2020 年 07 月 29 日

证券研究报告•行业研究•机械设备

家具设备专题报告

跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

总量提升+精装房转变结构，国产化提速

投资要点

- **溯源：驱动定制家具设备行业增长的逻辑可分为“总量红利”与“结构红利”。“总量红利”来源于地产竣工上行提升设备总需求量。**地产竣工面积累计同比上行提升家具需求，消耗现有库存，促使家具商通过扩产进入补库存周期，带动家具设备销量提升。**“结构红利”来源于家具商大宗业务对国产设备需求量的结构性提升。**“精装修”政策提高大宗业务在家具商收入中的占比，地产商的强议价能力使得大宗业务对成本更加敏感，利好高性价比的本土设备厂商。

- **复盘：上轮主要源于“总量红利”，家具商集中补库存带来的扩产效应。**上轮周期中，竣工面积累计同比自 2015 年 8 月开始迎来上行周期，由于库存响应存在滞后性问题，直到 2016 年 7 月，家具企业开始主动补库，并通过集中 IPO，加大资本支出等方式积极扩产，带来进口与国产家具设备总需求量提升。2018 年之后，随着竣工指标持续走弱，家具商开始进入主动去库阶段，募投项目的资本投入下降，家具设备商收入增速随之下降。

- **本轮：不同于上轮，本轮周期源于“结构红利”与“总量红利”共振。**

  总量红利：地产竣工同比时隔三年首次转正，家具企业启动新一轮扩产计划。17 年以来，期房销售大于现房销售，前期开工期房自 19 年下半年开始迎来交付集中期，竣工面积 19 年同比+2.6%，时隔 3 年重新转正，且后续随期房交付将持续性回暖。同时，家具商也迎来补库存周期，在产能接近饱和的情况下，各家纷纷启动扩产项目，为家具设备商带来新一轮“总量红利”。

  结构红利：家具商大宗业务提升本土高性价比设备市占率。“精装修”政策推动二、三线城市精装修渗透率提升，9 大定制家具上市企业大宗业务 19 年收入达 67.4 亿元，收入占比达 20.3%，较 15 年增长 11.7pp，4 年 CAGR 达 53.4%，高于经销业务的 20.9%。受大型地产商议价能力较强等因素影响，大宗业务面临毛利率、应收账款周转率低于传统经销业务的压力，对成本更加敏感，高性价比的国产设备成为重要选择，加速了板式家具设备国产替代进程。

- **重点关注个股：**推荐关注**弘亚数控（002833.SZ）**，公司主营板式定制家具加工设备，客户包括索菲亚、皮阿诺、顶固集创、好莱客等大型家具厂商。公司过去 2 年通过购买土地、并购等方式，扩充高端设备与核心零部件产能。在地产竣工回暖带动下游复苏、“精装修”政策提升本土设备市长率背景下，公司将迎来新一轮快速增长期。建议关注**南兴股份（002757.SZ）**。

- **风险提示：**房地产竣工走弱，“精装修”政策不及预期，中美贸易冲突加剧。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002833	弘亚数控	36.03	买入	1.41	1.52	2.12	26	24	17

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋

执业证号：S1250520030001

电话：021-58352138

邮箱：nzy@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	353
行业总市值（亿元）	26,682.49
流通市值（亿元）	25,911.51
行业市盈率 TTM	32.02
沪深 300 市盈率 TTM	14.0

相关研究

1. 电动尾门——线性驱动应用新蓝海 (2020-07-26)
2. 机械行业周报（7.20-7.25）：全面看多周期，并重视硬科技回调机会 (2020-07-25)
3. 机械行业 2020Q2 基金持仓分析：工程机械仍为配置主力 (2020-07-23)
4. 机械行业专题报告：扩需求，降成本，促升级，全面看多顺周期低估值机械设备投资机会 (2020-07-20)
5. 机械行业周报（7.13-7.19）：核心设备中标、产业链国产替代稳步推进，国内需求强劲、上半年挖机销售大超预期 (2020-07-19)
6. 机械行业周报（7.6-7.12）：内需旺盛、挖机销量持续超预期大增，中芯国际战略配售提速半导体设备国产替代 (2020-07-12)

目 录

1 国产定制家具设备驱动因素划分："总量红利"与"结构红利"....1

2 复盘："总量红利"主导，竣工上行叠加补库存周期，驱动上轮家具商扩产....2

2.1 16-17 年地产竣工上行加速家具库存消耗，随后迎来补库存周期....2

2.2 家具企业集中上市扩产，资本支出带动设备商"总量红利"....4

3 本轮："结构红利"与"总量红利"共振，精装修政策拉升家具商大宗业务占比....7

3.1 19 年下半年又现竣工与去库存双驱因素，本轮竣工复苏持续性强....7

3.2 下游需求发生结构性变化，家具商大宗业务占比逐年提升....8

4 设备：家具商产能紧张+大宗业务成本敏感，推动本轮设备周期兑现....13

4.1 家具企业产能利用率接近饱和，补库存将推动新一轮扩产....13

4.2 大宗业务毛利率、应收账款周转率较弱，推动性价比高的国产设备市占率提升....15

5 投资策略....17

6 风险提示....18

图 目 录

图 1：板式家具机械制造业下游为家具市场 1
图 2：家具行业与地产周期紧密相关 1
图 3：家具设备“总量红利”逻辑来源于地产上行带来需求总量提升 1
图 4：家具设备“结构红利”逻辑来源于家具商大宗业务提高国产设备市占率 2
图 5：2016 年 7 月家具商补库存周期开启,拉开上轮设备周期序幕 3
图 6：上轮设备周期中，家具商收入增速高点对应竣工拐点 3
图 7：10 家上市家具企业收入增速在 16-17 年达到高峰 4
图 8：10 家上市家具企业归母净利润增速在 16-17 年达到高峰 4
图 9：2017 年家具行业迎来密集上市期，共有七家公司上市 4
图 10：弘亚数控季度收入在 18 年上半年之前高速增长 6
图 11：10 家家具企业资本支出基本同步于弘亚数控收入变动 6
图 12：17 年以来期房销售超越现房，目前期房迎来集中交付期 7
图 13：19 年下半年以来竣工数据复苏，预计后续持续性强 7
图 14：2017-2019 年期房销售面积与竣工面积差额累计缺口达 22.2 亿平方米 7
图 15：2019 年下半年，家具企业进入新一轮补库存周期 8
图 16：2016-2019 年精装修商品住宅渗透率逐年上升 9
图 17：2016-2019 年中国精装修市场规模不断扩大 9
图 18：各地政策积极配合“精装修”政策推行，提高精装修渗透率 10
图 19：9 大定制家具企业大宗业务收入增速不断提升 10
图 20：9 大定制家具企业经销渠道收入增速放缓，让位大宗业务 10
图 21：9 大定制家具企业大宗业务收入占比自 15 年 8.6%提升至 19 年 20.3% 11
图 22：2019 年，中、低档精装在大宗业务中占比在 95%以上 11
图 23：木门、橱柜在大宗业务中配套率接近 100% 12
图 24：2019 年以木门、橱柜为主的企业大宗业务收入占比较高 12
图 25：产能紧张程度是家具企业补库存周期中扩产与否的关键因素 13
图 26：我国规模以上家具企业数量不断提升，突破 6400 家 15
图 27：家具行业市场分散，10 家上市公司市占率仅为 5.8% 15
图 28：2019 年前五大地产商在精装修大宗业务市占率达 32.1%，集中度不断提升 15
图 29：大宗业务应收款占大宗业务营收比例较高 16
图 30：家具公司应收账款周转率与大宗业务收入占比呈负相关 16
图 31：家具公司大宗业务毛利率低于经销渠道 16

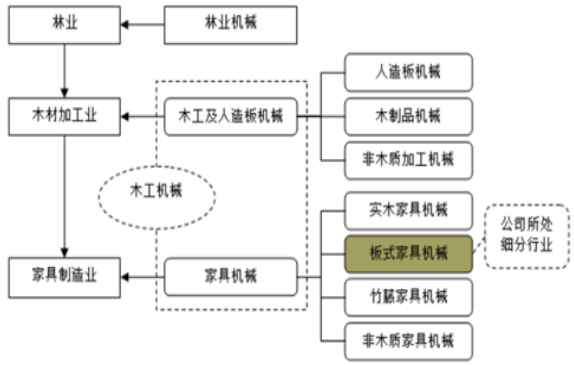
表 目 录

表 1：家具企业库存周期随竣工指标变化可分为：被动去库、主动补库、被动补库、主动去库 3
表 2：2016-17 年上市的家具公司启动了大量扩产项目(标红为扩产项目) 5
表 3：精装修国家级政策频出 9
表 4：主要上市家具企业产能利用率接近饱和 13
表 5：欧派家居、金牌橱柜、好莱客、皮阿诺等企业已投入新一轮扩产计划 14
表 6：重点关注公司盈利预测与评级（截至 2020.7.29） 17

1 国产定制家具设备驱动因素划分：“总量红利”与“结构红利”

