

家具行业增长平稳，结构性机会更佳

—3 家家俱制造行业上市公司综合评述

研究主持：吴君亮；分析师：王喜；助理分析师：刘雄辉

自改革开放之后，随着国内房地产业的兴起，中国家具行业也经历了三十几年的快速发展期，并在 2006 年成为了世界第一大出口国，地位一直捍卫至今。2010 年，国内家具同比增长 27.8% 达到 7.7 亿件后由于房地产行业景气度逐渐走弱，家具行业规模产量增速有所放缓，产量规模整体保持稳定，2010 至 2015 年复合年均增长率不足 5%，据最新中国产业信息网数据，2016 年全年，国内生产家具 7.9 亿件，同比增长 1.27%，增速进一步回落。

收入方面，以规模以上家具企业为例，其主营收入和利润总额近年来结束了 2009 年至 2011 年底高速增长态势（2009 年至 2011 年，营收同比增长分别为 37.7%、46.2% 与 55.5%），2010 至 2014 年收入复合年均增长率为 19.8%，利润总额年复合增速为 28.3%，2015 年规模以上家具企业营收增速回落至 9.2%、利润增速回落至 14.03%。2016 年全年我国家具行业规模以上企业主营业务收入达到 8559.5 亿元，同比增长 8.6%，行业实现利润总额达到 537.5 亿元，同比增长 7.9%。虽然行业收入与净利润增速有所放缓，但仍远高于产量增速，显示出国内家具行业通过产业升级从量的增长转向质的提升，并且产品附加价值有所提升，家具行业存在较好的结构性机会。

虽然在 2016 年 10 月初，国内政府对房地产行业实施了新一轮调控，作为后地产周期的家具行业的景气度也会逐步下降。但家具和地产并非是简单的线性关系，地产政策的收紧影响的更多的是销量，而龙头企业有望在渗透率、客单价和产品品类上不断提升，维持业绩的稳健增长。

一、评述范围

我们中股价值线研究收录的上市家具制造企业共 3 家，分别是索菲亚，美克家居及宜华生活。这 3 家公司成长动能和安全稳定指数、股价所处 JW4 点区位及预期股价区间详见下表：

单位：元

| 公司名称 | 成长动能分类 | | 安全稳定指数 | | 最近合理 买入价 | 未来三年 股价区间 高/低 | 2017-3-9日 股价所在JW4 点位置 |
|------|--------|----|--------|----|-------------|---------------------|-----------------------------|
| | 最新一期 | 上期 | 最新一期 | 上期 | | | |
| 索菲亚 | 1 | 1 | 1 | 1 | 45 | 85 / 65 | 62.53 / B |
| 美克家居 | 1 | 1 | 2 | 2 | 12 | 20 / 16 | 14.06 / B |
| 宜华生活 | 1 | 1 | 2 | 2 | 10 | 20 / 15 | 11.67 / B |

数据、图表来源：股票估值网

从上表可以看出，3 家公司中索菲亚在最新的成长动能指数与安全稳定系数指标中均维持 1 号不变，这主要是受益于我国定制家具占比不断提升，而处于国内衣柜细分市场的龙头，索菲亚目前积极推进“定制家”战略，公司拥有智能制造和线下渠道优势，其业绩近年来增长迅猛。而在最新的指标评级中，美克家居由于在由制造商向零售商转型后门店拓展迅速并形成了以美克美家为主，A.R.T、ZEST、REHOME、YVVY 等中高端品牌为辅的产品集群，营收与净利润也维持稳健增长，因此维持成长动能为 1、安全稳定指数为 2 号不变。2016 年宜华生活受美国西海岸罢工事件影响消除，外销与内销均实现较快增长，并且公司正在谋求自上游资源到下家居消费终端布局以打造泛家居生态产业链，故维持上期成长动能为 1、安全稳定指数为 2 的评级。从 JW4 点来看，目前，三家公司均处于 B 点位置，说明估值较为合理，投资者可适当关注。

