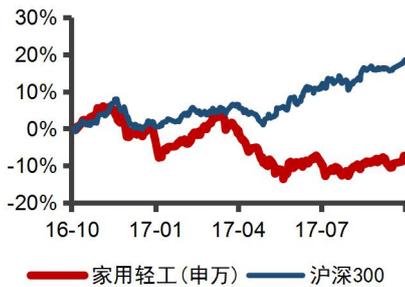


定制家具行业

报告原因：深度报告

2017年10月13日

行业与沪深300走势比较



分析师

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel：010-83496341

Email：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理

杨晶晶

Tel：010-83496322

Email：yangjingjing@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A

座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

多重因素抵御地产“寒冬”，五大核心竞争力甄选定制龙头

行业研究/深度报告

投资要点：

- ◆ **地产下行影响变弱，定制龙头可穿越周期。** 尽管2016年初至今商品房销售一直处于下行周期，但定制龙头索菲亚实现了逆周期高速增长，2017年Q1、H1营收和净利润同比增速均保持在46%以上，且环比增速呈现小幅上升的趋势。**中长期需求放量无忧，三四线城市+旧房翻新空间广阔。**三四线城市地产销售强劲，已成为新增住房装修的主要阵地，三四线城市作为当前城镇化、去库存的主力，预计其地产景气度仍将延续。同时，旧房装修翻新比例持续上升，未来存量需求有望成为主力，我们测算2016年居民二次装修的旧房套数约有458万套，旧房的家具更新需求巨大。
- ◆ **消费升级背景下，渗透率提升可抵御地产影响，助力逆周期增长。** 经过敏感性分析，我们发现：定制家具渗透率的提升可以在一定程度上抵消地产下行的负面影响，进而实现逆周期增长。当前定制衣柜的渗透率仅为29%，基数小、增速大，因此逆周期增长的能力更强。我们认为，在地产调控收紧、新房销售降温的影响下，定制家具行业仍可依靠渗透率的持续提升维持高景气度。
- ◆ **把握五大核心竞争力，多维度量化指标甄选定制龙头。** 我们提出定制家具企业的五大核心竞争力：生产力、产品力、渠道力、服务力和品牌力，并选取多维度量化指标，从成本控制能力、生产制造能力、设计研发能力、多品类扩张范围和效果、门店扩张进程、单店盈利能力、品牌影响力、品牌建设力度和效果、盈利能力等方面进行分析和排名，最终甄选出定制家具绝对龙头企业为：欧派家居、索菲亚，二线龙头企业为：尚品宅配、志邦股份和好莱客。
- ◆ **首次给予定制家具行业“看好”评级。** 定制家具行业集中度的提升是未来趋势，核心竞争力突出的定制龙头企业有望享受行业增长和市占率提升的双重红利，成长确定性最强。**重点推荐定制衣柜龙头索菲亚**，以及品类布局最完善的定制龙头品牌欧派家居。
- ◆ **风险提示：** 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；原材料价格波动等。



目 录

1. 定制家具行业兴起动因与相对优势分析.....	6
1.1 定制家具行业的兴起动因——家具消费属性视角.....	6
1.2 定制家具行业的相对优势——财务指标对比视角.....	7
1.2.1 盈利能力：显著强于行业整体.....	7
1.2.2 营运能力：轻资产、“零库存”、高周转.....	9
1.2.3 现金流量：预收账款占比高，现金流充沛.....	11
2. 地产后周期 VS 渗透率提升：影响因素与敏感性分析.....	13
2.1 地产后周期：定制龙头穿越周期，中长期需求放量无忧.....	13
2.1.1 地产下行影响变弱，定制龙头可穿越周期.....	13
2.1.2 三四线城市地产销售强劲，门店渠道下沉是方向.....	15
2.1.3 多场景家装需求旺盛，旧房翻新空间广阔.....	17
2.2 定制家具渗透率提升：迎合消费升级的两个维度.....	20
2.2.1 从购买产品到购买服务：重服务、重体验.....	20
2.2.2 从大众产品到高端商品：重品牌、重品质.....	21
2.2.3 天花板尚远，定制衣柜渗透率提升空间仍大.....	22
2.3 市场空间测算与敏感性分析：渗透率提升对地产下行的“抵消”.....	23
3. 把握五大核心竞争力，多维度数据甄选定制龙头.....	25
3.1 生产力：降成本、增效率，产能扩张提速.....	26
3.1.1 柔性化+信息化，成本效率管控能力优秀.....	26
3.1.2 产能利用率高，加速产能扩张.....	27
3.2 产品力：设计研发实力强大，多品类扩张成效显著.....	28
3.2.1 设计研发高投入，专利成果丰硕.....	28
3.2.2 多品类扩张发力，新品类增速亮眼.....	29
3.3 渠道力：门店扩张与单店增长并重.....	30
3.3.1 门店扩张加速，渠道下沉收效.....	31
3.3.2 单店盈利能力强，单店收入增长快.....	31
3.4 服务力：提升成交率，优化客户体验.....	32
3.5 品牌力：粉丝基础坚实，品牌营销效果优秀.....	33
4. 重点公司推荐.....	35
4.1 索菲亚：定制衣柜龙头企业，客单价、订单量双双提升.....	35
4.2 欧派家居：定制家具领军品牌，多品类布局效益卓著.....	37



图 目 录

图 1 : 家具的消费属性.....	6
图 2 : 2017 年定制家具公司密集上市.....	7
图 3 : 定制家具公司与家具行业整体: 营业收入同比 (%).....	7
图 4 : 定制家具公司与家具行业整体: 利润总额同比 (%).....	8
图 5 : 定制家具公司与家具行业整体: 毛利率 (%).....	8
图 6 : 定制家具公司与家具上市公司整体: ROE (%).....	9
图 7 : 定制家具公司与家具上市公司整体: 存货周转率 (次).....	11
图 8 : 定制家具公司与家具上市公司整体: 应收账款周转天数 (天).....	11
图 9 : 定制家具公司与家具上市公司整体: 固定资产周转率 (次).....	11
图 10 : 定制家具公司与家具上市公司: 经营活动现金流净额/归母净利润 (%).....	12
图 11 : 定制家具公司与家具上市公司: 销售商品收到的现金/营业收入 (%).....	12
图 12 : 家具行业与地产销售的滞后相关性 (月).....	13
图 13 : 索菲亚营收增长与商品房销售面积同比增速的相关性 (季).....	14
图 14 : 各线城市商品房住宅销售面积: 累计同比 (%).....	15
图 15 : 三四线城市住宅库存及去化周期下行显著.....	15
图 16 : 50 大中城市房价收入比.....	16
图 17 : 定制家具装修住房类型及比例: 以新房、旧房翻新为主.....	17
图 18 : 新生儿出生数量及历次婴儿潮 (万).....	17
图 19 : 中国消费者房屋装修面积情况 (2016).....	18
图 20 : 2005-2015 年住宅销售面积/套数.....	18
图 21 : 定制家具 45 平米小户型设计案例.....	18
图 22 : 深圳二手房住宅成交量高于新房.....	19
图 23 : 北京二手房住宅成交量高于新房.....	19
图 24 : 城镇居民人均可支配收入同比增长高于 GDP 增速.....	20
图 25 : 1993-2013 年城镇居民消费支出构成比例 (%) 变化幅度.....	20
图 26 : 尚品宅配旗下新居网的家居 DIY 体验馆.....	21
图 27 : 消费升级产品增长显著 (%).....	22
图 28 : 家具消费者年龄段分布 (2016).....	22
图 29 : 近七成消费者在装修时偏好定制家具.....	22
图 30 : 2009-2016 年定制橱柜产量的占比 (%).....	23
图 31 : 定制衣柜行业增速的敏感性分析结果 (以住宅销售增速为变量).....	25
图 32 : 定制橱柜行业增速的敏感性分析结果 (以住宅销售增速为变量).....	25
图 33 : 2016 年定制衣柜行业市场格局.....	26
图 34 : 2016 年定制橱柜行业市场格局.....	26
图 35 : 定制家具上市公司现有产能情况及产能扩张项目.....	27
图 36 : 定制家具上市公司研发投入及成果.....	28
图 37 : 定制家具一站式购买解决四大家装烦恼.....	29



图 38 : 索菲亚 VR 体验区.....	33
图 39 : 欧派家居“金保姆”服务战略.....	33



表 目 录

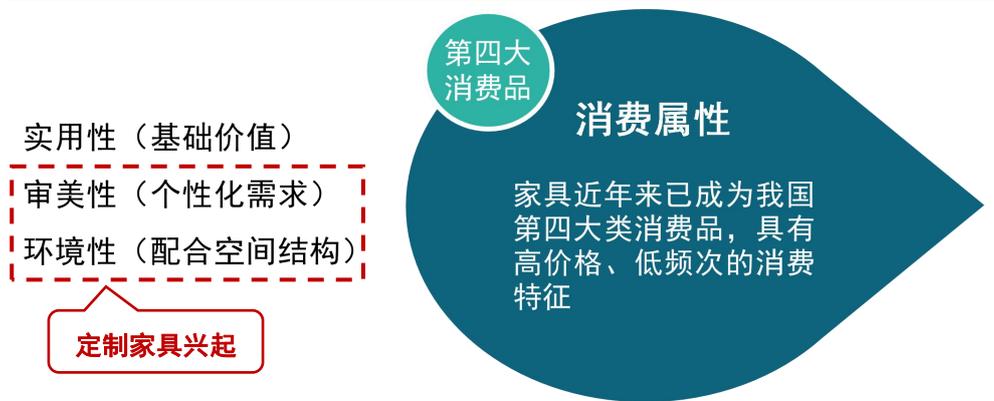
表 1 : 定制家具、成品家具和手工打制家具的优劣势对比.....	6
表 2 : 定制家具公司与成品家具公司: 库销比.....	10
表 3 : 定制家具公司与成品家具公司: 预收账款/营业收入.....	11
表 4 : 定制衣柜市场空间测算 (终端价口径)	23
表 5 : 定制橱柜市场空间测算 (终端价口径)	24
表 6 : 定制衣柜行业增速的敏感性分析结果 (以住宅销售增速为变量)	24
表 7 : 定制橱柜行业增速的敏感性分析结果 (以住宅销售增速为变量)	25
表 8 : 定制家具上市公司单位成本及价格变动幅度.....	26
表 9 : 定制家具上市公司产品品类及其占主营收入比例 (2017H1)	29
表 10 : 2016 年定制家具上市公司各类产品营业收入同比增减.....	30
表 11 : 定制家具上市公司门店扩张情况.....	31
表 12 : 2016 年定制家具上市公司平均单店收入.....	32
表 13 : 定制家具上市公司品牌价值和影响力.....	33
表 14 : 2016 年定制家具上市公司广告投放和销售费用.....	34
表 15 : 2016 年定制家具上市公司盈利能力指标.....	35

1. 定制家具行业兴起动因与相对优势分析

1.1 定制家具行业的兴起动因——家具消费属性视角

家具已成为我国第四大类消费品，具有高价格、低频次的消费特征，是兼具实用性、审美性、环境性三重特性的消费品。具体而言，家具既要具有较高的实用价值和质量标准，又要符合客户的审美情趣和风格诉求；此外，家具的选购还需要综合考虑所处建筑物、整体空间的调性等环境因素，通常需要与室内空间结构、设计风格相连接。

图 1：家具的消费属性



资料来源：山西证券研究所

定制家具行业的兴起动因在于：定制家具更好地满足了家具消费属性中的审美性和环境性，解决了手工打制家具和成品家具存在的部分用户痛点。定制家具主打个性化设计、款式新颖（满足审美性），可以有效解决小户型、多梁多柱或不规则问题房型的空间利用难题（满足环境性）。此外，虽然手工打制家具同样是量尺定制、可满足个性化设计需求，但其无法达到消费者对家具健康无害、绿色环保的硬性要求。