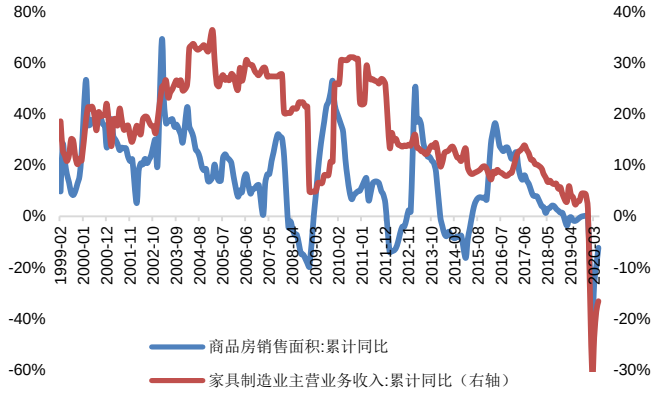
板式家具机械制造业下游主要为家具制造业，存在地产-家具-设备的传导路径。板式家具机械制造业的上游包括标准零部件、电气件、机械加工件、金属型材生产等行业，下游主要为家具制造业。板式家具机械作为制造板式家具的专用木工机械设备，其行业发展与终端家具消费市场需求等因素有密切的关系。由于家具属于地产后周期产业，与地产销售、竣工等指标密切相关，因此存在地产-家具-设备的传导路径。

图 1：板式家具机械制造业下游为家具市场



数据来源：弘亚数控招股说明书，西南证券整理

图 2：家具行业与地产周期紧密相关



数据来源：wind，西南证券整理

“总量红利”来源于地产竣工上行消耗家具商库存带来的补库存周期。竣工面积指房屋建筑按照设计要求已全部完工，达到住人和使用条件，经验收鉴定合格或达到竣工验收标准，可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和，**即随着房屋竣工，消费者开始购置家具，家具企业库存下降，迎来补库存周期，随着自身产能无法弥补需求，家具企业将进行扩产，提升设备资本开支，从而给设备商带来总量提升的红利。**由于这条路径是对下游家具企业整体需求提升带来的设备采购需求提升，国产设备与国外设备同时受益，我们将这条传导路径称为国产家具设备的“总量红利”。

图 3：家具设备“总量红利”逻辑来源于地产上行带来需求总量提升



数据来源：西南证券整理

“结构红利”来源于“精装修”政策带动大宗业务占比提升，利好性价比高的国产设备。相比欧美发达国家，我国精装修、全装修渗透率低。精装修政策利好政府、地产商消费者三方，从 2011 年开始，国家级、地方级政策频出，不断提高精装修渗透率，带动地产商大宗业务渠道收入占比提升。**由于大宗业务主要面向客户是各大房地产商，议价能力较强，供货**

相对稳定，且批量化供货减少了个性化差异，导致大宗业务毛利率普遍低于直销或者经销渠道，因此大宗业务对设备价格更加敏感，提高了对设备性价比的需求，国产设备商凭借性价比优势对豪迈等国外高端设备商进行国产替代。由于这条路径是通过下游业务结构性变化从而提升了国产设备商市占率，我们将这条路径成为“结构红利”

图 4：家具设备“结构红利”逻辑来源于家具商大宗业务提高国产设备市占率



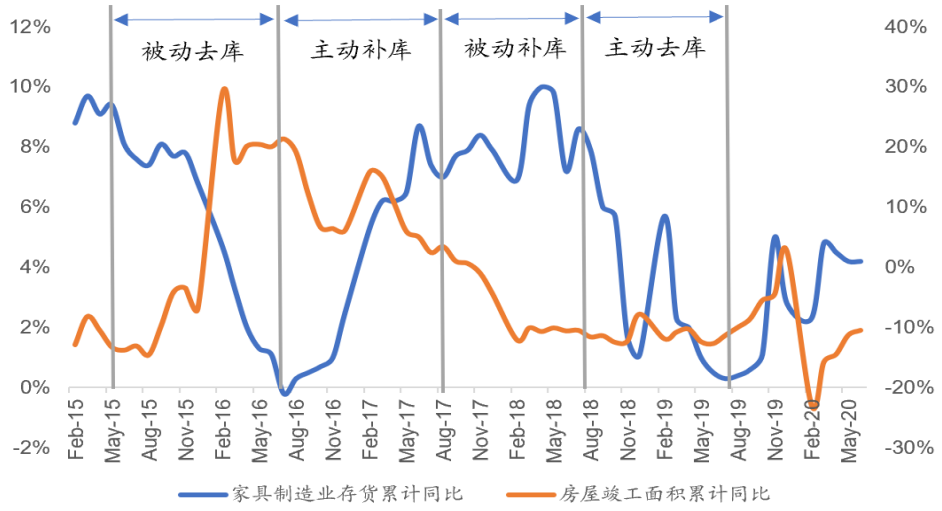
数据来源：西南证券整理

2 复盘：“总量红利”主导，竣工上行叠加补库存周期，驱动上轮家具商扩产

2.1 16-17 年地产竣工上行加速家具库存消耗，随后迎来补库存周期

上一轮家具企业库存周期随竣工指标变化可分为四个阶段，被动去库、主动补库、被动补库、主动去库。根据竣工面积累计同比与家具制造业存货累计同比变化可以看出，上轮周期中，竣工面积累计同比自 2015 年 6 月开始迎来上行周期，从 2016 年 2 月开始，地产竣工累计面积连续 21 个月同比正增长，受此影响，家具等地产后周期产业链景气度上行。而由于库存变动存在滞后性，尚未对需求改善作出反应，所以家具制造业存货累计同比开始下降，这一时期对应家具企业的被动去库。之后，随着需求确定性变强，家具企业开始进行主动补库，库存开始响应需求，即从 2016 年 7 月开始，家具制造业存货累计同比开始提升。从 2017 年 11 月开始，地产竣工累计同比转负，开始进入下行周期，家具制造企业库存响应不及时，进入被动补库阶段，直到 2018 年 7 月，家具企业开始进入主动降库阶段。

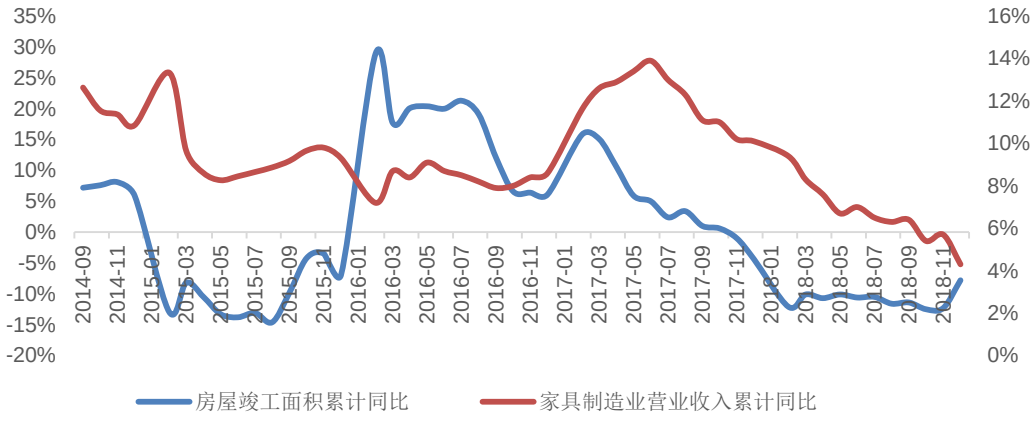
图 5：2016 年 7 月家具商补库存周期开启,拉开上轮设备周期序幕



数据来源：Wind，西南证券整理

家具收入增速高点对应竣工拐点，之后进入被动补库阶段。从家具厂商收入来看，家具制造业企业收入同比变动与竣工面积同比变化基本一致。全国规模以上（2000 万元以上）家具企业上一轮收入增速最高点为 2016 年 7 月，同比+13.9%，考虑到上一轮周期精装房渗透率较低，家具大多有消费者或装修公司通过经销渠道自行购买，所以现房交付到家具购买中间存在 1 个月-半年左右时间差，家具收入增速高点与竣工增速拐点时间基本可以对应。随着竣工数据在 2017 年 11 月转为负增长，之后家具企业进入了被动补库阶段，收入增速放缓的同时库存保持高增长，形成较多挤压存货。

图 6：上轮设备周期中，家具商收入增速高点对应竣工拐点



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：家具企业库存周期随竣工指标变化可分为：被动去库、主动补库、被动补库、主动去库

阶段	对应时间	竣工指标变化情况	家具商收入变化情况
被动去库	2015 年 6 月-2016 年 7 月	同比增速快速回升，由-14.6%增长到 28.9%	保持增长，同比增速在 8%左右。
主动补库	2016 年 8 月-2017 年 10 月	同比增速始终为正，增速有所回落，保持较快增长	快速增长，同比增速从 8%提升至最高点的 13.9%