二、行业分析

目前，国内整个家具行业市场规模高达 1.2 万亿，规模庞大，但随着中国经济发展步入“新常态”，近年的家具行业产量增速逐渐放缓，但行业的营收规模与净利润增速仍远高于产量增速，这就说明行业的驱动力已经从产量增长转向于质量与品牌知名度方向提升，投资机会将出现结构性特征。

1. 外销增速放缓，内销成为行业增长新驱动力

受欧、美两大传统出口市场需求疲弱、以及以越南为代表的东南亚国家出口竞争力增强等因素影响，我国家具出口竞争力近年来趋弱，出口增速大幅放缓。2002-2012 年，我国家具及零部件出口额复合年均增长率为 24.72%，但自 2013 年来迅速放缓，2013 年与 2014 年增长率分别放缓至 6.15%与 0.38%，2015 年得益于人民币大幅贬值，我国出口家具及零件总额增速相比上年同期回升至 1.5%。2016 年虽然人民币幅度仍然较大，但由于国外市场需求疲软，国内全年家具及其零件出口累计金额为 477.8 亿美元，同比下降 9.5%，增速创新低。

与国内家具出口增速由快至慢、由正转负不同，家具内销则保持稳定增长，营收占比逐年提升，国内市场已成为我国家具行业发展的新驱动力。由于我国家具企业出口多以 ODM/OEM 模式为主，在过去很长一段时间内，以出口为主要驱动力的发展形态导致了企业自有品牌塑造不足，而在目前内销为主要的驱动环境下，品牌形象和自有渠道的建设变得愈发重要，仅从国内家具市场销售额增速远高于销量的增速就可见一斑。

2. 行业集中度逐步提升，利于大企业提升市场份额

据家具协会统计，目前我国家具行业约有 7 万家企业，而主营业务收入而主营业务收入在 2000 万元以下的中小厂家高达 6.5 万家，市场占比达 70%以上，而从单一企业收入来看，目前我国尚无一家家具企业市场占比超过 1%。但从趋势上来看，家具行业集中度近年来逐步提升。据国家统计局数据，截至 2016 年底，我国共有规模以上家具企业 5561 家，较上年度未增加 271 家，增幅为 5.12%，较 2014 年增加 619 家，2 年内增幅 12.53%。行业集中度逐步提升的原因是，小企业缺乏对市场的准确预判或受制于自身筹资能力，大多为国内外知名企业提供代工生产和配套生产而缺乏对自有品牌和销售渠道的建设，在当前国外市场需求疲软而国内市场竞争加剧的市场环境中，中小企业生产经营每况愈下，面临倒闭和淘汰。与小企业不同的是，大企业对市场的趋势把握准确且有足够的资金整合资源拓展销售渠道并打造自有品牌，在市场竞争中优势愈加明显。

3. 定制家具市场增长迅速，潜力巨大

近年来，定制家具行业市场规模迅速扩大，据测算，2016 年我国定制家具总市值达 1800 亿元，占木质家具市场的 15% 左右，其中橱柜和衣柜定制化渗透率最高，分别达 60 与 30%。而其余定制归类产品渗透率不及 10%，具有很大的增长空间，定制家具行业成长潜力巨大。

在定制家具行业中整体衣柜细分行业发展历程仅 10 余年，但发展迅速，2010-2015 年定制衣柜市场份额从 20%增长至 45%，2016 年预计提升至 50%左右，行业处于上升期，参考国外的发展经验，整体衣柜的市场占有率可超过 70%，行业的成长空间依然广阔。目前国内定制家具市场的规模约占整体家具市场 10%的份额，据市场预测，未来 3 年我国整个衣柜市场规模年均复合增速不低于 10%，其中整体定制衣柜行业增速将不低于 20%，定制家具市场的规模占比也将逐步提升。

