



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年11月20日

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com

# 核心观点

## ➤ 以旧换新政策落地，家居消费修复可期，头部公司有望明显受益

- 本轮家居以旧换新资金形式为1500亿超长期特别国债，**补贴金额方面**，按照广东省和湖南省以旧换新工作目标和补贴金额推算，我们预计家居品类补贴占比在5%-10%，补贴金额约83-167亿元，带动终端销售额437-875亿元，对家居+建材社零拉动为14%-28%。**补贴使用进度方面**，根据我们测算，截至11月8日，全国家电补贴预计使用265亿元，使用率约为64%，预计于12月中上旬使用完毕，家居家电品类补贴使用进度或相仿。
- **地域层面**，家居以旧换新补贴属于首次享受补贴政策，在全国推进的省市数量少于家电，行业集中度较低，资质审核需要更多时机，推行落地偏慢。展望后续，有望全国大范围推广。**品类层面**，根据我们的统计，各省市对智能马桶/功能沙发/智能床&床垫的以旧换新政策补贴覆盖率较高，分别为93%/90%/87%。**格局层面**，审核资质严格，需要商家先行垫资，政府的资金拨付有时滞，规模较小、资金实力较弱的小型个体专卖店、夫妻老婆店参与的积极性较弱，市场份额有望向资金实力较强的头部品牌集中。对标上一轮家电政策刺激，有望推动行业集中度提升。**业绩层面**，从家居企业门店接到订单定金到工厂接单排产需要2-3月的时间，从工厂排产到完成出货转化为财报收入需要7-20日的时间，预计此轮以旧换新国补对于家居企业的业绩刺激将于24Q4和25Q1体现，且软体家居快于定制家居。**估值层面**，对标上一轮家电政策刺激，此轮家居刺激政策对估值的提升催化作用未完全体现，家居板块估值仍处于历史低位，有较大向上修复空间。
- **建议关注：1) 渠道覆盖度高、品类布局完善、资金实力强的头部家居公司。2) 布局政策覆盖率较高的智能家居品类的品牌。建议关注欧派家居、索菲亚、志邦家居、顾家家居、瑞尔特、箭牌家居、好太太、麒盛科技。**
- **风险提示：全球宏观经济形势变化风险，全球需求变化的风险，行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险；对行业供给需求边际变化测算与行业真实情况有出入的风险。**

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

▶ **地产政策组合拳出台，促进房地产市场平稳健康发展。**10月17日，国新办举行新闻发布会介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，住建部部长倪虹对地产政策组合拳进行分析，概括为四个取消、四个降低、两个增加。其中，“四个取消”包括：①取消限购、②取消限售、③取消限价、④取消普通住宅和非普通住宅标准。“四个降低”包括：①降低住房公积金贷款利率、②降低住房贷款的首付比例、③降低存量贷款利率、④降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。“两个增加”包括：①通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；②年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。我们认为，政策组合拳的落地，将有助于促进房地产市场信心修复和预期改善，推动刚需和改善性需求入市，或推动二手房、新房的销售企稳回升，进而带动地产链需求回暖。

## 地产政策组合拳

政策方向	主要内容
四个取消	四个取消，就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。
四个降低	四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，降了0.25个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。
两个增加	一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。城中村安全隐患多、居住环境差，群众改造意愿迫切。据有关调查，仅在全国35个大城市，需要改造的城中村就有170万套，从全国其他城市来看，这个量还会很大。全国城市需要改造的危旧房有50万套。这次提出的新增实施100万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目，我们就可以提前干、抓紧干。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需要来选择合适的房子，减少或者不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。

资料来源：国务院新闻办，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

多地房地产政策支持力度加码，一线城市楼市全线回暖。相关政策发布以来，政策效果已经开始显现，房地产开发投资、新建商品房销售等主要指标降幅继续收窄，特别是9月底以来，一手房的看房量、到访量、签约量明显增加，二手房的交易量持续上升，市场出现了积极变化。根据克而瑞研究中心监测数据，2024年10月，TOP100房企实现销售操盘金额4354.9亿元，环比增长73%，业绩规模达到年内次高；同比增长7.1%，年内首次实现单月业绩同比正增长。累计业绩来看，1-10月百强房企实现销售操盘金额30693.1亿元，同比降低32.7%，降幅较9月收窄3.9个百分点。

## 房地产开发投资完成额



资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

## 地产政策组合拳



资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

▶ 以旧换新政策落地，家居消费修复可期，头部公司有望明显受益。2024年2月23日，中央财经委员会第四次会议指出，要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新，其中，家居产品是以旧换新政策支持的重要部分。叠加近来各地陆续发布家居消费品以旧换新的政策细则，主要包括鼓励旧房改造、厨卫局部改造以及家居适老化改造，给予消费补贴，支持绿色智能家居生产与消费等举措，有望带动家居消费回暖向好。而头部公司由于合规性较高，一方面能容易能够推动补贴申请落地，另一方面能够通过让利加码补贴政策，满足消费者多元化的焕新需求，有望更明显受益于以旧换新政策。

## 国家层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/3/13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。
2024/3/27	商务部等14部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造，对购买智能化家居产品给予补贴，鼓励设置“家装便民服务点”，设置“公益维修队”，推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等场景落地，加快完善智能家居互联互通标准，制定推行家装合同示范文本。
2024/7/24	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。

资料来源：国务院，商务部，国家发展改革委，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

▶ **全国：补贴资金使用积极，消费拉动效果显著。**补贴金额方面，本轮家居以旧换新资金形式为1500亿超长期特别国债，家居支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。按照广东省和湖南省以旧换新工作目标和补贴金额推算，我们预计家居品类补贴占比在5%-10%，补贴金额约83-167亿元，带动终端销售额437-875亿元，对家居+建材社零拉动为14%-28%。**补贴使用进度方面**，根据商务部数据，截至11月8日，已有超过2000万名消费者参与了家电以旧换新活动，购买了3000多万台家电产品，累计销售额高达1377.9亿元。据此我们测算，截至11月8日，全国家电补贴预计使用265亿元，使用率约为64%，预计于12月中上旬使用完毕，家居家电品类补贴使用进度或相仿。

