



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

从国际对比看家居门店赚钱潜力

轻工制造

2023 年 11 月 13 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号：S1500522020003

邮箱：lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

从国际对比看家居门店赚钱潜力

2023 年 11 月 13 日

本期内容提要：

- **报告导读：**周期轮回、价值再造，本文通过梳理美日韩家居龙头的关键发展阶段、坪效变化以及地产周期影响，探讨两个问题：①企业是否能够、何时以及如何脱钩地产；②如何突破全球坪效天花板&拆解高盈利的直营大店门店模型。
- **存量时代，海外家居龙头拾级而上。**我们认为：①长周期下龙头业绩表现难以完全脱钩地产，存量市场里家居收入与住房销售呈一定同步性；其中宜得利为代表的零售型公司受地产周期影响相对较小、且坪效较稳定，家得宝&汉森有家装关联业务的公司受地产周期影响更大。②但龙头公司通过及时调整业务布局、迎合消费习惯和渠道的变化，可以在较长一段时间内穿越周期。③坪效全球横向对比看，不同国家的龙头坪效上限接近；纵向对比看，多数公司坪效随着门店扩张略有下降，但 2019 年以后家得宝依托强大供应链以及多年 Pro 业务基础、重新发力 MRO，坪效打破全球天花板。
- **参考国际、立足国内，扩单值仍是夯实店面盈利的重中之重。**虽然以宜得利为代表的零售型企业受地产长周期影响较小，但我们认为中国出现此类综合型家居巨头的概率不大，主要因国内完善的供应链集群以及发达电商生态，使中小件用品的线上性价比整体优于线下；而日本由于电商和实体店的税费一致、且线下租金整体便宜，传统企业在线下打造产品和服务综合优势的难度小于国内。但不排除出现相对高频中小件比如床垫、坐便器等品类专业型龙头。**门店 UE 模型来看：**①**创收方面**，坪效作为体现门店创收的重要指标，虽然国内门店模型和海外有所差异，但当前国内龙头的坪效已接近全球较高水平，未来进一步提升或可借鉴汉森 Rehaus、家得宝 Pro 发展路径。且我们认为定制龙头目前的零售整装仍是以增量客户数为主、单值上并没有实现相较于家得宝从 DIY 到 PRO 的跃升，未来品类融合仍有较大提升空间。②**费用方面**，对比宜得利的盈利模型，直营毛利率与国内接近，但宜得利租金优势较明显，标品服务成本低，支撑其直营大店可实现 17%经营利润率。综上我们认为，在中国现实环境下，店铺经营成本明显降低的概率不大，未来提升店面盈利的重中之重或仍在于提坪效（主要是扩单值）。
- **投资建议：**看好具备持续做大客单值潜力的企业。家居作为兼顾地产后周期和大宗消费双重属性的消费品，我们一直认为对行业和企业认知需要更多耐心和信心。海外龙头历经地产和经济周期轮回，虽然尚未完全摆脱地产影响、成长历程经验和教训并存，但我们也看到优秀的企业在不断打破发展瓶颈，成就世界巨头。中国消费和存量房地产市场广阔，当前国内家居龙头市占率仍然较低，我们看好国内具备持续做大客单值潜力的企业，外部环境调整期加速长期战略落地。持续推荐阿尔法标的欧派家居、志邦家居、顾家家居，低估弹性索菲亚、金牌

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

厨柜，优质赛道龙头慕思股份、喜临门、箭牌家居。

风险因素：宏观经济环境波动风险；地产销售大幅下滑风险。

目 录

投资要点	6
一、存量时代，海外龙头拾级而上	7
1.1 汉森：韩国橱柜龙头，渠道变革有迹可寻	7
1.2 宜得利：深耕家居内饰零售，穿越地产周期	11
1.3 家得宝：美国最大建材零售商，PRO 打造第二成长曲线	16
二、立足国内，扩单值仍是夯实店面盈利的重中之重	22
三、投资建议	26
四、风险因素	27

表 目 录

表 1：宜得利全流程降低费用打造产品价格竞争力	13
表 2：家得宝三种客户类型	17
表 3：重点公司估值表	26

图 目 录

图 1：1960-1990 年韩国城市化率及 GDP 提升	7
图 2：韩国竣工住宅数量 1990 年以后趋于稳定	7
图 3：韩国房屋交易量	7
图 4：韩国房屋交易量同比变化	7
图 5：汉森成立之际韩国城镇化率 40%，随后持续提升	8
图 6：汉森在韩国室内家具市占率保持第一	8
图 7：汉森三大事业部示意图	8
图 8：汉森主要产品与渠道示意图	8
图 9：汉森橱柜（室内改造）、室内家居、B2B 三大板块营收变化	9
图 10：2022 年汉森分渠道营收占比	9
图 11：汉森室内改造 Rehaus 业务营收占比持续提升	9
图 12：汉森橱柜事业部门店数量	9
图 13：Rehaus 营收及同比增长	10
图 14：Rehaus 门店数量及同店（工厂出货口径）	10
图 15：汉森室内家居板块中电商占比有所提升	10
图 16：旗舰店及室内家居门店数及同店（室内为工厂出货口径）	10
图 17：新业务驱动汉森 2012-2017 年超额业绩显著，17 年后营收与地产相关度较强	11
图 18：日本全国新屋开工与二手房交易量	11
图 19：日本全国二手房交易变化较新屋开工平稳	11
图 20：首都圈和近畿圈新旧房高低切换期，二手成交量相对稳定	12
图 21：首都圈和近畿圈 2008 年以后新房和成屋变化趋势趋同	12
图 22：近年宜得利营业收入及增速稳步增长	12
图 23：近年宜得利经营利润及增速稳步增长	12
图 24：宜得利毛利率与净利率	13
图 25：宜得利在日本室内家居行业市占率保持领先	13
图 26：宜得利 2004 年以前同店驱动为主，后逐步转为开店驱动	14

图 27: 2022 年宜得利门店类型划分	14
图 28: 近年宜得利不同类型门店单店面积	14
图 29: 2010 年后宜得利电商收入占比提升至 10%左右	14
图 30: 宜得利内饰产品占比高于家具产品	15
图 31: 宜得利海外门店数量占比	15
图 32: 宜得利营收受地产周期影响较小	15
图 33: 近年宜得利不同类型门店数量变化情况	16
图 34: 宜得利门店数量扩张的同时坪效也平稳增长	16
图 35: 1982-2007 年美国存量房市场蓬勃发展	16
图 36: 美国存量市场, 新房和成屋变化整体趋同	16
图 37: 创立初期家得宝营收快速增长	17
图 38: 创立初期家得宝门店数及同店快速增长	17
图 39: 家得宝 1991-2004 年营收增速逐步放缓	18
图 40: 家得宝 1991-2000 年开店保持 20%增长, 而后放缓	18
图 41: 2005-2009 年家得宝营收持续放缓	18
图 42: 2005-2009 年家得宝门店数放缓, 同店有所下滑	18
图 43: 家得宝客户结构变化与供应链建设主要节点	19
图 44: 家得宝 2009 年后资本开支/收入占比显著下降	19
图 45: 家得宝 2011-2022 年运营效率持续改善	19
图 46: 家得宝 2011 年后线上收入占比快速提升	19
图 47: 家得宝 2010 年后同店重回增长	19
图 48: 2015 年后家得宝收入持续正增长	20
图 49: 2015 年后家得宝门店数平稳, 同店突破天花板	20
图 50: 2015 年家得宝 Pro 客户贡献 45%销售收入	20
图 51: 家得宝不同场景下专业客户平均单价	20
图 52: 北美家居建材市场客户结构	21
图 53: 家得宝客户结构变化	21
图 54: 2000 年至今家得宝收入增速受美国住房销售变化影响相对较小	21
图 55: 家得宝利润率表现持续领先于竞争对手	21
图 56: 国际家居龙头历史坪效趋势	21
图 57: 我们测算新房占装修结构比重 60%以上	22
图 58: 房产净值在中国居民家庭财富占比高	22
图 59: 宜得利电商中小件家居用品价格较日本电商平台具备竞争力	22
图 60: 中国家居门店卖场租金高于宜得利-2022	23
图 61: 中国商圈租金水平整体高于日本	23
图 62: 宜得利历史平均租金保持在较稳定水平	23
图 63: 无印良品过去 5 年平均租金水平下降	23
图 64: 国内家居龙头坪效已达全球较高水平	24
图 65: 欧派近年通过拓家配&零售整装带动坪效再上台阶	24
图 66: 宜得利和国内家居企业直营渠道毛利率接近	24
图 67: 国内典型家居门店 UE 模型测算	24
图 68: 宜得利经营成本分析	25

投资要点

- **关于地产周期对国内家居企业的影响，我们维持原有观点，即在当前新房为主的市场环境里，to C 看销售、to B 看竣工**（具体可参考报告《家居研究专题：家居行业景气 and 地产相关性探讨》202308）。首先，与海外多数国家较早进入了存量房市场不同的是，目前我国住房交易仍以新房市场为主，我们测算目前新房占装修需求比例仍达 60% 以上，明显高于海外国家新房占比水平。其次，住房作为中国居民家庭财富的重要组成部分，我们认为国内房价短期大幅下行的概率不大。在此背景下，近年虽然国内新房周期调整，但我们认为未来随着经济和地产发展趋稳后，以二手房为主的存量交易市场仍将逐步放量，存量稳态市场里新房和成屋同涨跌、且住房销售对家装属性弱的业务影响相对更小。
- **参考国际、立足国内，扩单值仍是夯实店面盈利的重中之重。**从门店 UE 模型来看：①创收方面，坪效作为体现门店创收的重要指标，虽然国内门店模型和海外有所差异，但当前国内龙头的坪效已接近全球较高水平，未来进一步提升或可借鉴汉森 Rehaus、家得宝 Pro 发展路径。且我们认为定制龙头目前的零售整装仍是以增量客户数为主、单值上并没有实现相较于家得宝从 DIY 到 PRO 的跃升，未来品类融合仍有较大提升空间。②费用方面，对比宜得利的盈利模型，直营毛利率与国内接近，但宜得利租金优势较明显，支撑其直营大店可实现 17% 经营利润率。综上我们认为，在中国现实环境下，店铺经营成本明显降低的概率不大，未来提升店面盈利的重中之重或仍在于提坪效（主要是扩单值）。
- **看好具备持续做大客单值潜力的企业。**家居作为兼顾地产后周期和大宗消费双重属性的消费品，我们一直认为对行业和企业认知需要更多耐心和信心。海外龙头历经地产和经济周期轮回，虽然尚未完全摆脱地产影响、成长历程经验和教训并存，但我们也看到优秀的企业在不断打破发展瓶颈，成就世界巨头。中国消费和存量房市场广阔，当前国内家居龙头市占率仍然较低，我们看好国内具备持续做大客单值潜力的企业。

一、存量时代，海外龙头拾级而上

复盘海外家居龙头发展关键阶段，我们认为：①长周期下龙头业绩表现难以完全脱钩地产，存量市场里家居收入与住房销售呈一定同步性；其中宜得利为代表的零售型公司受地产周期影响相对较小、且坪效较稳定，家得宝&汉森有家装关联业务的公司受地产周期影响更大。②但龙头公司通过及时调整业务布局、迎合消费习惯和渠道的变化，可以在较长一段时间内穿越周期。③坪效全球横向对比看，不同国家的龙头坪效上限接近；纵向对比看，多数公司坪效随着门店扩张略有下降，但2019年以后家得宝依托强大供应链以及多年Pro业务基础、重新发力MRO，坪效打破全球天花板。

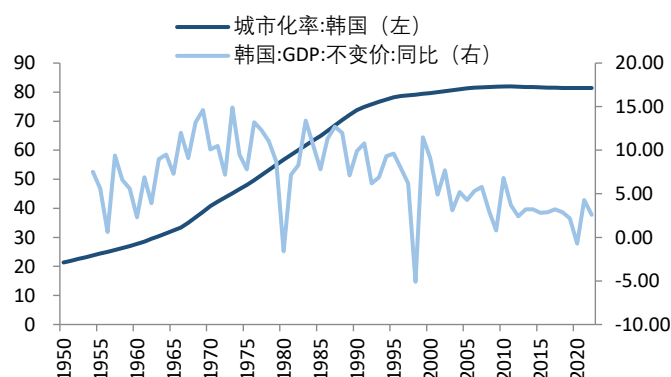
1.1 汉森：韩国橱柜龙头，渠道变革有迹可寻

➤ **地产行业：韩国1990年以后新房趋于稳定，存量市场新房和二手房销售基本同涨跌。**

1960-1990年代，随着韩国人口增长、快速城市化（城市化率从30%升至80%）、GDP高速增长（期间年增长率平均为9.4%）带动房地产快速发展，地产行业景气较高，期间竣工住宅数量同比增长率在10%左右波动。