定制家具市场取得迅速发展的原因有：1，随着城镇化进程加快，人们对提升住宅空间利用率需求增多；2，随着居民收入水平的提高，人们更加关注于生活品质；3，定制化家具消费者在年龄层中具有年轻化趋势，这将意味着追求个性化产品的年轻人对于定制家具的消费比例将提升。由于以上因素在未来数年内将持续发挥作用，定制家具规模也将在相当长的时间内实现较快增长。

三. 盈利趋势

下表为 3 家家具制造公司季度业绩汇总表。可以看出从 14Y4Q 至 16Y3Q 这 8 个单季度时间段内，3 家公司的总营收增速呈现

出震荡向上走势。具体来看，进入2015年后，行业的主营业务收入增速在国内房地产市场回暖、景气度回升的环境中开始逐渐回升，增速从2015年第1季度的2%提升至2016年第3季度的38%。跟行业收入规模增速走势不同，行业扣非后净利润增速则处于逐步下降趋势当中，其主要原因是进入2015年后家具行业板材价格逐步上升，使得行业毛利率逐步降低所致。

3家家具制造上市公司季度业绩汇总

单位：亿元

| 指标 | 14Y4Q | 15Y1Q | 15Y2Q | 15Y3Q | 15Y4Q | 16Y1Q | 16Y2Q | 16Y3Q |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 2646 | 1857 | 2624 | 2733 | 3433 | 2151 | 3247 | 3765 |
| 同比变化 | 5% | 2% | 5% | 8% | 30% | 16% | 24% | 38% |
| 净利润(扣除) | 282 | 198 | 404 | 401 | 352 | 225 | 492 | 508 |
| 同比变化 | 42% | 8% | 26% | 42% | 25% | 14% | 22% | 27% |
| 毛利率 | 47% | 43% | 43% | 45% | 39% | 43% | 43% | 41% |
| 期间费用率 | 33% | 30% | 22% | 25% | 25% | 30% | 23% | 23% |
| 净利润率 | 11% | 11% | 15% | 15% | 10% | 10% | 15% | 14% |

数据、图表来源：股票估值网

下表是我们研究覆盖的3家家具制造上市公司季度业绩变化比较表，从图表中可以看出，近8个季度业界营收增长提速而总利润(扣除)增速逐步下滑事实上是由美克家居营收与业绩变动所导致。2014年美克家居开始逐步退出处于亏损的海外OEM业务而向品牌制造商转型，公司OEM业务收入下滑使得公司4季度营收出现小幅下滑，但由于公司高毛利率的自有品牌零售业务占比提升，公司的盈利能力迅速增强，推动净利润实现大幅增长。2015年底美克家居彻底退出OEM业务，而以自美克美家为首的品牌零售端业务开始发力，公司营收增长进入提速阶段，但另一方面由于行业板材价格一直处于上升趋势当中，公司毛利率随着OEM业务完全退出，利好影响出清后，开始加速下滑。2016年第3季度，美克家居毛利率为55%，较上年同期下滑4pct。

对比三家公司的主营收入增速，索菲亚的营收与净利润增长最为快速且稳健，近8个单季度的增速都维持在30%-45%之间，净利润增速基本处于30%-50%区间。增长来源一方面是由于索菲亚经销商门店迅猛增加（2016年前3季度，公司门店新增150家至1750家），另一方面来自于随着“799”促销方案的持续推进公司线上与线下客户数量不断增加。而宜华生活的收入增速大致呈现波动上涨趋势，这主要得益于2015年下半年后美国西海岸罢工影响已消除，加上人民币贬值速度不断加快，利于公司家具出口，与此同时国内房地产2015年迎来复苏，公司家具内销业务也取得较快增长，在两因素共同作用下公司营收增长提速。