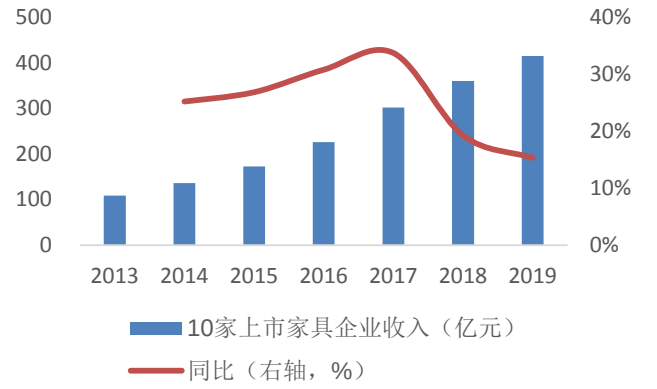
阶段	对应时间	竣工指标变化情况	家具商收入变化情况
被动补库	2017 年 11 月-2018 年 7 月	同比增速保持负增长，最低跌破-10%	增速降落回 10%以下。
主动去库	2018 年 8 月-2019 年 8 月	同比增速长期保持在-10%以下	增速进一步下滑至 5%以内。

数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 家具企业集中上市扩产，资本支出带动设备商“总量红利”

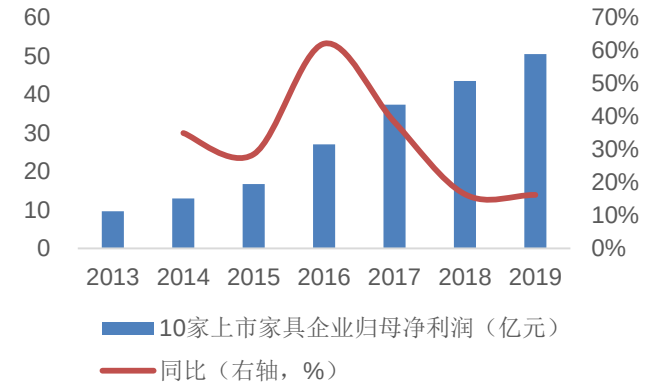
竣工上行利好家具商业绩，家具企业迎来集中上市期。由于 2016-2017 年地产竣工指标上行带来的家具行业收入、业绩迎来高速增长期，大量家具企业在此期间上市。其中 2017 年上市的企业有欧派家居、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、江山欧派、皮阿诺、我乐家居，2018 年上市的有顶固集创。

图 7：10 家上市家具企业收入增速在 16-17 年达到高峰



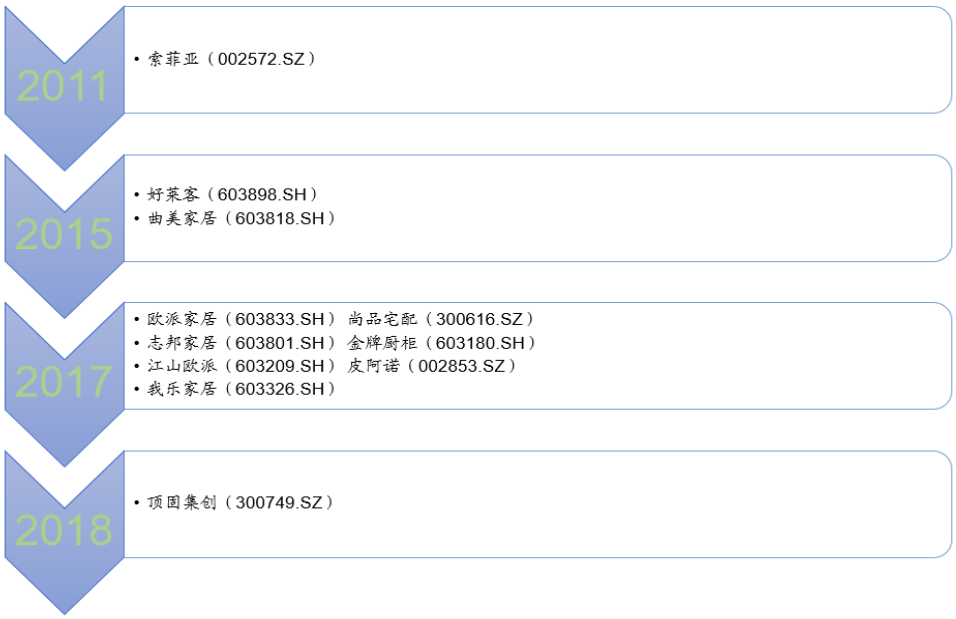
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：10 家上市家具企业归母净利润增速在 16-17 年达到高峰



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：2017 年家具行业迎来密集上市期，共有七家公司上市



数据来源：Wind，西南证券整理

定制家具企业 2016-2017 年积极募投扩产。根据上文分析，2016 年 7 月家具制造业企业存货增速开始上行，对应家具企业开始扩充产能，主动补库。这一结果可以从 2016-2017 年定制家具企业募投扩产规划得到验证，十家定制家具企业中，除顶固集创以外，其余九家基本均在 16-17 年通过 IPO 或者增发的方式进行新厂房或者生产基地的搭建、老基地的扩产，以及产能智能化升级，扩产项目超过 20 个，扩产相关投资金额合计达 69.8 亿元，带来大量增量设备需求。

表 2：2016-17 年上市的家具公司启动了大量扩产项目(标红为扩产项目)

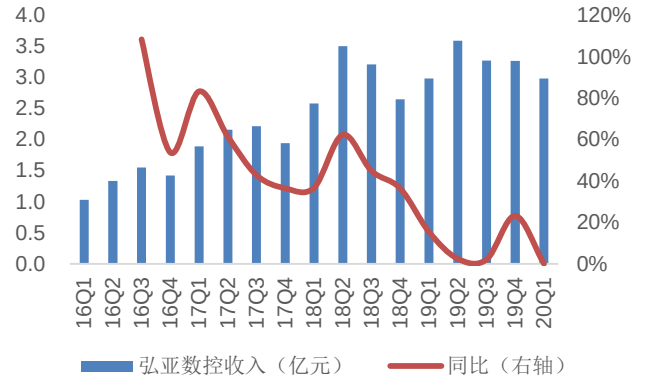
名称	时间	融资类型	序号	募集资金使用项目	投资金额（万元）
欧派家居	2017	IPO	**1**	**广州年产 15 万套厨柜生产线建设项目**	**29445.70**
			2	**天津年产 15 万套厨柜生产线建设项目**	**29244.36**
			3	**广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目**	**34098.27**
			4	**无锡生产 基地（一期）建设项目**	**78000.00**
			5	**年产 60 万樘木门生产线建设项目**	**28298.47**
			6	“欧派”品牌推广项目	30000.00
			7	信息化系 统技术改造项目	3928.36
			合计		233015.16
尚品宅配	2017	IPO	**1**	**智能制造生产线建设项目**	**82340.75**
			2	营销网络建设项目	66732.80
			3	互联网营销 O2O 推广平台项目	20780.14
			4	家居电商华南配套中心建设项目	11078.31
			合计		180932.00
志邦家居	2017	IPO	**1**	**年产 20 万套整体厨柜建设项目**	**33,762.85**
			2	**年产 12 万套定制衣柜建设项目**	**13,215.58**
			3	信息化系统建设项目	2,988.60
			4	品牌推广项目	15,000.00
			5	补充流动资金项目	20,000.00
			合计		84,967.03
金牌厨柜	2017	IPO	**1**	**江苏金牌年产 7 万套整体厨柜建设项目**	**15952.38**
			2	**江苏金牌年产 6 万套整体厨柜扩建项目**	**13756.93**
			3	**三期项目工程（含厂房及配套设施）**	**12759.27**
			4	研发中心建设项目	5322.10
			5	信息化建设项目	2617.20
			合计		50407.88
江山欧派	2017	IPO	**1**	**年产 30 万套实木复合门项目**	**13953.66**
			2	**年产 30 万套模压门项目**	**3753.25**
			3	**年产 20.5 万件定制柜类项目**	**37000.00**
			4	营销网络建设项目	3522.00
			5	补充流动资金	不超过 6000
			合计		不超过 64228.91
皮阿诺	2017	IPO	**1**	**中山阜沙产能扩建项目**	**15430.93**

名称	时间	融资类型	序号	募集资金使用项目	投资金额（万元）
			2	**天津静海产能建设项目一期**	**20422.30**
			3	一体化信息管理系统建设项目	2898.92
			4	补充流动资金	10000.00
			合计		48752.15
我乐家居	2017	IPO	**1**	**全屋定制智能家居系统项目**	**40485.17**
顶固集创	2018	IPO	**1**	**中山年产 30 万套定制家具建设项目**	**35529.55**
			2	**智能制造生产线建设项目**	**10160.00**
			3	一体化信息系统升级技术改造项目	8209.80
			4	品牌及销售渠道建设	8000.00
			5	其他与主营业务相关的营运资金	5000.00
			合计		66899.35
索菲亚	2016	增发	1	索菲亚家居数字化生态系统（互联网+）平台升级项目	30000.00
			2	信息系统升级改造项目	15000.00
			3	**生产基地智能化改造升级项目**	**25000.00**
			4	**华中生产基地（一期）建设项目**	**70000.00**
			合计		140000.00
好莱客	2017	增发	**1**	**定制家居智能生产建设项目**	**55063.00**
			2	品牌建设项目	16799.00
			3	信息系统升级建设项目	10618.00
			合计		82480.00

