

房地产行业+公司首次覆盖

如何在即将开启的美国地产新周期中，寻找对应的中国机会？

增持（维持）

2024年02月23日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

投资要点

- **如何分析美国房地产市场？**利率是影响市场的重要因素。每一轮加息/降息都带动30年抵押贷款固定利率上行/下行，进而带动房地产销售减少/增加。2000年以来美国降息和加息周期下房地产市场表现：降息初期，成交量维持稳定，随着利率降低，成交量明显增加，整个降息周期，房价上涨明显。加息初期，成交量维持稳定，随着利率升高，成交量明显减少。
- **2024年美国房地产市场有望迎来新周期：**美国短期尚未达到降息必要条件，降息或等待至2024年二季度，带动抵押贷款固定利率回落，住房市场的供给端和需求端均将提振，推动销售回暖。供给端，成屋业主置换意愿及持有非自住房屋业主的出售意愿有望得到提振，成屋供给将缓慢增加；2023年下半年开工的新屋将在2024年上半年陆续竣工，2024年上半年美国新屋供给有所支撑，且随着利率下降，建造商融资成本降低，有望继续加速建设新屋。需求端，美国主力置业人群增加、移民增加及海外买家投资驱动地产需求增长，居民杠杆率水平较低、近年收入增长明显、购房意愿明显提升，利率回落，购房成本降低助推动居民购房需求释放，带动销售回暖。
- **若美国房地产回暖，会给中国地产链带来哪些投资机会？**从历史数据看，美国房屋销售回暖将明显带动中国家具对美出口金额增长。具体逻辑链条为“美国利率降低——美国地产销售复苏——美国家具需求复苏——家具去库阶段尾声有望进入主动补库阶段——中国家具对美出口复苏”。家具作为地产后周期行业，其销售往往滞后于地产销售1-3个月。由于海运需要一定时间且美国渠道商通常会提前备货，中国家具对美出口通常会抢跑于美国家具销售2-3个月，因此中国家具对美出口和美国房屋销售变化节奏基本同频，与美国房贷利率呈现明显的负相关性。若美国2024年进入降息周期，住宅销售有望温和复苏，带来家居终端需求好转。叠加美国渠道商库销比降至低位主动补库，我国对美国家居出口有望温和复苏。我们认为对美销售占比高、竞争优势显著的家居公司下游订单量2024年将稳步增长，迎来收入和业绩的增长拐点。
- **投资建议：**观察美国2000年以来的降息周期可以发现：降息开启后，美国地产供给和销售通常逐步恢复，同时房价明显上涨，并在降息周期结束后延续修复节奏。展望2024年，美国有望在二季度开启降息周期，地产销售有望复苏带动家居终端需求好转，叠加美国家居渠道商库销比降至低位主动补库，我国对美国家居出口有望温和复苏。建议关注出口家居公司的投资机会：对美销售占比高、竞争优势显著的家居公司下游订单量预计将稳步增长，带来业绩和估值的“戴维斯双击”。推荐：（1）记忆床垫龙头：梦百合；（2）一体化智能家居龙头：匠心家居；（3）办公椅出口龙头：永艺股份、恒林股份；（4）电动床标杆：麒盛科技。
- **风险提示：**美国降息力度及地产复苏不及预期；中美贸易关系恶化超预期；汇率及海运费用波动风险超预期。

行业走势



相关研究

《新房成交环比增长，上海苏州优化限购政策》

2024-02-05

《上海跟进楼市政策，放松外环限购》

2024-01-30

内容目录

1. 如何分析美国房地产市场？	5
1.1. 房地产市场对其经济的重要性	5
1.2. 美国房地产分析框架	6
1.3. 2000 年以来美国降息和加息周期下房地产市场表现	8
2. 2024 年美国房地产市场有望迎来新周期	10
2.1. 利率：预期美联储今年开启降息，房贷利率将回落	10
2.2. 供给：新屋供给有望维持高位，成屋供给将缓慢增加	12
2.3. 需求：降息周期开启后将修复购房意愿	14
2.4. 总结	17
3. 若美国房地产回暖，会给中国地产链带来哪些投资机会？	19
3.1. 美国家具销售有望复苏：地产拉动+主动补库	19
3.2. 作为美国家具第一大进口来源国，我国对美家具出口有望复苏	21
4. 投资建议	24
4.1. 对美销售占比高、竞争优势显著的家具公司投资价值显著	24
4.2. 梦百合	25
4.3. 匠心家居	27
4.4. 永艺股份	29
4.5. 恒林股份	31
4.6. 麒盛科技	33
5. 风险提示	35

图表目录

图 1:	2022 年美国房地产占 GDP 比重达 13.2%	5
图 2:	房地产对美国 GDP 增长贡献大于建筑和制造业	5
图 3:	2022 年美国房地产投资占 GDP 比重约 7.3%	6
图 4:	美国信贷市场居民住房抵押未偿债务	6
图 5:	利率是影响美国房地产市场的重要因素	6
图 6:	抵押贷款利率与住房购买能力相关	7
图 7:	美国成屋库存和利率	7
图 8:	美国成屋销售占主导	8
图 9:	美国成屋销售与房价走势	8
图 10:	美国新房销售领先新开工 1 个月左右	8
图 11:	新开工领先竣工 3 个季度左右	8
图 12:	2022-2023 年, 美国 30 年贷款抵押利率快速上行	11
图 13:	美国 CPI 与核心 CPI	11
图 14:	当前美国失业率处于较低水平	11
图 15:	2023 年美国成屋库存量处于较低水平	12
图 16:	美国空置率处于历史低位水平	12
图 17:	2022-2023 年美国新屋供给维持高位	13
图 18:	复盘 2000 年以来典型降息周期, 成屋和新房供给均有明显恢复	13
图 19:	2022 年-2023 年加息背景下, 美国房地产市场整体销售呈下降趋势	15
图 20:	复盘 2000 年以来典型降息周期, 成屋和新房销售均有明显恢复	15
图 21:	美国 25-54 岁人口及比重	16
图 22:	2000 年以来美国移民年均 100 万人	16
图 23:	美国居民部门杠杆率	17
图 24:	美国主力置业人群收入增长较快	17
图 25:	美国住房销售套数和家具销售金额的月度同比对比 (月度值取 3 月移动平均值)	19
图 26:	2015 年以来美国家具批发商及零售商库存金额情况与海运费情况	20
图 27:	2024 年美国家具有望进入主动补库阶段	20
图 28:	2015 年以来美国家具批发商及零售商库销比情况	21
图 29:	美国历年家具进口金额及同比	21
图 30:	家具对美出口金额和美国家具销售金额对比	22
图 31:	家具对美出口金额和美国家具销售金额增速对比	22
图 32:	中国家具对美出口金额和美国房屋销售金额的变化节奏基本同频	23
图 33:	补库阶段我国家具对美出口金额往往同比增长	23
图 34:	梦百合股权结构情况 (截止至 2023 年 9 月 30 日)	25
图 35:	梦百合历年营收及增速	26
图 36:	梦百合历年归母净利润及增速	26
图 37:	匠心家居股权结构情况 (截止至 2023 年 9 月 30 日)	27
图 38:	匠心家居历年营收及增速	28
图 39:	匠心家居历年归母净利润及增速	28
图 40:	永艺股份股权结构情况 (截止至 2023 年 9 月 30 日)	29
图 41:	永艺股份历年营收及增速	30
图 42:	永艺股份历年归母净利润及增速	30

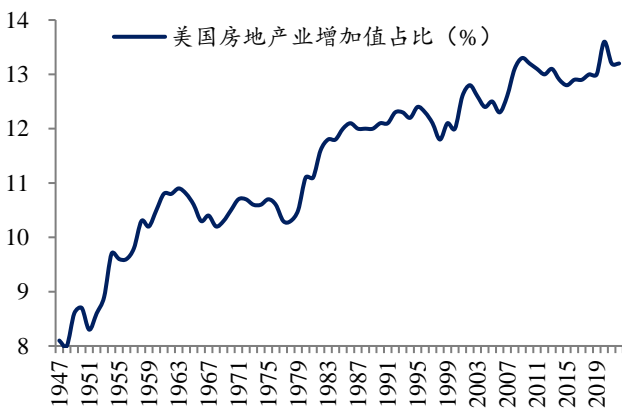
图 43:	恒林股份股权结构情况 (截止至 2023 年 9 月 30 日)	31
图 44:	恒林股份历年营收及增速	32
图 45:	恒林股份历年归母净利润及增速	32
图 46:	麒盛科技股权结构情况 (截止至 2023 年 9 月 30 日)	33
图 47:	麒盛科技历年营收及增速	34
图 48:	麒盛科技历年归母净利润及增速	34
表 1:	美国房地产分析框架	7
表 2:	美国加息周期和降息周期中房地产市场表现概况	10
表 3:	美国降息周期中, 住房供给恢复, 并且在降息周期结束后修复仍延续	14
表 4:	美国降息周期中, 住房销售恢复, 并且在降息周期结束后修复仍延续	16
表 5:	美国典型降息周期住房恢复情况总结	18
表 6:	基于历史上降息周期市场表现对美国 2024 年房地产复苏节奏的预测	18
表 7:	2023 年 1-11 月美国家具、家电、卫浴类商品进口国及金额、各国来源占比	22

1. 如何分析美国房地产市场？

1.1. 房地产市场对其经济的重要性

美国房地产业是美国国民经济重要支柱，2022年房地产业增加值3.4万亿美元，约占GDP的比重为13.2%。通常而言，GDP增加值占比超过5%即可认定为国民经济的支柱产业。2000-2022年，美国房地产业（含租赁业）增加值从1万亿增至3.4万亿，占GDP比重从12%增至13.2%，创历史新高。国际横向对比看，2022年德国、英国、日本房地产业增加值占GDP比重分别为9%（2022年）、11.8%（2020年）、11.9%（2021年）。从房地产增加值对GDP增长贡献看，2022年美国房地产业对实际GDP增长的贡献为0.59个百分点，高于制造业的0.13个百分点。从房地产投资占比看，2022年美国房地产投资占GDP比重7.3%，住宅投资占GDP比重4.5%。

图1：2022年美国房地产占GDP比重达13.2%



数据来源：美国经济分析局，东吴证券研究所

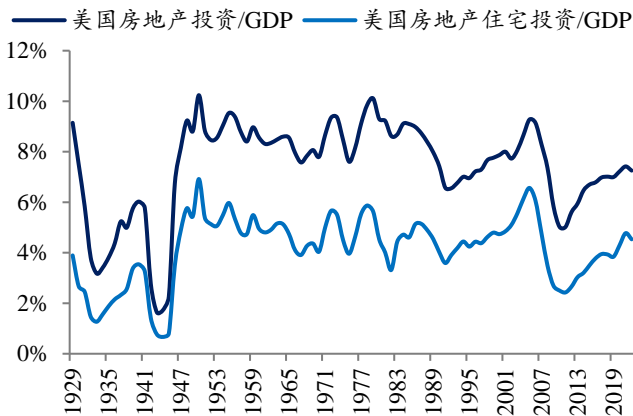
图2：房地产对美国GDP增长贡献大于建筑和制造业



数据来源：美国经济分析局，东吴证券研究所

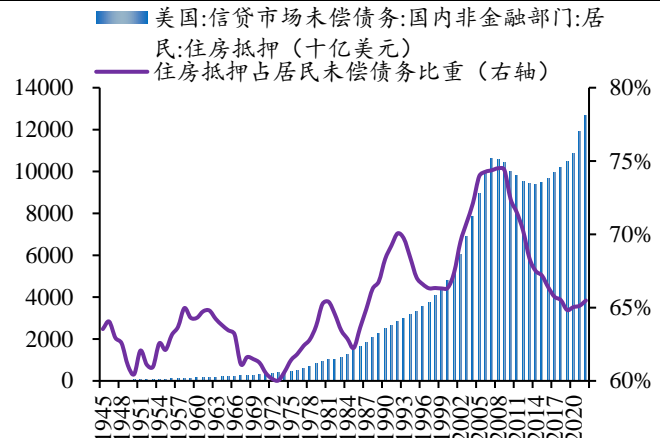
美国房地产通过投资、消费既直接带动与住房有关的建材、家具、批发等制造业部门，也影响着金融、商务服务等第三产业，产业链条长。一方面，地产市场的繁荣与否直接影响建材、家具等行业的发展情况。当房地产市场繁荣时，下游的家具、家电行业表现业较好，2004、2021年美国房地产市场热度处于高位，房地产投资同比变动分别为14.5%、13.7%，同期家具行业消费支出同比变动分别为8.1%、18.7%，也处于行业高位水平。另一方面，房地产与金融业密不可分。截至2022年底，美国信贷市场未偿债务中居民住房抵押贷款共12.7万亿美元，占有未偿债务的13.5%，占居民部门未偿债务的65.5%。

图3: 2022年美国房地产投资占GDP比重约7.3%



数据来源: 美国经济分析局, 东吴证券研究所

图4: 美国信贷市场居民住房抵押未偿债务

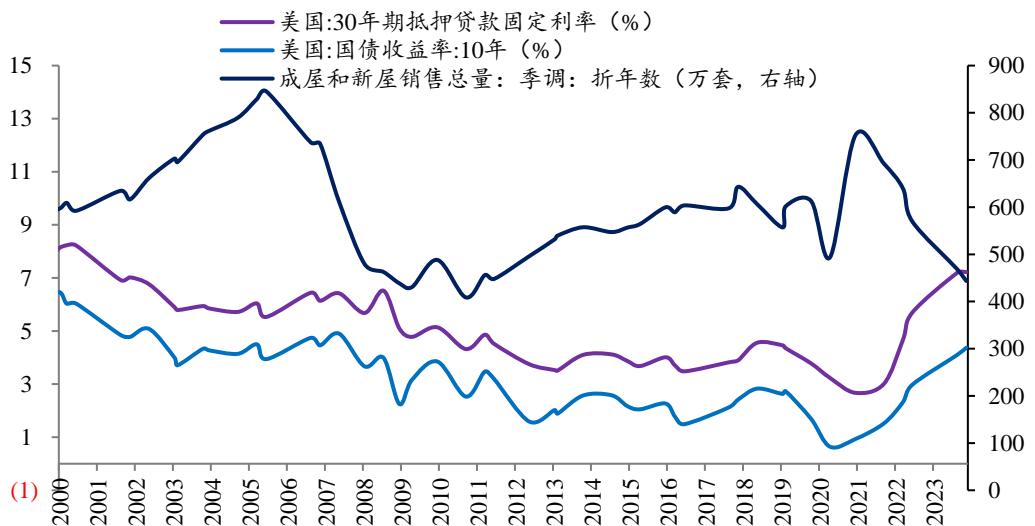


数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

1.2. 美国房地产分析框架

美国房地产存在周期往复特征, 利率是影响市场的重要因素。截至2023年, 美国95%以上的房贷利率为固定利率, 其中30年期固定利率抵押贷款占据主导。美国30年期抵押贷款固定利率通常以10年期国债利率为基准, 联邦基金利率(政策利率)间接地影响抵押贷款利率。回顾历史, 每一轮美联储加息/降息都伴随着10年期国债利率走高/走低, 带动30年期抵押贷款固定利率上行/下行, 进而带动房地产销售的减少/增加。

图5: 利率是影响美国房地产市场的重要因素



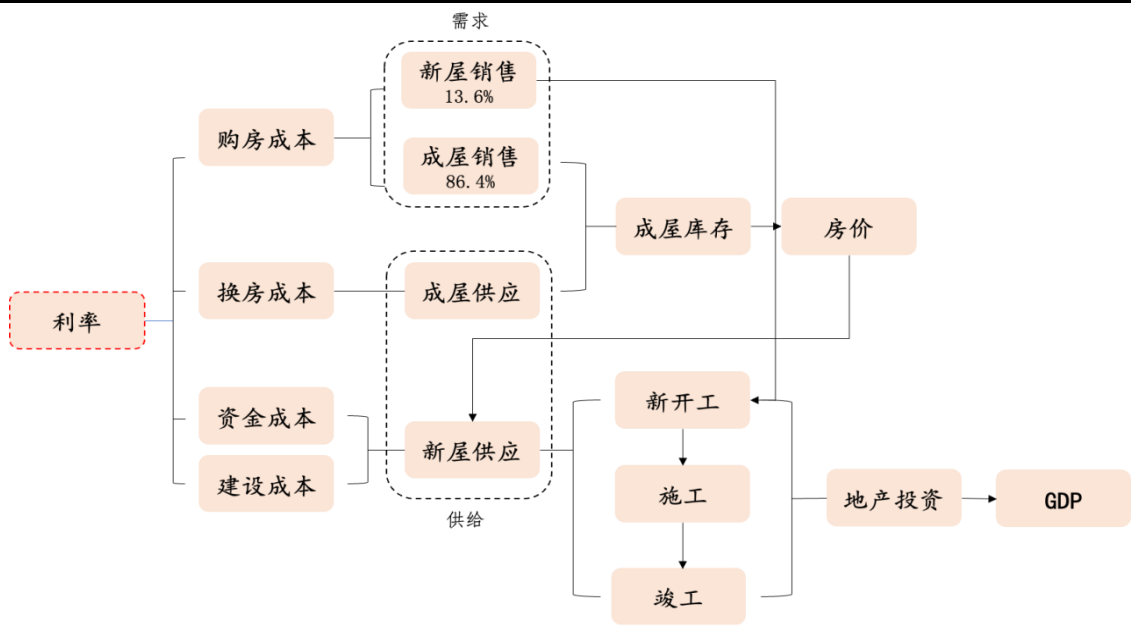
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从需求端看, 利率是居民购房的成本指标, 影响居民购房需求。利率上升、购房成本相应增加、购房需求下降, 利率下降、购房成本相应下降、购房需求提升。其中, 新屋和成屋需求走势基本一致。比如2001年1月-2003年6月的降息周期中, 美国联邦基金目标利率从6.5%降至1%, 30年期抵押贷款利率由8.2%降至5.2%, 此阶段美国新屋和成屋销售均大幅增加, 增幅分别为27.5%、16.5%; 2022年3月-2023年11月的加息