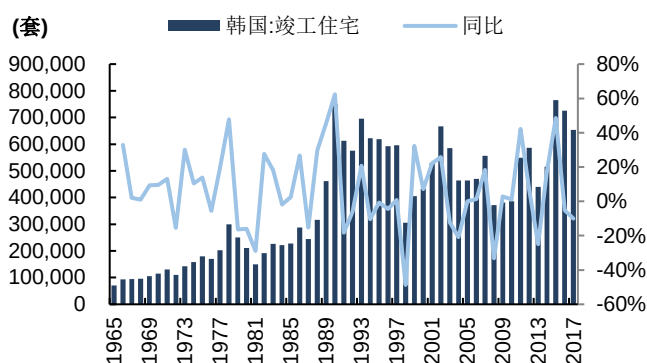
90年代后韩国即逐步进入存量市场，地产行业受政策变动影响较大。期间亚洲金融危机、全球金融危机冲击下韩国政府积极推进减税降利率等政策驱动地产业复苏。2016年政府为抑制房价上涨开始提高房产税，地产景气下行。近20年年竣工套数在60万套左右波动。目前韩国房屋交易市场以成屋为主，成屋与新房交易数量多数时期同涨跌。

图 1：1960-1990 年韩国城市化率及 GDP 提升



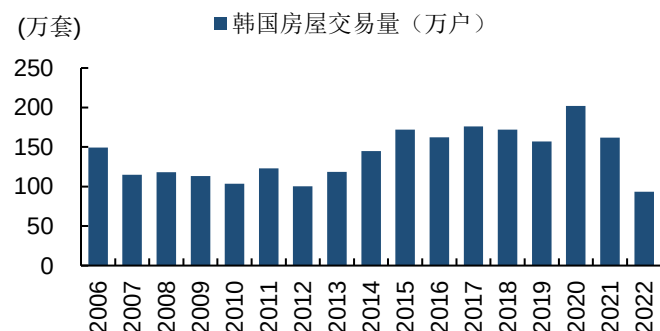
资料来源：，信达证券研发中心

图 2：韩国竣工住宅数量 1990 年以后趋于稳定



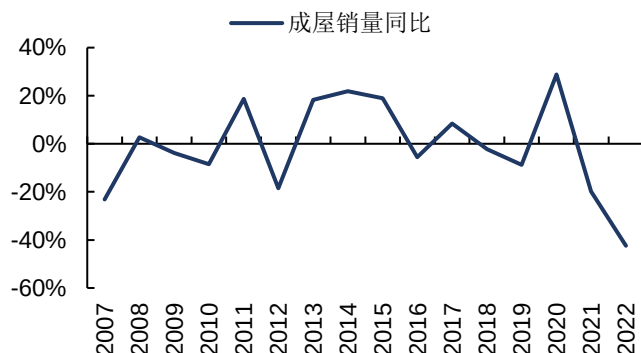
资料来源：，信达证券研发中心

图 3：韩国房屋交易量



资料来源：韩国房地产委员会，信达证券研发中心

图 4：韩国房屋交易量同比变化

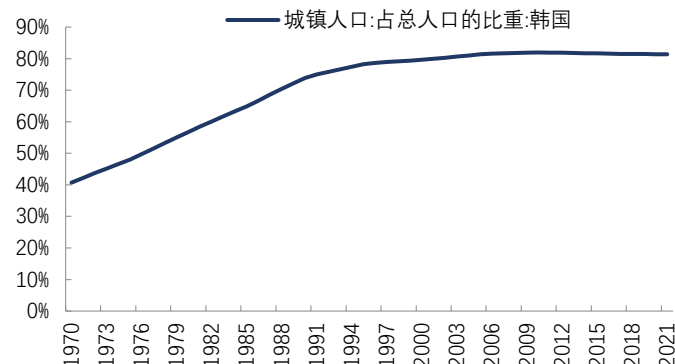


资料来源：韩国房地产委员会，信达证券研发中心

汉森家居于 1970 年成立，分享了韩国近 20 年人口城镇化进程，逐步成长为韩国头部家居公司。公司以橱柜起家，并于 1986 年成为韩国厨房家具行业排名第一的品牌。1997 年汉森开始将业务领域扩展到房屋内部的更多空间，包括卧室，客厅，儿童房和浴室，并于 2001 年成为韩国家具行业头部品牌。历经 50 年逐步发展，目前业务范围覆盖厨浴、建材、室内家具、家居配件、家用电器等。

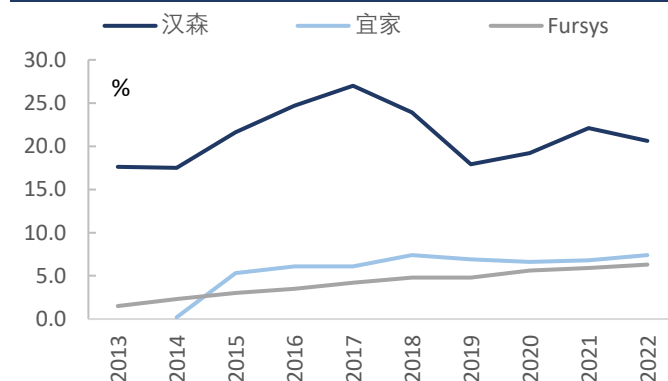
截止 2022 年，汉森业务分为：1) 橱柜（室内改造）事业部：包括整装 Rehaus、橱柜 KitchenBach。2) 家居事业部：直营旗舰店、室内家具经销店、电商。3) B2B：对接建筑公司的工程业务、材料销售。4) 其他：海外业务及 Neuxs、Domus 等收购品牌。

图 5：汉森成立之际韩国城镇化率 40%，随后持续提升



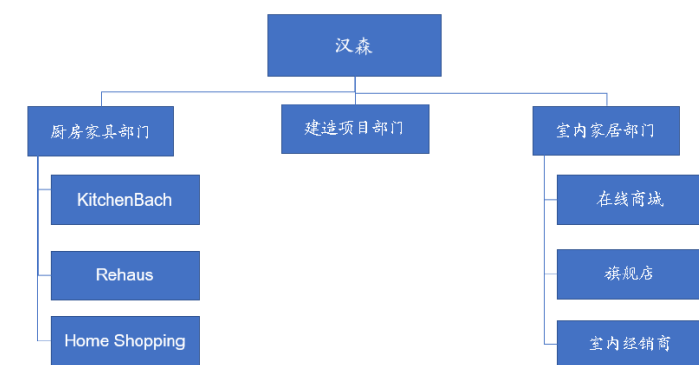
资料来源：，信达证券研发中心

图 6：汉森在韩国室内家具市占率保持第一



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 7：汉森三大事业部示意图



资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

图 8：汉森主要产品与渠道示意图

产品	厨房/建材	厨房、浴室、窗户、地板、木门、墙纸、灯光等
	室内家居	床架、床垫、衣柜、组合柜、沙发、茶几、餐桌椅、书柜、小家具、装饰、家纺
渠道	直营旗舰店、Rehaus 经销店、室内家居经销店、KB 经销店、在线商城、B2B	
目标市场	新婚家庭、新房、儿童房、房屋改造、房屋置换	

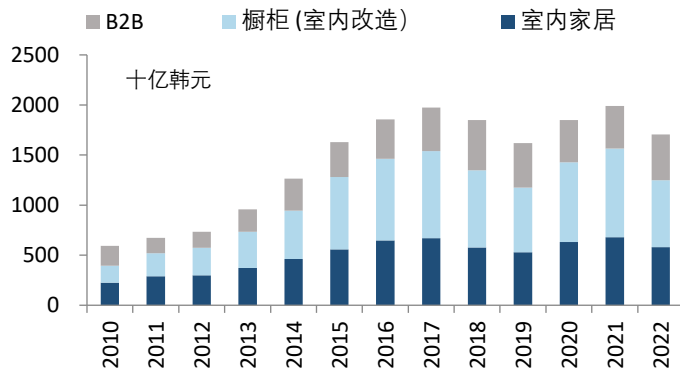
资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

➤ 产品端：打造多品牌、多品类，覆盖橱柜及室内家具。

汉森创立初期主营业务仅为橱柜制造销售，定位中端市场，兼做橱柜出口和内销业务，是韩国现代厨房概念的引入者。橱柜条线上，汉森在 2006 年和 2007 年先后推出高端橱柜品牌“KITCHENBACH”，中低端橱柜品牌“IK” (Interior Kitchen) 进行产品价格带梳理及延伸，并逐步将产品线扩展到卫浴建材产品。据汉森 2020 年报，品牌企业占韩国厨柜市场 70%，而汉森占品牌市场份额达 80%，我们测算 2020 年汉森占韩国厨柜市场份额在 50% 以上。

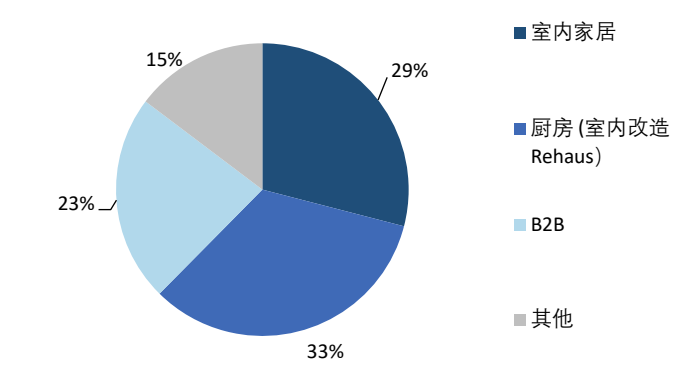
汉森室内家居事业部成立于 1997 年，主要销售品类更加丰富的家居内饰产品。对标宜家，1998 年汉森的室内家居业务通过开设大型直营旗舰店（设计公园）为消费者提供全品类的家居消费场景，有助于树立品牌形象、提升品牌影响力；同时，汉森以经销模式在市区商圈开设室内家居经销店，并积极布局线上渠道。

图 9：汉森厨柜（室内改造）、室内家居、B2B 三大板块营收变化



资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

图 10：2022 年汉森分渠道营收占比



资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

➤ 渠道端：全渠道布局，持续升级迭代

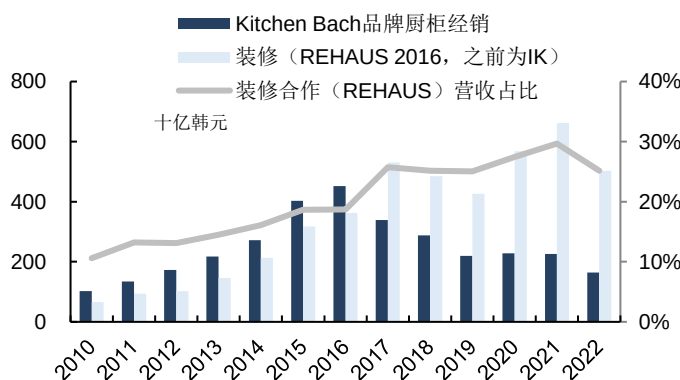
1) 橱柜：转型整装。2012-2016，伴随韩国住房市场景气上行，KB 及 IK 品牌共同驱动厨柜事业部实现较高增长。2016 年后，汉森相对下沉的 IK 品牌及厨柜经销商扩店已趋近饱和，扩店速度有所下降；同年 IK 事业部转型为 Rehaus 事业部，主要顺应了韩国消费者需求从单品向成套购买的趋势，为韩国唯一提供生活方式套餐的事业部。Rehaus 品牌专注于将窗、灯光、浴室、地板和厨房组合销售的渠道，即全屋整装，同时提供设计、施工服务。KB 则专注于厨房/浴室改造。

自 Rehaus 事业部成立后，该业务显著驱动了汉森厨柜事业部的增长，而传统 KB 事业部增速下行。2019 年汉森将经营重心全面转向室内改造，显著加大了 Rehaus 经销商的开店力度，门店数自此前的约 80 家显著增至 450 家，并于 2022 年达 665 家。

发展初期 Rehaus 门店合作模式为室内设计公司与 Rehaus 合作联营，展示和销售自己的设计和汉森的设计，销售产品不仅限于汉森品牌。2019-2020 年汉森将原本的 Rehaus 联营店改为经销店，仅销售汉森品牌产品，有助于进一步扩大汉森的销售收入。

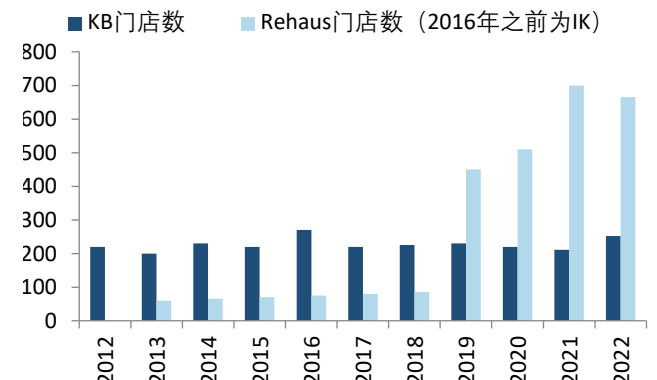
近年来，汉森不断完善 Rehaus 业务，提高家具和建材的施工质量，缩短改造工期，并提供部分改造、施工后售后服务，打造改建服务的差异化。