表 1：定制家具、成品家具和手工打制家具的优劣势对比

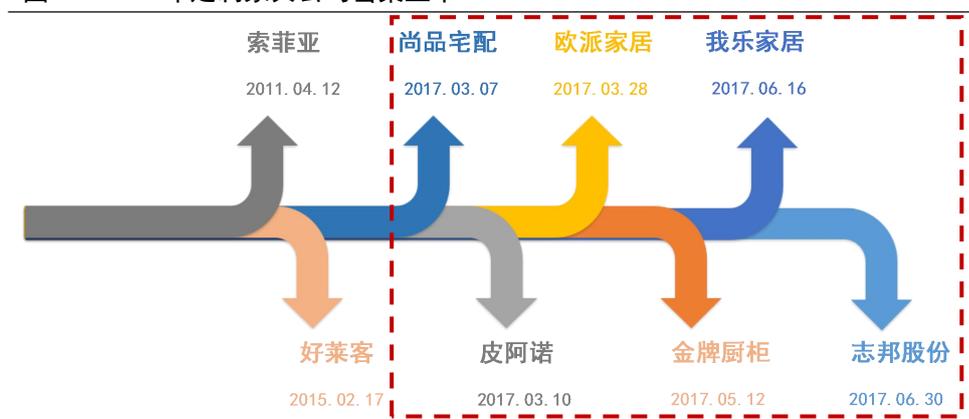
项目	手工打制家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
优势	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、价格较低	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、材料高档、做工精美	1、款式美观、多种材质可选 2、样式已经确认，可根据实物现场选购家具 3、价格相对较低 4、有现货，订货到交货周期短	1、款式新颖、尺寸可变、空间利用率高 2、整体风格与个性化需求结合更完美 3、规模化生产效率高、安装便捷 4、解决问题房型（多梁多柱、不规则）困扰

劣势	1、质量不稳定 2、式样单一、欠缺美观 3、一般需油漆、胶水等，存在环保隐患 4、现场施工周期长，影响生活	1、价格相对较高	1、尺寸固定、空间利用率低 2、样式已经确定，较难匹配客户实际房型及装修风格的整体统一	1、价格相对较高 2、无现成产品，等待周期较长
----	--	----------	--	----------------------------

资料来源：山西证券研究所、尚品宅配招股说明书

2017 年以来，定制家具企业的密集上市，也从侧面反映出定制家具行业的高成长性和广阔的发展空间。目前上市的定制家具企业主要包括定制衣柜、定制橱柜、全屋定制三类。

图 2：2017 年定制家具公司密集上市



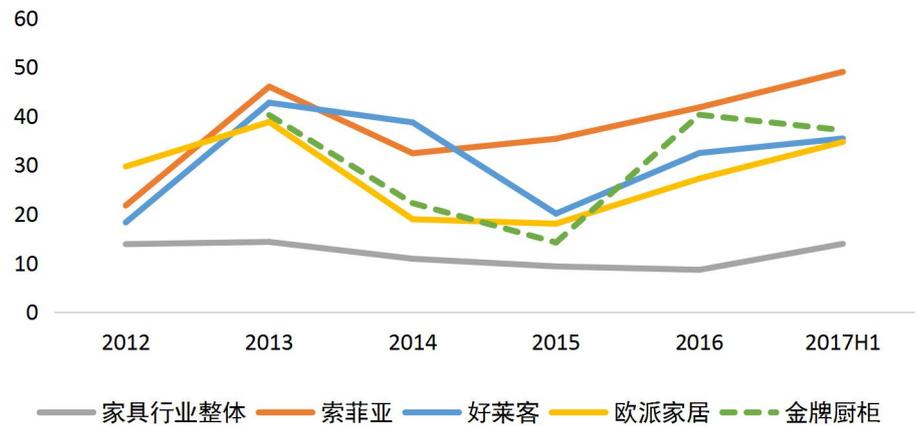
资料来源：山西证券研究所

1.2 定制家具行业的相对优势——财务指标对比视角

1.2.1 盈利能力：显著强于行业整体

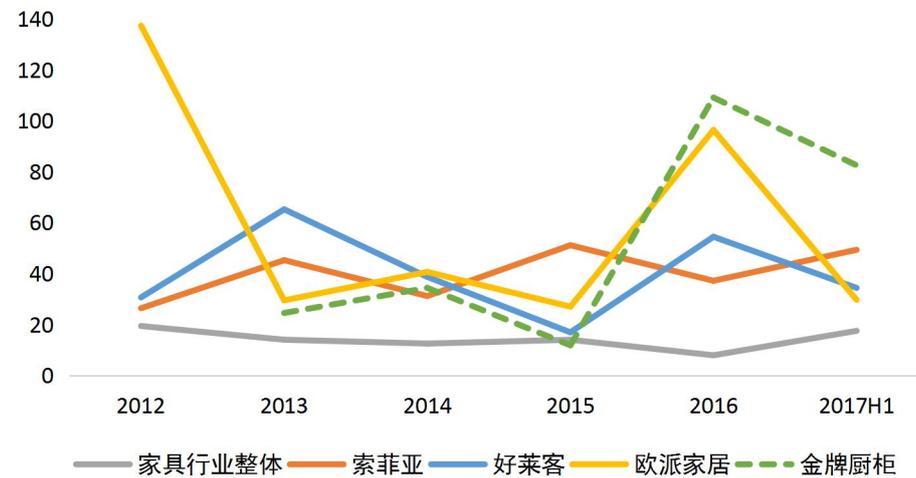
定制家具上市公司的营业收入、利润总额增速亮眼，盈利能力显著强于行业整体。2012 年至 2016 年，家具制造行业业务收入、利润总额年均复合增长率分别为 12.00%、11.75%，2016 年同比仅增长 8.60%、7.9%。而定制家具上市公司营业收入、利润总额的年平均增长率分别约为 30%、45%，2016 年，欧派家居、金牌厨柜的利润总额增速更是达到 96.40%、109.11%，大幅超过家具行业整体的增长率水平。

图 3：定制家具公司与家具行业整体：营业收入同比（%）



资料来源：山西证券研究所、wind

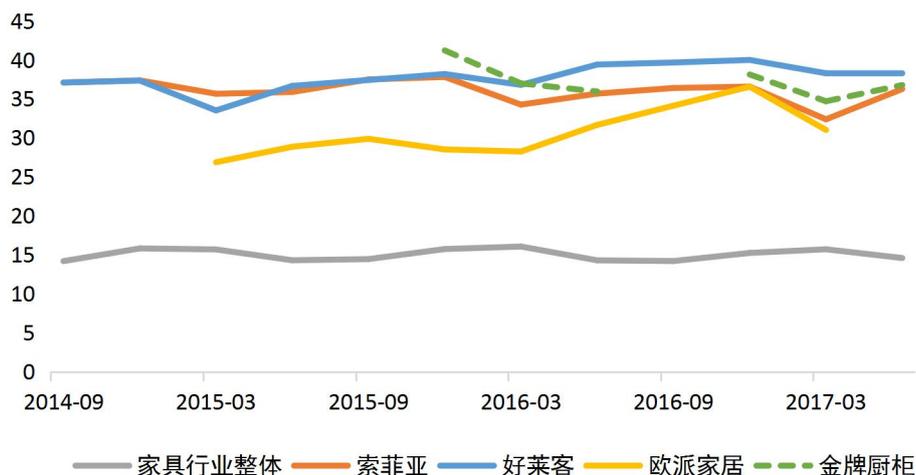
图 4：定制家具公司与家具行业整体：利润总额同比 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

定制家具公司的毛利率大幅超过行业整体水平。家具行业整体毛利率偏低，2014-2017 上半年，家具制造业平均毛利率仅为 15.08%，而定制家具上市公司的整体毛利率水平在 30%以上。其中，索菲亚、好莱客的平均毛利率分别为 36.96%、37.77%，尚品宅配的平均毛利率更是高于 45%。

图 5：定制家具公司与家具行业整体：毛利率 (%)

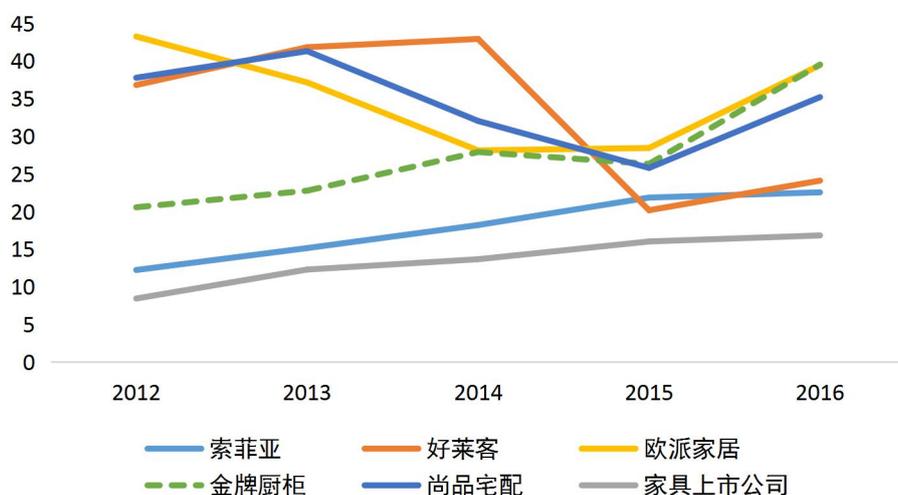


资料来源: 山西证券研究所、wind

2012-2016 年, 好莱客、欧派家居、金牌厨柜和尚品宅配的净资产收益率平均值分别为 33.17%、35.28%、27.42%、34.42%和 34.42%, 显著高于家具行业整体水平(同期平均 ROE 为 13.45%)。

综上, 定制家具已然成为家具行业全新的蓝海领域和盈利增长点。

图 6: 定制家具公司与家具上市公司整体: ROE (%)



资料来源: 山西证券研究所、wind

1.2.2 营运能力: 轻资产、“零库存”、高周转

在传统成品家具店, 消费者参考样品家具下单购买, 为保证快速供货、缩短交货周期, 不致使客户流失, 成品家具公司都有一定的库存, 不仅对于仓储场地的要求较高, 而且伴随着一定的仓储成本和风险。而定制家具公司采取订单式销售模式, 以销定产, 以客户需求决定产品供给, 在理论上形成了“零库

存”。因此定制家具公司不存在库存成本和滞销成本，资产周转能力和抗风险能力显著优于成品家具公司。

2014-2016年，成品家具公司的库销比（库存量/销售量）集中在4%-15%区间，美克家居的库销比甚至超过80%，而定制家具公司的库销比大多在0.5%-1.5%之间，显著低于成品家具公司的水平，存货对资金的占用极少。

表 2：定制家具公司与成品家具公司：库销比

公司	年份	2016	2015	2014
定制家具公司				
索菲亚		0.97%	1.45%	1.52%
好莱客		0.74%	0.40%	0.48%
成品家具公司				
曲美家居		4.94%	5.54%	3.80%
喜临门		6.62%	4.54%	3.97%
大亚圣象		17.54%	12.10%	15.37%
美克家居		85.44%	107.00%	87.94%
宜华生活		10.57%	20.95%	16.88%