周期中，美国联邦基金目标利率从 0.5% 升至 5.5%，30 年期抵押贷款利率由 4% 左右升至 7.2%，此阶段美国的新屋和成屋销售均下降，降幅分别为 16.5%、32.9%。

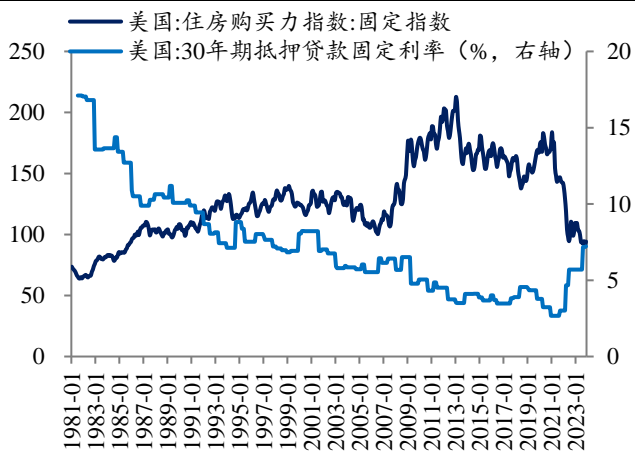
从供应端看，利率通过影响建造商的资金成本、建设成本以及居民的换房成本进而影响新屋和成屋供应。新屋供应方面，利率会影响建造商资金和建设房屋成本，进而影响新屋供应量，利率上升、建造商融资成本增加、倾向于减少项目规模。此外，住房价格变动也会影响建造商建房意愿，房价上涨、建造商资金回流增加、加速建设新房，房价下跌、建造商资金回流减少、新房建设放缓。成屋供应方面，因为美国目前的贷款利率以固定利率为主，利率变动会影响“卖旧买新”成本，利率上升、换房成本增加、成屋供应减少，利率下降、换房成本下降、成屋供应增加。

表1: 美国房地产分析框架



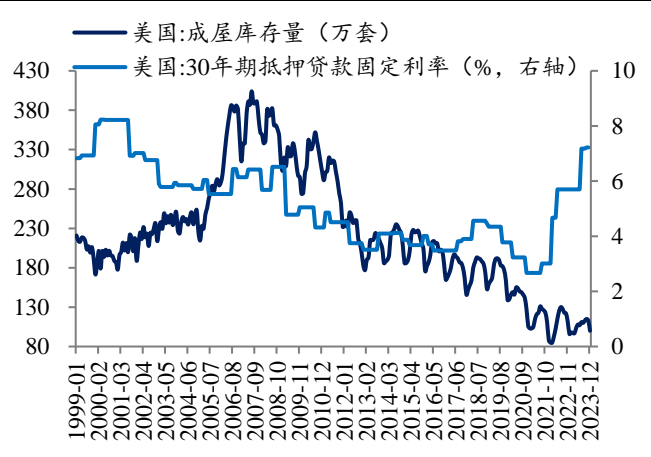
数据来源：东吴证券研究所整理

图6: 抵押贷款利率与住房购买能力相关



数据来源：全美地产经纪商协会，东吴证券研究所

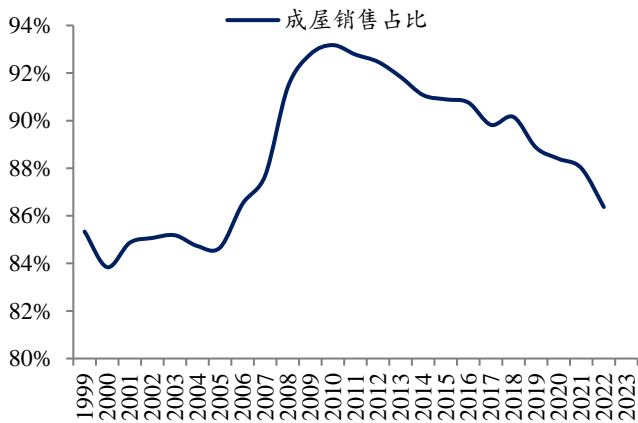
图7: 美国成屋库存和利率



数据来源：全美地产经纪商协会，东吴证券研究所

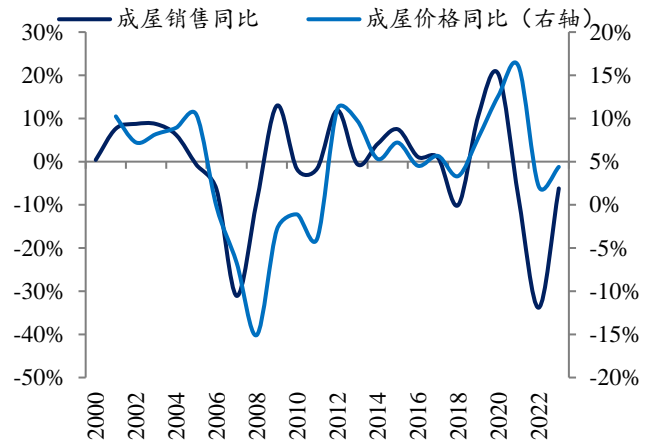
新屋销售反映投资趋势、成屋销售影响实际房价。 1) 新屋销售需要建造商建造新楼盘，会产生新的投资，所以新屋销售与投资相关性较高，而成屋销售属于存量二手房的交易，对地产投资影响较小。基于美国住房市场历史走势看，美国新屋销售与新开工基本同步，略微领先 1 个月左右。新房开工大约领先竣工数据 1 年左右。2) 由于美国存量房交易占比较高，所以成屋销售与房价有着密切联系。1999-2010 年，成屋销售占比从 85.3% 涨到了最高 93.2%，之后降到了 86.4%。

图8: 美国成屋销售占主导



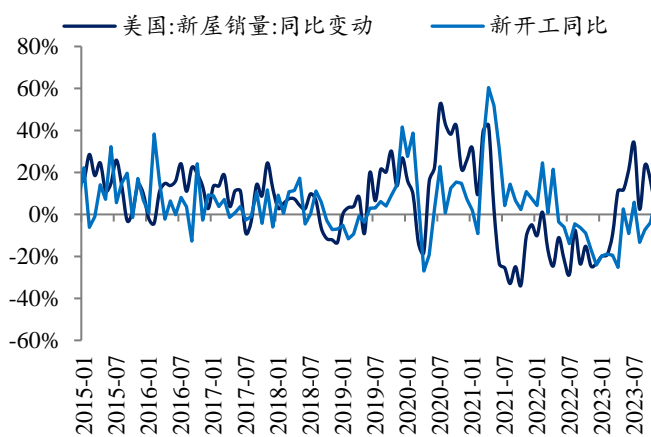
数据来源: 美国商务部, 全美地产经纪商协会, 东吴证券研究所

图9: 美国成屋销售与房价走势



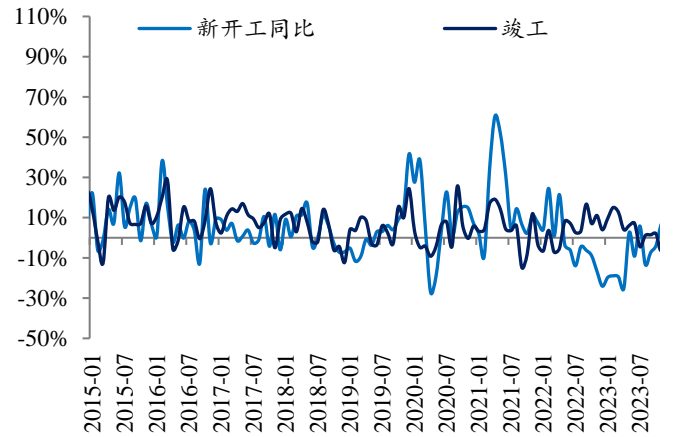
数据来源: 全美地产经纪商协会, 东吴证券研究所

图10: 美国新房销售领先新开工 1 个月左右



数据来源: 美国商务部, 东吴证券研究所

图11: 新开工领先竣工 3 个季度左右



数据来源: 美国经济分析局, 东吴证券研究所

1.3. 2000 年以来美国降息和加息周期下房地产市场表现

通过梳理美国 2000 年以来典型降息和加息周期中房地产市场的表现，可以发现：

1) 降息周期, 房价上涨明显, 市场表现可分为两个阶段: **第一阶段, 购房需求维持稳定或小幅减少、成屋库存增加。**需求端, 居民购房需求先减少, 因为在降息初期, 市场预计后续会有更大幅度降息, 会在利率相对较高的位置观望; 供应端, 成屋库存先增加, 因为利率下降降低换房成本, 市场上成屋供应增加、库存累积。**第二阶段, 购房需求增加、成屋库存下降。**需求端, 居民购房需求增加, 因为当利率下降到一定水平后, 由于购房成本低, 购房意愿增加; 供应端, 利率下降会降低换房成本, 成屋供应继续增加, 但此阶段需求增加幅度超过供应, 库存下降。比如, 在 2000 年 1 月-2001 年 9 月的降息周期, 房价上涨 29.8%, 新屋和成屋销量在第一阶段的变动分别为-8.9%、2.5%, 基本维持稳定, 市场观望情绪浓厚, 此阶段由于换房成本下降, 市场上成屋供应增加、库存累积, 成屋库存增长 22.6%; 随着降息持续, 购房成本明显下降, 在第二阶段新屋和成屋销量变动分别为 39.9%、13.6%, 购房需求入市, 此时成屋库存被慢慢消化, 成屋库存增幅明显收窄。

2) 加息周期, 房价上涨幅度一般小于降息周期, 市场表现可分为两个阶段: **第一阶段, 购房需求维持稳定或小幅增加、成屋库存减少或者维持稳定。**需求端, 居民的购房需求先增加, 因为在加息初期, 市场预计后续会有更大幅度的加息, 会在利息相对较低的位置买入; 供应端, 成屋库存先减少, 因为利率提升会增加换房成本, 使得市场上成屋供应下降、库存减少。**第二阶段, 购房需求减少、成屋库存增加。**需求端, 居民的购房需求会减少, 因为当利息增加到一定的水平之后, 由于购房成本较高, 购房意愿明显下降; 供应端, 利率提升会增加换房成本, 成屋供应持续减少, 此阶段需求减少幅度超过供应时, 库存会增加。比如, 在 2004 年 6 月-2006 年 6 月的加息周期, 房价上涨 13.5%, 新屋和成屋销售销量在第一阶段变动分别为 12.5%、0.6%, 小幅增加, 此阶段由于换房成本不断提高, 市场上成屋供应不足, 成屋库存减少 2.2%; 随着加息持续, 在第二阶段新屋和成屋销量变动分别为-19.1%、-6.9%, 购房需求有所减少, 此时成屋库存累积, 成屋库存增长 62.7%。

表2: 美国加息周期和降息周期中房地产市场表现概况

	加息周期				降息周期			
	2004.06-2006.06				2001.01-2003.06			
	第一阶段		第二阶段		第一阶段		第二阶段	
	(2004.06-2005.03)		(2005.04-2006.06)		(2001.01-2001.09)		(2001.10-2003.06)	
新屋销售	增加	12.5%	减少	-19.1%	小幅减少	-8.9%	增加	39.9%
成屋销售	稳定	0.6%	小幅减少	-6.9%	稳定	2.5%	增加	13.6%
新屋完工	稳定	-3.8%	增加	14.7%	稳定	6.5%	稳定	5.8%
成屋库存	稳定	-2.2%	增加	62.7%	增加	22.6%	增加	12.7%
房价	(2年) 上涨 13.5%				(2.5年) 上涨 29.8%			
	2015.12-2018.12				2019.01-2020.02			
	第一阶段		第二阶段		第一阶段		第二阶段	
	(2015.12-2017.11)		(2017.12-2018.12)		(2019.01-2019.05)		(2019.06-2020.02)	
	新屋销售	增加	30.2%	减少	-23.2%	稳定	1.9%	增加
成屋销售	稳定	5.0%	减少	-12.6%	小幅增加	7.0%	小幅增加	6.9%
新屋完工	增加	15.5%	小幅减少	-10.9%	稳定	-2.5%	稳定	3.7%
成屋库存	稳定	-5.1%	稳定	-8.4%	增加	20.1%	减少	-23.6%
房价	(3年) 上涨 14.1%				(1年) 上涨 8.4%			
	2022.03-2023.12							
	第一阶段		第二阶段					
	(2022.03-2023.05)		(2023.06-2023.12)					
	新屋销售	稳定	-4.0%	减少				
成屋销售	减少	-24.6%	减少	-11.0%				
新屋完工	稳定	4.4%	稳定	2.3%				
成屋库存	增加	11.8%	增加	8.7%				
房价	(近2年) 上涨 2.2%							

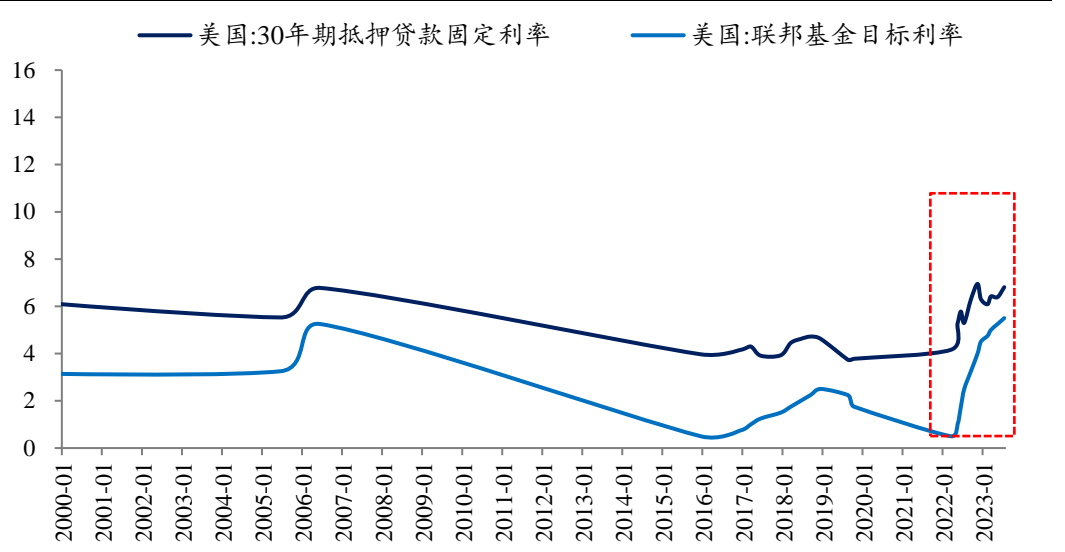
数据来源: 美国商务部, 东吴证券研究所

2. 2024年美国房地产市场有望迎来新周期

2.1. 利率: 预期美联储今年开启降息, 房贷利率将回落

自2022年3月17日以来, 美联储连续加息11次, 到2023年9月, 美联储放缓加息并将联邦基金利率目标区间维持在5.3%-5.5%。本轮加息背景下, 美国30年期抵押贷款固定利率从2022年4月5%左右的水平一路上行至2023年10月将近8%, 此后利率逐渐下降至2023年12月的6.5%。2023年12月美联储议息会议, 鲍威尔提出“利率可能已经达到或接近本轮紧缩的峰值”, 暗示美国本轮加息周期已经结束, 2024年或将开启降息周期。

图12: 2022-2023年, 美国30年贷款抵押利率快速上行

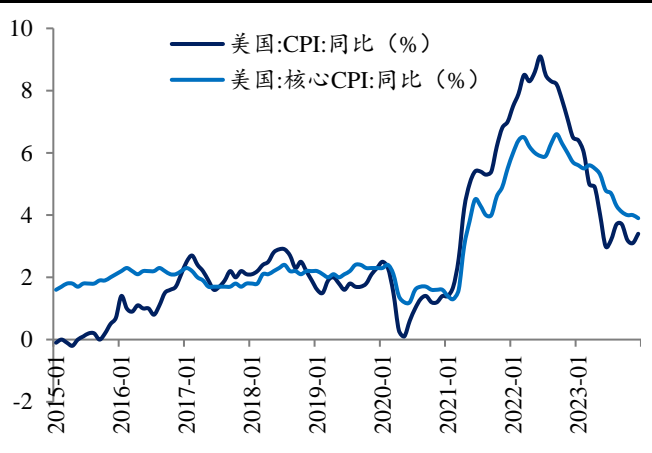


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

当前美联储对通胀数据担忧仍存, 就业表现强劲, 短期尚未达到降息必要条件, 降息或将等待至 2024 年二季度。美联储降息通常是应对经济下行、就业萎靡等, 通胀和就业数据是美联储开启降息周期的重要参考。2023 年美国通胀已经从历史高位大幅回落, 12 月美国 CPI 同比 3.4%, 略高于前值 3.1%, 核心 CPI 同比 3.9%, 低于前值 4.0%, 延续回落态势, 但 2024 年 1 月的美联储议息会议决议指出“在更有信心实现 2% 的通胀目标前不适合降息”。2023 年 12 月美国新增非农就业人口 21.6 万人, 高于 11 月的 17.3 万人, 高于预期的 17.1 万人, 失业率维持在 3.7%, 预期 3.8%, 依然处于 1969 年以来历史低位。

展望 2024 年, 美联储 2023 年 12 月 FOMC 点阵图传递积极信号, 2024 年联邦基金利率中值预期下调至 4.6%, 预期降息 3 次, 每次降息 25 个 bp, 相当于年内降息 75bp。