数据来源：各公司公告，西南证券整理

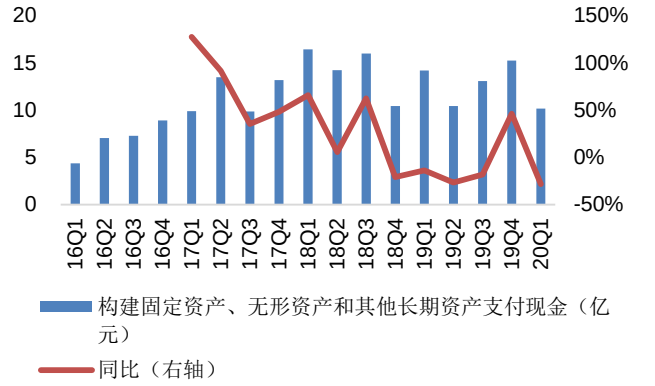
弘亚数控收入与家具企业资本支出高度相关。对国内领先的家具设备商——弘亚数控，进行收入季度分析，可以发现 2016-2017 年，受益于家具商扩产补库存影响，家具商资本支出（以现金流量表中构建固定资产、无形资产和长期资产支付的现金作为衡量标准）绝对额和增速均维持在高位，弘亚数控的收入也进入快速增长期。2018 年下半年之后，家具商开始进入主动去库阶段，资本支出增速下降，弘亚收入增速随着迎来下降。

图 10：弘亚数控季度收入在 18 年上半年之前高速增长



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：10 家家具企业资本支出基本同步于弘亚数控收入变动



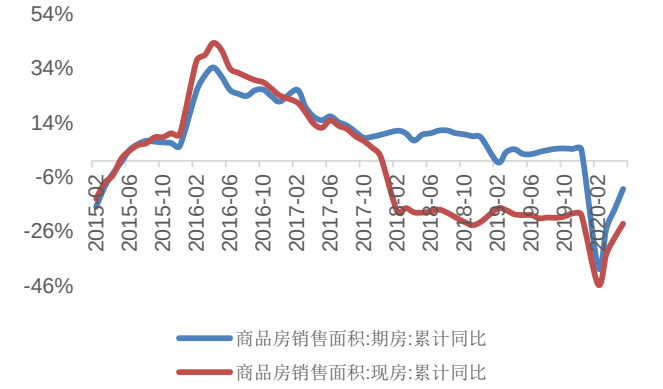
数据来源：wind，西南证券整理

3 本轮：“结构红利”与“总量红利”共振，精装修政策拉升家具商大宗业务占比

3.1 19 年下半年又现竣工与去库存双驱因素，本轮竣工复苏持续性强

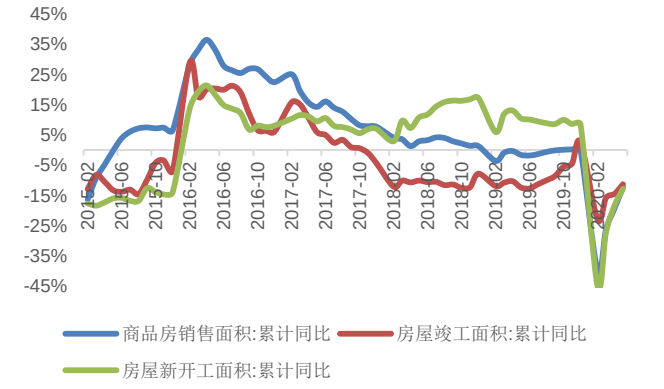
本次竣工复苏源于前期期房进入集中交付期，看好后续竣工数据回暖。在 2017 年 4 月之后，竣工面积同比变化持续弱于开工数据，主要因为自 16 年开始，期房销售面积绝对值显著提升，且期房销售同比增速于 2017 年下半年开始与现房销售增速发生背离，造成新开工面积持续超越竣工面积。随着前期期房逐渐交付，自 2019 年下半年，竣工面积指标明显回升，2019 年竣工面积累计同比+2.6%，时隔三年首次实现转正，2020 年初新冠疫情对竣工数据的冲击明显小于其他数据。由于前期期房销售的增速相较现房销售增速有两年多的领先时间（17 年下半年-至今），因此积压期房的交付具有一定持续性，将带动竣工数据持续复苏。随着国内疫情的有效控制，前期开工期房陆续交付，竣工面积数据复苏将得到持续验证。

图 12：17 年以来期房销售超越现房，目前期房迎来集中交付期



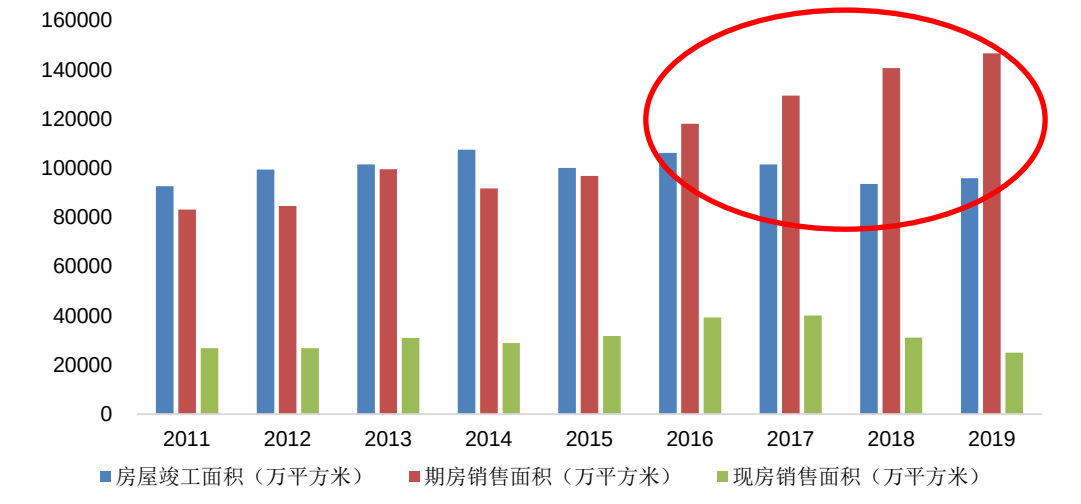
数据来源：wind，西南证券整理

图 13：19 年下半年以来竣工数据复苏，预计后续持续性强



数据来源：wind，西南证券整理

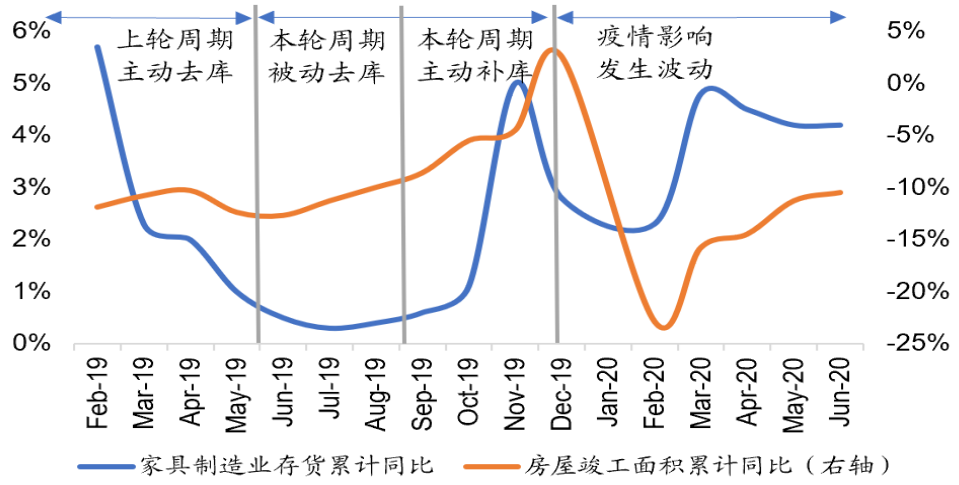
图 14：2017-2019 年期房销售面积与竣工面积差额累计缺口达 22.2 亿平方米



数据来源：Wind，西南证券整理

2019 年下半年，家具企业进入新一轮补库存周期，疫情短暂影响行业复苏。自 2019 年 6 月起，竣工面积累计同比开始复苏，家具厂商存货变动从 2019 年 8 月开始上行，与上一轮周期相比，被动去库时间缩短，主要是因为前期主动去库时间较长，所以本轮库存反应时间较上轮更加迅速。而 2020 年一季度的新冠疫情，使得生产停滞，竣工面积同比出现波动，三月开始迅速复苏，库存增速在经过 1、2 月春节假期和疫情停工导致库存出现小幅下降，随后在 3 月份迎来复工后，由于下游需求尚未完全恢复至 19 年年底水平，固库存出现小幅上升。剔除非生产性因素之后，随着竣工面积同比继续回暖，下游需求旺盛，疫情复工后积压库存将会快速释放，家具企业将继续迎来补库存高潮。