资料来源：山西证券研究所、wind

注：其他定制家具上市公司未披露库存数据，此处只列示索菲亚和好莱客的库销比。

定制家具公司的资产周转率高、营运能力优秀。

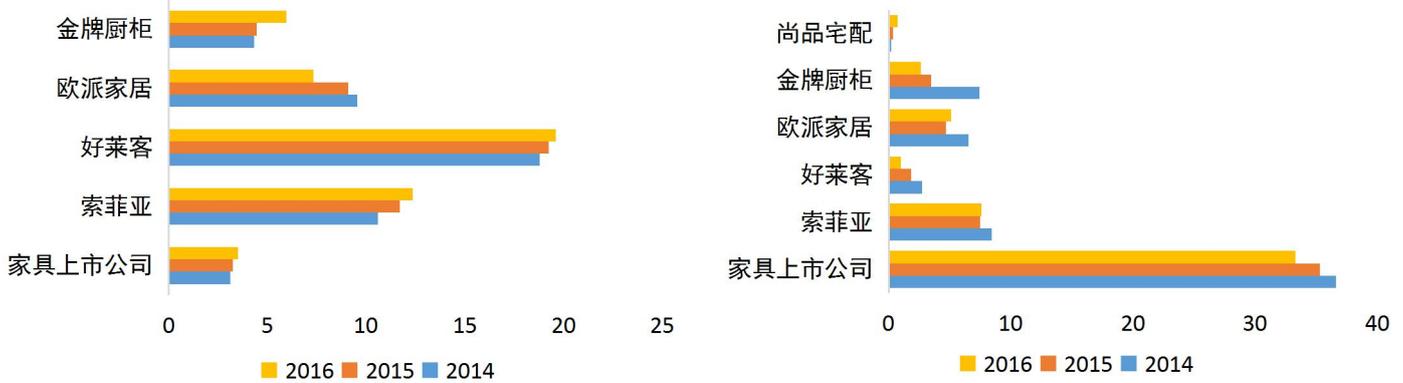
(1) 存货周转率：家具上市公司整体的存货周转率为3次左右。除去存货周转率最低的金牌厨柜（5次左右），定制家具上市公司的存货周转率在6-20次不等，显著高于行业整体水平。好莱客的存货周转率平均值最高，达到19次以上。

(2) 应收账款周转率：定制家具企业多以经销模式为主，直接面向个人客户，因此资金回收快、应收账款周转率更高。2016年，好莱客的应收账款周转天数为2天左右，尚品宅配的应收账款周转天数不到1天，而家具行业整体的应收账款周转天数在36天左右。

(3) 固定资产周转率：定制家具公司的固定资产占总资产比重约为20%-40%，凭借一流的柔性化生产技术和信息化管理系统，定制家具公司对厂房、设备等固定资产的利用率更高、管理水平更好。家具上市公司整体的固定资产周转率为2-3次左右，定制家具上市公司的固定资产周转率则在4-5次左右，

略优于行业整体表现，尚品宅配的平均固定资产周转率更是达到 12 次。

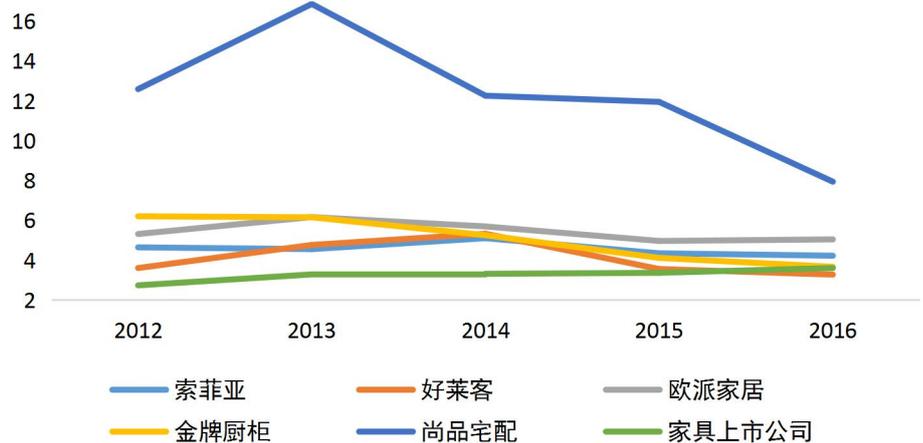
图 7：定制家具公司与家具上市公司整体：存货周转率（次） 图 8：定制家具公司与家具上市公司整体：应收账款周转天数（天）



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

图 9：定制家具公司与家具上市公司整体：固定资产周转率（次）



资料来源：山西证券研究所、wind

1.2.3 现金流量：预收账款占比高，现金流充沛

定制家具公司在完成测量尺寸、设计方案确认通过之后，客户即需付全款，因此预收账款余额高，现金流充沛。2012-2016 年，欧派家居、金牌厨柜和尚品宅配的预收账款占比在 12%-20%左右，而成品家具上市公司的预收账款占比均值基本在 2%-5%之间。

表 3：定制家具公司与成品家具公司：预收账款/营业收入

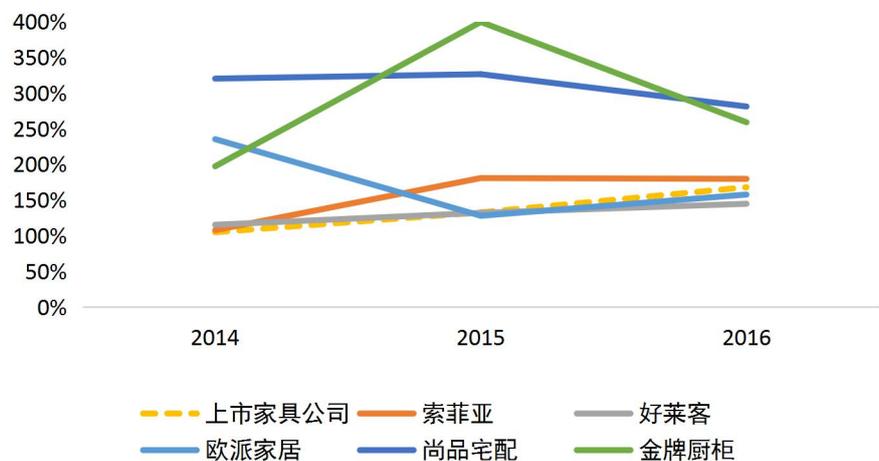
公司	2016	2015	2014	2013	2012
定制家具公司					
索菲亚	9%	4%	3%	3%	3%

好莱客	8%	8%	8%	11%	5%
欧派家居	15%	13%	17%	14%	20%
金牌厨柜	13%	16%	10%	12%	12%
尚品宅配	19%	20%	22%	20%	13%
成品家具公司					
曲美家居	5%	4%	3%	3%	4%
喜临门	2%	2%	2%	3%	1%
大亚圣象	7%	6%	5%	5%	3%
顾家家居	14%	7%	5%	7%	6%
宜华生活	2%	1%	2%	1%	2%

资料来源：山西证券研究所、wind

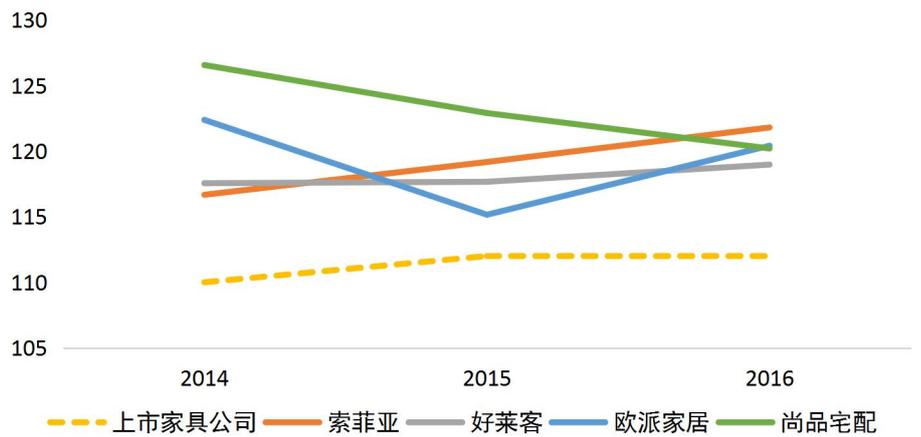
定制家具公司基本采用“先款后货”的经营模式，现金流量先流入、再流出，有效缓解了现金流压力，因此经营活动产生的现金流净额均为正数，而且普遍高于净利润，有的甚至高达3、4倍。从销售商品收到的现金占营业收入的比重来看，四家定制家具公司的占比约为120%，高于家具上市公司112%的整体水平。

图 10：定制家具公司与家具上市公司：经营活动现金流净额/归母净利润（%）



资料来源：山西证券研究所、wind

图 11：定制家具公司与家具上市公司：销售商品收到的现金/营业收入（%）



资料来源：山西证券研究所、wind

2. 地产后周期 VS 渗透率提升：影响因素与敏感性分析

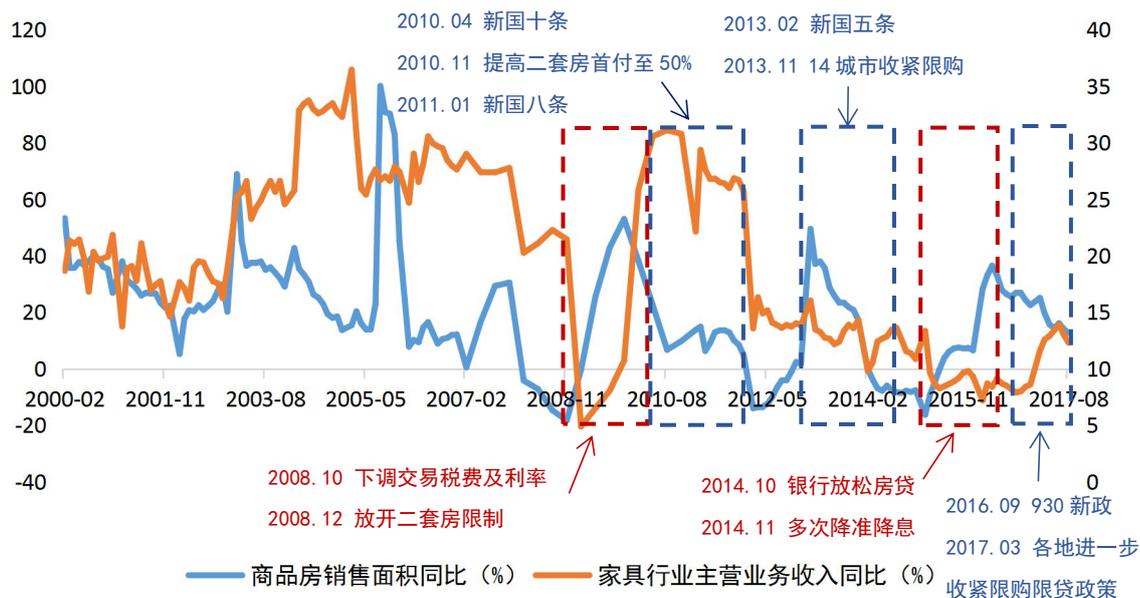
2.1 地产后周期：定制龙头穿越周期，中长期需求放量无忧

2.1.1 地产下行影响变弱，定制龙头可穿越周期

家具是地产的下游行业，随房地产销售的火爆或疲乏而波动，由于家具的购置和装修发生在交房之后，因此家具行业与地产销售具有较显著的滞后相关性，滞后期约 12 个月，地产后周期属性明显。

近年来，地产销售对家具行业景气度的影响变弱。从历史数据来看，2012 年之后，家具行业主营业务收入同比增速保持在 7%-17% 之间，相比以往在地产周期下的大起大落，波动幅度缩窄、相关程度变弱。

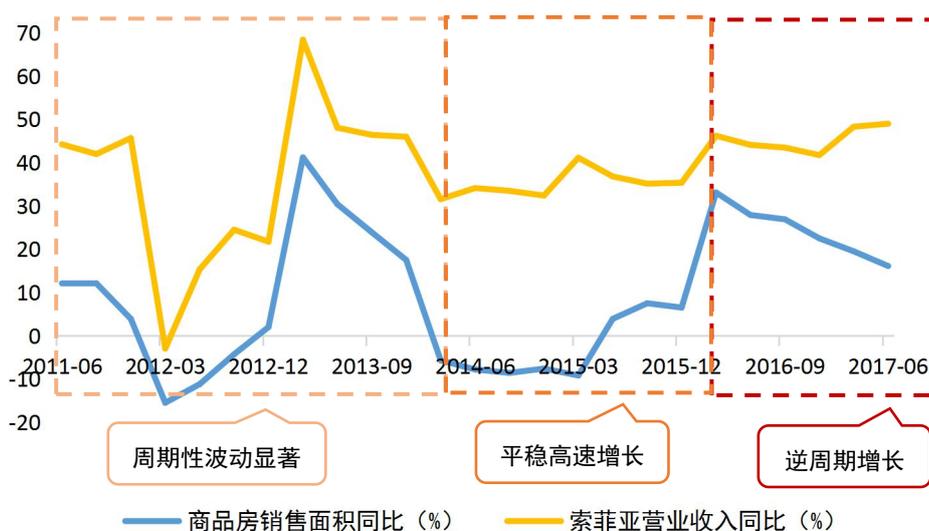
图 12：家具行业与地产销售的滞后相关性（月）



资料来源：山西证券研究所、wind

近年来，定制龙头穿越周期，甚至实现逆周期高速增长。2013 年之前，索菲亚与地产周期基本同步，营收增长速度跟随商品房销售上下波动幅度较大；2013 年之后，地产销售对索菲亚经营业绩的影响相对变弱，索菲亚营业收入保持每年 30%-50% 的平稳高速增长；特别是 2016 年 3 月以来，商品房销售面积同比增速一直处在下行通道，而索菲亚凭借定制家具渗透率的提升，加上自身开店渠道下沉、订单量和客单价的增长，2017 年一季度和上半年营收和净利润同比增速均保持在 46% 以上，且环比增速呈现小幅上升的趋势。