3家家具制造上市公司季度业绩变化比较

单位：百万

| 指标 | 公司名称 | 14Y4Q | 15Y1Q | 15Y2Q | 15Y3Q | 15Y4Q | 16Y1Q | 16Y2Q | 16Y3Q |
|--------------------------|------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 主营收入 ----- 同比变化 | 索菲亚 | 829 30% | 440 41% | 719 34% | 913 33% | 1125 36% | 643 46% | 1026 43% | 1302 43% |
| | 美克家居 | 763 -1% | 634 12% | 655 -7% | 741 9% | 829 9% | 692 9% | 793 21% | 954 29% |
| | 宜华生活 | 1054 -6% | 783 -17% | 1251 0% | 1079 -8% | 1479 40% | 816 4% | 1427 14% | 1509 40% |
| | 汇总 | 2646 5% | 1857 2% | 2624 5% | 2733 8% | 3433 30% | 2151 16% | 3247 24% | 3765 38% |
| 净利润(扣除) ----- 同比变化 | 索菲亚 | 127 33% | 36 51% | 98 43% | 139 37% | 178 40% | 51 43% | 147 50% | 202 45% |
| | 美克家居 | 75 67% | 39 18% | 87 43% | 74 38% | 98 31% | 43 11% | 89 3% | 87 18% |
| | 宜华生活 | 80 38% | 123 -2% | 220 15% | 188 47% | 76 -5% | 131 6% | 257 17% | 219 16% |
| | 汇总 | 282 42% | 198 8% | 404 26% | 401 42% | 352 25% | 225 14% | 492 22% | 508 27% |
| 毛利率 ----- 期间费用率 | 索菲亚 | 38% 20% | 36% 24% | 36% 19% | 40% 19% | 38% 18% | 34% 23% | 37% 19% | 37% 18% |
| | 美克家居 | 76% 47% | 58% 51% | 63% 47% | 59% 46% | 65% 47% | 58% 50% | 63% 48% | 55% 46% |
| | 宜华生活 | 35% 19% | 34% 16% | 36% 15% | 40% 16% | 24% 16% | 37% 18% | 36% 16% | 35% 16% |
| | 汇总 | 47% 33% | 43% 30% | 43% 22% | 45% 25% | 39% 25% | 43% 30% | 43% 23% | 41% 23% |

数据、图表来源：股票估值网

下表为3家家具制造上市公司年度业绩汇总表。2010年后随着家具行业规模产量增速放缓（2010至2015年复合年均增长率不到5%左右，2016年产量增速进一步放缓至1.27%），行业主营收入增速与净利润增速水平也呈现震荡下滑趋势，2013年-2015年我们研究覆盖的三家公司总体营收与净利润（扣除）增速分别下滑6.7pct与38.7pct至12.0%与26.9%，但整体而言都大幅超过产量的复合年均增长率，这主要是由于近些年大型家具制造企业注意打造品牌知名度，提升了品牌附加价值，毛利率得到了提高而增厚了利润。而2016年由于房地产景气度有所回暖，以定索菲亚为首定制家具细分行业迅速迎来复苏，推动整个家具行业实现较快增长。2016年，预计该三家家具制造上市公司营收增速将达26.8%，对应净利润增速将达28%。展望后期，在衣柜与橱柜定制家具的兴起与逐步向其他细分家具渗透，同时随着行业集中度低提高，大型企业的品牌附加价值也将继续得到提升从而使业内毛利率逐渐提升，扣非后净利润增速在未来两年可望维持在25%以上高位。

3家家具制造上市公司年度业绩汇总

单位：亿元

| 指标名称 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 72.0 | 85.5 | 95.0 | 106.5 | 135.0 | 175.5 | 219.4 |
| 同比变化(%) | | 18.7% | 11.1% | 12.0% | 26.8% | 29.9% | 25.0% |
| 净利润(扣除) | 4.8 | 8.0 | 10.7 | 13.5 | 17.3 | 23.8 | 30.8 |
| 同比变化 | | 65.6% | 33.1% | 26.9% | 28.0% | 37.5% | 29.4% |
| 毛利率 | 37.2% | 39.2% | 42.0% | 41.9% | 41.2% | 40.7% | 40.5% |
| 期间费用率 | 27.7% | 26.5% | 26.9% | 24.9% | 24.2% | 22.9% | 22.0% |
| 净利润率 | 6.7% | 9.4% | 11.2% | 12.7% | 12.8% | 13.6% | 14.1% |
| 分红率 | 38.4% | 38.1% | 38.8% | 44.7% | 28.8% | 27.9% | 27.0% |
| 总资产报酬率 | 3.7% | 5.7% | 6.8% | 6.5% | 7.8% | 9.1% | 9.9% |
| 净资产收益率 | 5.8% | 8.8% | 9.6% | 11.1% | 12.9% | 15.5% | 17.3% |
| 年平均市盈率 | 25.9 | 21.0 | 25.1 | 31.2 | 黑体数据为预测数据 | | |
| 市营收比 | 1.7 | 2.0 | 2.8 | 4.0 | | | |