图 11：汉森室内改造 Rehaus 业务营收占比持续提升

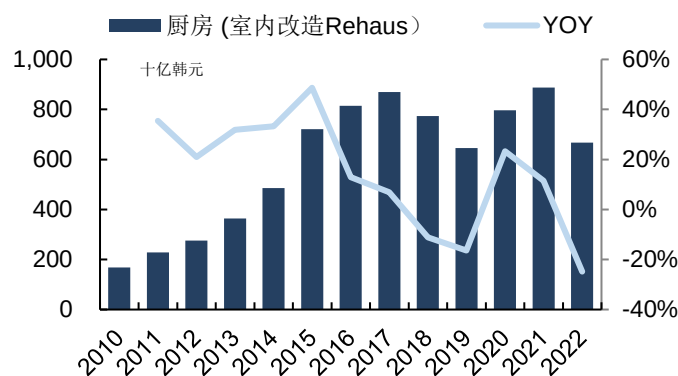


资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

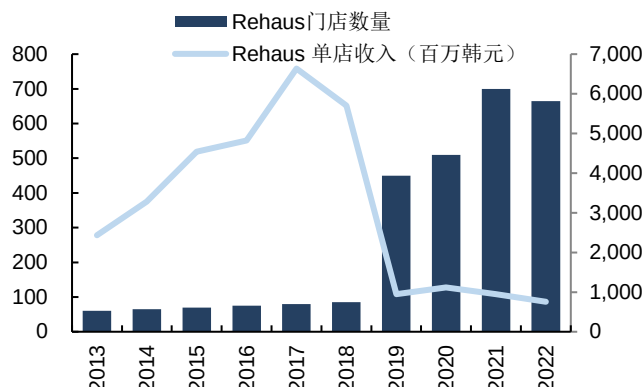
图 12：汉森厨柜事业部门店数量



资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

图 13: Rehaus 营收及同比增长


资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

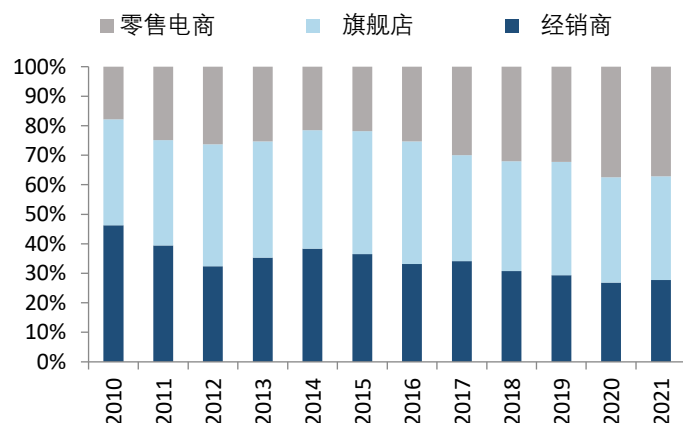
图 14: Rehaus 门店数量及同店（工厂出货口径）


资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

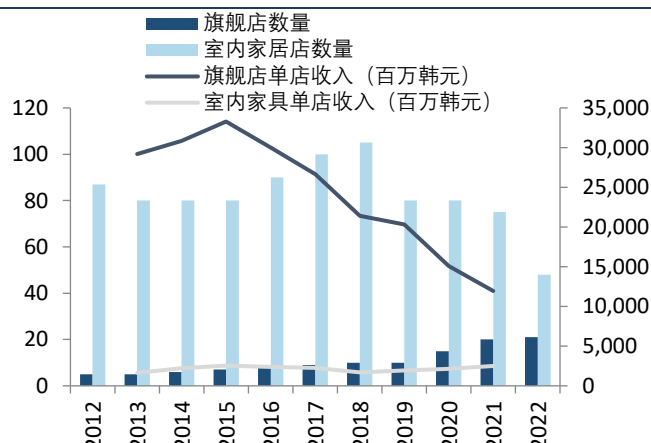
2) 室内家居：线上&大店营收贡献增加。室内家具主要渠道为直营旗舰店（设计公园）、室内家居经销店及电商。2018年汉森将直营旗舰店升级为 Design Park，布局于超大型购物中心内部，更贴近消费者，对顾客实现提前截流，并提供室内装修设计有关的服务。近年来汉森直营旗舰店持续扩展，2022年汉森旗舰店数量达 21 家。

室内家居经销店主要开设在城市核心商圈，2016年起汉森针对家居经销店进行升级，鼓励经销商扩大经营面积以展示销售更多品类的产品。

另外，汉森室内家居的线上、线下引流成为增长新驱动。汉森在线商城始于 2008 年，2017 年在线上力推 DIY 产品以及小型家具、生活用品等家居空间，成长为具有家庭装饰全品类的网站。

图 15: 汉森室内家居板块中电商占比有所提升


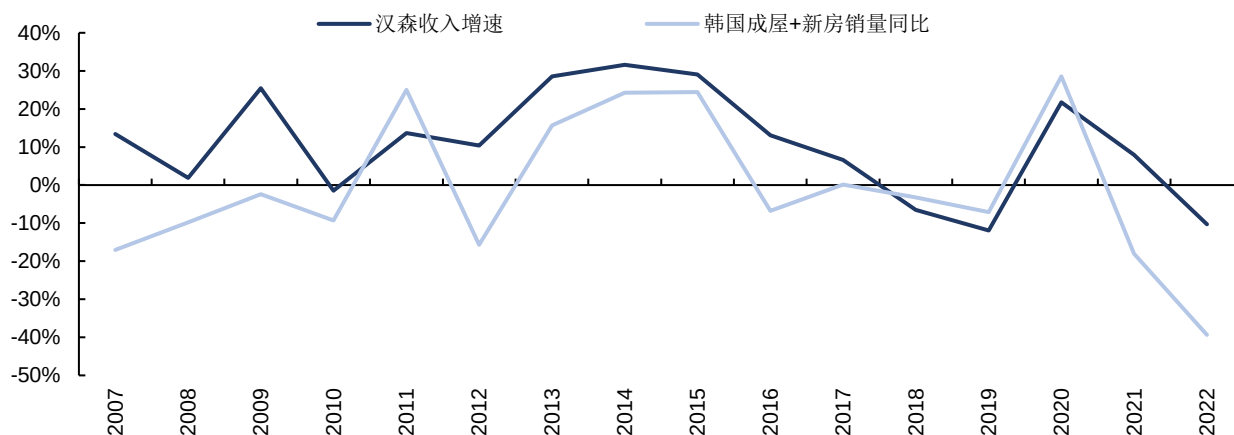
资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

图 16: 旗舰店及室内家居门店数及同店（室内为工厂出货口径）


资料来源：汉森公司公告，信达证券研发中心

总体看，以韩国的存量市场长周期看，汉森收入增速与韩国地产销售仍有一定相关性。2016年在汉森开始发力整装业务之前，汉森营收变化与韩国房屋交易量相关性相对较小，主要得益于传统厨柜、室内家居业务仍有增长空间，公司份额持续提升；2012-2017年期间，在地产销售正 beta 的背景下，多品牌、全渠道扩张驱动汉森取得显著超额业绩。2018年后韩国地产景气下行，汉森通过战略向整装切换以应对市场需求趋势变化，由于整装业务主要面对改造需求，与房屋交易量相关性有所增强。

图 17：新业务驱动汉森 2012-2017 年超额业绩显著，17 年后营收与地产相关度较强



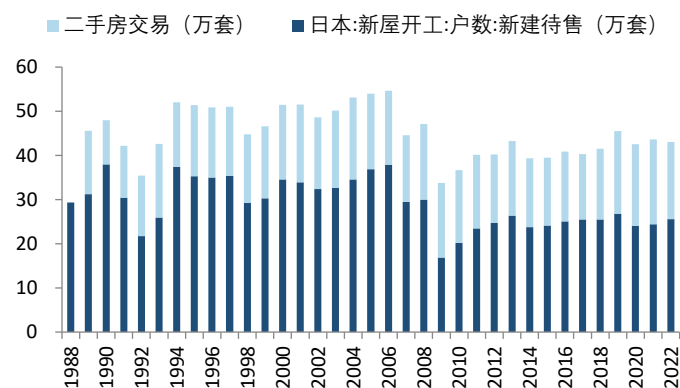
资料来源：，汉森公司公告，信达证券研发中心

1.2 宜得利：深耕家居内饰零售，穿越地产周期

➤ **地产行业：日本二手房及新房体量 2009 年以后整体平稳，首都圈和近畿圈 2008 年成屋成交开始超过新房。**

从日本全国来看，1991-2001 年间日本房地产泡沫破裂，虽然房价显著回落，但在政府保就业、增加公共投资、降利率等多举动拉动下，随后房地产销售量实现了较快恢复，房地产业并未经历萧条 10 年。2008-2009 年金融危机后日本地产业经过短暂下行后迅速回稳，至今保持平稳波动。

图 18：日本全国新屋开工与二手房交易量



资料来源：，信达证券研发中心

图 19：日本全国二手房交易变化较新屋开工平稳

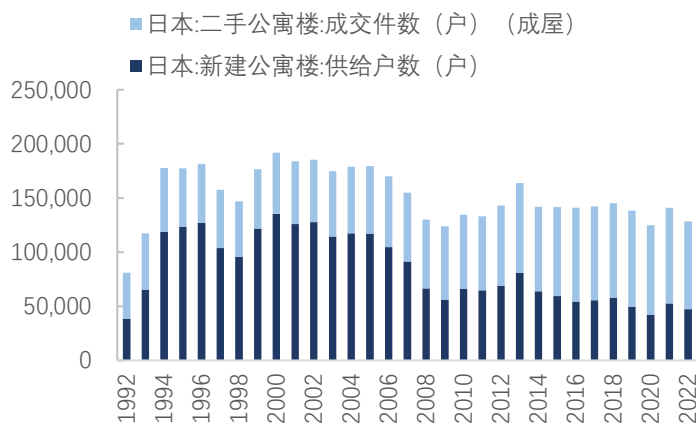


资料来源：，信达证券研发中心

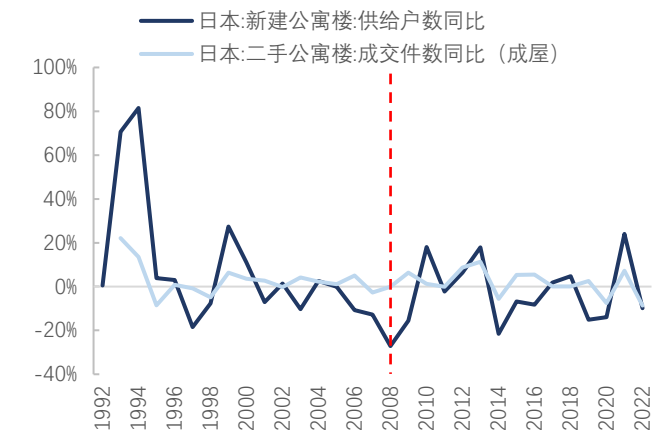
以首都圈和近畿圈为例，1999 年以来日本新房和成屋销售呈此消彼长的趋势，1999-2022 年成屋占比从 31% 提升至 63%。

从日本市场来看，我们以新建住房数据采用日本首都圈和近畿圈公寓楼的销售套数，成屋采用首都圈和近畿圈的公寓楼和独立别墅销售套数之和。

2008 年金融危机以后首都圈和近畿圈的房屋年成交量相对稳定。1999-2007 年间，日本新建住房+成屋销售总套数 CAGR 为-1.6%，其中新房、成屋销量 CAGR 分别为-3.6%、+2.0%。

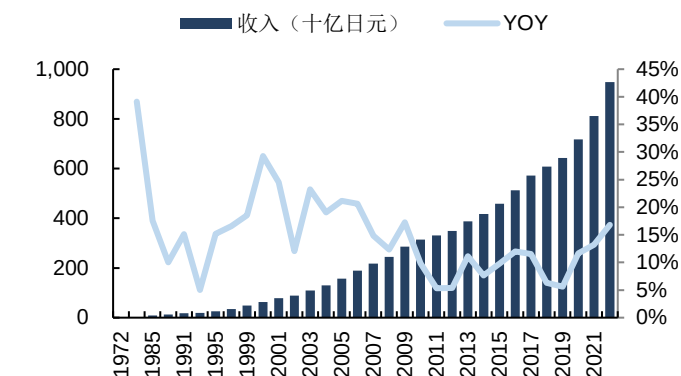
图 20: 首都圈和近畿圈新旧房高低切换期, 二手成交量相对稳定


资料来源: , 信达证券研发中心

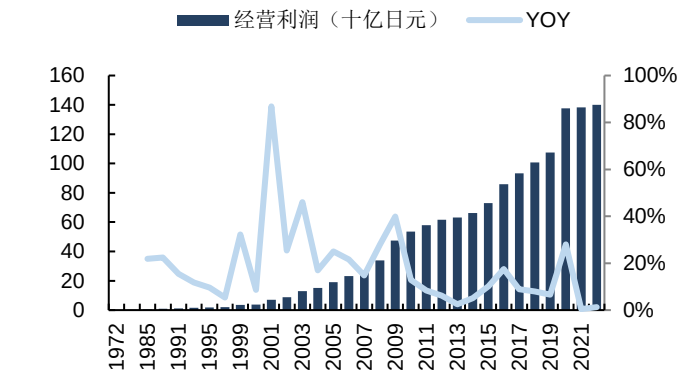
图 21: 首都圈和近畿圈 2008 年以后新房和成屋变化趋势趋同


资料来源: , 信达证券研发中心

宜得利为日本家居零售龙头, 长期业绩表现优秀。宜得利成立于 1967 年, 是日本目前最具价值零售商之一, 也是日本最大的家居连锁店和室内装饰零售企业, 主要销售产品包括大件家具、灯具、厨房用品、床上用品、小件装饰品等, 兼具日式的简洁外形色彩缤纷的北欧风格。宜得利凭借“低价优质”的定位在日本广受消费者欢迎, 是绝对的龙头企业, 截至 2022 年, 宜得利录得连续 36 年利润和销售额同步增长。2000-2022 财年宜得利营收、净利润复合增长率分别为 13.1%、17.8%, 同期经营利润率从 6.0% 提升至 14.8%, 长期经营表现优秀。