图 13：索菲亚营收增长与商品房销售面积同比增速的相关性（季）



资料来源：山西证券研究所、wind

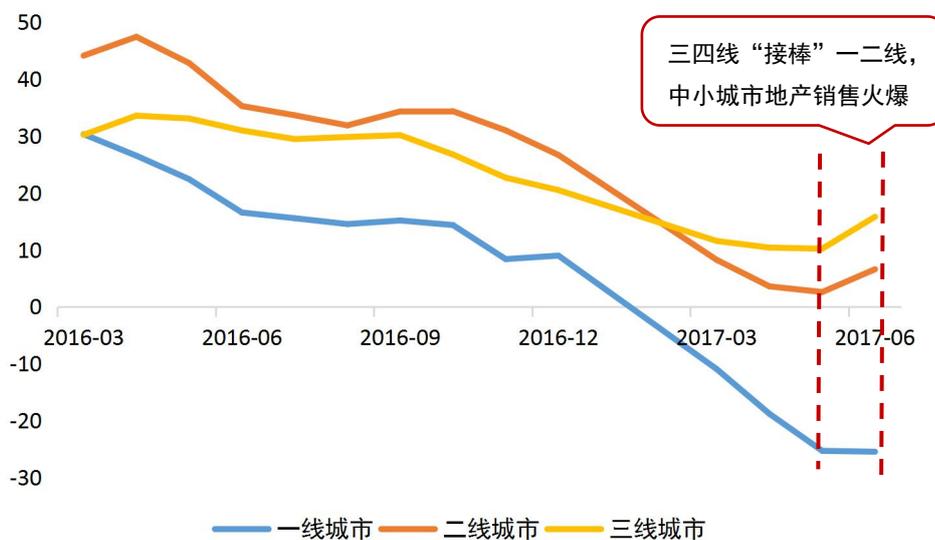
参考海外地产与家具消费的联动，我们也发现类似的逆周期增长现象：韩

国房地产在 2001-2015 年的增速只有 3.1%，而同期韩国定制家具龙头汉森的销售收入复合增速却高达 11.9%。

2.1.2 三四线城市地产销售强劲，门店渠道下沉是方向

2016 年以来，三四线城市地产销售强劲，已“接棒”一二线城市成为新增住房的主要阵地。2016 年一线城市商品房销量增速为 9.0%，较 2015 年下降 6.3%；二线城市商品房销量增速为 27.1%，同比上升 18.1%；三四线城市商品房销售面积增速为 21.6%，同比上升 16.6%。

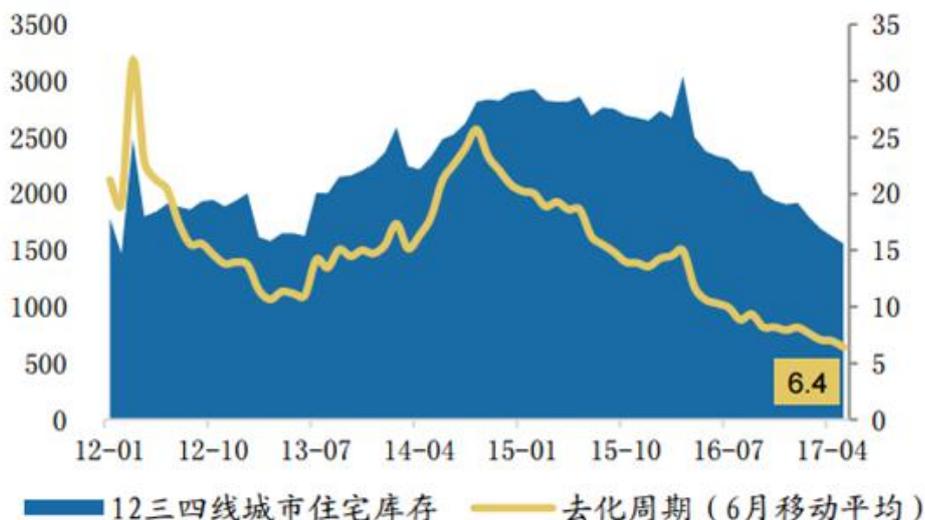
图 14：各线城市商品房住宅销售面积：累计同比（%）



资料来源：山西证券研究所、wind

考虑到政府的去库存战略尚未实施完毕，中小城市的城镇化率相对较低，三四线城市作为当前城镇化、去库存的主力，其地产景气度仍将延续。政府采取信贷宽松、契税优惠、鼓励人才购房、鼓励农民工进城买房等手段，推动三四线楼市成交端持续回暖，去化周期下行显著。

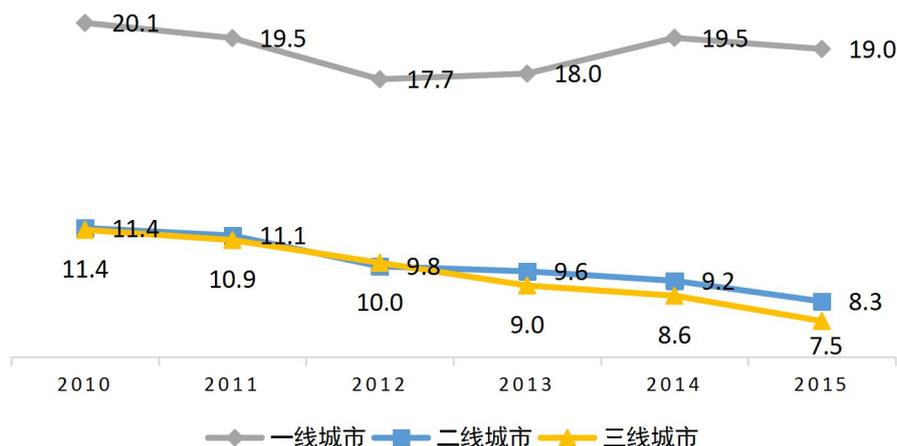
图 15：三四线城市住宅库存及去化周期下行显著



资料来源：山西证券研究所、wind

三四线城市的住房销售更多属于刚性的自住需求，购房居民的家装意愿和期望较高，绝大多数新增住房在交房时转化为家具消费的需求，因此对定制家具行业的提振作用明显。特别是2014年以来，一线城市房价急速攀升，房价收入比超过19倍，居民购房难度较大，且房地产的投资属性较强；而三四线城市居民收入增长的同时房价涨幅较小，2015年三线城市房价收入比仅为7.5倍，购房能力远强于一线城市和其他核心城市。

图 16: 50 大中城市房价收入比



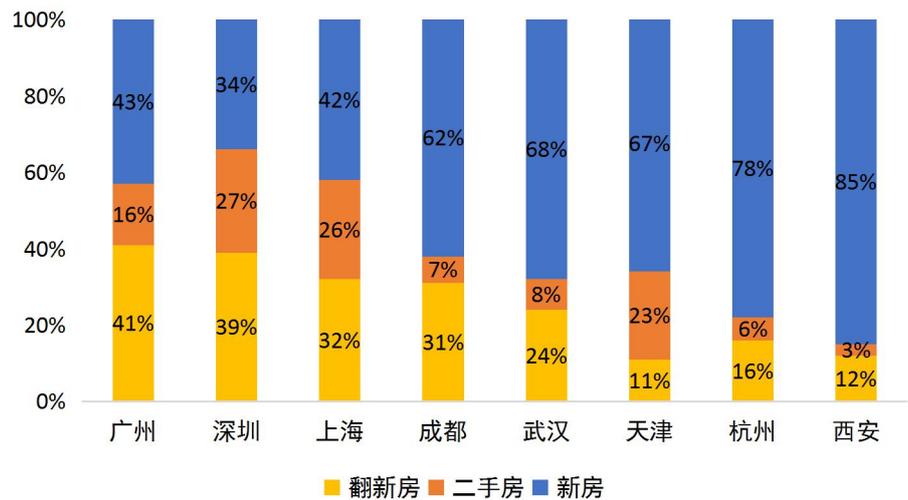
资料来源：山西证券研究所、wind

因此，布局全国，渠道下沉至三四五线城市、地县级城市的定制家具公司，有望享受地产增量销售的红利，特别是终端门店网点密集、效率高、盈利能力强的公司，在未来将有机会开发大量新增客户和订单。

2.1.3 多场景家装需求旺盛，旧房翻新空间广阔

目前，定制家具的装修住房类型以新房和翻新房为主，其中新房又包括首套房和改善型住房。一线城市的新房、翻新房装修比例大致相等，二三线城市的新房装修比例更大，可达到七成以上。多种装修住房类型对应着多种场景的家装需求，有望持续推动定制家具行业的高速增长。

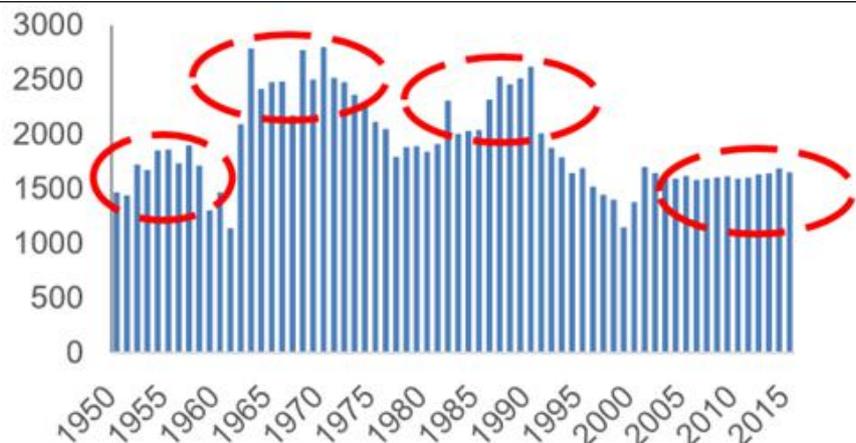
图 17：定制家具装修住房类型及比例：以新房、旧房翻新为主



资料来源：山西证券研究所、公司公告

我国最近的三次生育高峰期出生的人口在 2017 年分别处于 45-55 岁、25-35 岁和 0-10 岁的年龄区间。其中，45-55 岁对应着改善型住房（二次换房）和旧房翻新的主要适龄；25-35 岁人口对应着首套房/婚房的购买需求。

图 18：新生儿出生数量及历次婴儿潮（万）



资料来源：山西证券研究所、中国产业信息网

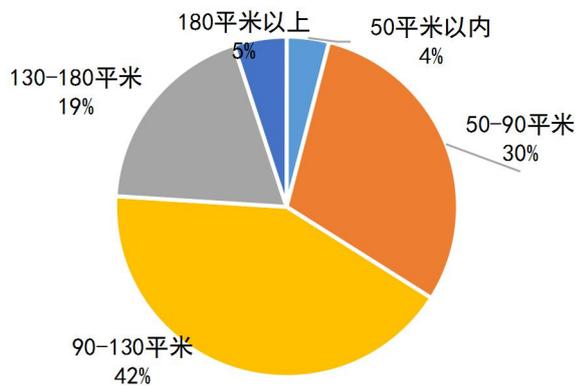
结合当前人口年龄结构的特征，以下三场景住房装修的需求旺盛：

80、90 后：首套房/婚房（刚需住房）

随着第三次生育高峰期出生的“80”后及“90”后陆续进入适婚年龄，我国迎来了新一代的婚育高峰。数据显示 1985-1995 年出生的人口，平均每年约有近 2000 万，2010 年以来我国新婚对数保持在 1200 万对以上。