图 15：2019 年下半年，家具企业进入新一轮补库存周期



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 下游需求发生结构性变化，家具商大宗业务占比逐年提升

精装修、全装修政策利好政府、房企、消费者三方，国家级政策推行“精装修”模式。相比欧美发达国家，我国精装修、全装修渗透率低，早在 2011 年，《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》中就提出鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅全装修交房。对政府而言，精装房有效避免了分散装修带来的粉尘和噪声污染、促进装修材料的节约、减少建筑垃的产生， 符合绿色环保的发展趋势；对消费者而言，精装房减少了装修所需要的精力和时间，消费者对于“拎包入住”的接受度也逐步提高。对房地产商而言，房企在毛坯房限价背景下，“精装修”模式交付成为商品房提升单位面积售价增厚利润的重要手段。**住建部 2016 年发布了《商品住宅装修一次到位实施导则》，2017 年出台的《建筑业发展十三五规划》明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。**

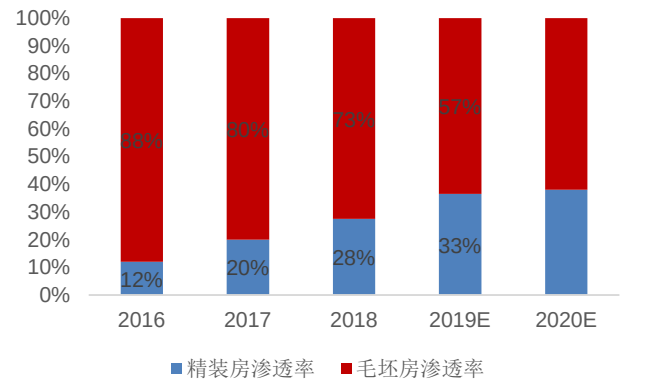
表 3：精装修国家级政策频出

时间	内容
2011	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》指出，鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅全装修交房。
2013	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》提出，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016	《关于大力展装配式建筑的指导意见》提出，推进建筑全装修，实行装配式建筑装饰装修与主体结构、几点设备协同施工。
2016	《商品住宅装修一次到位实施细则》要求推行装修一次到位的商品住宅，由住宅开发单位负责装修工程的全过程，不允许购房者个人聘请施工单位自行装修。
2017	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》提出，全面制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2019	《住宅项目规范〈意见征求稿〉》指出，明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置作出明确规定，明确要求卫生间防水耐用须达到 20 年。

数据来源：西南证券整理

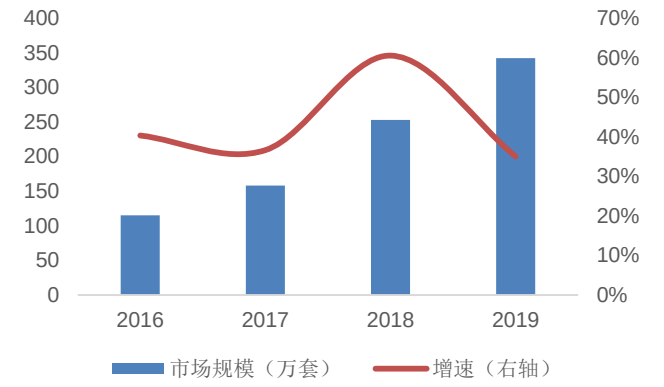
多省市涉及精装修政策，2019 年全国精装修渗透率达 32%，提前一年完成指标。在国家级政策的指导下，各地区纷纷出台省市级政策，多数限制了新开盘地产项目的毛坯房比例。在政策支持下，国内精装修渗透率提升迅速，根据奥维云网数据显示，2019 年我国精装修项目总规模达到 322 万套，同比增长 27.6%，其中渗透率达到 32%，提前完成国家要求的 2020 年全国精装修比例达到 30%的水平，预计 2020 年精装修规模超过 360-400 万套；到 2029 年，精装修渗透率有望达到 80%，未来地产精装修的成长空间依旧广阔。分地区看，目前一线城市精装房占比已达到较高水平（86%），而二线（50%）、三四线（8%）地区仍存在较大的提升空间。

图 16：2016-2019 年精装修商品住宅渗透率逐年上升



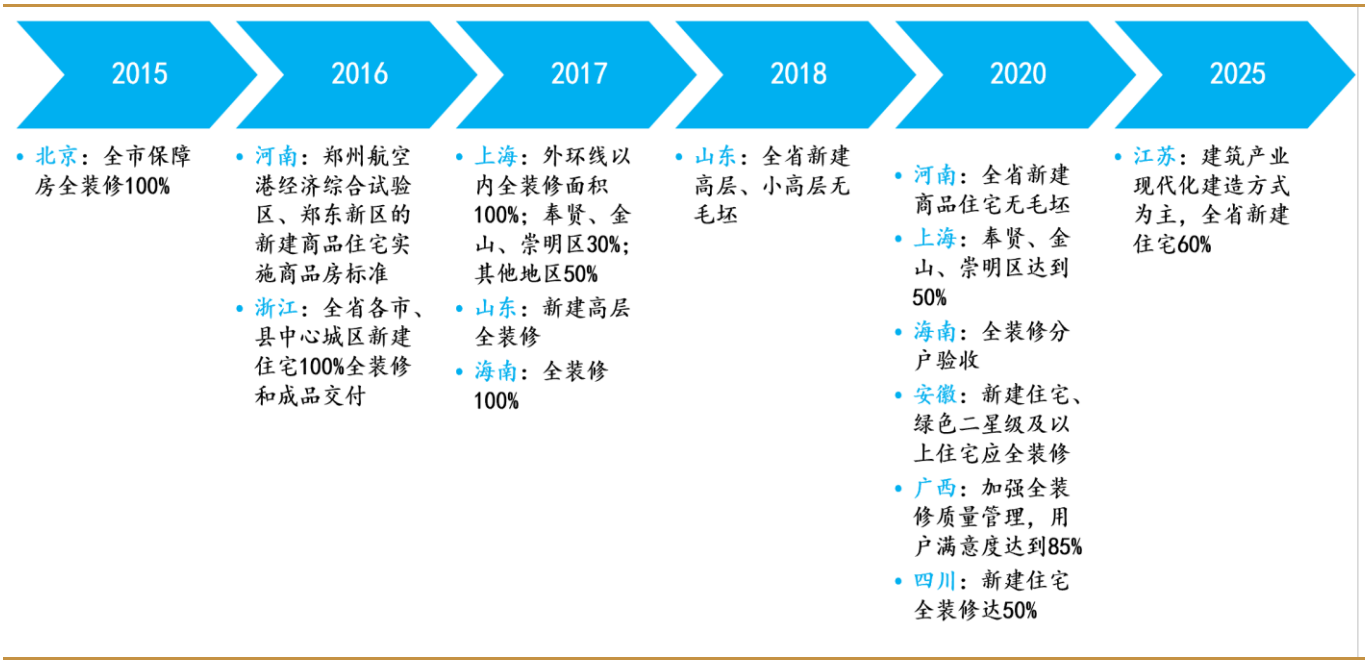
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 17：2016-2019 年中国精装修市场规模不断扩大



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

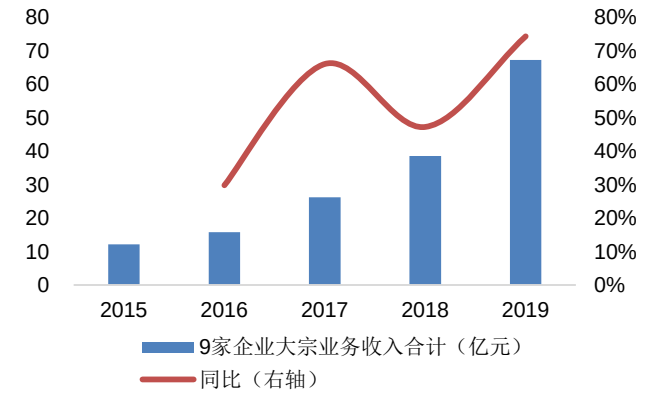
图 18：各地政策积极配合“精装修”政策推行，提高精装修渗透率



数据来源：Wind，西南证券整理

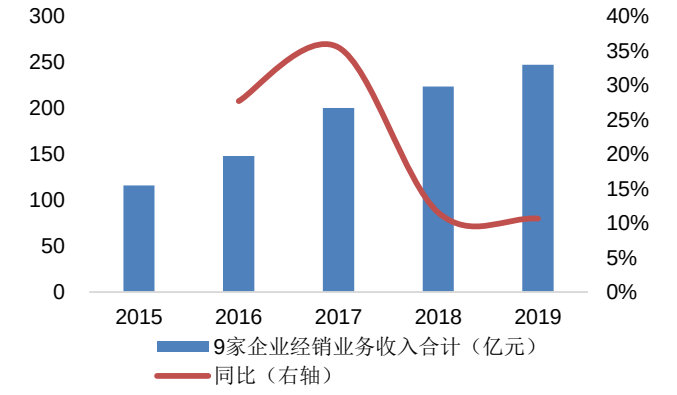
9 大定制家具企业大宗业务 19 年收入 67.4 亿元，是 15 年规模的 5.5 倍，占比逐年提升。为考察大宗业务具体落实情况，我们统计了欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、江山欧派、好莱客、皮阿诺、我乐家居、顶固集创等 9 家大宗业务占比较多的定制家具上市企业，其中由于数据可得性等问题，索菲亚只考虑其衣柜大宗业务情况。9 大定制家具企业大宗业务 19 年收入达 67.4 亿元，4 年 CAGR 达 53.4%，收入规模是 15 年的 5.5 倍，大宗业务收入占比自 15 年 8.6%提升至 19 年 20.3%。经销渠道仍为定制家具企业主要销售途径，19 年收入达 247.3 亿元。占比达 74.5%，但 4 年 CAGR 为 20.9%，较大宗业务增速略缓。