图 22: 近年宜得利营业收入及增速稳步增长


资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

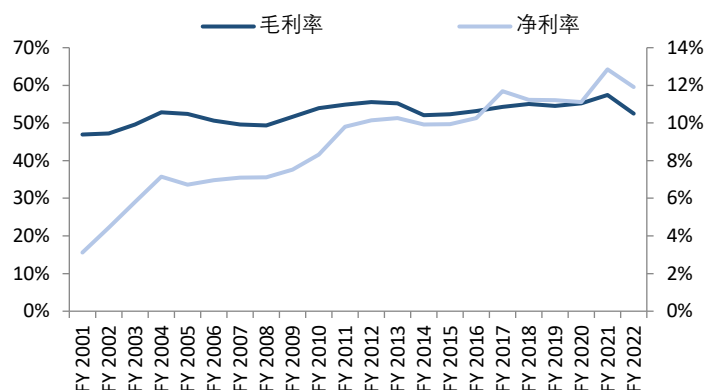
图 23: 近年宜得利经营利润及增速稳步增长


资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

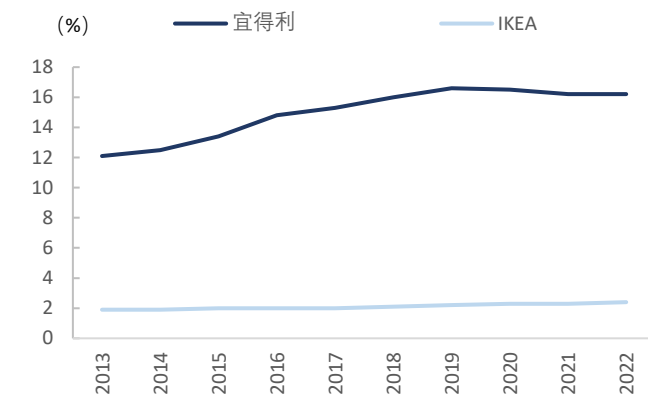
➤ 宜得利产品理念为“优质低价”，以价换量应对消费下行。

1991-2001 年间日本房地产泡沫破裂, 消费趋于理性、追求性价比, 这与 1972 年宜得利创始人访美后为公司确定的“优质低价”的经营定位符合, 宜得利因此迅速受到消费者青睐。2008 年全球金融危机后, 日本经济进入了长期低速增长期, 地产增速大幅下滑。消费者对于大件商品的消费欲望降低, 家居小用品逐渐发展起来。宜得利在 2008-2012 年间共降价了 12 次以顺应消费者需求, 累计平均价格降幅达 20%。

尽管宜得利的产品定位强调性价比, 但在其布局的全球供应链的支撑及经营提效的驱动下, 宜得利的净利率保持持续增长, 市场份额保持领先。

图 24：宜得利毛利率与净利率


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 25：宜得利在日本室内家居行业市占率保持领先


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

➤ 宜得利对设计、采购、制造、物流等供应链环节不断优化，向内提效。

1) 设计：宜得利设立之初便定位于“提供整体家庭生活方式”的产品思路，不仅限于家具，每年约有 1 万件 SKU 销售，且 60% 的产品是以系列化形式开发售卖。通过广泛的零售网络，宜得利能够全面了解消费者的消费偏好，并适时开发适销系列产品。

2) 采购制造：80 年代日元升值背景下，宜得利逐步建立起全球原材料与产品采购体系，并与越南、泰国等地的海外代工工厂建立合作关系，建立了优于同行业的成本、供应链优势，目前海外采购占比已达 90%+。

3) 物流：宜得利自建物流网络，通过对软硬件的运用和升级，亲自掌握从制造进口到销售配送的全环节物流过程。2021 年宜得利成立子公司 Home Cargo，将集装箱运输和尾程配送结合，从货物到港到配送至仓储中心、终端客户宜得利均采用自己的司机和货车，进一步提升集团整体的规模经济性。

4) 零售：近 20 年门店保持年均 10% 左右的扩张速度，线下门店的扩张形成自然宣传效应，广告费用率仅占公司营收约 2-3%。

表 1：宜得利全流程降低费用打造产品价格竞争力

项目	措施
设计	从需求端出发，倒推设计确保高性价比。产品设计系列化确保风格统一
生产	宜得利于 1989 年开始从新加坡开始海外采购，东南亚供应链体系完善。目前从海外采购的商品已占 90% 以上
物流	为了高效配送商品、削减仓储成本，宜得利自建日本国内的中心等物流网络，削减中间成本。同时自建库存管理和商品供应系统等软件设施和 IT 系统的开发。实现仓配环节的数字化。
零售	利用线下门店扩张形成自然宣传，控制广告费用

资料来源：宜得利公司公告，信达证券研发中心

➤ 门店形态丰富，多元化经营。

宜得利过去多年收入保持持续增长，单店零售做到极致后尝试多业态开店。除原有家居用品零售门店外，宜得利还在不断推出新型门店，近年来加大布局位于市区的中小型门店，持续加密零售网络。

1) 大型 NITORI：为宜得利传统零售大店，包括 NITORI MALL 超大型店及 NITORI 大型店。超大型店及大型店

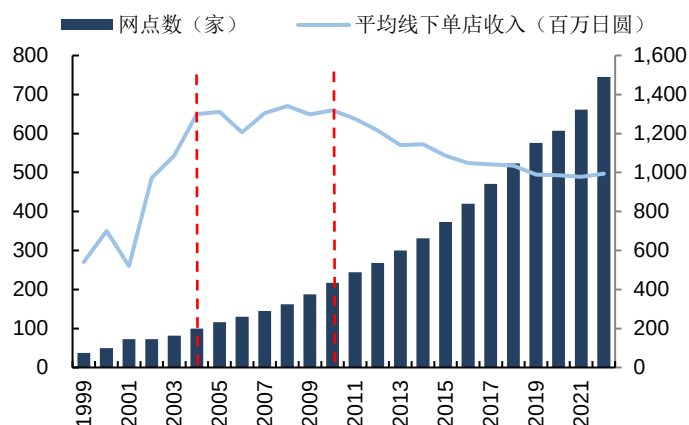
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

的面积在 3000 平米-6000 平米之间，产品 SKU 约 1 万件，品类包含大型家具、生活杂货等，亦有服装、美妆、餐饮服务。

- 2) **中型 NITORI Express:** 于 2017 年推出，面积在 1000 平米-1300 平米之间，产品 SKU 约 5500 件，主要销售家居杂货用品，有助于填补大型店铺空白，进军市区零售。
- 3) **小型 DECO HOME:** 于 2011 年推出，面积在 1000 平米以内，产品 SKU 约 3500 件，主要布局在人流密集的首都圈，销售产品以色彩丰富、风格清新可爱的厨具、寝具等购买频次高的生活杂物或为主。
- 4) **N+:** 于 2019 年推出，为宜得利旗下的服装零售门店，主要销售女性服装。
- 5) **岛忠:** 2021 年宜得利收购日本家居零售巨头 Shimachu (岛忠): 岛忠是日本以市中心家居卖场企业，拥有市中心多处黄金地段物业。近年 NITORI 加大市中心门店布局，收购岛忠有助于门店以更快速度与更低成本渗透市中心区域。

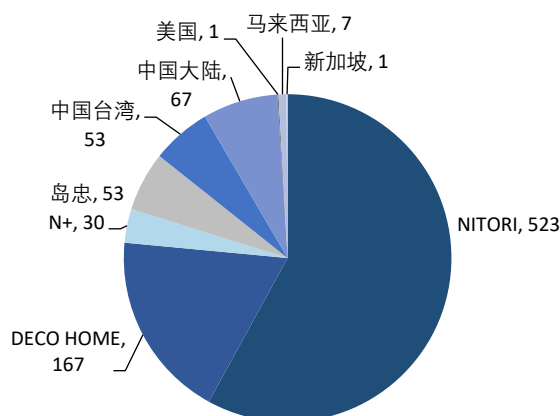
2004 年以前，宜得利主要门店类型为 NITORI 大型店，以同店驱动增长为主。2010 年后，随着中小型 Express、DECO 店铺数量增长，宜得利单店收入有所下降，营收增长转为开店驱动。但从总体坪效看，宜得利的坪效多年来仍保持平稳增长。

图 26: 宜得利 2004 年以前同店驱动为主，后逐步转为开店驱动



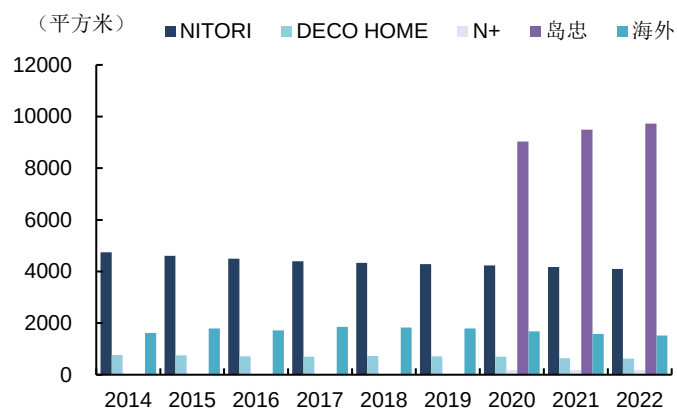
资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 2022 年宜得利门店类型划分



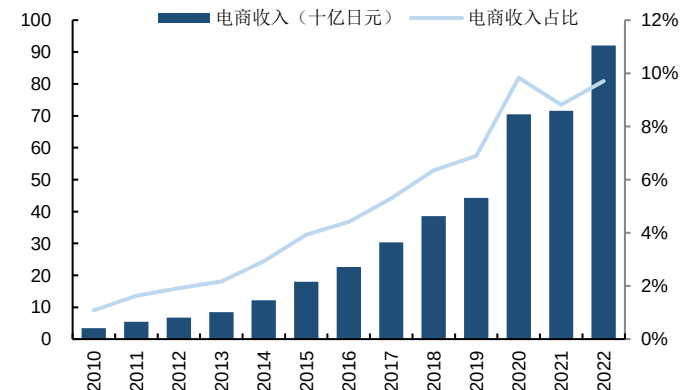
资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 近年宜得利不同类型门店单店面积



资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 2010 年后宜得利电商收入占比提升至 10% 左右

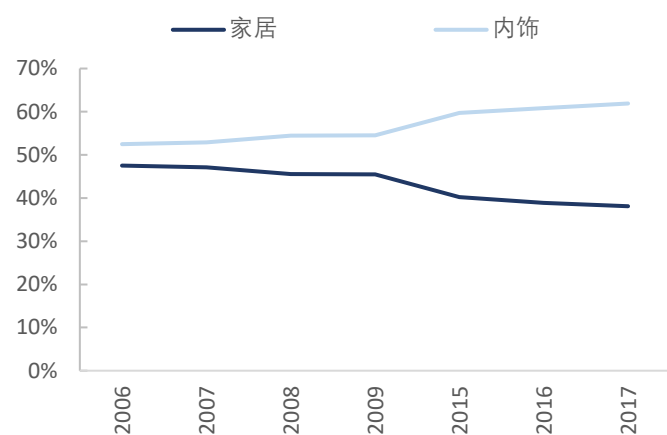


资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

宜得利家居饰品收入占比高，高频家居消费有利于平滑地产周期。家具属于耐用品，而日用品和家居饰品属于快消品，消费周期可缩短到半年左右。宜得利家居饰品收入占比约 60%+，家居饰品占比较高的产品结构，有助于实现消费者从低频消费向高频消费转型，提高了客户粘性和抗周期能力。

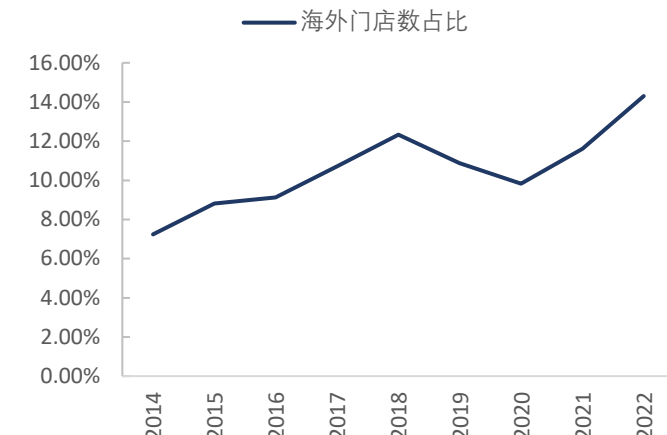
宜得利海外扩展有助于实现可持续增长。为了实现“2025 年 1400 家店铺、2032 年 3000 家店铺”的目标，宜得利除了在日本本土加密中小型和多元业态的渠道布局，还把海外门店扩张作为战略重点。截止 2022 年宜得利实际海外门店数共计 129 家，数量占比 14%，主要分布在中国大陆、中国台湾，并积极扩展东南亚市场。