数据、图表来源：股票估值网

从下表来看，索菲亚由于在2015年在终端推出“799、899”特价活动，通过低价策略，以价换量占领市场，销量提升明

显带动营收大增35%左右，而推动净利润同比增长40%。进入2016年后，公司低价促销策略持续推进使得门店进客量不断提升，加上公司新增门店数量不断增加，公司营收与净利润增速继续维持高位。根据公司近期披露的业绩快报，2016年全年公司实现营收45.30亿元，同比增长41.75%，实现归母净利润6.64亿元，同比增长44.74%。未来公司凭借其在衣柜定制市场的领头定位与橱柜定制市场的迅速拓展，其收入增速依然能保持在30%以上；美克家居在2015年通过改善业务结构与提升门店数量，公司盈利能力持续提升，这也是公司最近三年营收规模变化不大的情况下，净利润持续快速增长的主要原因，并且公司通过加大成套销售力度与提高成交数量和订单价格策略初显成效，预期2016年公司营收增长19%，净利润增速为11%；宜华生活外销业务收入比重超过70%，受2015年上半年美国西海岸罢工事件影响，公司2015年营收增长仅4%。进入2016年后，随着罢工影响消除，同时公司将业务重心转移至国内市场，使得公司营收增长提速，预计2016年与2017年公司营收增速分别达22%与31%。

3家家具制造公司数据对比总汇

| 公司名称 | 主营收入 (亿) | | | | 净利润 (亿) | | | | 毛利率 | | | |
|------|----------|------|------|------|---------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 主营收入年成长率 | | | | 净利润年成长率 | | | | 期间费用率 | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 索菲亚 | 24 | 32 | 45 | 62 | 3 | 5 | 7 | 9 | 37.4% | 37.8% | 37.5% | 37.4% |
| | 32% | 35% | 42% | 38% | 34% | 40% | 45% | 39% | 19.7% | 17.9% | 17.5% | 17.3% |
| 美克家居 | 27 | 29 | 34 | 40 | 2 | 3 | 3 | 4 | 58.7% | 61.3% | 59.9% | 60.0% |
| | 1% | 5% | 19% | 18% | 44% | 34% | 11% | 33% | 46.7% | 47.1% | 46.6% | 45.2% |
| 宜华生活 | 44 | 46 | 56 | 73 | 5 | 6 | 8 | 10 | 34.2% | 32.8% | 32.8% | 33.0% |
| | 8% | 4% | 22% | 31% | 29% | 16% | 24% | 38% | 18.5% | 16.0% | 16.1% | 15.4% |
| 汇总 | 95 | 106 | 135 | 175 | 11 | 14 | 17 | 24 | 42.0% | 41.9% | 41.2% | 40.7% |
| | 11% | 12% | 27% | 30% | 33% | 27% | 28% | 38% | 26.9% | 24.9% | 24.2% | 22.9% |