## 家居品类以旧换新补贴金额及带动销售额测算

项目	数据		
中央超长期国债资金 (亿元)	1500		
中央/地方出资配套比例	9:1		
地方出资金额 (亿元)	167		
合计补贴资金 (亿元)	1667		
品类补贴占比假设	5%	7.5%	10%
对应补贴金额 (亿元)	83	125	167
带动终端销售系数	5.25	5.25	5.25
2024年预计带动终端销售 (亿元)	437	656	875
2023年限额以上家具+建材社零总额 (亿元)	3085	3085	3085
对限额以上家具+建材社零拉动	14%	21%	28%

资料来源：国务院，商务部，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 家电以旧换新补贴资金使用情况测算

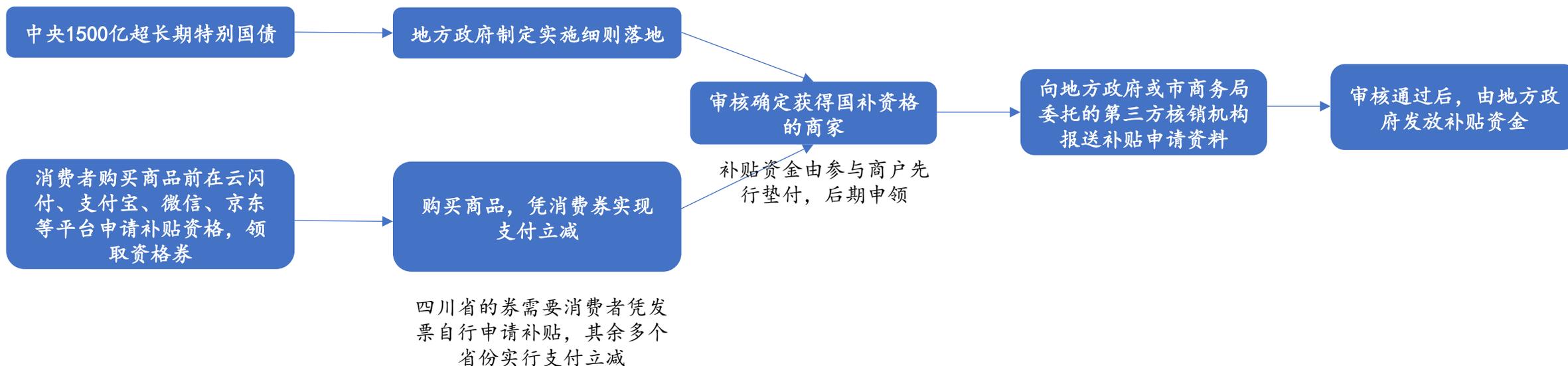
	台数 (万台)	中央补贴金额 (亿元)	带动销售额 (亿元)	销售额/补贴系数	使用比例	
	9月25日	520.00	46.70	243.00	5.20	11%
	10月15日	1462.00	131.70	690.90	5.25	32%
	21日日均	44.86	4.05	21.33		
	11月8日	3000.00	264.81	1377.90		64%
依据	1、国家发展改革委：截至9月25日，全国约386万名消费者购买8大类家电产品超520万台，享受46.7亿元中央补贴，带动销售额超243亿元；2、商务部：截至10月15日，2066.7万名消费者申请，1013.4万名消费者购买8大类家电产品1462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元；3、商务部：截至11月8日，已有超过2000万名消费者参与了家电以旧换新活动，购买了3000多万台家电产品，累计销售额高达1377.9亿元。					
假设	1、家电品类占1500亿超长期国债资金比例为25%，即总金额为417亿元；1、补贴拉动销售额系数为5.20；2、日均使用中央补贴金额为4.05亿元。					

资料来源：国务院，商务部，发改委，华安证券研究所测算

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- ▶ **全国：家居以旧换新补贴力度在15%-20%，补贴流程较为精简。** 补贴品类方面，大部分省市补贴品类涵盖智能家居类、旧房装修和厨卫改造类、居家适老化改造类，具体品类包括成品橱柜及配件、卫浴洁具、软体成品等。**优惠力度方面**，大多按照补贴范围内的产品销售价格的15%-20%进行核减，多地每件/每套最高补贴2000元，单人累计最高补贴30000元。**补贴流程方面**，消费者可在云闪付、支付宝、微信、京东等平台领券，在线上线下通过审批获取国补资格的商家凭消费券实现支付立减，涉及补贴资金由参与商家先行垫付，再按程序和要求向政府申请拨付。

## 以旧换新国补实施流程



资料来源：国务院，商务部，汕头商务，九江永修发布，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **地域：因地制宜推进补贴政策，有望全国大规模推广。**家居以旧换新细则需要各市政府根据中央和省府政策细化落实举措，各省市的推进进度和补贴力度各不相同，广东省、湖北省、福建省等为最早一批推出家装厨卫“焕新”补贴细则的省份，涵盖品类全面，优惠力度大。其中，广州市上线淘宝、京东电商平台，补贴辐射范围扩大至全国。目前来看，家居以旧换新补贴属于首次享受补贴政策，在全国推进的省市数量少于家电，行业集中度较低，资质审核需要更多时机，推行落地偏慢。如，北京市、天津市、青海仅对家电、智能家居等补贴，未涉及家具类目；重庆市、吉林省、山东省、江苏省于11月中旬起开始推进家装厨卫“焕新”补贴；部分省仅部分市落地家居补贴细则，未在全省范围推广，如辽宁省大连市、河北省廊坊市、山西省太原市等。展望后续，家居补贴后续有望全国大范围推广。