图 30：宜得利内饰产品占比高于家具产品



资料来源：宜得利公司公告，信达证券研发中心

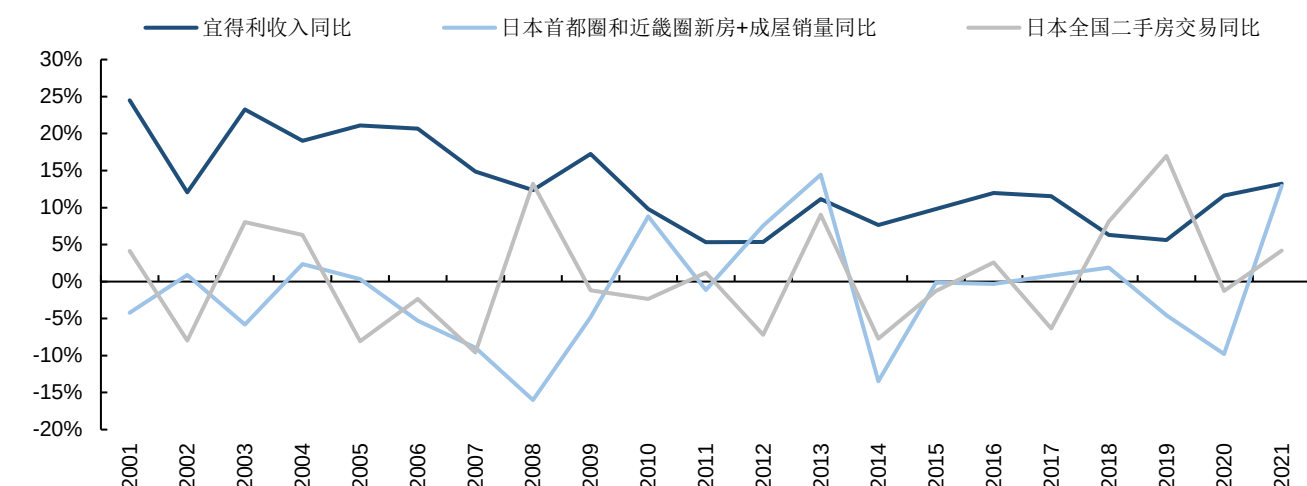
图 31：宜得利海外门店数量占比



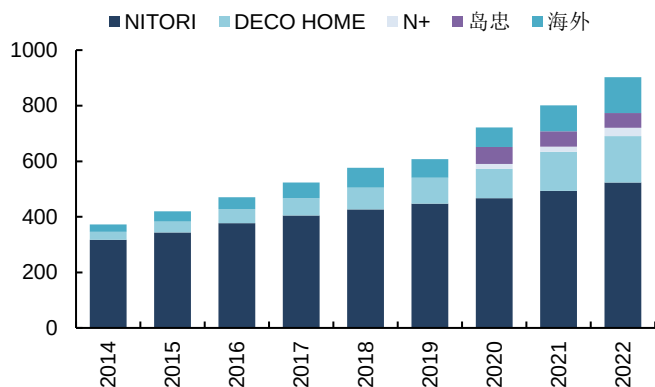
资料来源：宜得利公司公告，信达证券研发中心

总体看，以家居内饰零售为主的宜得利营收受地产周期影响较小，坪效保持稳定增长。日本 1991-2001 年间房地产泡沫破裂，虽然房价显著回落，但在政府保就业、增加公共投资、降利率等多举动拉动下，地产销量实现了较快恢复，随后保持相对平稳的波动。宜得利为代表的零售型公司，通过提升中小件家居&生活用品的销售占比，长期来看受地产周期影响相对较小、且坪效保持稳定增长。

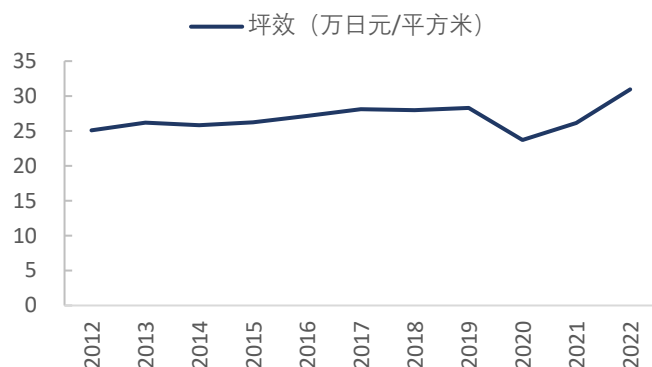
图 32：宜得利营收受地产周期影响较小



资料来源：，宜得利公司公告，信达证券研发中心

图 33：近年宜得利不同类型门店数量变化情况


资料来源：宜得利公司公告，信达证券研发中心

图 34：宜得利门店数量扩张的同时坪效也平稳增长


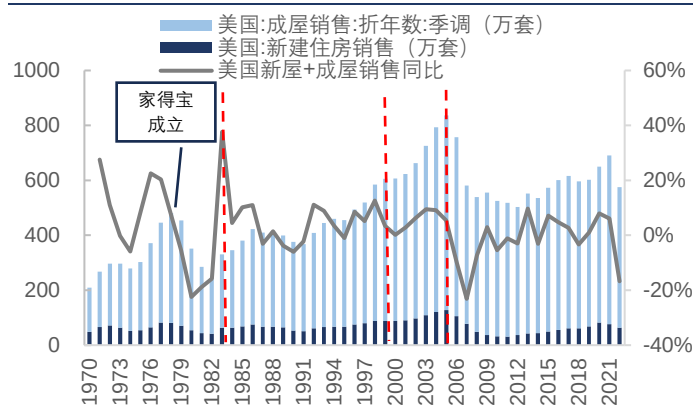
资料来源：宜得利公司公告，信达证券研发中心

1.3 家得宝：美国最大建材零售商，PRO 打造第二成长曲线

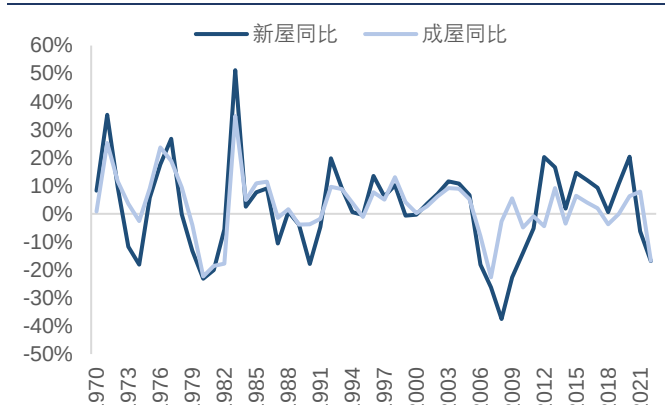
➤ **地产行业：非常成熟的存量市场，1980 年经济危机后成屋交易迅速增加，至 2008 年金融危机后趋稳。**

在美国历年房屋市场的交易中，成屋交易在很早时期已占据主要地位，占到总交易量的 80%以上。1982-2005 年美国成屋、新屋成交量 CAGR 分别为 5.7%、5.1%。在 1980 年、1990 年两次经济危机期间有所回落，但自 1982 年起整体成交量仍保持增长态势。随着房屋市场存量加大，成屋成交的攀升催生大量装修需求，购买存量房并进行自主改造和翻新，构成了美国家居建材市场需求的重要组成部分。

2007 年以来美国新房和成屋的销量相对稳定。美国成屋销量高增趋势延续至 2008 年金融危机爆发，成屋销量开始出现大幅下滑，而后成交量趋于稳定至今。2007-2022 年美国成屋成交量 CAGR 为 0.1%、新屋 CAGR 为 -1.3%，2022 年成屋销量占比达 89%。

图 35：1982-2007 年美国存量房市场蓬勃发展


资料来源：，信达证券研发中心

图 36：美国存量市场，新房和成屋变化整体趋同


资料来源：，信达证券研发中心

➤ **1978-1990：家得宝成立初期就建设一站式零售大店，创新性定位 DIY 业务。**

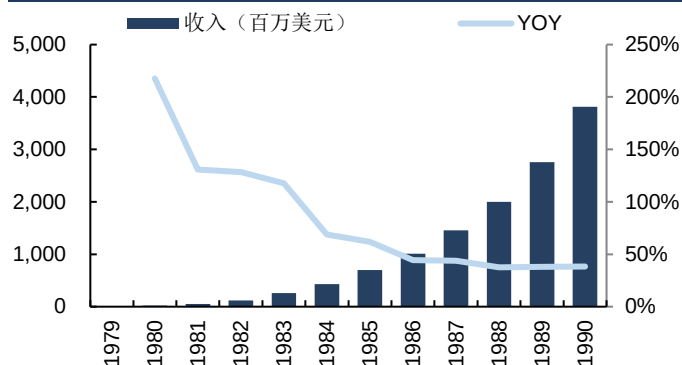
家得宝成立于 1978 年（当时成屋占比已达 83%），最初的两间门店就以 6000 平米的面积仓储式门店、2.5 万个 SKU 远超同行，并以此向客户提供更为丰富、全面的商品和务实、流畅的一站式购物体验。家得宝最初业务以 DIY 为主要定位，针对美国成品新房、二手房交易占据主导、以及美国人工成本昂贵的特点，家得宝雇佣大量的专业家装技术人员协同 DIY 服务，专业技术人员向顾客展示各种产品的安装方法及工具的使用方法。通过齐

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

全的产品+良好的体验商业模式满足消费者需求。家得宝在创立初期快速扩大市场份额，进一步稳固市场地位。

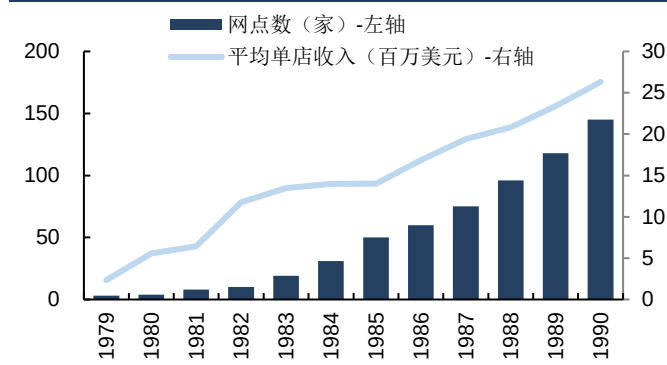
1979-1990 年，新开门店及同店增长共同驱动增长，家得宝收入 CAGR 达 77.3%，门店数量自 3 家扩张至 145 家，经营利润率自最初的亏损提至 6.8%。

图 37：创立初期家得宝营收快速增长



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 38：创立初期家得宝门店数及同店快速增长



资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

► 1991-2004：零售持续加密门店、提升店效，尝试开设 EPXO 家居内饰店，并布局服务属性较强的零售客户家装服务（DIFM）与专业客户 PRO 业务。

家得宝持续扩大本地零售网络，1991-2000 年每年门店数量增长率均在 20% 左右，同店实现中个位数同比增长；在此期间，家得宝以“蚕食”为开店策略，即在已有家得宝门店的区域附近继续加密门店，此举一方面有助于抑制竞争对手进入当地市场，另一方面由于建材家具零售特别是 DIY 具有较强服务属性，加密门店有助于更好服务区域内的零售客户，提升客户满意度。

在 90 年代初，家得宝便开始关注 PRO 客户，并通过在线下门店设立专门窗口和服务人员对接工程承包商、建筑商、修理工等。1997 年家得宝收购一家建筑类 MRO 公司，尝试开展相关业务。2001 年家得宝成立子公司 HD Supply 为开发商提供建筑建材，希望进一步布局 PRO 市场。

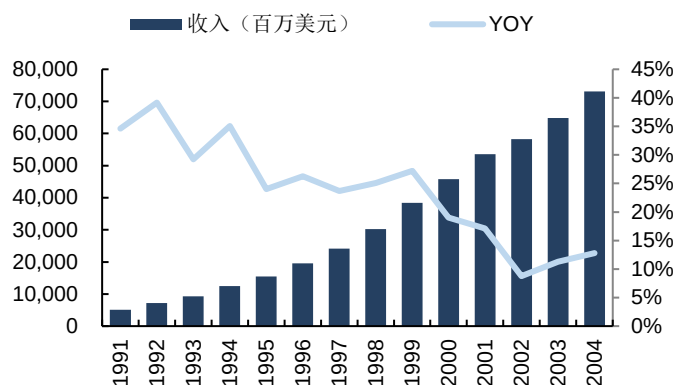
2000 年后，随着美国成屋销售逐步趋缓，家得宝逐步重视专业家装市场，经过经营梳理形成 DIY+DIFM+PRO 的业务矩阵，据家得宝年报，在此期间 PRO 客户营收占比已约 30%，零售装修服务营收规模约 20 亿美元。另外，家得宝开始尝试开设以家居内饰产品与设计为主的 EXPO 门店，希望从建材类产品扩展至家居内饰。

而 2001-2004 年家得宝零售开店速度有所放缓，同店亦波动下降，我们认为主要由于：一方面家得宝在美国开店空间逐步饱和，另一方面 PRO 业务对服务人员、配套供应链体系建设要求更高，家得宝仍在业务发展初期，难以快速在业绩层面反映。

