设周期一般 2 年左右，预计 2020Q2 开始将出现交房小高峰并大概率延续至明年上半年。此外，一季度延迟的需求叠加二三季度传统家装旺季需求共同释放，竣工回暖、精装房红利与需求改善的逻辑得到验证。

2) 龙头地产商碧桂园战略入股多家建材家居公司，产业链赋能形成短期催化。近两月来，碧桂园合计耗资 14.15 亿元陆续入股其主要供应商帝欧家居、蒙娜丽莎与惠达卫浴，进一步深化业务合作。精装趋势下龙头地产商与优质家居企业绑定或将成为大趋势。一方面，家居公司可利用投资优化产能与渠道布局，并通过开发商平台完成 B 端客户引流，实现工装渠道机制理顺并优化资金链与账期压力；另一方面，开发商整合下游产业链能够降低集采谈判成本，实现最大化协同。

我们区别于市场的观点

市场有担忧认为，家居工程端高增长无法延续：

我们判断，在全装修政策利好背景下，地产精装项目将持续放量，且对标欧美发达国家 80% 以上的全装修渗透率，精装市场扩成为必然趋势，二三四线城市渐成主力发展区域，中长期内为家居企业工程大宗业务创造发展机遇。同时，工程供货具有批量集采特征，地产开发企业对合作供应商的品牌品质、规模生产、资金周转、交付响应能力等均提出更高要求，中小企业切入工装赛道难度相对更高，行业洗牌驱动家居龙头份额提升。

投资观点

2020 年初，疫情推迟复工复产，不改家居行业地产竣工逻辑与精装政策红利持续释放，催化工程业务渠道扩容，重点关注两大方向：

1) 建材家居：建材装修入场时间较早，领先受益交房高峰，精装渗透率提升中长期利好渠道优势显著、尤其是工程渠道占比较高的公司。受益标的为 B 端与 C 端双向发力的瓷砖龙头**蒙娜丽莎**、**帝欧家居**；品牌优势显著、绿色产业链保品质的木地板、人造板龙头**大亚圣象**；生产力增强、产品结构优化的户内门龙头**江山欧派**。

2) 定制家居：消费升级叠加竣工回暖短期内拉动消费需求，提升订单实际转化率，品牌认可度高、产品矩阵丰富、渠道布局多元的龙头企业具备核心优势。重点推荐多品类、全渠道、引领大家居变革的**欧派家居**；其它受益标的为率先布局大宗橱柜、品类持续拓展的**志邦家居**；整体橱柜技术领先者**金牌厨柜**；产品升级、深度融合大家居的**好莱客**。

投资风险

1) 房地产市场调控风险；2) 业绩不达预期；3) 原材料价格波动；4) 市场竞争加剧。

目 录

1、家居行业分析.....	6
1.1、概述：行业进入稳增长，营收与零售额增速趋缓.....	6
1.2、属性：历史规律验证家居行业地产后周期特征明显.....	7
2、竣工产业链下，B端家居市场前景广阔.....	9
2.1、政策保驾护航，全面推动精装房建设.....	9
2.1.1、国家引导精装房市场放开，渗透率仍在提升.....	9
2.1.2、精装房市场现状：维持中高速增长，腰部房企有望成为新增长动力.....	10
2.2、短期竣工提振需求，中长期受益精装房红利释放.....	12
2.2.1、竣工产业链逐步兑现，景气度回升.....	12
2.2.2、建材型家居企业增速基本同步于竣工，定制企业存在一定滞后.....	14
2.2.3、精装渗透率、部品配套率提升将直接拉动B端业务放量.....	16
3、龙头品牌构筑壁垒，竞争优势凸显.....	19
3.1、建材家居：预计到2021年，市场规模或将超千亿.....	19
3.1.1、竣工与交房好转下，建材家居市场景气度有望回升.....	19
3.1.2、代表企业分析.....	21
3.2、定制家居：行业发展必然趋势，集中度仍在提升.....	23
3.2.1、与海外市场相比，定制家居行业渗透率持续增加.....	23
3.2.2、代表企业分析.....	25
4、家居板块估值：短期受竣工与事件催化抬升.....	28
5、投资策略：竣工驱动，优选市占率有显著提升空间的公司.....	28
6、风险提示.....	29

图表目录

图 1：2018 年开始，家具制造业营收出现明显滑坡.....	6
图 2：2017 年开始，家具制造业亏损企业数持续攀升.....	6
图 3：家具制造业利润增速放缓.....	6
图 4：家具制造规模以上中小企业经营承压.....	6
图 5：2019 年家具产量开始回暖.....	7
图 6：2018 年开始，家具零售额明显下降.....	7
图 7：房地产中下游产业链.....	7
图 8：家具销售滞后于住宅销售 6-30 个月.....	7
图 9：家具板块波动与房地产政策颁布具有高度一致性.....	8
图 10：2015 年开始，住宅新开工面积稳步增长.....	8
图 11：2016 年起，住宅竣工面积连续三年下滑.....	8
图 12：预计到 2022 年，我国精装渗透率有望达 50%.....	10
图 13：2019 年，发达国家精装渗透率均在 80% 以上.....	10
图 14：愿意购买精装房的消费者比例直线上升.....	10
图 15：2014-2019 年，精装房开盘套数大幅增长.....	10
图 16：2014-2019 年精装房开发商数量和同比增速.....	11
图 17：2017-2019 年，精装修开发商市占率结构变化.....	11
图 18：2019 年，前十地产销售额企业排名及全装修率.....	11
图 19：精装修基础简装配置金字塔.....	12
图 20：2019 年三季度开始，房屋竣工面积明显回暖.....	12
图 21：近年来，房屋新开工面积处于相对高位.....	12

图 22: 2019 年起,竣工缺口逐步弥补,2020 年趋势大概率延续	13
图 23: 2019 年,商品房销售面积总体稳中有升	13
图 24: 2019 年,一二三线城市商品房成交面积增速	13
图 25: 2019 年,房地产开发投资完成额增速小幅上升	14
图 26: 2019 年,住宅房屋施工面积增速回升	14
图 27: 2019 年玻璃、水泥 PPI 指数均有回升	14
图 28: 住宅期、现房销售面积约为 10:1	14
图 29: 中国拟在建住宅(含住宅)项目装修类型结构	14
图 30: TOP10 地产商全装修比例平均为 50%以上	14
图 31: 建材家居营收增速与住宅竣工增速同步变化	15
图 32: 建材家居净利润增速与住宅竣工增速同步变化	15
图 33: 建材家居龙头营收增速与住宅竣工增速对比	15
图 34: 建材家居龙头净利润增速与住宅竣工增速对比	15
图 35: 定制家居营收增速与住宅竣工增速对比	16
图 36: 定制家居净利润增速与住宅竣工增速对比	16
图 37: 定制家居企业中,橱柜营收增速较好	16
图 38: 定制家居中,橱柜净利润增速较好	16
图 39: 中国住宅装修市场住宅供给规模结构变化	16
图 40: 精装修建材市场各部品国内外品牌份额	16
图 41: 精装房分部品配套率,建材、卫浴与厨卫比例相对较高	17
图 42: 瓷砖配置率近 100%	17
图 43: 瓷砖龙头企业份额仍有提升空间	17
图 44: 木地板配套率近 100%	18
图 45: 木地板中,大亚圣象市占率较高	18
图 46: 户内门配套率近 100%	18
图 47: 户内门中,江山欧派市占率第一	18
图 48: 橱柜配置率近 100%	18
图 49: 橱柜龙头企业份额情况	18
图 50: 目前衣柜配置率极低	19
图 51: 衣柜龙头企业份额情况	19
图 52: 定制橱柜市场渗透率超过 60%	19
图 53: 定制衣柜市场渗透率逐步提升	19
图 54: 建材家居市场规模逐年扩张	20
图 55: 建材家居卖场销售额近年出现下滑	20
图 56: 全国建材家居景气指数(BHI)走势变化	20
图 57: 帝欧家居全国产能布局情况	22
图 58: 蒙娜丽莎全国产能布局情况	22
图 59: 大亚圣象全国产能布局情况	22
图 60: 江山欧派全国产能布局情况	22
图 61: 定制衣柜格局相对较好,19 年 CR4 为 57.60%	24
图 62: 定制橱柜竞争激烈,19 年欧派第一但仅有 5.64%	24
图 63: 索菲亚全国产能布局情况	26
图 64: 好莱客全国产能布局情况	26
图 65: 欧派家居全国产能布局情况	26
图 66: 志邦家居全国产能布局情况	26
图 67: 金牌厨柜全国产能布局情况	27
图 68: 皮阿诺全国产能布局情况	27

图 69: 家具板块历史 PE 走势	28
图 70: 家具板块历史 PB 走势	28
表 1: 政策引导全装修成为大趋势	9
表 2: 建材家居细分品类市场规模测算	21
表 3: 建材家居代表企业帝欧家居、蒙娜丽莎、大亚圣象、江山欧派对比	21
表 4: 建材家居公司工程渠道收入情况	22
表 5: 建材家居公司商业模式以直营为主	23
表 6: 定制家居细分品类市场规模测算	24
表 7: 定制家居代表企业概况	25
表 8: 定制家居公司大宗业务渠道收入情况	26
表 9: 定制家具公司工程渠道商业模式情况	27
表 10: 重点跟踪上市公司盈利情况	28

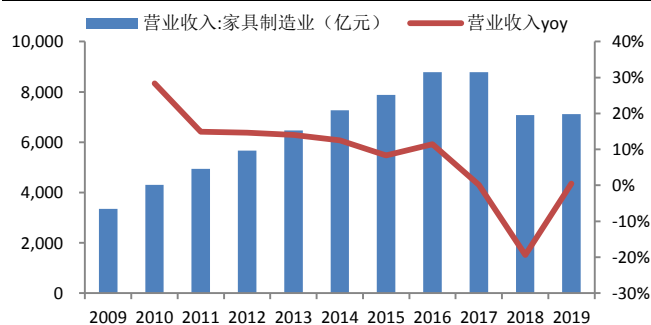
1、家居行业分析

1.1、概述：行业进入稳增长，营收与零售额增速趋缓

近 30 年来，我国家具行业经历了由手打家具向大规模、机械化成品家具与定制家具的转变。伴随国民生活水平提高与城镇化加速，家具制造业迅速发展。2017 年，家具制造企业数达 5973 家，家具产量 8.07 亿件；行业分别实现营收与净利润 8787.88 亿元、565.20 亿元，2009-2017 年间复合增长率达 12.80%；实现家具零售额 2808.90 亿元，8 年 CAGR 为 26.39%。

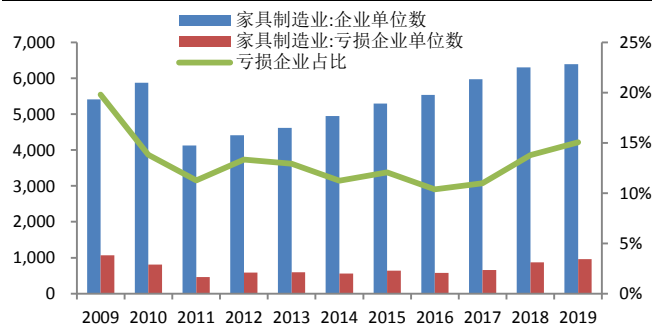
2018 年开始，受环保与林业政策收紧影响，家具制造原材料与成本端压力增加，叠加国家地产调控政策趋严，下游房地产销售端受到较大冲击。因此，2018-2019 年家具制造业开始进入转型调整期，生产与销售均出现大幅滑坡。2019 年，家具制造业亏损企业达 962 家，占企业总数的 15.05%；营收与零售额分别为 7117.2 亿元、1970.30 亿元，较 2017 年高点分别下降 19.01%、29.86%。