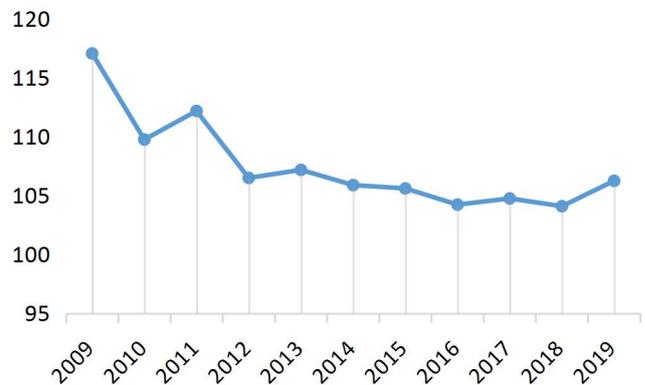
25-35 岁年轻人财富积累不足、还贷能力较弱，购房以小户型为主。近年来，90 平米以下的小户型住宅在装修房屋中的占比已超过 30%。随着小户型住宅的增加，家具和装修过程中空间利用率的提升越来越重要。定制家具能充分地利用犄角旮旯每一处空间，可为某个空间单独打造。

图 19：中国消费者房屋装修面积情况（2016）



资料来源：山西证券研究所、搜房家居研究中心

图 20：2005-2015 年住宅销售面积/套数



资料来源：山西证券研究所、wind

图 21：定制家具 45 平米小户型设计案例



资料来源：山西证券研究所

同时，这一消费群体个性鲜明，自主意识强烈，在挑选产品的过程中，更加热衷于追求专属自己的配套家具产品，并对个性化设计、品质和服务有更高

的要求。因此，在首套房、婚房装修的场景中，以新婚夫妻、年轻人群为主的客户，对定制家具的偏好和购买需求很高。

60、70后：改善型住房

第二次生育高峰期出生的“60”后处于财富的最理想状态；“70”后则陆续进入事业上升期，在收入上有一定的积累，同时，随着家庭人口数增加、子女处于适学年龄，对生活质量水平的要求明显提高，追求品质精良的配套家具，舒适通透的家居设计。与此同时，二胎政策的全面放开也将刺激家居改善性需求增长。

改善型住房群体对定制家具优势的核心匹配点包括：（1）该群体的经济实力较强，对中高端定制家具具有更高的价格承受能力；（2）该群体已有一定的身份地位，追求更高的生活质量，注重格调品位，因此更看重家具的私人定制属性、高档次、舒适性和美观性。

旧房翻新：空间广阔，大有可为

随着二手房交易量逐渐超过新房，一二线核心城市全面进入存量房时代，伴随而来的是巨大的旧房翻新装修需求。我国第一批商品房建成于80年代，按照住房翻新周期为10-15年计算，目前大量老房已经达到“换装”年限。自2005年始，我国住宅商品房进入高速发展的十年，2016年全国存量房数量约为2.29亿套，2014-2016年平均增速约5.40%。以每年2%的翻新需求比例来计算，2016年居民二次装修的旧房套数约有458万套，存量市场家具更新需求巨大。

图 22：深圳二手房住宅成交量高于新房

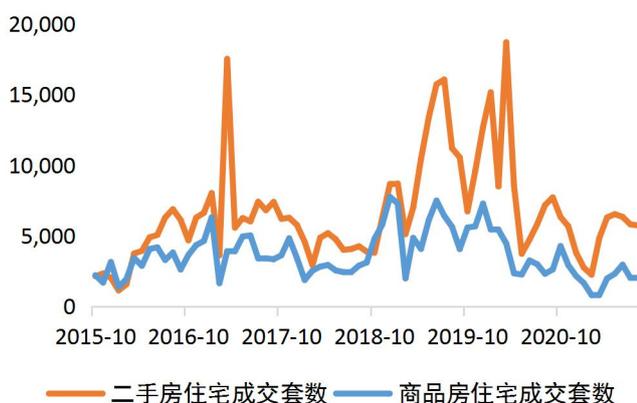
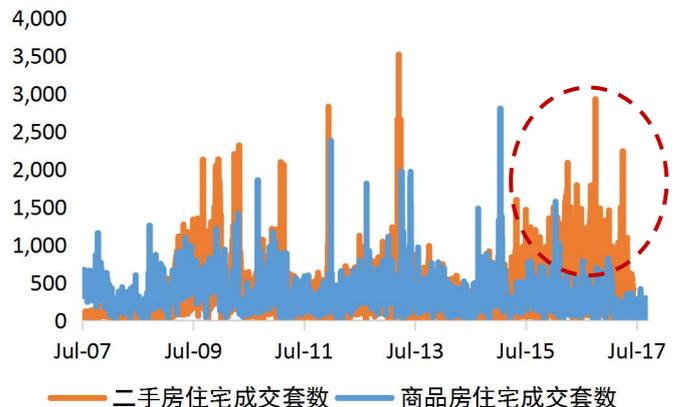


图 23：北京二手房住宅成交量高于新房



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

从数据上看，旧房装修翻新比例持续上升，尤其是在一线重点城市，如上海、广州和深圳，二手房和存量房装修翻新合计占比接近60%，已经超过新房

装修的比重。预计旧房翻新将成为定制家具一二线城市需求放量的主要发力点。

此外，相比较受房产政策影响而波动较大的新房装修市场而言，旧房翻新市场受房产滞后性影响并不明显，具有较强的地产风险抵抗力和保障性，有望成为定制家具公司未来的主要业务来源。

2.2 定制家具渗透率提升：迎合消费升级的两个维度

自 2010 年以来，城镇居民人均可支配收入增速始终高于 GDP 增速。2016 年全国居民人均可支配收入 23821 元，比上年名义增长 8.4%，显著高于 6.7% 的 GDP 增速。随着国民经济的飞速发展和居民收入显著、持续的提高，居民消费层次也不断升级，消费形态逐步从购买产品到购买服务、从大众产品到高端商品转变。

图 24：城镇居民人均可支配收入同比增长高于 GDP 增速

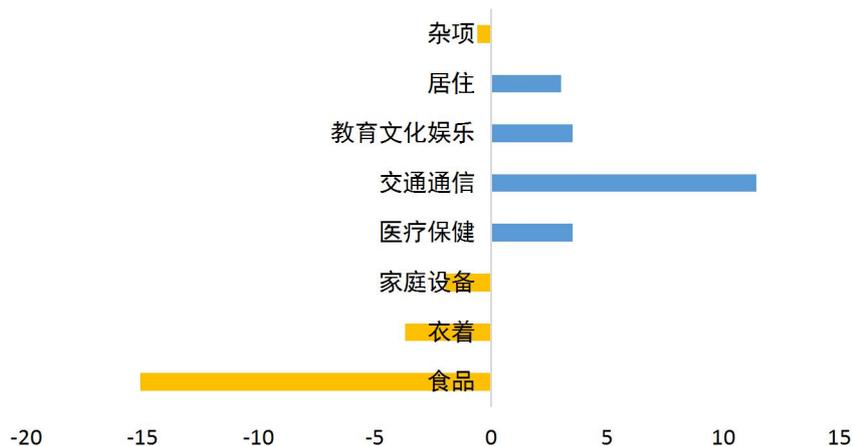


资料来源：山西证券研究所、wind

2.2.1 从购买产品到购买服务：重服务、重体验

消费升级的第一个维度：由重实物消费向重服务消费转变。从居民消费八大类支出看，随着收入水平的提高，医疗保健、交通通信、教育文化娱乐等 3 项服务类消费和居住支出在居民总消费中的比例上升，消费者开始增加提升生活品质及体验的开支。

图 25：1993-2013 年城镇居民消费支出构成比例 (%) 变化幅度



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

在消费升级的这一维度下，消费者更青睐于定制家具工作人员随时待命的服务、设计师贴心的个性化服务和方便灵活的体验与交付。同时，定制家具公司不仅通过设计师上门、用户参与互动等方式为客户提供个性化方案，而且还鼓励客户通过互联网或专卖店参与设计平面布局、体验全屋空间及家居产品模拟。由于客户参与度、服务沟通效率得到提升，定制家具公司最终的装修效果往往更令客户满意。

图 26：尚品宅配旗下新居网的家居 DIY 体验馆

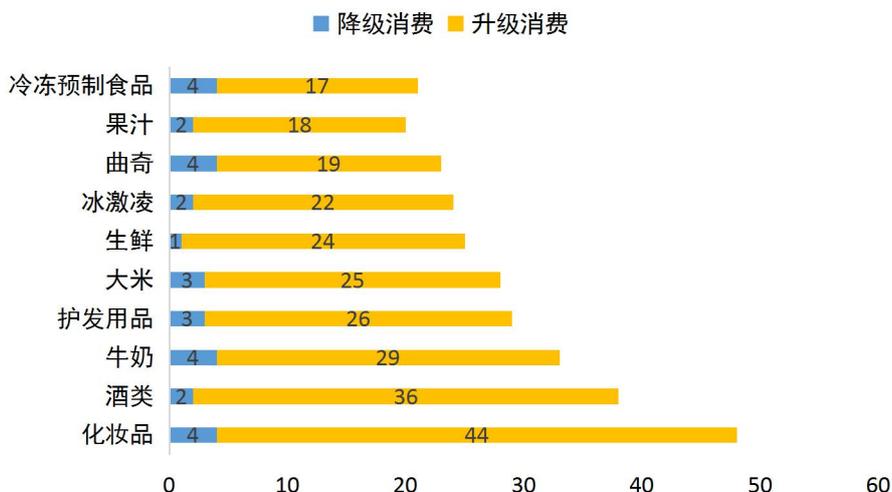


资料来源：山西证券研究所、新居网

2.2.2 从大众产品到高端商品：重品牌、重品质

从消费内部结构看，高端产品的品类增速超过了大众产品和价值型产品的品类。定制家具属于家具大类下的消费升级品，需求收入弹性更大，因此居民可支配收入的增长可明显拉动对定制家具的消费支出。

图 27：消费升级产品增长显著（%）

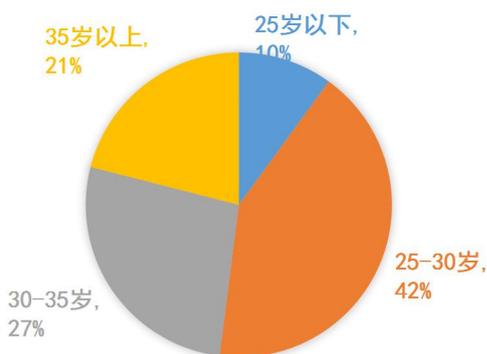


资料来源：山西证券研究所、麦肯锡 2016 年中国消费者调查报告

在消费升级的这一维度下，消费者对产品或服务标准与要求不断提高，家居装修理念也从最初讲究“实惠”、“实用”到注重格调品位和整体风格协调，因此选购家具产品时会更倾向于有品质保证的品牌产品。特别地，80 后、90 后已经成为社会的中坚力量和最重要的消费主体，这一群体更加注重个性化表达和审美追求。定制家具拥有量身定做、个性化设计、整体感强、健康环保等诸多优点，因此更能赢得年轻一代消费者的青睐。