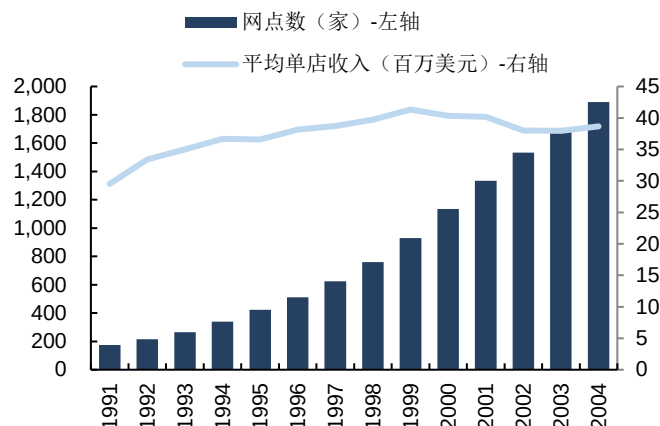
表 2：家得宝三种客户类型

客户类型	客户需求	家得宝服务
DIY 客户	自行购买 自行安装	销售产品并为客户提供产品信息和安装教程
DIFM 客户	自行购买 第三方安装	销售产品，并为客户安排相关产品的服务商进行安装服务
PRO 客户	专业家装服务、MRO 服务	提供专业的维护、维修、运营等专业服务，也提供材料等更多广泛服务等

资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

图 39：家得宝 1991-2004 年营收增速逐步放缓


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

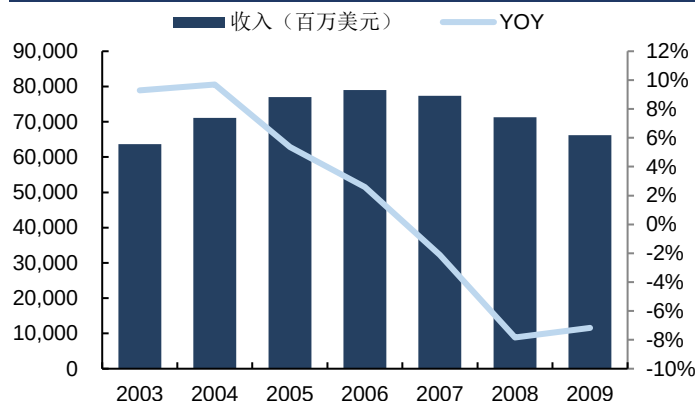
图 40：家得宝 1991-2000 年开店保持 20% 增长，而后放缓


资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

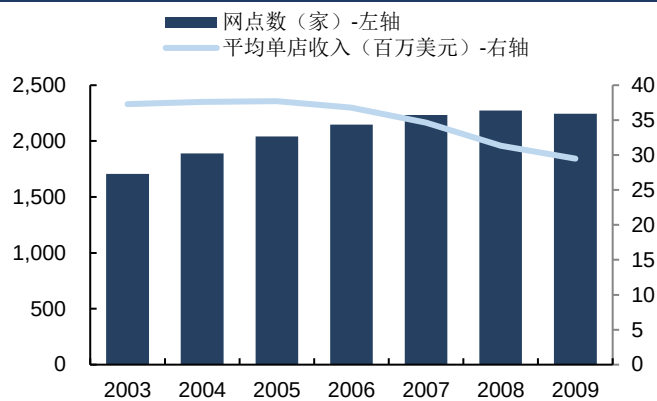
► 2005-2009：首次开拓 MRO 不及预期、投入过多拖累零售增长，战略性剥离部分业务。

2005 年家得宝年内完成 PRO 与 MRO 相关的 21 项收购，旨在通过收购快速完善 PRO 业务所需的供应链及服务体系。但 PRO 市场供应难度较高、重服务、投入回报期较长，难以快速增长，家得宝通过快速收购也难以及时有效地整合，相关能力尚有不足；同时金融危机下美国地产周期下行，公司扩大投入战略遇到困难。而家得宝对新业务的投入导致其赖以生存的传统零售门店扩张资金不足，同店出现下滑。

2007 年家得宝出现上市以来的首次业绩下滑，同年家得宝出售 MRO 分销商 HD Supply，并于 2008 年退出家居内饰 EXPO 业务，以寻求更好的股东回报率，并计划将出售资金用于资本结构优化及对传统零售业务的投入。由于多项业务剥离，期间家得宝业绩持续下滑。

图 41：2005-2009 年家得宝营收持续放缓


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 42：2005-2009 年家得宝门店数放缓，同店有所下滑


资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

► 2010-2014 年：重新聚焦优化零售，供应链建设、布局线上、员工激励及数字化。

1) 优化供应链体系，降本增效，提升物流配送能力。2007 年起，家得宝引入“快速调拨中心”（RDC），将门店订单进行集合处理仓储调动，减少补货所需时长。到 2016 年底，超过 95% 的商品实现集中采购、自动化补货，物流效率和存货周转率显著提升，供应商只需向几十个分销仓进行配送即可，使家得宝在全美配送时间成功实现当日或次日达。

2) **积极布局线上销售，推动线上线下一体化融合。**公司及时跟进消费需求变化，积极布局线上渠道。2011-2022 年公司线上销售年均复合增速达 30%。线上订单通过线下门店方式取货的占比从 2016 年的 45% 提升至 2020 年 60%，2020 年疫情进一步促进公司线上业务高增，线上渠道成为公司线下门店重要的订单来源。而强大的线下门店网络，也为公司线上线下一体化销售提供了坚实的线下渠道支持。

2010 年后，家得宝经过优化零售供应链提升服务能力，并积极布局线上化，营收重回中高个位数增长；同时在门店数量保持稳定下，同店重回增长。

图 43：家得宝客户结构变化与供应链建设主要节点



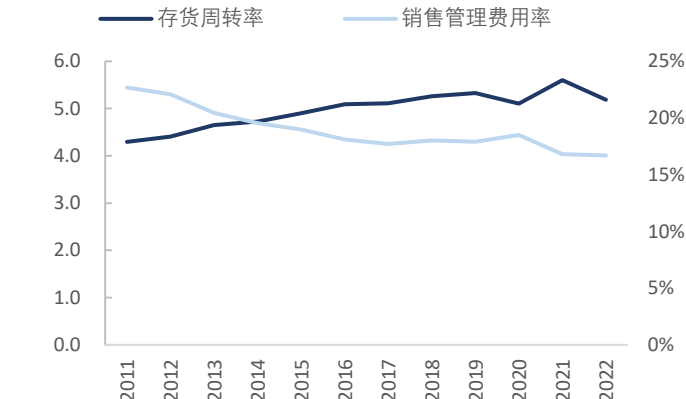
资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

图 44：家得宝 2009 年后资本开支/收入占比显著下降



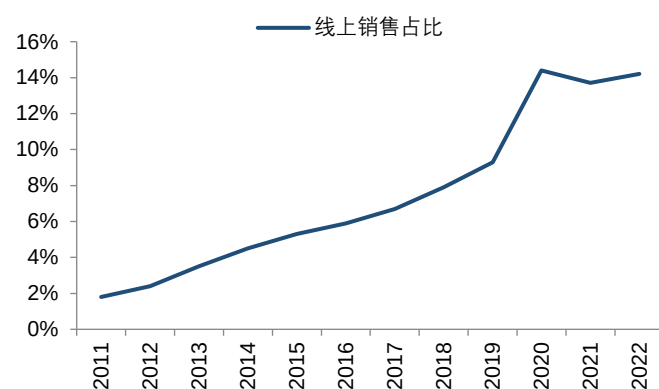
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 45：家得宝 2011-2022 年运营效率持续改善



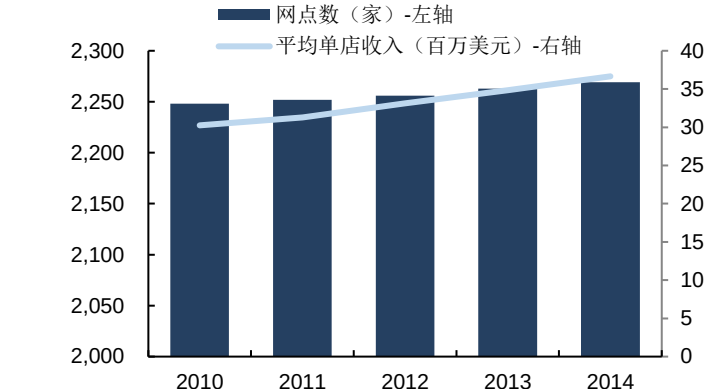
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 46：家得宝 2011 年后线上收入占比快速提升



资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

图 47：家得宝 2010 年后同店重回增长



资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

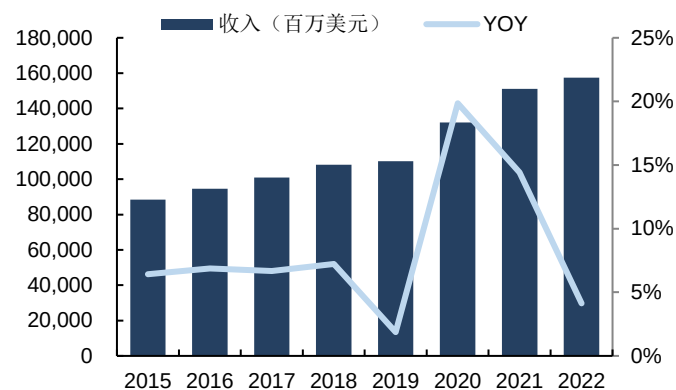
➤ 2015 年-至今：重回 PRO 与 MRO 业务，再次收购 HD Supply，驱动同店突破天花板。

2015 年家得宝收购 Interline Brands 重回针对 B 端客户的 MRO 业务。2017 年家得宝推出“One Home Depot”战略，最重要的是要实现 Pro 生态系统全面数字化融合。公司持续升级针对专业大 B 端客户的服务，推出 Pro ecosystem，包括专业级产品、独家产品、增强交付、数字能力等，旨在提升单客户贡献值。2020 年家得宝再次以 72 亿美元收购 HD Supply，依托多年建设完善的供应链体系重回 MRO 业务。

家得宝 Pro 客户主要分为四种类型：**1) 装修用户**，是家得宝最早服务 Pro 类型。**2) 物业经理/建筑承包商**，需要 MRO 产品与后续持续运营支持，且大型资本项目也需要建筑材料。**3) 学校医院酒店等机构客户**，类似多户型也是 MRO 产品固定客户。**4) 管道、暖通、电器承包商**，需要家得宝为此提供产品组合和库存解决方案。

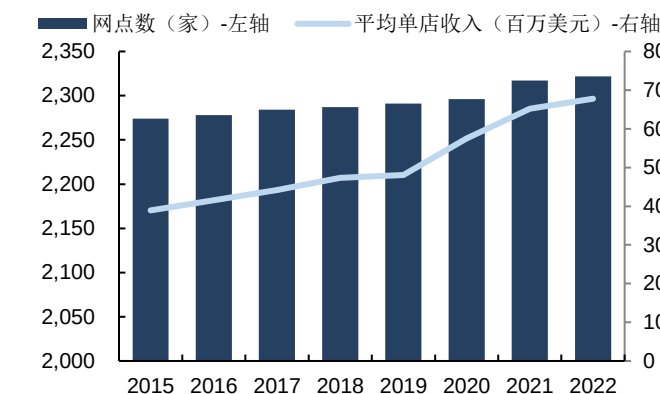
虽然 Pro 客户在家得宝客户群体中的占比仅为 4%，贡献了约 45% 的收入，单值远高于零售客户。通过服务 PRO 客户的生态系统，家得宝为 B 端客户导入线上销售、供应链赋能，持续做大 B 端客户客单值，实现同店显著增长。据家得宝年报，北美家居建材市场规模约 9000 亿美元，其中专业客户 PRO 与普通消费者各占 4500 亿美元，专业客户占比近半。

图 48：2015 年后家得宝收入持续正增长



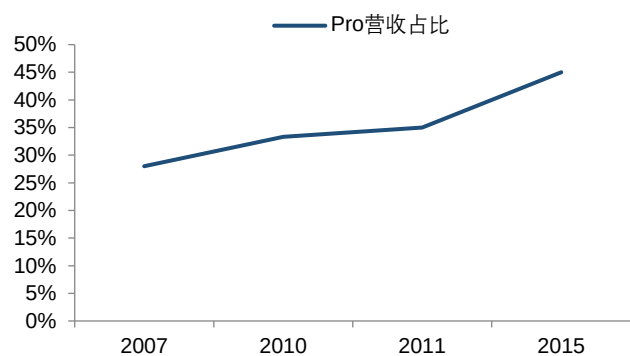
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 49：2015 年后家得宝门店数平稳，同店突破天花板



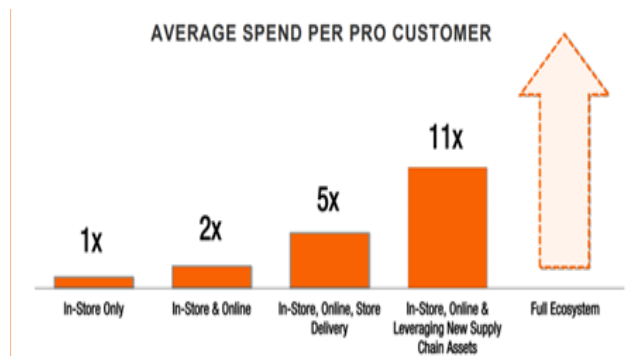
资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