图1： 2018 年开始，家具制造业营收出现明显滑坡



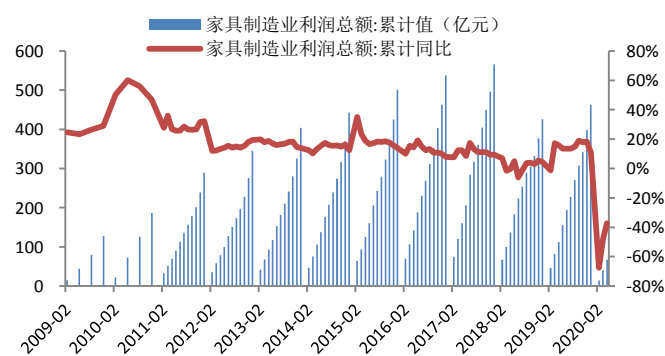
资料来源：wind，新时代证券研究所

图2： 2017 年开始，家具制造业亏损企业数持续攀升



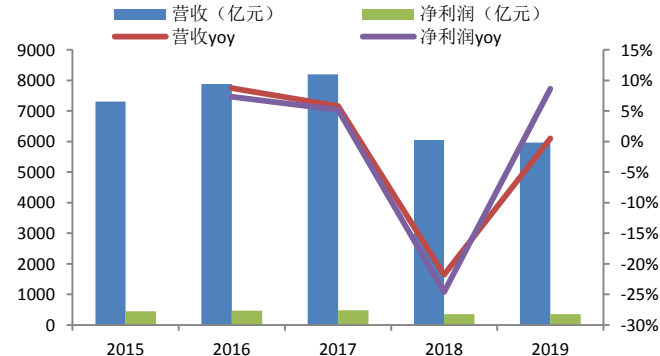
资料来源：wind，新时代证券研究所

图3： 家具制造业利润增速放缓

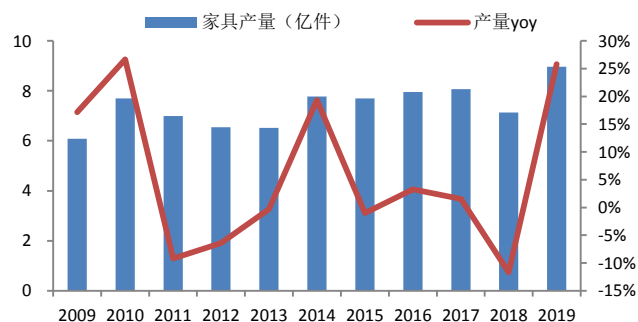


资料来源：wind，新时代证券研究所

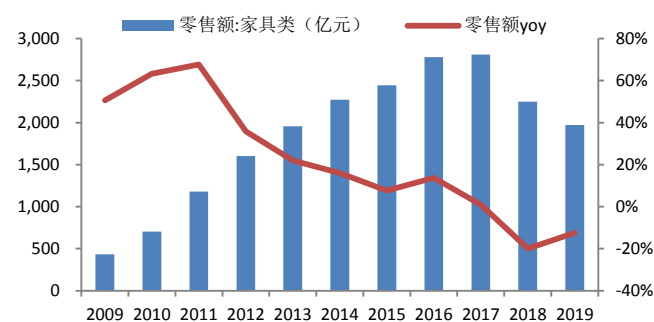
图4： 家具制造规模以上中小企业经营承压



资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 2019 年家具产量开始回暖

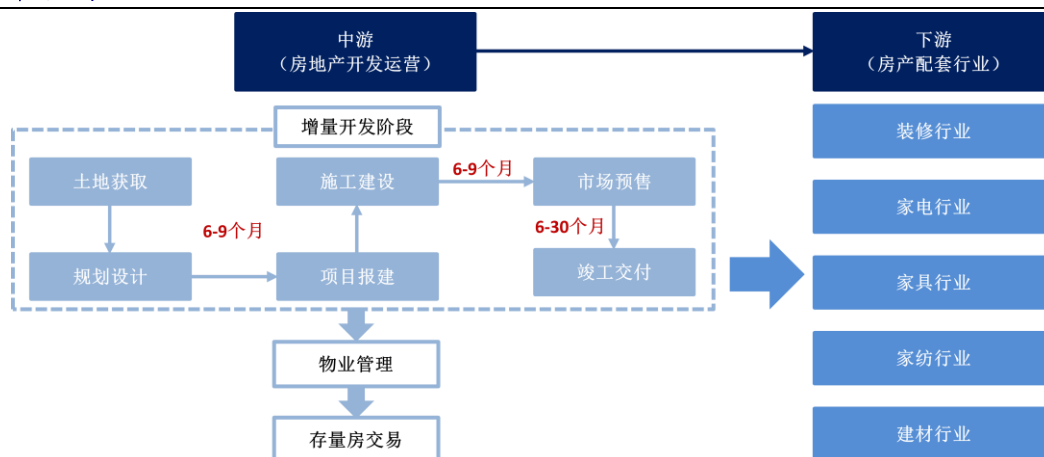
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图6： 2018 年开始，家具零售额明显下降

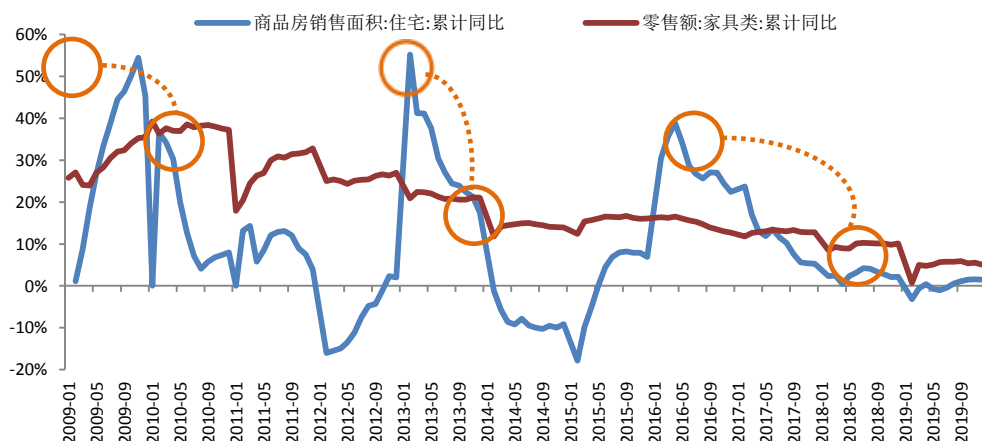
资料来源：wind，新时代证券研究所

1.2、属性：历史规律验证家居行业地产后周期特征明显

家具行业处于房地产下游，与其景气关联度较高。房地产开发主要包括土地获取、规划设计、项目报建、施工建设、市场预售、竣工交付六个阶段，其中前期规划报建需 6-9 个月，正式施工时长约 12-39 个月，期房预售于施工期开展的 6-9 月内，而购房者零售端装修需求一般在正式交房后才开始释放，并且家具类产品在装修后期软装阶段才进场安装或布置。因此，家具行业具有典型的地产后周期特征。从历史数据来看，住宅销售周期与家具销售周期变化之间存在 6-30 个月的时滞。

图7： 房地产中下游产业链

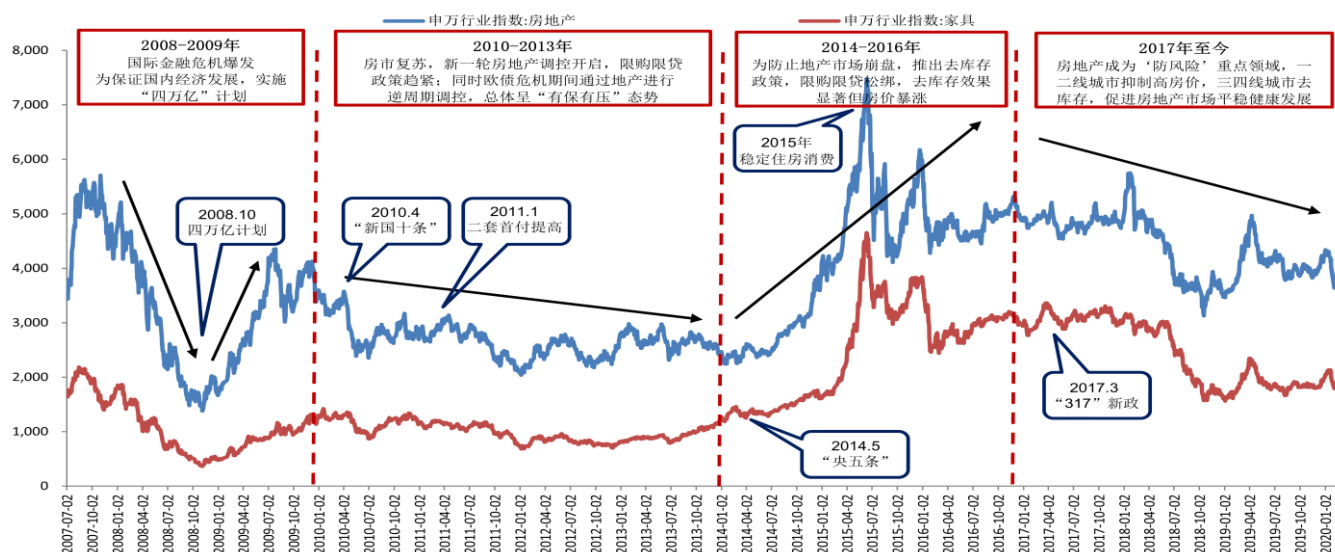
资料来源：新时代证券研究所整理

图8： 家具销售滞后于住宅销售 6-30 个月

资料来源：wind，新时代证券研究所

作为地产后周期行业，家具行业指数与房地产指数走势呈现高度一致性，且房地产政策的颁布与家具指数拐点基本吻合。2008年，全球金融危机重创国内经济，地产与家具板块下挫至历史低点，伴随国家“四万亿”计划出台，房地产市场逐渐复苏，家具板块随之回暖；2010年起，“新国十条”、限购令、提高二套房首付比例等政策相继出台以抑制房价猛涨，在“有保有托”的政策环境下，地产与家具板块稳中略降；2014年去库存目标下，地产限购限贷政策开始放松，导致房价猛涨，带动家具板块进入上行通道，并在2015年中旬随地产指数运行至历史高位；2017年起，房地产成为国家防风险的重点领域，行业进入平稳发展阶段，家具板块也逐渐回落至历史中部区间。

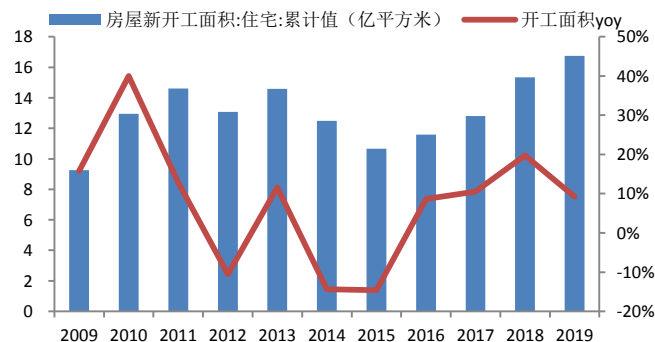
图9：家具板块波动与房地产政策颁布具有高度一致性



资料来源：wind，新时代证券研究所

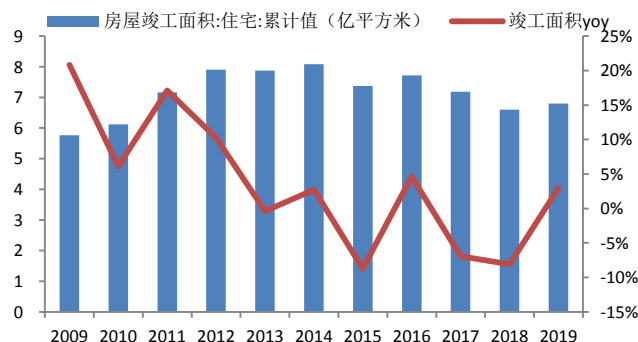
房屋住宅竣工回暖，带动家装需求走量。近年来，住宅类房屋新开工与竣工面积走势出现背离。2015年起，住宅类房屋新开工面积稳步增长，2015-2019年间实现复合增长率11.93%；2019年，住宅新开工面积达16.75亿平方米的高位，而住宅竣工面积自2016年起连续三年下滑，2019年四季度迎来竣工高峰期，10月、11月、12月竣工面积当月同比增速分别达18.82%、5.00%、20.70%，带动全年住宅竣工面积略有回暖。一方面，受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度房屋建设与装修受到较大冲击，但考虑到住宅与家装需求刚性相对较强，2020年度交房与装修仅会出现时间上的推迟；另一方面，伴随前期大量新开工房屋陆续进入竣工交付期，2020年将迎来交房高峰，从而带动装修、家具需求年内持续放量。

图10：2015年开始，住宅新开工面积稳步增长



资料来源：wind，新时代证券研究所

图11：2016年起，住宅竣工面积连续三年下滑



资料来源：wind，新时代证券研究所

2、竣工产业链下，B端家居市场前景广阔

2.1、政策保驾护航，全面推动精装房建设

2.1.1、国家引导精装房市场放开，渗透率仍在提升

2002年，住建部印发了《商品住宅装修一次到位实施细则》，定义了全装修概念，即“装修一次到位是指房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成，简称全装修住宅。”，并对室内装修功能、设计步骤、思路与环保原则做出了具体规定：将全装修住宅按照普通住宅、中高级住宅和高级住宅分类，配置不同数量的设施。在保证商品住宅装修防火与安全、装修对室内环境控制、住宅和电器线路装修设计等基础上，全装修普通住宅的最基本配置包括灶台、调理台、洗池台、吊柜、冰箱位、排油烟机（操作面延长线<2400mm）（防水防尘）吸顶灯，厨房电器插座3组的一系列厨房设施和淋浴、洗面盆、坐便器、镜（箱）、洗衣机位、自然换气（风道）吸风机、电剃须、电器插座3组、吸顶灯（防水型）镜灯的一系列卫生间配套设施。