图13: 美国 CPI 与核心 CPI



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 当前美国失业率处于较低水平



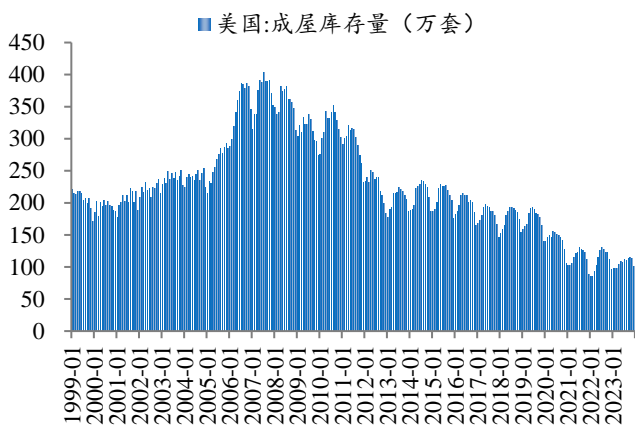
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 供给：新屋供给有望维持高位，成屋供给将缓慢增加

在 2022-2023 年加息背景下，成屋供给减少，库存量处于历史低位水平；新屋供给维持高位。

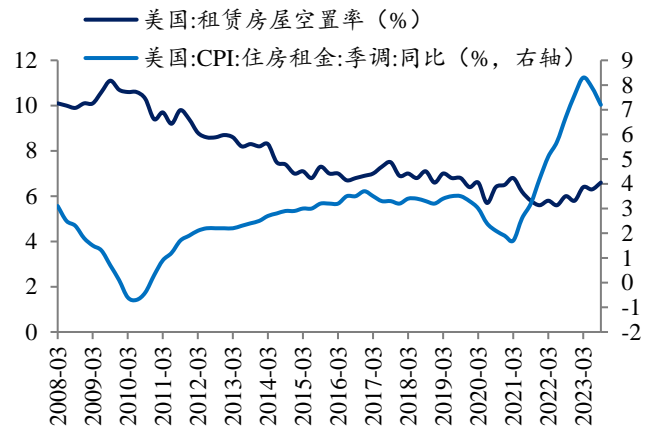
从成屋供给看，因为美国房贷利率主要为固定利率，在 2011-2021 年低利率期间购房的成屋业主“卖旧换新”成本高，卖房意愿不足（即利率锁定效应），成屋供给减少，成屋库存量从 2022 年 7 月 130 万套降至 2023 年 12 月的 100 万套，降幅 23.1%。此外，疫情后市场租房需求高涨，租赁租金不断上涨，成屋业主短期选择出租非自住房屋的意愿较强。美国租赁房屋空置率处于 2008 年以来的较低水平，租赁房屋空置率由 2008 年的 10% 左右降至 2023 年的 6%。

图15：2023年美国成屋库存量处于较低水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

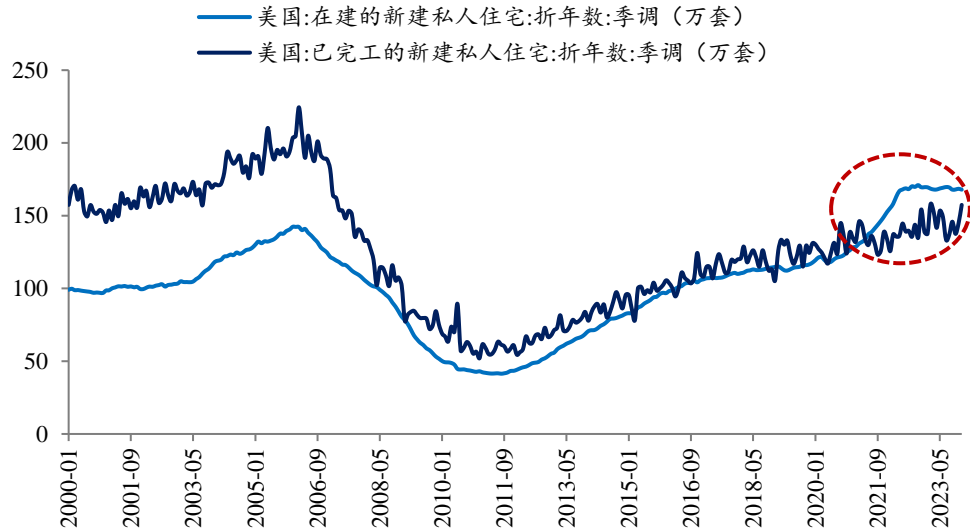
图16：美国空置率处于历史低位水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从新屋供给看，源于美国疫情期间实施量化宽松政策、疫情后积压的置业需求释放，美国 2020-2022 年房价上涨，促使建造商进入市场加速建设新屋。新屋在建量从 2020 年 3 月的 121.5 万套（折年数，季调，下同）增至 2022 年 10 月的 171 万套，达到 2000 年以来的历史高位水平，此后至 2023 年 12 月，一直维持在 168 万套左右的历史较高水平。从典型头部建造商看，2020-2022 年，美国霍顿房屋、莱纳建筑、NVR、普尔特的“在建+已完工待售房屋”存货价值分别增长 64.8%、36.4%、47.7%、76.2%。

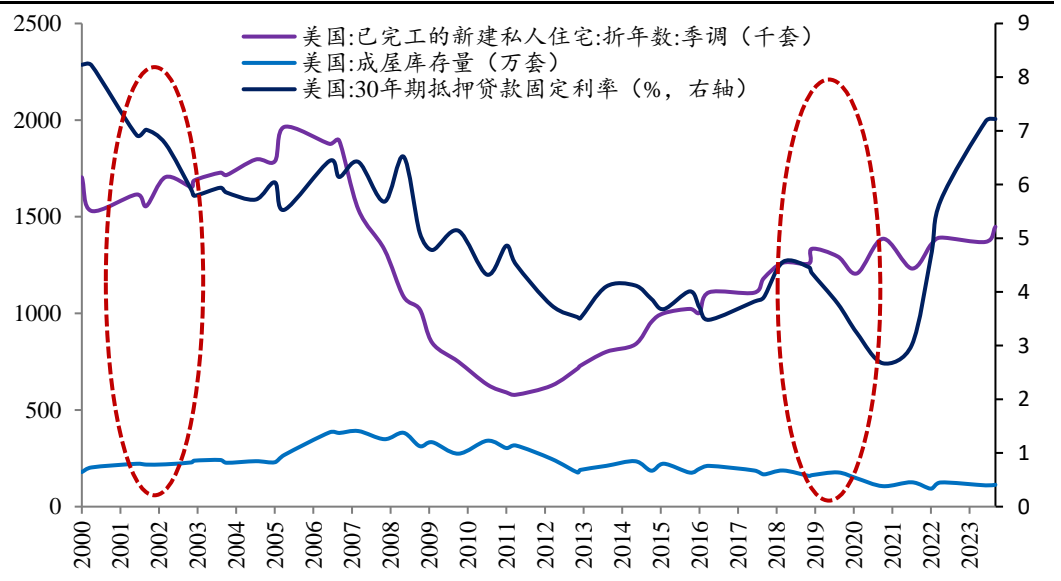
图17: 2022-2023 年美国新屋供给维持高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

回顾 2000 年以来的两轮典型降息周期, 降息开启后, 成屋和新屋供给均复苏, 并且在降息周期结束后住房修复仍然延续。

图18: 复盘 2000 年以来典型降息周期, 成屋和新房供给均有明显恢复



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1、2001 年 1 月-2003 年 6 月降息周期, 第一阶段 (2001 年 1 月-2001 年 9 月), 新屋完工量增加 5.5%, 修复滞后于降息开启后 2 个月; 成屋库存量增加 11%, 修复滞后于降息开启后 1 个月。第二阶段 (2001 年 10 月-2003 年 6 月), 新屋完工量从 2001 年 10 月至 2005 年 2 月增加 19.3%, 降息结束后延续修复 20 个月; 成屋库存量从 2001 年 10 月至 2005 年 3 月增加 14.3%, 在降息结束后延续修复 21 个月。

2、2019年1月-2020年2月降息周期，第一阶段（2019年1月-2019年5月），新屋完工量略微下降8.1%；成屋库存量增加17.2%，修复滞后于降息开启后1个月；第二阶段（2019年6月-2020年2月），新屋完工量从2019年6月至2021年3月增加24.8%，在降息结束后延续修复13个月；成屋库存量从2019年6月至2020年2月下滑24%，下滑趋势一直持续到2021年2月（103万套）。

表3：美国降息周期中，住房供给恢复，并且在降息周期结束后修复仍延续

降息周期		新屋变动幅度	成屋变动幅度	住房修复滞后利率下降时间	利率下降周期后住房修复延续时间
2001年1月-2003年6月	第一阶段	5.5%	11%	1-2个月	—
	第二阶段	19.3%	14.3%	—	20-21个月
2019年1月-2020年2月	第一阶段	-8.1%	17.2%	1-2个月	—
	第二阶段	24.8%	-24%	—	13个月

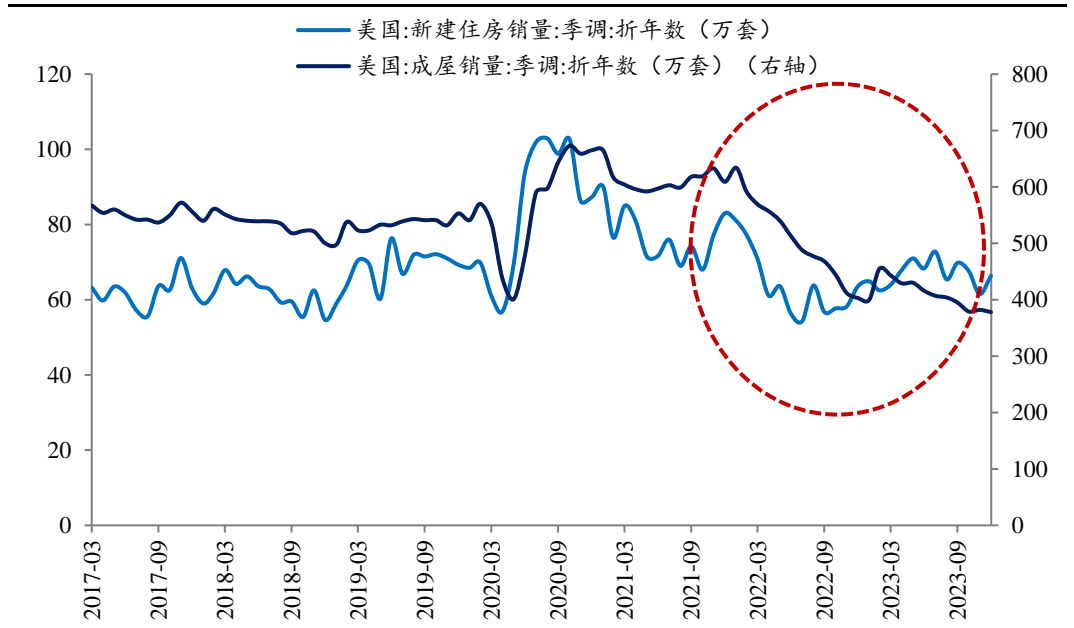
数据来源：Wind，东吴证券研究所

预计美联储今年开启降息后，房贷利率将跟随下降，成屋业主置换意愿及持有非自住房屋业主的出售意有望得到提振，成屋供给将缓慢增加；新开工数据通常领先于竣工数据2-3个季度，2023年下半年开工的新屋将在2024年上半年陆续竣工，2024年上半年美国新屋供给有所支撑，而且随着利率下降，建造商融资成本降低，新屋建设有望维持高位。

2.3. 需求：降息周期开启后将修复购房意愿

在2022年-2023年加息背景下，美国房地产市场整体销售呈下降趋势。2022年3月-2023年12月，30年期抵押贷款固定利率从4.7%波动上升至6.6%，利率上升，购房成本增加，居民购房意愿降低。成屋和新屋销售总量从2022年3月的639.7万套（折年数，季调，下同）降至2023年12月的444.4万套，下降超30.5%。其中，成屋销量下降35.6%。由于成屋供给减少，部分购房者不得不转向购买新房，新屋销售相对维持韧性。2022年3月-2023年12月，新屋销量下滑17.1%。

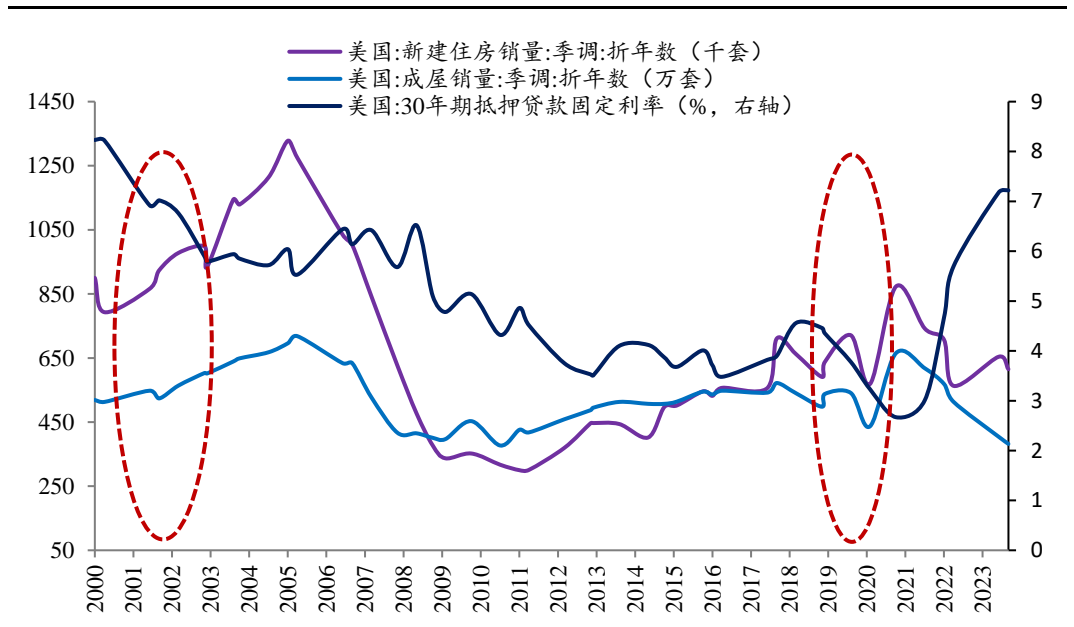
图19: 2022年-2023年加息背景下, 美国房地产市场整体销售呈下降趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

回顾 2000 年以来的两轮典型降息周期, 降息开启后, 成屋和新屋销售均复苏, 在第二阶段的表现尤为明显, 并且在降息周期结束后住房修复仍然延续。

图20: 复盘 2000 年以来典型降息周期, 成屋和新房销售均有明显恢复



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1、2001年1月-2003年6月降息周期, 第一阶段(2001年1月-2001年9月), 新屋销售量略微下滑了8.9%; 成屋销售量略微增加2.5%。第二阶段(2001年10月-2003年6月), 新屋销售量从2001年10月至2005年7月增加59.5%, 在降息结束后延续修

复 25 个月，成屋销量从 2001 年 10 月至 2005 年 9 月增加 38.1%，在降息结束后延续修复 27 个月。

2、2019 年 1 月-2020 年 2 月降息周期，第一阶段（2019 年 1 月-2019 年 5 月），新屋销售基本持平；成屋销售量略微增加了 7%。第二阶段（2019 年 6 月-2020 年 2 月），新屋销售从 2019 年 6 月至 2020 年 8 月增加 34.9%，在降息结束后延续修复 6 个月，成屋销量从 2019 年 6 月至 2020 年 10 月增加 26.5%，在降息结束后延续修复 8 个月。

表4: 美国降息周期中，住房销售恢复，并且在降息周期结束后修复仍延续

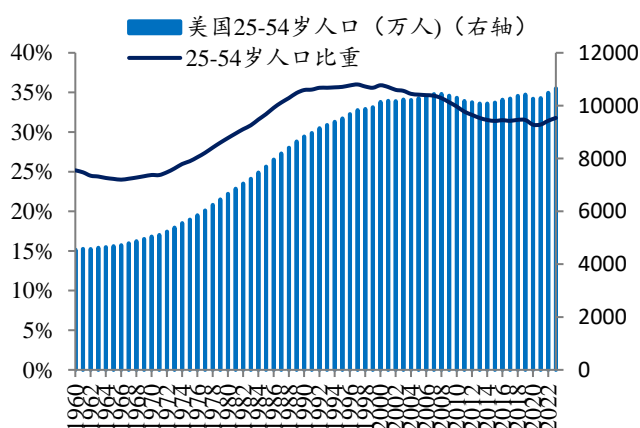
降息周期		新屋变动幅度	成屋变动幅度	住房修复滞后利率下降时间	利率下降周期后住房修复延续时间
2001 年 1 月-2003 年 6 月	第一阶段	-8.9%	2.5%	9 个月	—
	第二阶段	59.5%	38.1%	—	25-27 个月
2019 年 1 月-2020 年 2 月	第一阶段	基本持平	7%	5 个月	—
	第二阶段	34.9%	26.5%	—	6-8 个月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