## 各地区因地制宜推进旧换新政策

全国	家居家装细则实施时间	细则内容
北京	/	仅家电以旧换新补贴实施细则
上海	2024年9月7日至2024年12月31日	15%立减补贴，每单补贴不超过2000元。
天津	2024年9月28日至2024年12月31日	15%立减补贴，每单补贴不超过2000元。
重庆	2024年11月15日至2024年12月25日	15%立减补贴，每个消费者限补2件（套），每件（套）补贴最高不超过2000元。
辽宁-大连	2024年11月8日至2024年12月31日	20%立减补贴，每户最多不超过2000元。
吉林	2024年11月12日至2024年12月31日	15%立减补贴，每类产品补贴不超过2000元，每位消费者累计补贴最高15000元。
黑龙江	2024年9月21日至2024年12月31日	20%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
河北-廊坊	2024年9月18日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1次，每类补贴不超过2000元。
山西-太原	2024年9月29日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
河南-郑州	2024年9月30日至2024年12月31日	20%立减补贴；进行全屋整体装修的，按照与装饰装修企业签订合同总价款的10%给予补贴。每人且每套房补贴金额最高不超过2万元。
山东-济南	2024年11月10日至2024年12月31日	20%立减补贴，每类产品仅可享受补贴1件，每件产品补贴金额不超过2000元。
江苏-扬州	2024年11月中下旬至2024年12月31日	15%立减补贴，每户享受总补贴金额不超过30000元。
安徽	2024年9月30日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。

资料来源：国务院，商务部，各省市政府，本地宝，云闪付app，华安证券研

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **地域：补贴额度使用进度各有差异。**截至2024年11月15日，广州市、佛山市、东莞市的家居新增补贴资格量已领完；上海家居补贴已使用完毕；福建省的福州/厦门/漳州/泉州/三明/莆田/龙岩/南平/宁德/平潭市家装厨卫以旧换新活动剩余名额77%/53%/40%/38%/0%/44%/53%/17%/55%/45%；湖南省的长沙/郴州/湘潭/衡阳/岳阳/常德/张家界/邵阳/株洲/永州/益阳/怀化/娄底/湘西家装厨卫焕新活动剩余额度1.78/0.17/0.20/0.34/0.33/0.19/0.02/0.19/0.04/0.36/0.08/0.11/0.28/0.05亿元。

## 各地区因地制宜推进旧换新政策

全国	家居家装细则实施时间	细则内容
江西-赣州/九江	2024年9月19日至2024年12月31日	20%立减补贴，每位消费者申领的补贴不超过1万元。
浙江	2024年8月22日至2024年12月31日	20%立减补贴，每人且每套房补贴金额最高不超过2万元。
福建	2024年9月29日至2024年12月31日	20%立减补贴，每位消费者累计享受补贴不超过20000元。
广东	2024年9月30日至2024年12月31日	15%~20%立减补贴，单笔最高优惠2000元。
海南	2024年8月30日至2024年12月31日	15%立减补贴，每用户每类别产品限享一次补贴，每类补贴不超过3000元。
云南	2024年8月28日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
四川	2024年8月26日至2024年12月31日	面向消费者分批、分类、分档按最高30%优惠比例发放消费券
湖南	2024年9月6日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类商品限申请1次补贴，每类商品补贴金额不超过2000元。
湖北	2024年8月31日至2024年12月31日	每满1000/3000/5000/10000/30000/50000/100000元，给予200/600/1000/2000/6000/10000/20000元定额立减补贴。
陕西	2024年10月14日至2024年12月31日	20%立减补贴，每件补贴不超过2000元。
甘肃	2024年8月1日至2024年12月31日	15%立减补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
青海	2024年4月1日至2024年12月31日	签订装修合同金额大于等于5万元小于10万元的，在装修验收结束后，可享受1.5万元家装补贴；签订装修合同金额大于等于10万元的，在装修验收结束后，可享受3万元家装补贴。
内蒙古	2024年11月11日至2024年12月31日	20%立减补贴，每位消费者每种商品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
新疆	2024年10月18日至2024年12月31日	15%立减补贴，每类每品均可补贴1件，每件补贴金额不超过1000元
西藏	2024年11月5日至2024年12月31日	满500元减100元、满1500元减300元、满2000元减400元、满3000元减600元、满5000元减1000元。
广西	2024年7月25日至2024年12月31日	按照消费者所购买的单套住宅家装物品和材料总价款的20%给予一次性补贴，累计补贴最高不超过3万元。
宁夏	2024年8月23日至2024年12月31日	满3000元立减500元，满5000元立减800元，满10000元立减2000元。

资料来源：国务院，商务部，各省市市政府，本地宝，云闪付app，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- **推荐逻辑一：以华南市场为主市场、积极推动经销商参与国补活动的定制家居品牌，建议关注欧派家居、索菲亚。**以旧换新国家补贴以刺激内需为主，定制家居公司90%以上收入来源于国内市场，有望更大程度受益于政策刺激。各省市的推进进度和补贴力度各不相同，广东省为全国最早一批推出家装厨卫“焕新”补贴细则的省份，涵盖品类全面，优惠力度大；广州市的补贴更通过线上辐射全国。总部在广州的家居公司，如欧派家居、索菲亚等是最早一批获得补贴资格的品牌，市场反应迅速，更有望快速抢占市场订单，提升经营业绩。

## 核心定制家居公司分地区收入占比

	总部	华东地区	华南地区	华中地区	华北地区	西北地区	西南地区	东北地区	境外
欧派家居-2023年	广州市	31%	19%	11%	14%	7%	12%	4%	1%
索菲亚-2023年	广州市	22%	19%	8%	23%	8%	12%	6%	0%
志邦家居-2016年	合肥市	47%	5%	10%	11%	5%	10%	4%	3%
金牌家居-2016年	厦门市	50%	5%	11%	11%	6%	8%	4%	2%
尚品宅配-2023年	广州市	26%	29%	14%	15%	4%	7%	2%	0%
好莱客-2023年	广州市	27%	22%	17%	15%	6%	10%	3%	5%

资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

▶ **品类：**各地区以旧换新政策补贴品类有所差异。大部分省市补贴品类涵盖智能家居类、旧房装修和厨卫改造类、居家适老化改造类，具体品类包括成品橱柜及配件、卫浴洁具、软体成品等。部分省份仅落地家电和适老化改造补贴，品类仅涵盖智能马桶、功能沙发、智能床/床垫等智能家居产品。

## 各地区以旧换新政策补贴品类有所差异

全国	卫浴	智能马桶	功能沙发	智能床/床垫	桌椅	柜类	沙发	床/床垫	适老化产品
北京									
上海	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
天津		✓	✓	✓					✓
重庆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
辽宁-大连	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
吉林	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
黑龙江		✓							
河北-廊坊	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
山西-太原	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
河南-郑州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
山东-济南	✓	✓	✓	✓					✓
江苏-扬州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安徽		✓	✓	✓					
江西-赣州/九江	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
浙江	✓	✓	✓	✓					✓
福建	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广东	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
海南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
云南		✓	✓						
四川	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
湖南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
湖北	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
陕西	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
甘肃	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
青海									✓
内蒙古	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
新疆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
西藏	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广西	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
宁夏	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
比例	80%	93%	90%	87%	73%	77%	73%	73%	87%

资料来源：国务院，商务部，各省市政府，本地宝，云闪付app，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- **推荐逻辑二：布局政策覆盖率较高的智能家居品类的品牌，建议关注瑞尔特、箭牌家居、好太太、顾家家居、麒盛科技。** 根据我们的统计，各省市对智能马桶/功能沙发/智能床&床垫的以旧换新政策补贴覆盖率较高，分别为93%/90%/87%，根据京东数据，2024年双十一期间，京东MALL家居品类销售额同比增长268%，功能沙发/弹簧床垫/人体工学椅/智能坐便器品类分别同比增长1013%/538%/512%/296%，在各品类中涨幅居前，主营该等品类的家居公司有望明显受益。
- **推荐逻辑三：积极推进大家居战略、实现多品类布局的品牌，建议关注欧派家居、顾家家居、索菲亚、志邦家居。** 大部分省市消费者享受15%立减补贴，每人且每套房补贴金额最高不超过2万元，消费者若拿满补贴则对应消费单值在13万元左右，对于已经实现全品类覆盖的家居品牌，能够更好地满足不同消费人群全品类一站式购物需求，提升消费者客单值。

## 2024年京东11.11家装建材品牌榜单

	家装建材	家具	卫浴洁具	晾衣架品牌	京东Mall
TOP1	九牧	顾家家居	九牧	好太太	九牧
TOP2	小米	喜临门	箭牌	小米	恒洁
TOP3	箭牌	芝华仕	恒洁	邦先生	松下
TOP4	雷士	西昊	松下	四季沐歌	瑞尔特
TOP5	恒洁	雅兰	科勒	金贵夫人	欧琳
TOP6	松下	好太太	潜水艇	志高	
TOP7	欧普照明	小米	瑞尔特	苏泊尔	
TOP8	德施曼	黑白调	四季沐歌	奥克斯	
TOP9	公牛	慕思	TOTO	美的	
TOP10	奥普	帕沙曼	浪鲸	太太乐	

资料来源：京东，华安证券研究所（根据对应行业在2024年10月14日20:00-11月11日23:59期间成交数据排名）

## 2024年天猫11.11家装建材品牌榜单

	家装品牌	定制品牌	厨房卫浴	装修店铺	收纳日用
TOP1	源氏木语	索菲亚	九牧	生活家装饰旗舰店	好太太官方旗舰店
TOP2	林氏家居	欧派	箭牌	百安居旗舰店	佳帮手官方旗舰店
TOP3	索菲亚	金牌厨柜	恒洁	居然乐屋旗舰店	courage官方旗舰店
TOP4	喜临门	兔宝宝	奥普	天坛整装旗舰店	珍视明官方旗舰店
TOP5	九牧	志邦	惠达	欧派整装旗舰店	太力官方旗舰店
TOP6	顾家家居	好莱客	浪鲸	博洛尼装饰旗舰店	星优旗舰店
TOP7	芝华仕	顾家家居	瑞尔特	索菲亚整装旗舰店	妙立官方旗舰店
TOP8	箭牌	paiya	贝卡	志邦整装家居旗舰店	优勤官方旗舰店
TOP9	欧派	轩尼斯	科勒	爱尚住好家旗舰店	邦先生旗舰店
TOP10	金牌厨柜	尚品宅配	松下	意缘设计旗舰店	懒角落旗舰店

资料来源：天猫，华安证券研究所（根据2024年天猫双11活动期间（10月21日0点-11月11日24点）品牌累计GMV排名）

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

➤ **格局：审核资质严格，需要商家先行垫资，市场份额有望向头部品牌集中。**一方面，部分地区对申报以旧换新国补活动的商家资质设立了一定门槛，包括合法纳税、网点布局广、货源充足、具备物流配送、安装调试、保修维护等综合服务能力等，需要提交较多报名资料，头部企业由于合规性较高，在各地有销售实体执行能力强，更容易推动经销商补贴活动资格申请落地。另一方面，在线上线下通过审批获取国补资格的商家凭消费券实现支付立减，涉及补贴资金由参与商家先行垫付，再按程序和要求向政府申请拨付。由于需要商家垫资，且审核、清算等环节需要一定的时间，政府的资金拨付有时滞，规模较小、资金实力较弱的小型个体专卖店、夫妻老婆店参与的积极性较弱，市场份额有望向资金实力较强的头部品牌集中。

## 湖南省家装厨卫“焕新”活动参与企业要求

基本条件

1.在湖南省内合法经营的企业（包括生产企业和销售企业），有固定经营场所和合法营业执照，经营范围符合补贴目录。2.自觉遵守法律法规，履行社会责任，经营状况良好，财务制度健全，未被“信用中国”网站或相关政府部门列为失信被执行人，在湖南省内合法纳税，可开具正规的增值税发票。3.与商品生产企业有稳定的产销合作关系，具备物流配送、安装调试、保修维护等综合服务能力，有完备的线下服务队伍。具备POS机刷卡支付功能。4.自愿参加活动，遵守活动规则，确保产品质量安全，不趁机涨价，不骗取财政资金，广泛开展政策宣传，按要求及时准确报送补贴政策实施情况及相关数据，自愿配合商务、税务、财政等部门监督检查。5.各市州根据实际情况合法提出的其他条件。

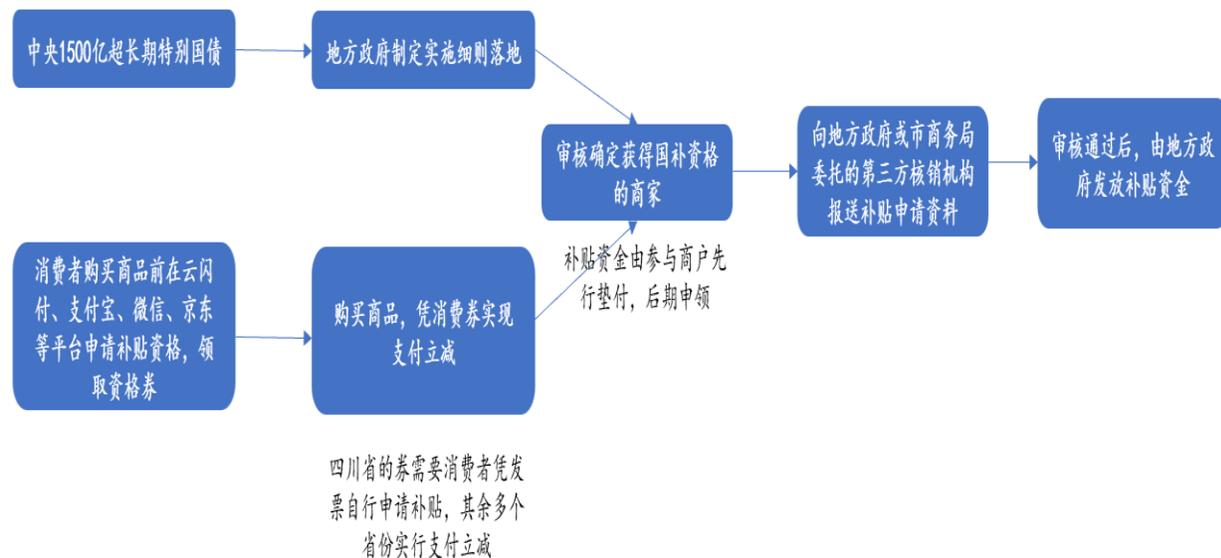
报名资料

(1) 申报表。(2) 企业负责人及门店负责人身份证复印件。(3) 企业有效的营业执照复印件。(4) “信用中国”官网提供的企业信用报告。(5) 全国电子税务局提供的企业纳税信用等级证明。(6) 企业参与活动承诺书。(7) 企业在质量、品牌、纳税、公益等方面获得的荣誉证书。(8) 企业与生产品牌签订的长期经销或代理协议、授权函等证明资料。(9) 各市州根据实际情况合法要求提供的其他资料。

资料来源：湖南商务，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 以旧换新国补实施流程



资料来源：国务院，商务部，汕头商务，九江永修发布，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **格局：头部品牌加码补贴，实现国补+企补双重优惠。**在政府以旧换新补贴的基础上，各头部定制家居品牌纷纷加大了企业补贴力度，给予约20%的企业加码补贴，并推出优惠套餐，配合国家的补贴政策，更好地助力消费者焕新家，有望抢占市场份额，更大程度受益于国补刺激。

## 核心家居企业加码补贴

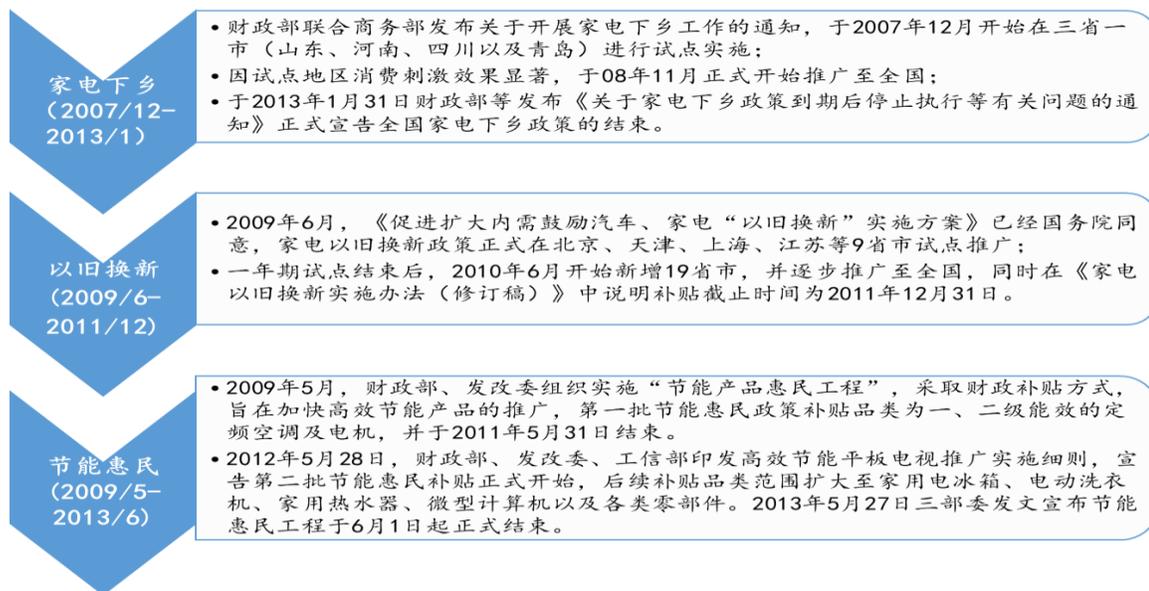
公司	注册地	补贴活动
欧派家居	广州市	购买欧派橱衣木卫定制类产品，享合同金额20%的企业补贴金，最高1万元/户；企业补贴金可用于在欧派购买全球大牌家具家电产品，促销价之上再享20%补贴优惠；推出“消费者+99元享健康升级补贴”优惠，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜系列衣柜。
索菲亚	广州市	政府补贴15%+总部至高20%；米兰纳亦推出集团加码补贴20%的重磅让利活动。
志邦家居	合肥市	根据各地方政策不同至高补贴20%，企业至高再补贴30%，政策累加有机会享受高达50%的双重补贴。并推出多个整家套餐，包括明星整家29700满配套餐升级高品质的欧松板门板、Ag+抗菌柜体、BARCA HOME高端沙发；整家组合29700、39700、59700多种材料与配置组合，每多选购一个品类，还可额外收获2000元的焕新补贴消费券。
金牌家居	厦门市	在全国各地政府补贴的20%基础上，再给予消费者50%的补贴，消费者在购买家居产品时能享受到高达70%的总补贴额度；推出899元/m <sup>2</sup> /m高颜值系列、1499元/m <sup>2</sup> /m的王牌豪车烤漆系列，以及49800元的大牌整家套餐；厨衣门墙定制类产品，最高可享产品50%的专项补贴；购买金牌整家全品类产品可额外加码1000元焕新消费券。
尚品宅配	广州市	加码优惠力度，集团补贴20%，推出全屋定制随心选套餐，并针对旧房焕新和局部改造需求，推出臻选焕新全案套餐和局改焕新套餐，套餐可灵活组合。
好莱客	广州市	发起普惠行动专项补贴，好莱客直补20%，全国门店商场加码补贴20%。消费者在好莱客天猫店下单，最高可获得政企商合计补贴55%。
顾家家居	杭州市	在线下各大门店，持续推进“以旧换新”惠民焕新工程优惠活动，在各地政府补贴的基础上，再增加最高2000元的企业补贴，并提供免费上门回收废旧家具服务。在线上电商平台，在国家政策补贴基础上，再提供满10000送1000的优惠政策。
喜临门	绍兴市	在政府补贴的基础上，额外提供“以旧换新最高可享2000元补贴”和“床垫加价即可换购真皮软床”的补贴政策。
慕思股份	东莞市	消费者可将旧床垫换新，购买慕思新床垫，享“政府和慕思10%”双重补贴，即政府补贴之上，慕思再补贴千元，慕思补贴（即减免金额）最高不超过1500元。
箭牌家居	佛山市	在国家换新补贴基础，ARROW箭牌加码补贴最高2000元/户，普通马桶、智能马桶、浴室柜、花洒等全场景单款产品以旧换新补贴200-500元/户不等。

资料来源：定峰汇家居圈，千龙网，中国财富网，乐居财经，华安证券研究

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

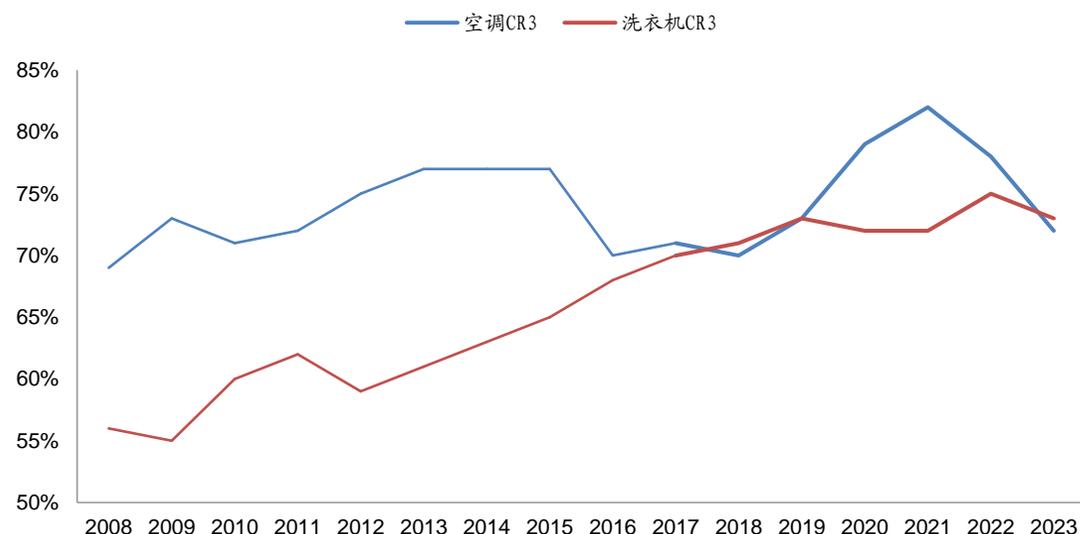
- **格局：对标上一轮家电政策刺激，有望推动行业集中度提升。**以家电行业为参考，上轮家电消费刺激政策推行时间段集中于2007年底-2013年，主要可分为家电下乡、以旧换新和节能惠民三类刺激政策。国家刺激政策下，家电行业迎来了快速增长，龙头企业凭借着规模效益和品牌优势占据了较大的市场份额，中小企业加速出清，家电行业集中度提升趋势明显。根据产业在线数据，空调CR3从2008年的69%提升至2013年的77%，洗衣机CR3从2008年的56%提升至2013年的61%。当前家居行业的集中度较低，头部公司市占率低于10%，此轮刺激政策有望加速提升行业集中度。
- **推荐逻辑四：渠道覆盖度高、品类布局完善、资金实力强的头部家居公司，建议关注欧派家居、索菲亚、顾家家居。**

## 三类家电消费刺激政策具体情况梳理



资料来源：国务院，财政部，华安证券研究所

## 2008-2023年空调和洗衣机CR3

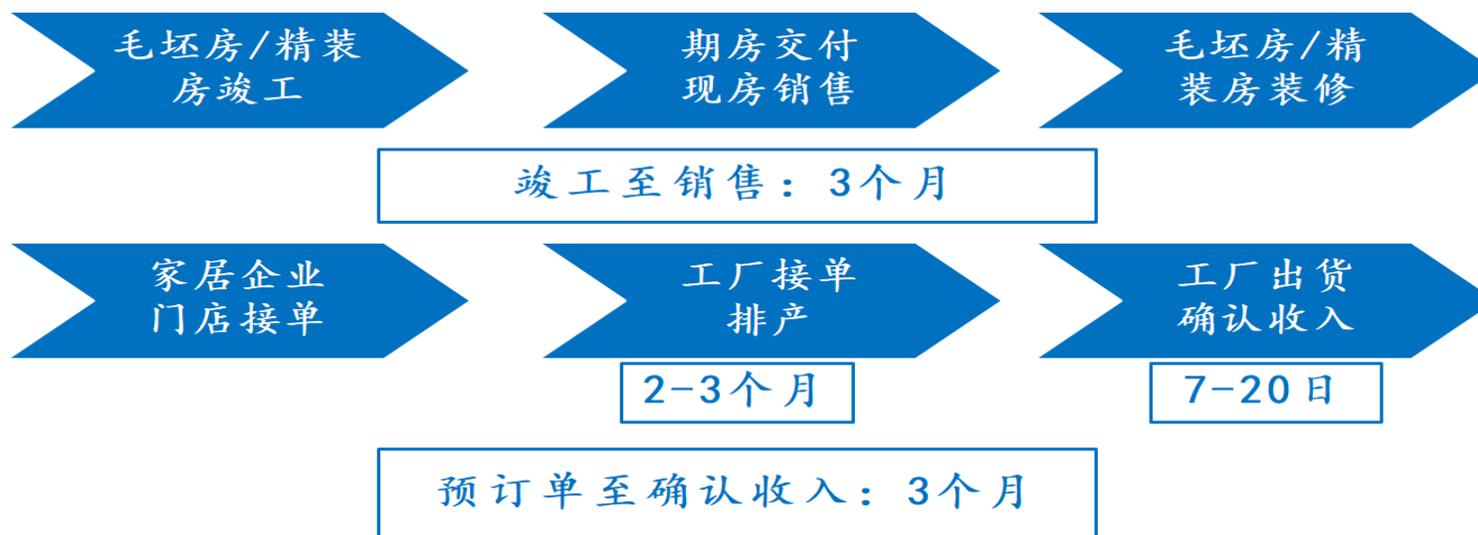


资料来源：产业在线，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- ▶ **业绩：地产销售—家居订单—上市公司收入确认的转化存在一定期限的转化周期。**从消费者一端看，作为毛坯房/精装房的新房竣工后，完成期房交付/现房销售期存在2个月左右的时间，之后再转化为全屋装修/精装订单；存量房从销售时点开始算起，需要1-3个月时间完成交付，再转化为局部/全屋装修订单。从定制家居企业一端看，其订单转化完成包括：家居企业门店接到订单定金、与消费者完成全屋产品的最终确认、工厂接单安排生产、工厂完成生产出货，其中从家居企业门店接到订单定金到工厂接单排产需要2-3月的时间，从工厂排产到完成出货转化为财报收入需要7-20日的的时间。我们预计，此轮以旧换新国补对于家居企业的业绩刺激将于24Q4和25Q1体现，且软体家居快于定制家居。

## 地产销售与定制家居订单转化流程



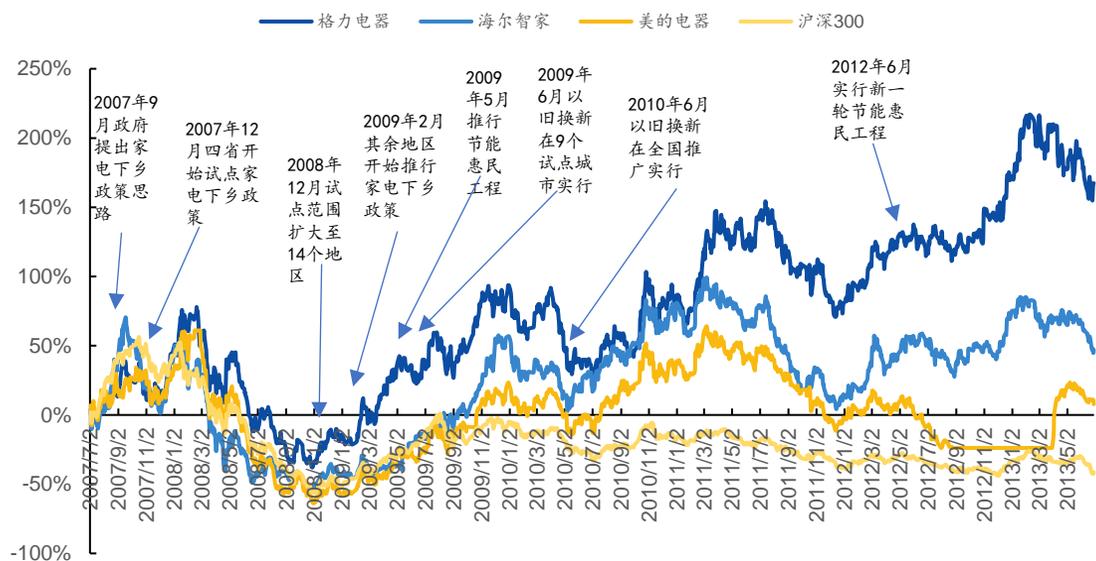
资料来源：华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