表1：政策引导全装修成为大趋势

时点	部门	政策名称	政策内容
1999	住建部	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》 (国务院办公厅转发并予以支持)	从国家政策层面提出 一次性装修 概念
2002	住建部	《商品住宅装修一次到位实施导则》	政府首次提出了 全装修 的概念
2008	住建部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	逐步达到 取消毛坯房 、直接提供全装修成品房的目标
2011	住建部	《建筑业“十二五”规划》	鼓励和推动 新建保障性住房 和 商品住宅菜单式全装修 交房
2013	国务院	《关于转发发展改革委员会、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	国务院层面 引导指导住宅全装修推广工作的开展
2016	住建部	49号公告发布国家标准《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》	规范装修工程的 质量验收标准 ，使全装修有章可循
2017	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50% ，新开工全装修成品住宅面积达到 30%
2019	住建部	《住宅项目规范（意见征求意见稿）》	城镇新建住宅建筑应全装修交付，并对设施配置作出明确规定，此外还明确要求 卫生间防水耐用20年

资料来源：新时代证券研究所整理

精装房有降低成本、装修设计风格统一、维护简单和绿色环保等优点，精装房的发展大致分为四个阶段：

第一阶段：1998年，简单式拼凑，当时精装房仅限于样板房，不涉及真正的使用，因此有功能不完善、外聘临时施工队导致质量差等问题。

第二阶段：品牌化运作时期，2001~2006年装修质量有所提高，开发商开始与知名装修公司以及知名橱柜、卫浴、地板、衣柜品牌合作，但是高质量装修主要出现在中高档楼盘。

第三阶段：进入大众化时代，2008年国家政策密集出台，大力推广全装和精装住宅，逐渐取消毛坯房，并进一步规范了全装修的质量标准。

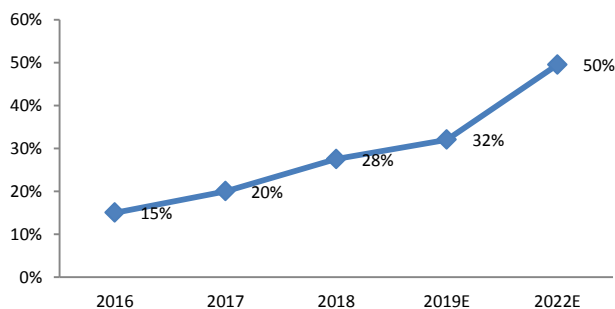
第四阶段：2016年至今，精装房高速增长时期。2017年，《建筑业发展“十三

五”规划》，明确 2020 年 30% 的精装渗透率目标，精装房开盘和开发商数量高增。截止到 2019 年底，我国房屋住宅精装渗透率已突破 32%。

2.1.2、精装房市场现状：维持中高速增长，腰部房企有望成为新增长动力

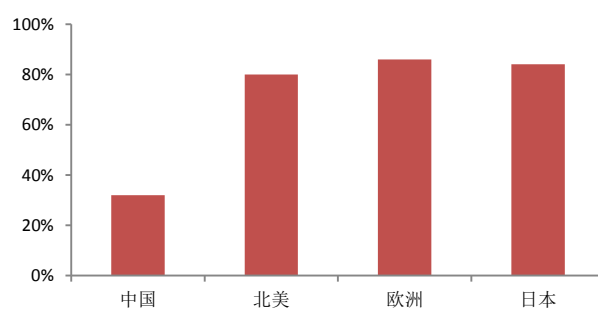
我国精装房渗透率逐年上升，2019 年约为 32%，有望于 2022 年达到 50%。目前北美、欧洲和日本精装房渗透率均在 80% 以上，与发达国家市场相比，我国精装市场具有很大增量空间。

图12： 预计到 2022 年，我国精装渗透率有望达 50%



资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

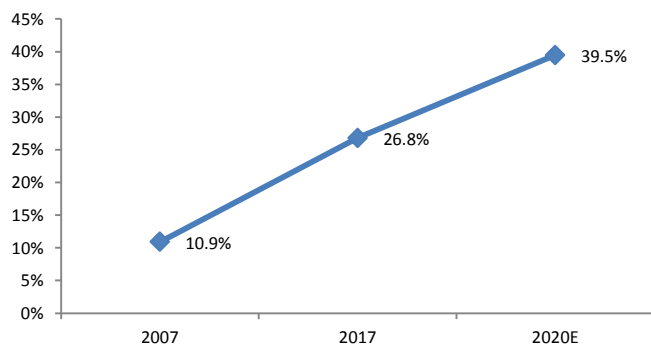
图13： 2019 年，发达国家精装渗透率均在 80% 以上



资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

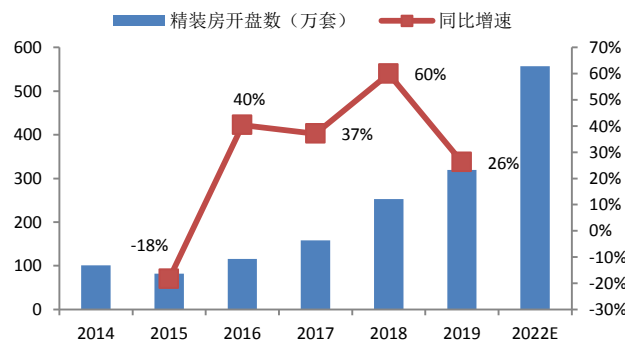
政策助力，供需两端共同推动精装市场中长期向上。根据奥维云网的数据，2017 年愿意购买精装房的消费者占比为 26.8%，较十年前上升 15.9pct，2020 年预期为 39.5%。此外，供给方毛坯房限价政策和资金压力激励地产开发商大力提升精装房市场份额。2015-2019 年，开盘套数由 82 万套增长到 319 万套，2016 年开始剧增，19 年下半年增速放缓，但是精装市场景气度仍然持续，预计 2022 年开盘数将达到 557 万套，市场前景可观。

图14： 愿意购买精装房的消费者比例直线上升



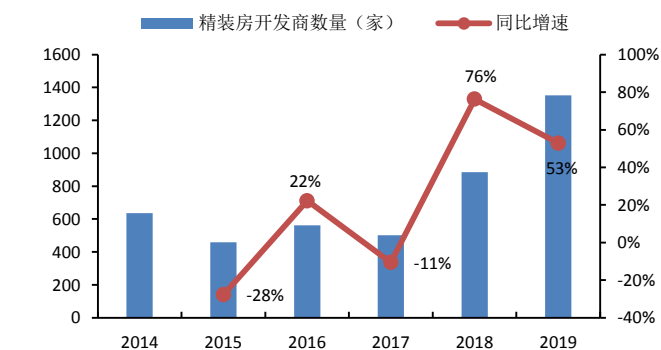
资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

图15： 2014-2019 年，精装房开盘套数大幅增长

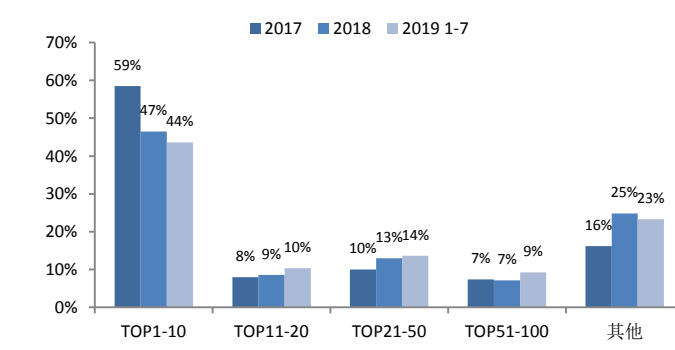


资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

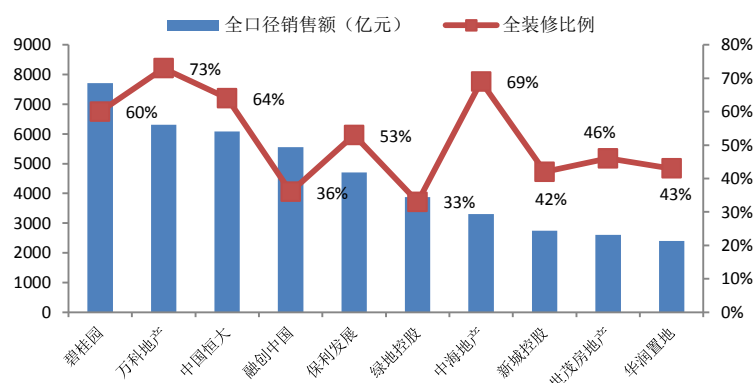
地产开发商相继布局精装市场，头部房企市场份额较高，中小企业有望成为新增长极。2019 年，精装房开发商数量高速增长至 1353 家，同比增速达 53%；销售额前十地产商中排名前三的碧桂园、万科地产、中国恒大全装修率已达 60% 以上，市场份额较高。对比之下，前十的地产商精装市场份额由 17 年的 60% 降至 43%，预计中小地产商市场份额将逐步提升，未来有望成为贡献精装市场规模的新动力。

图16: 2014-2019年精装房开发商数量和同比增速

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图17: 2017-2019年, 精装修开发商市占率结构变化

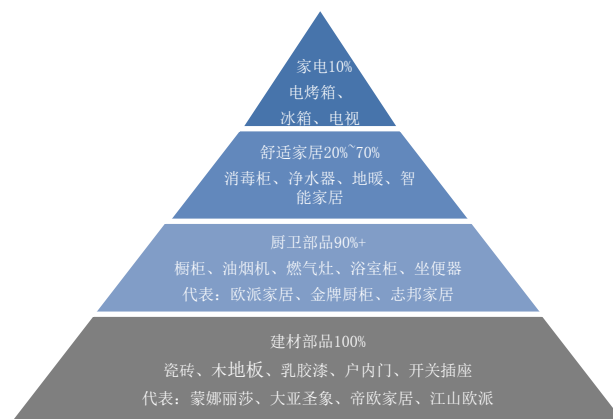
资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图18: 2019年, 前十地产销售额企业排名及全装修率

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

厨卫和建材部品简装配置率高, 后周期家居 2B 企业显著受益。一般情况, 精装房基础瓷砖、木地板的配置率达 100%、厨卫部品配置率达 90% 以上。精装概念下, 建材家居市场龙头帝欧家居 B 端收入增速达 30% 以上; 蒙娜丽莎工程业务收入占比上升; 木地板赛道龙头大象圣亚领跑 B 端业务。除此之外, 厨卫部品的综合龙头企业欧派家居工程端收入从 2016 年开始快速提升, 市占率接近 11%, 大宗业务收入增速 54%; 金牌厨柜大宗业务翻倍增长。

因此, 受益于产业趋势与消费升级变化, B 端家居市场增长前景广阔, 头部企业易形成品牌和规模效应壁垒, 细分市场中率先布局 B 端业务的公司在此时点更具有竞争优势。长期来看, 政策导向、地产商对利润空间的追求以及消费者“拎包入住”的需求将共同驱动精装房市场发展, B 端也有望成为建材和厨卫细分行业龙头新的利润增长点。