美国主力置业人群增加、移民增加及海外买家投资共同驱动美国地产需求增长，本地居民杠杆率水平较低，同时近年收入增长明显购房意愿明显提升。

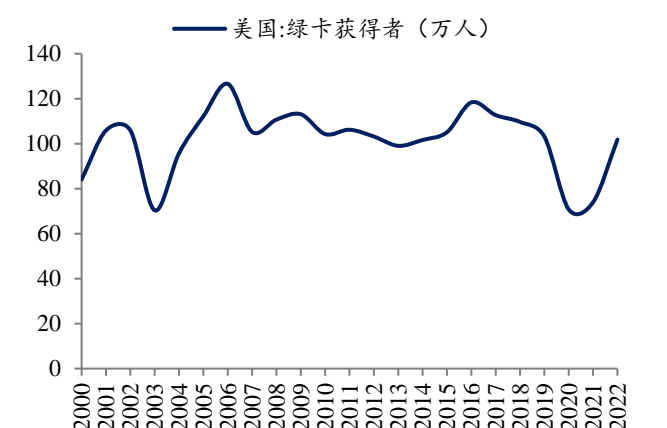
从购房需求看，1)美国 25 岁-54 岁人群是刚需和改善性住房的主力置业群体。2020-2023 年，25 岁-54 岁人数从 10262 万人增加到 10654 万人，占总人口比重从 30.9%增加至 31.8%。2)美国移民人口数保持增加，将带来更多购房需求。2000 年以来，美国每年新增 102 万左右的绿卡获得者，受疫情影响，2020-2021 年新增移民数有所下降，但疫情结束后，2022 年新增恢复至 101.8 万人，表明移民模式已恢复至疫情前水平，美国绿卡获得者普遍具有较高的购买力。3)美国作为全球经济最发达、最具吸引力的国家，长期以来吸引海外资金购买其房产。根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）公布的数据，2021-2023 年外国投资者购房数保持在年均 9.7 万套左右，约占美国年销售的 2.2%。

图21: 美国 25-54 岁人口及比重



数据来源: 美国经济分析局, 美国商务部普查局, 东吴证券研究所

图22: 2000 年以来美国移民年均 100 万人

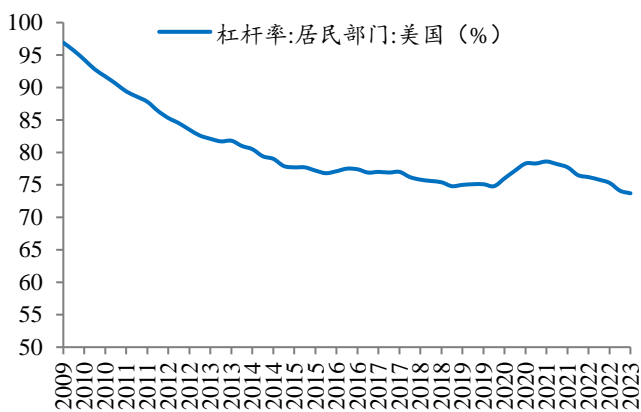


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

当前美国居民的购房能力和购房意愿均明显提升。1) 居民杠杆率处于近年较低水平, 未来尚有加杠杆空间。2008 年以来美国经历了迅速去杠杆, 居民部门杠杆率从 2007 年 98.7% 的高位逐渐降至 2019 年的 75.1%, 2020 年受疫情影响, 美国家庭债务增加, 居民部门杠杆率上涨至 2020 年 12 月的 78.3%, 2021 年疫情后美国经济逐步恢复, 居民部门杠杆率平稳下降至 2023 年 6 月 73.7% 的水平, 美国居民部门的资产负债表持续修复。2) 美国 25-54 岁主力置业人群收入保持较快增长。具体看, 2013-2022 年, 美国 25 岁-34 岁人均收入由 3.9 万美元增至 5.9 万美元, 增长了近 54%; 35 岁-44 岁人均收入由 3.7 万美元增至 5.4 美元, 增长了近 45%; 美国 45 岁-54 岁人均收入由 5.4 万美元增至 7.9 万美元, 增长了近 45.3%。3) 购房意愿提升明显, 2023 年 12 月, 房利美的购房信心指数 (HPSI) 达到 67.2, 较 2022 年 12 月上升 10%。

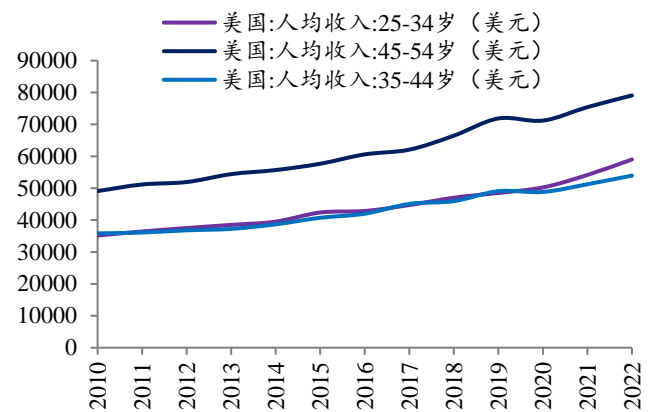
此外, 在降息周期的第二阶段, 随着利率进一步下降, 利率锁定效应减弱, 成屋业主置换意愿将明显增强, 需求会逐步释放。如 2001 年 1 月-2003 年 6 月、2019 年 1 月-2020 年 2 月两轮降息周期的第二阶段, 住房销售大幅增加, 住房需求明显释放。

图23: 美国居民部门杠杆率



数据来源: 美国经济分析局, 美国商务部普查局, 东吴证券研究所

图24: 美国主力置业人群收入增长较快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

预计 2024 年开启降息后, 房贷利率将回落, 购房成本降低以及利率锁定效应减弱推动居民购房需求释放。

2.4. 总结

回顾 2000 年以来的典型降息周期, 降息开启后, 供给和销售均恢复, 房价上涨, 并且在降息周期结束后修复仍延续。如 2001 年 1 月-2003 年内 6 月的降息周期, 第一阶段, 降息初期, 买方预计后续有更大幅度降息, 在利率相对较高放缓购房节奏, 销量维持稳定或小幅下降, 新屋和成屋销售变动分别为-8.9%、2.5%; 卖方因利率下行降低换房成本, 置换意愿提振, 供应小幅增加, 新屋和成屋供给变动分别为 5.5%、11.0%。第二阶段, 利率持续下行, 销售明显修复, 新屋和成屋销售变动分别为 59.5%、38.1%; 成屋业主置换意愿不断提振, 叠加建造商融资成本下降、加速建设新屋, 供应继续增加, 新屋和成屋供给变动分别为 19.3%、14.3%。总体看, 此轮降息周期, 供给和销售恢复分别

滞后利率下行约 1 个月、9 个月，利率下降周期后供给和销售修复延续时间分别约为 20 个月、25 个月。

表5: 美国典型降息周期住房恢复情况总结

降息周期		新屋变动幅度	成屋变动幅度	住房修复滞后利率下降时间	利率下降周期后修复延续时间	房价变动幅度
2001 年 1 月-2003 年 6 月	第一阶段	供给	5.5%	11%	1-2 个月	—
		需求	-8.9%	2.5%	9 个月	—
	第二阶段	供给	19.3%	14.3%	—	20-21 个月
		需求	59.5%	38.1%	—	25-27 个月
2019 年 1 月-2020 年 2 月	第一阶段	供给	-8.1%	17.2%	1-2 个月	—
		需求	基本持平	7%	5 个月	—
	第二阶段	供给	24.8%	-24%	—	13 个月
		需求	34.9%	26.5%	—	6-8 个月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2019 年 1 月-2020 年 2 月降息周期时间较短, 房价上涨不明显。

展望 2024 年, 美国短期尚未达到降息的必要条件, 降息或将等待至 2024 年二季度。预计 2024 年降息幅度在 75bp-100bp, 将政策利率降至 4.3%-4.8% 区间, 带动抵押贷款固定利率回落, 住房市场的供给端和需求端均将提振, 推动销售回暖。供给端, 成屋业主置换意愿及持有非自住房屋业主的出售意有望得到提振, 成屋供给将缓慢增加; 新开工数据通常领先于竣工数据 2-3 个季度, 2023 年下半年开工的新屋将在 2024 年上半年陆续竣工, 2024 年上半年美国新屋供给有所支撑, 而且随着利率下降, 建造商融资成本降低, 有望继续加速建设新屋。需求端, 美国主力置业人群增加、移民增加及海外买家投资共同驱动美国地产需求增长, 居民杠杆率水平较低、近年收入增长明显、购房意愿明显提升, 房贷利率回落后, 购房成本降低助推动居民购房需求释放。总体看, 住房需求释放的同时成屋库存得以增加, 一定程度上缓解供给小于需求的不平衡, 预计降息周期的第一阶段房价趋于稳定; 第二阶段, 随着需求走强, 库存下降, 房价或开启温和上涨。

表6: 基于历史上降息周期市场表现对美国 2024 年房地产复苏节奏的预测

	降息周期	
	第一阶段	第二阶段
新屋销售	稳定	增加
成屋销售	稳定	增加
新屋供应	增加	稳定或下降
成屋库存	增加	稳定或下降
房价	稳定或上涨	温和上涨

数据来源: 东吴证券研究所整理

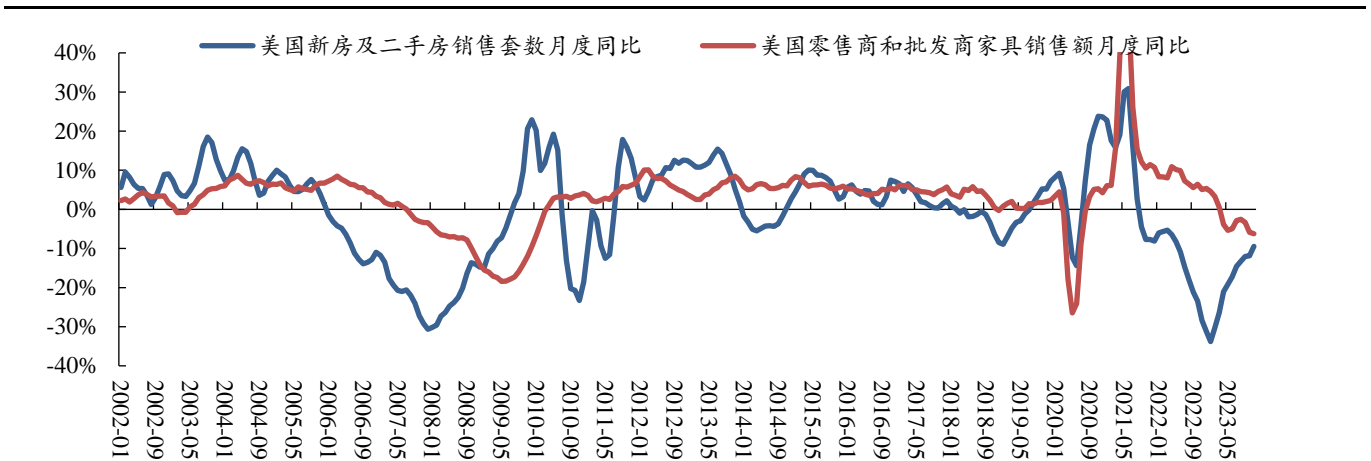
3. 若美国房地产回暖，会给中国地产链带来哪些投资机会？

从历史数据看，美国房屋销售回暖将明显带动中国家具对美出口金额增长。具体逻辑链条为“美国利率降低——美国地产销售复苏——美国家具需求复苏——家具去库阶段尾声有望进入主动补库阶段——中国家具对美出口复苏”。家具作为地产后周期行业，其销售往往滞后于地产销售 1-3 个月。由于海运需要一定时间且美国渠道商通常会提前备货，中国家具对美出口通常会抢跑于美国家具销售 2-3 个月，因此中国家具对美出口和美国房屋销售变化节奏基本同频，与美国房贷利率呈现明显的负相关性。

3.1. 美国家具销售有望复苏：地产拉动+主动补库

美国地产复苏有望带来家具需求上升。家具是典型的地产后周期行业，我们将美国住房（新房+二手房）销售套数同比与美国家具销售额同比进行比较，可以发现两者高度相关，但家具销售额同比变化更加平缓且往往滞后于地产销售 1-3 个月。

图25：美国住房销售套数和家具销售金额的月度同比对比（月度值取3月移动平均值）

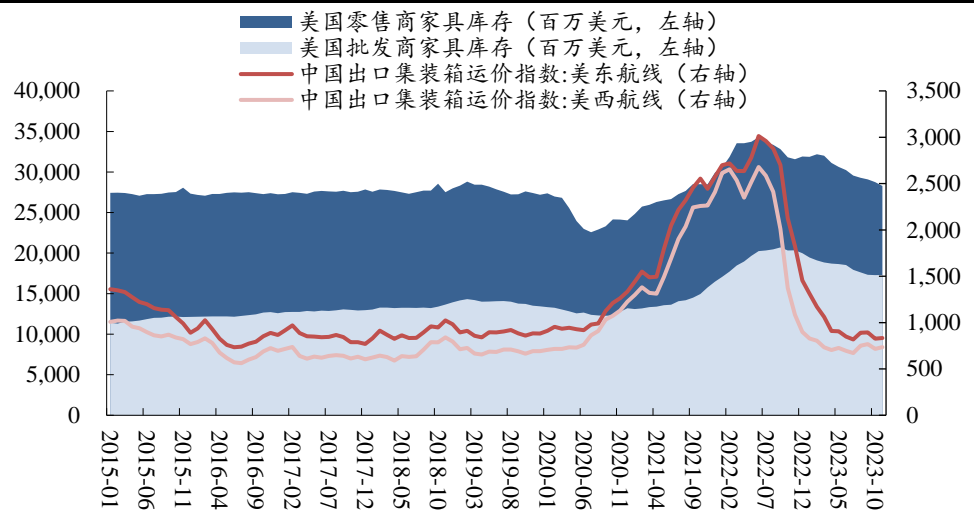


数据来源：Wind，美国商务部普查局，东吴证券研究所

美国家具库存水位下降，库销比降至疫情前水平，被动去库已至末期，2024 年有望进入主动补库周期。

2020 年 6 月开始，新冠疫情全球爆发，中国出口至美国的海运费迅速上升，2021 年开始美国消费补贴力度加大，家具消费需求上升，美国家具渠道商开始主动补库，家具库存迅速上升。2022 年 7 月开始，海运费迅速下降，库存高企叠加美国消费需求减弱，美国家具进入主动去库阶段。目前美国零售商和批发商库存金额较高点分别已经下降了 17.5% 和 16.4%。

图26: 2015年以来美国家具批发商及零售商库存金额情况与海运费情况

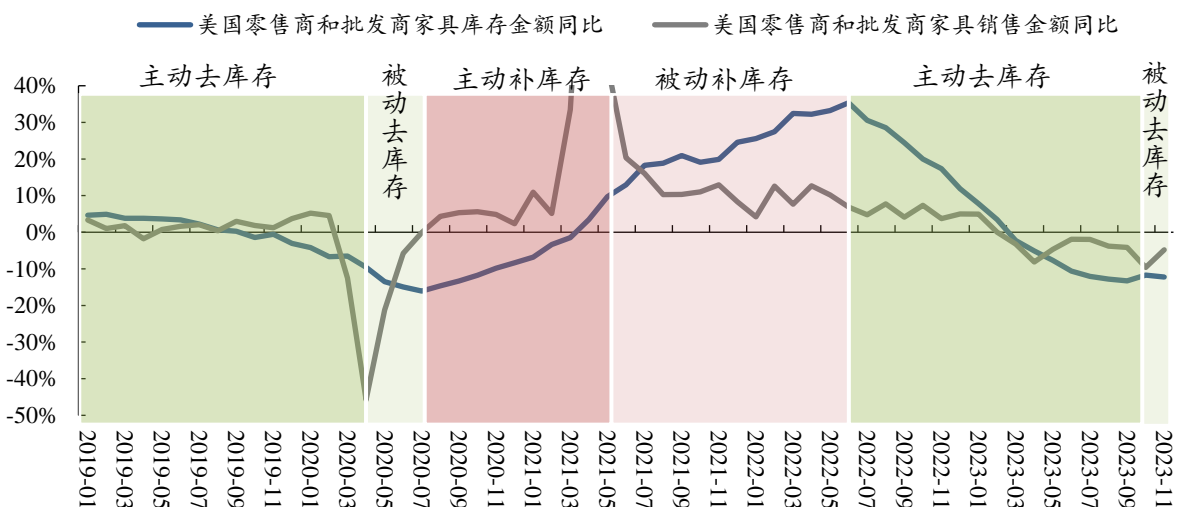


数据来源: Wind, 美国商务部普查局, 东吴证券研究所

我们将2019-2023年的销售和库存同比进行对比，可以划分为“主动去库存、被动去库存、主动补库存、被动补库存”4个阶段。观察发现，上轮周期的“被动去库存”阶段持续时间较短，仅3-4个月。在销售回暖但库存继续下降时，商家往往在较短时间内做出反应进入主动补库阶段。观察美国家具的库销比发现，2023年11月零售商和批发商的库销比分别降至1.70和1.52，均已回到疫情前2018年水平。

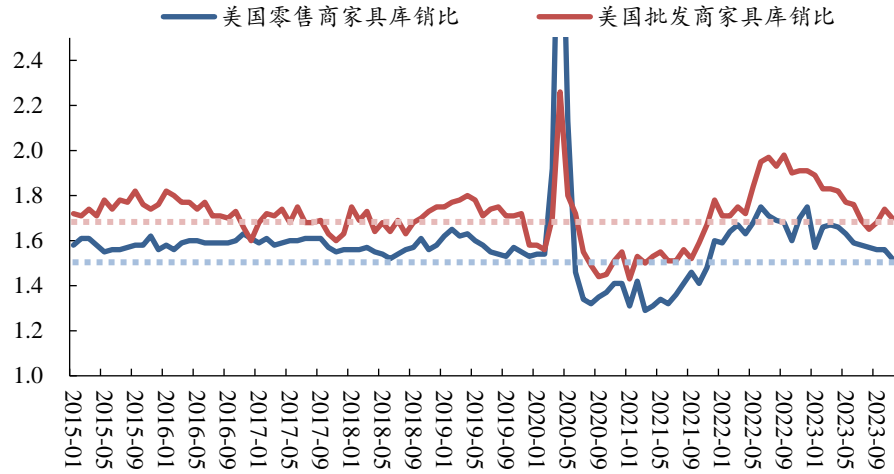
2023年10月，美国家具进入“被动去库存”阶段，销售金额同比降幅逐步缩窄有望转正。结合当前库存水位较低，库销比回到疫情前水平，我们认为，2024年美国家具行业有望进入主动补库存阶段。