图 19：9 大定制家具企业大宗业务收入增速不断提升



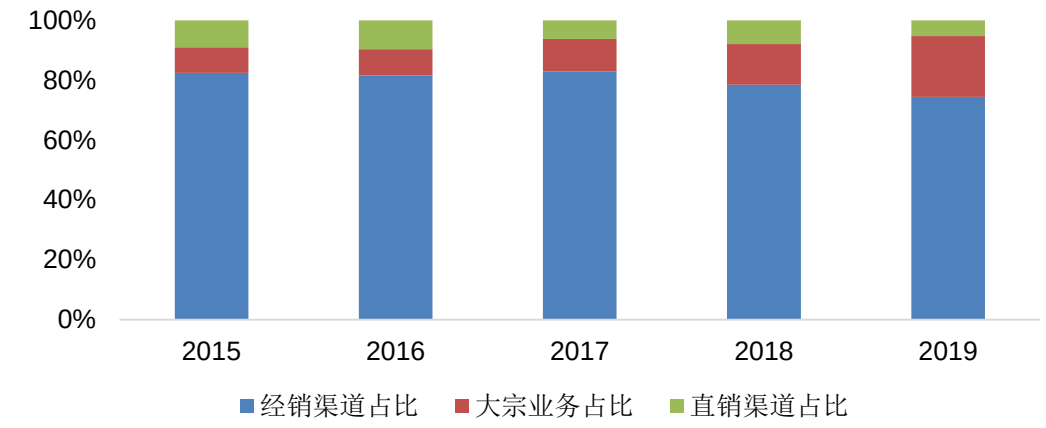
数据来源：wind，公司年报，西南证券整理

图 20：9 大定制家具企业经销渠道收入增速放缓，让位大宗业务



数据来源：wind，公司年报，西南证券整理

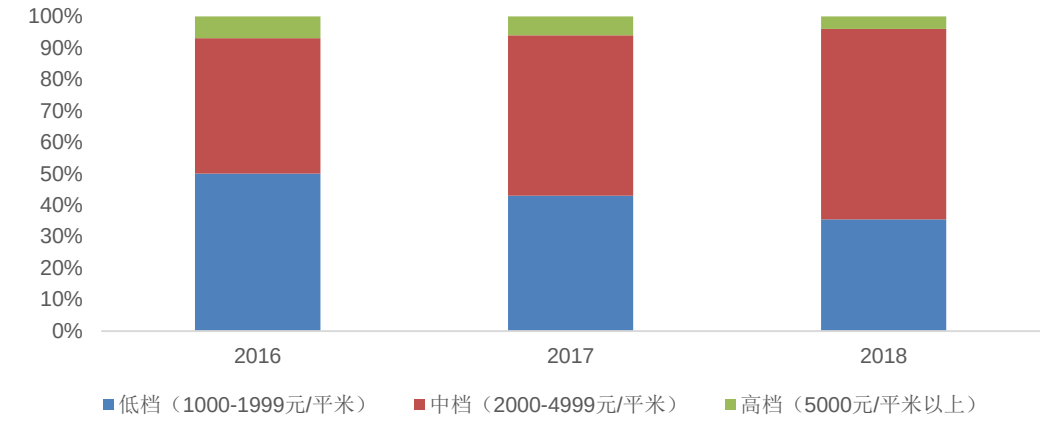
图 21：9 大定制家具企业大宗业务收入占比自 15 年 8.6%提升至 19 年 20.3%



数据来源：奥维云网，西南证券整理

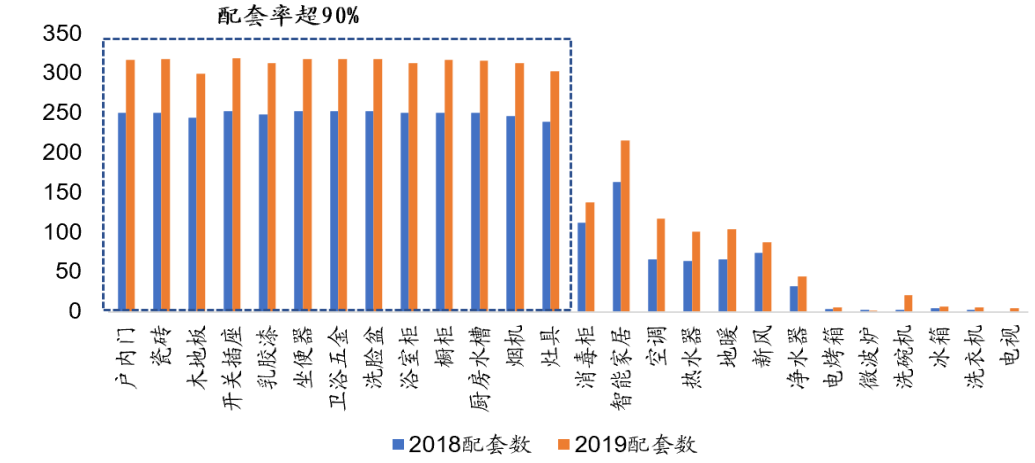
中、低档定制装修为大宗业务主流，橱柜、木门定制化配套率高，相关企业大宗业务占比较高。**在“精装修”政策早期，家具商在选择精装修材料供应时，选择更多看重“价廉”，做精装修的目的是为了方便购房者使用、使房子更好的卖出去；现在知名的家居建材品牌成为房地产销售的重要宣传点，中档精装占比有所提升，**总体来说中、低档精装仍为大宗业务主流，19 年中低档精装在大宗业务中占比在 95%以上。**精装市场产品根据不同的配套率划分为一级、二级和三级配套，部分家电产品配套率明显提升。根据对部品配套级别的划分，主要是划分为一级配套（>90%）、二级配套（20-70%）、三级配套（20%以下）。其中一级配套主要包括建材、厨房、卫浴类产品，**其中木门、橱柜配套率接近 100%，衣柜配套率略低，对应上市公司中，以木门、橱柜为主要业务的公司大宗业务占比相对较高。

图 22：2019 年，中、低档精装在大宗业务中占比在 95%以上



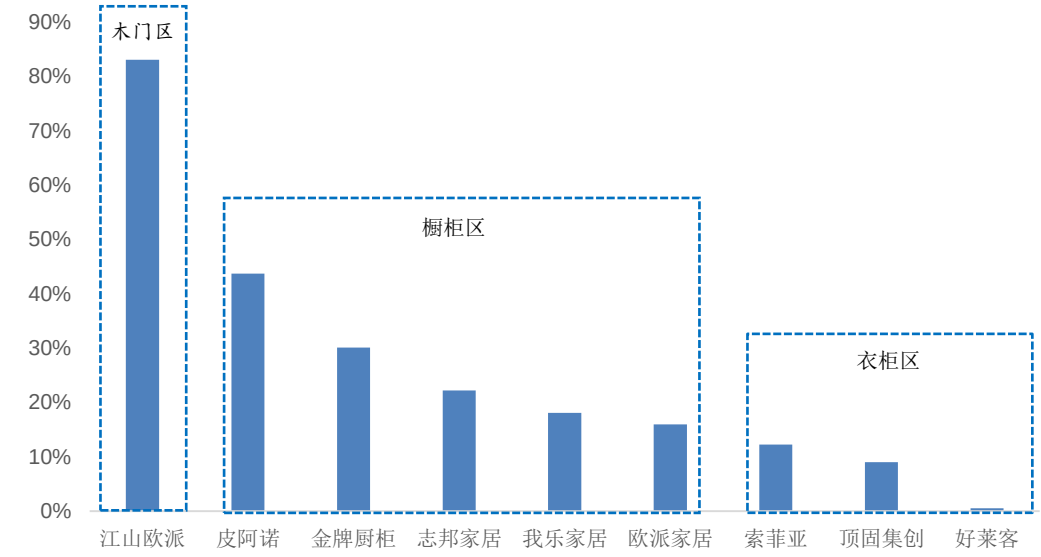
数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 23：木门、橱柜在大宗业务中配套率接近 100%



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 24：2019 年以木门、橱柜为主的企业大宗业务收入占比较高