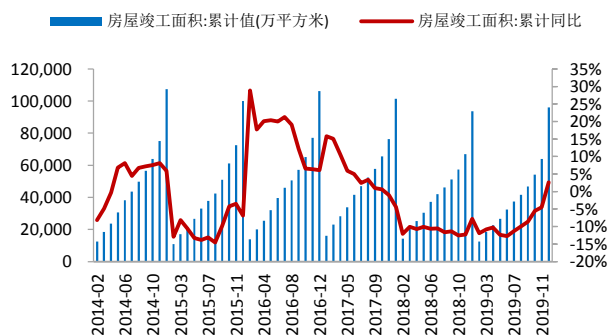
图19：精装修基础简装配置金字塔

资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

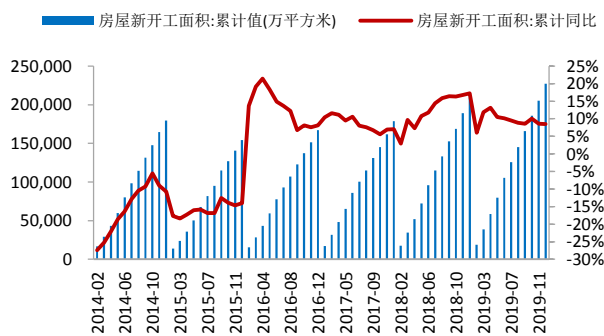
2.2、短期竣工提振需求，中长期受益精装房红利释放

2.2.1、竣工产业链逐步兑现，景气度回升

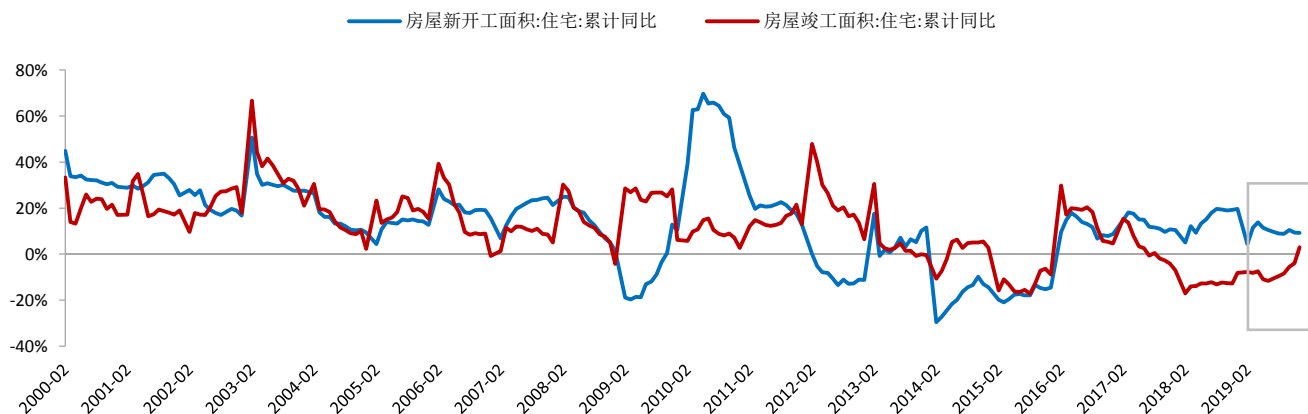
房屋竣工增速回升，家居作为地产后周期行业直接受益。2016年起，新开工项目加速增长，建设周期在三至四年左右，2019年竣工量出现正增长，2020年有望迎来竣工潮。2019年，房屋新开工面积227153.58万平方米，同比增长8.5%；房屋竣工面积累计95941.53万平方米，同比增长2.6%。2019年，竣工累计同比增速回正，竣工缺口逐步弥补，叠加精装修利好政策，B端业务占比相对较大的建材家居和定制家居企业将显著受益。

图20：2019年三季度开始，房屋竣工面积明显回暖

资料来源：Wind，新时代证券研究所

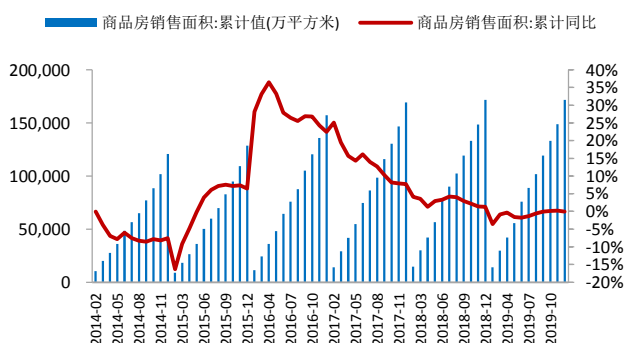
图21：近年来，房屋新开工面积处于相对高位

资料来源：Wind，新时代证券研究所

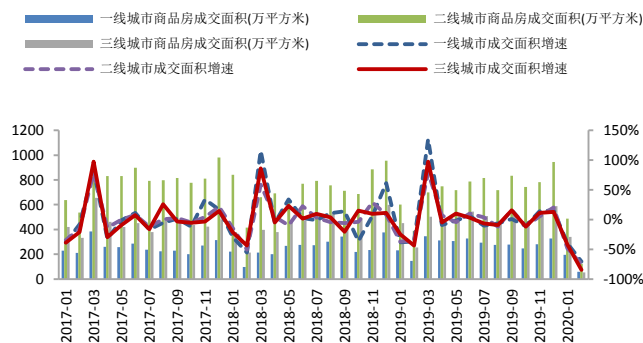
图22： 2019 年起，竣工缺口逐步弥补，2020 年趋势大概率延续

资料来源：Wind，新时代证券研究所

目前，房地产行业处于“房住不炒、因城施策、稳定增长”的大环境中，二三线城市仍有空间。2016 年起，房地产行业不再作为短期刺激经济的手段，住房回归居住属性，2019 年商品房累计成交面积 171557.87 万平方米，同比下跌 0.1%，二手房交易时代，存量房翻新需求占据主导。一线城市房地产市场趋近饱和，但二三线城市前景比较乐观，2019 年 12 月，一线、二线与三线城市商品房成交面积同比增长 15.82%、20.63%、13%。

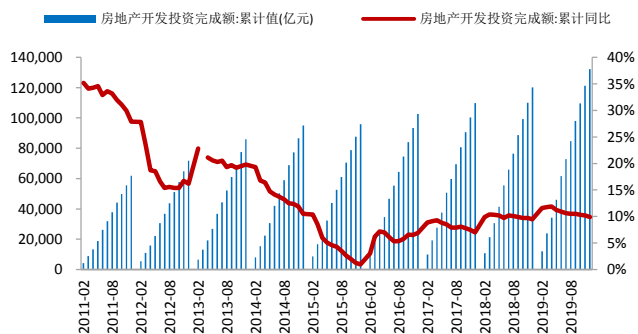
图23： 2019 年，商品房销售面积总体稳中有升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

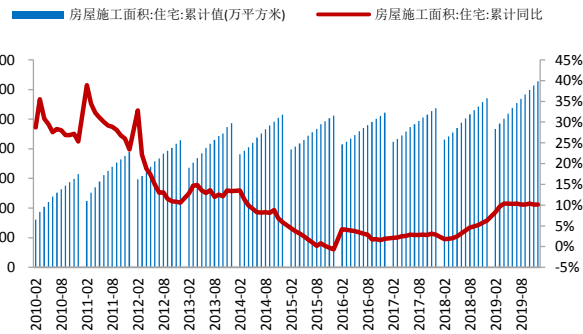
图24： 2019 年，一二三线城市商品房成交面积增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

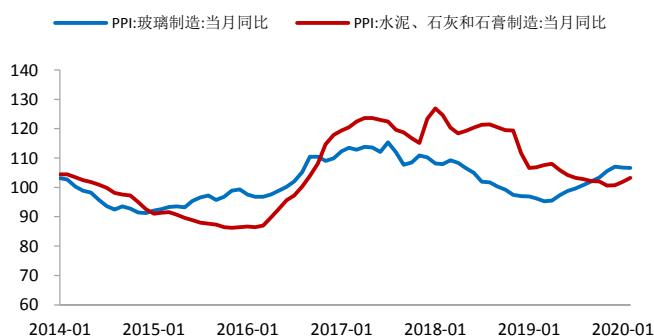
2019 年，房地产行业投资增速回暖，由盲目开发进入稳定增长阶段。2019 年房地产开发投资完成额累计同比上升 9.90%，较 2018 年增速上升 0.4pct；住宅施工面积累计同比上升 10.10%，较 2018 年增速上升约 4pct。房地产行业原材料玻璃、水泥等制造业在 2019 年也呈现回暖趋势，2019 年 12 月玻璃 PPI 指数同比上涨 7.1%，水泥 PPI 指数同比上涨 0.7%。目前新房销售以期房为主，现、期房销售面积比例约在 1: 10，精装房市场增长主要来自期房的竣工交付。

图25: 2019年, 房地产开发投资完成额增速小幅上升

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 2019年, 住宅房屋施工面积增速回升

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图27: 2019年玻璃、水泥PPI指数均有回升

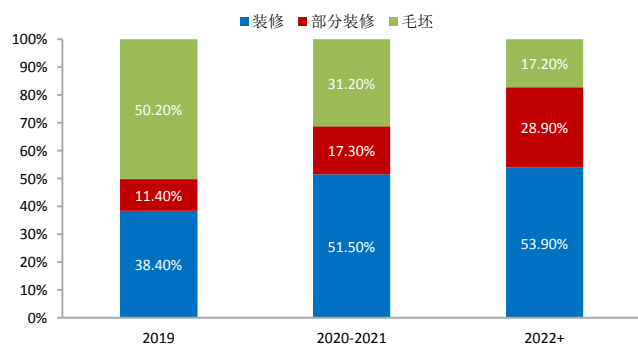
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图28: 住宅期、现房销售面积约为 10:1

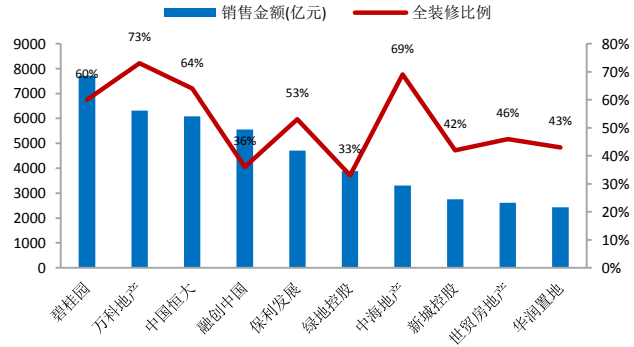
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2.2、建材型家居企业增速基本同步于竣工, 定制企业存在一定滞后

截至2019年12月底, 中国拟在建市场住宅(含住宅)工程项目累计7.4万个, 2019年内完工住宅项目全装修占比38.4%, 预计2022年全装修比例占比达53.9%。目前, TOP10房地产开发商全装修比例平均在50%左右, 且稳步提升, 预计对精装修业务会有明显的拉动。2019年上半年, TOP10房企精装修开盘量占精装房市场份额达到43%, 地产龙头企业对楼盘精装修品质更为看重, 其集中度的提升有望带动家居企业的发展。

图29: 中国拟在建住宅(含住宅)项目装修类型结构

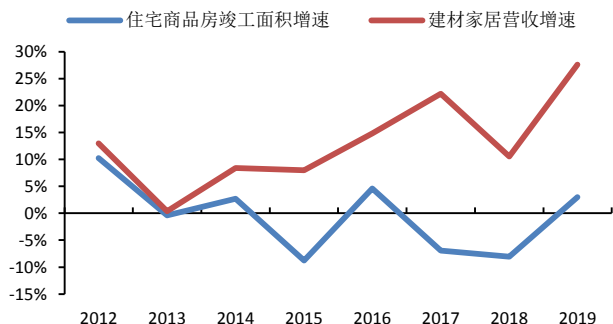
资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图30: TOP10地产商全装修比例平均为50%以上

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

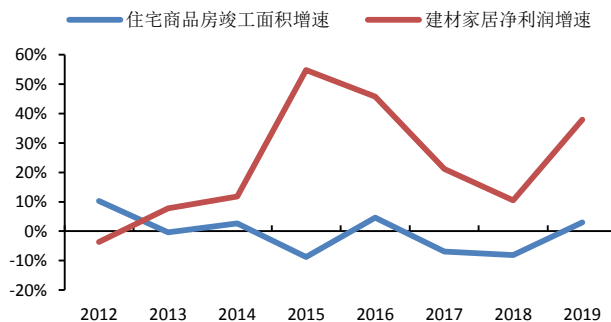
历史规律发现,建材家居企业营收及净利润增速基本同步于住宅商品房竣工增速。2016-2018年,受地产竣工缺口特征、房地产竣工面积累计同比增速为负的影响,建材家居企业收入与净利润增速同步下滑。2019Q4,地产竣工潮初现,建材家居代表企业(帝欧家居、蒙娜丽莎、大亚圣象、江山欧派)营收增速达27.59%,较2018年增速上升约17个百分点;建材家居龙头企业净利润增速达37.89%,较2019年增速上升约27个百分点。

图31: 建材家居营收增速与住宅竣工增速同步变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

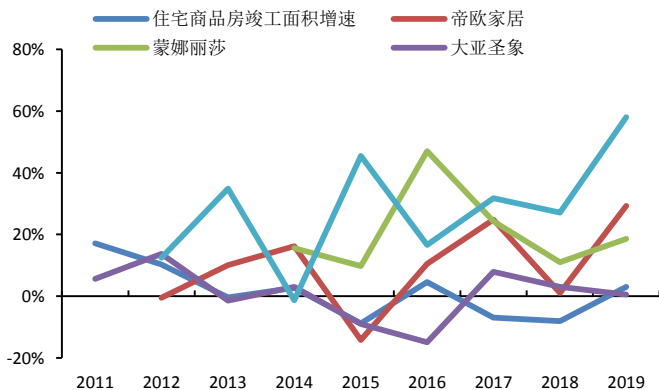
图32: 建材家居净利润增速与住宅竣工增速同步变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