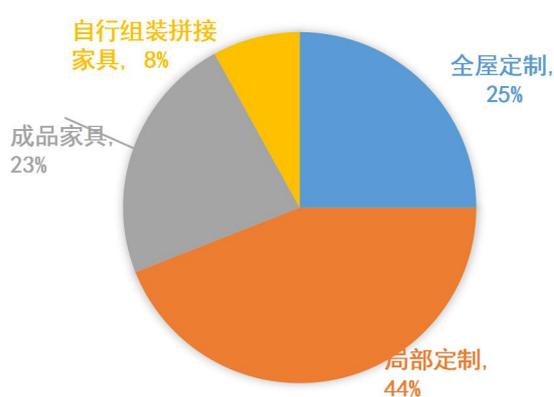
根据市相关场研究报告统计，目前定制家具已广泛为消费者认识接受，调查显示 69% 的人会选择全屋定制或局部定制。

图 28：家具消费者年龄段分布（2016）



资料来源：山西证券研究所、wind

图 29：近七成消费者在装修时偏好定制家具



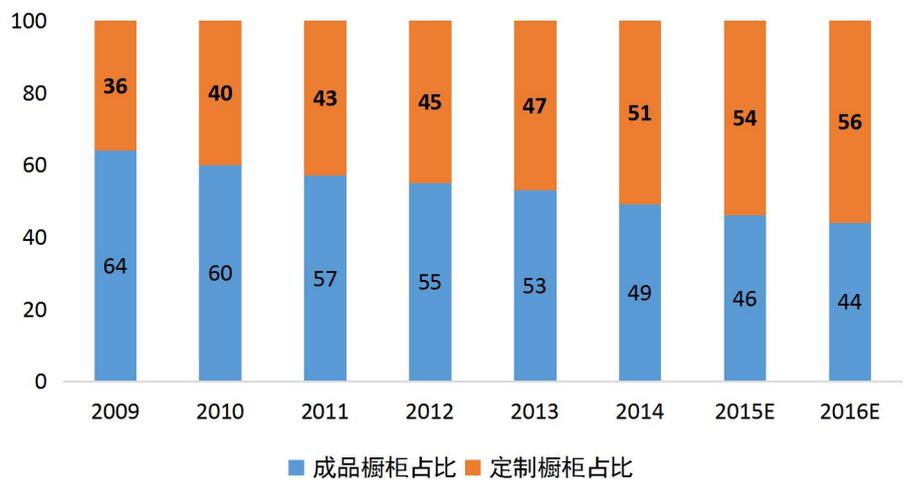
资料来源：山西证券研究所、《中国厨卫市场与消费行为研究报告（2016）》

2.2.3 天花板尚远，定制衣柜渗透率提升空间仍大

根据智研中心数据，2009-2016 年间，定制橱柜的渗透率由 36% 提升至 56%，

每年提升幅度在 2%-4%之间。根据《中国人造板》杂志的调查数据，2009 年定制衣柜的渗透率仅为 15%，根据泛家居网，2016 年定制衣柜渗透率已接近 30%。参考欧美国家定制家具 60%-70%的渗透率，未来定制家具渗透率的提升空间依然较大，天花板远未达到。

图 30：2009-2016 年定制橱柜产量的占比（%）



资料来源：山西证券研究所、智研数据中心

2.3 市场空间测算与敏感性分析：渗透率提升对地产下行的“抵消”

由于当前地产增速放缓，结合历史数据，我们假设 2017-2020 年商品房住宅销售套数的增长率为 8%、7%、5%、5%，当年存量房的新增套数近似等于上一年的住宅销售套数。同时，假设每年旧房翻新的比例为 2%，定制衣柜、定制橱柜的终端售价分别为 8000 元/套和 15000 元/套，渗透率以每年 1%-3%的速度增长，得出定制衣柜和定制橱柜的市场空间测算结果：2017 年定制衣柜、定制橱柜市场规模分别达到 1013 亿元和 1722 亿元，行业增速分别为 18.04%、10.79%。

表 4：定制衣柜市场空间测算（终端价口径）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
住宅销售套数（万套）	1269	1371	1467	1540	1617
住宅销售套数 YOY		8%	7%	5%	5%
存量房套数（万套）	29023	30394	31861	33401	35019
旧房翻新套数（万套）	580	608	637	668	700
装修房套数（万套）	1850	1979	2104	2208	2318
定制衣柜渗透率	29%	32%	35%	38%	40%



平均每户定制衣柜数量（套）	2	2	2	2	2
定制衣柜销量（万套）	1,073	1,267	1,473	1,678	1,854
定制衣柜单价（元/套）	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
定制衣柜市场规模（亿元）	858.37	1,013.20	1,178.36	1,342.69	1,483.35
定制衣柜行业增速		18.04%	16.30%	13.95%	10.48%

资料来源：山西证券研究所

表 5：定制橱柜市场空间测算（终端价口径）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
住宅销售套数（万套）	1269	1371	1467	1540	1617
<i>住宅销售套数 YOY</i>		<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
存量房套数（万套）	29023	30394	31861	33401	35019
旧房翻新套数（万套）	580	608	637	668	700
装修房套数（万套）	1850	1979	2104	2208	2318
定制橱柜渗透率	56%	58%	60%	61%	62%
平均每户定制橱柜数量（套）	1	1	1	1	1
定制橱柜销量（万套）	1,036	1,148	1,263	1,347	1,437
定制橱柜单价（元/套）	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
定制橱柜市场规模（亿元）	1,553.94	1,721.65	1,893.80	2,020.66	2,155.50
定制橱柜行业增速		10.79%	10.00%	6.70%	6.67%

资料来源：山西证券研究所

以住宅销售增速为变量，分别给定每年-3%、-5%、-10%和-15%的假设值，进行敏感性分析。我们发现，定制衣柜行业受住宅销量下滑的影响相对较小，逆周期性增长动力较强，仅当住宅销售持续每年下滑-15%时，定制衣柜行业到2019年才首次出现负增长（-0.04%），而定制橱柜行业在住宅销售增速为-5%的时候就几近停滞甚至下滑。究其原因，目前定制橱柜的渗透率为56%，市场规模较大，增长率处于低位；而定制衣柜的渗透率仅为29%，基数小、增速大，渗透率提升带来的增长效果显著。

表 6：定制衣柜行业增速的敏感性分析结果（以住宅销售增速为变量）

对应的住宅销售增速	2017E	2018E	2019E	2020E
-3%	9.56%	8.61%	7.83%	4.56%
-5%	8.00%	7.12%	6.40%	3.22%
-10%	4.14%	3.51%	3.03%	0.17%
-15%	0.27%	0.04%	-0.04%	-2.45%

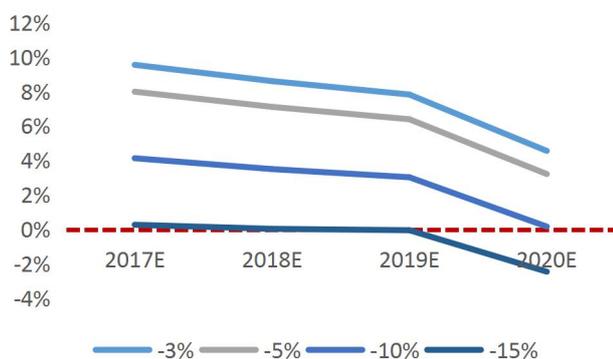
资料来源：山西证券研究所

表 7：定制橱柜行业增速的敏感性分析结果（以住宅销售增速为变量）

对应的住宅销售增速	2017E	2018E	2019E	2020E
-3%	2.82%	2.71%	0.96%	0.95%
-5%	1.37%	1.31%	-0.37%	-0.33%
-10%	-2.26%	-2.10%	-3.52%	-3.28%
-15%	-5.88%	-5.38%	-6.40%	-5.81%

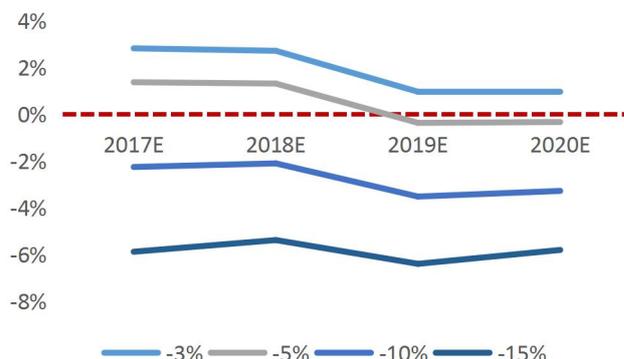
资料来源：山西证券研究所

图 31：定制衣柜行业增速的敏感性分析结果（以住宅销售增速为变量）



资料来源：山西证券研究所

图 32：定制橱柜行业增速的敏感性分析结果（以住宅销售增速为变量）



资料来源：山西证券研究所

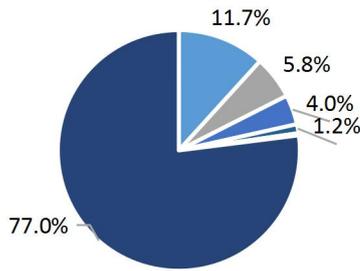
结合前文所述，在地产调控收紧、新房销售降温的影响下，定制家具行业正是依靠渗透率的提升维持高景气度。因此，定制家具渗透率的提升可以在一定程度上抵消地产下行的负面影响，进而实现逆周期增长。渗透率较低的定制品类对地产销售的敏感度较低，抗地产风险的能力显著较强。

3. 把握五大核心竞争力，多维度数据甄选定制龙头

随着定制家具企业纷纷登陆资本市场，家具行业的竞争逐步加剧，也愈发考验企业的核心竞争力。2016年，韩国定制家具龙头企业汉森在韩国的市占率高达37%，而我国定制衣柜行业CR5为23%，定制橱柜行业CR7仅为13%，并且只有索菲亚衣柜的市占率超过了10%，龙头格局尚未形成。

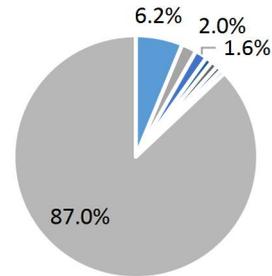
参照相对成熟的海外家居行业，我国定制家具行业集中度的提升是未来必然的趋势。我们认为，核心竞争力突出的定制龙头企业有望享受行业增长和市占率提升的双重红利，成长确定性最强。

图 33：2016 年定制衣柜行业市场格局



■ 索菲亚 ■ 欧派家居 ■ 好莱客
■ 顶固 ■ 皮阿诺 ■ 其他

图 34：2016 年定制橱柜行业市场格局



■ 欧派家居 ■ 志邦股份 ■ 金牌厨柜 ■ 我乐家居
■ 博洛尼 ■ 皮阿诺 ■ 司米橱柜 ■ 其他

资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

3.1 生产力：降成本、增效率，产能扩张提速

3.1.1 柔性化+信息化，成本效率管控能力优秀

柔性化生产和信息化管理可以有效减少材料浪费，提高生产效率，降低定制家具的单位成本和单位价格。同时，随着公司定制家具产销规模的增加，规模化效益将降低单位产品耗用的原材料成本、人工成本及分摊的制造费用。

我们认为，生产工艺和成本效率管控能力优秀的定制家具企业拥有较强的生产端竞争壁垒，单位产品盈利空间、毛利率水平将强于行业整体，在竞争加剧的市场中具有较强的持续生存能力。

由于定制家具上市公司的板材利用率、一次安装成功率、人均产出和订单交付周期等指标数据不全，统计口径不一，较难进行合理比较。因此，我们仅将成本控制能力作为判断依据，对各公司主要产品 2014-2016 年间单位成本及价格的下降幅度作一统计，单位成本下降幅度越大的，视为成本控制能力相对越强，对应的柔性化生产制造和信息化管理体系越完善。据此得出的定制家具行业前 5 名公司为：好莱客、欧派家居、索菲亚、金牌厨柜和志邦股份。

表 8：定制家具上市公司单位成本及价格变动幅度

公司及主营产品	2016 年单位价格	2014-2016 年单位价格变动幅度	2016 年单位成本	2014-2016 年单位成本变动幅度	排名
索菲亚衣柜	135 元/平方米	-14.01%	81 元/平方米	-17.35%	3
好莱客衣柜	229 元/平方米	-7.29%	138 元/平方米	-18.33%	1
尚品宅配	-	-	1352 元/套	-4.65%	
皮阿诺厨柜	8044 元/套	4.82%	4874 元/套	5.54%	