数据来源：Wind，西南证券整理

4 设备：家具商产能紧张+大宗业务成本敏感，推动本轮设备周期兑现

产能紧张程度是扩产与否的关键因素，大宗业务财务约束性成为结构转换原因。在上一轮周期中，竣工指标上行带动家具企业进入补库存周期，我们通过对 16-17 年上市家具公司的募投扩产项目和相关公司构建固定资产、无形资产和长期资产金额的变动的梳理，验证出当时家具企业确实通过扩产方式补库存，并显著提高了弘亚数控等国内家具设备公司收入增速。而本轮周期出现了家具需求量提升和渠道结构变化两种趋势，一般来说，若产能充足，现有产能可以满足新增需求和补库存需求，则家具商扩产脚步会适当放缓，若产能紧张，则家具商则会启动新一轮扩产，同时提高国产设备比例，以应对大宗业务盈利能力较弱等财务约束。接下来我们通过对家具企业产能和大宗业务财务约束情况的梳理，验证两种趋势对家具设备商拉动性究竟如何。

图 25：产能紧张程度是家具企业补库存周期中扩产与否的关键因素



数据来源：Wind，西南证券整理

4.1 家具企业产能利用率接近饱和，补库存将推动新一轮扩产

主要上市家具企业产能利用率接近饱和，产能逐年提升。根据对家具行业主要上市公司产能利用率的梳理情况，我们发现除近年来新增业务产能以外（比如金牌橱柜木门，好莱客橱柜和木门），主要定制家具企业产能利用率都在 90%以上，接近饱和。因此，为下游不断增强的消费需求，家具企业扩产势在必行。

表 4：主要上市家具企业产能利用率接近饱和

家具企业	项目	产能	产能同比	产能利用率
欧派家居	整体橱柜（万套）	73.8	7.0%	95.87%
	整体衣柜（万套）	175.5	21.9%	97.22%
	木门（万樘）	60.7	32.0%	95.21%
金牌橱柜	整体橱柜（万套）	27.0	18.4%	93.83%
	整体衣柜（万套）	12.0	100.0%	93.52%
	木门（万樘）	0.8	300.0%	68.03%
志邦家居	整体橱柜（套）	33.0	3.1%	99.31%
	全屋定制（万套）	35.5	77.5%	99.56%
好莱客	整体衣柜及配套家具柜体（万平方米、）	1173.0	-2.6%	87.80%
	橱柜（万套）	3.6	468.3%	48.60%
	木门（万樘）	5.8	1073.5%	42.09%

家具企业	项目	产能	产能同比	产能利用率
皮阿诺	19 年橱柜产能利用率接近 90%，未来将持续扩充产能			
顶固集创	积极推进募投扩产项目落实，目前中山年产 30 万套定制家具项目投资进度达 34.36%			
索菲亚	公司目前产能利用率较高			

数据来源：各公司公告，西南证券整理

欧派家居、金牌橱柜、好莱客、皮阿诺等企业已投入新一轮扩产计划。从 2019 年起，欧派家居、金牌橱柜、好莱客、皮阿诺等开始进行第二轮的募投扩产计划，其中欧派家居于拟发行 14.95 亿元可转债用于清远和无锡的生产基地建设项目，金牌橱柜将通过发行可转债及增发的形式，募集 6.8 亿元，用于厂房建设和年产 10 万套工程衣柜项目，皮阿诺拟募集不超过 6 亿元用于皮阿诺全屋定制智能制造项目。(+前期募投项目具体实施进度）综合本轮上市家具企业扩产力度，可以侧面验证家具企业新一轮补库存周期仍然依靠扩充产能推动。

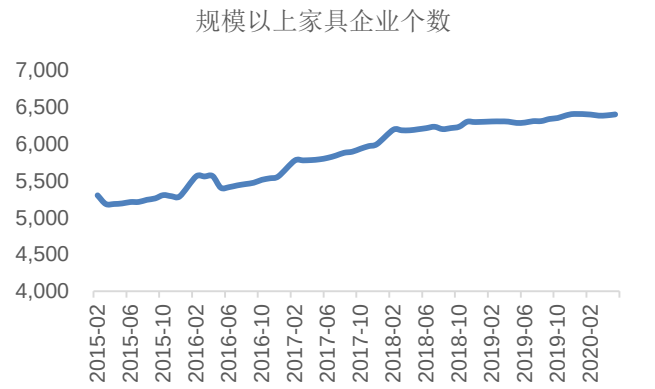
表 5：欧派家居、金牌橱柜、好莱客、皮阿诺等企业已投入新一轮扩产计划

名称	时间	募集资金（万元）	融资类型	序号	项目名称	总投资额（万元）
欧派家居	2019.8.15	149500	可转债	1	清远生产基地（二期）建设项目	108083
				2	无锡生产基地（二期）建设项目	83539
				3	成都欧派智能家居建设项目	211303
					合计	402925
金牌厨柜	2020.1.7	39200	可转债	1	厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目 1#、2#、4#、5#厂房建设项目	40040.03
				2	江苏金牌厨柜有限公司二期工程项目 3#、5#厂房建设项目	17946.68
					合计	57986.71
好莱客	2019.8.23	63000	可转债	1	汉川定制家居工业 4.0 制造基地项目	77513.89
金牌厨柜	2020.7.23	28600	增发	1	厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目 3#、6#厂房建设项目	24492.71
				2	江苏金牌厨柜有限公司三期年产 10 万套工程衣柜建设项目	5637.24
					合计	30129.95
皮阿诺	2019	不超过 60,000.00 万元	增发	1	皮阿诺全屋定制智能制造项目	48646.43
				2	补充流动资金	18000
					合计	66646.43

数据来源：各公司公告，西南证券整理

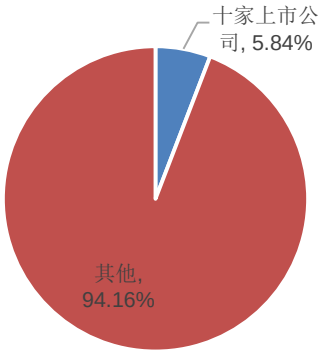
下游分散，小企业众多，随行情转好积极进行设备采购。除从大型上市家具企业角度验证外，小型家具公司数量提升同样验证行业景气度上行。家具行业市场极度分散化，10 家上市家具企业已经是家具行业内体量较大公司，但收入占整个家具市场比重仅为 5.8%。据国家统计局数据，我国规模以上（营业收入在 2000 万元以上）家具制造企业数量一直呈现上升趋势，2020 年 5 月达到 6404 家企业。随着竣工面积回暖带动家具需求上升，更多中小型企业将扩产，进一步利好国内家具设备行业发展。

图 26：我国规模以上家具企业数量不断提升，突破 6400 家



数据来源：wind，西南证券整理

图 27：家具行业市场分散，10 家上市公司市占率仅为 5.8%

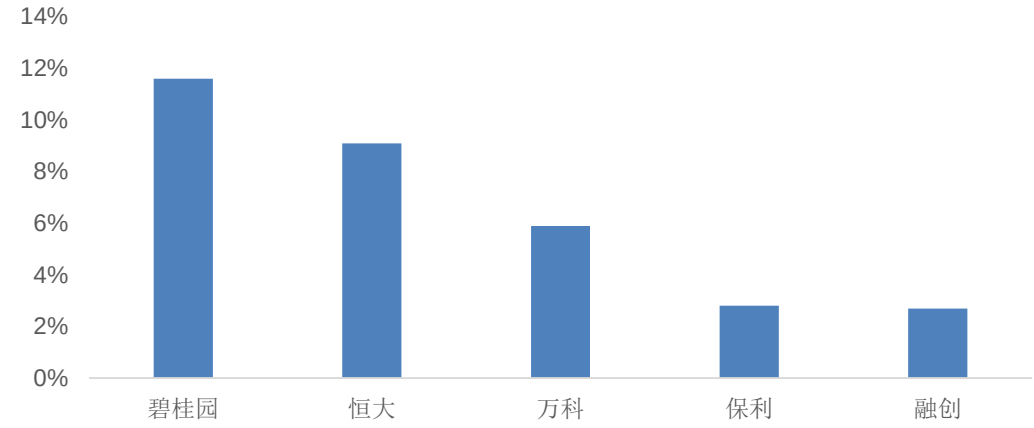


数据来源：wind，西南证券整理

4.2 大宗业务毛利率、应收账款周转率较弱，推动性价比高的国产设备市占率提升

大宗业务主要源于房地产商“精装修”政策批量工程单，大型地产商议价能力强。家具企业主要面对的大宗客户为恒大、万科、碧桂园等全国性大型地产商以及地方性房地产商、装修公司。地产商处于流量入口上游，且能够批量采购，近几年地厂商大宗业务有集中趋势，大型房地产企业在“精装修”大宗业务的市占率逐步提升，家具企业在与地产商、装修公司合作时议价能力尚为有限。**大型地产商议价能力主要体现在大宗业务应收账款周转率和毛利率低于传统经销渠道。**

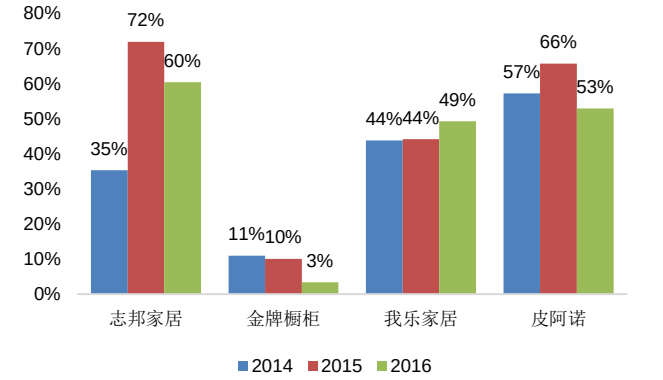
图 28：2019 年前五大地产商在精装修大宗业务市占率达 32.1%，集中度不断提升