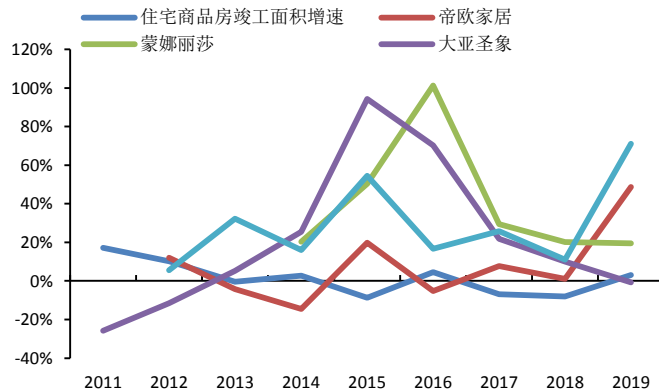
根据2019年年报,建材家居企业增速普遍加快。木门龙头江山欧派表现优异,2019年营收增速57.98%,净利润增速71.11%;瓷砖代表帝欧家居2019年营收增速29.29%,净利润增速48.70%;蒙娜丽莎营收增速18.57%,净利润增速19.42%;木地板龙头大亚圣象营收增速0.51%,净利润增速-0.72%。

图33: 建材家居龙头营收增速与住宅竣工增速对比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

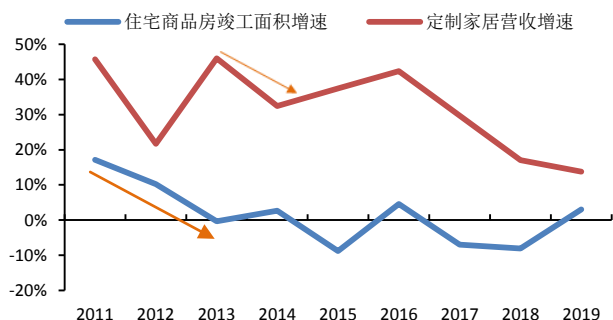
图34: 建材家居龙头净利润增速与住宅竣工增速对比



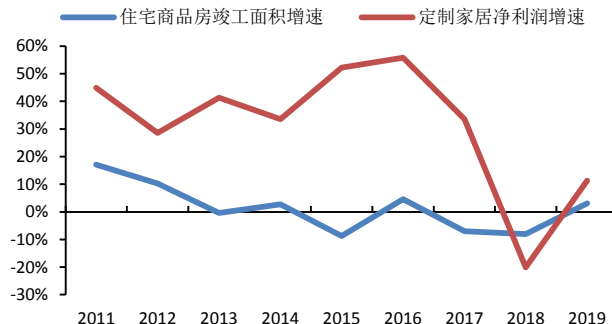
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

目前,定制家居企业由于需求仍多集中于零售端,因此收入增速与住宅竣工增速存在一定滞后性。定制家居主要包括橱柜、衣柜、木门与卫浴等,其中橱柜、木门、卫浴的收入在工程渠道端也呈现高速增长趋势。2019年已出现反弹迹象,同样看好2020年竣工兑现给定制家居企业带来的积极影响。2019年,定制家居企业(欧派家居、好莱客、金牌橱柜、索菲亚)整体营收增速下滑放缓,同比上涨13.80%,较2018年下滑3个百分点;净利润上涨11.36%,增速转正,较2018年上涨约20个百分点。

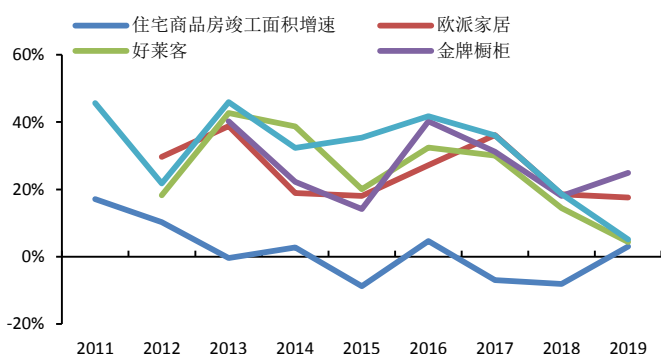
具体从2019年报数据来看,橱柜龙头企业增速较快,欧派家居2019年营收增速17.59%,净利润增速17.02%;金牌橱柜营收增速24.90%,净利润增速15.37%。衣柜占比较高的企业总体增速稍落后,且衣柜体量有限、精装配套率尚低,2019年,索菲亚与好莱客营收增速仅个位数增长,且好莱客净利润增速下滑。

图35: 定制家居营收增速与住宅竣工增速对比

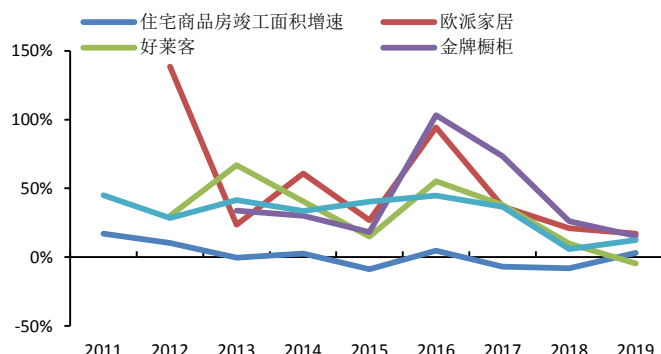
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图36: 定制家居净利润增速与住宅竣工增速对比

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图37: 定制家居企业中, 橱柜营收增速较好

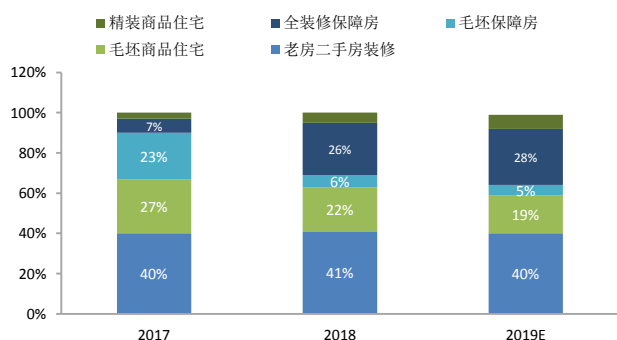
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图38: 定制家居中, 橱柜净利润增速较好

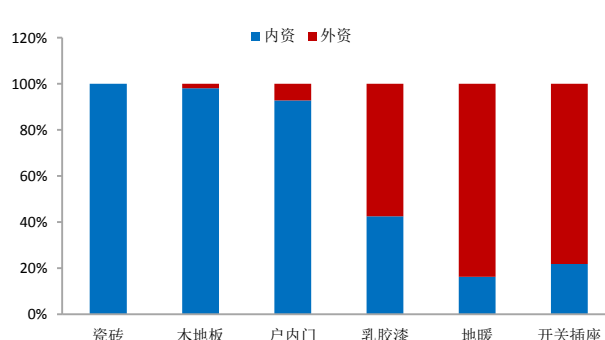
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2.3、精装渗透率、部品配套率提升将直接拉动 B 端业务放量

精装房逐渐成为新房供给主力, 国产建材、定制家居产品占有率有望提升。目前, 国内住宅供给结构正逐步发生变化, 毛坯房比重在逐年下降, 而精装房比例在日益提升。目前, 家居行业进入稳增长阶段, 相关建材部品作为精装修市场的标配, 规模一直在扩大, 2019 年精装建材市场国内品牌占比达到 67.1%。

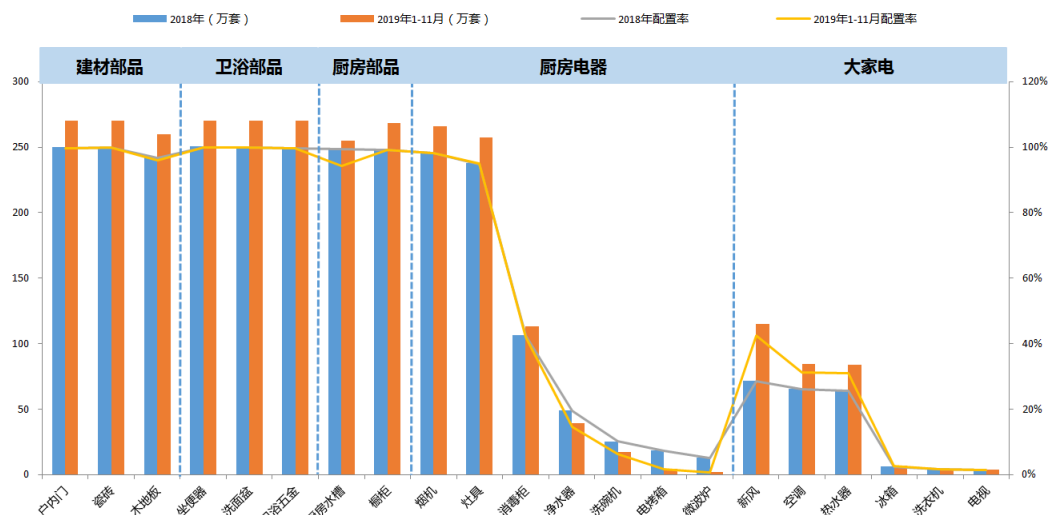
图39: 中国住宅装修市场住宅供给规模结构变化

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图40: 精装修建材市场各部品国内外品牌份额

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

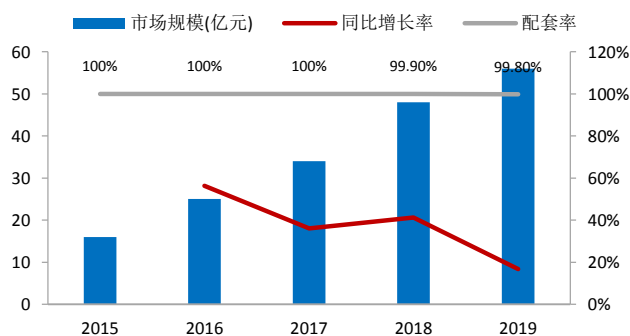
随精装房渗透率提升, 精装房配套体系由“单一配套”向“多部品”发展。建材部品包括瓷砖、木地板、户内门等配套率接近 100%, 属于标配产品; 厨卫部品包括橱柜、水槽、油烟机等配套率在 90% 以上, 同样拥有很高的渗透率; 舒适家居包括消毒柜、净水器、空调、热水器等配套率为 20%-70%; 小电器包括洗碗机、微波炉、电烤箱等配套率在 10% 左右, 但属于高增类产品。

图41： 精装房分部品配套率，建材、卫浴与厨卫比例相对较高

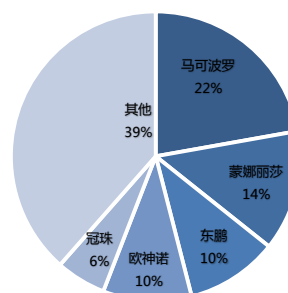
资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

建材类产品在精装房中属于标配型产品，市场已步入平稳阶段，规模稳步增长但增速下滑。精装修建材市场进入的品牌越来越多，竞争愈加激烈。2019年，建材各部品市场的品牌集中度均有所下降，其中瓷砖TOP5品牌份额总计同比下降了近10个百分点，户内门下降近13个百分点，其余部品也分别有不同程度的下降。建材部品应拓宽销售渠道，保障产品质量，以应对悄然而至的精装修建材市场变化。

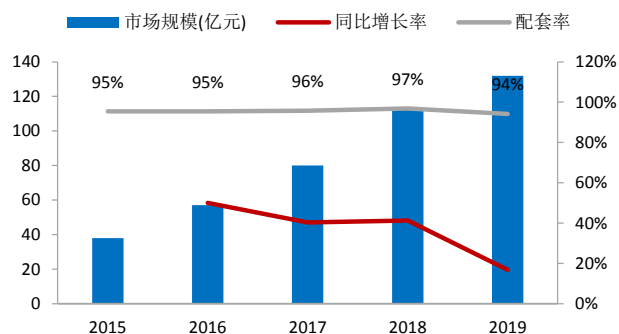
瓷砖属于标配型产品，2019年市场规模同比增长率16.67%，市占率领先的企业工程业务占比高。龙头蒙娜丽莎2019年B端、C端双轮驱动，滕县生产线布局优势明显。木地板配套率逐渐提升，企业与房企合作密切，2019年木地板市场规模增速同比增长预计达到16.81%。龙头大亚圣象多年经营稳健，同时与以万科、保利、碧桂园等大型地产客户合作深化，2018年全年工程类地板销售量同比增长40%。户内门定制化率不断提升，受精装政策影响，2019年市场规模增速预计达16.89%。龙头江山欧派工程业务持续放量，2019年新增防盗门、防火门业务，市占率不断提升。

图42： 瓷砖配置率近100%

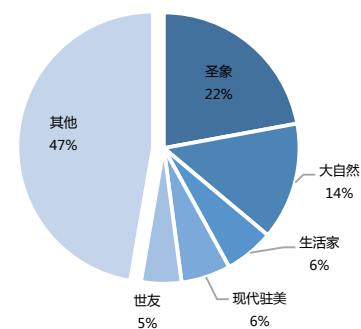
资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