图27: 2024年美国家具有望进入主动补库阶段



数据来源: Wind, 美国商务部普查局, 东吴证券研究所

图28: 2015年以来美国家具批发商及零售商库销比情况

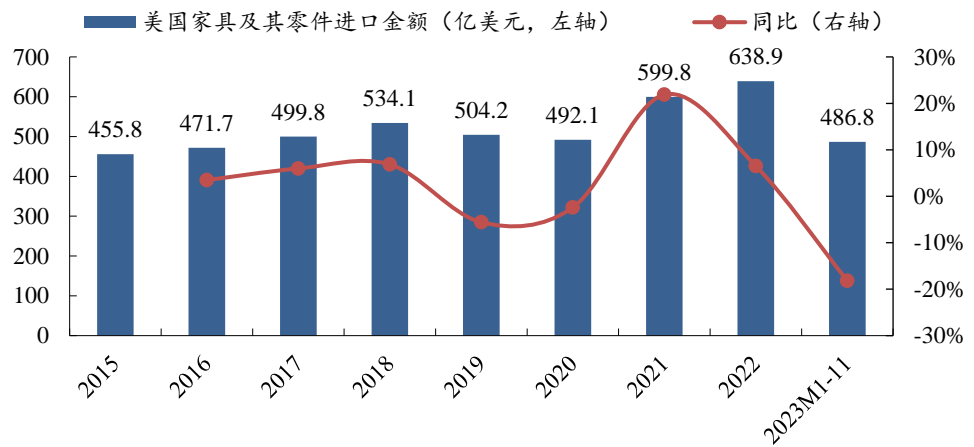


数据来源: Wind, 美国商务部普查局, 东吴证券研究所

3.2. 作为美国家具第一大进口来源国, 我国对美家具出口有望复苏

从美国进口数据看, 中国是美国相当重要的家具等地产链商品进口来源国。根据美国商务部数据, 2022年美国家具及其零件进口金额已达638.9亿美元, 近年来呈波动上升趋势。截至2023年11月, 中国在美国家电产品进口中的占比为19.0%, 仅次于墨西哥位列第二; 同期中国在美国卫浴、家具类产品进口中的占比分别为39.1%、26.3%, 均位列第一。

图29: 美国历年家具进口金额及同比



数据来源: Wind, 美国商务部普查局, 东吴证券研究所

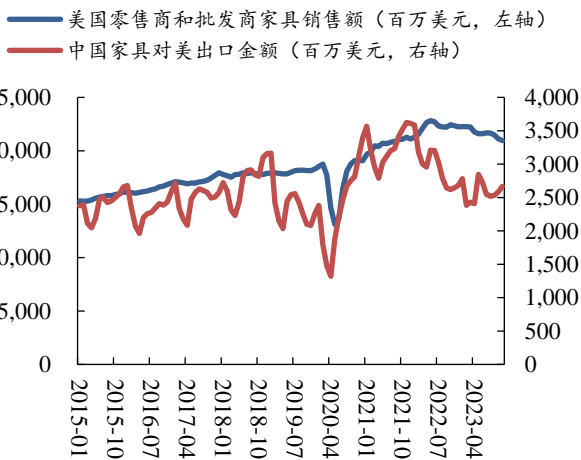
表7: 2023年1-11月美国家具、家电、卫浴类商品进口国及金额、各国来源占比

家用电气设备	2023年1-11月进口额(百万美元)	2023年1-11月占比	卫浴,水道,供暖和照明	2023年1-11月进口额(百万美元)	2023年1-11月占比	家具	2023年1-11月进口额(百万美元)	2023年1-11月占比
全球	251588.8	-	全球	11922.5	-	全球	48681.2	
墨西哥	55548.1	22.1%	中国	4664.8	39.1%	中国	12796.7	26.3%
中国	47923.5	19.0%	墨西哥	2758.0	23.1%	墨西哥	10479.3	21.5%
马来西亚	17160.6	6.8%	加拿大	1286.5	10.8%	越南	9102.5	18.7%
韩国	14781.2	5.9%	越南	548.0	4.6%	加拿大	4147.8	8.5%
越南	13430.3	5.3%	柬埔寨	322.1	2.7%	意大利	1560.6	3.2%
日本	13145.1	5.2%	泰国	269.0	2.3%	印度	1276.9	2.6%
中国台湾	13047.2	5.2%	德国	234.3	2.0%	马来西亚	1149.2	2.4%
泰国	11091.6	4.4%	意大利	201.4	1.7%	印度尼西亚	1000.3	2.1%
德国	10539.6	4.2%	印度	190.0	1.6%	中国台湾	990.2	2.0%
加拿大	6214.0	2.5%	马来西亚	166.1	1.4%	泰国	643.0	1.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

上文所述的美国家具需求和库存情况是影响我国对美家具出口的两大关键因素。对比发现, 由于海运需要一定时间且美国渠道商通常会提前备货, 中国家具对美出口通常会抢跑于美国家具销售 2-3 个月, 而美国家具销售滞后于房屋销售 1-3 个月, 因此中国家具对美出口和美国房屋销售变化节奏基本同频, 与美国房贷利率呈现明显的负相关性。2024 年美国利率若显著下降, 有望带动房屋销售复苏进一步提振美国家具需求, 从而推动中国家具对美出口增长。

图30: 家具对美出口金额和美国家具销售金额对比



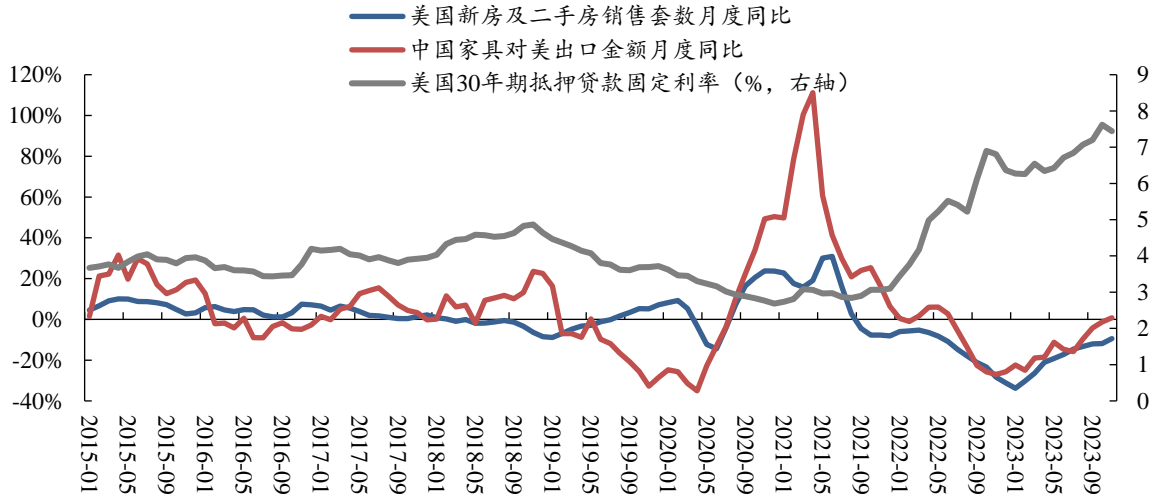
数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

图31: 家具对美出口金额和美国家具销售金额增速对比



数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

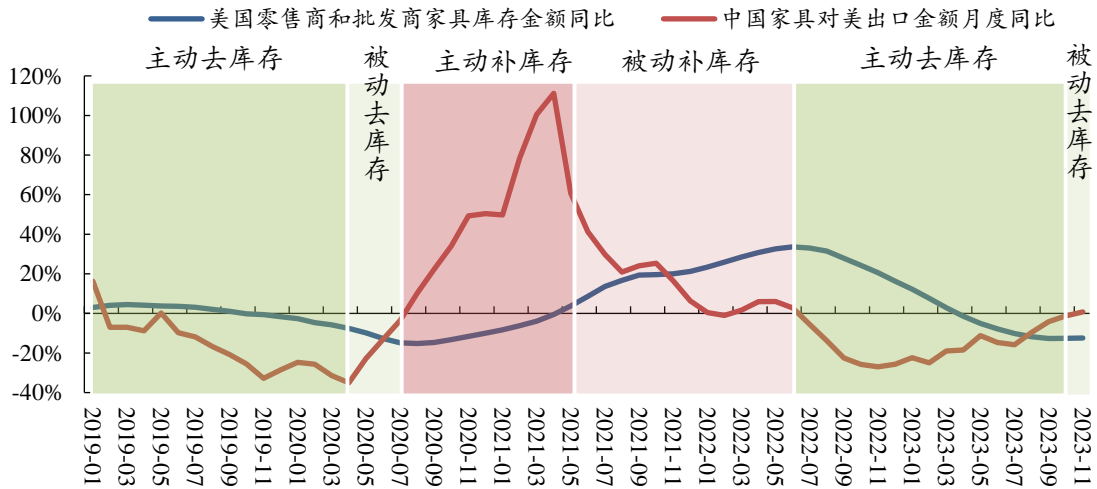
图32: 中国家具对美出口金额和美国房屋销售金额的变化节奏基本同频



数据来源: Wind, 美国商务部普查局, 房地美, 海关总署, 东吴证券研究所

美国库存较高时对我国家具出口造成挤压, 库存较低时显著拉动我国家具出口。根据上文划分的4个库存周期阶段, 我们将美国家具库存金额和中国家具对美出口金额的同比增速进行对比, 可以看出在2020年7月至2022年7月的补库阶段, 中国家具对美出口金额始终保持同比正增长, 并且在库存金额较低的“主动补库存”阶段, 由于渠道商信心复苏, 我国对美出口金额增速显著提高。因此我们预计2024年若美国家具进入“主动补库存”阶段, 将显著带动我国家具出口金额增长。

图33: 补库阶段我国家具对美出口金额往往同比增长



数据来源: Wind, 美国商务部普查局, 海关总署, 东吴证券研究所

若美国 2024 年进入降息周期,我国对美国家居出口将温和复苏。对美销售占比高、竞争优势显著的家居公司下游订单量 2024 年有望稳步增长,同时规模效应带动边际成本下降,公司有望迎来收入和业绩的增长拐点,带来值得关注的投资机会。

4. 投资建议

4.1. 对美销售占比高、竞争优势显著的家具公司投资价值显著

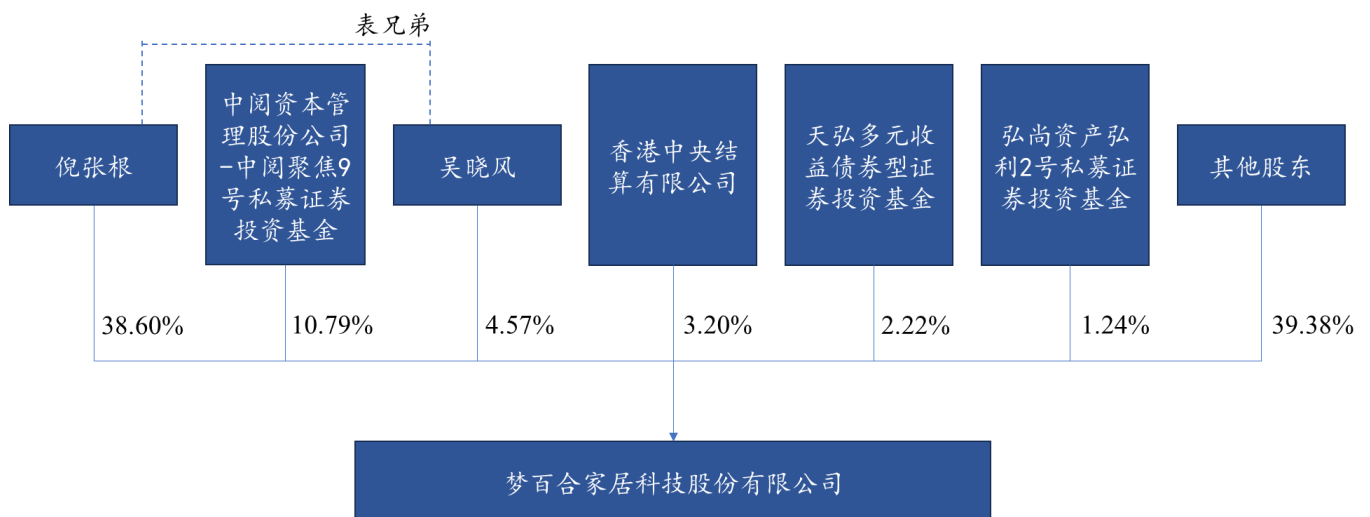
观察美国 2000 年以来的降息周期可以发现:降息开启后,美国地产供给和销售通常逐步恢复,同时房价明显上涨,并在降息周期结束后延续修复节奏。展望 2024 年,美国有望在二季度开启降息周期,地产销售有望复苏带动家居终端需求好转,叠加美国家居渠道商库销比降至低位主动补库,我国对美国家居出口有望温和复苏。建议关注出口家居公司的投资机会:对美销售占比高、竞争优势显著的家居公司下游订单量预计将稳步增长,业绩和估值有望迎来“戴维斯双击”。推荐:(1)记忆床垫龙头:梦百合;(2)一体化智能家居龙头:匠心家居;(3)办公椅出口龙头:永艺股份、恒林股份;(4)电动床标杆:麒盛科技。

4.2. 梦百合

公司成立于 2003 年，专业从事于记忆绵床垫等系列产品，致力于用零压床垫，提升人类的深度睡眠。公司坚持“产能全球化、品牌国际化”的发展战略，把握欧美市场，坚定全球化产能布局。作为零压床垫的开创者，公司目前已有 6 大全球生产基地，10000+ 全球销售终端，畅销 110 个国家和地区。

公司股权结构稳定，实控人为创始人倪张根先生。截至 2023 年 9 月 30 日，倪张根先生持股 38.6% 为公司第一大股东，其表哥吴晓风先生持股 4.6% 为第三大股东。2022 年中阅资本管理股份公司出资 5.52 亿元入股，截至 2023 年 9 月 30 日，持股比例 10.8%，为公司第二大股东。

图34: 梦百合股权结构情况（截止至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

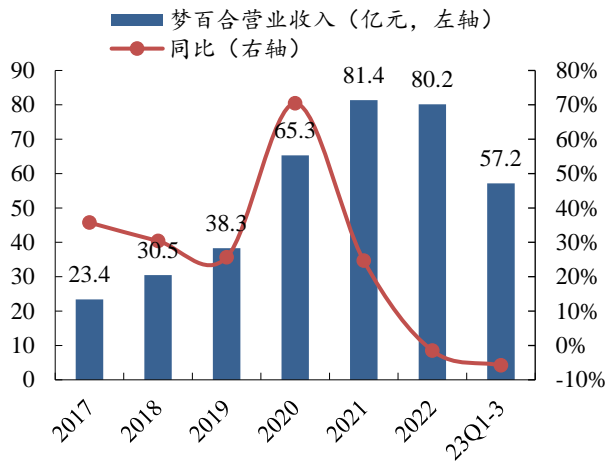
积极布局海外产能，有效缓解关税压力。公司收购西班牙品牌 Matresses Dreams、美国品牌 MORFUNITURE、德国品牌 MartazenConcord，积极外拓。2015 年，公司开始布局海外生产基地，截至 2023 年，已有 6 大生产基地，年设计产能超过 100 亿。2015 年埃塞尔比亚工厂打开欧美市场；2018 年泰国工厂落地，充分发挥当地人力资源优势；后续西班牙工厂、美国两大生产基地南卡和亚利桑那顺利落成，有效缓解了关税压力，并彰显了公司对欧美市场的信心。

完善多渠道布局，加强自主品牌建设。内销方面，公司已形成以线下渠道为主，线上、线下、酒店、新业务等多渠道发展格局。积极布局百货、shopping mall、专业家居卖场等业态，线下门店达千家；持续深耕线上线下一体化的新零售模式，积极布局天猫、

抖音、京东、华为线上商城等渠道,2022 年线上业务实现收入 2.1 亿元,同期增加 35.3%。外销方面,ODM 模式下已与多家贸易商建立了长期稳定的合作关系,近年来,公司不断加强“MLILY”自主品牌的市场推广及渠道建设,逐步实现由 ODM 向 OBM 转型。

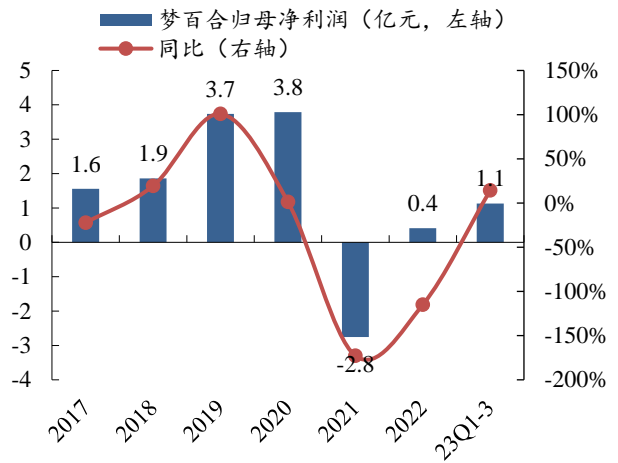
全球产业链修复,外销静待回暖。2017-2022 年,公司营业总收入从 23.4 亿元增长至 80.2 亿元;2017-2020 年,公司归母净利润从 1.6 亿元增长至 3.8 亿元,2021 年全球产业链、供应链运行受阻,大宗商品原材料价格大幅上涨,归母净利润大幅下降至-2.8 亿元,2022 年归母净利润有所回升,但受国际贸易冲突、境外需求疲软的影响,仅为 0.4 亿元。随着全球产业链修复,欧美市场进入补库周期,2024 年利润有望回暖。

图35: 梦百合历年营收及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 梦百合历年归母净利润及增速



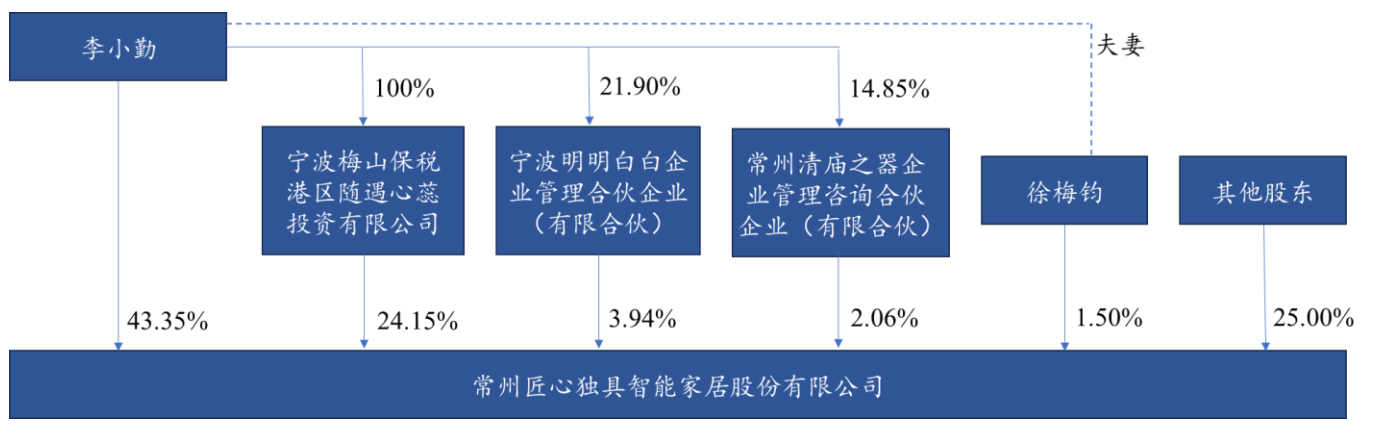
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 匠心家居

公司成立于 2002 年，主要从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售。公司深耕美国及国际市场多年，是全球智能电动沙发、智能电动床行业重要的 ODM 供应商。同时，公司拥有 MotoMotion 等具有一定国际知名度的自主品牌。公司注重研究与创新，截至目 2023 年 6 月已有 620 项境内外专利，是智能家居行业的领军者。

股权结构稳定且集中，保障公司贯彻执行发展战略。截至 2023 年 9 月 30 日，公司董事长李小勤先生直接持有公司 43.4% 的股份，通过宁波梅山、宁波明明白白和常州清庙之器三家公司间接持有公司 30.2% 的股份，共计持股比例为 73.5%。其夫人徐梅钧女士为公司总经理，持股比例为 1.5%。

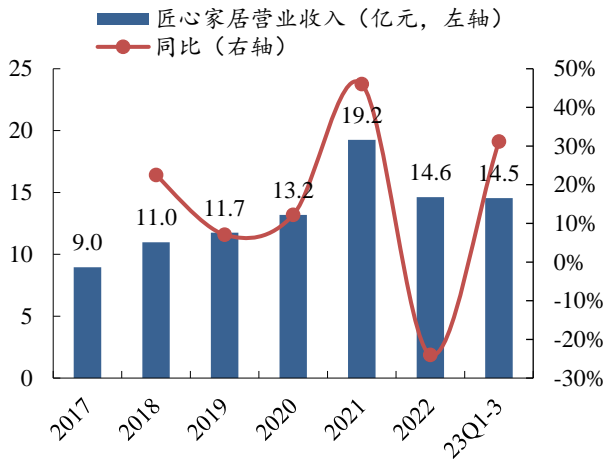
图37: 匠心家居股权结构情况 (截止至 2023 年 9 月 30 日)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

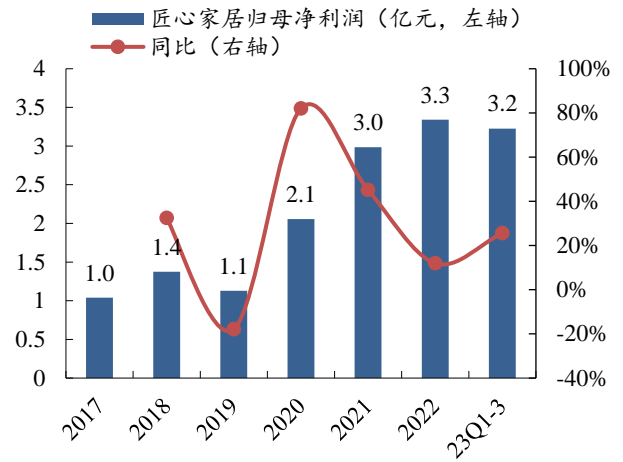
海外智能电动床市场迅速增长，盈利有望进一步提升。2017-2022 年，公司营业总收入从 9.0 亿元增长至 14.6 亿元，归母净利润从 1.0 亿元增长至 3.3 亿元，盈利稳步增长。2016 年-2021 年，全球智能电动床市场年复合增长率达 22.7%，其中，美国是智能电动床的最大消费市场，海外市场迅速增长。公司外销占比 98%，在国外家居需求复苏的情况下，公司收入和盈利有望进一步提升。

图38: 匠心家居历年营收及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 匠心家居历年归母净利润及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

注重产品研发，核心技术护城河深厚。公司自 2014 年开始就在欧洲建有自己的概念设计团队，各类设计、研发、技术人员的占比接近 10%，2022 年研发投入占比达 6.7%，远超同业。智能家居高度依赖于核心部件的工艺技术，公司手握多项专利，技术壁垒深厚，在经济下行、需求减弱的大环境下更加彰显优势。

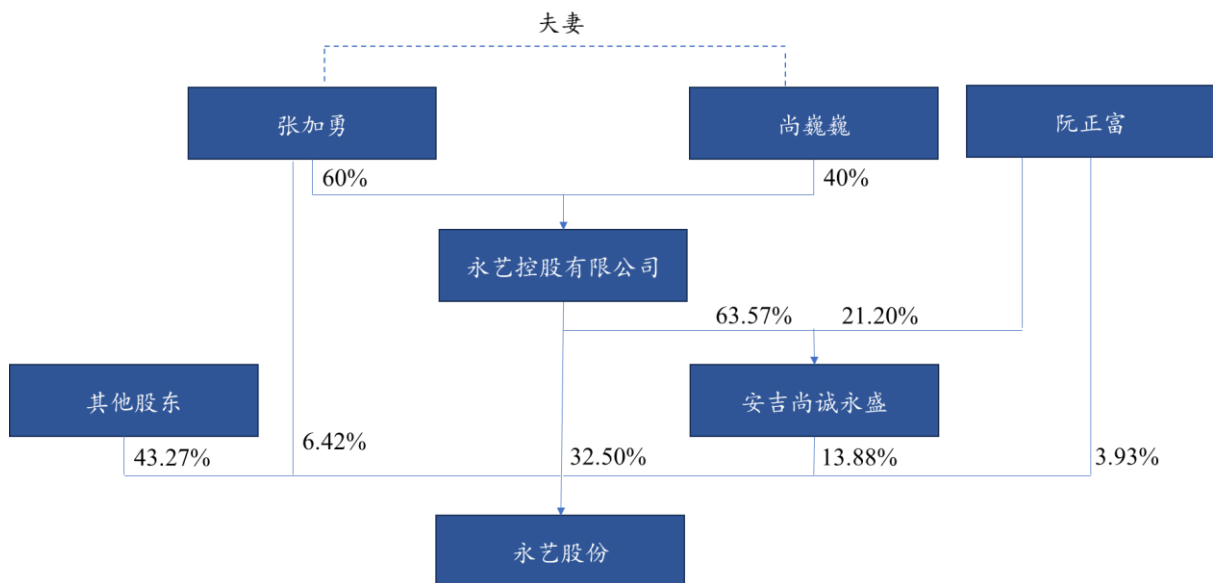
一体化供应链优势明显，海外基地提高竞争力。公司产品的电机、电控和机构件等核心配件为自己设计生产，内部供应链一体化，能有效地压缩成本、保障稳定供应。公司拥有 3 大生产智造基地，生产主力为越南匠心，主要服务于美国、加拿大，合理规避降低了关税、反倾销税及反补贴税的压力，提高了产品及公司竞争力。

4.4. 永艺股份

永艺股份成立于 2001 年，通过十余年的快速稳健发展，公司注册资金达 3 亿多元，拥有员工 7000 余名和国内外四大生产基地。公司股权结构稳定，公司管理层采用股权激励，将管理层与公司发展绑定，带动管理层积极性。

股权结构集中。公司实控人为张加勇、尚巍巍夫妇，截至 2023 年 9 月 30 日，两人合计持股比例高达 47.7%，保障公司贯彻执行发展战略。公司高管通过子公司安吉尚诚永盛间接持有公司股份，与公司利益实现深度捆绑。

图40: 永艺股份股权结构情况（截止至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

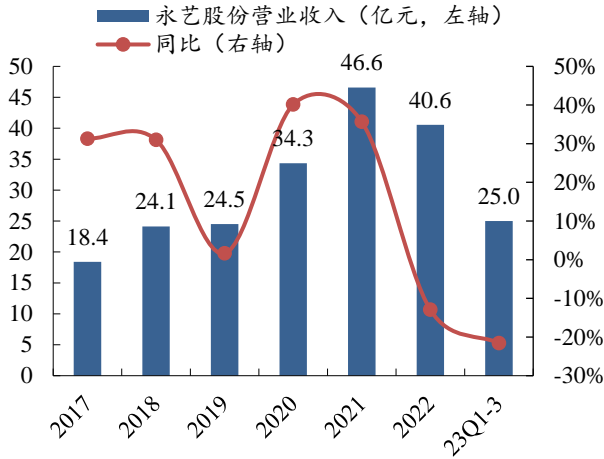
掌握核心科技，强研发能力供能稳健发展。公司注重产品研发，掌握多项核心技术和专利，铆准中高端产品定位，专注产品专业度和性能。是宜家的代加工商，costco、山姆等多家大型超市的供货商。公司深度绑定优质客户资源，夯实海外市场。

采取 OEM/ODM 全球化经营策略，规模效应降低成本。公司先行进行海外产能布局，已有越南生产基地、罗马尼亚生产基地。同时推进销售区域全球化发展，之前销售重点为欧美区域，现在逐渐开始向新兴国家外扩。通过 OEM/ODM 全球化，完成业务、产品、原材料、供应链的整合，利用规模效应降低成本，提高公司竞争力。

经营受欧美市场影响大，2023 年以来需求边际改善。2017-2022 年公司营业总收入从 18.4 亿增长至 40.6 亿，归母净利润从 1.0 亿增长至 3.4 亿，发展势头强劲。公司产品

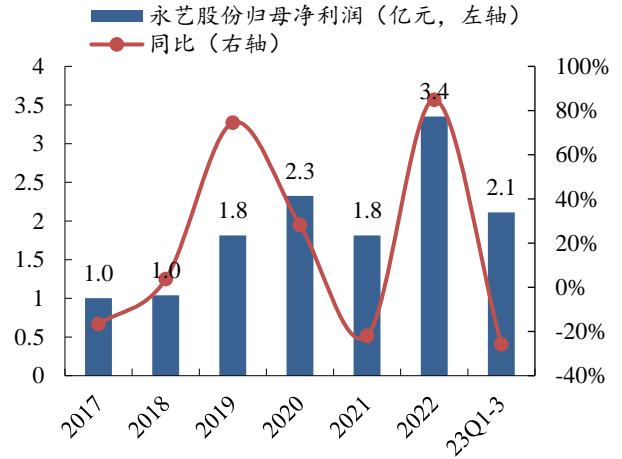
主要销售至国外，外销占比 79.5%，公司受欧美市场影响大，2021 年归母净利润同比下降 22%，2024 年美国有望降息带动房地产行业回暖，2023 年以来美国家具需求边际改善，进入拉动式补库，2024 年公司收入及归母净利润有望回归较快增速。

图41: 永艺股份历年营收及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图42: 永艺股份历年归母净利润及增速



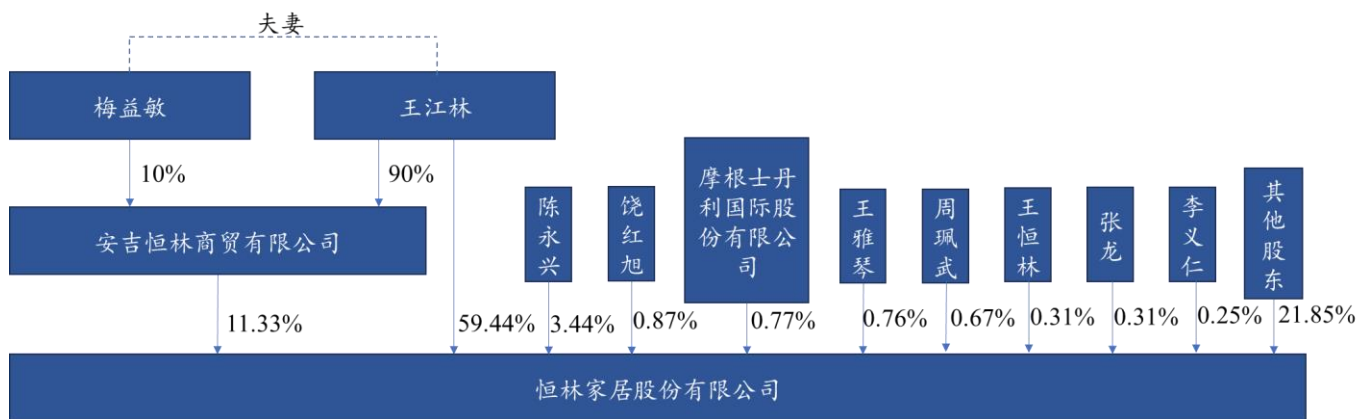
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

4.5. 恒林股份

公司成立于 1998 年，秉持“成为世界一流绿色家居企业”的愿景，公司成为国内领先的健康坐具开发企业、国内最大的办公椅制造商和出口商之一，连续 13 年办公椅行业出口第一，年销售额约 65 亿元，产品出口遍布全球。

股权结构集中。截至 2023 年 9 月 30 日，公司实控人王江林直接持有公司 59.4% 股权，通过安吉恒林商贸有限公司间接持有公司 10.2% 股权，合计持股比例高达 69.6%，股权结构集中且稳定。

图43: 恒林股份股权结构情况（截止至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

欧美市场消费复苏，公司有望强劲发展。公司深耕欧美市场，2023 年上半年外销占比 78.1%，与全球知名企业 IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet、Home Retail、MGB 建立长期稳定的合作关系。目前海外市场去库进入尾声，2023Q1-Q3 营业总收入达 57.76 亿元，归母净利润已达 3.66 亿元，呈现增长势头，随着欧美市场消费复苏，公司有望强劲发展。

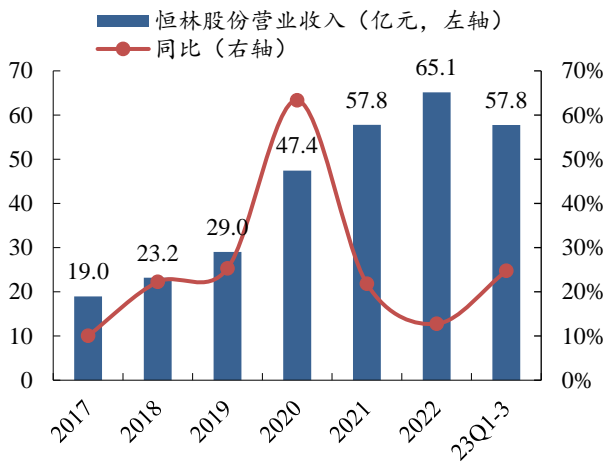
发展跨境电商业务，海外市场线上渗透率提高。公司 2019 年开始布局跨境电商业务，目前在加州、新泽西、亚特兰大和德州有四个海外仓。2020 年疫情后，公司加强线上渠道建设，海外市场线上渗透率提高，自主品牌销售增加，为公司带来新的发展点。

收购多家公司，业务版图扩大。2019 年跨国收购瑞士办公行业领军企业 Lista Office，进军高端制造业，拓展欧洲市场，推动全球化发展布局。2021 年收购厨博士，打开全装修房定制家居市场，进一步推进“大家居”战略。2022 年收购永裕家居，扩容绿色家居

环境新赛道。

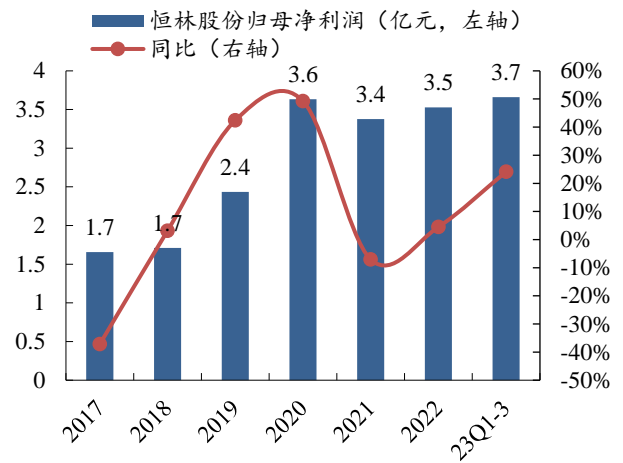
把握机遇迅猛发展，业务增长势头喜人。2017-2022 年公司营业总收入从 19.0 亿元增长至 65.1 亿元，归母净利润从 1.7 亿元增长至 3.5 亿元，公司把握发展机遇，积极拓展海外市场，2019、2020 年实现归母净利润同比增长 42.4%、49.3%。

图44: 恒林股份历年营收及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图45: 恒林股份历年归母净利润及增速



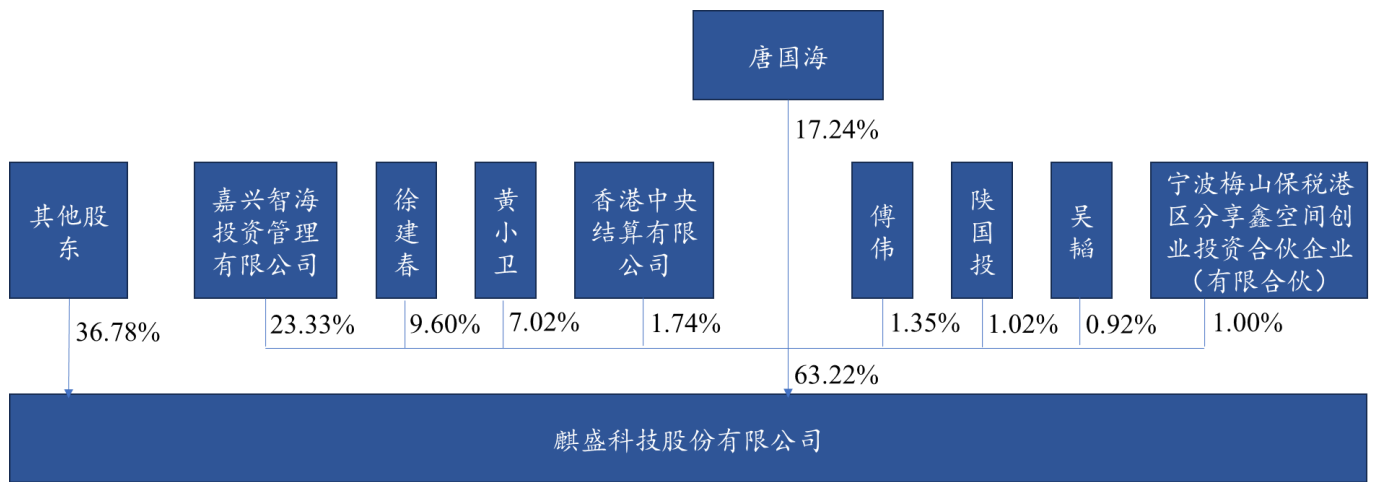
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

4.6. 麒盛科技

公司成立于 2005 年，是一家致力于健康睡眠智能技术与大数据应用的全球化跨国企业，也是世界上最大的智能电动床制造商之一。2014 年收购奥格莫森，正式进入美国市场。目前公司智能电动床已占据美国 1/2 市场。

公司股权结构相对集中。公司实控人唐国海直接持有公司 17.2% 的股份，通过智海投资间接持有公司 13.3% 的股份，合计持股比例为 30.6%，股权相对集中。

图46：麒盛科技股权结构情况（截止至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

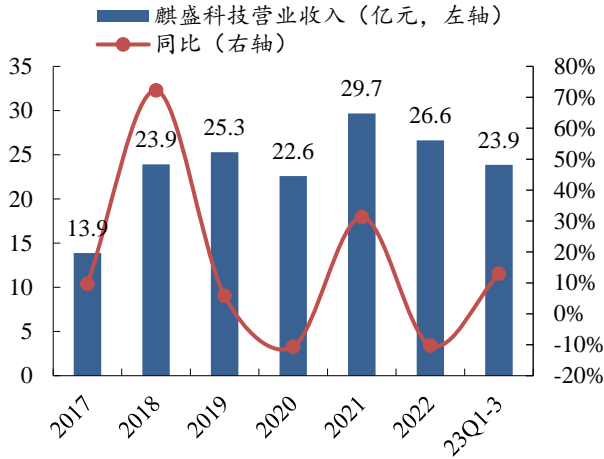
外销稳健发展，内销有望进一步增长。2022 年公司智能电动床占美国智能电动床进口量的 50.6%，市场份额稳步提升。目前美国电动床渗透率较低，未来发展空间大，利好公司未来发展。内销方面，麒盛科技是北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方智能床唯一供应商，公司注重媒体宣传，打开公司知名度，内销有望快速增长。

注重研发，把握核心技术，智能化、数据化提高产品壁垒。公司重视产品力的打造，每年研发投入较大，2022 年达 1.6 亿元，拥有 748 项国内外专利。公司产品先发优势显著，议价能力强。近年来，麒盛科技布局并启动未来智能家居产品战略，专注智能睡眠领域，聚焦研发科技睡眠产品，智能化、数据化将进一步提高产品壁垒。

厚积薄发，经营受海外市场影响大，2024 年业绩有望进一步改善。公司营业总收入 2017-2022 年从 13.9 亿元增长至 26.6 亿元，归母净利润 2017-2021 年从 1.1 亿元增长至 3.6 亿元，2022 年受海外市场周期性需求降低和冬奥会营销支出影响，归母净利润降至

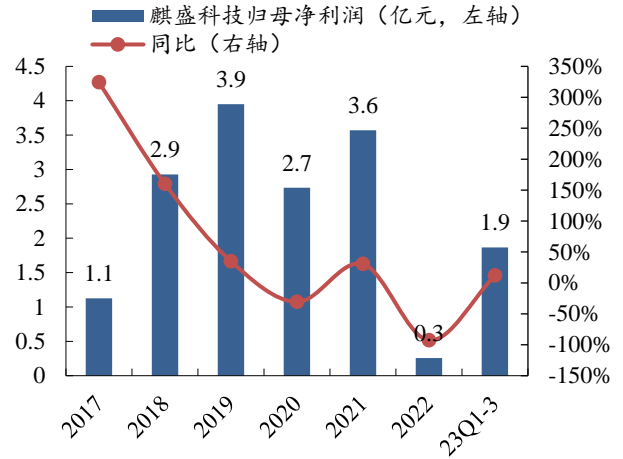
0.3 亿元，2023Q1-Q3 归母净利润为 1.9 亿元，同比大幅增长，利润率企稳。公司外销占比 90%，以欧美市场为主，随着欧美市场进入补库周期，需求复苏，2024 年盈利有望进一步改善，公司厚积薄发成长可期。

图47: 麒盛科技历年营收及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图48: 麒盛科技历年归母净利润及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) 美国降息力度及地产复苏不及预期

若美国降息力度和时间不及预期，地产销售复苏不急预期，家居作为地产后周期行业也将受到影响，对出口家居公司订单和业绩造成压力。

(2) 中美贸易关系恶化超预期

若中美贸易关系持续恶化，将影响出口家居公司的成本和订单量。

(3) 汇率及海运费用波动风险超预期

若人民币升值、海运费用提升，将影响出口家居公司的盈利能力并造成汇兑损失。

梦百合 (603313)

记忆棉床垫龙头，积极布局海外产能

买入 (维持)

2024年02月23日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	8,139	8,017	8,298	9,543	10,955
同比	24.64%	-1.50%	3.50%	15.00%	14.80%
归母净利润 (百万元)	-275.53	41.36	137.16	246.60	332.61
同比	-172.78%	115.01%	231.64%	79.78%	34.88%
EPS-最新摊薄 (元/股)	-0.48	0.07	0.24	0.43	0.58
P/E (现价&最新摊薄)	-	123.61	37.27	20.73	15.37

投资要点

- **二十余年零压之路，一路耕耘领跑行业：**公司成立于2003年，专业从事于记忆棉床垫等系列产品，致力于用零压床垫，提升人类的深度睡眠。公司坚持“产能全球化、品牌国际化”的发展战略，把握欧美市场，坚定全球化产能布局。作为零压床垫的开创者，公司目前已有6大全球生产基地，10000+全球销售终端，畅销110个国家和地区。
- **积极布局海外产能，有效缓解关税压力：**公司收购西班牙品牌 Matresses Dreams、美国品牌 MORFURNITURE、德国品牌 MartazenConcord，积极外拓。2015年，公司开始布局海外生产基地，截至2023年，已有6大生产基地，年设计产能超过100亿。2015年埃塞尔比亚工厂打开欧美市场；2018年泰国工厂落地，充分发挥当地人力资源优势；后续西班牙工厂、美国两大生产基地南卡和亚利桑那顺利落成，有效缓解了关税压力，并彰显了公司对欧美市场的信心和决心。
- **完善多渠道布局，加强自主品牌建设：**内销方面，公司已形成以线下渠道为主，线上、线下、酒店、新业务等多渠道发展格局。积极布局百货、shopping mall、专业家居卖场等业态，线下门店达千家；持续深耕线上线下一体化的新零售模式，积极布局天猫、抖音、京东、华为线上商城等渠道，2022年线上业务实现收入2.1亿元，同期增加35.3%。外销方面，ODM模式下已与多家贸易商建立了长期稳定的合作关系，近年来，公司不断加强“MLILY”自主品牌的市场推广及渠道建设，逐步实现由ODM向OBM转型。
- **全球产业链修复，外销静待回暖：**2017-2022年，公司营业总收入从23.4亿增长至80.2亿；2017-2020年，公司归母净利润从1.6亿元增长至3.8亿元，2021年全球产业链、供应链运行受阻，大宗商品原材料价格大幅上涨，归母净利润大幅下降至-2.8亿元，2022年归母净利润有所回升，但受国际贸易冲突、境外需求疲软的影响，仅为0.4亿元。随着全球产业链修复，欧美市场进入补库周期，2024年利润有望回暖。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为1.4/2.5/3.3亿元，对应EPS为0.24/0.43/0.58元，对应市盈率为37.3/20.7/15.4倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**美国降息力度及地产复苏不及预期；中美贸易关系恶化超预期；汇率及海运费用波动风险超预期；产能释放不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.12
一年最低/最高价	7.73/12.35
市净率(倍)	1.42
流通A股市值(百万元)	4,425.93
总市值(百万元)	5,203.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.43
资产负债率(% ,LF)	67.02
总股本(百万股)	570.59
流通A股(百万股)	485.30

相关研究

《梦百合(603313): 2022Q3 业绩点评: 外销承压静待需求改善, 盈利能力有望逐步修复》

2022-11-02

《梦百合(603313): 中报预告点评: 2022H1 业绩预增, 加强全球化布局》

2022-07-18

梦百合三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,902	5,193	5,653	6,304	营业总收入	8,017	8,298	9,543	10,955
货币资金及交易性金融资产	578	2,107	2,208	2,439	营业成本(含金融类)	5,529	5,278	6,060	6,953
经营性应收款项	1,445	1,313	1,464	1,649	税金及附加	46	46	52	60
存货	1,730	1,632	1,837	2,066	销售费用	1,438	1,776	2,004	2,246
合同资产	0	0	0	0	管理费用	609	614	716	833
其他流动资产	150	141	145	150	研发费用	95	116	124	131
非流动资产	5,174	5,891	6,112	6,268	财务费用	174	206	194	210
长期股权投资	109	144	175	202	加:其他收益	6	20	19	22
固定资产及使用权资产	3,753	3,930	4,054	4,129	投资净收益	50	(7)	10	11
在建工程	230	309	380	444	公允价值变动	(29)	(20)	(25)	(30)
无形资产	171	147	126	107	减值损失	(56)	(70)	(59)	(54)
商誉	288	258	231	207	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	263	329	388	441	营业利润	97	185	338	471
其他非流动资产	361	775	758	736	营业外净收支	(15)	(2)	0	1
资产总计	9,076	11,084	11,765	12,572	利润总额	81	183	338	472
流动负债	3,924	4,207	4,340	4,498	减:所得税	29	22	41	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,184	2,447	2,498	2,549	净利润	52	161	297	416
经营性应付款项	1,282	1,299	1,323	1,364	减:少数股东损益	11	24	51	83
合同负债	105	108	124	142	归属母公司净利润	41	137	247	333
其他流动负债	354	354	394	443	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.07	0.24	0.43	0.58
非流动负债	2,090	2,787	3,039	3,271	EBIT	253	389	532	683
长期借款	559	609	659	709	EBITDA	795	819	955	1,099
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.04	36.39	36.50	36.53
租赁负债	1,315	1,540	1,742	1,924	归母净利率(%)	0.52	1.65	2.58	3.04
其他非流动负债	216	638	638	638	收入增长率(%)	(1.50)	3.50	15.00	14.80
负债合计	6,014	6,994	7,379	7,769	归母净利润增长率(%)	115.01	231.64	79.78	34.88
归属母公司股东权益	2,978	3,982	4,229	4,561					
少数股东权益	83	108	158	241					
所有者权益合计	3,061	4,090	4,387	4,803					
负债和股东权益	9,076	11,084	11,765	12,572					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	565	1,043	689	787	每股净资产(元)	6.14	6.98	7.41	7.99
投资活动现金流	(549)	(747)	(654)	(584)	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	(511)	1,185	71	33	ROIC(%)	2.28	4.33	5.21	6.24
现金净增加额	(324)	1,535	106	236	ROE-摊薄(%)	1.39	3.44	5.83	7.29
折旧和摊销	542	430	423	416	资产负债率(%)	66.27	63.10	62.71	61.80
资本开支	(615)	(632)	(567)	(509)	P/E(现价&最新股本摊薄)	123.61	37.27	20.73	15.37
营运资本变动	(101)	186	(341)	(370)	P/B(现价)	1.46	1.28	1.21	1.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

匠心家居 (301061)

智能家居出口龙头，一体化供应链优势突出 买入 (维持)

2024年02月23日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,925	1,463	1,972	2,423	2,942
同比	46.04%	-24.02%	34.80%	22.90%	21.40%
归母净利润 (百万元)	298.44	334.11	404.31	475.19	558.37
同比	45.15%	11.95%	21.01%	17.53%	17.50%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.33	2.61	3.16	3.71	4.36
P/E (现价&最新摊薄)	23.32	20.83	17.21	14.65	12.46

投资要点

- **专注高端家居研发，领跑智能家居行业：**公司成立于2002年，主要从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售。公司深耕美国及国际市场多年，是全球智能电动沙发、智能电动床行业重要的ODM供应商。同时，公司拥有MotoMotion等具有一定国际知名度的自主品牌。公司注重研究与创新，截至2023年6月已有620项境内外专利，是智能家居行业的领军者。
- **海外智能电动床市场迅速增长，盈利有望进一步提升：**2017-2022年，公司营业总收入从9.0亿元增长至14.6亿元，归母净利润从1.0亿元增长至3.3亿元，盈利稳步增长。2016年-2021年，全球智能电动床市场年复合增长率达22.7%，其中，美国是智能电动床的最大消费市场，海外市场迅速增长。2023年上半年公司外销占比98.8%，在国外家居需求复苏的情况下，公司收入和盈利有望进一步提升。
- **注重产品研发，核心技术护城河深厚：**公司自2014年开始就在欧洲建有自己的概念设计团队，各类设计、研发、技术人员的占比接近10%，研发投入占比达6.7%，远超同业。智能家居高度依赖于核心部件的工艺技术，公司手握多项专利，技术壁垒深厚，在经济下行、需求减弱的大环境下更加彰显优势。
- **一体化供应链优势明显，海外基地提高竞争力：**公司产品的电机、电控和机构件等核心配件为自己设计生产，内部供应链一体化，能有效地压缩成本、保障稳定供应。公司拥有3大生产智造基地，生产主力为越南匠心，主要服务于美国、加拿大，合理规避降低了关税、反倾销税及反补贴税的压力，提高了产品及公司竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为4.0/4.8/5.6亿元，对应EPS为3.16/3.71/4.36元，对应市盈率为17.2/14.7/12.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**美国降息力度及地产复苏不及预期；中美贸易关系恶化超预期；汇率及海运费用波动风险超预期；自主品牌发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.12
一年最低/最高价	29.21/59.72
市净率(倍)	2.38
流通A股市值(百万元)	1,731.84
总市值(百万元)	6,927.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.74
资产负债率(% ,LF)	16.40
总股本(百万股)	128.00
流通A股(百万股)	32.00

相关研究

匠心家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,769	3,129	3,498	3,929	营业总收入	1,463	1,972	2,423	2,942
货币资金及交易性金融资产	2,122	2,346	2,589	2,872	营业成本(含金融类)	986	1,317	1,620	1,977
经营性应收款项	166	220	267	323	税金及附加	7	8	10	12
存货	296	384	468	566	销售费用	50	63	78	100
合同资产	0	0	0	0	管理费用	51	65	85	106
其他流动资产	185	179	173	168	研发费用	97	120	150	185
非流动资产	345	397	433	463	财务费用	(70)	(10)	(9)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	5	5	6
固定资产及使用权资产	266	302	331	355	投资净收益	42	55	61	74
在建工程	2	2	3	3	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	34	32	31	30	减值损失	(6)	(4)	(3)	(3)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	0	1
长期待摊费用	17	20	24	26	营业利润	387	465	553	649
其他非流动资产	26	40	44	48	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	3,113	3,525	3,931	4,392	利润总额	388	465	553	649
流动负债	282	333	370	420	减:所得税	54	60	77	91
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	31	31	31	净利润	334	404	475	558
经营性应付款项	207	245	270	307	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	4	5	6	归属母公司净利润	334	404	475	558
其他流动负债	41	52	64	75	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.61	3.16	3.71	4.36
非流动负债	133	178	211	234	EBIT	271	455	543	639
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	337	506	592	686
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.56	33.19	33.13	32.80
租赁负债	121	162	195	218	归母净利率(%)	22.84	20.51	19.61	18.98
其他非流动负债	12	16	16	16	收入增长率(%)	(24.02)	34.80	22.90	21.40
负债合计	415	510	581	654	归母净利润增长率(%)	11.95	21.01	17.53	17.50
归属母公司股东权益	2,698	3,015	3,350	3,739					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,698	3,015	3,350	3,739					
负债和股东权益	3,113	3,525	3,931	4,392					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	264	305	380	439	每股净资产(元)	21.08	23.55	26.17	29.21
投资活动现金流	(252)	(206)	(184)	(146)	最新发行在外股份(百万股)	128	128	128	128
筹资活动现金流	(204)	(73)	(112)	(153)	ROIC(%)	8.59	13.07	13.77	14.53
现金净增加额	(126)	47	85	140	ROE-摊薄(%)	12.38	13.41	14.18	14.94
折旧和摊销	65	51	49	47	资产负债率(%)	13.32	14.48	14.78	14.88
资本开支	(36)	(86)	(77)	(69)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.83	17.21	14.65	12.46
营运资本变动	(47)	(89)	(91)	(101)	P/B(现价)	2.58	2.31	2.08	1.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