欧派家居橱柜	9556 元/套	-5.89%	5912 元/套	-18.04%	2
金牌厨柜	7208 元/套	-15.85%	4566 元/套	-10.82%	4
我乐家居厨柜	7708 元/套	14.81%	4953 元/套	11.82%	
志邦股份厨柜	7078 元/套	-9.06%	4332 元/套	-9.22%	5

资料来源：山西证券研究所，相关公司公告

3.1.2 产能利用率高，加速产能扩张

截至 2017 年上半年，绝大多数定制家具上市公司产能利用率高于 90%，有的甚至超过 100%，如皮阿诺定制衣柜和厨柜的产能利用率均高于 110%，因此产能不足、产销相对紧张。结合定制家具行业的发展空间和上市公司的业务扩张意图，产能扩张势在必行。

我们综合考虑现有产能、产能利用率和未来产能扩张情况，来判断公司的生产制造能力，据此得出定制家具行业的前 5 家公司为：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦股份和好莱客。

图 35：定制家具上市公司现有产能情况及产能扩张项目

公司	现有产能	产能利用率	在建/拟建产能扩张项目	综合排名
索菲亚	定制衣柜：月均产能 16 万余单； 司米橱柜：日均产能 190 单/天 (2017 上半年)	定制衣柜： 85%	华东生产基地一期投资计划：45 万樘木门产品以及 12 万平方米木窗产品产能储备，对应 10 亿元产值； 华东生产基地三期投资计划提案：预计总投资额 8.02 亿元，预计投资期限为 4 年。	2
好莱客	衣柜：约 700 万平方米/年	90%+	定增建设定制家居智能生产建设项目，项目建成后 will 增加 600 万平方米/年的产能	5
尚品宅配	142 万件	90.13%		3
欧派家居	整体橱柜：50 万套/年； 整体衣柜：73 万套/年； 定制木门：15 万樘/年； 整体卫浴：12 万套/年	93.43%； 90.22%； 91.89%； 90.29%	IPO 募投项目投产后，广州、天津分别新增 15 万套厨柜产能，广州新增 30 万套衣柜产能、60 万樘木门产能；无锡新建年产 10 万套厨柜和年产 30 万套衣柜生产线	1
皮阿诺	定制厨柜 6.5 万套； 定制衣柜 2.5 万套	118.63%； 112.43%	通过 IPO 将新增定制厨柜产能 12 万套，定制衣柜产能 9 万套	
志邦股份	厨柜：20 万套； 衣柜：3 万套	108.64%； 83.46%	通过 IPO 将新增 20 万套定制厨柜产能、12 万套定制衣柜产能	4
我乐家居	厨柜 7.26 万套； 衣柜 2.26 万套； 全屋定制 3500 套	90.53% 96.51% 104.95%	通过 IPO 新建全屋定制家具、实木家具以及台面加工生产线，对应产能分别为 174、8.3、8.3 万平方米	

金牌厨柜	13.5 万套	94.81%	IPO 募集资金用于“江苏金牌年产 7 万套整体厨柜建设项目、江苏金牌年产 6 万套整体厨柜扩建项目、厦门三期项目工程”，预计 2017 年公司产能预计达到 20 万套左右，相比 2016 年增长 45%以上
------	---------	--------	--

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

3.2 产品力：设计研发实力强大，多品类扩张成效显著

3.2.1 设计研发高投入，专利成果丰硕

随着消费者生活质量的提高，消费者对家居用品的舒适性、环保性、新颖性都提出了更高的要求。设计研发能力直接决定了产品品质、生产效率、风格特点和品牌个性，是定制家具企业建设品牌的基石。因此，创新的设计研发能力、完善的设计研发体系以及经验丰富的定制家具设计师团队是定制家具企业的核心竞争力之一。

2012 年以来，定制家具上市公司不断增加在产品的设计研发方面的投入。其中，欧派家居的研发支出接近 2.5 亿元，大幅领先于市，尚品宅配的研发支出达到 1.4 亿元；人员配置方面，欧派家居、索菲亚和好莱客的研发技术人员占比均超过 10%；研发成果方面，欧派家居、索菲亚和金牌厨柜获得专利数量超过 140 个，尚品宅配拥有软件著作权登记证书 150 项。

我们以研发支出、所获专利数量和软件著作权数据为主，结合研发/技术人员配比等来判断公司的设计研发能力，据此得出定制家具行业的前 5 家公司为：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜和皮阿诺。

图 36：定制家具上市公司研发投入及成果

公司	2016 年研发支出 (万元)	所获专利数量 (截至 2017.9)	软件著作权	研发/技术人员 数量	研发/技术人员 占比	综合排名
索菲亚	9035.46	140+	-	1123	12.97%	2
好莱客	4888.89	90+	-	318	10.81%	
尚品宅配	14116.86	38	150	1228	8.74%	3
欧派家居	24925.04	143	26	2079	13.54%	1
皮阿诺	1978.50	107	11	229	16.70%	5
志邦股份	5197.83	87	2	165	8.30%	
我乐家居	2858.92	49	14	100	9.60%	
金牌厨柜	5071.36	149	6	158	6.65%	4

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、国家知识产权局网站

3.2.2 多品类扩张发力，新品类增速亮眼

对于客户而言，定制家具的多品类扩张可以实现一站式选购和一体化设计装修，解决了传统家装的几大烦恼。（1）双职工的三口之家是我国目前典型的城市家庭，工作的高强度和快节奏令其无暇顾及耗时长、繁琐零碎的家具采购和装修环节。定制家具的多品类扩张实现了一站式采购、全流程服务，大大缩减了消费者参与环节的耗时，节省了装修环节的时间成本。（2）多品类扩张可以满足客户对于装修设计统一、整体风格协调的要求。

图 37：定制家具一站式购买解决四大家装烦恼



资料来源：山西证券研究所、欧派家居官网

在大家居战略下，定制家具公司不断进行多品类扩张，产品品类从主流的定制衣柜和定制橱柜，不断延伸至整体电视柜、整体衣帽间、书柜、厨电、木门、地板和整体卫浴等。目前，欧派家居的产品品类当属行业最全。

我们以覆盖品类数量为主，结合主要产品收入占比来评价公司的多品类扩张范围，据此得出定制家具行业的前5家公司为：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、皮阿诺和我乐家居。

表 9：定制家具上市公司产品品类及其占主营收入比例（2017H1）

	索菲亚	好莱客	欧派家居	金牌厨柜	尚品宅配	皮阿诺	志邦股份	我乐家居
定制橱柜	10.75%		56.31%	84.19%	合计约 82.47%	77.43%	90.38%	80.90%
定制衣柜	88.75%	98.17%	31.75%	0.03%		21.05%	5.81%	8.06%
其他定制柜体								
厨电				8.84%				
大家居配套产品					12.58%			11.05%
木门			2.57%					
地板	0.16%							

卫浴			3.13%					
覆盖品类数量	6	2	7	4	5	5	4	4
综合排名	2		1		3	3		5

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

注：橙红色块对应“主营产品”（对应百分比表示占主营业务收入比例），黄色、灰色色块分别对应“其他涉足品种”、“筹划中品种”。

对于定制家具企业而言，多品类扩张在方便客户的一站式购买的同时，也实现了传统优势定制品类对新品的协同销售，带单、引流效果显著，进而提升客单价，巩固品牌知名度和影响力。

因此，我们以新品类营业收入同比增长速度为主，结合传统优势品类营收情况判断公司的多品类扩张效果。新布局产品的营收增速快，且传统优势品类增长稳健的，视为多品类扩张效果越显著，据此我们得出定制家具行业的前5名公司为：索菲亚、欧派家居、志邦股份、金牌厨柜和皮阿诺。

表 10：2016 年定制家具上市公司各类产品营业收入同比增减

公司	衣柜	橱柜	配套家居产品	其他	综合排名
索菲亚	29.49%	<u>376.57%</u>	<u>277.49%</u>	-44.63%	1
好莱客	33.09%		33.09%		
尚品宅配	36.57%		4.65%		
欧派家居	<u>51.23%</u>	13.64%	<u>93.75%</u>	整体卫浴 <u>63.07%</u> 定制木门 <u>71.73%</u>	2
皮阿诺	19.28%	<u>45.62%</u>			5
志邦股份	<u>306.32%</u>	26.69%			3
我乐家居	<u>104.29%</u>	-0.98%			
金牌厨柜		42.90%		厨电 25.32% 厨房用品 20.90%	4

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

注：带有下划线标记的项目为新布局品类，无下划线标记的为传统优势品类

3.3 渠道力：门店扩张与单店增长并重

定制家具行业的销售渠道主要包括：直营模式、经销模式和大宗业务模式。销售渠道承载产品展示、体验、设计、销售等功能，成熟的渠道网络可以帮助企业扩大产品知名度、抢占市场先机、扩大市场份额。目前，定制家具企业的销售渠道普遍以经销商为主、以直营专卖店和大宗用户业务为辅。

3.3.1 门店扩张加速，渠道下沉收效

定制家具上市公司渠道稳步拓展，开店速度较快的一般每年新增 200 家左右。其中，索菲亚旗下的司米橱柜从 2014 年开始起步，2016 年新增司米经销门店 340 家，达到 600 家左右，2017 年中报预计将全年增加至 850 家。2016 年，欧派家居独立衣柜和木门的经销门店新增超过 200 家。2017 上半年，索菲亚衣柜、金牌厨柜、尚品宅配的经销门店开店速度均在 200 家左右。

我们以直营店/经销店数量和经销商数量为主，结合经销店数量增长速度来判断公司的门店扩张进程，据此得出定制家具行业的前 5 家公司为：欧派家居、索菲亚、志邦股份、好莱客和尚品宅配。

表 11：定制家具上市公司门店扩张情况

公司	直营店数量	经销商数量	经销店数量	2016 年经销店数量同比增长	综合排名
索菲亚	-	1540	3090	衣柜 18.75% 司米橱柜 129.89%	2
好莱客	20+	1100	1400	10.73%	4
尚品宅配	76	-	1281	8.75%	5
欧派家居	19	4384	6135	-	1
皮阿诺*	5	881	954	10.42%	
志邦股份	17	1163	1416	10.38%	3
我乐家居	3	750	860	-	
金牌厨柜	42	659	959	10.89%	

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

注：仅标记*号的公司采用 2016 年数据，其他公司均采用 2017 年半年报数据

同时，定制家具上市公司在继续加密一、二线城市销售网点布局的同时，纷纷加强三至五线城市销售网点的下沉。截至 2017 年 6 月底，尚品宅配在三四五线城市的加盟门店数量占比达到 83%，收入占比大幅高于一二线城市，达到 66%。索菲亚、好莱客的经销门店也逐年下沉至四五线城市，2016 年县级市的门店数量占比分别达到 51%和 49%。

3.3.2 单店盈利能力强，单店收入增长快

门店扩张是增量贡献，单店增长更侧重边际贡献。单店盈利能力强、增长快的家具企业，才能吸引更多优质经销商的加盟，才能在竞争日益加剧的新店较量中赢得胜利。

2014 年以来，定制家具上市公司直营店、经销店的单店收入呈现逐年提升的趋势。其中，尚品宅配的单店盈利能力大幅领先，且单店收入增长较快，2016 年直营店、经销店单店收入分别同比增长 30%、18%，直营店平均单店收入高达 2454 万元。

我们以直营店/经销店平均单店收入为主，并结合平均单店收入的增长率来判断公司的单店盈利能力，据此得出定制家具行业的前 5 家公司为：尚品宅配、欧派家居、索菲亚、好莱客和金牌厨柜。

表 12：2016 年定制家具上市公司平均单店收入

公司	直营店平均单店收入（万元）	同比增长率	经销店平均单店收入（万元）	同比增长率	综合排名
索菲亚	-	-	191	9%	3
好莱客	489	40%	101	19%	4
尚品宅配	2454	30%	196	18%	1
欧派家居	1250	4%	橱柜 230 衣柜 177	橱柜 6% 衣柜 40%	2
皮阿诺	252	-17%	53	12%	
志邦股份	750	33%	85	12%	
我乐家居	723	-	81	27%	
金牌厨柜	694	44%	90	32%	5