图43： 瓷砖龙头企业份额仍有提升空间

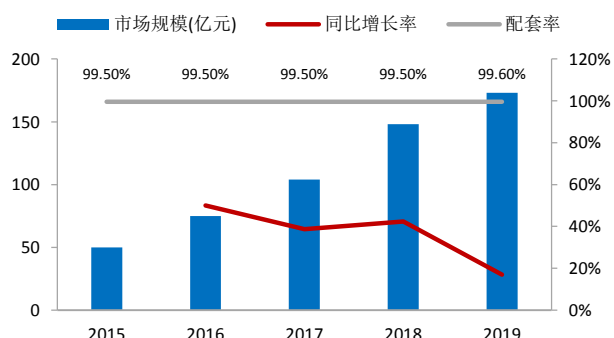
资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

图44: 木地板配套率近 100%

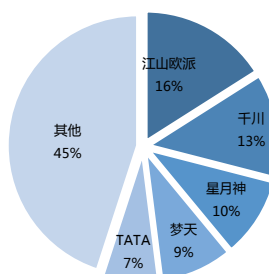
资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图45: 木地板中, 大亚圣象市占率较高

资料来源: 中国房地产协会, 新时代证券研究所

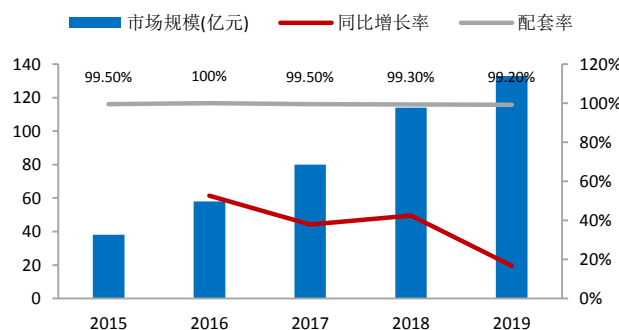
图46: 户内门配套率近 100%

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

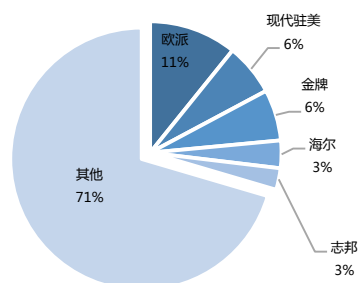
图47: 户内门中, 江山欧派市占率第一

资料来源: 中国房地产协会, 新时代证券研究所

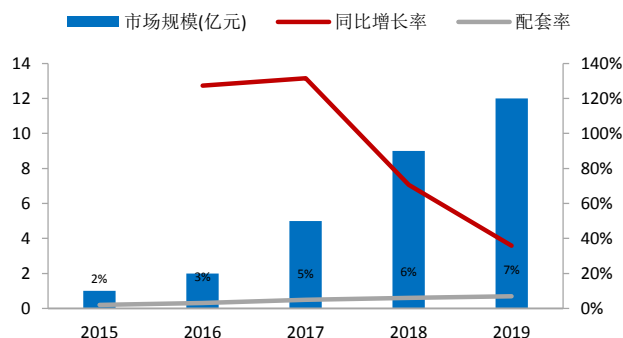
定制家居市场规模逆势增长, 渗透率不断提升。橱柜属于精装房标配产品, 配套率基本达到 100%, 2019 年市场规模增长率达 16.67%。衣柜的精装房配套率较低, 在 10% 以下, 但随着精装房的发展, 衣柜配套率也在逐渐上升, 2019 年市场规模增速预计 35.85%。目前家居定制化率不断提升, 并且由单一品类向全屋定制发展, 多数企业的产品线覆盖面更广。索菲亚、好莱客等选择从定制衣柜向定制橱柜生产扩张, 欧派、志邦、金牌等选择从定制橱柜向定制衣柜扩张。

图48: 橱柜配置率近 100%

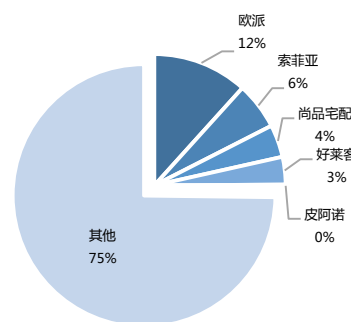
资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图49: 橱柜龙头企业份额情况

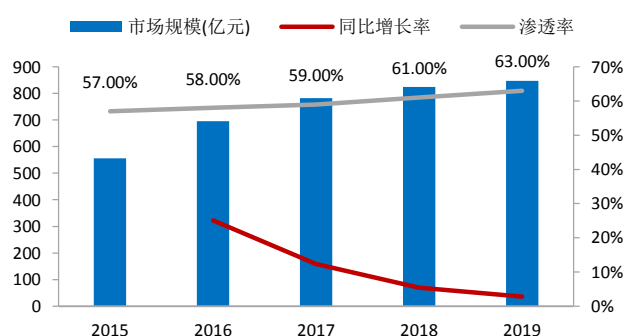
资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图50: 目前衣柜配置率极低

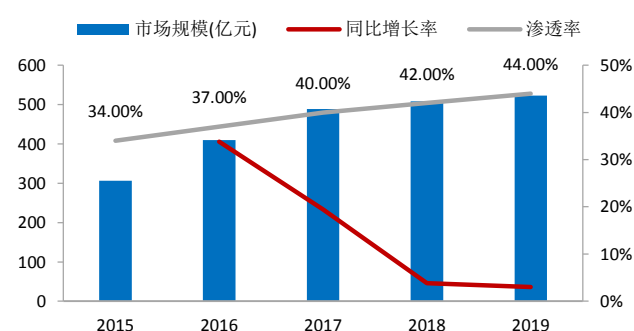
资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图51: 衣柜龙头企业份额情况

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图52: 定制橱柜市场渗透率超过 60%

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

图53: 定制衣柜市场渗透率逐步提升

资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

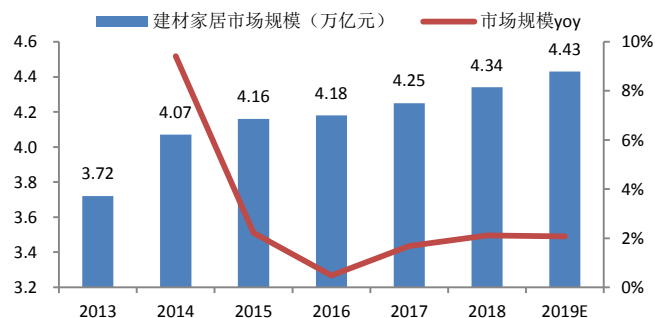
3、龙头品牌构筑壁垒，竞争优势凸显

3.1、建材家居：预计到 2021 年，市场规模或将超千亿

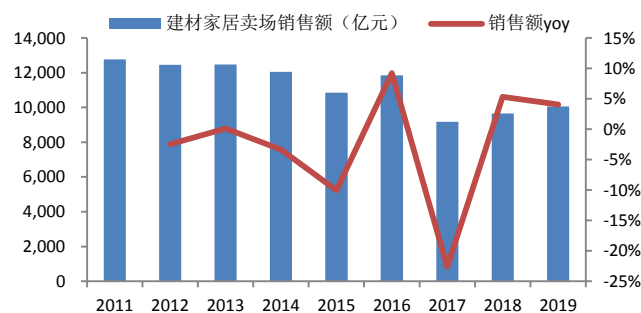
3.1.1、竣工与交房好转下，建材家居市场景气度有望回升

建材家居市场处于稳定发展阶段，目前景气程度有所下滑。根据测算，我国建材家居市场于 2014 年突破 4 万亿规模，随后进入稳步发展阶段，每年增速保持在 1-2% 的水平，预计 2019 年建材家居市场规模达 4.43 万亿元。从销售端来看，建材家居卖场销售额于 2017 年大幅下滑至 9173.70 亿元，同比下降 22.60%，随后 2 年销售额略有上升，但仍不及 2011-2014 年的万亿水平，这主要由于 2014 年起房地产市场的低迷态势开始向中下游产业链传导，并且线上电商销售渠道逐渐兴起，抢占线下卖场份额，两种因素共同导致对建材家居销售的负面影响。

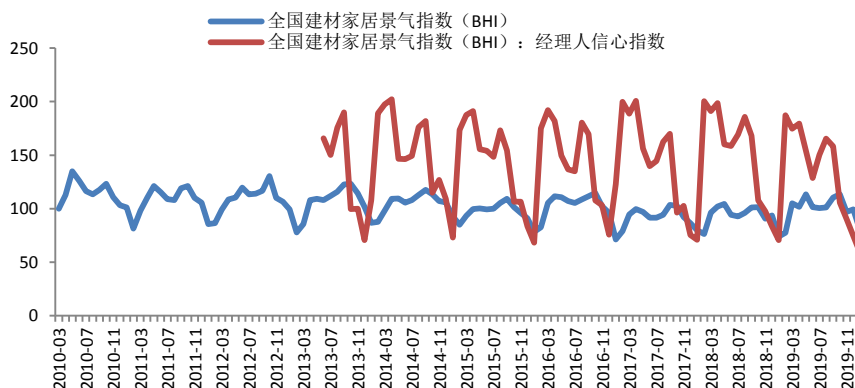
从建材家居景气指数（BHI）来看，2017 年起，市场景气指数整体有所下行，与卖场销售呈现出相同变动趋势，说明近 3 年来建材家居市场正处于调整阶段；从先行指标经理人信心指数来看，2019 年指数整体水平较往年有所下降，2020 年 1 月下挫至历史新低，说明在疫情与地产形势双重加压下对后市信心不足，但伴随交房高峰来临，建材家居市场景气度有望回升。

图54： 建材家居市场规模逐年扩张

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图55： 建材家居卖场销售额近年出现下滑

资料来源：商务部，新时代证券研究所

图56： 全国建材家居景气指数（BHI）走势变化

资料来源：商务部，新时代证券研究所

从细分品类看，建材家居主要包括瓷砖、地板、木门等。为测算三类产品在工程渠道市场中的规模空间，我们做出如下简化假设：

- 1) 2020-2021 年，商品房销售面积增速维持在 1.5%，其中现房当年即有装修需求，期房装修需求在 2-3 年内陆续释放；
- 2) 2020-2021 年，精装房渗透率分别为 38.10%、43.40%；
- 3) 2020-2021 年，期房、现房的比例维持在 9:1；
- 4) 房屋内瓷砖平均铺设面积为房屋面积的 60%；
- 6) 房屋内地板平均铺设面积为房屋面积的 40%；
- 7) 单套房屋配置木门的比例为 1: 5，即一套房屋平均安装 5 扇木门；
- 8) 精装修现房已无装修需求，当年精装需求来自精装期房销售。

根据以上测算推断，2016 年-2021 年，瓷砖、木地板与户内门在工程渠道的市场总规模将由 239.67 亿元增加至 1131.33 亿元，CAGR 达 29.52%，其中，地板市场规模最大，2021 年预计达 592.10 亿元，占比为 52.34%，其次是瓷砖与木门市场分别为 193.58 亿元、345.64 亿元。

表2： 建材家居细分品类市场规模测算

项目	2016A	2017A	2018 A	2019 A	2020E	2021E
新房装修需求测算						
住宅商品房销售面积（亿平方米）	13.75	14.48	14.79	15.01	15.24	15.47
其中：现房占比	23.22%	21.58%	15.69%	12.13%	10.00%	10.00%
期房占比	76.78%	78.42%	84.31%	87.87%	90.00%	90.00%
住宅销售套数（万套）	1282.26	1336.14	1329.84	1323.54	1317.24	1310.94
精装修渗透率	12%	20%	27.50%	32.80%	38.10%	43.40%
精装修套数（万套）	153.87	267.23	365.71	434.12	501.87	568.95
其中：精装修现房套数（万套）	35.72	57.66	57.37	52.67	50.19	56.89
精装修期房套数（万套）	118.15	209.56	308.34	381.46	451.68	512.05
单套住宅平均面积（平方米）	107	108	111	113	116	118
瓷砖市场规模测算（房屋面积 60%）						
单价（元/平方米）	47	46	48	50	52	53
市场规模（亿元）	35.42	62.98	98.82	129.33	161.81	193.58
地板市场规模测算（房屋面积 40%）						
单价（元/平方米）	244	238	252	250	245	245
市场规模（亿元）	123.93	215.78	345.16	432.14	512.12	592.10
木门市场规模测算（1: 5）						
单价（元/樘）	1360	1357	1355	1366	1350	1350
市场规模（亿元）	80.32	142.22	208.94	260.61	304.89	345.64

资料来源：wind，新时代证券研究所

3.1.2、代表企业分析

我们选取帝欧家居、蒙娜丽莎、大亚圣象、江山欧派四家建材家居代表企业进行分析。其中，帝欧家居与蒙娜丽莎主营瓷砖类产品，大亚圣象主营地板产品，江山欧派主营木门产品。从经营业绩看，帝欧家居近三年来实现了规模的快速扩张，并于 2018 年赶超竞争对手蒙娜丽莎，而其它三家公司均处于业绩平稳增长阶段。