图 50：2015 年家得宝 Pro 客户贡献 45% 销售收入



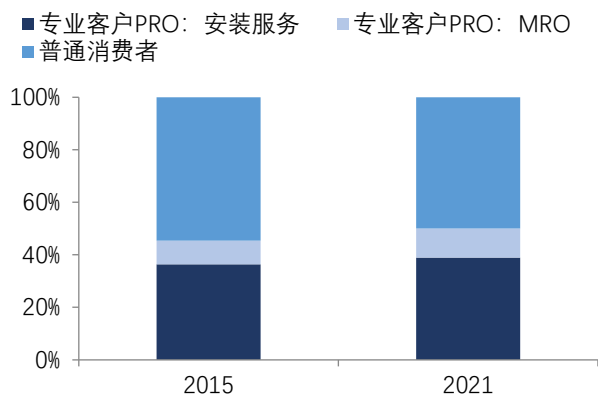
资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

图 51：家得宝不同场景下专业客户平均单价



资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

图 52：北美家居建材市场客户结构



资料来源：家得宝公司公告，信达证券研发中心

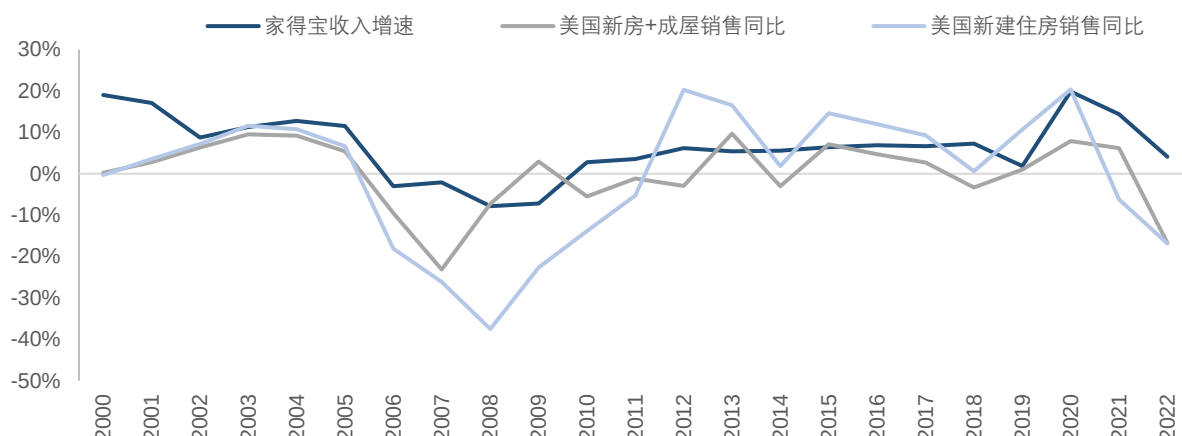
图 53：家得宝客户结构变化



资料来源：信达证券研发中心

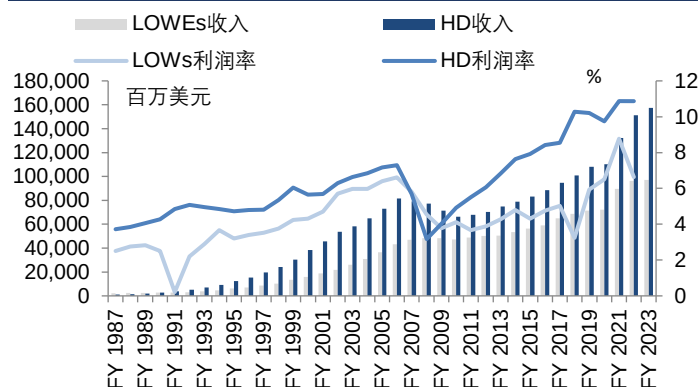
总体看，地产销售对家得宝经营表现仍有一定影响，但公司通过业务拓展可以在一段时期内穿越地产周期、保持稳定增长。目前家得宝已发展为美国最大的家具建材零售商，售卖各式各样的建筑材料、家居装修产品、草坪及花园产品，并提供一系列服务，包括居装修安装服务以及工具和设备租赁、设施维护、维修和运行（MRO）等服务。2000-2022 年，家得宝营收增速受美国住房销售变化影响相对较小，主要得益于 PRO 业务的成功开拓。而从坪效对比看，全球家居龙头坪效上限接近（约 3400 美元/平米），但 2019 年以后家得宝依托强大供应链以及多年 PRO 业务夯实基础、重回 MRO 业务，公司坪效打破天花板。

图 54：2000 年至今家得宝收入增速受美国住房销售变化影响相对较小



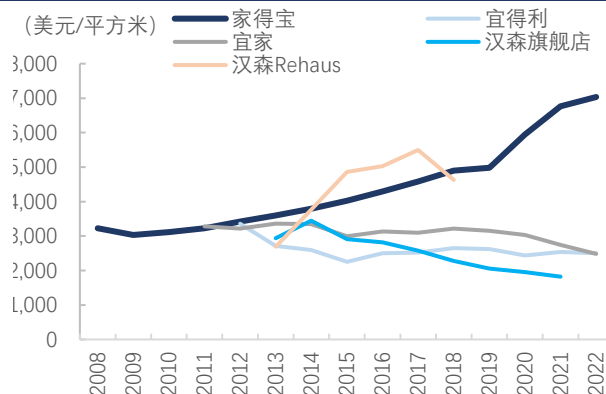
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 55：家得宝利润率表现持续领先于竞争对手



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 56：国际家居龙头历史坪效趋势



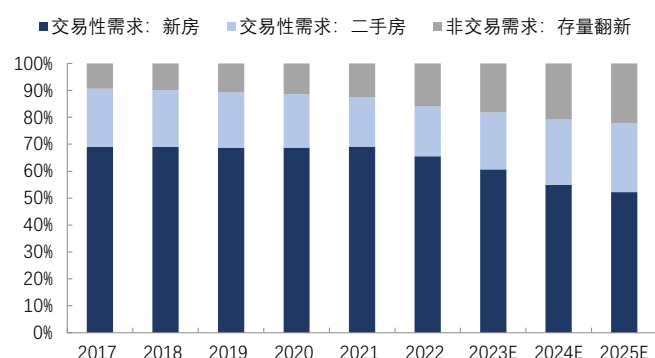
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

二、立足国内，扩单值仍是夯实店面盈利的重中之重

关于地产周期对国内家居企业的影响，我们维持原有观点，即在当前新房为主的市场环境里，**to C 看销售、to B 看竣工**（具体可参考报告《家居研究专题：家居行业景气度和地产相关性探讨》202308）。首先，与海外多数国家较早进入了存量房市场不同的是，目前我国住房交易仍以新房市场为主。据我们测算，从新房、二手房、以及存量住房翻新以上三类需求结构来看，目前新房占装修需求比例仍达 60%以上，明显高于海外国家新房占比水平。其次，住房作为中国居民家庭财富的重要组成部分，我们认为国内房价短期大幅下行的概率不大。据《中国家庭财富调查报告》显示，2018 年房产净值占城镇居民家庭人均财富的 71.35%，占农村居民家庭人均财富的 52.28%。

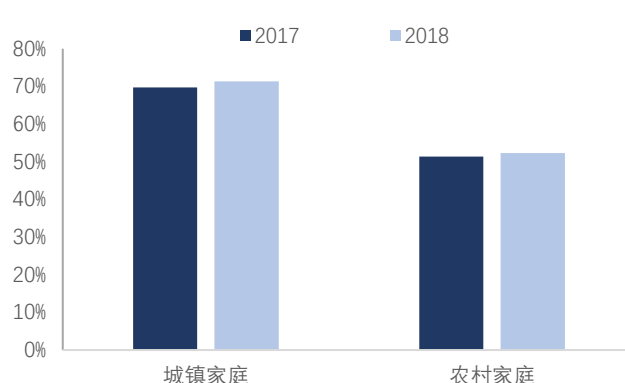
在此背景下，近年虽然国内新房周期调整，但我们认为未来随着经济和地产发展趋稳后，以二手房为主的存量交易市场仍将逐步放量，存量稳态市场里新房和成屋同涨跌、且住房销售对家装属性弱的业务影响相对更小。

图 57：我们测算新房占装修结构比重 60%以上



资料来源：贝壳，信达证券研发中心

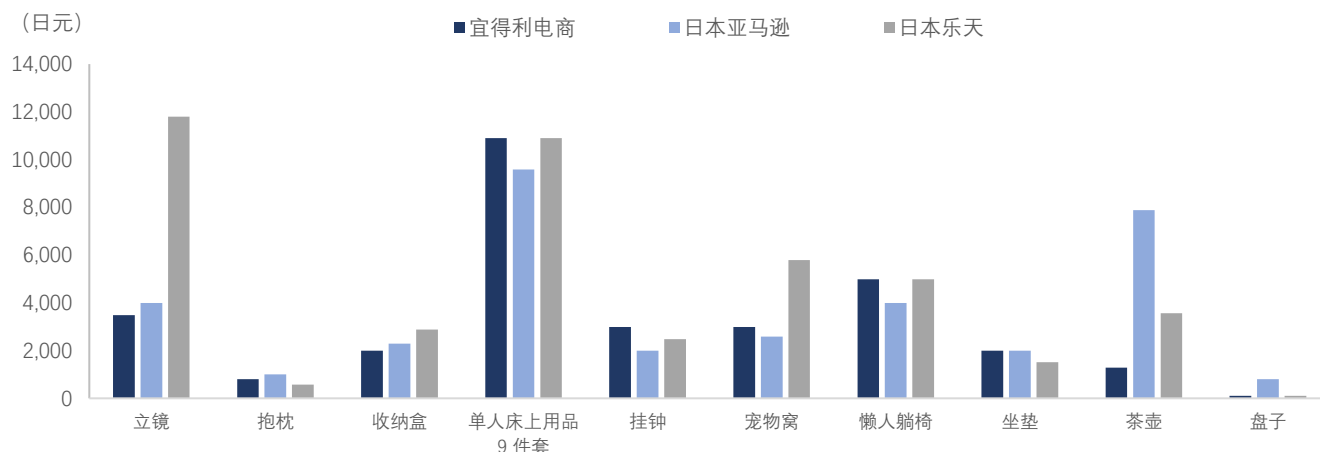
图 58：房产净值在中国居民家庭财富占比高



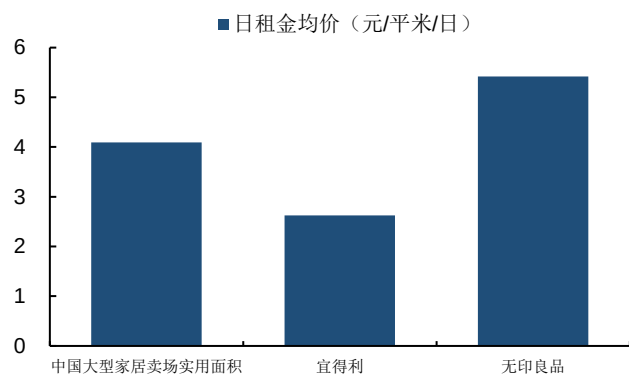
资料来源：《中国家庭财富调查报告》，信达证券研发中心

我们认为中国出现类似宜得利的综合型家居零售巨头概率不大，但有可能出现专业型品类龙头。虽然以宜得利为代表的零售型企业受地产长周期影响较小，但我们认为中国出现此类综合型家居巨头的概率不大。主要因国内完善的供应链集群以及发达电商生态，使中小件家居用品的线上性价比整体优于线下，传统企业难以在线下打造出中小件产品的明显价格优势；而日本由于电商和实体店的税费一致、且线下租金整体便宜，企业在线下打造产品和服务综合优势相对容易。但不排除出现相对高频中小件比如床垫、坐便器等品类专业型龙头。