数据、图表来源：股票估值网

四. 证券市场表现及估值

最近一年A股走势较为稳健，基本处于窄幅震荡向上趋势当中，2017年3月31日，沪深300收于3456.05点，家居用品概念板块指数收于3413.59点。从下表可以看出，不管从中长期还是短期，家居用品板块指数均跑赢沪深300指数：近一年沪深300指数上涨幅度为7.27%，而家居用品板块上涨幅度为18.15%，涨幅高于大盘10个百分点；而近一周，大盘指数下跌0.96%，而家居用品下跌0.94%，在大盘处于弱势格局下家居用品板块走势接近市场。家居用品板块涨幅持续高于大盘涨幅预计主要原因是尽管国内宏观经济增速下行，但家居行业在品牌建设与定制家具细分市场增长推动下整个行业营收与净利润维持稳健增长，从而受到投资者青睐。

| 指数名称 | 最新 | 本周股价表现 | 近13周股价表现 | 近52周股价表现 |
|-------|---------|--------|----------|----------|
| 沪深300 | 3456.05 | -0.96% | 4.41% | 7.27% |
| 家居用品 | 3413.59 | -0.94% | 11.27% | 18.15% |

数据、图表来源：股票估值网

细看这三家公司市场表现，在近52周，索菲亚股价因受其持续较快的业绩增长作为支撑，上涨幅度更是达到了63%，大幅高于大盘指数与行业板块指数涨幅，表现相当亮眼。近13周公司股价也增长27%，明显好于行业和市场，走势相当强势。估值方面，宜华生活估值水平相对偏低，其PE为20倍，PEG不超过1，投资者可以重点关注。虽然索菲亚股价在过去一年经过一轮较大涨幅，使得其PE达到了47倍，但相对预期未来三年的38%营收复合增长率与40%的净利润复合增长率其目前估值并不算高，也处于合理位置，若近期价格回调或是不错的投资机会。

| 公司名称 | 本周股价表现 | 近13周股价表现 | 近52周股价表现 | 年成长率（15-18年） | | PE | 拖移PE | PEG | PB |
|------|--------|----------|----------|--------------|-----|----|------|------|------|
| | | | | 营收 | 净利润 | | | | |
| 索菲亚 | 2% | 27% | 63% | 38% | 40% | 47 | 55 | 1.19 | 8.18 |
| 美克家居 | 1% | 4% | 17% | 18% | 20% | 28 | 30 | 1.36 | 2.95 |
| 宜华生活 | -3% | 7% | -1% | 25% | 30% | 20 | 25 | 0.67 | 2.31 |

数据、图表来源：股票估值网

七、行业公司点评

索菲亚：公司是定制衣柜市场的领跑者，2013年自公司实施大家居战略以来，增加了客厅类柜体产品，借助索菲亚优质的渠道资源，新增家具定制品种增长迅速。截至2016年3季度，公司拥有索菲亚品牌专卖店接近1800家，销售网络宽广。司米橱柜依靠索菲亚品牌渠道网络实现快速扩张，并形成良性互动，截至2016年三季度公司橱柜专卖店已有450家，实现收入2.35亿元，到年底预计专卖店总数将达到500家，2017的目标是700-800家，橱柜业务收入预计将突破7亿元，并逐步转亏为盈。随着公司供应链整合能力的提升，设计、生产环境的磨合带动一次安装成功率的提升和规模化效益显现，未来橱柜业务将成为公司业绩的重要增长来源。

美克家居：公司是国内中高端家具制造龙头企业，2016年全面停止了代工业务，标志着公司完成从制造商向零售商的转型。目前公司正在打造以美克美家为主，A.R.T、ZEST、REHOME、YVVY等中高端品牌为辅的产品集群，以实现再次从家具零售商向品牌制造商转型。截至2016年9月底，公司美克美家新增门店2家、A.R.T品牌新增门店10家至两品牌专卖店均达80余家，公司Rehome新增4家店面至7家、YVVY新增1家店面至4家，互联网定制新品牌Zest正处品牌建设期，项目正处于有序推进中。从收入端来看，2016年1-9月公司零售家具商品实现收入同比增长24%，其中实木家具、沙发分别同比增长约19%与30%；批发家具商品实现营收同比增长8%。在未来，随着各品牌新增门店的增加和存量门店的接单量和客单价的提升，公司营收规模有望保持稳健增长。