表3： 建材家居代表企业帝欧家居、蒙娜丽莎、大亚圣象、江山欧派对比

细分品类	代表企业	主营业务	营收（百万元）（YOY）			归母净利润（百万元）（YOY）		
			2017A	2018A	2019	2017A	2018A	2019
瓷砖	帝欧家居	主营高端亚克力与陶瓷产品，产品涵盖浴室柜、坐便器、等全系卫浴精品。主营构成为：陶瓷墙地砖 89.17%，卫浴产品 7.8%，亚克力板 2.35%等。	533.67 (24.85%)	4308.34 (707.31%)	5570.24 (29.29%)	54.43 (7.69%)	380.64 (598.1%)	566.03 (48.70%)
	蒙娜丽莎	主营高品质陶瓷产品研发、生产和销售。主营构成为：瓷质有釉砖 56.33%，瓷质无釉砖 14.85%，非瓷质有釉砖 16.17%，陶瓷薄板/薄砖 11.55%等。	2889.88 (24.33%)	3208.40 (11.02%)	3804.06 (18.57%)	301.72 (16.44%)	362.38 (36.47%)	432.75 (19.42%)
地板	大亚圣象	主营人造板、地板。主营构成为：木地板 70.17%，中高密度板 25.36%，层压板等 3.85%，木门及衣帽间 0.08%等。	7048.26 (7.91%)	7261.28 (3.02%)	7298.01 (0.51%)	659.19 (21.82%)	724.80 (9.95%)	719.61 (-0.72%)
木门	江山欧派	主营木门研发、生产、销售与服务。主营构成为：模压门 55.44%，实木复合门 33.6%，橱柜 3.25%	1009.74 (31.74%)	1282.87 (27.05%)	2026.63 (57.98%)	137.53 (25.76%)	152.70 (11.03%)	261.29 (71.11%)

资料来源：wind，新时代证券研究所

近年来，为顺应精装房趋势，建材家居公司陆续布局工程销售渠道。帝欧家居旗下欧神诺拥有多年的自营工装服务团队优势，销售渠道以工程渠道为主，卫浴部门（帝王洁具）亦得益于渠道协同优势，积极拓展工装渠道，目前公司工程渠道收入占比已达70%；江山欧派的工程渠道收入份额近两年来由57%迅速增长至79%，目前工装收入已成为最主要的营收来源。相比之下，蒙娜丽莎与大亚圣象销售模式仍以经销渠道为主，工装收入占比不足40%，未来有较大提升空间。

表4：建材家居公司工程渠道收入情况

细分品类	公司	2017A		2018A		2019	
		工装收入 (百万元)	占比	工装收入 (百万元)	占比	工装收入 (百万元)	占比
瓷砖	帝欧家居	320.2	60%	3015.84	70%	4222.18	75.80%
	蒙娜丽莎	1502.74	52%	1187.1	37%	1545.01	40.62%
地板	大亚圣象	-	-	1815.32	25%	2541.45	34.82%
木门	江山欧派	-	-	731.24	57%	1793.77	88.51%

资料来源：wind，新时代证券研究所

建材家居企业产能相对集中，全国布局空间大。从产能布局来看，建材家居产能大多集中于东南沿海地区，生产基地的建设以公司所在地为主，其中浙江、广东、江苏为主要的建厂省份，而大亚圣象产能布局则较为分散，东北、华东、华南地区均有生产分部。近年来，建材家居龙头企业陆续开展产能扩张项目，比如帝欧家居与蒙娜丽莎均就近选择在广西藤县建立新增产能项目，江山欧派则在河南兰考建立新生产基地，进一步扩张华中地区产能。

图57：帝欧家居全国产能布局情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图58：蒙娜丽莎全国产能布局情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图59：大亚圣象全国产能布局情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图60：江山欧派全国产能布局情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

建材家居企业商服务模式以直销为主。建材家居企业与房地产开发商、装修装饰企业的合作主要分为直接合作与代理两种模式。直接合作即自营工程或直销模式，公司与地产开发商直接签订销售协议，进行战略集采，同时提供产品的运输、安装与售后服务，并与地产开发商进行货款结算，销售款项回收期与装修时长相关，应收账款账期较长。代理模式即通过代理商或工程服务商开发客户，公司只需向代理商提供产品，运输、安装、售后等服务则由代理商负责，由于该模式下公司直接与代理商结算货款，账期一般较短。目前，建材家居类企业以直销合作模式居多，并与多家大型房地产商建立了战略合作伙伴关系，随着公司与地产商合作期限的延长，龙头企业应收款账期将进一步缩减，回款能力提升，且大规模集采有利于增强龙头企业上游议价能力，成本优势将进一步凸显。

表5：建材家居公司商业模式以直营为主

细分品类	公司	商业模式
瓷砖	帝欧家居	瓷砖子公司欧神诺已建立自营工程服务团队，保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作，同时开发了雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型房地产客户，与敏捷、海伦堡、合正、华侨城、景瑞、电建、鸿通等大中型房地产开发商客户；卫浴部类正积极开拓直营工程业务，与碧桂园、雅居乐、龙湖等大型房地产开发商客户建立合作。
	蒙娜丽莎	与工程客户直接签订协议进行销售，与碧桂园、万科、保利、恒大、中海、绿地、融创等大型房地产商保持良好合作关系。
地板	大亚圣象	采用直销模式，不断加强与大客户的战略合作。
木门	江山欧派	对工程客户采用直销和通过工程服务商销售两种方式：直营工程客户即公司直接服务的规模较大的房地产开发商和装修装饰企业，合作方式为战略集采模式，直接与公司签订战略合作协议产品销售与服务配套提供，目前公司与恒大、万科、保利、阳光城、旭辉、中海等国内主要地产公司均建立了战略合作伙伴关系；通过工程服务商开发的规模较小的房地产开发商和装修装饰企业，工程服务商作为工程项目履约负责人，负责产品运输、安装和售后等服务，公司仅赚取产品销售收入。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、定制家居：行业发展必然趋势，集中度仍在提升

3.2.1、与海外市场相比，定制家居行业渗透率持续增加

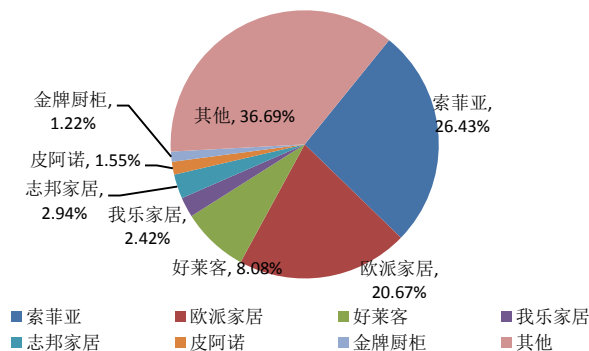
我国定制家居市场尚未走入成熟阶段，渗透率与行业集中度将继续提升。与传统家具相比，定制家居结合了手打家具的个性化设计优势与成品家具的工业化、规模化设计优势，能够满足消费升级环境下对外观设计与优质服务的需求，逐渐受到业主青睐，同时定制类产品零库存、高周转、柔性化特征也解决了传统家具企业的流动性困境。

欧美多国自 20 世纪 80 年代起已开始使用定制衣柜，定制家居行业发展已进入成熟期，相比而言，我国定制家居于 2000 年左右方才兴起，发展时间尚短，伴随智能化生产技术的发展，行业正处于上升期。从产品渗透率来看，我国定制家具产品整体渗透率约 30%，其中定制橱柜由于起步较早，渗透率已达 60%，定制衣柜渗透率快速提升至 30%，其他柜体渗透率不足 10%，与发达国家 60%-70% 的渗透率相比，仍有很大提升空间。

从行业格局来看，定制行业进入壁垒低，除规模较大、知名度较高的上市公司外，还有大量区域性品牌入场竞争。2019 年定制橱柜 CR4 仅 10.14%，欧派家居市场份额第一，但也仅有 5.64%。与美国橱柜厂商 56.5% 的 CR5 相比格局极为分散。定制衣柜格局相对较好，CR4 达 57.60%，其中索菲亚、欧派家居市场份额分别为 26.43%、20.67%，龙头优势明显。伴随个性化、高端化消费观念的演变，消费者对

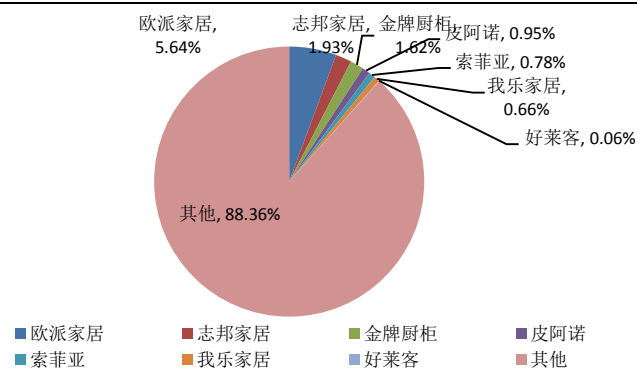
产品品牌、质量愈发看重，中长期市场份额有望向产能规模大、品牌效应强的头部企业集中，带动行业进一步整合。

图61: 定制衣柜格局相对较好, 19年CR4为57.60%



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图62: 定制厨柜竞争激烈, 19年欧派第一但仅有5.64%



资料来源: 奥维云网, 新时代证券研究所

为测算定制衣柜与定制厨柜在工程渠道端的市场规模, 我们增加如下简化假设, 其余假设同上:

- 1) 单套房屋配置定制衣柜的比例为 1: 2;
- 2) 精装房中, 2020 年-2021 年衣柜的配置率分别为 50%、60%;
- 3) 单套房屋配置定制厨柜的比例为 1: 1;
- 4) 精装房中, 2020 年-2021 年厨柜的配置比例均为 100%。

根据以上测算推断, 2016 年-2021 年, 定制衣柜与定制厨柜在工程渠道的市场总规模将由 128.55 亿元增加至 705.61 亿元, CAGR 达 32.82%, 其中, 定制厨柜市场规模较大, 2021 年预计达 496.69 亿元, 占比为 70.39%, 定制衣柜市场 2021 年预计达 208.92 亿元, 定制衣柜随着未来配置率的增加, 提升空间更大。

表6: 定制家居细分品类市场规模测算

项目	2016A	2017A	2018 A	2019 A	2020E	2021E
新房装修需求测算						
住宅商品房销售面积 (亿平方米)	13.75	14.48	14.79	15.01	15.24	15.46
其中: 现房占比	23.22%	21.58%	15.69%	12.13%	10.00%	10.00%
期房占比	76.78%	78.42%	84.31%	87.87%	90.00%	90.00%
住宅销售量 (万套)	1282.26	1336.14	1329.84	1323.54	1317.24	1310.94
精装房渗透率	12%	20%	27.50%	32.80%	38.10%	43.40%
精装房套数 (万套)	153.87	267.23	365.71	434.12	501.87	568.95
其中: 精装房现房套数 (万套)	35.72	57.66	57.37	52.67	50.19	56.89
精装房期房套数 (万套)	118.15	209.56	308.34	381.46	451.68	512.05
单套住宅平均面积 (平方米)	107	108	111	113	116	118
定制衣柜市场规模测算 (1: 2)						
单价 (元/套)	2800	3000	3100	3200	3300	3400
市场规模 (亿元)	20	38	57	73	149	209
定制厨柜市场规模测算 (1: 1)						
单价 (元/套)	9200	9300	9400	9500	9600	9700
市场规模 (亿元)	109	195	290	362	434	497

资料来源: wind, 中国产业信息网, 新时代证券研究院

3.2.2、代表企业分析

我们选择 6 家定制家具行业代表企业进行分析，其中索菲亚、好莱客主营定制或整体衣柜产品，欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺主营整体厨柜类产品，但各公司基本都实现了厨柜、衣柜、木门、卫浴等整体家居的多元化产品布局。

从经营情况看，欧派家居与索菲亚可划分为第一梯队，营收规模远超同行业竞争者，且逐渐进入稳定发展阶段；志邦家居、好莱客、金牌厨柜可划分为第二梯队，营收规模在 15-20 亿元区间；皮阿诺可归为第三梯队，目前营收规模已突破 10 万亿，但整体规模仍处于快速扩张期，近三年来营收保持 30% 左右的增长。从盈利情况看，相比于建材家居，定制家具企业净利润占营收比例普遍较高，均值在 10%。