麒盛科技 (603610)

电动床赛道先行者，内外销齐头并进

买入 (维持)

2024年02月23日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,967	2,663	3,119	3,630	4,186
同比	31.28%	-10.23%	17.10%	16.40%	15.30%
归母净利润 (百万元)	357.12	25.63	234.00	292.26	335.82
同比	30.61%	-92.82%	813.13%	24.90%	14.90%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.00	0.07	0.65	0.82	0.94
P/E (现价&最新摊薄)	10.21	142.27	15.58	12.47	10.86

投资要点

- **专注智能睡眠领域，智能家居标杆企业：**公司成立于2005年，是一家致力于健康睡眠智能技术与大数据应用的全球化跨国企业，也是世界上最大的智能电动床制造商之一。2014年收购奥格莫森，正式进入美国市场。目前公司智能电动床已占据美国1/2市场。
- **外销稳健发展，内销有望进一步增长：**2022年公司智能电动床占美国智能电动床进口量的50.6%，市场份额稳步提升。目前美国电动床渗透率较低，未来发展空间大，利好公司未来发展。内销方面，麒盛科技是北京2022年冬奥会和冬残奥会官方智能床唯一供应商，公司注重媒体宣传，打开公司知名度，内销有望快速增长。
- **注重研发，把握核心技术，智能化、数据化提高产品壁垒：**公司重视产品力的打造，每年研发投入较大，2022年达1.6亿元，拥有748项国内外专利。公司产品先发优势显著，议价能力强。近年来，麒盛科技布局并启动未来智能家居产品战略，专注智能睡眠领域，聚焦研发科技睡眠产品，智能化、数据化将进一步提高产品壁垒。
- **厚积薄发，经营受海外市场影响大，2024年业绩有望进一步改善：**公司营业总收入2017-2022年从13.9亿元增长至26.6亿元，归母净利润2017-2021年从1.1亿元增长至3.6亿元，2022年受海外市场周期性需求降低和冬奥会营销支出影响，归母净利润降至0.3亿元，2023Q1-Q3归母净利润为1.9亿元，同比大幅增长，利润率企稳。公司外销占比90%，以欧美市场为主，随着欧美市场进入补库周期，需求复苏，2024年盈利有望进一步改善，公司厚积薄发后续成长可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为2.3/2.9/3.4亿元，对应EPS为0.65/0.82/0.94元，对应市盈率为15.6/12.5/10.9倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**美国降息力度及地产复苏不及预期；中美贸易关系恶化超预期；汇率及海运费用波动风险超预期；电动床渗透率提升不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.40
一年最低/最高价	8.35/14.43
市净率(倍)	1.14
流通A股市值(百万元)	3,728.29
总市值(百万元)	3,728.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.09
资产负债率(% ,LF)	35.10
总股本(百万股)	358.49
流通A股(百万股)	358.49

相关研究

《麒盛科技(603610): 先发切入电动床蓝海赛道, 欧美产业升级细分龙头》

2020-02-23

麒盛科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,752	3,159	3,487	3,854	营业总收入	2,663	3,119	3,630	4,186
货币资金及交易性金融资产	1,682	1,976	2,130	2,310	营业成本(含金融类)	1,821	2,003	2,330	2,679
经营性应收款项	247	286	333	384	税金及附加	15	11	13	17
存货	737	803	920	1,046	销售费用	394	405	472	544
合同资产	0	0	0	0	管理费用	240	281	327	377
其他流动资产	86	95	105	115	研发费用	160	156	192	230
非流动资产	1,923	1,962	1,963	1,954	财务费用	(120)	(44)	(48)	(49)
长期股权投资	245	245	245	245	加:其他收益	23	11	15	17
固定资产及使用权资产	1,066	1,060	1,046	1,024	投资净收益	(23)	(50)	(20)	(17)
在建工程	202	218	233	246	公允价值变动	(124)	0	0	0
无形资产	120	121	122	123	减值损失	9	(9)	(9)	(8)
商誉	17	21	25	28	资产处置收益	2	(1)	1	1
长期待摊费用	16	12	8	4	营业利润	41	257	332	381
其他非流动资产	256	285	285	285	营业外净收支	(3)	4	2	2
资产总计	4,675	5,121	5,450	5,808	利润总额	39	261	333	383
流动负债	863	982	1,025	1,071	减:所得税	16	29	43	50
短期借款及一年内到期的非流动负债	324	391	351	311	净利润	23	232	290	333
经营性应付款项	309	345	388	432	减:少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)
合同负债	6	6	7	8	归属母公司净利润	26	234	292	336
其他流动负债	224	240	279	320	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.07	0.65	0.82	0.94
非流动负债	743	878	964	1,043	EBIT	66	217	285	334
长期借款	349	419	482	539	EBITDA	215	353	417	461
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.61	35.77	35.83	36.00
租赁负债	296	341	363	386	归母净利率(%)	0.96	7.50	8.05	8.02
其他非流动负债	98	119	119	119	收入增长率(%)	(10.23)	17.10	16.40	15.30
负债合计	1,606	1,860	1,989	2,114	归母净利润增长率(%)	(92.82)	813.13	24.90	14.90
归属母公司股东权益	3,064	3,258	3,461	3,696					
少数股东权益	5	3	1	(2)					
所有者权益合计	3,068	3,261	3,461	3,694					
负债和股东权益	4,675	5,121	5,450	5,808					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	575	366	388	416	每股净资产(元)	8.55	9.09	9.65	10.31
投资活动现金流	(176)	(202)	(150)	(133)	最新发行在外股份(百万股)	358	358	358	358
筹资活动现金流	(10)	105	(84)	(103)	ROIC(%)	1.00	4.57	5.47	6.05
现金净增加额	438	294	154	180	ROE-摊薄(%)	0.84	7.18	8.45	9.09
折旧和摊销	149	136	132	127	资产负债率(%)	34.36	36.32	36.49	36.40
资本开支	(275)	(148)	(134)	(120)	P/E(现价&最新股本摊薄)	142.27	15.58	12.47	10.86
营运资本变动	292	(71)	(99)	(108)	P/B(现价)	1.19	1.12	1.05	0.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

永艺股份 (603600)

国内座椅制造龙头，海外产能布局领先

买入 (维持)

2024年02月23日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,659	4,055	3,714	4,468	5,147
同比	35.67%	-12.95%	-8.42%	20.30%	15.20%
归母净利润 (百万元)	181.33	335.21	303.93	363.34	428.96
同比	-22.01%	84.86%	-9.33%	19.55%	18.06%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.54	1.01	0.91	1.09	1.29
P/E (现价&最新摊薄)	19.35	10.47	11.55	9.66	8.18

投资要点

- **起源椅业之乡，历经二十余年发展为行业领军者：**永艺股份成立于2001年，通过十余年的快速稳健发展，公司注册资金达3亿多元，拥有员工7000余名和国内外四大生产基地。公司控股股东永艺控股有限公司持股32.5%，股权结构稳定。公司管理层采用股权激励，将管理层与公司发展绑定，带动管理层积极性。
- **掌握核心科技，强研发能力供能稳健发展：**公司注重产品研发，掌握多项核心技术和专利，铆准中高端产品定位，专注产品专业度和性能。是宜家的代加工商，costco、山姆等多家大型超市的供货商。公司深度绑定优质客户资源，夯实海外市场。
- **采取 OEM/ODM 全球化经营策略，规模效应降低成本：**公司先行进行海外产能布局，已有越南生产基地、罗马尼亚生产基地。同时推进销售区域全球化发展，之前销售重点为欧美区域，现在逐渐开始向新兴国家外扩。通过 OEM/ODM 全球化，完成业务、产品、原材料、供应链的整合，利用规模效应降低成本，提高公司竞争力。
- **经营受欧美市场影响大，2023 年以来需求边际改善：**2017-2022 年公司营业总收入从 18.4 亿增长至 40.6 亿，归母净利润从 1.0 亿增长至 3.4 亿，发展势头强劲。公司产品主要销售至国外，外销占比 79.5%，公司受欧美市场影响大，2021 年归母净利润同比下降 22%，2024 年美国有望降息带动房地产行业回暖，2023 年以来美国家具需求边际改善，进入拉动式补库，2024 年公司收入及归母净利润有望重回增长通道。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 3.0/3.6/4.3 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.09/1.29 元，对应市盈率为 11.6/9.7/8.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**美国降息力度及地产复苏不及预期；中美贸易关系恶化超预期；汇率及海运费波动风险超预期；原材料价格上涨超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.46
一年最低/最高价	8.24/13.81
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	3,164.28
总市值(百万元)	3,482.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.20
资产负债率(% ,LF)	33.97
总股本(百万股)	332.91
流通 A 股(百万股)	302.51

相关研究

永艺股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,648	1,956	2,246	2,603	营业总收入	4,055	3,714	4,468	5,147
货币资金及交易性金融资产	688	1,094	1,228	1,452	营业成本(含金融类)	3,271	2,858	3,424	3,937
经营性应收款项	456	418	503	578	税金及附加	18	11	16	21
存货	407	357	437	503	销售费用	147	230	281	324
合同资产	0	0	0	0	管理费用	176	186	223	257
其他流动资产	97	86	78	69	研发费用	161	139	168	180
非流动资产	1,339	1,375	1,395	1,400	财务费用	(14)	(38)	(44)	(45)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	29	18	21
固定资产及使用权资产	1,059	1,106	1,134	1,146	投资净收益	(3)	(4)	4	5
在建工程	29	15	2	(9)	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	209	217	225	232	减值损失	(14)	(1)	(1)	0
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	90	0	1	1
长期待摊费用	16	12	9	6	营业利润	388	353	423	499
其他非流动资产	22	20	20	19	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	2,987	3,331	3,641	4,002	利润总额	390	353	423	499
流动负债	1,131	1,046	1,076	1,103	减:所得税	52	48	57	67
短期借款及一年内到期的非流动负债	333	251	172	93	净利润	337	306	366	432
经营性应付款项	625	613	705	789	减:少数股东损益	2	2	2	3
合同负债	13	12	15	17	归属母公司净利润	335	304	363	429
其他流动负债	160	169	184	205	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	0.91	1.09	1.29
非流动负债	83	106	130	152	EBIT	286	315	378	453
长期借款	50	77	101	123	EBITDA	392	403	472	551
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.34	23.05	23.37	23.50
租赁负债	4	0	0	0	归母净利率(%)	8.27	8.18	8.13	8.33
其他非流动负债	29	29	29	29	收入增长率(%)	(12.95)	(8.42)	20.30	15.20
负债合计	1,213	1,151	1,205	1,255	归母净利润增长率(%)	84.86	(9.33)	19.55	18.06
归属母公司股东权益	1,760	2,164	2,418	2,727					
少数股东权益	14	16	18	20					
所有者权益合计	1,774	2,180	2,435	2,747					
负债和股东权益	2,987	3,331	3,641	4,002					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	739	501	414	504	每股净资产(元)	5.82	6.50	7.26	8.19
投资活动现金流	(30)	(129)	(108)	(96)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	(456)	14	(173)	(184)	ROIC(%)	11.30	11.68	12.55	13.83
现金净增加额	280	406	134	224	ROE-摊薄(%)	19.05	14.04	15.03	15.73
折旧和摊销	106	88	93	97	资产负债率(%)	40.62	34.56	33.11	31.36
资本开支	(64)	(129)	(116)	(104)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.47	11.55	9.66	8.18
营运资本变动	370	93	(47)	(26)	P/B(现价)	1.81	1.62	1.45	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

恒林股份 (603661)

办公椅行业龙头，大家居战略稳步推进

买入 (维持)

2024年02月23日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,778	6,515	8,092	9,677	11,207
同比	21.81%	12.76%	24.20%	19.60%	15.80%
归母净利润 (百万元)	337.66	352.86	432.63	521.20	621.49
同比	-7.05%	4.50%	22.61%	20.47%	19.24%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.43	2.54	3.11	3.75	4.47
P/E (现价&最新摊薄)	19.08	18.26	14.89	12.36	10.37

投资要点

- **二十余年稳健经营，办公椅行业出口领先者：**公司成立于1998年，秉持“成为世界一流绿色家居企业”的愿景，公司成为国内领先的健康坐具开发企业、国内最大的办公椅制造商和出口商之一，连续13年办公椅行业出口第一，年销售额约65亿元，产品出口遍布全球。大股东王江林持股比例高达69.6%，股权集中，股权结构稳定。采取股权激励机制，提高中高层员工积极性。
- **欧美市场消费复苏，公司有望强劲发展：**公司深耕欧美市场，2023年上半年外销占比78.1%，与全球知名企业IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet、Home Retail、MGB建立长期稳定的合作关系。目前海外市场去库进入尾声，2023Q1-Q3营业总收入达57.76亿元，归母净利润已达3.66亿元，呈现增长势头，随着欧美市场消费复苏，公司有望强劲发展。
- **发展跨境电商业务，海外市场线上渗透率提高：**公司2019年开始布局跨境电商业务，目前在加州、新泽西、亚特兰大和德州有四个海外仓。2020年疫情后，公司加强线上渠道建设，海外市场线上渗透率提高，自主品牌销售增加，为公司带来新的发展点。
- **收购多家公司，业务版图扩大：**2019年跨国收购瑞士办公行业领军企业Lista Office，进军高端制造业，拓展欧洲市场，推动全球化发展布局。2021年收购厨博士，打开全装修房定制家居市场，进一步推进“大家居”战略。2022年收购永裕家居，扩容绿色家居环境新赛道。
- **把握机遇迅猛发展，业务增长势头喜人：**2017-2022年公司营业总收入从19.0亿元增长至65.2亿元，归母净利润从1.7亿元增长至3.5亿元，公司把握发展机遇，积极拓展海外市场，2019、2020年实现归母净利润同比增长42.4%、49.3%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为4.3/5.2/6.2亿元，对应EPS为3.11/3.75/4.47元，对应市盈率为14.9/12.4/10.4倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**美国降息力度及地产复苏不及预期；中美贸易关系恶化超预期；汇率及海运费用波动风险超预期；跨境电商业务发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.85
一年最低/最高价	29.59/52.99
市净率(倍)	1.68
流通A股市值(百万元)	6,098.09
总市值(百万元)	6,098.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.17
资产负债率(% ,LF)	60.33
总股本(百万股)	139.07
流通A股(百万股)	139.07

相关研究

恒林股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,642	4,832	5,270	5,776	营业总收入	6,515	8,092	9,677	11,207
货币资金及交易性金融资产	1,245	1,494	1,353	1,311	营业成本(含金融类)	5,096	6,130	7,326	8,461
经营性应收款项	1,485	1,360	1,606	1,845	税金及附加	27	32	39	45
存货	1,682	1,788	2,116	2,421	销售费用	510	688	832	975
合同资产	13	0	0	0	管理费用	324	405	494	583
其他流动资产	218	190	195	199	研发费用	197	243	290	336
非流动资产	4,151	5,058	5,698	6,244	财务费用	(9)	87	94	108
长期股权投资	81	71	62	54	加:其他收益	20	21	24	28
固定资产及使用权资产	2,346	2,565	2,715	2,804	投资净收益	85	(3)	10	11
在建工程	473	568	653	730	公允价值变动	(14)	0	0	0
无形资产	487	631	764	900	减值损失	(76)	(52)	(43)	(23)
商誉	458	707	931	1,132	资产处置收益	(1)	1	2	2
长期待摊费用	22	25	28	31	营业利润	383	474	595	717
其他非流动资产	283	491	544	592	营业外净收支	(4)	15	2	3
资产总计	8,793	9,890	10,968	12,020	利润总额	379	488	598	721
流动负债	4,346	4,963	5,619	6,203	减:所得税	38	51	66	86
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,669	1,837	2,019	2,200	净利润	341	437	532	634
经营性应付款项	1,618	1,890	2,177	2,421	减:少数股东损益	(12)	4	11	13
合同负债	394	469	552	628	归属母公司净利润	353	433	521	621
其他流动负债	666	766	871	954	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.54	3.11	3.75	4.47
非流动负债	1,131	1,266	1,337	1,401	EBIT	310	576	691	829
长期借款	702	776	843	903	EBITDA	630	947	1,073	1,219
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.78	24.24	24.30	24.50
租赁负债	325	330	334	337	归母净利率(%)	5.42	5.35	5.39	5.55
其他非流动负债	104	160	160	160	收入增长率(%)	12.76	24.20	19.60	15.80
负债合计	5,477	6,229	6,956	7,603	归母净利润增长率(%)	4.50	22.61	20.47	19.24
归属母公司股东权益	3,279	3,619	3,960	4,352					
少数股东权益	37	41	52	65					
所有者权益合计	3,316	3,660	4,012	4,416					
负债和股东权益	8,793	9,890	10,968	12,020					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	631	1,426	936	998	每股净资产(元)	23.58	26.02	28.48	31.29
投资活动现金流	(330)	(1,219)	(1,026)	(919)	最新发行在外股份(百万股)	139	139	139	139
筹资活动现金流	(235)	26	(51)	(120)	ROIC(%)	4.95	8.17	8.91	9.68
现金净增加额	201	249	(141)	(42)	ROE-摊薄(%)	10.76	11.95	13.16	14.28
折旧和摊销	320	372	382	390	资产负债率(%)	62.29	62.99	63.42	63.26
资本开支	(399)	(1,075)	(978)	(878)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.26	14.89	12.36	10.37
营运资本变动	(15)	480	(131)	(168)	P/B(现价)	1.96	1.78	1.63	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>