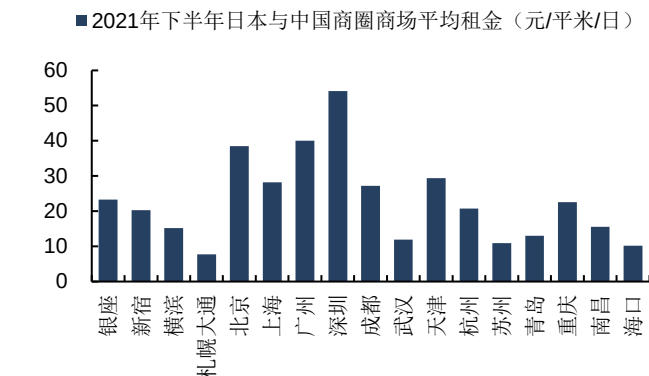
图 59：宜得利电商中小件家居用品价格较日本电商平台具备竞争力



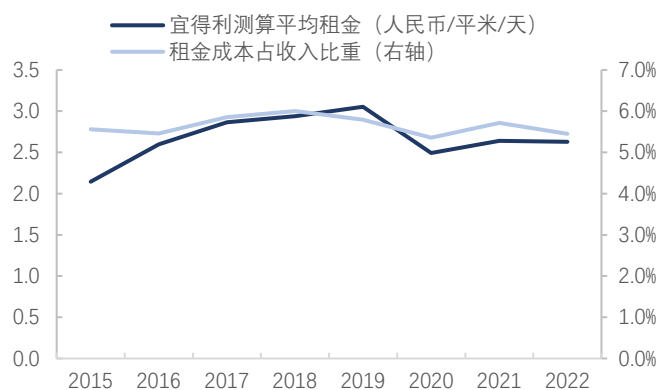
资料来源：宜得利电商，日本亚马逊，日本乐天，信达证券研发中心

图 60：中国家居门店卖场租金高于宜得利-2022


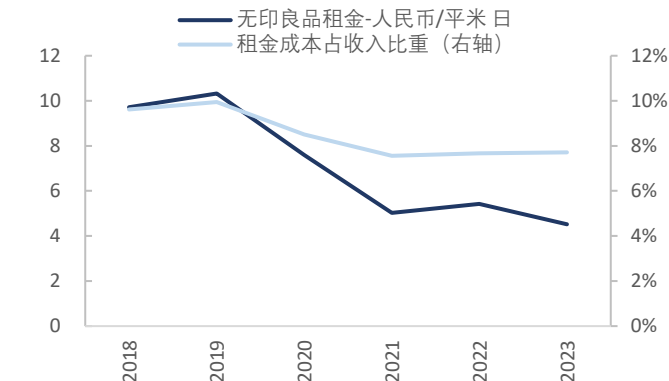
资料来源：美凯龙官网，宜得利公司公告，无印良品公司公告，信达证券研发中心

图 61：中国商圈租金水平整体高于日本


资料来源：reinet，中指研究院，信达证券研发中心

图 62：宜得利历史平均租金保持在较稳定水平


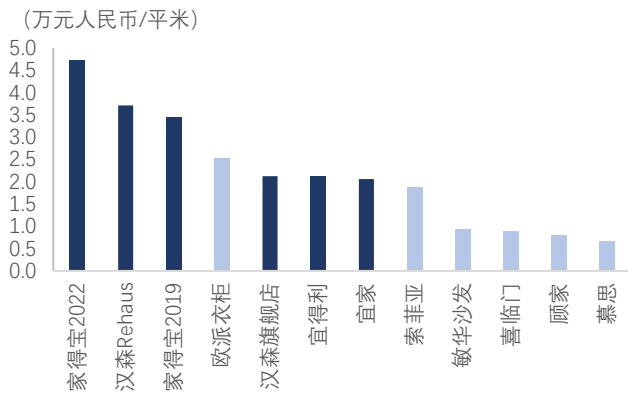
资料来源：宜得利公司公告，信达证券研发中心

图 63：无印良品过去 5 年平均租金水平下降


资料来源：无印良品公司公告，信达证券研发中心

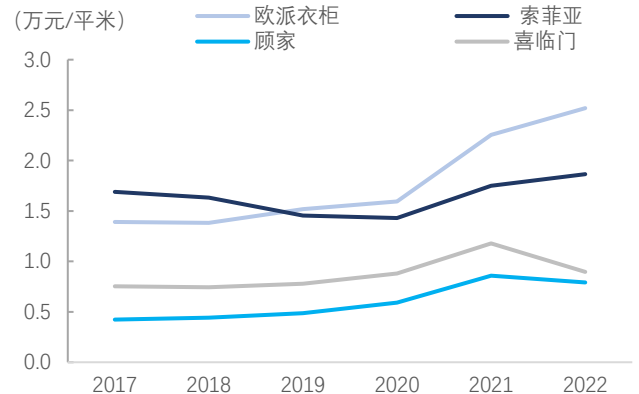
从门店 UE 模型来看：①创收方面，坪效作为体现门店赚钱能力的重要指标，虽然国内家居门店模型和海外有所差异，但据我们测算，横向对比下，当前国内龙头的坪效已接近全球较高水平。我们测算的关键假设包括：1）假设以国内定制/沙发平均标准单店面积 300 平米、床垫 150 平米测算；2）考虑到家得宝于 2020 年开始重新加大拓展 MRO 客户，用其 2019 年和 2022 年 2 个年份的坪效做对比，其他国际公司均采用最高坪效当年数据，以当年人民币汇率换算计。

纵向来看，不同企业由于品类和渠道策略差异、近年坪效趋势也有分化。其中，定制龙头由于近年加大整家套餐销售、拓展零售整装渠道，坪效趋势持续提升，软体龙头相对稳定。未来来看，我们认为软体尤其沙发占地面积大，沙发龙头通过扩定制、床垫等品类其坪效仍有较大提升空间；而定制龙头长期坪效进一步提升或可借鉴汉森 Rehaus、家得宝从 DIY 到 PRO 到 MRO 的发展路径，且我们认为定制龙头目前的零售整装仍是以增量客户数为主、单值上并没有实现相较于家得宝从 DIY 到 PRO 的跃升，未来品类融合仍有较大提升空间。

图 64：国内家居龙头坪效已达全球较高水平


资料来源：Bloomberg，各公司公告，信达证券研发中心测算

注：欧派衣柜含家配&零售整装，不含整装大家居；索菲亚含家配不含直营整装；软体均不含电商。

图 65：欧派近年通过拓家配&零售整装带动坪效再上台阶


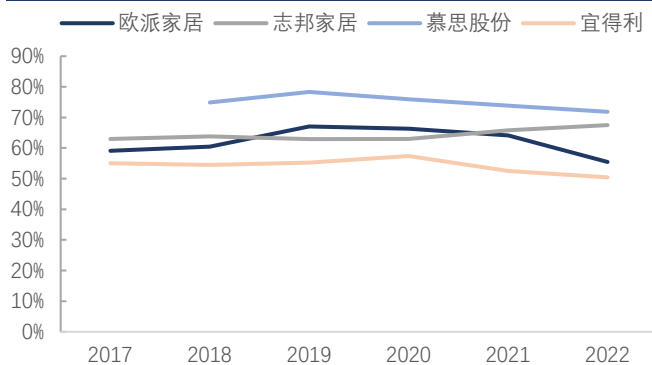
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心测算

注：欧派衣柜含家配&零售整装，不含整装大家居；索菲亚含家配不含直营整装；软体均不含电商。

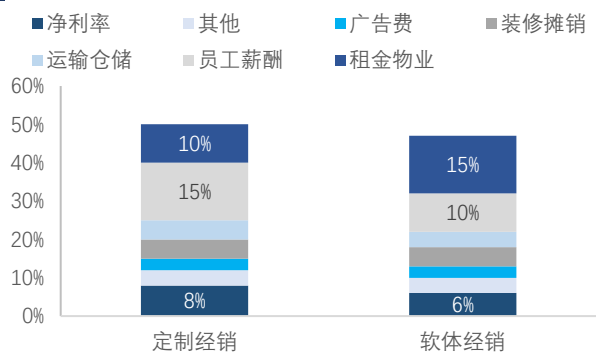
②费用方面，对比宜得利的盈利模型，由于宜得利销售渠道以直营为主，且其中以线下直营店为主、线上营收占比约 10%，暂将线上和线下的业务收入、费用合并考虑，即以报表披露口径分拆。从店面模型的数据拆解可看到：

1) **毛利率与国内企业相似**，即宜得利的直营毛利率近年维持在 50%~57% 的较高水平，国内企业直营渠道毛利率基本也在 50% 以上，部分中高端定位品牌直营渠道毛利率可达 70% 以上。

2) **费用构成方面**，我们判断目前在国内一个持续正常经营的家居门店，预计定制家居渠道毛利率基本在 50% 左右、软体略低，其中租金物业和员工薪酬是两大最主要费用，预计均约占门店收入比重 10%-15%，其中定制家具由于重服务我们预计员工薪酬占比高于软体家具，而软体家具尤其沙发由于需要更大的展示面积预计租金占比略高于定制家具，由此测算得到对应定制和软体家居的门店经营净利率约 8%~10%。

图 66：宜得利和国内家居企业直营渠道毛利率接近


资料来源：Bloomberg，各公司公告，信达证券研发中心

图 67：国内典型家居门店 UE 模型测算


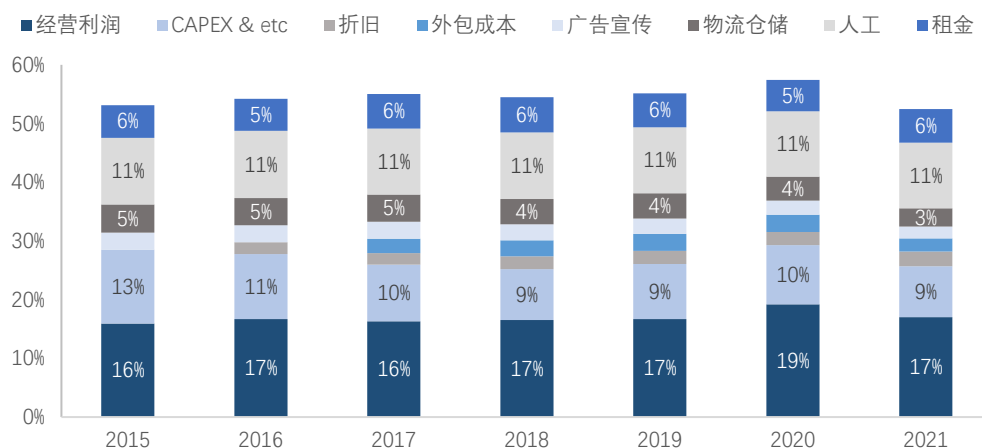
资料来源：欧派家居公司年报，信达证券研发中心测算

综合以上坪效&费用结构，我们认为：

1) 与定制门店相比，国内定制龙头坪效与宜得利差异其实不大，但一方面，国内租金占比明显较高，而日本的店铺租金整体并不高，使宜得利多年来租金占收入比重仅约 5%~6%；另一方面，宜得利成品销售模式下，其人工成本明显低于国内定制门店。因此，低租金&人工支撑其直营大店可实现 17% 经营利润率，但我们认为在国内现实经营环境下，定制门店的租金和人工成本明显降低概率不大，未来提升门店盈利的主要方向或仍在于进一步提升坪效（主要是扩单值）。

2) 与软体门店相比, 目前国内软体企业虽然也以成品销售为主, 但坪效仍明显低于全球优秀水平, 但考虑到宜得利的营收结构中家居内饰收入占比超过 60%, 我们认为国内企业难以完全凭借标准大件家具实现坪效的跃升。因此, 对于标准家具企业, 未来提坪效的重点我们认为并非完全对标海外巨头延伸中小件家居用品, 而是向定制等高坪效品类延伸或是更可行的方式。费用方面, 低租金也是宜得利门店最明显的优势, 人工成本占比虽然经销模式与宜得利接近, 但我们预计直营模式下人工占比或将略高于宜得利。

图 68: 宜得利经营成本分拆



资料来源: 宜得利公司公告, 信达证券研发中心

三、投资建议

看好具备持续做大客单值潜力的企业。家居作为兼顾地产后周期和大宗消费双重属性的消费品，我们一直认为对行业和企业认知需要更多耐心和信心。海外龙头历经地产和经济周期轮回，虽然尚未完全摆脱地产影响、成长历程也经验和教训并存，但我们也看到优秀的企业在不断打破发展瓶颈，成就世界巨头。中国消费和存量房市场广阔，当前国内家居龙头市占率仍然较低，我们看好国内具备持续做大客单值潜力的企业，外部环境调整期加速长期战略落地。持续推荐阿尔法标的欧派家居、志邦家居、顾家家居，低估弹性索菲亚、金牌厨柜，优质赛道龙头慕思股份、喜临门、箭牌家居。

表 3：重点公司估值表

公司名称	股价	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB
	2023/11/13		2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)
欧派家居*	85.49	520.8	30.7	35.7	17.0	14.6	3.0
索菲亚*	0.00	0.0	13.7	16.1	0.0	0.0	0.0
顾家家居*	38.23	314.2	19.3	22.3	16.3	14.1	3.4
喜临门*	19.00	73.6	6.2	7.3	11.9	10.1	2.0
慕思股份*	33.08	132.3	7.1	8.7	18.6	15.2	3.0
曲美家居	5.40	31.6	—	—	—	—	1.6
尚品宅配	18.61	36.8	1.6	2.3	23.1	16.0	1.0
志邦家居*	19.45	84.9	6.5	7.4	13.1	11.6	2.8
金牌厨柜	26.27	40.5	3.2	3.8	12.7	10.7	1.5
江山欧派	32.85	58.2	4.0	4.9	14.6	11.8	4.2
敏华控股	5.12	200.0	19.1	23.0	10.4	8.7	—
我乐家居	10.21	33.0	1.9	2.2	17.6	15.0	2.8
好莱客	11.23	35.0	2.9	3.3	12.0	10.6	1.2
皮阿诺	13.94	26.0	2.1	1.7	12.7	15.1	2.0
王力安防	10.35	45.5	1.8	2.6	25.2	17.8	2.7
平均					14.7	12.2	2.2

资料来源：，信达证券研发中心（注：*为信达证券研发中心预测，其余为一致预期，敏华控股单位为港元）

四、风险因素

宏观经济环境波动风险: 家居作为典型的大宗消费品,居民消费意愿受宏观经济影响较大,若国内经济景气下行,或将影响居民消费支出意愿,家居板块企业收入也将受到较大影响,提示宏观经济环境波动风险。

地产销售大幅下滑风险: 住房作为中国家庭重要财富组成,房地产市场销售和房价变化趋势对居民财富效应有一定影响,若地产销售出现大幅下滑,将影响家居板块估值水平的同时,通过财富效应间接影响居民消费意愿,提示地产销售大幅下滑风险。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。