表7：定制家居代表企业概况

细分 品类	代表 企业	主营业务	营收（百万元）（YOY）			归母净利润（百万元）（YOY）		
			2017A	2018A	2019	2017A	2018A	2019
定制 衣柜	索菲亚	主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售。主营构成为：衣柜及其配件 80.35%，定制厨柜及其配件 11.07%，家具家品 5.59%，木门 2.44% 等。	6161.44	7310.89	7686.08	906.77	959.07	1077.43
			(36.02%)	(18.66%)	(5.13%)	(36.56%)	(5.77%)	(12.34%)
	好莱客	主营板式家具研发、设计、生产和销售。主营：整体衣柜及配套家具柜体 87.14%，整体衣柜及配套家具组件 3.64%，橱柜 3.14%，木门 1.74% 等。	1853.25	2132.69	2225.15	348.00	382.24	364.52
			(30.02%)	(14.46%)	(4.34%)	(37.95%)	(9.84%)	(-4.63%)
	欧派家居	主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。主营构成为：整体厨柜 45.76%，整体衣柜 38.18%，定制木门 4.41%，整体卫浴 4.61% 等。	9710.18	11509.39	13533.36	1300.13	1571.86	1839.45
			(36.11%)	(18.53%)	(17.59%)	(36.92%)	(30.90%)	(17.02%)
定制 厨柜	志邦家居	主营整体厨柜、衣柜等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售和安装服务。主营构成为：整体厨柜 71.47%，定制衣柜 24.79%，木门 0.93% 等。	2156.88	2432.99	2962.14	234.22	272.90	329.43
			(37.38%)	(12.80%)	(21.75%)	(31.74%)	(16.51%)	(20.72%)
	金牌厨柜	提供整体橱柜的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。主营构成为：整体厨柜 83.82%，整体衣柜 14.37%，木门 0.36% 等。	1441.97	1701.68	2125.44	166.75	210.19	242.50
			(31.22%)	(18.01%)	(24.90%)	(73.29%)	(26.05%)	(15.37%)
	皮阿诺	主营定制橱柜、定制衣柜、全屋定制及配套家居产品研发、生产和销售。主要产品包括厨房、卧室、书房、客餐厅、儿童房等家居空间所需的整体橱柜、整体衣柜、整体书柜、整体酒柜、整体鞋柜、榻榻米及其家居配套产品等。主营构成为：定制厨柜及其配套家居产品 70.81%，定制衣柜及其配套家居产品 26.29% 等。	826.47	1110.27	1471.44	102.98	142.07	175.21
			(31.11%)	(34.34%)	(32.53%)	(17.64%)	(37.95%)	(23.33%)

资料来源：wind，新时代证券研究所

大宗业务渠道比例有待提升。分品类看，定制衣柜大宗业务渠道仍处起步阶段，整体占比低于定制厨柜，龙头索菲亚大宗业务收入虽已翻倍，但占比仅 12.23%，而好莱客大宗业务占比则不足 1%；定制厨柜 4 家企业的大宗业务占比均超过 15%，金牌厨柜大宗渠道占比已提升至 24.10%，皮阿诺 2019 年大宗收入占比达 45.05%。总体而言，定制家具销售模式仍以经销零售渠道为主，但大宗业务收入占比正迅速提高，未来受益于精装市场扩容，大宗渠道有望进一步增长。

表8: 定制家居公司大宗业务渠道收入情况

细分品类	公司	2017A		2018A		2019	
		大宗收入 (百万元)	占比	大宗收入 (百万元)	占比	大宗收入 (百万元)	占比
定制衣柜	索菲亚	282.81	4.59%	584.14	7.99%	940.01	12.23%
	好莱客	0.04	0.00%	1.30	0.06%	11.79	0.53%
	欧派家居	964.11	10.08%	1417.62	12.51%	2159.92	15.96%
定制橱柜	志邦家居	395.90	18.35%	390.75	16.06%	657.60	22.20%
	金牌厨柜	123.73	8.58%	202.52	12.10%	512.23	24.10%
	皮阿诺	148.29	17.94%	306.45	27.60%	662.88	45.05%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

定制家居全国产能分布较为集中。从主要生产基地来看, 由于产业集群优势, 定制家居企业总部多位于华南地区 (主要为广东省), 同时陆续新增品类或在其他区域新建智能化基地, 进一步拓展产能与市场, 逐步形成了华中 (以河南为中心)、西南 (以四川为中心) 等新兴产业基地。

行业龙头索菲亚与欧派家居均在全国范围内广泛布局, 形成了辐射华北、华中、华东、华南、西南等多区域的全国性产销网络, 产品运输半径缩小, 有助于供货效率提升; 好莱客的华南三角 (萝岗、从化、惠州) 基地已经成型, 并着手全国三角基地布局, 目前已在湖北开设工业 4.0 智造新基地; 金牌厨柜、皮阿诺近年来亦向北扩张产能, 分别在江苏与河南投资生产项目。

图63: 索菲亚全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图64: 好莱客全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图65: 欧派家居全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图66: 志邦家居全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图67: 金牌厨柜全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图68: 皮阿诺全国产能布局情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

整装楼盘为主要 B 端渠道, 积极开发代理商。从商业模式看, 定制家居公司的大宗业务渠道主要为直营, 即为“拎包入住”型整装楼盘提供精装修配套的厨柜、衣柜产品与设备安装服务, 龙头企业均与国内头部地产开发商建立起长期战略合作关系, 同时欧派家居、志邦家居等企业已形成了直营与代理相结合的大宗业务模式, 与知名度较高的家装公司开展合作, 并积极布局全国范围核心代理商网络, 进一步增强区域性市场渗透率与竞争力。

表9: 定制家具公司工程渠道商业模式情况

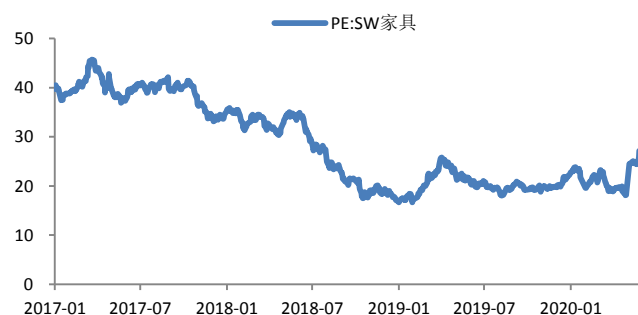
细分品类	公司	商业模式
定制衣柜	索菲亚	公司于 2003 年已经进入大宗业务领域, 提供室内家居收纳系统、厨房收纳系统、室内门系统、家具家电等全屋定制产品, 承接地产、酒店、企事业、长租公寓、学校、医院等样板房及工程批量项目, 已与恒大地产、保利地产、融创地产、招商地产、中南地产、中国金茂等知名地产商建立长期战略合作关系; 与万科地产、绿地集团、中海地产、华润置地等近百家地产公司达成深度合作。
	好莱客	已形成与万科、碧桂园、恒大、保利、富力、中海等头部房地产开发商的战略合作, 开发楼盘 54 个, 以拎包入住套餐为入口触达新收楼的客户。
定制橱柜	欧派家居	公司直接选择和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展合作, 在整个客户服务环节, 负责提供产品生产制造以及营销支持培训, 家装公司负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。与 47 家国内百强地产达成战略合作, 以精装修配套整体衣柜、厨柜为主开展大宗业务, 由公司与房地产开发商 (直接签约或通过区域经销商) 或工程承包商签订产品供应与安装合同, 工程服务商作为项目履约实际操作人, 负责相关产品的设计、运输、安装和售后等具体业务, 公司与工程服务商签订供货协议, 由公司负责供货, 监督工程服务商履约项目。
	志邦家居	大宗业务以与全国或区域性龙头地产公司战略合作及全国业务代理相结合的模式, 为 B 端大型精装地产商提供合理设计、按需定制、批量制造、准期交付的产品和服务, 间接服务于 C 端业主。
	金牌厨柜	大宗业务分为直营与代理两种模式。直营模式为房地产项目生产、销售配套整体厨柜产品, 按照合同计划安排生产、发货、安装和收取货款, 目前已与 38 家房地产百强企业签订战略合作伙伴协议。代理销售即公司通过工程代理商销售房地产项目配套整体厨柜产品的业务销售。根据订单组织生产, 完工后将产品运送至工程代理商对应的物流公司指定的交货地点或选择自提产品, 目前公司正积极培育核心代理商, 增强区域市场竞争力与服务能力。
	皮阿诺	公司通过与保利地产、阳光 100、奥园等全国知名房地产商建立合作关系, 以大型房地产项目精装修配套整体橱柜及配套柜体为主开展大宗业务, 并加大工程经销商招商力度, 扩大全国工程经销覆盖区域。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、家居板块估值：短期受竣工与事件催化抬升

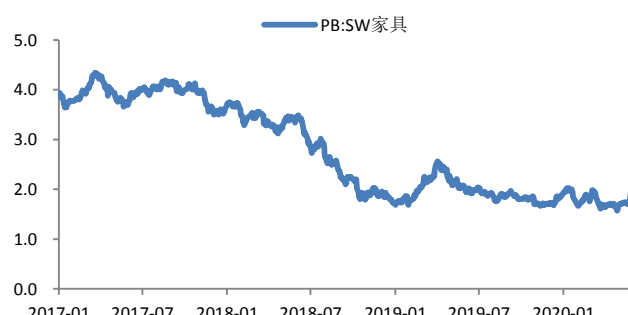
从估值情况看,截至2020年5月29日,申万家具板块PE(TTM)与PB(MRQ)分别为28.13X与1.96,5月估值水平较2020Q1略有抬升,且PE向历史均值回归趋势较为明显。

图69: 家具板块历史 PE 走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图70: 家具板块历史 PB 走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、投资策略：竣工驱动，优选市占率有显著提升空间的公司

2020年,房地产竣工回暖与精装红利释放趋势增强,重点推荐两大方向。一是地产回暖趋势中,竣工与交付好转提振短期家居需求,具备品牌背书、产品升级、全渠道销售能力的定制家居。二是中长期精装趋势将延续,建材型家居受工程端业务驱动,市场份额有显著提升空间的公司。

建材家居: 直接受益于地产竣工、销售和交房数据回暖、精装房渗透率提升。

1) 瓷砖: 工程零售齐发力,新渠道开拓顺利的**帝欧家居**; B端、C端双轮驱动,藤县生产线布局自产率优势明显的**蒙娜丽莎**。**2) 木地板:** 品牌形象深入人心,绿色产业链保证产品质量,估值较低的人造板龙头**大亚圣象**。**3) 户内门:** “年产120万套木门”项目产能扩张,行业市占率第一、产品矩阵完善的**江山欧派**。

定制家居: 消费升级与供给侧改革赋予产业优化升级,工程业务端有增长潜力。

1) 欧派家居: 合作大家装企业,工程代理商实力强,品类丰富、渠道布局占绝对优势的**欧派家居**;**2) 志邦家居:** 与TOP地产商合作深化,大宗橱柜起步早,并向衣柜、木门积极拓展;**3) 金牌橱柜:** 整体橱柜先锋,全产业链技术领先;**4) 好莱客:** 大家居融合推进,产品升级有效改善毛利率。

表10: 重点跟踪上市公司盈利情况

所属 板块	公司 代码	公司 名称	营收增速(%)			净利润增速(%)			ROE(%)			PB
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
建材家具	603208.SH	江山欧派	31.74	27.05	57.98	25.76	11.03	71.11	19.11	14.59	21.69	9.10
	002798.SZ	帝欧家居	24.85	707.31	29.29	7.69	598.10	48.70	6.66	17.71	16.42	3.98
	000910.SZ	大亚圣象	7.91	3.02	0.51	21.82	9.95	-0.72	20.61	18.53	15.32	1.61
	002918.SZ	蒙娜丽莎	24.33	11.02	18.57	29.5	20.11	19.42	20.05	15.20	15.82	4.36
定制家居	603833.SH	欧派家居	36.11	18.53	17.59	36.92	20.9	17.02	28.55	22.80	21.49	5.56
	603180.SH	金牌橱柜	31.22	18.01	24.90	73.29	26.05	15.37	29.20	22.83	22.11	4.54
	603801.SH	志邦家居	37.38	12.80	21.75	31.74	16.51	20.72	19.80	15.28	17.33	3.68

资料来源: wind, 新时代证券研究所

6、风险提示

- 1) **房地产市场调控风险：**家居行业地产后周期明显，国家限价、限贷等调控政策为下游家装家居需求带来不确定性，进而对企业经营造成影响。
- 2) **疫情影响下业绩不达预期风险：**受肺炎疫情影响，多数企业复工复产进程延迟，或将影响全年产销计划的完成。
- 3) **原材料价格波动风险：**家具生产中原材料成本占比较高，伴随国家环保政策趋严，原材料供给收紧、加工成本提高导致原料价格波动，对公司平稳经营产生负面影响。
- 4) **市场竞争加剧风险：**家居行业中小企业众多，行业集中度较低，同业竞争拉低行业平均盈利水平；弱势企业通过仿冒进行恶性竞争，不利于行业稳健运行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>