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

3.4 服务力：提升成交率，优化客户体验

定制家具公司对消费者的服务流程长且繁杂，贯穿售前、售中和售后的全过程。售前服务包括销售导购、产品展示及体验、上门量尺、家具方案的互动设计及反复沟通和修改方案等；售中服务包括订单全程跟踪管理、配送、专业化上门安装及第三方监理服务；售后服务包括客户回访、柜体保养知识传授、产品维修和维护等。

从看样板、上门量尺、产品设计、修改定稿、加工制造、配送、上门安装等工作细节错综复杂，各个环节环环相扣，需要的周期比较长，消费者全程都需要与企业工作人员沟通，因此服务质量成为购买选择的重要因素之一。其中，售前服务能力的高低在很大程度上影响客户转化率、成交率和客单价，售中服务和售后服务的质量则影响客户体验、装修满意度。全流程服务的精准到位、贴心周到，能够形成良好的口碑传播效应，进而大幅增强客户黏性和品牌忠诚

度。

图 38：索菲亚 VR 体验区



资料来源：山西证券研究所、互联网

图 39：欧派家居“金保姆”服务战略



资料来源：山西证券研究所、互联网

3.5 品牌力：粉丝基础坚实，品牌营销效果优秀

由于家具的使用时间长，购买价格高、频次低，因此消费者购买家具产品时较为慎重，更多考虑持续使用过程中的质量保障和售后服务。然而，家具行业企业数量大、格局分散，产品质量良莠不齐，而且存在信息不对称、定价不透明的问题。

品牌壁垒在一定程度上是“大浪淘沙”的结果，是家具企业研发设计能力、产品质量、工艺技术、市场覆盖能力和售后服务等多方面的综合体现。因此，消费者更倾向于选购行业内拥有优质品牌和口碑的产品，也愿意为品牌支付溢价。

我们以近 30 天百度整体搜索指数、天猫旗舰店粉丝数量和官微粉丝数量为主，并结合明星代言人来综合判断公司的品牌影响力，据此得出定制家具行业的前 5 名公司为：欧派家居、尚品宅配、索菲亚、金牌厨柜和志邦股份。

表 13：定制家具上市公司品牌价值和影响力

公司	近 30 天百度整体搜索指数	天猫旗舰店粉丝数量	官微粉丝数量	明星代言人	综合排名
索菲亚	2229	68.67 万	22 万	舒淇	3
好莱客	890	1.9 万	3 万	Angelababy、 保罗·安德鲁	
尚品宅配	2813	69.52 万	169 万	周迅	2
欧派家居	3714	11.1 万	103 万	孙俪	1
皮阿诺	1138	2.4 万	19 万	-	
志邦股份	1112	6.1 万	15 万	郭晶晶	5
我乐家居	676	3.5 万	3 万	-	
金牌厨柜	686	24.6 万	12 万	陈一冰、王励勤	4

资料来源：山西证券研究所

品牌力的塑造需要长期的投入、建设、管理和积累，需要持续的品牌内涵和品牌形象输出。近年来，定制家具企业纷纷重金聘请明星代言人、参与和组织线上线下品牌活动，并逐年加大投入在机场、高铁、电视、新媒体等多媒体整合的立体式品牌营销传播体系。欧派家居和尚品宅配在广告营销、销售费用方面投入最多，2016 年，尚品宅配的销售费用高达 11 亿元，但其广告投入和销售费用支出相对净利润的比值也最大，相对属于高投入、低收效，而索菲亚、好莱客每单位营销投入的获利能力最强，营销效果优秀。

我们以广告费用、销售费用以及两者相对净利润的比值为依据，综合判断公司的品牌建设力度和效果，据此得出定制家具行业的前 5 家公司为：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客和志邦股份。

表 14：2016 年定制家具上市公司广告投放和销售费用

公司	广告费用 (万元)	广告费用/净利润	销售费用 (万元)	销售费用/净利润	综合排名
索菲亚	15194	24%	38761	61%	2
好莱客	6815	27%	19135	76%	4
尚品宅配	21251	83%	112443	440%	3
欧派家居	31195	33%	81591	86%	1
皮阿诺	457	5%	9516	109%	
志邦股份	8694	49%	23166	130%	5
我乐家居	2084	30%	8731	127%	

金牌厨柜	4086	42%	20109	209%	
------	------	-----	-------	------	--

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

最后，我们以营业收入、净利润来判断公司盈利规模，以 ROE 和营收/净利润同比增长率来判断公司盈利质量，据此综合得出定制家具行业盈利能力最强的前 5 家公司为：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客和志邦股份。

表 15：2016 年定制家具上市公司盈利能力指标

公司	营业总收入 (万元)	同比增长率	净利润 (万元)	同比增长率	ROE	综合排名
索菲亚	448270	42%	66402	45%	21.44%	2
好莱客	141656	32%	25227	55%	23.95%	4
尚品宅配	398269	30%	25551	83%	35.36%	3
欧派家居	706281	27%	94956	94%	39.45%	1
皮阿诺	62539	23%	8754	28%	25.29%	
志邦股份	150490	27%	17779	34%	29.92%	5
我乐家居	66999	17%	6874	22%	25.15%	
金牌厨柜	108814	40%	9623	103%	39.73%	

资料来源：山西证券研究所、wind、相关公司公告

结论：通过综合考察定制家具上市公司的五大核心竞争力和盈利能力，我们对各个上市公司入围前 5 名的次数进行从大到小排序，从而甄选出定制家具一线龙头企业为：欧派家居、索菲亚（8 项指标均排在前 3 名），二线龙头企业为：尚品宅配、志邦股份和好莱客。

4. 重点公司推荐

4.1 索菲亚：定制衣柜龙头企业，客单价、订单量双双提升

公司是定制衣柜龙头企业，渠道扩张、客单价提升助力公司业绩实现逆地产周期的增长。2011-2016 年收入 CAGR 为 35.18%，净利润 CAGR 为 37.58%，2016 年营业收入达 45.30 亿元，同比增长 41.75%，归母净利润 6.64 亿元，同比增长 44.74%。

全屋定制战略发力，司米橱柜增速亮眼

公司定制衣柜、司米橱柜、木门三大品类三轮驱动。公司定制衣柜的市占率约 11.7%，以绝对优势排名行业第一。司米橱柜借助索菲亚原有的品牌和渠道资源，2016 年实现收入 4.18 亿元，同比增长 382%，随着渠道的成熟和收入规模的扩大，预计 2018 年将会转亏为盈，成为营收的新增长点。公司与木门老牌企业华鹤集团合作，将华鹤的生产经验和公司的营销资源协同，有望复制橱柜业务的成功经验。此外，非定制类家具方面，公司已陆续推出床、餐桌、书桌等实木类 OEM 产品，通过与其他知名品牌合作，协同销售床垫、枕头、床上用品、茶几、沙发等产品，2017 上半年又新推出定制窗帘产品，下半年将正式向渠道商供货。

受益于多品类扩张等因素，公司客单价持续提升。2016 年，公司实现客单价 8600 元/单，同比增长约 19%。截至 2017 年 6 月 30 日，公司实现客单价约 9400 元/单，同比增长 14.74%。

渠道扩张加速，单店盈利能力持续增长

公司渠道扩张加速，开店速度保持在每年 200 家以上。截至 2017 年 6 月 30 日，公司拥有经销商 1100 多位，店面超过 2150 家（含在装修店铺，不含超市店）公司加密一、二线城市网点的同时，实施县级经销商招募计划，下沉销售网络至四、五线城市。目前，省会城市门店数占比 19%，地级城市门店数占比 31%，县级城市门店数占比约 50%。司米橱柜拥有经销商专卖店约 660 家，17 年上半年净增 60 家左右，继续加密网点，构建司米与索菲亚联动销售网络。此外，公司华鹤共有米兰纳 MILANA、华鹤品牌定制木门门店 280 余家。

公司渠道扩张收效显著，单店盈利能力和客户数持续提升。2012 年以来，公司平均单店提货额持续增长，2016 年超过 210 万元，同比增长约 14%。此外，近两年的“799”促销战略迅速提升客户数，2016 年，公司客户数达 48.7 万户，同比增长 19.7%。截至 2017 年 6 月 30 日，公司客户数超过 23.45 万户，同比增长 20.42%。

再次推行员工持股计划，彰显长期发展信心

此次员工持股计划筹集资金总额上限为 2.8 亿元，购买股票锁定期为 12 个月，参与者包括董监高、主管级以上员工、核心技术人员及在公司工作 3 年以上员工等。在目前价格水平推行员工持股，不仅表明公司对自身未来发展前景的信心，而且还能更好地调动员工积极性，激发团队活力。

盈利预测：预计公司 2017-19 年归母净利润为 9.74/13.32/17.76 亿元，同

比增速 47%/37%/33%，对应 EPS 为 1.05/1.44/1.92 元，PE 为 36.55/26.73/20.06。

4.2 欧派家居：定制家具领军品牌，多品类布局效益卓著

公司是定制家具领军品牌，渠道和品牌优势显著，积极推进“三马一车”战略，收入利润保持快速增长。2011-2016 年收入 CAGR 为 26.3%，净利润 CAGR 为 63.5%，2016 年营业收入达 71.34 亿元，同比增长 27.23%，归母净利润 9.50 亿元，同比增长 94.39%。

大家居战略有效落地，品类布局行业最全

目前，公司产品已涵盖橱柜、衣柜、卫浴、木门、厨电和墙纸等，品类布局行业最全。2017 年上半年，欧派大家居业绩累计增长 20%。其中，橱柜的市占率约为 6.2%，排名行业第一。定制衣柜、木门、卫浴等多品类涉足时间较早，已经为公司贡献成规模的业务收入，2017 年上半年，衣柜、木门和卫浴的营业收入同比增速分别为 52.97% 和 29.22%，在营业收入的占比分别为 31.75%、2.57% 和 3.13%，目前基数较小，随着大家居战略的持续推进、销售渠道的协同效应逐渐加强，预期未来仍将保持较快增长。

渠道布局行业领先，欧派+欧铂丽双品牌发力

截至 2017 年 6 月 30 日，公司橱柜、衣柜、卫浴、木门和墙饰的经销门店分别达到 2819、1765、449、568 和 325 家，渠道数量绝对领先。此外，2017 年上半年，累计有 61 个城市加盟欧派大家居，合计店面数量为 65 个。

公司推出子品牌欧铂丽，主要面向年轻一代，扩大了欧派的客户群体范围，未来有望与欧派母品牌协同发展，形成新的业绩增长点。欧铂丽大家居上半年成功招商近 100 家，店面数量达到 144 家，以省会及二三线城市为主，覆盖一部分四五级城市，拓展了市场空间，逐渐形成了中低端、年轻化品牌领域新的商业模式。

2016 年，公司橱柜、衣柜、卫浴和木门经销店的平均单店收入分别为 230 万元、177 万元、59 万元和 37 万元。其中，衣柜率先推广“特惠装全屋 19800 套餐，9 套系列新样品打造“六大空间”，单店渠道营销能力业内领先。2016 年，公司橱柜的平均单店收入领跑行业，衣柜和卫浴经销店的平均单店收入同比增长较快，分别达到 40% 和 51%。

定制橱柜第一品牌，美誉度和影响力行业领先

公司率先将欧洲“整体厨房”概念引入国内，开创国内橱柜定制先河，经过 23 年的创新发展，已成为国内橱柜行业第一品牌。“欧派”品牌在广大消费者心目中已有相当的知名度和影响力，并正逐渐转化为美誉度和信任度，“有家 有爱 有欧派”的广告语已经深入人心，具有深厚文化底蕴及良好品牌形象，未来品牌价值有望在公司快速发展中进一步体现。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年归母净利润为 12.65/16.58/21.56 亿元，同比增速 33%/31%/30%，对应 EPS 为 3.01/3.94/5.13 元，PE 为 34.87/26.61/20.4。

风险提示：宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；原材料价格波动等。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分