

## 造纸轻工行业

# 谋定而后动, 逐鹿中端市场

## ——家具行业深度报告



东方证券  
ORIENT SECURITIES

### 投资要点

- **家具消费进入长期快速增长期, 2012 年预计行业增长 8.1%。**参考美国经验, 60 年代末美国人均收入达到 3000 美元后, 随之家具消费大幅度上升, 增长的势头一直延续至今(图 19), 而我国 2011 年城镇居民收入已经突破 3000 美元水平, 未来将进入到家具等产品消费的长期快速增长期。目前国内人均家具消费不足 300 元(图 18), 和国际发达国家相比有很大的增长空间。我们用 2010 年建筑业竣工面积作为基数估算出 2011 年我国每平方米家具消费量约为 131 元。按 2012 年预计建筑竣工面积测算, 则 2012 年国内家具消费总量可以实现 4062 亿。假定进出口维持不变, 则**保守估算 2012 年我国家具行业总产值预计将实现 5395 亿元左右, 增长 8.1%。**
- **家具消费三驾马车: 收入增长, 地产回暖, 出口竞争力犹在。**短期看, 国内家具消费三驾马车动力十足, 居民收入稳定增长; 同时婚育高峰带来刚需促进地产交易回暖, 二线城市 1~5 月增长 25%左右; 最后, 作为早期拉动家具的出口业务也复苏强劲, 4 月同比增长 15.88%, 且我国出口金额占到世界家具贸易总量比值一直稳步提升, 证明国内家具出口竞争力依然强大(图 27, 28)
- **谋“定”后“动”, 各大定位市场均有自身成功之道。**家具市场广大, 我们认为家具企业成功必须先细分客户, 找到合理定位, 再谋求相关领域找到核心着力点(图 29)。我们认为各领域均有自身成功之道: 高端市场的企业需要强化品牌形象, 重视设计, 主攻小众市场同时发展直营渠道, 如国际 Herman Miller 品牌; 中端企业重视产品性价比, 发展加盟商渠道, 如国际宜家品牌; 低端企业放弃品牌战略, 绑定大客户, 成为其核心 OEM 或者 ODM 厂商。

### 投资策略与建议:

- **短期长期因素均利好家具行业投资, 建议关注定位中端的家具企业。**无论从长期发展趋势和短期市场情况出发, 我们均判断家具行业投资机会来临, 不过我们建议投资者更多关注中端家具的生产企业。尽管各个市场均有成功之道, 但只有中端市场最为广大且成长较快(见图 31), 而高端市场尽管品牌突出, 但却是一个小众市场, 发展空间有限且需求波动。我们以宜家和 Miller 品牌的例子可以看出, 高端市场的增长往往后续乏力, 但中端市场却没有天花板。
- **催化剂: 地产成交大幅增长, 出口回暖, 以及行业以旧换新补贴政策出台。**我们注意到 4、5 月以来房地产成交走出低谷, 且出口增长加速; 此外, 商务部公开支持家具以旧换新政策, 预计未来相关政策可能 7 月出台, 我们测算政策有望拉动家具消费增长 15%左右。

**风险因素:** 房地产和家具联动明显, 地产成交快速回落影响家具消费增长预期。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

造纸轻工

报告发布日期

2012 年 07 月 02 日

### 行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

郑恺

021-63325888\*6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860510120016

联系人

杨志威

021-63325888\*6094

yangzhiwei@orientsec.com.cn

郝烁

021-63325888\*7535

haoshuo@orientsec.com.cn

### 相关报告

坚持成本下滑逻辑: ——造纸轻工行业周报 2012-06-25  
报(2012/06/18-2012/06/22)

成本下行受益公司业绩有望超预期: —— 2012-06-13  
轻工制造行业 2012 年中报前瞻

三季度积极反攻, 超配印刷包装和玩具 2012-06-12

## 目 录

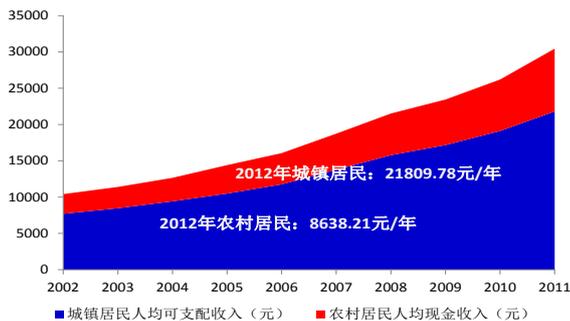
<b>一 家具行业现状：消费升级带活内销市场</b> .....	<b>3</b>
1.1 历史四阶段：从满足实用到张扬个性.....	3
1.2 行业市场现状：轻设计、重出口、集中度低.....	4
1.3 未来发展趋势：内销刚露尖尖角.....	6
<b>二 家具行业需求的三驾马车</b> .....	<b>7</b>
2.1 人均收入扩张，促进消费升级.....	8
2.2 房产家具联动带动行业需求，婚育高峰助推行业增长.....	9
2.3 出口竞争力依然稳健.....	11
2.4 结论：家具需求的三驾马车动力依然强劲.....	12
<b>三 谋定而后动，逐鹿中端市场</b> .....	<b>12</b>
3.1 谋定：家具行业细分客户，中端市场规模最大.....	13
3.2 后动：各层企业均有突围之道，投资更应逐鹿中端市场.....	14
3.2.1 高端路线：强品牌+重设计+小众市场+直营渠道.....	16
3.2.2 中端路线：弱品牌+重性价比+大众市场+加盟渠道.....	18
3.2.3 低端路线：无品牌+重实用+OEM 或区域市场.....	19
3.3 结论：中端市场将涌现成功家具企业.....	21
<b>四 建议关注定位中端市场的扩张型企业</b> .....	<b>21</b>
4.1 地产销售回暖，出口逐渐恢复.....	22
4.2 家具补贴政策东风渐近.....	23
4.3 经验回顾：家具行业 08、09 年跑赢指数.....	23
4.4 上市公司图谱，关注中端企业.....	25
4.4.1 索菲亚：定位中端的定制衣柜企业.....	26
4.4.2 美克美家：定位高端的欧美风格家具零售企业.....	26
4.4.3 宜华木业：定位出口，转型中的林地家具一体化企业.....	27

## 一 家具行业现状：消费升级带活内销市场

家具行业是一个古老而新兴的行业，历史上国内家具的发展经历了四个阶段。随着国内人民生活水平上升，消费理念的变化，70、80后人口渐渐成为消费主力，突出个性和品位，兼顾美观和实用的消费理念渐渐形成，低品质、低价格的发展模式已经越来越难以立足。

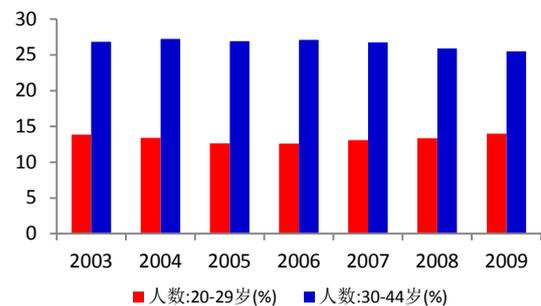
2002年我国城镇居民可支配收入为7702.80元，2011年已上升至21809.78元，10年内累计增长183.14%。同一时期，我国家具表观消费量也从2002年的213.72亿元人民币提升到2011年的约3660亿元人民币，累计增长161.25%。因此，家具作为家庭耐用消费品将有望分享我国经济快速增长的盛宴。

图 1：我国居民可支配收入近十年大幅增长



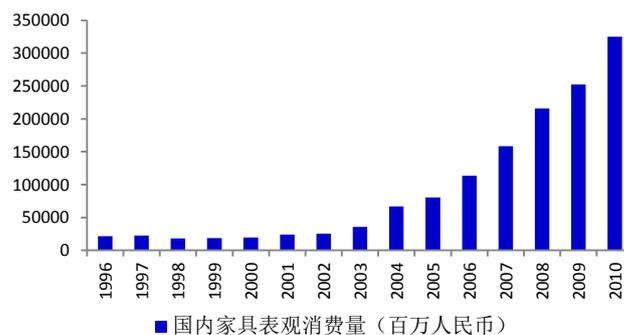
资料来源：wind，东方证券研究所

图 2：70 后、80 后人口所占比例重量持续增长



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 3：国内家具表观消费量大幅增长，CARG27.8%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

### 1.1 历史四阶段：从满足实用到张扬个性

我国的家具发展可以追溯到明清朝代。中国的明清家具曾经独领风骚，从工艺到设计都达到了世界的顶尖水平。但在经历了一个多世纪的演变后，目前我国家具行业大多被市场牵着走，以“洋设计”为模板，处于被动迎合市场的现状。究其发展历程，可以追溯到以下四个阶段：

1) 80 年代以前：手工操作时代，强调实用性需求。80 年代前国内市场刚刚开放，受限于生活水

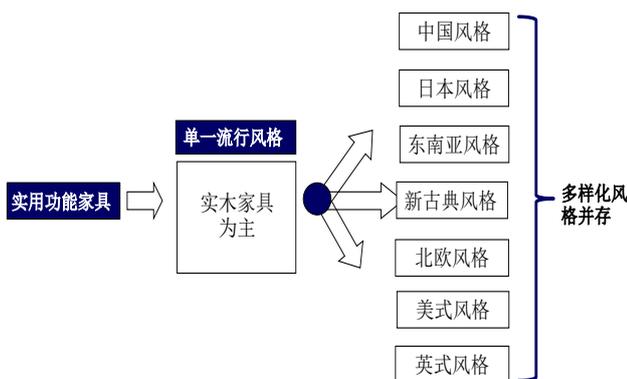
平的落后和认知水平的欠缺，消费者不追求样式和色彩，家具多以朴素型为主，行业属于卖方市场。家具生产厂商无须考虑经营理念、设计实力。整个行业处在供不应求的阶段。

**2) 90年代中期：机器制造时代，家具市场供不应求。**90年代中期，国内住房条件不断改善，房地产业处于初期发展阶段，家具产品随之进入疯狂的更新换代时代。但由于家具行业的产能并未随需求而增长，市场仍属卖方。在此期间，家具市场经过轮番的洗牌，几家具有竞争力的大型企业脱颖而出，家具市场逐渐成型。

**3) 90年代末：专业化时代，国民经济快速增长。**在这个时期，家具生产进入了专业化世代，办公家具、民用家具、厨房家具和整体厨房各成体系。自1998年以来，全国各地先后从德、意、日等国引进板式家具、实木家具等生产线200余套，使整个家具业实现了从手工生产向机械化、自动化生产的巨大转变。同时中国凭借劳动力的低廉迅速抢占了全球家具制造的份额，国内家具出口进入快速增长的通道。

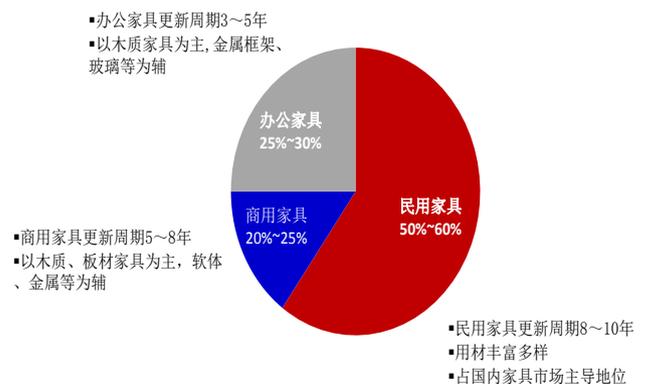
**4) 20世纪初至今：向国际化先进水平靠拢，多样化需求形成。**随着我国房地产业的迅猛发展，特别是以70、80后人口为主力的消费群体的诞生，中高档家具的需求量也因此迅速膨胀。按照用途分类，我国的家具可分为民用家具、商用家具以及办公家具三种，而其中以民用家具占比最大。如何满足多样化的内销需求，做出差异化，我国的家具企业渐渐意识到长远发展需要经营理念的转型，需要从共性到个性的品牌塑造。

图 4：国内家具风格已从单一实用需求演变成多样化风格并存



资料来源：东方证券研究所

图 5：国内家具按用途分类，民用家具占比最大

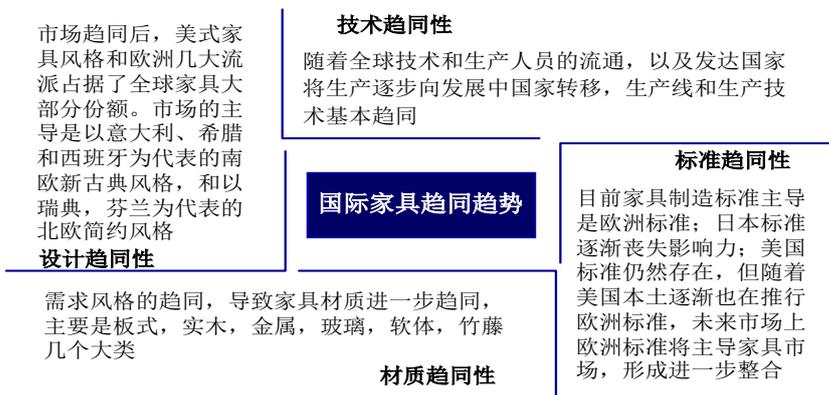


资料来源：东方证券研究所

## 1.2 行业市场现状：轻设计、重出口、集中度低

参照国外的经历，家具行业最终集中到一到两家企业上，并发展为一个大型的工厂化产业，从以往的重个性，定制化的作坊模式，慢慢过渡到了标准化，趋同性的企业生产模式。这些年我们注意到国际家具企业，从设计、技术、材质、标准四个方面也逐步趋同。如图 6 所示。而国内家具产业也有这个趋势。

**图 6：国际家具四大趋同趋势：技术趋同、设计趋同、材质趋同、标准趋同**

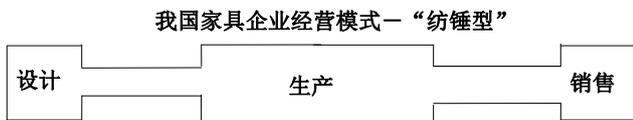


资料来源：东方证券研究所

1998 年我国家具规模以上企业工业总产值为 294.71 亿元人民币，2010 年已快速提升至 4414.81 亿元人民币，年复合增长率高达 23.15%。我国家具表观消费量也从 2002 年的 213.72 亿元人民币提升到 2011 年的约 3660 亿元人民币。然而尽管在产销两旺的背景下，国内家具却依然无法孕育出强势品牌，国内家具企业一直呈现大而不强的特征。**我们认为困扰行业的羁绊主要是：重出口、轻设计、集中度低。**

**1) 出口业务比例偏重：**20 世纪 90 年代中国家具业进入了快速发展期。在全球化的推动下，国际家具行业经历了重大的再分工，家具制造向具有资源、劳动力优势的地区和国家转移和集中，中国凭借劳动力优势成为重要的受益者。然而此次分工后传统制造强国仍占有设计和技术优势，而发展中国家仅享有劳动力和资源优势，这使得国内家具制造企业在过去的 20 多年中忽略了自身设计和技术水平的发展。

**图 7：我国家具生产企业经营模式—“纺锤形”**



资料来源：东方证券研究所

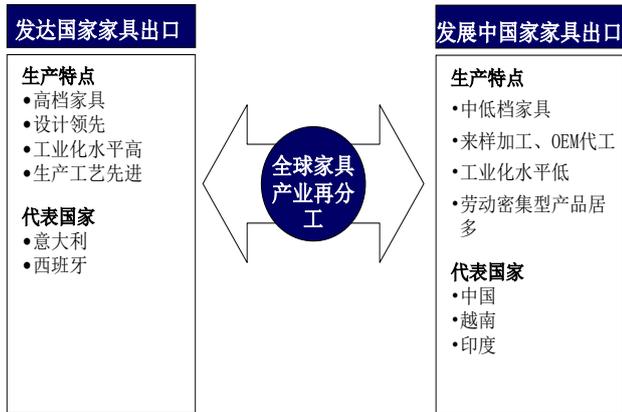
**图 8：发达国际家具生产企业经营模式—“哑铃形”**



资料来源：东方证券研究所

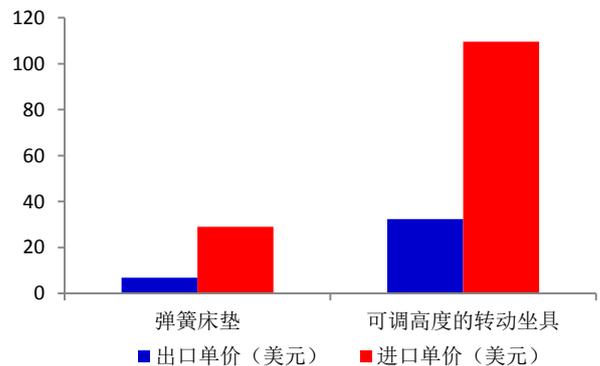
**2) 企业设计水平落后：**出口比例较高带来的另一个问题则是技术设计水平的落后。在“三来一补”的模式下，家具的设计、技术、甚至是原材料多由外方提供，我国生产的大多是低附加值的中低档家具，生产企业仅赚取微薄的差价。如图 9 所示，国内家具出口单价较同类进口单价相距甚远，难以形成高附加值。

图 9：发展中国家家具制造企业呈现“三低一多”



资料来源：东方证券研究所

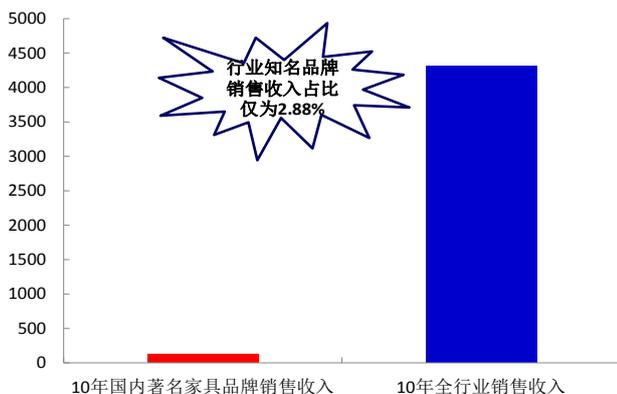
图 10：国内家具进出口单价差异巨大，出口家具附加值低



资料来源：东方证券研究所

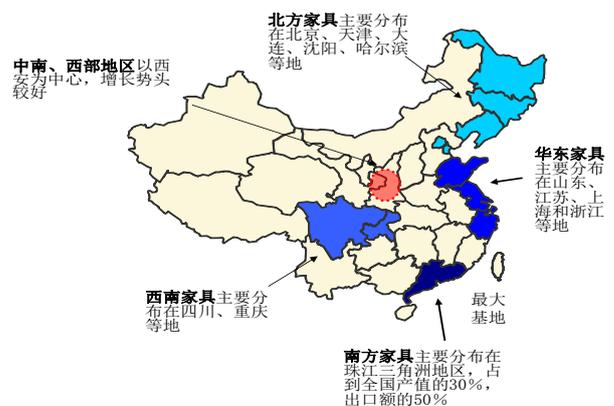
**3) 行业集中度水平低：**目前我国家具制造已初步形成了北方、华东、西南、南方四大家具制造产业基地和产业链布局，其中比重最大的分布在珠三角地区；同时以西安为中心的西部、中南地区也处在上升的势头中。然而，国内绝大多数家具企业仍为中小型企业，各自“取暖”、行业集中度低，较难形成规模效应。2010 年国内知名家具品牌全友、美克美家、索菲亚、合升、曲美的总收入已达 124.25 亿元，然而行业占比仅为 2.88%，行业集中度有待进一步提高。

图 11：2010 年国内知名家具品牌收入行业占比仅为 2.88%，行业集中度有待进一步提高



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 12：我国目前已形成四大家具生产聚集区，中南、西部地区增长势头强劲



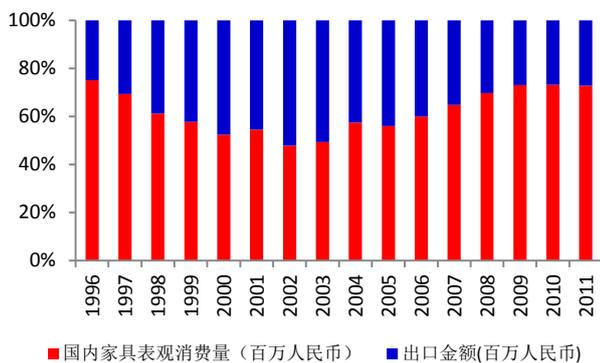
资料来源：东方证券研究所

### 1.3 未来发展趋势：内销刚露尖尖角

因近年来外围市场的不景气，以及人民币不断升值的巨大压力下，我们认为巨大的内销市场将是未来家具企业发展的重点。近几年国内家具表现消费量 2000 年至 2011 年以复合 27.59% 的速度持续增长。同时出口依赖也从 2000 年的 48.2% 下降至 2011 年的 27.5%，而这一比例还将继续降低，

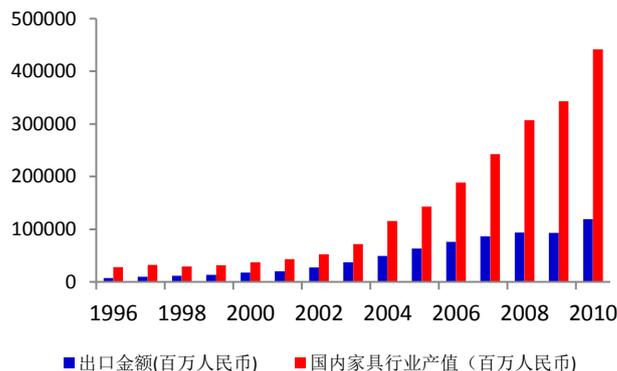
这证明了我国家具企业的经营重点已渐渐转注意到内销市场。

图 13：我国家具内销比例逐年上升，复合增速 27.59%



资料来源：海关信息网，WIND

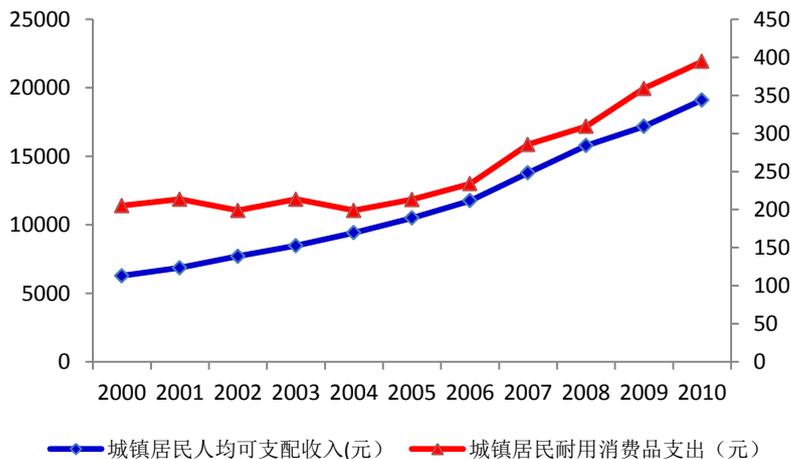
图 14：我国家具出口占家具行业总产值比例逐年下降



资料来源：海关信息网，CEIC

历史数据证明我国居民耐用消费品支出随着可支配收入同步上涨，因此，随着未来国民收入的进一步提升，国内居民对包括家具在内的耐用消费品的需求会进一步增加，内销市场广阔。

图 15：我国居民耐用消费品支出与可支配收入同步增长

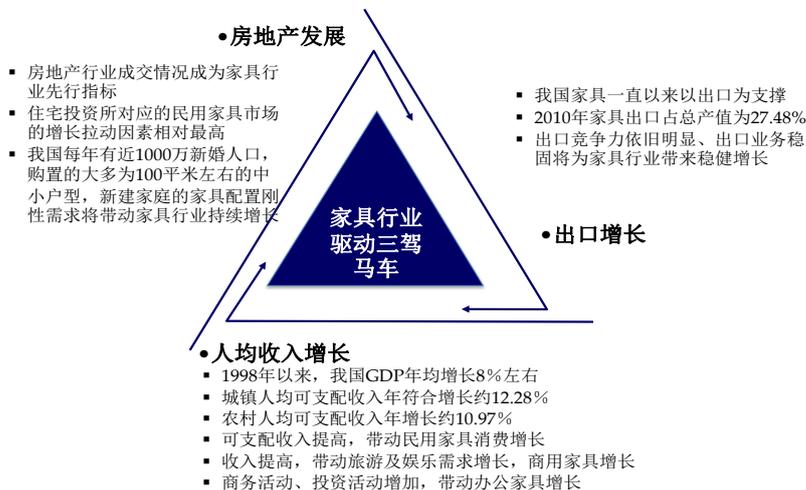


资料来源：WIND，东方证券研究所

## 二 家具行业需求的三驾马车

我们认为我国家具行业由三大驱动力推动：1、国民收入不断提升带来的家具消费增加；2、房地产市场回暖的联动作用，及每年新增结婚人数带来的刚性配置需求；3、稳健的出口业务将为家具行业提供的稳定业绩增长。

图 16：家具行业需求驱动因素：人均收入增长、房地产发展联动作用、出口增长、



资料来源：东方证券研究所

## 2.1 人均收入扩张，促进消费升级

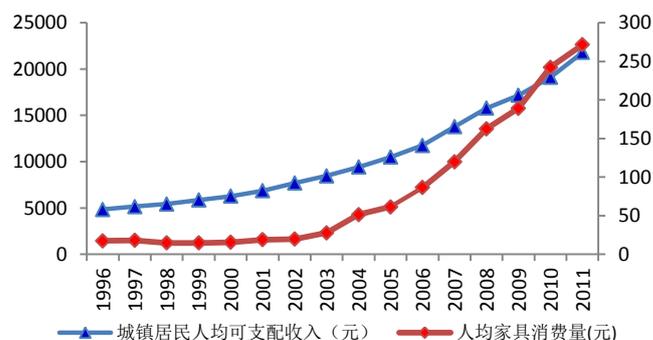
国民可支配收入增长是构成家具消费的最大基础。我国城镇居民人均可支配收入 2011 年已达到 21809.78 元，达到 3000 美元水平，人均 GDP 也达到约 35000 元。收入的增加将直接带动国内消费的增长和升级。

图 17：我国居民可支配性收入以每年约 11% 的速度增长



资料来源：wind，东方证券研究所

图 18：近年来我国人均家具消费随收入增长持续提升

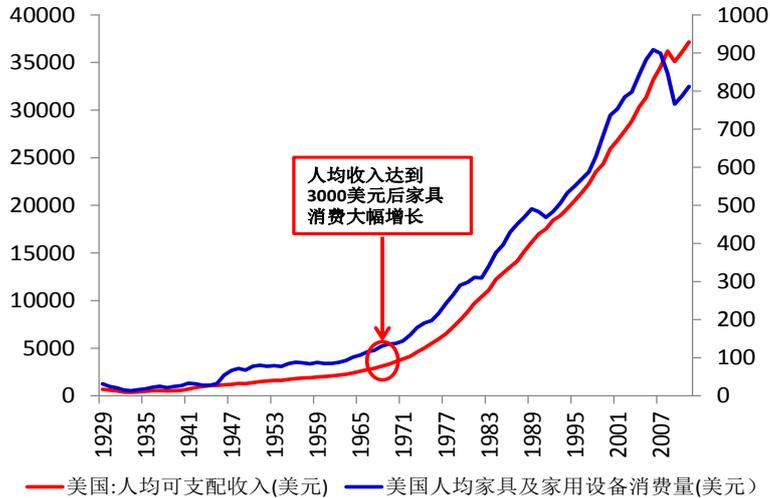


资料来源：CEIC，东方证券研究所

从下图美国历史经验来看，60 年代末美国人均收入达到 3000 美元后，随之家具消费大幅度上升，增长的势头一直延续至今。

在我国目前城镇人均收入 2011 年已达到 3000 美元，农村居民现金收入已达 1360 美元，人均 GDP 也超过 5000 美元的大背景下，家具行业有望进入黄金增长期，同时有望造就强势品牌。

图 19：60 年代末美国人均收入进入 3000 美元后家具消费也随之大幅增长

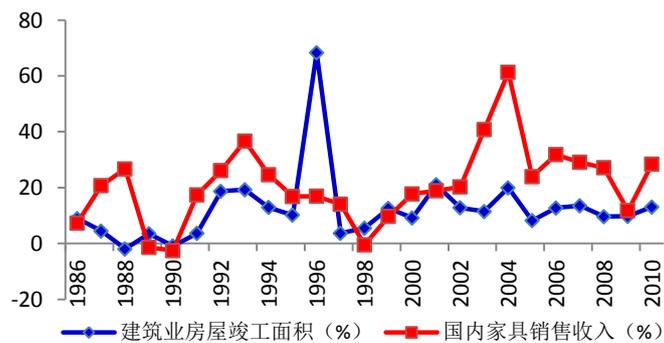


资料来源: wind, 东方证券研究所

## 2.2 房产家具联动带动行业需求，婚育高峰助推行业增长

作为与家具行业息息相关的上游行业，房地产市场的景气程度也是家具行业的晴雨表。我们注意到国内房屋当年竣工面积将滞后一年作用于家具行业。根据最新数据，5 月份一线城市商品房的成交面积环比提升，同时二线城市成交面积 1-5 月累计同比上涨 25%。在经过了房产调控的观望期，房地产行业已经渐渐回暖，这也将良性循环作用于家具行业。

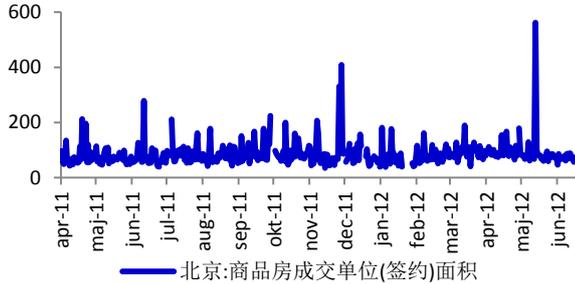
图 20：房产竣工面积与滞后一年的家具行业收入变动趋势相同



资料来源: wind, CEIC, 东方证券研究所

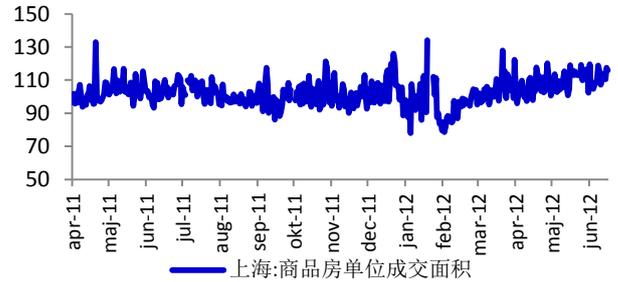
从近期房地产单位成交面积数据我们观察到，北京、上海、深圳及杭州等主要一线城市的单位成交面积均在 100 平米左右及以下的中小户型，消费者自住房产比重较大，而这部分消费者以新婚及新育家庭居多。

图 21：北京近期单位成交面积平均为 85.24 平方米



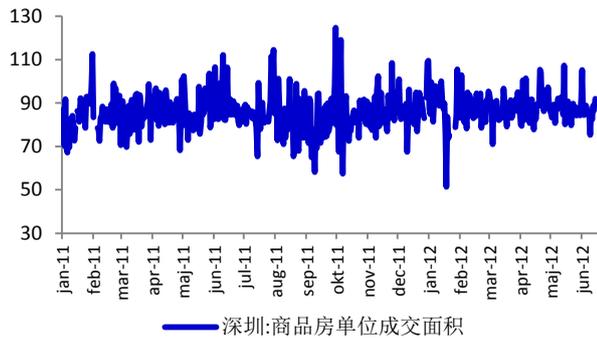
资料来源: wind, 东方证券研究所

图 22：上海近期单位成交面积平均为 102.55 平方米



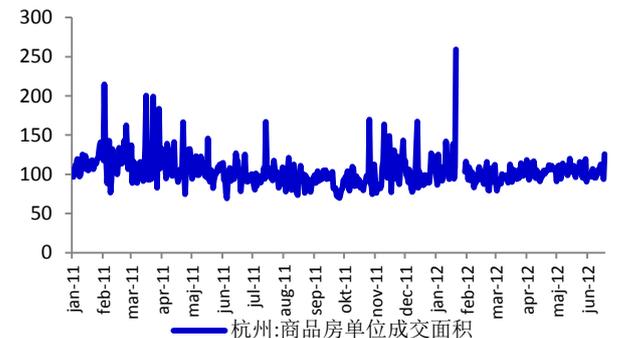
资料来源: wind, 东方证券研究所

图 23：深圳近期单位成交面积平均为 86.75 平方米



资料来源: wind, 东方证券研究所

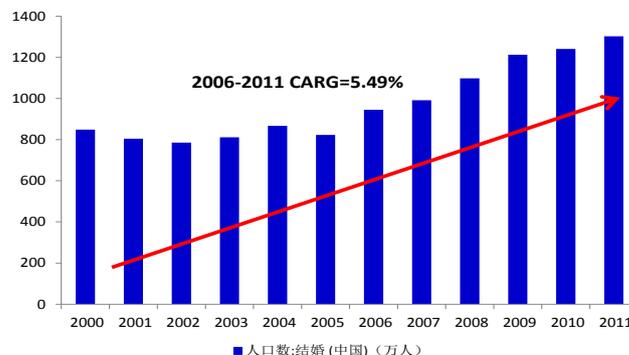
图 24：杭州近期单位成交面积平均为 112.32 平方米



资料来源: wind, 东方证券研究所

家具行业的需求主要在于消费者自住房产的部分。从近期数据来看，过去 5 年我国结婚人数以年复合 5.49% 的速度增长，每年有约 1000 万新增结婚人数。新组家庭及置换房产所带动的刚性配置需求将对家具行业有着直接的影响。

图 25：我国近 5 年结婚登记人数以 5.49% 的速度递增



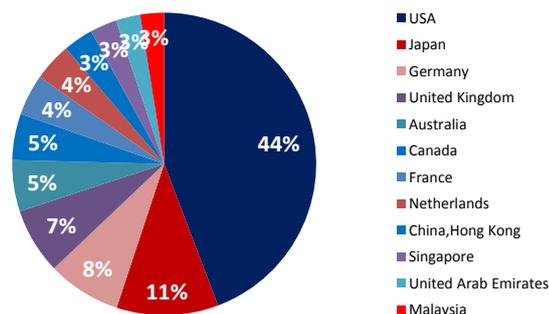
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

## 2.3 出口竞争力依然稳健

自改革开放以来，中国采取的便是出口导向型政策，这也极大的发挥了中国在国际家具产业链中的比较优势。中国凭借享有的劳动力和资源优势，已成为世界第一大家具出口国。

从出口竞争力角度来看，相对其它发展中国家，中国的技术、设备以及劳动力相对成熟；同时中国家具出口在国际贸易格局中已占据了重要的地位，中国家具出口的优势依然明显。

图 26：中国家具出口前 12 大国家统计

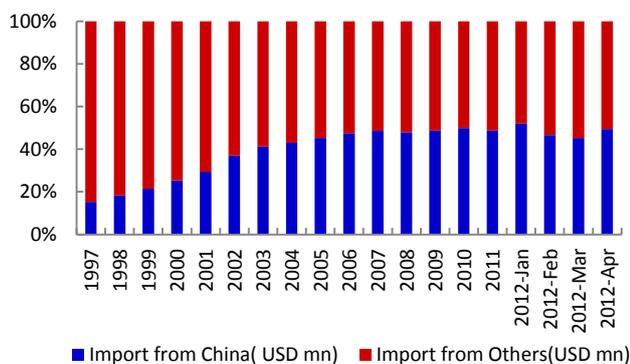


资料来源：Uncomtrade, 东方证券研究所

美国作为中国最大的家具出口国，占据了我国出口超过一半的份额。尽管近期欧美经济持续下滑，但中国占美国总家具进口的比例依然稳固。2011 年末，中国家具占美国总家具进口的 48.8%，这一数据在 2012 年 4 月份已上升至 49.52%，证明了国内家具出口竞争力依然稳健。同时，中国家具出口占全球家具贸易额的比例也上升至 33.14%，年复合增长率高达 23.8%。

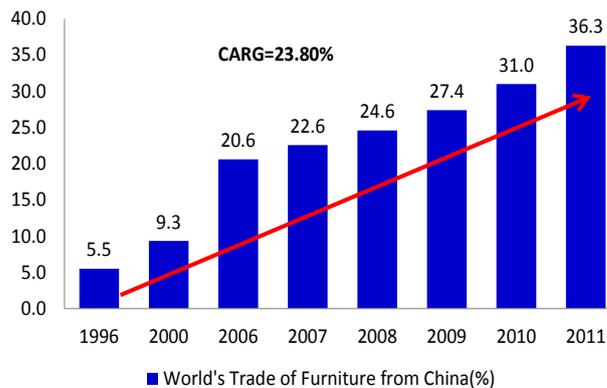
稳健的出口优势加之稳固的贸易地位将确保我国家具出口业务的持续增长。

图 27：中国家具出口美国占比维持稳健



资料来源：Uncomtrade 东方证券研究所

图 28：中国家具出口占到世界总贸易量比例持续上升



资料来源：Uncomtrade 东方证券研究所

## 2.4 结论：家具需求的三驾马车动力依然强劲

我们认为，在中国经济发展的大背景下，我国居民消费收入仍将以每年 6-8% 的速度增长，这将形成家具行业增长的大基础。同时，近期房产数据的回暖以及新结婚对数的增加，对于家具的刚性配置需求将成为家具行业增长的第二级。最后，我国在家具出口的地位依然稳固，贸易优势依然明显。在这三大驱动力的共同作用下，家具行业仍将保持较好的增长势头。

根据房产成交对家具行业滞后一年的作关系，我们用 2010 年建筑业竣工面积作为基数估算出 2011 年我国每平方米家具消费量约为 131 元。假定今年每平方米家具消费量在去年的基础上增长 6% 即 139 元，则 2012 年国内家具消费总量可以实现 4062 亿。同时若家具进出口量业务维持去年总量不变即 1372 亿和 39.7 亿，则保守估算 2012 年我国家具行业总产值将实现 5395 亿元左右，行业增长 8.1%。

因此，我们推断在三大驱动力的共同作用下，行业未来 5 年维持 10% 左右的增长仍是大概率事件。

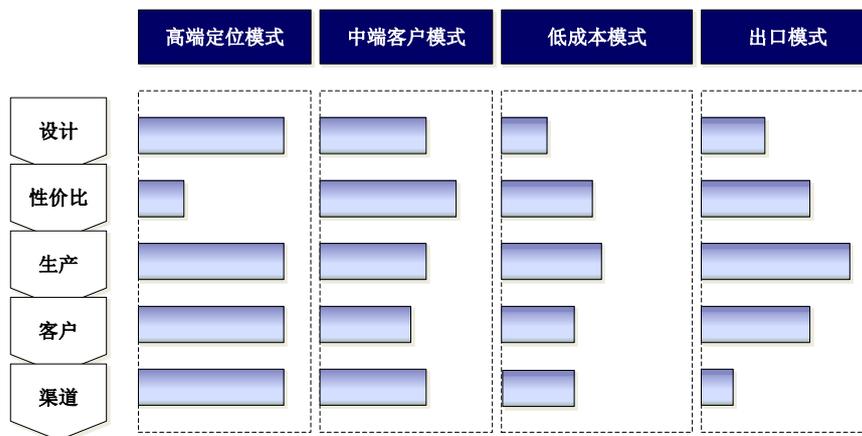
## 三 谋定而后动，逐鹿中端市场

家具行业发展空间广阔，在这一基础上，我们又认为国内家具企业最大的成长空间来自于中端市场领域。该市场目前集中度较低，没有一个强势品牌，但市场需求增长速度最快，我们认为未来该领域将塑造类似于宜家的大众消费家具品牌。因此，国内的家具企业需要先做好准确需求结构定位，布局需求增长最快的市场，再进一步针对这部分市场的消费者喜好设计并推出自己的产品，即“谋定”而“后动”。

我们将国内的家具消费客户分为高端、中端和低端，分别对各个层次的消费者诉求和行为进行分析，得出不同市场定位的企业的经营策略。细分市场后，我们更为看好中端市场的发展潜力，这部分市场需求增长较快，且附加值也较高；而高端市场是一个小众市场，需求上行空间较小；低端市场尽管较大，但对企业而言客户基本是价格主导型，附加值较低，盈利空间不大。

我们将家具企业的生产经营要素分为 5 个部分，即设计、性价比、生产、客户和渠道，见下图，而不同类别的企业经营着力点是不一样的，一般高端企业重视设计和渠道，而中端企业着眼于性价比和渠道，低端制造企业生产控制成本方面力度较大。

图 29：家具企业各经营模式着力环节



资料来源：东方证券研究所

此外，不同区域类别的家具企业也有不同的行为模式，一般而言全国开店的企业必须经历标准化经营，规模也比较大，而其中物流和管理成本较高，对应的是高端家具品牌和规模化的中端家具厂商；但区域和本地厂商一般标准化程度不高，规模也较小，对应的是小规模终端家具厂商和低端家具企业。

**表 1：按覆盖地区分类国内家具厂商对比**

	全国厂商	区域厂商	本地厂商
产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 标准化</li> <li>▪ 修改需等待周期较长</li> <li>▪ 产品附加值：高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 介于标准化和定制之间</li> <li>▪ 修改等待周期短</li> <li>▪ 产品附加值：中</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 主要是定制品</li> <li>▪ 按照客户要求个性化定制</li> <li>▪ 产品附加值：低</li> </ul>
服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 通过经销商提供服务</li> <li>▪ 厂商给经销商一定的培训</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 主要由经销商提供服务</li> <li>▪ 厂商参加部分服务提供</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 厂商提供服务</li> <li>▪ 上门服务，较深入、细致</li> </ul>
企业规模	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 小</li> </ul>
成本结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 规模化优势，生产成本最低</li> <li>▪ 物流成本最高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 生产成本中等</li> <li>▪ 物流成本中等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 生产成本最高</li> <li>▪ 物流成本最低</li> </ul>

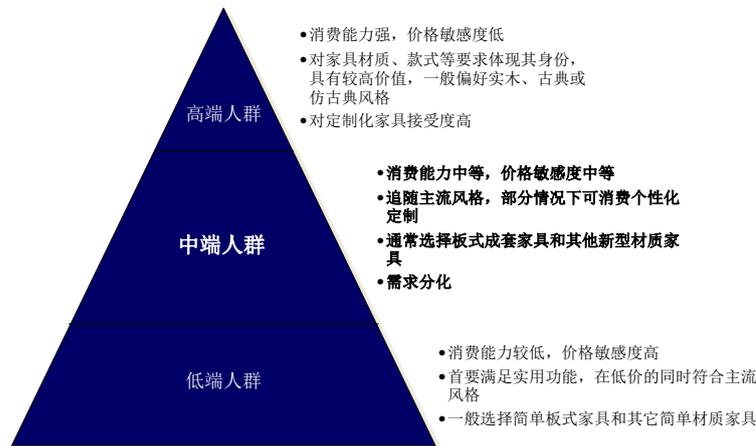
资料来源：东方证券研究所

### 3.1 谋定：家具行业细分客户，中端市场规模最大

家具行业规模较大，根据 2011 年的数据，国内表现消费达到 3659 亿元以上，不可能所有市场份额均一家公司垄断，因此作为切入市场的手段，家具企业需要先细分客户，找准自己的市场定位。

我们根据客户的消费能力分为三类，高端、中端和低端，如下图所示。高端人群一般消费能力和意愿均比较强，对价格并不敏感，但这类人群对家具的材质、设计和款式等有较高的要求，并希望获得定制服务；而中端人群消费能力和对价格敏感度都中等，希望追求较高的性价比同时也不忘主流和时尚风格，这类人群基数较大；最后低端人群消费能力有限，选择家具重视价格和实用，对设计风格没有太多的偏好。

图 30：高、中、低端客户需求剖析



资料来源：东方证券研究所

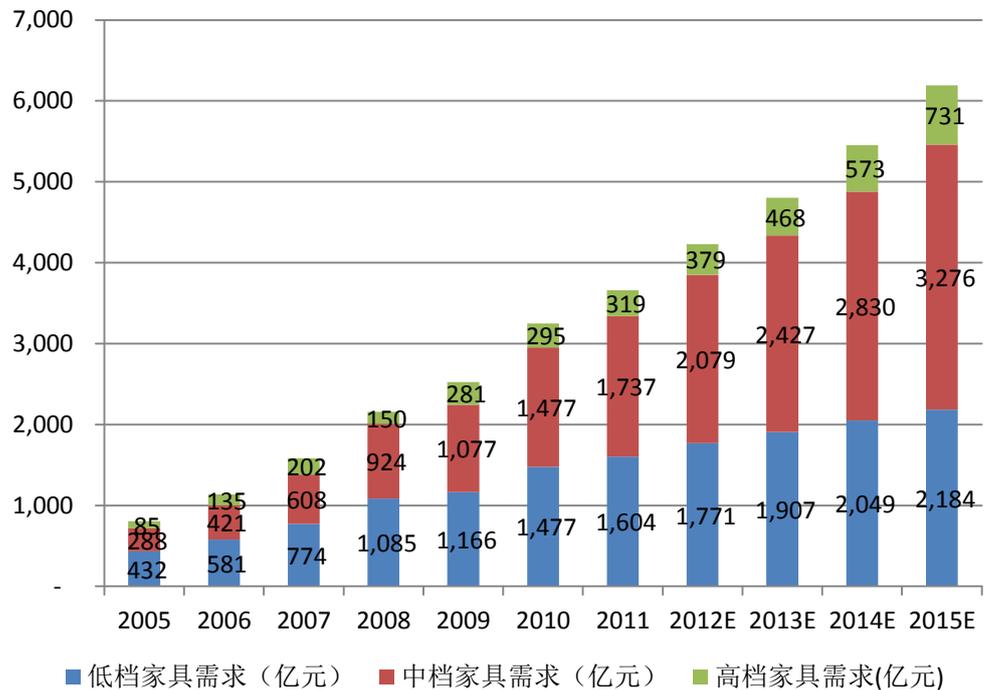
我们尝试着对高中低端的家具市场进行分割，我们假定高端楼盘一般购买高端家具，如下表，可以看出中端市场增长较好，而且稳定，而高端市场增长尽管也较快，但历史上由于高端住宅售卖的波动较大，如 2008 和 2011 年均有出现负增长，对高端家具需求影响也较大，而中端市场家具却从未负增长。

表 2：高、中、低端市场估算，中端市场最大，增长也最快

	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
家具总需求	人均消费额	86.49	119.88	162.56	189.14	242.27	271.64	312	353	399
	增长率	40.7%	38.6%	35.6%	16.3%	28.1%	12.1%	15.0%	13.0%	13.0%
	总人口（万人）	131,448	132,129	132,802	133,450	134,091	134,735	135,385	136,035	136,685
	家具市场规模（亿元）	1,137	1,584	2,159	2,524	3,249	3,660	4,229	4,802	5,452
高档家具	别墅、高档公寓年销售面积（万平方米）	3,672	4,581	2,865	4,626	4,219	4,000	4,200	4,620	5,082
	增长率	30%	25%	-37%	61%	-9%	-5%	5%	10%	10%
	购买高档家具比例	23.00%	26.00%	29.00%	32.00%	35.00%	38.00%	41.00%	44.00%	47.00%
	单位消费强度（元/平方米）	1600	1700	1800	1900	2000	2100	2200	2300	2400
	高档家具需求（亿元）	135	202	150	281	295	319	379	468	573
中档家具	中低档家具需求规模（亿元）	1,002	1,381	2,009	2,243	2,953	3,341	3,850	4,334	4,879
	中档家具占比	42%	44%	46%	48%	50%	52%	54%	56%	58%
	中档家具需求（亿元）	421	608	924	1,077	1,477	1,737	2,079	2,427	2,830
低档家具	低档家具占比	58%	56%	54%	52%	50%	48%	46%	44%	42%
	低档家具需求（亿元）	581	774	1,085	1,166	1,477	1,604	1,771	1,907	2,049

资料来源：Wind。东方证券研究所

图 31：家具市场中，中端市场占比最高，且增长快速而稳健



资料来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 后动：各层企业均有突围之道，投资更应逐鹿中端市场

国内目前整个家具行业处于中游，行业受到两头挤压较为明显，如下图所示，上游原材料价格持续上行，下游消费者由于行业竞争加剧对产品议价能力越来越强。我们试图分析各大市场定位企业目前竞争困局，并对高端、中端和低端的企业提出我们的突围之道。

图 32：国内家具企业生存业态

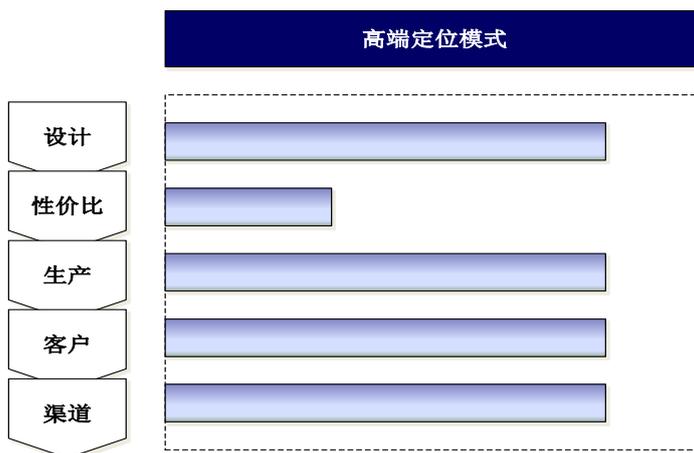


资料来源：东方证券研究所

### 3.2.1 高端路线：强品牌+重设计+小众市场+直营渠道

在两头受到挤压的市场环境下，高端家具企业的制胜战略应该是强化品牌形象，重视设计创新和整体装潢解决方案，在小众市场上取得消费者认同，由于客户品味独特加上重视服务，因此一般高端企业会选择直营渠道销售家具产品，这类渠道在销售产品同时往往具备展示产品功能。这类企业在深化品牌形象同时将塑造自身的客户忠诚度。

图 33：高端定位企业着力点，重渠道、设计



资料来源：东方证券研究所

上图既是高端家具的定位模式和主要着力点，可以看出这类企业一般重视设计，精细化生产，渠道一般直营，很少采用加盟商模式，也是为了品牌的培育需要。

高端家具定位模式的代表，美国知名国际家具品牌米勒（Herman Miller），是一家位于加州的国际化高端办公家具供应与服务商，创建于 1923 年，公司在 20 世纪 30 年代后，抓住了现代家具原创设计是关键，坚持“设计至上、设计决定、产品诚信”的设计哲学理念，引进一流设计人才，从而跻身全球高端家具行列。

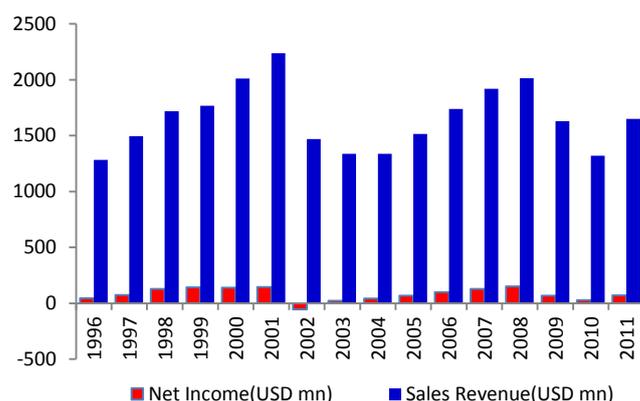
由于定位高端客户，客户群较为小众，公司的收入规模增长缓慢。同时高投入的设计及渠道费用侵蚀了公司的利润空间，净利率过去十年均值只有 4.61%。

图 34: Miller 公司股价表现较平稳



资料来源: Yahoo finance

图 35: Herman Miller 公司盈利增长较平稳，净利率较低



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

由此可见，由于高端家具主要是小众市场，处于品牌维护的需要，企业往往也无法通过加盟商特许经营的模式快速扩张，而且由于其细分客户，设计风格在小众人群中被认可，因此这类企业很难做大自身规模。

从以下的品牌分布图可以看出，高端家具品牌全球市场 2011 年大约 37 亿美元，还是一个小市场。

图 31: 国际知名家具品牌，高端家具市场仍是小市场

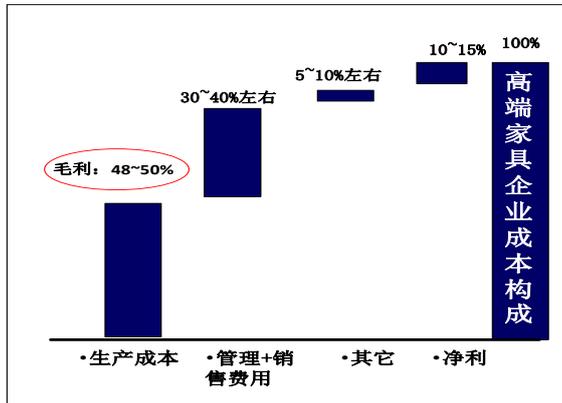


Source: Centre For Industrial Studies, 'World Luxury End Furniture Market'

资料来源: Knoll 2011 年报

我们以高端家具企业一般经营情况为案例，拆分其盈利能力如下，可以看出高端家具品牌的特点是毛利率较高，大约 50%左右，但同时销售费用水平较高，导致企业净利率水平仅为 10%以上。

图 36：高端家具企业成本构成



资料来源：WIND 东方证券研究所

图 37： 高端家具展示图，设计领先

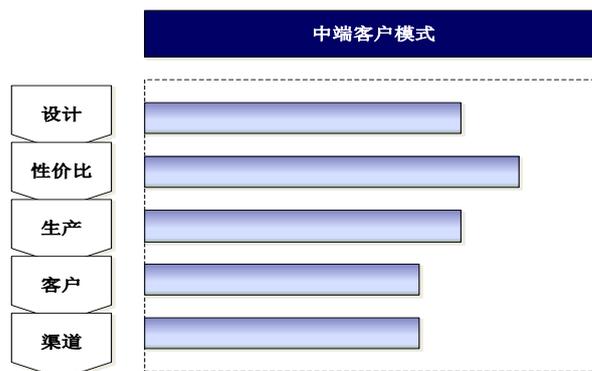


资料来源：Google

### 3.2.2 中端路线：弱品牌+重性价比+大众市场+加盟渠道

我们认为中端市场企业的突围之道在于弱品牌形象宣传，产品针对大众市场，重视性价比和新颖设计，同时利用特许加盟渠道进行终端的快速扩张，占领市场。

图 38：中端客户模式着力点，重性价比



资料来源：东方证券研究所

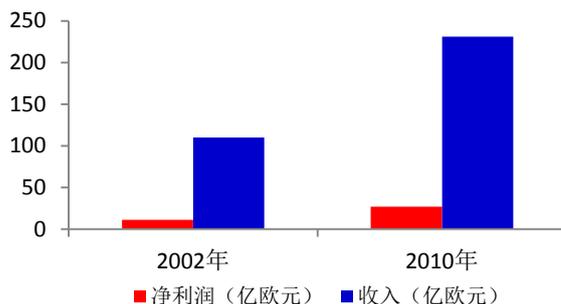
上图是中端家具的定位模式和主要着力点，可以看出这类企业一般更重视产品的性价比，同时设计上也着力体现时代感，迎合大众消费口味，其渠道一般采用加盟模式，很少直营模式，由于特许授权开店往往能够快速扩张，因此这类企业成长性较为突出，有产品轻资产的特性。

瑞典的宜家家居是这方面的典范。公司成立于 1945 年，重视渠道、着重控制成本，重视现代化、有明确的细分客户群、并强调营造“体验式购物”的全新概念。创立初期，由于当时消费者的消费理念是物美价廉，宜家产品走的是低价路线，也因此获得了很好的效果。但随着上游供应商的挤压及竞争环境的激烈，宜家将客户重新定位为大城市相对富裕的白领阶层，这部分人群关注产品设计与个性，价格敏感度较低。针对中端客户的消费特点，宜家的产品价格不是最低，但性价比高。配

合这样的定位，宜家牺牲了配送的服务来降低成本。这种转变也取得了市场的认可，同时为进入中国市场打下坚实基础。

自 1998 年进军中国，宜家的业绩节节攀升。2002 财年宜家集团实现总收入 110 亿，净利润 11 亿欧元。到 2010 财年，公司收入达到 231 亿欧元，同时净利润同比上升 6.1%至 27 亿欧元。

图 39：宜家家居收入 8 年收入翻番，盈利增长 1.5 倍

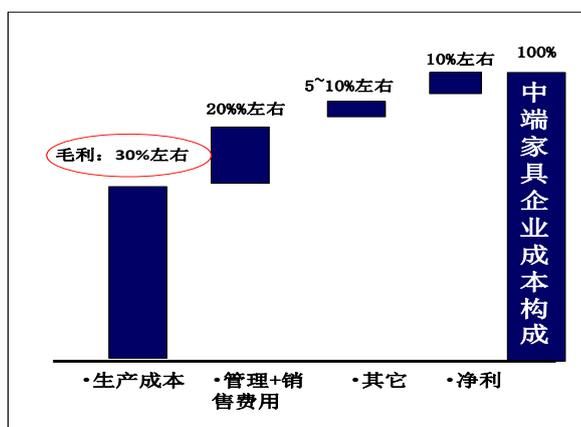


资料来源：东方证券研究所

通过宜家，我们找到了中端家具公司的成功路径，首先需要细分客户，瞄准中端消费能力的客户市场，产品重视性价比却又不失独特新颖的潮流设计，而生产环节通过低成本的外包保障供应，最后在市场上形成快速的网点扩张，这样就能催生一家具备竞争实力的终端家具企业。

中端家具企业盈利能力拆分如下，其毛利率水平远低于高端企业，但其经营费用较低，从而净利率落后幅度不大，而由于其瞄准大众市场，因此公司的资产周转速度较快，ROE 水平并不低。

图 40：中端家具企业成本构成



资料来源：WIND 东方证券研究所

图 41：中端家具展示图，强调性价比，符合大众口味



资料来源：Google

### 3.2.3 低端路线：无品牌+重实用+OEM 或区域市场

我们认为低端家具企业的突围之道在于放弃品牌运营，产品以低成本和实用为主要突破口，客户上寻找 OEM 的供应商或者区域市场中形成竞争壁垒。

下图是我们低端家具企业目前生存环境，可以看到，其利润空间已经被挤压较大，盈利能力也一直处于下滑阶段，看似这类企业未来堪忧。但从国外经验看，不少家具小企业主要通过为大型企业代工来获取稳定的盈利空间，如欧美国家中只有少数几个大品牌，如意大利的卡西那，北欧宜家，北欧风情，德国 Hulsta 和美国 Knoll, Miller 等，而大量的小企业通过 OEM 和 ODM 模式为其生产代工，从而形成自身固定的客户渠道。

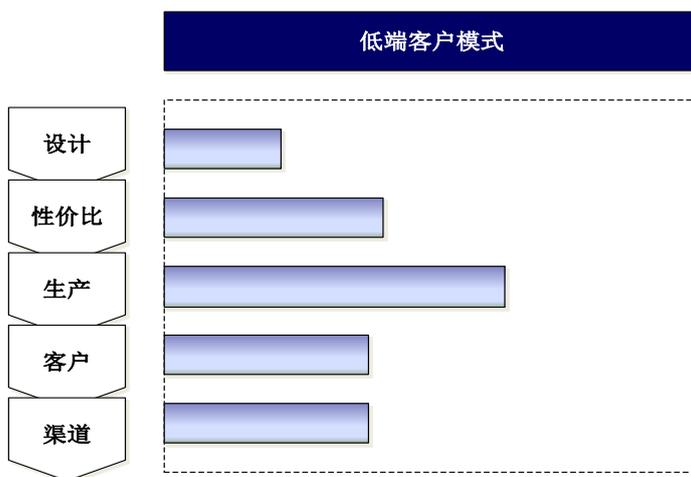
图 42：低端家具企业生存状态



资料来源：东方证券研究所

下图可以看到这类企业着力点主要就在生产方面，部分企业还有一定的设计能力，但完全根据客户的订单和需求进行生产，这类企业往往追求在低毛利的同时，能够有效降低生产经营风险和各项费用，从而也能达到满意的收益水平。

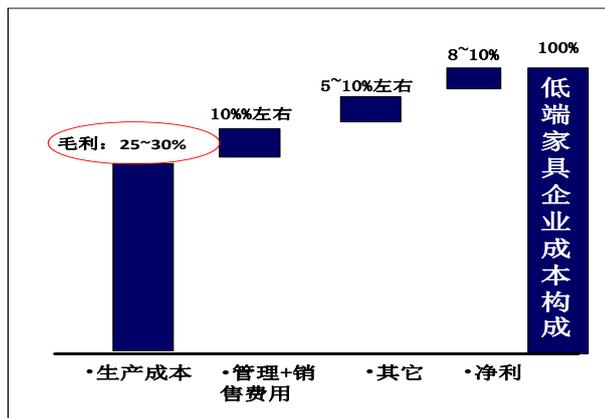
图 43：低端客户模式着力点，重生产



资料来源：东方证券研究所

如下图所示，这类企业毛利不高，生产成本是经营大头，但各项费用往往占比不高，因此也能形成不错的盈利水平。这类企业还有一个突出的特点，即往往倾向于发展上游资源，如林地家具一体化等等，这是由于其产品主要 OEM 或者 ODM，对下游议价能力缺失，因此往往倾向于垂直一体化以获得更多利润空间，我们认为这反映了这类企业缺乏产品区分度，定价能力不突出。

图 44：低端家具企业成本构成



资料来源：Uncomtrade 东方证券研究所

图 45：低端家具展示图，设计感较弱



资料来源：Google

### 3.3 结论：中端市场将涌现成功家具企业

综上所述，不管企业定位高端，中端还是低端，我们认为各大层级市场上均有成功之道，高端品牌型企业往往享受品牌溢价，产品定位于小众市场，通过直营渠道深化品牌形象，并培养特定客户群体的忠诚度。中端企业往往第一重视产品性价比，弱化品牌，同时通过特许加盟模式最快的将产品引见给潜在大众客户；低端家具企业往往定位于为中高端企业提供 OEM 或者 ODM 产品，毛利率尽管不高但需求稳健，公司放弃品牌的同时获得了稳定订单，此外，可以垂直一体化向上游发展，降低生产成本和费用，一样能够取得可观收益。

三种模式均有在激烈竞争环境中的突围方法，但我们倾向于认为定位中端的家具企业更有可能成为成长性企业，这类企业有一定产品区分度，且市场空间最大，成长也更快。我们通过国外宜家公司和其他高端或者低端企业比较看到，准确的客户定位是第一步，和高端企业相比，中端企业的客户群体更大、设计及渠道铺设费用较低；和低端企业相比，中端企业有着更持续的成长能力和品牌优势，因此中端市场更有望诞生成功的家具企业。

## 四 建议关注定位中端市场的扩张型企业

综上所述，从企业经营的角度，每个具体层级布局均可以找到突围战略，如高端重品牌和设计，在小众市场中提高客户忠诚度，为自己带来持续的潜在需求，中端品牌重视性价比，突出个性同时控制运营成本，建设自己的特许加盟商网络，很快做大做强；低端企业放弃品牌战略，和大的品牌企业形成供应链体系，提供质量可靠产品，或者专注当地区域市场；但作为投资而言，我们建议投资者关注定位中端层面的企业，因为根据宜家的案例，这个市场增长最快企业较为容易做大做强。

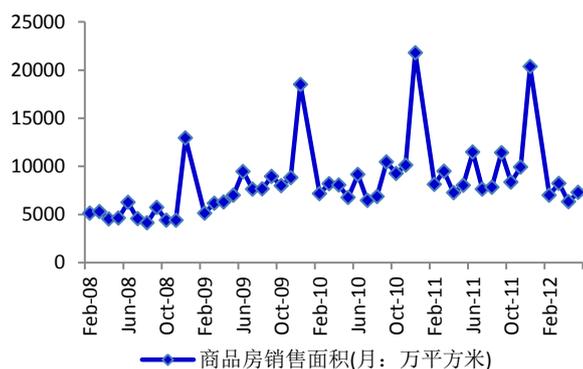
此外，我们认为近期一些积极的市场变化值得投资者关注，如房地产成交回暖和出口增长加速，另一方面，我们也关注到家具市场的有可能出现补贴新政，参照家电以旧换新的政策，这类刺激补贴

可能将促进国内家具内销；最后，我们按照 08、09 年的历史经验，自从降息周期启动后，家具行业也能跑赢指数。

#### 4.1 地产销售回暖，出口逐渐恢复

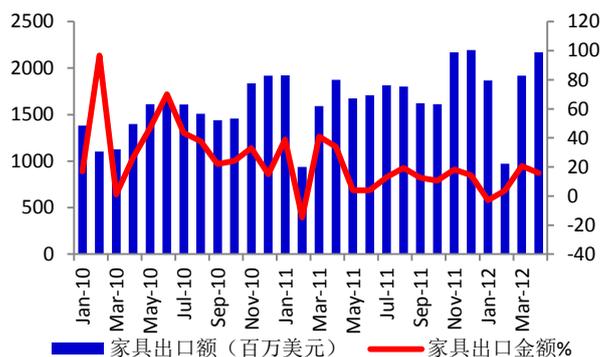
房地产数据已于年初持续回暖，房产行业的复苏将有望带动家具行业未来的增长。同时，从家具出口数据来看，4 月份我国家具出口 21.7 亿美元，同比上涨 15.88%，出口业务的恢复也将为家具行业带来稳定的增长。

图 46：房产销售数据自去年低谷后已渐渐回暖



资料来源：WIND

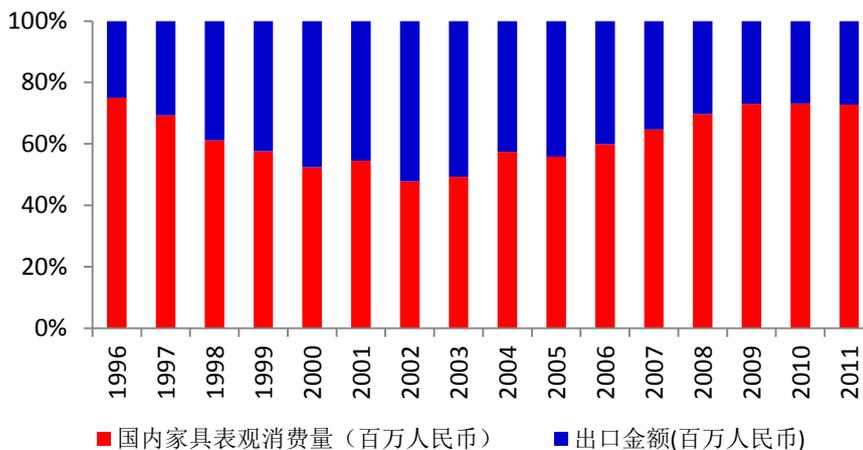
图 47：家具出口逐渐恢复，4 月同比增长 15.88%



资料来源：CEIC

在房产回暖、出口稳定背景下，家具行业的内销比例也逐渐提高。“三管齐下”将为家具行业带来较为确定的业绩增长。

图 48：我国家具行业产值供内销及出口的比例,内销比例逐年上升



资料来源：wind, 海关信息网, 东方证券研究所

## 4.2 家具补贴政策东风渐近

我们前期 4 月 16 日发布了《家具以旧换新政策东风，国内渠道型企业受益》的报告，2012 年 2 月 4 日，北京商务部表示年内将在北京试点开展家具“以旧换新”；3 月 15 日，商务部发言人表示或在全国范围内推广家具以旧换新政策。我们参照家电以旧换新的经验，认为如果推出家具以旧换新政策，已将促进国内销售进展。

在报告中，我们估算，假定家具以旧换新政策于今年 9 月底前推广至 2015 年结束，可累计直接拉动近 4000 亿元的家具消费，其中政策净增消费超 1100 亿元，政府需投入 339 亿元财政补贴。

我们假定家具全国推广于今年 9 月底推出，于 2015 年底结束，该政策直接带动的消费占总消费比重为 15%，其中净增消费为 5%，财政补贴金额占政策带动消费比重为 8.5%。我们预计，至 2015 年，家具以旧换新政策将累计拉动消费 3984 亿元，其中净增消费 1104 亿元，政府需投入 339 亿元财政补贴。

**表 2：政策前后家具消费对比**

	政策前 消费额	政策前 增速	政策净增额	政策后 消费额	政策后 增速	政策拉动 消费额	政策净增 消费额	财政补贴
2012E	4,506	21.7%	56	4,562	23.3%	684	56	58
2013E	5,537	22.9%	277	5,813	27.4%	872	277	74
2014E	6,856	23.8%	343	7,199	23.8%	1,080	343	92
2015E	8,556	24.8%	428	8,984	24.8%	1,348	428	115

资料来源：东方证券研究所；统计局；《调研世界》2011 年 01 期；Oanda

参照家电以旧换新的经验，预计中端家居、网点覆盖广的公司将受益，而且我们认为由于家具企业集中度低，所以此次以旧换新的政策，预计将以红星美凯龙、居然之家等家具卖场为主要推进点，由这些卖场负责回收和补贴发放，而在这些大卖场中开店的家具企业最有可能享受额外的销售增长。如索菲亚，德尔家居、大亚科技等。

**表 3：家具以旧换新政策资质推测**

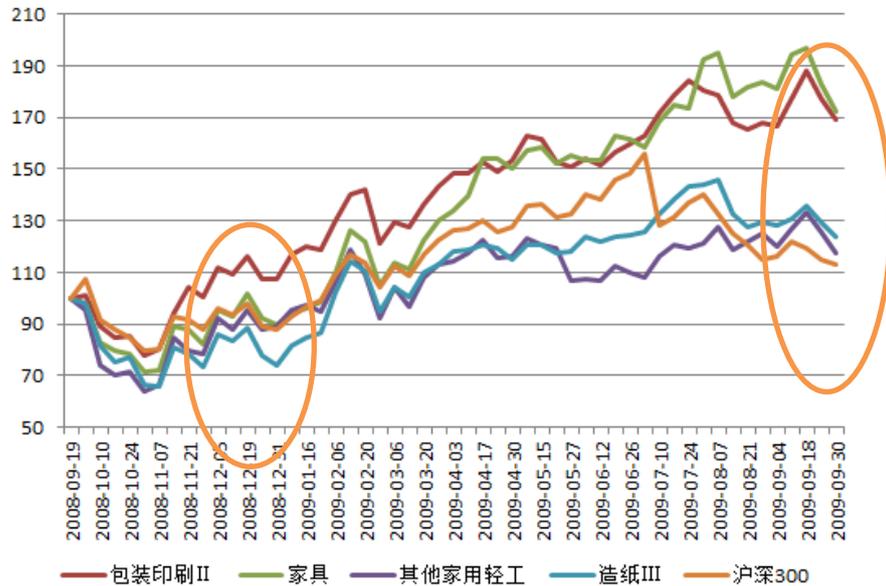
家电以旧换新企业资质	家具以旧换新门槛推测
企业年家电产品销售额在本省位居前列，一般应在 5 亿元以上	销售收入位于全省企业前列
资信状况良好；	资信状况良好
配送能力覆盖本省所有县（市）；	配送渠道覆盖全省
销售服务网点原则上覆盖本省所有县（市），且网点规模、服务水平等处当地前列	服务网点齐全
产品列表中单价均不超过 7000 元	中端家具产品为主

资料来源：东方证券研究所

## 4.3 经验回顾：家具行业 08、09 年跑赢指数

我们前期的报告《三季度转守为攻，超配印刷包装和玩具》的行业报告中，提出了三季度策略应参考 2008、2009 年经验，当时 2008 年 9 月起降息后，轻工制造子行业中印刷包装和家具能够跑赢指数，如下图所示。

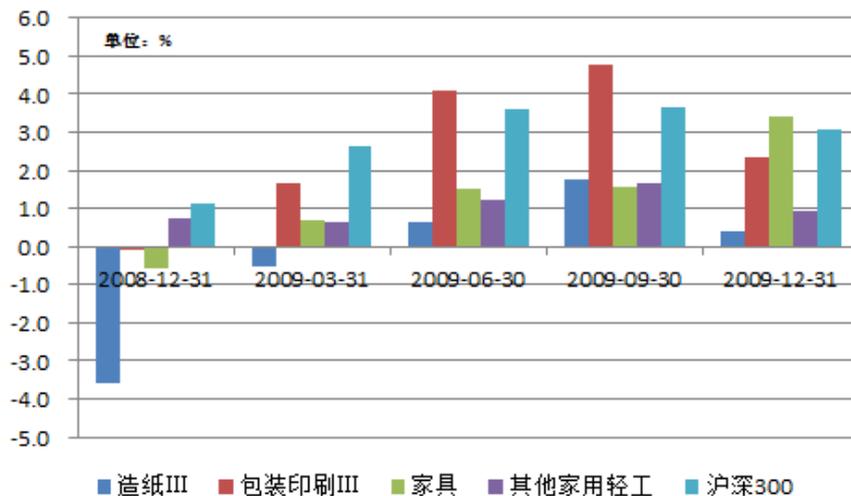
图 49：降息周期中经营稳定包装印刷和家具行业获得了明显的超额收益



资料来源：wind，东方证券研究所

而这些企业跑赢指数也是有基本面支持的，从下图可以注意到，家具行业第二个季度开始 ROE 转正，并逐季增长，我们认为家具盈利很快恢复的原因也在于当年地产成交的快速恢复，并拉动了家具行业的需求释放，我们认为目前情况和当时相比有一定相似性。

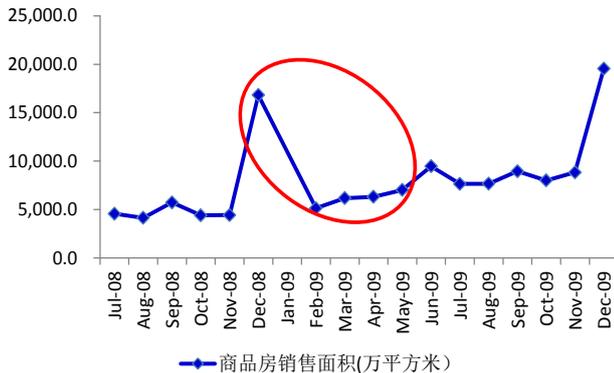
图 50：基本上，家具行业单季度 ROE 很快转正且增长稳健



资料来源：wind，东方证券研究所

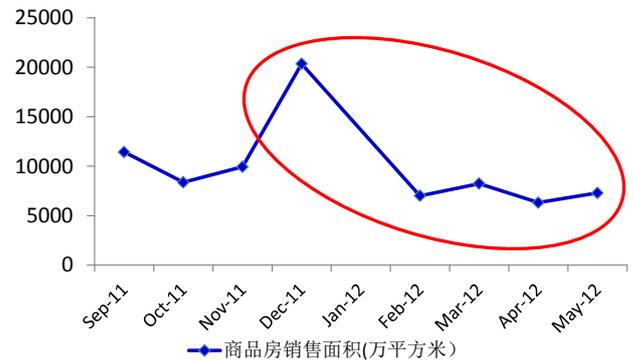
自今年初，房地产成交数据渐渐回暖，从图形可以看出，目前状况与 08、09 年情况有一定的相似度。我们认为房地产行业将持续回暖，并将带动家具行业业绩的整体恢复。

图 51：09 年房产成交数据显示行业于当年一季度回暖



资料来源：wind，东方证券研究所

图 52：目前情况与 08 年类似，房地产行业回暖迹象明显



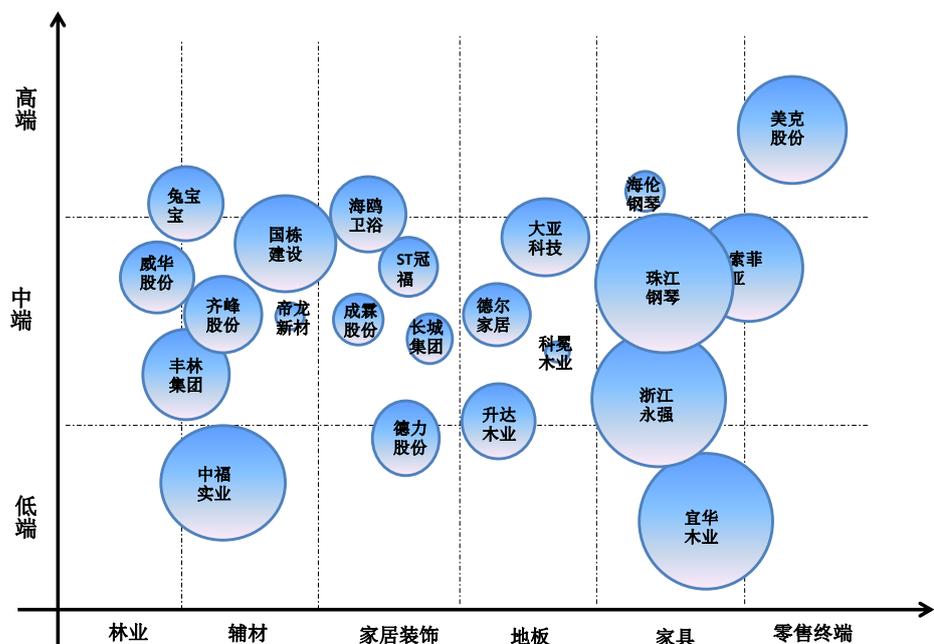
资料来源：wind，东方证券研究所

#### 4.4 上市公司图谱，关注中端企业

我们总结上市的图谱如下，我们将企业定位分为低端、中端和高端三个分类，而按照产业链的布局我们将上市公司的经营业务分为 6 个子类，包括林业，辅材、家居装饰、地板、家具和零售终端。

其中不少企业有一定的经营业务重合，如宜华木业经营家具出口同时也运营林地，且具备地板业务，我们尽量以这类企业主营业务为主要分类标准。

图 53：家具产业链的企业图谱，圆圈大小按照市值排列



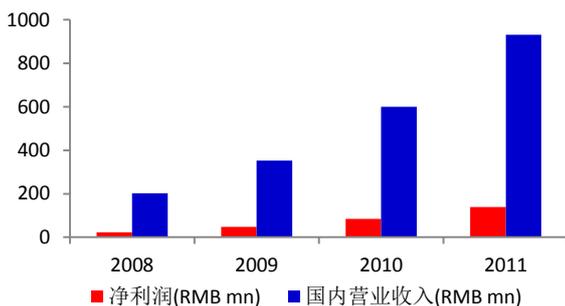
资料来源：wind，东方证券研究所

#### 4.4.1 索菲亚：定位中端的定制衣柜企业

按照我们前期分类图谱，索菲亚应是一家定位中端定制衣柜零售企业，公司主要从事卧室家具中定制衣柜系列。

由于定位于中端市场，并且细分客户为追求现代款式的年轻白领阶层，因此公司收入和盈利增长较为快速，2011 年收入为 10 亿元，较 2008 年的 2 亿元增长 5 倍以上，盈利也增长 6 倍以上，充分显示了定位于中端市场的成长力。

图 54：索菲亚上市收入增长 5 倍以上，盈利增长 6 倍以上



资料来源：wind，东方证券研究所

图 55：公司产品展示图



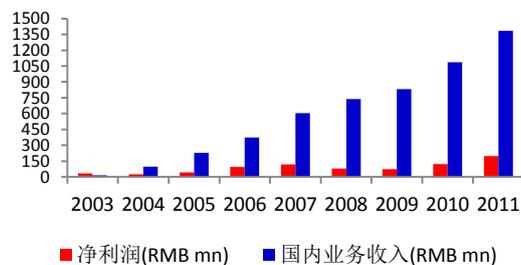
资料来源：公司网站

#### 4.4.2 美克美家：定位高端的欧美风格家具零售企业

美克美家是上市企业美克股份的子公司，其产品主要是欧美风格的家具，定位于高端人士，主要以海外留学人员和追求美国家具风格的小众人群为主，产品也代理了伊森艾伦等国际家具品牌。

由于定位高端市场，细分客户为人数不多，其经营收入增长不如索菲亚快速，但毛利率较高。美克美家是一个定位高端并且依赖直营渠道逐步推广的完美中国案例。

图 56：美克股份收入和盈利增长较快



资料来源：wind 东方证券研究所

图 57：公司产品展示图



资料来源：公司网站

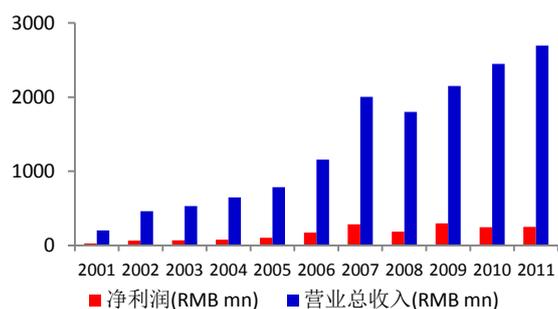
#### 4.4.3 宜华木业：定位出口，转型中的林地家具一体化企业

宜华木业主要是以出口家具为主要业务的企业，产品以 ODM 为主，按照我们产业链图谱看，公司是一个以出口市场为主的 ODM 家具企业。

由于产品定位出口市场，因此公司直接为下游国际经销商客户定制符合欧美人群消费习惯的家具，产品价格不高，对品牌和渠道的重视程度小于国内定位中高端的企业，但由于公司着力控制成本，已经融入到了国际家具造纸的大产业链分工中，尽管毛利率不高，但销售收入和盈利利润增长也较为稳健。

公司历史上定位于出口市场，但近年来公司也试图逐渐转型，国内销售占比逐步提升，从早期 06 年占比不到 1%，提升到近期 12% 占比，同时公司近期也签订了对海外林地的收购，完善自己林地家具一体化战略，如近期公司公告收购 35 万公顷非洲加蓬国家林地。

图 58：宜华木业盈利增长稳定



资料来源：wind, 东方证券研究所

图 59：公司产品展示图



资料来源：百度

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2012年一季报，公司持有索菲亚（002572.SZ）股票占总股本2.03%；

截止本报告发布之日，公司仍持有索菲亚（002572.SZ）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，公司仍持有美克股份（600337.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究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。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究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。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)