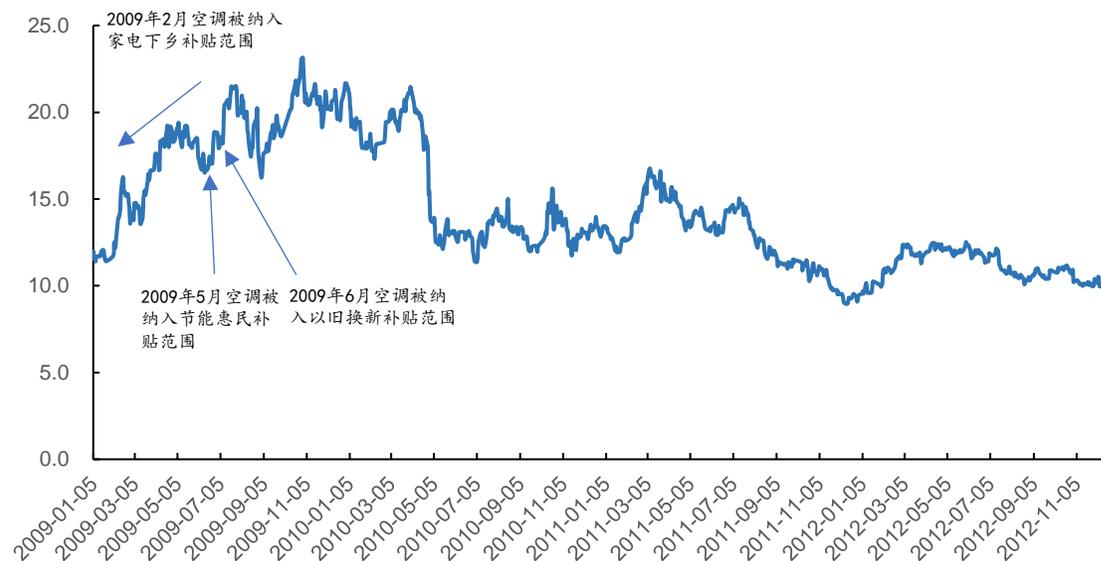
▶ **估值：**对标上一轮家电政策刺激，对估值提升催化明显。选取白电代表企业格力、海尔及美的公司为例，在家电刺激政策预期及落地期间，其股价走势均相对于沪深300有明显超额收益。具体而言，以格力电器为例，2009年2月、5月、6月政府分别将空调依次纳入家电下乡、节能惠民及以旧换新范围内，格力电器估值水平由2009年2月的12倍一路上涨至2009年底的22倍，期间高点达到23倍，提振效益显著。反观家居行业，全国范围的以旧换新补贴活动大多于9月底开启，而家居用品(申万)指数PE (TTM) 仅从10月8日的19.33倍上涨至11月19日的20.56倍，头部家居企业欧派家居/索菲亚/顾家家居PE (TTM) 仅从10月8日的12.84/12.81/12.52倍上涨至11月20日的14.51/13.13/12.64倍，政策对估值的提振未明显体现。

## 家电刺激政策发布期间主要电器企业收益率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 家电刺激政策发布期间格力电器PE情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

► **估值：家居板块估值仍处于历史低位。**截至2024年11月19日，轻工制造-家居用品板块PE(TTM)为20.56倍，处于近三年（2021年11月19日至2024年11月19日）历史24.59%分位。欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居/顾家家居/喜临门的PE（TTM）分别为14.65/13.13/11.43/12.76/12.55/16.56倍，处于近3年历史分位的29.34%/31.68%/17.91%/42.56%/9.37%/14.05%水平。对比上一波家居板块行情，家居用品板块PE(TTM)于2022年10月31日达到阶段性低点23.99倍，后随着疫情管控放开，消费预期修复叠加政策刺激，家居用品板块估值开始修复，于2023年2月22日达到阶段性高点33.92倍，区间涨幅为41%。当前家居板块PE(TTM)仅为22年低点的86%，为23年高点的61%，仍未修复至上一波PE(TTM)低点，估值仍有较大向上修复空间。

## 家居板块核心标的估值水平

证券代码	证券简称	PE (TTM)	近3年市盈率分位数 (%)	PE (2024E)	PE (2025E)
603833.SH	欧派家居	14.65	29.34	14.93	14.09
002572.SZ	索菲亚	13.13	31.68	12.51	11.28
603801.SH	志邦家居	11.43	17.91	11.36	10.37
603180.SH	金牌家居	12.76	42.56	11.51	10.38
603816.SH	顾家家居	12.55	9.37	12.13	11.06
603008.SH	喜临门	16.56	14.05	13.50	11.92

资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2022年以来申万家居用品板块PE(TTM)



资料来源：Wind，华安证券研究所

# 以旧换新政策持续推进，关注家居估值修复

- 从具体标的来看，我们将各标的的当前PE(TTM)与2022年的低点、2023年的高点进行比较，计算各标的的估值修复空间。欧派家居、志邦家居、顾家家居的估值向上修复的弹性较大，向下下跌的空间较小，安全边际较高。
- 建议关注：1) 渠道覆盖度高、品类布局完善、资金实力强的头部家居公司。2) 布局政策覆盖率较高的智能家居品类的品牌。建议关注欧派家居、索菲亚、志邦家居、顾家家居、瑞尔特、箭牌家居、好太太、麒盛科技。

### 核心家居公司估值修复空间测算

证券代码	证券简称	2022年 PE(TTM) 低点	2023年 PE(TTM) 高点	当前 PE(TTM)	PE(TTM) 修复空间
603833.SH	欧派家居	19.51	33.55	14.52	34%-131%
002572.SZ	索菲亚	164.80	273.79	13.13	/
603801.SH	志邦家居	12.50	21.46	11.38	10%-89%
603180.SH	金牌家居	11.14	18.31	12.87	-13%-42%
603816.SH	顾家家居	13.52	21.65	12.64	7%-71%
603008.SH	喜临门	14.90	24.96	16.53	-10%-51%

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 核心家居公司盈利一致预期

公司	EPS (元)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
欧派家居	4.44	4.70	4.70	14.79	13.96	13.96
索菲亚	1.34	1.49	1.49	12.51	11.28	11.28
志邦家居	1.18	1.29	1.29	11.32	10.33	10.33
顾家家居	2.35	2.57	2.57	12.21	11.14	11.14
瑞尔特	0.45	0.54	0.54	17.73	14.70	14.70
箭牌家居	0.26	0.35	0.35	32.78	24.14	24.14
好太太	0.79	0.89	0.89	18.88	16.72	16.72
麒盛科技	0.52	0.63	0.63	19.26	16.12	16.12

资料来源：Wind，华安证券研究所（采用wind一致预期，以11月20日收盘价计算）

# 感谢关注!

风险提示：全球宏观经济形势变化风险，全球需求变化的风险，行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险；对行业供给需求边际变化测算与行业真实情况有出入的风险。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。