数据来源：Wind，西南证券整理

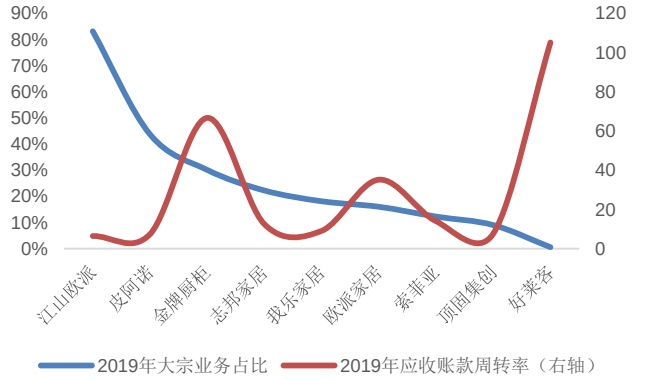
主要定制家具公司应收账款周转率与大宗业务收入占比呈负相关。由于地产商会给大宗业务较长的还款期，所以大宗业务占比较多的公司其应收账款周转率较低，表明大宗业务对应的营运资金被应收账款占用，公司资金周转相对慢。我们认为，大宗业务对家具公司而言是双刃剑，在带来公司收入提升的同时，也拖慢公司资金周转速度，给家具公司资金运营带来一定压力。

图 29：大宗业务应收款占大宗业务营收比例较高



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

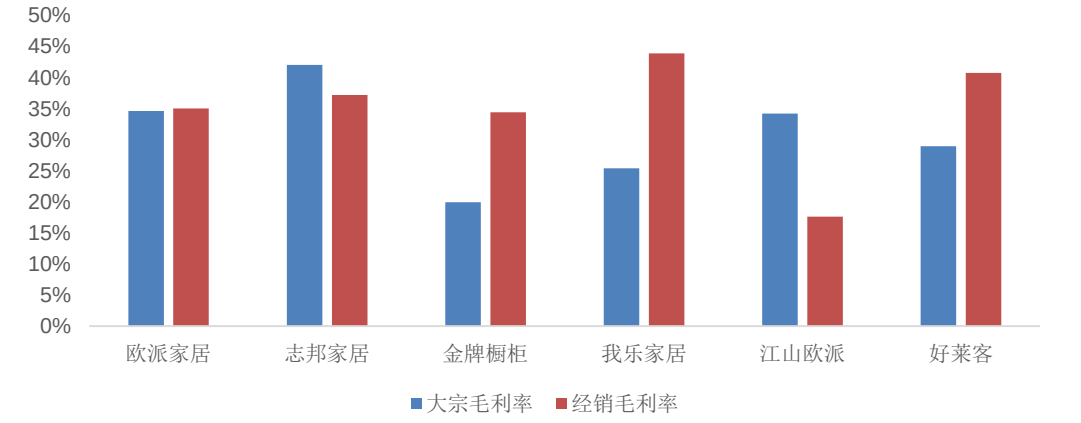
图 30：家具公司应收账款周转率与大宗业务收入占比呈负相关



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

主要定制家具公司大宗业务毛利率低于经销渠道。由于地产商议价能力较强，导致除志邦家居（2019 年之前大宗业务毛利率一直低于经销渠道）、江山欧派（木门大宗业务为公司重点打造的核心业务，19 年收入占比 83.1%，规模效应显著）以外，其他主要上市公司大宗业务毛利率普遍低于直营和经销毛利率水平，且大宗业务毛利率变动幅度相对大，这两种情形在二线定制家具龙头公司中表现更为明显。二线家具品牌大宗业务毛利率较一线品牌毛利率更低，主要原因在于二线定制家具企业面对大宗客户时议价能力相对弱，客户项目或订单范围等变动对公司大宗毛利率形成较大影响。

图 31：家具公司大宗业务毛利率低于经销渠道



数据来源：Wind，西南证券整理

为缓解现金流压力和提升盈利能力，设备国产替代成为家具商重要选择，弘亚数控、南兴股份受益。由于大型地产商给家具厂商带来的现金流和毛利率压力，使得家具厂商偏好寻求性价比高的国产设备，以减缓相关的财务压力。此外，过去精装修以一线城市的高档小区和私人订制模式为主，对应定制家具厂商以外资橱柜品牌和索菲亚、欧派等国内高端定制家具龙头为主，这些厂商设备多采购自德国豪迈、意大利 SCM、意大利比雅斯等国际家具设备龙头。随着精装修向二、三线城市渗透，以及中、低端精装修在大宗业务中占比的提升，本土中端定制家具市场份额有望逐渐扩大，这些厂商采购设备更考虑性价比，不会选择价格高昂的进口设备，而是会转向性价比更高的国产设备，这样的转型给弘亚数控、南兴股份等国内一流企业提供了广阔的市场空间。

5 投资策略

竣工数据回暖提升设备行业景气度，“精装修”政策提高本土设备公司市占率。家具行业与加工设备行业营收波动一般同步于竣工面积，滞后于商品房销售面积。17 年以来，期房销售大于现房销售，前期开工期房自 19 年下半年开始迎来交付集中期，竣工面积 19 年 12 月同比+2.6%，时隔 3 年重新转正，随着国内疫情有效控制，竣工面积预计还将持续复苏，带动家具行业扩产补库存，提升设备行业景气度。另一方面，随着各地“精装修”政策落地，19 年国内精装修渗透率达 32%，相比一线城市（精装修渗透率 86%），二线（50%）、三线（8%）地区仍存在较大的提升空间，且“精装修”政策带动定制家具订单批量化，对应价格敏感的中端家具市场，有利于性价比高的本土设备厂商提升市占率。根据我们测算，2020 年国内定制家具设备市场空间达 151 亿元，而国产厂商占比有望持续提升。

弘亚数控（002833）

公司是板式定制家具设备领军企业，16-19 年收入 CAGR 达+34.9%。公司主营板式定制家具加工设备，下游客户包括索菲亚、皮阿诺、尚品宅配等大型家具生产商，客户覆盖国内外 40 多个国家。公司注重研发，产品性能和更新速度获得市场高度认可。2019 年公司收入达 13.1 亿元，同比+9.8%，归母净利润达 3.0 亿元，同比+12.6%，在下游周期下行的 18、19 年，公司仍然保持收入、业绩的正增长，19 年公司毛利率 36.1%,净利率 23.4%。分产品看，19 年公司各项产品收入占比分别为封边机（41.6%）、加工中心（19.4%）、多排钻（19.4）、裁板锯（15.0%），封边机毛利率 49.6%,为公司主要盈利贡献点。

高端设备与零部件自产驱动品质提升，扩产保障未来成长。木工设备行业经历两年的平稳期，公司持续深耕主业。产品品质方面，公司通过子公司玛斯特智能国产化意大利 Masterwood 技术，打造高端设备生产项目；通过收购丹齿精工、亚冠精密，提升核心零部件研发能力，驱动产品品质提升。此外，公司积极扩产，通过购买土地、并购等方式获取优质土地、厂房，并拟通过发行可转债进一步提升产能，保障未来三年快速成长。

盈利预测与投资建议。公司产能持续扩张、产品品质升级、产业链管理降本增效，在地产竣工回暖带动下游行业复苏、“精装修”政策提升本土设备厂商市长率背景下，**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.3、4.6、6.1 亿元，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，目标价 42.0 元，给予“买入”评级。**

表 6：重点关注公司盈利预测与评级（截至 2020.7.29）

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002833	弘亚数控	36.03	买入	1.41	1.52	2.12	26	24	17

数据来源：聚源数据，西南证券

6 风险提示

房地产竣工走弱：家居设备下游为家具制造业，家具制造业收入与地产周期高度相关，收入确认相较房地产销售的滞后期约为 8-12 个月，同步于竣工数据。2016 年 4 月后，由于地产去库存周期逐渐结束，地产调控措施趋严，商品房住宅销售增速从高点持续下滑。家具制造业收入增速也随之于 2017 年 4 月到达近期高点。在地产周期下行的拖累下，家居制造业 2018 开始周期性下滑。家具设备行业收入变化与家具行业收入变化基本同步。随着 19 年下半年竣工数据回暖，下游家具行业景气度回升。若房地产竣工数据后续走弱，则将影响家具公司收入和扩产计划，从而减少家具公司设备支出，影响设备公司收入。

“精装修”政策不及预期：“精装修”政策向二、三线城市渗透以及中端家具市场放量成为公司等本土设备厂商市占率提升的推动力之一，若“精装修”政策推行不及预期，可能影响家具设备公司未来收入。

中美贸易冲突加剧：家具属于出口型行业，若中美贸易摩擦加剧，可能会影响家具行业景气度，从而影响设备公司收入。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn