

推荐 (维持)

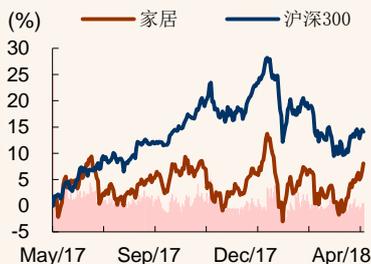
家居行业深度报告

2018年05月23日

套餐时代：能装的房子和不装的企业

上证指数	3169
行业规模	
	占比%
股票家数 (只)	52 1.5
总市值 (亿元)	4746 0.8
流通市值 (亿元)	2271 0.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	7.3	3.6	4.1
相对表现	3.4	11.2	-10.5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 《轻工制造行业年报&一季报总结_行业盈利符合预期,关注价值型公司估值修复》2018-04-30
- 《轻工制造行业 2018 年一季报前瞻—盈利预期稳健,回调买入良机》2018-04-01
- 《废纸新政影响几何? 龙头优势愈发凸显——造纸行业深度报告》2018-02-25
- 《轻工制造行业 2017 年报前瞻—纸行业盈利高增长预期延续》2018-01-28

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

看好定制家居行业长期发展,套餐时代全屋定制让房子变得更装,企业也加大促销提升性价比来顺应这一趋势,把握流量入口+提升客单值是关键。我们提示竞争、地产风险,也提示风险孕育机遇。行业幸福感有望加速向头部集中,马太效应凸显,同时看好二线实力品牌差异化突围。

- **入口之争,善阵者先战而后胜。**定制家居作为一个持续多年高增长的行业,随着行业不断成熟以及市场环境的变化,渐进发展已非常态,如今企业需要取得进一步发展,所需要面临的外部压力和同业竞争不可避免。我们依然看好行业长期发展前景,一方面定制渗透率仍有较大提升空间,另一方面,全渠道、全屋和大家居的兴起也带来了增长新机遇,企业弄潮勇者为先。
- **全屋套餐做大客单值,规模效应凸显,利润率影响有限。**全屋套餐的推出是在行业竞争环境变化的背景下,品牌企业通过套餐引流主动让利消费者,快速做大规模的过程,顺应了“新中产”群体消费模式变化、精简定价教育、充分挖掘客流价值等发展趋势。而高性价比的套餐定价也对企业盈利提出了更高要求,我们分析得到企业营收规模与净利率水平较强正相关(R^2 为62.95%),表明规模效应对盈利能力的提升已较为显著。龙头企业在加码套餐促销力度、更多增项销售提升客单值的同时,实现了近年售价、成本的双降,背后反映的是公司强大的成本控制和制造能力。
- **大浪淘沙,王者岿然,维持行业推荐评级。**全屋套餐时代性价比为王,消费者对于家居消费的价格敏感度提升,“把握流量入口+提升客单值”成为规模增长主驱动。①大品牌在资本、产能、信息化、渠道、产品等重要领域已完成基本布局,同时家具卖场将向全国连锁大型品牌集中,将带动日益稀缺的优质资源加速向头部品牌集中。预计龙头企业有望依靠规模优势通过做大客单值,在维持合理利润率的同时进一步做大规模,推荐欧派家居、尚品宅配、索菲亚等。②同时,行业分级初步成型,具备经营实力的二线品牌通过产品细分、渠道差异、服务和区域聚焦等,实现差异化突围亦具备较大发展空间,推荐志邦股份、好莱客等。
- **风险因素:**房地产下行风险、市场竞争加剧风险。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
欧派家居	150.02	3.09	4.01	5.17	37.4	29.0	10.0	强烈推荐-A
索菲亚	34.44	0.98	1.32	1.73	26.1	19.9	7.7	强烈推荐-A
尚品宅配	126.03	1.91	2.73	3.48	46.1	36.2	10.1	强烈推荐-A
好莱客	29.93	1.09	1.46	1.89	20.5	15.8	4.6	强烈推荐-A
志邦股份	59.01	1.46	1.94	2.53	30.4	23.3	5.8	强烈推荐-A
金牌厨柜	130.90	2.47	3.35	4.23	39.1	30.9	10.1	强烈推荐-A
我乐家居	18.23	0.52	0.70	0.93	26.0	19.7	4.0	强烈推荐-A
曲美家居	13.47	0.51	0.67	0.85	26.5	20.1	15.8	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、上半场：定制家居行业风起.....	6
1.1 分享家居行业成长盛宴.....	6
1.2 2013 年以前门店扩张是企业增长主驱动	8
二、下半场：全屋定制锦簇花开.....	9
2.1 定制化需求释放，行业仍处成长期	9
2.2 变化一：传统渠道扩张对规模的驱动弱化	12
2.2.1 传统渠道优势资源越来越稀缺.....	12
2.2.2 全渠道兴起，把握流量入口	13
2.3 变化二：客单价提升成为扩张新动力.....	20
2.3.1 全屋定制实现单个客流价值最大化	20
2.3.2 全屋进阶大家居，供应链管理加码	21
2.4 变化三：同质化突显品牌、信息化竞争力	24
2.4.1 广告、服务强化品牌认知.....	24
2.4.2 信息化、产能建设降本提效	27
三、全屋套餐是不是价格战？	31
3.1 精简计价，顺应消费模式变化.....	31
3.2 合理利润率做大规模，马太效应凸显.....	32
3.3 深度价格战可能性不大.....	35
四、结论	36
4.1 估值与地产的探讨	36
4.2 投资建议.....	38
五、风险因素	39

图表目录

图 1：主流定制家居企业多数为 00 后	6
图 2：2013 年是家居行业发展分水岭.....	7
图 3：我国商品房销售面积呈增长趋势.....	7
图 4：北上广深二手房销量已高于一手房	7
图 5：2012 年家具出口额呈快速发展态势	8
图 6：城镇居民人均可支配收入持续提升	8

图 7: 2010~2014 年索菲亚门店数复合增速 25.6%	8
图 8: 2011~2012 年索菲亚大部分收入贡献来自于开店	8
图 9: 2013 年以后家居行业规模增速与 GDP 同步放缓	9
图 10: 人口中年化趋势明显, 20~40 岁人口基数增多	10
图 11: 2018 年 1~4 月上海 90 平米以下住宅销售套数占比 54.3%	10
图 12: 主流十家定制企业营收占比仅约 14.7%	11
图 13: 以客户数计龙头企业市占率仍然偏低	11
图 14: 目前门店分布已较为密集	12
图 15: 2017 年家居企业上市数量大增	12
图 16: 2018 年定制企业加店规划加码	12
图 17: 龙头企业经销商单店提货额明显领先-2017	13
图 18: 龙头企业单个经销商规模相对较大-2017	13
图 19: 近年建材家居卖场销售额呈下降趋势	14
图 20: 购物中心营业时间长, 分摊营业成本	14
图 21: 尚品宅配 C 店	14
图 22: 索菲亚智慧门店	15
图 23: o2o 实现线上引流, 线下销售	16
图 24: 尚品宅配 O2O 引流服务收入迅速增长	16
图 25: 尚品宅配 O2O 贡献加盟店收入近 25%	16
图 26: 超过四成 8090 后偏好选择“全屋整装, 拎包入住”装修方式	17
图 27: 整装企业三大类型	18
图 28: HOMKOO 整装云销售模式	18
图 29: 工程业务占定制企业营收占比-2017	19
图 30: 应收款占总资产比例整体不高-2017	19
图 31: 带息负债占总资产比例整体较低-2017	19
图 32: 大型地产企业集中度加速提升	20
图 33: 国内全装修住宅占比明显低于发达国家水平	20
图 34: 近年客单价提升对于收入增长贡献提升	21
图 35: 全屋设计决定客单价(认同度)差异	21
图 36: 尚品宅配 2017 年配套家品营收占比 14.75%	23
图 37: 索菲亚 2017 年家具家品营收占比 4.66%	23

图 38: 尚品宅配 2017 年配套家品营收已与中型企业规模相当	24
图 39: 遗忘曲线表明广告的作用在于遗忘之前强化记忆	25
图 40: 定制家居霸屏机场、高铁广告	25
图 41: 定制家居企业广告费占销售费用比例提升	26
图 42: 定制家居企业平均广告 ROI 约 25	26
图 43: 部分企业广告语	26
图 44: 定制企业前端系统主要信息流	27
图 45: 索菲亚板材利用率稳步提升	28
图 46: 索菲亚 CNC 数码控制比例达 100%	28
图 47: 索菲亚衣柜毛利率稳定提升	28
图 48: 好莱客衣柜成本优化提升毛利率	28
图 49: 9 家定制家居企业 2017 年资本开支 46 亿	29
图 50: 龙头企业资本开支规模明显领先	29
图 51: 全屋套餐精简计价、顺应消费模式变化	31
图 52: 上市公司部分全屋定制套餐	32
图 53: 主要上市企业净利率水平-2017	33
图 54: 全屋套餐对盈利能力测算影响有限, 做大规模	33
图 55: 定制行业规模效应凸显	33
图 56: 欧派高配全能新厨房	34
图 57: 近年欧派厨柜实现售价、成本双降	34
图 58: 欧派整体厨柜收入规模持续增长	34
图 59: 价格战触发因素及应对举措	35
图 60: 定制行业特点决定了深度价格战的可能性不大	36
图 61: 全国商品房月度销售面积增速低迷	37
图 62: 30 大中城市商品房成交面积持续负增长	37
图 63: 家具收入变化约滞后商品房销售一年时间	37
图 64: 家具投资周期与地产基本同步	37
图 65: 家居企业估值波动来自于地产预期扰动	38
图 66: 家居行业历史 PEBand	39
图 67: 家居行业历史 PBBand	39

表 1: 全屋延伸有望进一步带动定制行业规模提升	11
表 2: 住宅精装修家具市场理论规模测算	20
表 3: 全屋定制进阶大家居模式	22
表 4: 上市公司对于行业 and 战略定义	22
表 5: 定制家居企业多品类布局	23
表 6: 口碑影响大数据	27
表 7: 上市公司全屋定制主要前端软件	29
表 8: 上市公司生产基地布局	30
表 9: 上市公司套餐价格竞争力不输木工打制	35
表 10: 可比公司平均估值在 2018 年 31x	39

一、上半场：定制家居行业风起

回顾我国定制家居行业二十多年发展历程，我们认为，2013 年基本是定制行业发展分水岭。1994~2013 年，以地产、出口以及消费升级构成的三驾马车齐驱家具行业，尤其是而后兴起的定制家居行业需求迅速兴起。而在定制家居领域率先布局的企业，一方面得以自然分享行业高成长盛宴，另一方面通过以开店为主要方式的渠道扩张带动规模迅速扩容。

1.1 分享家居行业成长盛宴

1994 年，随着欧派橱柜的成立，国内定制家居行业开始起步，并随着 2000 年以来定制企业数量越来越多，逐步带动我国定制家居行业发展壮大。2003 年，索菲亚成立，将定制衣柜带进了公众视野，而 2011 年索菲亚作为定制家居行业首家登陆资本市场的企业，进一步使定制衣柜获得了更高的社会关注。

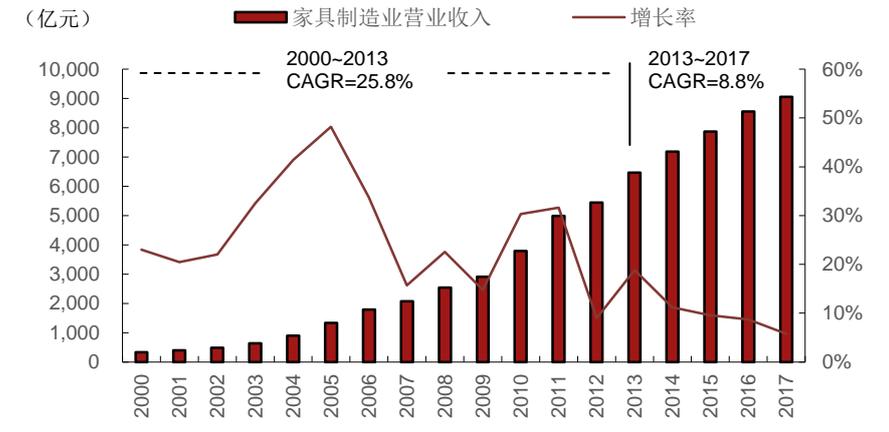
图 1：主流定制家居企业多数为 00 后



资料来源：公开资料整理、招商证券

多年来，在国内经济持续稳增长的大环境下，与宏观经济息息相关的家居行业整体呈现稳健发展趋势。据统计局统计数据显示，2000~2013 年，我国规模以上家具制造业企业营业收入复合增速达 25.8%，2013 年以后行业年均增速降至 20% 以下并呈持续放缓态势，2013~2017 年整体营收复合增速降至 8.8%，至 2017 年家具制造业实现营业收入为 9056 亿元，同比增长 5.8%，增速较 2016 年下降 2.9pct。

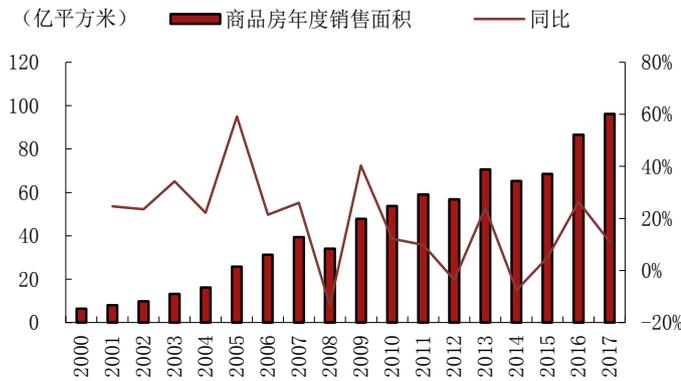
图 2：2013 年是家居行业发展分水岭



资料来源：WIND、招商证券

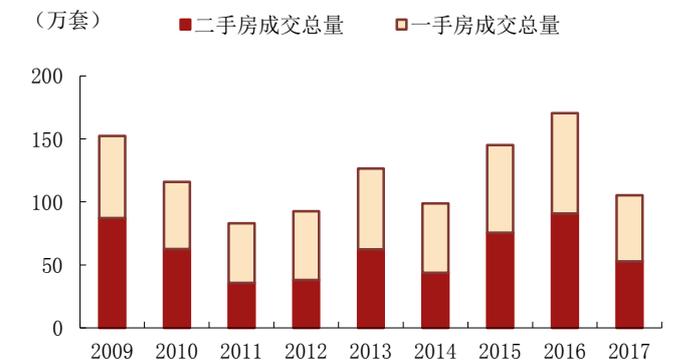
2013 年以前，地产、出口、消费升级三驾马车驱动家具需求一路高歌。自我国定制家居行业起步以来，由房地产发展联动作用、出口增长、人均收入提升构成的三驾马车共同驱动家具需求一路高歌。首先，房地产行业的快速发展拉动家具购买需求，2000~2013 年我国商品房销售面积年均复合增速达 20.3%，地产销售增加带来的家具购置需求持续增长；2013~2017 年，商品房销售面积复合增速虽然降至 8%，较早期有所放缓。但受益于地产后周期，以及二手房销售逐步增加，定制家具需求仍持续较快增长。以北京、上海、深圳、广州为例，2016 年北上广深二手房销售占总房屋销售成交量的 53%，一线城市二手房销量近年已逐步超过一手房。

图 3：我国商品房销售面积呈增长趋势



资料来源：Wind、招商证券

图 4：北上广深二手房销量已高于一手房



资料来源：Wind、招商证券

其次，家具出口方面，2012 年以前，我国家具出口额持续高增长，从 2002 年的 54 亿美元迅速增至 2012 年的 488 亿美元，2002~2012 年复合增长率达 25%。2013 年开始，出口增速有所回落步入稳定发展阶段，但整体来看，近年我国家具出口额规模仍基本在 500 亿美元左右。因此，出口需求也是家具行业稳健增长的动力之一。

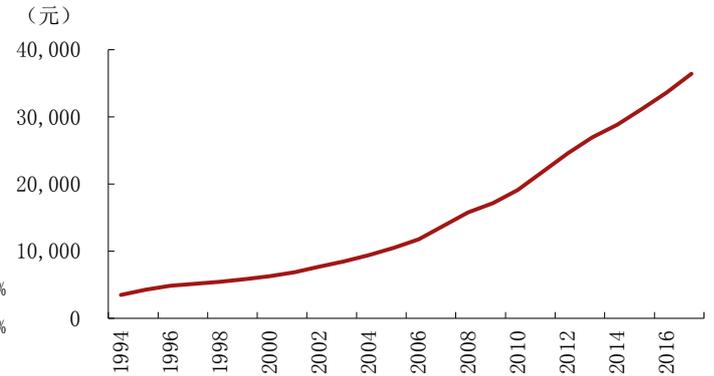
第三，人均收入的提升也带来家具尤其是品牌家具的消费需求，1994~2017 年我国城镇居民人均可支配收入复合增速为 11%，至 2017 年达 3.6 万元，居民收入提升进一步助力消费升级，带动民用家具需求的持续较好增长。

图 5：2012 年家具出口额呈快速发展态势



资料来源：Wind、招商证券

图 6：城镇居民人均可支配收入持续提升



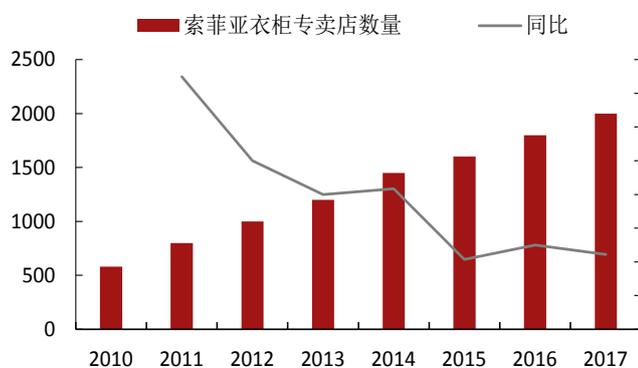
资料来源：Wind、招商证券

1.2 2013 年以前门店扩张是企业增长主驱动

2013 年以前，随着国内经济快速发展以及家具消费需求兴起，进入定制领域的企业一方面得以分享行业成长红利，另一方面通过全国性门店扩张获得较为明显的渠道红利，带动企业规模实现快速发展。以索菲亚为例，2010~2014 年门店数复合增长率达 25.6%，其中最高增速达 37%。我们测算分析将其当年收入增速分拆为当年开店贡献、当年同店贡献，则发现 2011~2012 年索菲亚收入增长最主要贡献基本来自于门店数的增加，同店贡献相对较小。

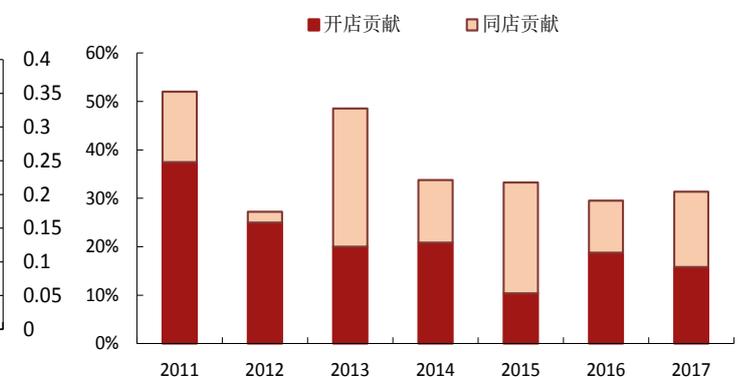
而后，随着宏观经济增速放缓，以及先入者的渠道布局逐步成熟，2014~2016 年家居企业渠道扩张步伐有所放缓。如索菲亚衣柜门店扩张速度从以早期高增长放缓至 2014 年以后持续 20% 以下的开店增速，2014~2017 年门店数复合增速 11.3%。虽然随着 2017 年七家定制企业的上市，借力资本纷纷加快了开店节奏，但其间的参与者均意识到现阶段行业的变化在于：随着客流的获取难度提升，企业的规模胜出并不能完全依赖于门店数量规模扩大，而需要更多地通过优化消费环境、服务水平、品牌升级以及品类扩张等多种方式，从而提升客单价以实现单个客户价值获取的最大化。

图 7：2010~2014 年索菲亚门店数复合增速 25.6%



资料来源：公司资料、招商证券

图 8：2011~2012 年索菲亚大部分收入贡献来自于开店



资料来源：公司资料、招商证券

二、下半场：全屋定制锦簇花开

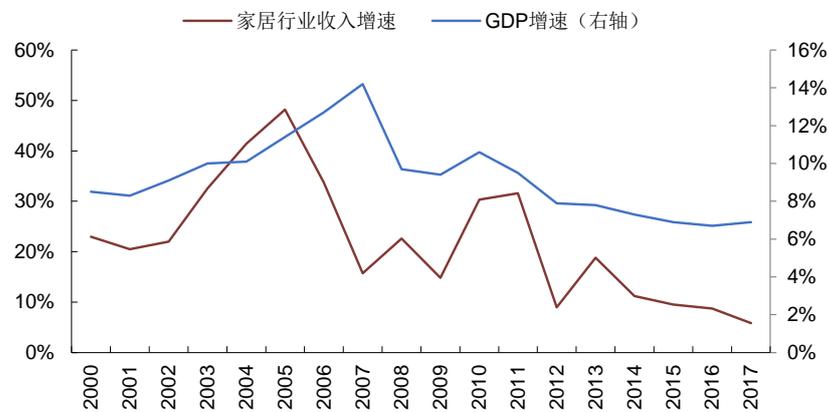
正如每个发展到一定阶段将趋于饱和的行业一样，2013 年以后的家居行业伴随国内经济和地产降温，整体增速也有所放缓呈稳健发展态势。但我们认为，对于行业的发展空间不能线性思维，期间存在一个优质产品促进需求的过程。

一方面，受益于房地产后周期、人口中年化再来二次置业、家装个性化、空间利用最大化需求兴起等，近年我国家居行业尤其是定制行业也迎来了新一轮增长需求；另一方面，定制模式的出现，全屋定制让家装变得更加便捷高效，在住房定制化需求增加让家具购买的频率更高。因此，当这种业务模式出现后，也进一步带动定制渗透率提升和行业规模扩容。

2.1 定制化需求释放，行业仍处成长期

从宏观层面来看，2015 年我国 GDP 增速 6 年来首次破 7 降至 6.9%，宏观经济迈入新常态，市场消费高增长降温，同时受房地产调控政策影响，家居行业增长有所放缓。2013 年以后我国规模以上家居制造业营业收入年均增速降至 20% 以下并呈持续放缓态势，2013~2017 年整体营收复合增速为 8.8%，至 2017 年家具制造业实现营业收入为 9056 亿元，同比增长 5.8%，增速较 2016 年下降 2.9pct。

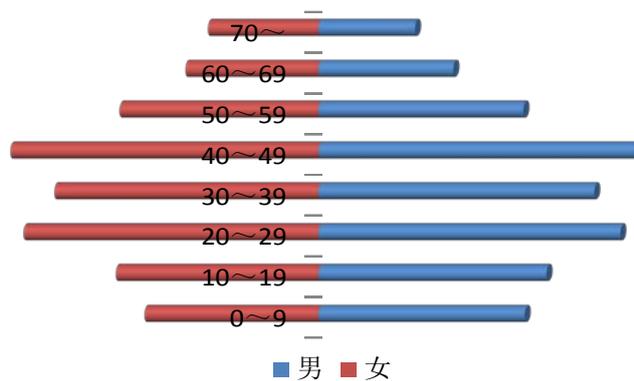
图 9：2013 年以后家居行业规模增速与 GDP 同步放缓



资料来源：Wind、招商证券

人口中年化带来消费升级、二次置业，家具消费加速度。随着我国 10 年人口变迁，我们发现其中最明显的趋势是 20~40 岁的人口基数增多，而人口中年化带来的最大改变即是消费升级，其中，也包括二次置业的需求。一方面，第二次购房或者购买二手房，以及当房屋居住期限达到 5-10 年时，会带来二次装修的需求；另一方面，消费升级背景下的二次置业对于品牌消费的需求也在提升，而家具在二次置业的背景下，越来越具备消费品属性，开启家居行业新一轮的需求动力。

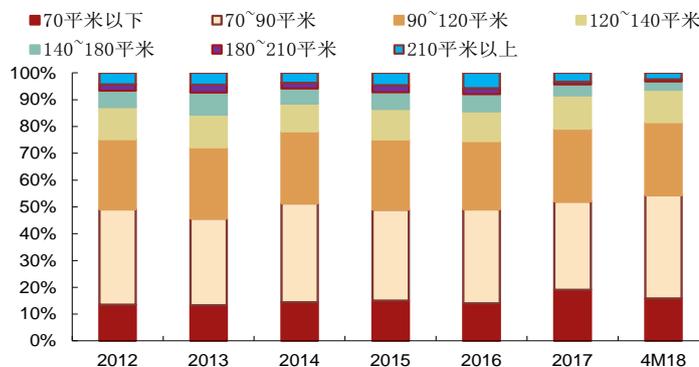
图 10：人口中年化趋势明显，20~40 岁人口基数增多



资料来源：Wind、招商证券

个性化与多样化消费需求、空间最大化利用为定制家居提供有力支撑。近年定制行业锋芒渐露，家装个性化、空间利用最大化需求日渐旺盛，根据 2016 年度家具消费报告，20-35 岁消费人群约占 70%，家居消费群体呈现年轻化，他们对家居个性化、人性化、智能化、健康化和功能化的追求与日俱增，带动定制家居需求增长。此外，一线城市房价高企，中小户型房源热销，以全球最大房地产市场上海为例，90 平米面积以下的住宅销售套数占比从 2012 年的 49% 升至 2017 年的 52%，而 2018 年 1~4 月该比例进一步迅速升至 54.3%。因此，如何使住房空间利用最大化已成为一线城市小户型家装的首要任务，定制家居脱颖而出并已逐步成为现代装修的首选。

图 11：2018 年 1~4 月上海 90 平米以下住宅销售套数占比 54.3%



资料来源：Wind、招商证券

整体定制渗透率仍有提升空间，全屋延伸有望进一步提升行业规模。我们以我国住宅销售套数和存量房翻新套数测算每年房屋装修量，假设平均每户购置橱柜、衣柜数分别为 1 套、2 个，2017 年定制橱柜、衣柜渗透率分别为 59%、39%，得到目前定制橱柜、衣柜行业规模分别约 1089 亿元、626 亿元；且假设未来 3 年住宅销售套数每年增加 2.5%，橱柜、衣柜渗透率每年提升 1pct、4pct，则对应定制橱柜、定制衣柜行业规模的增速分别约在 7%~8%、15%~17%。整体来看，以 17 年国内约 2027 亿定制市场规模、以及家居制造业 9056 亿营收来测算，估计国内定制整体渗透率仍不到 30%，对比发达国家超过 60% 的定制渗透率水平，仍有较大发展空间。

而若涉及到除衣柜外的其他柜类，目前渗透率仍不到 20%，我们假设定制衣柜的客户每年多做 0.5 个其他柜类，则其他柜类未来 3 年的渗透率有望迅速提升至 30% 以上。且以全屋定制需求来看，单个家庭需求一般能做到 8 个柜子（1~2 个衣柜、玄关柜、电视柜、餐边柜、床柜、书柜/飘窗柜、阳台柜等），因此，由全屋定制带来的其他柜类需

求增加，已逐步成为定制行业除了橱柜、衣柜以外的又一规模支点。

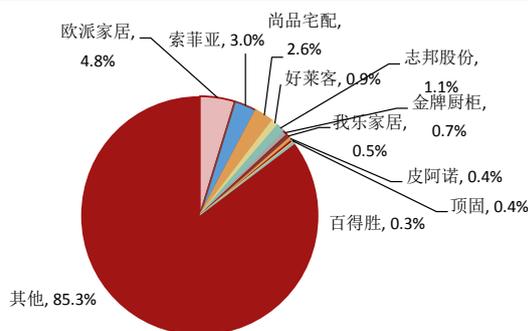
表 1：全屋延伸有望进一步带动定制行业规模提升

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
定制橱柜						
平均每户购置橱柜数（套）	1	1	1	1	1	1
橱柜市场规模（万套）	1612	1898	2005	2076	2149	2225
定制橱柜渗透率	57%	58%	59%	60%	61%	62%
定制橱柜单价（万元/套）	0.88	0.9	0.92	0.94	0.96	0.98
定制橱柜市场规模（亿元）	809	991	1089	1171	1259	1352
同比		22.5%	9.9%	7.6%	7.5%	7.4%
定制衣柜						
平均每户购置衣柜数（个）	2	2	2	2	2	2
衣柜市场规模（万个）	3224	3796	4011	4153	4299	4450
定制衣柜渗透率	34%	36%	39%	43%	47%	51%
定制衣柜单价（万元/个）	0.38	0.39	0.4	0.41	0.42	0.43
定制衣柜市场规模（亿元）	417	533	626	732	849	976
同比		27.9%	17.4%	17.0%	15.9%	15.0%
其他定制柜类						
平均每户购置其他柜类数（个）	1	1.5	2	2.5	3	3.5
定制柜类单价（万元/个）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他定制家居渗透率	10%	11%	16%	22%	28%	36%
其他定制家居市场规模	110	205	313	446	606	794
同比		87.0%	52.6%	42.7%	35.8%	31.0%
定制家居市场规模合计（亿元）	1335	1729	2027	2350	2713	3122
同比		29.5%	17.3%	15.9%	15.5%	15.1%

资料来源：Wind、招商证券

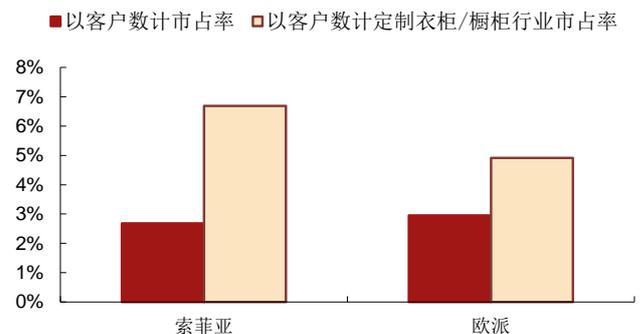
行业集中度、龙头企业市占率仍然偏低。以 2017 年定制企业的营收规模测算，以欧派家居、索菲亚、尚品宅配为代表的 CR3 约 10.5%，而我们统计的十家主流定制企业营收总和占定制行业规模比例仅约 14.7%，占规模以上家具行业营收的 3.3%，行业整体集中度仍然明显偏低。而从龙头企业索菲亚和欧派来看，以 2017 年索菲亚 53.5 万户的客户数，欧派橱柜 59 万套的销售量，以及全国市场年装修住房总量约 2 千万户的规模测算，索菲亚、欧派的客户数占比均仅约 3%，且其二分别在定制衣柜、定制橱柜行业市占率也仅分别约 6.7%、4.9%。此外，对比国外龙头企业的市场份额，汉森公司在韩国橱柜市占率超过 20%、在家具市场亦超过 10%，美国橱柜龙头 MasterBrand 市占率也超过 20%，我们认为，国内定制家居龙头企业市占率仍有较大提升空间。

图 12：主流十家定制企业营收占比仅约 14.7%



资料来源：公司资料、招商证券

图 13：以客户数计龙头企业市占率仍然偏低



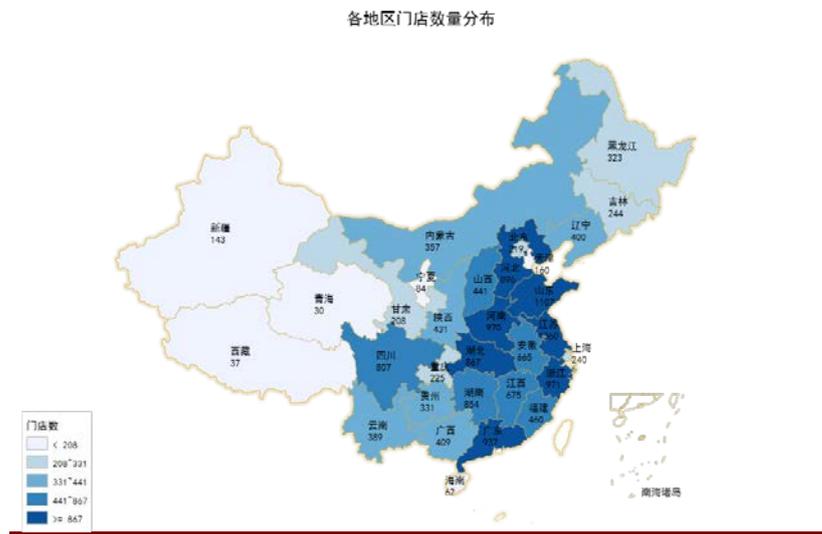
资料来源：公司资料、招商证券

2.2 变化一：传统渠道扩张对规模的驱动弱化

2.2.1 传统渠道优势资源越来越稀缺

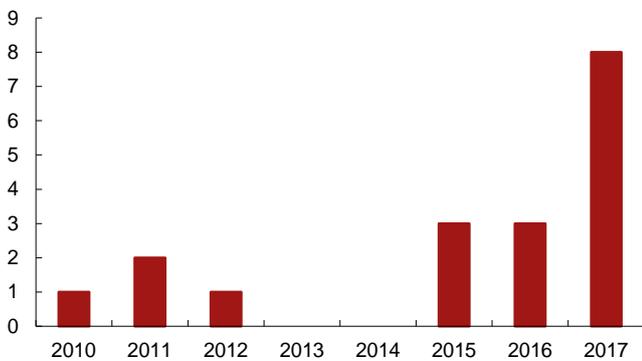
家居卖场占位难度提升，招商尤其优质经销商难度增加。在目前国内各类家居企业门店分布已较为密集的情况下，2017 年以来，随着七家定制家居企业纷纷上市，一方面有实力的定制家居企业再次加大招商力度加快开店，另一方面，成品家居、家纺、建材等行业的优秀企业也纷纷切入定制家居领域，并与红星美凯龙、居然之家等大型家居卖场积极开展战略合作，导致家居卖场的优质门店位置越来越来稀缺，渠道占位难度加大。此外，从今年一季度我们草根调研的几大展会情况看，尽管定制家居招商依然火爆，但由于实力参与者越来越多，以及产品同质化现象加剧，我们整体感觉是今年行业招商难度较往年有所提升趋势。

图 14：目前门店分布已较为密集



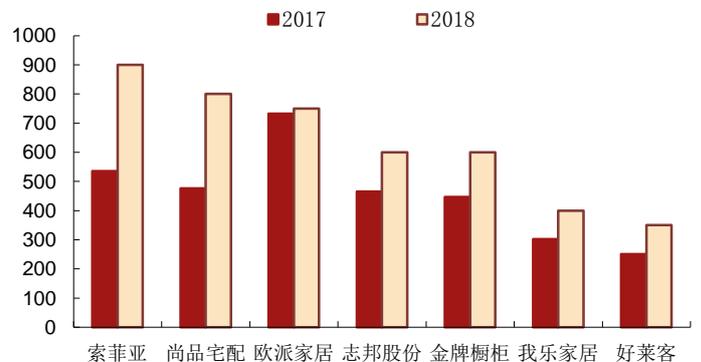
资料来源：公开资料整理、招商证券

图 15：2017 年家居企业上市数量大增



资料来源：公司资料、招商证券

图 16：2018 年定制企业加店规划加码

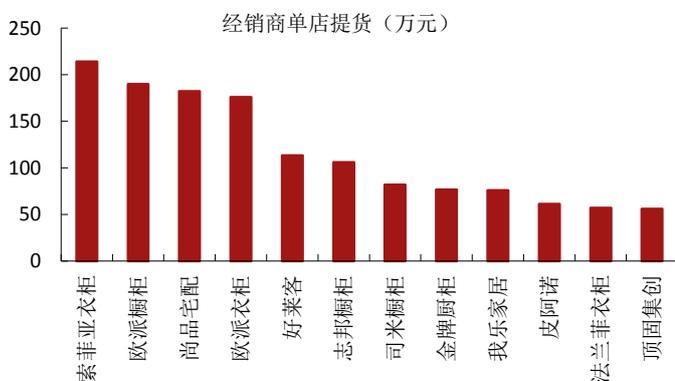


资料来源：公司资料、招商证券

已经占据大量优质资源的龙头企业，终端实力领先。目前在行业日趋成熟、竞争日益趋严的背景下，对于一个全新的中小品牌来说，已经几乎没有机会能进入红星、居然之家的前十店铺位置。因此，换个角度来看，我们认为已经占据大量优势渠道资源的龙头企业在现有格局下明显占优，未来在渠道下沉的过程中亦有望凭借领先的品牌、产品和管理优势吸引更多优质经销商。

以 2017 年主要上市公司披露的经销渠道收入和门店数来看，以欧派家居、索菲亚、尚品宅配 3 家企业构成的第一梯队终端实力明显领先，其中，索菲亚衣柜、欧派橱柜、尚品宅配、欧派衣柜单店提货额均超过 170 万元，其次，好莱客、志邦橱柜 2017 年单店提货额也超过了 100 万元。此外，从平均单个经销商开店数来看，欧派衣柜、索菲亚衣柜、曲欧派橱柜均超过 1.5 家，司米橱柜由于衣柜同商重合度较高也达到了 1.44 家，其次，我乐家居、好莱客、法兰菲衣柜也超过了 1.3 家。

图 17：龙头企业经销商单店提货额明显领先-2017



资料来源：公司资料、招商证券

图 18：龙头企业单个经销商规模相对较大-2017



资料来源：公司资料、招商证券

2.2.2 全渠道兴起，把握流量入口

随着传统门店渠道资源越来越稀缺，以及客流获取难度的提升，行业的发展方向已进一步延伸至线上线下多维度、全方位、全渠道的竞争。以龙头企业为代表的定制家居企业纷纷整合多种包括购物中心店（Shopping mall, SM 店）、o2o、整装、工程等新兴渠道，在可控的成本范围内尽可能多的获取更多客流，而我们认为这种变化也进一步促进了整个行业的快速升级。

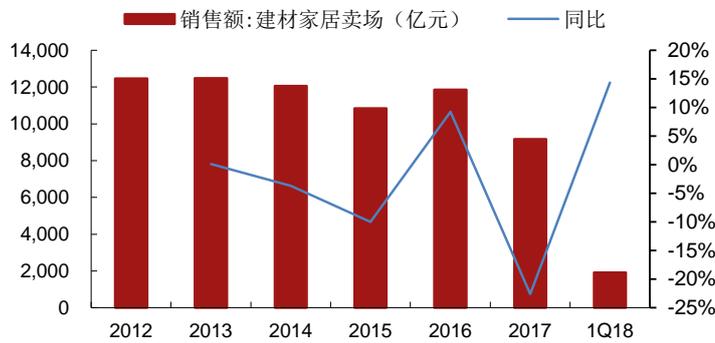
● SM 店

购物中心渠道是指在人流量聚集的购物中心里开店，相比于传统家居卖场或者建材市场，购物中心是一种开店场所的转换。早在 2014 年，尚品宅配便制定了新的渠道扩张战略，在保持平稳经营的情况下，逐步从传统的建材家居卖场中撤出，往人流量聚集的百货商场中开店。

我们看好尚品宅配对购物中心渠道的率先布局，理由有三：①虽然传统建材家居卖场中的人流目的性明确，家居的需求相对明确，但是建材家居卖场中的人流量总体趋于下降，竞争越发的激烈。②由于购物中心的全天营业时间长，一定程度上分摊了固定租金成本，因此，我们认为其实际平均开店成本没有想象的高。③从长期来看，在人流密集的百货商场中开店有利于激发和捕捉消费者的二次翻新装修需求，宣传品牌形象。此外，从近年行业的发展来看，其他企业也相继跟进购物中心门店布局，也证明了这一渠道对于定

制家居企业的必要性和迫切性。

图 19: 近年建材家居卖场销售额呈下降趋势



资料来源: Wind、招商证券

图 20: 购物中心营业时间长, 分摊营业成本

	Shopping Mall	家居卖场
租金(万元/月)	25	15
门店面积(平米)	300	300
租金(元/平米/天)	28	17
经营时间(小时)	12	8
租金(元/平米/小时)	2.3	2.1
集中成交时段	40%晚上	全天

资料来源: 区域市场调研、招商证券

● 新零售门店

除了 SM 店以外, 注重消费者生活方式和体验感的创新型终端门店接踵而至, 从销售单品向场景化生活方式渗透, 从而引发消费者对于相差产品的关注, 目前主要门店形态包括 O 店 (Offline、Office) 店、C 店 (超集店)、N 店 (多种店面模式的组合)、以及智慧门店等。

C 店: 作为较早进入购物中心的尚品宅配, 2018 年 4 月首家倡导“慢生活体验”的“超集店”(“C 店”)在上海开业。与公司的直营旗舰店不同, C 店以类宜家的模式着重于通过 Collection 的模式, 将店铺区域划分成慢生活体验区、亲子玩乐区、家居体验区等多个区域, 并且同步引进咖啡、花艺、手作、无人零售、电器服务等特色品牌, 为消费者打造多元一体的消费体验, 多业态“超集”模式。

图 21: 尚品宅配 C 店



资料来源: 互联网、招商证券

N店：相对于O店和C店的大店模式，N店则更多是化整为零的小店模式。近年来部分家居企业在发展线下终端店的同时，将定制门店变身为影吧、书吧、咖啡吧、社区店等多业态店。

智慧门店：索菲亚近年亦持续探索新零售模式，近期天猫&索菲亚合作的智慧门店在北京开业。新智慧门店是在原有的索菲亚店面进行升级改造，既更换了店面的外围装修，还增加了人脸识别、3D场景漫游、AR投射、云货架四大“黑科技”，为消费者带来全新的全屋定制购买体验。消费者可以通过导购屏完成面部信息采集，并生成属于自己的购物账号，同时还可以直接绑定淘宝或天猫账户，在店内全程进行自主下单。3D场景漫游可以把消费者所处的环境进行3D真实还原。云货架可以提供海量商品。对于有AR标志的商品，消费者只需要扫描二维码，就能将商品以近1:1的效果投射在周围，查看整体家装效果。公司四大“黑科技”结合大数据、人工智能等创新技术和手段，实现商品、服务、会员与交易的全面互通，布局以消费者家居需求为核心的全新购物体验。

图 22：索菲亚智慧门店

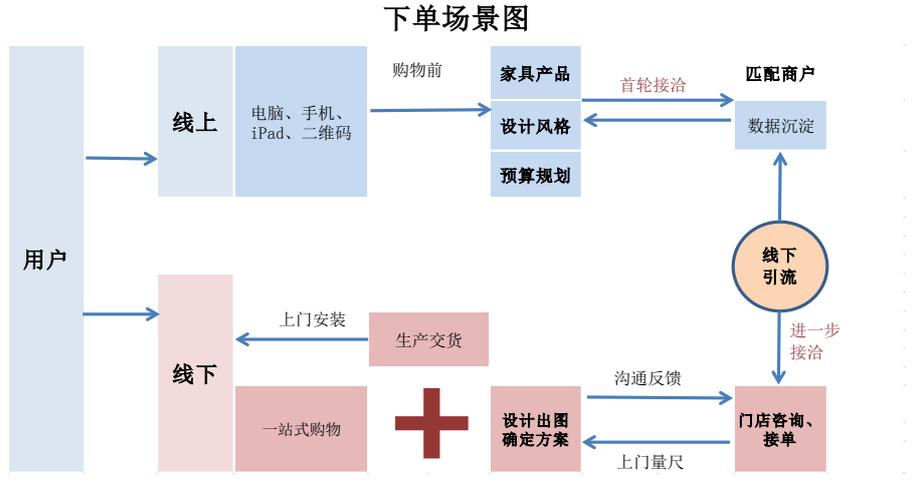


资料来源：互联网、招商证券

● o2o

家居企业的 o2o(Online To Offline)运营模式，是消费者最初从网络渠道接触或者搜集相关产品资料，与匹配商户进行第一轮接洽，进一步向线下门店引流，并最终线下成交的销售方式。过去十年，中国互联网普及率快速提升，互联网大数据成为信息沉淀和便利匹配的工具。在此情况下，o2o模式对于线下客流日益稀缺的家居企业，能够通过互联网实现客流最早、最广泛的覆盖。

图 23: o2o 实现线上引流, 线下销售



资料来源: Wind、招商证券

O2O 引流服务已成为尚品宅配线下经销商的重要收入来源之一。圆方软件起家的尚品宅配在互联网方面亦是率先布局,且已形成了较为明显的优势。公司通过新居网引流平台,将线上客户引流给就近门店实现销售,一旦实现销售,公司对于加盟门店收取导流费用,独特的 o2o 模式已经成为公司扩展客流的有效手段。公司 O2O 引流服务费收入近年来持续快速扩张,2017 年此业务营收达 1.1 亿元,同比增加 82%。同时,O2O 引流的客户已占尚品宅配加盟商总收入的比例持续提升,从 2014 年的 9% 升至 2017 年约 25%,如果考虑到只有一部分加盟商开通 O2O 引流服务,我们估计这一占比将更高,表明 O2O 引流服务已成为其线下经销商的重要收入来源之一。

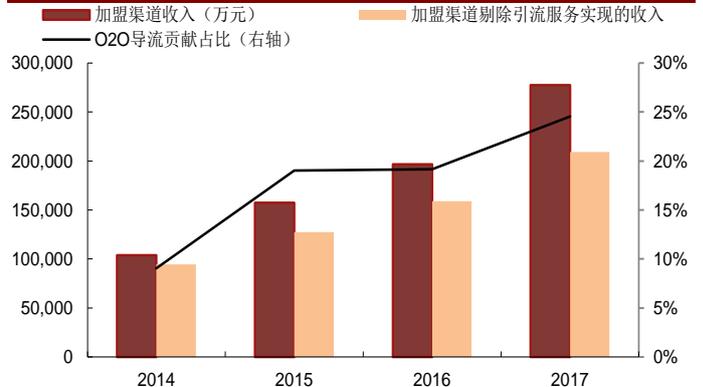
而从行业情况来看,目前,坐拥强大流量入口的 o2o 模式也已得到了业内众多品牌的认可,并已开始布局。欧派家居在构建设计及制造一体化的信息系统同时,将基于信息系统打造出欧派特有的“传统行业+互联网”模式。索菲亚也在现有互联网线上营销平台的基础上,进一步创新 o2o 销售模式,整合线下营销渠道、社会化设计师和优秀供应商资源,为消费者提供“定制家”的一体化产品和服务。

图 24: 尚品宅配 O2O 引流服务收入迅速增长



资料来源: 公司资料、招商证券

图 25: 尚品宅配 O2O 贡献加盟店收入近 25%



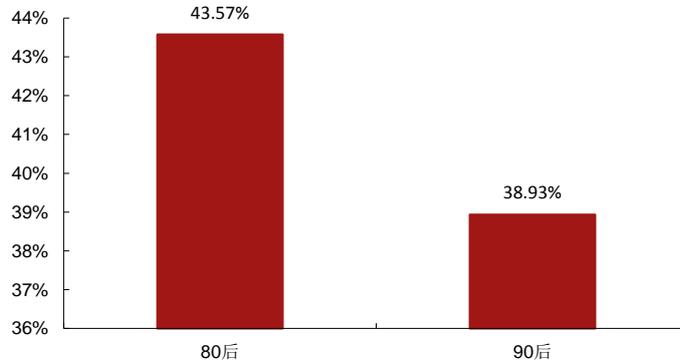
资料来源: 公司资料、招商证券

● 整装

即整体家装，来源于传统的装饰装修行业，是互联网家装之后的一个名词，是建立在基础装修之后的家居产品整体打包出售给业主的一种模式。而对于定制行业的整装，往往泛指墙面系统的完整性，以具体产品而言则包括橱柜、衣柜、墙面系统（墙裙、背景墙等）、木门、实木吊顶、楼梯、门窗等。

目前，80、90后已成为国内家居家装消费市场的主力人群。据腾讯家居发布的《2018年家居家装行业人群洞察白皮书》显示，在装修方式选择上偏好“全屋整装，拎包入住”方式的80后、90后占比分别已达43.57%、38.93%。而国内整装行业仍是工程精装、整装定制、传统家装三分天下，其中规模化整装企业均采用与产品型家居企业直接合作的模式，如欧派&金螳螂·家、索菲亚&恒腾蜜家、尚品宅配&爱空间等；而地方性传统强势家装公司，出于获客能力、采购成本等考虑，与产品型家居企业合作意愿也较为强烈。

图 26：超过四成 8090 后偏好选择“全屋整装，拎包入住”装修方式

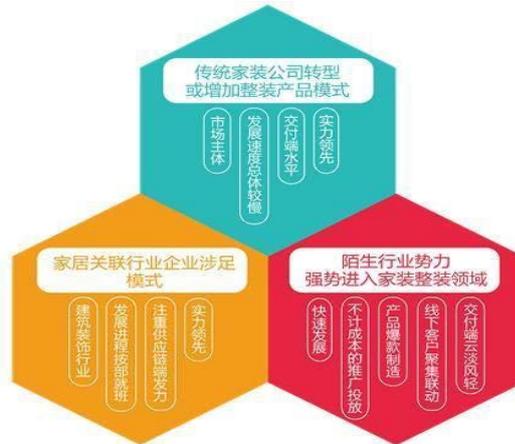


资料来源：腾讯家居、招商证券

把握线下装修公司流量洼地，具备优秀供应链管理能力的定制家居企业有望分享整装红利。相比于2016年之前对于传统家装产业投资较少的关注，而今我们对于家装领域关注的焦点已有所变化，更多从流量角度看待家装市场。此后家装行业也出现较大的迁移，整装模式转向以天然家装流量入口为切入，而天猫、京东、齐家、土巴兔等大型平台虽然拥有强大线上流量，但线上引流也存在成本高、转化率低等问题，因此，在大量的线下传统装修公司中寻找高性价比的流量洼地，成为整装模式又一入口。

据中国建筑装饰协会发布的《中国建材家居产业发展报告》显示，2018年中国建材家居行业市场规模将达4.4万亿元，传统家装企业数量超15万家，家居建材企业超50万家，而其中尚未出现百亿级装企。而传统家装公司入局整装市场，既要面对早已布局的东易日盛、业之峰等大型家装企业，又要面对从地产、公装、建材商转型而来的橙家、金螳螂·家、东鹏等，以及从其他行业切入的尚品宅配、爱空间等。同时，由于传统装修公司缺乏全屋设计以及全屋产品的供应链能力，普遍面临订单量不够没有议价能力、订单量足够又无法提升供货速度的问题。因此，我们认为，以定制家居龙头企业为代表，此类具备优秀供应链管理、资源整合能力的产品型公司，通过与装修公司合作的方式切入整装，可以提供全屋设计能力和产品服务，也有望率先分享整装红利。

图 27：整装企业三大类型



资料来源：《中国建材家居产业发展报告》、招商证券

欧派整装大家居，流淌着市场需求的血液。在 2017 年欧派大家“全屋套餐+设计驱动”的模式基础上，2018 年 5 月 5 日，欧派整装大家居西南旗舰店在四川省宜宾市开业，标志着欧派大家居进入继全屋定制产品、全屋空间设计后的第三阶段。欧派整装大家居是以设计为核心的全装修链整合，拓展泛家装服务内涵，整合了装修材料、基础施工、软装配饰、定制家具、设计安装以及入住前开荒保洁等全套服务项目，用户仅需购置家电和生活用品即可轻松实现拎包入住，为消费者提供一站式家居空间解决方案。

尚品宅配“HOMKOO 整装云”蓄势赋能，创新整装模式。随着家装进入整装时代，龙头公司亦纷纷在整装领域率先布局，2016~2017 年尚品宅配开始“赋能整装崛起”，推出创新型服务模式“HOMKOO 整装云”。HOMKOO 整装云将整装设计、虚拟装修、施工管控、供应链管理等全流程一站式打通，利用平台化手段帮助传统装修企业完成整装业务能力的升级。对于装修公司来说，“HOMKOO 整装云”可提供的多方位服务在于——①过程监控：装修公司可以在中央计划调度系统上进行全程调试，工人需要每一步拍照上传系统，工地安装摄像头，装修公司和消费者都可以随时排期跟踪，为装修公司老板提供全程监控。②利润透明：装修公司接单后可以对全程费用使用、利润分配有较为明确的跟踪。③提高设计效率：与以往一个设计师普遍一个月只能服务 2-3 个装修订单相比，利用整装云平台的设计师可以在一周内出图 3-4 个订单，显著提高了设计师的方案设计效率。④异地供应链支持：整装云平台可以为区域化装修公司提供异地的供应链管理支持。

图 28：HOMKOO 整装云销售模式

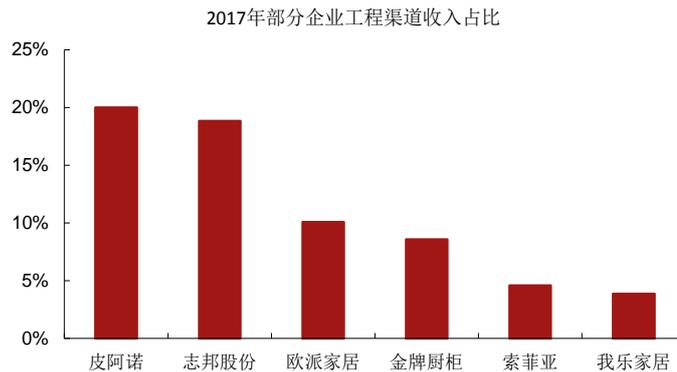


资料来源：公司资料、招商证券

● 工程

工程渠道是指企业与地产商合作提供精装修。工程订单具有业务量大、生产相对标准化等特点,有利于带动家居企业规模快速增长。在国内积极推动精装房大势所趋的背景下,近年家居企业对于地产商合作的重视程度明显提升,加大力度拓展工程业务,工程业务营收占比提升。

图 29: 工程业务占定制企业营收占比-2017

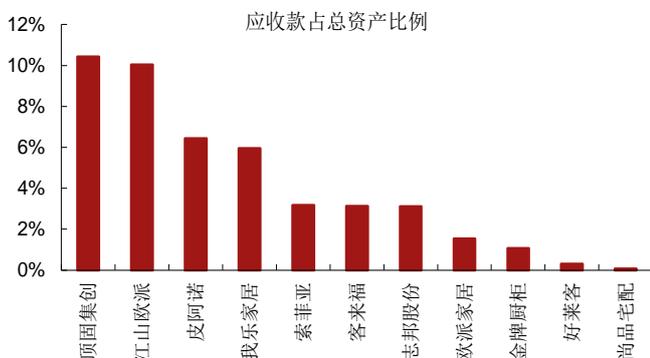


资料来源: 公司资料、招商证券

未来来看,我们认为工程业务有望逐步发展成为家居企业的增长驱动之一,原因有二:

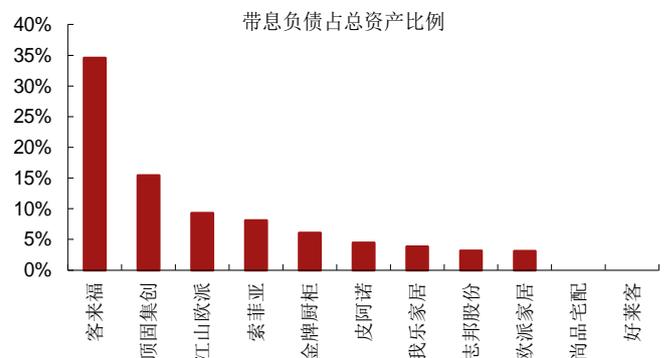
- 1) 在今年地产持续偏弱、叠加终端竞争加剧带来的零售端增长承压的背景下,而工程订单具有业务量大、生产相对标准化等特点,有利于带动家居企业规模快速增长。预计 18 年大部分家居企业仍将加大工程业务,以确保规模稳定增长。同时,由于工程业务的账期普遍较长,我们认为优势品牌家居企业将通过选择与实力强、信誉高的全国性地产商以及区域性优质地产商进行合作、完善内部应收账款管控制度等方式,将应收账款风险控制在可控水平,进一步带动公司规模持续稳定增长。

图 30: 应收款占总资产比例整体不高-2017



资料来源: Wind、招商证券

图 31: 带息负债占总资产比例整体较低-2017



资料来源: Wind、招商证券

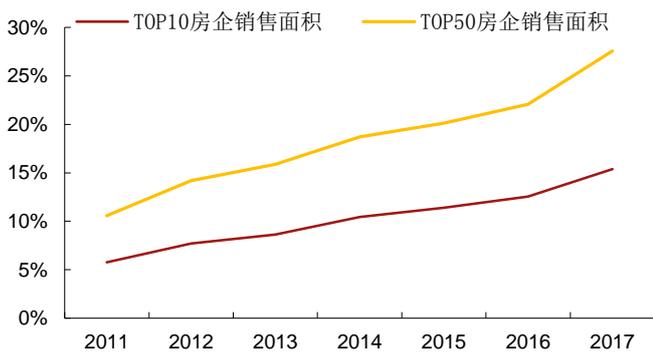
- 2) 随着社会进步和消费水平提高,我国住房精装修化趋势日益显现。

首先,政策推动方向明确,在中央与地方政府鼓励住宅产业化与全装修政策的推动下,2016 年起,国内地产行业也迎来了政策推动的住宅全装修、成品交付时代。据不完全统计,全国数十省份、直辖市均已出台全装修相关政策,预计到 2020 年精装修的比例

将达到 80%以上。

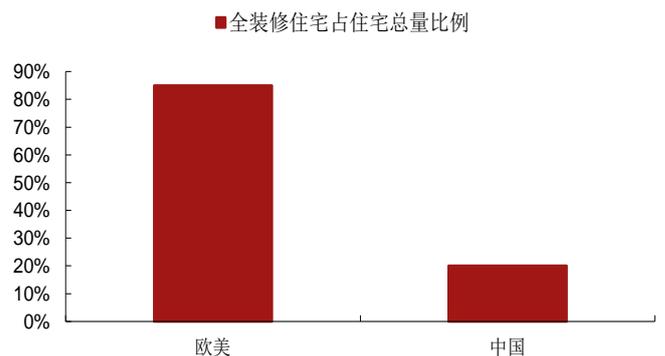
其次，需求端来看，目前全装修住宅在我国整体住宅总量占比仍不到 20%，明显低于日本、欧美等发达国家 80%以上的水平，表明未来仍有较大提升空间。从我国住宅年竣工面积来看，近年来基本稳定在 8 亿平方米左右，假设平均每套住宅面积约 100 平方米、精装修比例达 80%，参考橱柜、全屋定制分别约 9200 元、2.5 万元的平均客单价、以及地板约 100 元/平米均价，假设我们测算我国住宅精装修的对应的橱柜、全屋定制、地板市场规模分别约为 589 亿元、1600 亿元、512 亿元。

图 32: 大型地产企业集中度加速提升



资料来源: Wind、招商证券

图 33: 国内全装修住宅占比明显低于发达国家水平



资料来源: 公开资料整理、招商证券

表 2: 住宅精装修家具市场理论规模测算

万平方米	年竣工住宅面积	80000		
平方米	平均住宅面积	100		
万套	年竣工住宅套数	800		
	假设精装修比例	80%		
			橱柜	全屋定制
元	单价	9200	25000	100
亿元	市场容量	589	1600	512

资料来源: Wind、公开资料整理、招商证券

2.3 变化二: 客单价提升成为扩张新动力

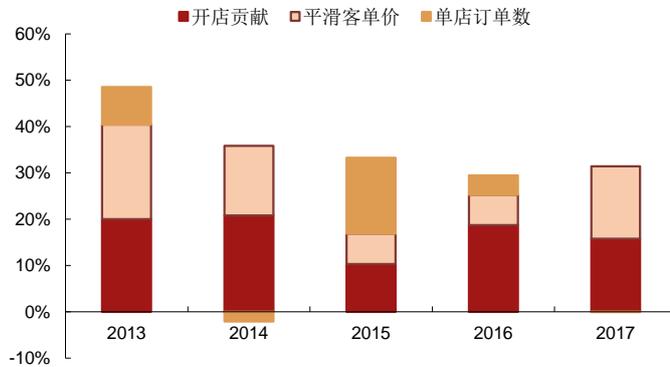
如我们上文分析, 2014~2017 年部分家居企业开店速度较早年有所放缓, 而随着 2017 年七家定制企业的上市, 借力资本纷纷加快了开店节奏, 但其间的参与者们均意识到现阶段行业的变化在于: 随着客流的获取难度提升, 企业的规模胜出并不能完全依赖于门店数量规模扩大, 而需要更多地通过优化消费环境、服务水平、品牌升级以及品类扩张等多种方式, 从而提升客单价以实现单个客户价值获取的最大化。

2.3.1 全屋定制实现单个客流价值最大化

近年客单价提升已成为渠道扩张以外, 企业成长新驱动。以索菲亚为例, 我们将其当年收入增速进一步分拆为当年开店贡献、当年客单价变化、单店订单数贡献三个因素。我们对于 2015 年公司推出 799 特价套餐对客单价的影响进行平滑处理, 可以发现,

2015~2017 年，虽然开店仍是公司重要规模增长贡献，但通过多做空间、增加功能件等方式带来的客单价提升，对于收入增长的贡献逐渐上升；至 2017 年，我们测算客单价提升对收入增长的贡献已达 50%。

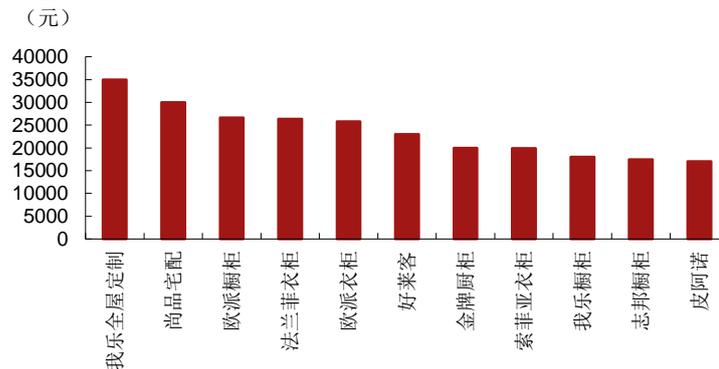
图 34：近年客单价提升对于收入增长贡献提升



资料来源：公司资料、招商证券

不同客单价水平代表认同度，全屋设计决定差异。近年来，购买家具的痛点已经逐渐从价格、品牌、环保等因素，过渡到和谐的家居设计。而客单价作为继渠道扩张后的另一大增长主引擎，我们认为，好的家居设计往往能够有效带动客单价的提升。具备优秀前端设计能力的定制企业，能够通过好的设计图展示效果，提升消费者服务体验，进一步挖掘客户的消费需求，实现单个客户的获取价值最大化。全屋定制企业以尚品宅配为代表，公司于 2008 年率先布局全屋家具定制，目前已近 10 年全屋家具定制经验，在软件设计、效果图制作、审单拆单排产、生产发货交付等全屋定制流程方面均积累了一定优势经验；同时，公司还从事于家居行业设计软件及信息化整体解决方案，行业领先的设计能力使其客单价也处于行业较好水平。此外，我乐家居、志邦股份在全屋定制方面亦取得较好进展，全屋客单价分别达 3.5 万元、2.6 万元。

图 35：全屋设计决定客单价（认同度）差异



资料来源：公司资料、招商证券

2.3.2 全屋进阶大家居，供应链管理加码

从定义上看，全屋定制是家居企业在大规模生产的基础上，根据消费者的设计要求来制造的消费者的专属家居，包括整体衣柜、整体书柜、餐边柜、鞋柜、电视柜、步入式衣

帽间、入墙衣柜、整体家具等多种柜类产品，以及木门、窗、卫浴等部分泛定制产品。而在全屋定制的基础上，近年来定制行业的大家居模式已悄然兴起，相较于全屋定制，大家居模式的特点在于：①大店面，大家居门店面积通常在 1000 平米以上，甚至 3000~4000 平米；②全品类，除了橱柜、衣柜、书柜、鞋柜等柜类产品、以及木门、窗、卫浴此类泛定制产品之外，还包括移动家具、软装饰品甚至部分电器等；③强体验，大家居门店作为企业和经销商重点打造的标杆，门店装修以及产品氛围往往都非常重体验，为消费者提供一站式家居空间解决方案。

表 3：全屋定制进阶大家居模式

	全屋定制	大家居
店面	家居卖场：200~500 平米 SM 店：300~1000 平米 O 店、C 店：3000 平米	1000~4000 平米
品类	①柜类产品：整体衣柜、整体书柜、酒柜、鞋柜、电视柜、步入式衣帽间、入墙衣柜、整体家具等 ②泛定制产品：木门、窗、卫浴等	①柜类产品：整体衣柜、整体书柜、酒柜、鞋柜、电视柜、步入式衣帽间、入墙衣柜、整体家具等 ②泛定制产品：木门、窗、卫浴等 ③家具家品：移动家具、软装饰品甚至部分电器
体验	传统门店	多为旗舰店，强服务、强体验
管理	对经销商、投入要求相对略低	供应链管理难度大； 高投入，对经销商的经营实力要求更高

资料来源：公开资料整理、招商证券

品类扩张已全面开展，大家居纷纷布局。在全屋定制已成为行业发展的必然趋势下，定制家居企业以多品类扩张为主的大家居战略布局已全面展开。“大家居”一词从 2014 年起已定位为欧派的重要发展战略，并迅速带动大家居概念在整个行业普及，欧派大家居发展历程经历了 2016 年的快速推进以及随之而来的阶段性调整，并于 2017 年重造产品定位、商业模式、营销流程，单值提升显著，实现了从 1 个单品到 7 大品类的裂变。目前欧派全国大家居专卖店已超过 65 家，运营基本步入正轨。此外，索菲亚 2017 年底也有 20 家大家居门店，并计划于 18 年新开 100 家，推进大家居布局。

表 4：上市公司对于行业和战略定义

公司名称	行业定义	既定战略
欧派家居	整体家居	大家居、整装大家居
索菲亚	全屋定制家具	大家居
尚品宅配	全屋定制家具	“C2B+O2O”全屋定制、整装云
好莱客	全屋家居家居	全屋定制
志邦股份	全屋定制家具	大定制
金牌厨柜	定制家具	聚焦厨柜、全屋拓展
我乐家居	全屋定制家具	全屋定制
皮阿诺	全屋定制家具	全屋定制

资料来源：公司资料、招商证券

其中，我们注意到不同企业品牌策略也有所差异：尚品宅配全屋定制的所有品类，多年来以尚品宅配、维意定制双品牌独立运营。而欧派大家居策略是以“欧派”品牌为主（木门因历史原因除外），同时增设子品牌“欧铂丽”差异化客户群再添渠道增量。志邦以橱柜起家并于 2015 年切入衣柜，衣柜以独立品牌“法兰菲”运营，2017 年推出“IK”子品牌，适应互联网及年轻化消费趋势。而索菲亚、金牌等在原有品类均具有鲜明特色

和显著优势，则启用了新品牌开拓新市场，即索菲亚的司米橱柜、金牌的桔家衣柜及全屋定制。我乐和皮阿诺在衣柜及全屋定制上延续了主品牌运营，皮阿诺同时设立“米拉拉”子品牌定位于年轻化和家装主市场。

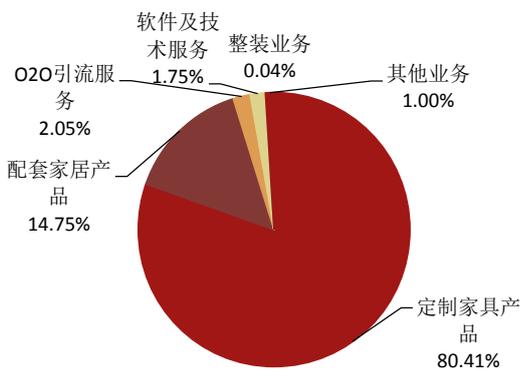
表 5：定制家居企业多品类布局

公司名称	整体橱柜	整体衣柜	定制木门	配套家品	整体卫浴	地板	子品牌
欧派家居	欧派	欧派	欧铂尼	欧派	欧派	-	欧铂丽
-营收占比	55.14%	33.94%	3.31%	-	3.12%	-	3.62%
索菲亚	司米	索菲亚	华鹤/米兰纳	索菲亚	-	易福诺	-
-营收占比	9.58%	83.70%	1.19%	4.66%	-	0.11%	-
尚品宅配	尚品宅配 维意定制	尚品宅配 维意定制	尚品宅配 维意定制	尚品宅配 维意定制	-	-	-
-营收占比	10%	30%	-	14.75%	-	-	-
好莱客	好莱客	好莱客	好莱客	好莱客	-	-	-
-营收占比	-	98.29%	-	-	-	-	-
志邦股份	志邦	法兰菲	志邦	志邦	-	-	IK
-营收占比	87%	10.42%	-	-	-	-	-
金牌厨柜	金牌	桔家	-	-	-	-	-
-营收占比	96.14%	1.65%	-	-	-	-	-
我乐家居	我乐	我乐	-	我乐	-	-	-
-营收占比	63%	36.88%	-	-	-	-	-
皮阿诺	皮阿诺	皮阿诺	-	-	-	-	米拉拉
-营收占比	74.73%	22.99%	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料、招商证券

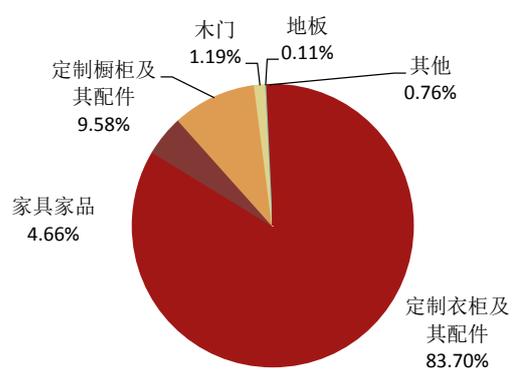
配套家品销售逐步发展成为新的规模增长点。以尚品宅为例，17年公司加大力度推行尚品优选、维意臻选等配套套餐，全年配套家居产品实现营收 7.85 亿元，总收入占比 14.75%，已逐步发展成为新的增长点，同时公司表示 18 年将大力继续发展配套家品业务。此外，索菲亚 2017 年家具家品销售收入也取得了显著增长，家具家品业务销售收入 2.87 亿元，同比增长 80.85%，占公司总收入比例由 2016 年的 3.5% 升至 4.66%。

图 36：尚品宅配 2017 年配套家品营收占比 14.75%



资料来源：公司资料、招商证券

图 37：索菲亚 2017 年家具家品营收占比 4.66%



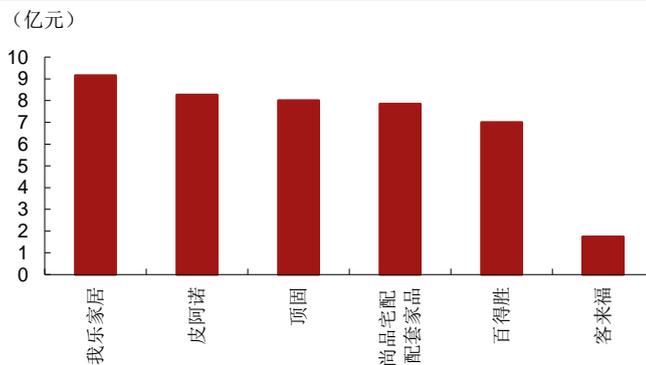
资料来源：公司资料、招商证券

品类延伸导致供应链的管理难度加大。随着定制家居企业转大家居深入布局，从橱柜和衣柜等板木家具开始，逐渐向电视柜、鞋柜、书柜、酒柜等客厅柜体及其他品类延伸，另外还向后段延伸到饰品，家电，灯具等等。而此类品类往往价值量相对较小，且种类零散，但客户购买频次相对更高，而如何实现价廉物美和品类丰富的难度也随之增加。因此，我们认为，目前以品类扩张为主要途径的大家居布局，也给企业对于产品以及供

应链管理带来了新的挑战。

2017 年，尚品宅配的配套家居产品实现营收 7.85 亿元，同比增长 32.75%，其配套家品营收已与业内中型企业规模相当，也表明了公司较强的供应链管理能力和较强的供应链管理。公司通过买手模式快速整合供应链，实现了客餐厅套餐（沙发、电视柜、茶几、餐桌椅）和睡眠套餐（床、床垫、床头柜、枕头、床品四件套）的个性化套餐销售，以满足客户一站式家居消费的需求。而对于品类扩张先行的欧派来说，2016 年 6 月，首家全屋定制 MALL 在哈尔滨开业，占地 10000 多平米，标志着欧派大家居战略正式落地，也使“大家居”一词在业内迅速得以普及。而后，公司经历了半年左右的时间，对于代理商转型换挡、以及大家居商业模式等调整和试错，通过加强品类管理、门店管理、终端提升等方式，使其大家居模式打造在 2017 年初建成效。

图 38：尚品宅配 2017 年配套家品营收已与中型企业规模相当



资料来源：公司资料、招商证券

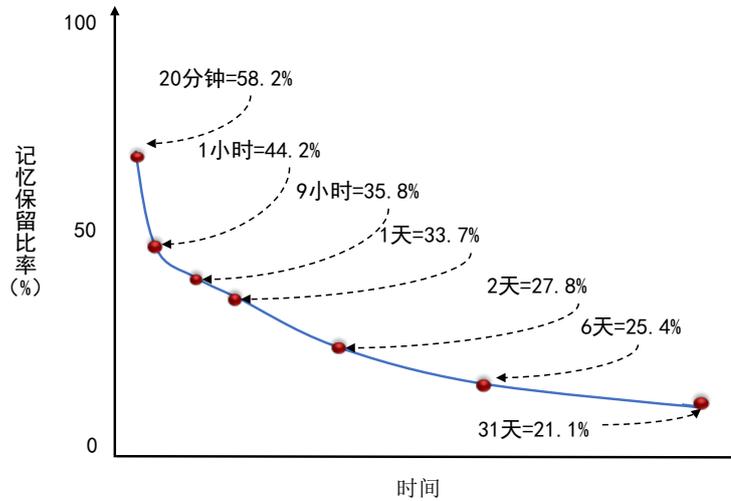
2.4 变化三：同质化突显品牌、信息化竞争力

近年来，国内家居行业虽然经历了地产调控、原材料涨价、通货膨胀、竞争升级等压力，但随着二次装修、新房装修等刚性需求的释放，定制家居市场的购买力仍有较大发掘潜力。而市场环境的变化，也使家居企业的产品和渠道同质化现象加剧，因此，品牌认知、信息化和生产效率也成为企业差异化竞争力的重要指向。

2.4.1 广告、服务强化品牌认知

家居作为低频消费品，广告是塑造品牌、影响购买的重要方式。德国心理学家艾宾浩斯的遗忘曲线研究结果表明，人们遗忘一件事情的速度不是线性的，而是开始遗忘快，而后续遗忘的速度变慢。这一发现的理论指导意义在于任何一段记忆，必须要在还没有忘记之前反复加强印象，重复再重复，这也是为什么即便已然是家喻户晓的品牌也仍然在做广告。而相比于快消品等其他消费品来说，家居虽然是低频消费品，但正是这部分足够多的长尾低频消费者，支撑起品牌绝大部分销售贡献；而由于消费者面临的选择之多，因此，家居企业投放广告的作用即在于确保消费者有家居购买需求的时候，公司的品牌在其选择范围之内。

图 39：遗忘曲线表明广告的作用在于遗忘之前强化记忆



资料来源：公开资料整理、招商证券

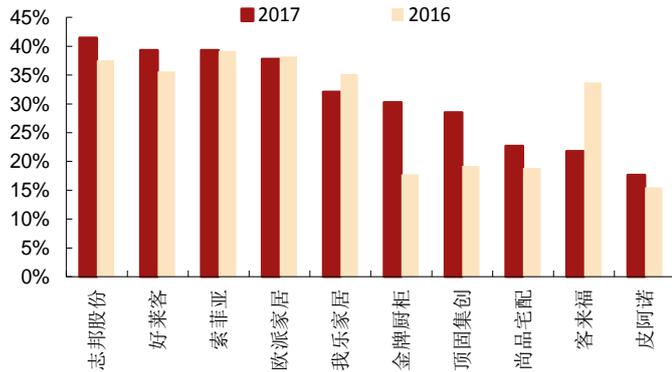
近年来，以上市公司为代表的定制家居企业在坚实的产品品质和渠道基础上，纷纷加码在机场、高铁、户外广告、互联网、新媒体广告等全方位营销，进一步提升品牌的知名度和影响力。从上市公司的年报数据可以看到，近年来企业通过全渠道营销等方式，对于广告的投入明显增加。2017年，我们统计的十家定制家居企业广告费及业务宣传费占销售费用的平均比例达31.1%，较16年平均29.1%的水平提升2pct；其中，志邦股份、好莱客、索菲亚、欧派家居17年广告费占销售费用比例均在40%左右。2017年样本企业平均广告ROI为25，与16年基本持平；其中，皮阿诺由于工程业务收入占比较高，17年广告ROI达39为最高水平，而索菲亚、顶固集创、欧派家居也达30左右。

图 40：定制家居霸屏机场、高铁广告



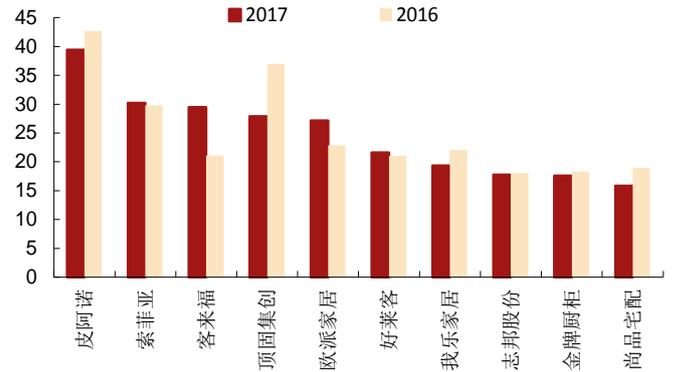
资料来源：市场调研、招商证券

图 41：定制家居企业广告费占销售费用比例提升



资料来源：公司资料、招商证券

图 42：定制家居企业平均广告 ROI 约 25



资料来源：公司资料、招商证券

广告打造品牌知名度,服务提升品牌认可度。广告营销投入可以为企业打造品牌知名度,而品牌主张则是进一步强化受众感知的重要方式。欧派延用了十多年的广告语“有家有爱有欧派”早已深入人心,而除了口口相传的广告语外,近年来公司充分注重品牌主张传递,通过广告短片等形式使消费者明白,公司不仅提供家居产品,更真正懂得爱家、支持消费者表达对家的爱。索菲亚的广告语从最早的“定制衣柜就是索菲亚”,到 2013 年开始启用的“定制家,索菲亚”,再到 2017 年 3 月全新启用的“懂空间,会生活”,每一次品牌主张也见证了公司从家喻户晓的“定制衣柜”基础奠定,到“定制家具”的普及化,到如今“全屋定制”的迭代升级。志邦则以“专业厨房,更懂生活”的广告语,表达公司多年来对于厨房领域的专注,并构建“乐享厨房”的生活理念。

图 43：部分企业广告语



资料来源：互联网、招商证券

服务驱动、深度营销提升客户满意度。随着时代的发展,消费者对购物的需求不仅仅局限于收纳耐用等功能性层面,而对于精神层面的服务需求也逐步提升。因此,基于业务基础的服务升级,打造服务全价值链,也是实现低成本高频次传播的有效途径。而在大数据时代,针对老客户进行深度营销,是最精准而且低成本的营销方式,其成功的重要指标即客户口碑的提升、老客户带动新客户数量的增多等。

志邦基于“让所有中国人都用上满意的厨柜,更让他们的团圆时刻享受更美好的厨房生

活”的服务承诺，自 1998 年建立起至今连续 20 年坚持“微笑行动”。每年新春之际，上万志邦人奔赴千家万户，进行厨房产品的检修、调试和维护等服务，开辟了橱柜行业“追踪服务”的新模式，在提升消费者满意度的同时，也帮助公司进一步优化产品设计、升级产品功能等。此外，2011 年以来，欧派在业内首推 4S 服务体系，从展示(show)、销售(sale)、服务(service)、信息反馈(survey)四个维度为消费者提供免费上门测量、电脑跟踪、定期检测等十六项服务，标准化服务由硬实力转为软实力，顾客满意度 95% 以上。

表 6：口碑影响大数据

客户数	服务满意度	口碑影响人数	购买影响
1	不满意	>11	
1	高度满意	>5	
1	忠诚客户	25	8 个潜在客户，其中至少 1 个成交客户

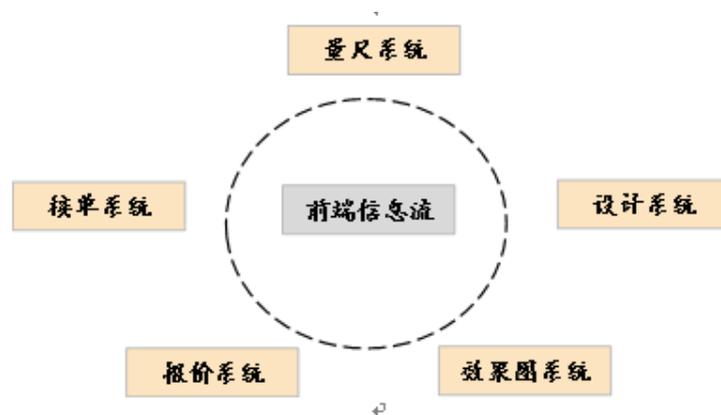
资料来源：公开资料整理、招商证券

2.4.2 信息化、产能建设降本提效

家居行业的发展加速了生产与信息化的融合，带动传统产业升级，企业信息化建设涵盖了前端设计销售、中端生产、后端服务，包括产品设计、订单形成、订单审核、订单报价、订单排产、组织生产、成品出货等全流程。而通过信息化打通前后端，能在降低生产成本的同时提高经营效率，增强综合竞争能力。

具体体现在：①生产端，一方面，企业通过提升智能制造和柔性制造水平，提升板材利用率、自动拆单率等指标，另一方面，建设全国性能布局缩短交货期，提升服务效率；②营销端，包括量尺系统、设计系统、效果图系统、报价系统、接单平台等信息流，而如何实现各个信息点的高效流转，是提高设计师工作效率和订单周转速度的重要途径；③大家居多品类布局也给企业提出了更多的供应链管理要求；④大数据平台建设也是企业发力新零售终端的重要基础，信息化工具增强消费体验，挖掘用户需求，驱动门店精细化管理。

图 44：定制企业前端系统主要信息流



资料来源：招商证券

生产信息化建设是企业优秀盈利能力的重要支撑。索菲亚从 2015 年开始进一步推动数字化转型进程，带动生产成本降低和产能提升，进一步优化管理成本。2017 年公司标准化生产一次合格率超过 99%，CNC 数码控制比例达 100%，对生产流程数据更快速的处理并做出预测，提升板材利用率，实现成本压缩；2017 年公司板材利用率接近 84%，一次性安装成功率稳定在 80%以上，进一步减少客户投诉，提高客户体验，同时也为公司带来了稳定的高毛利率（17 年衣柜业务毛利率 40.7%）。

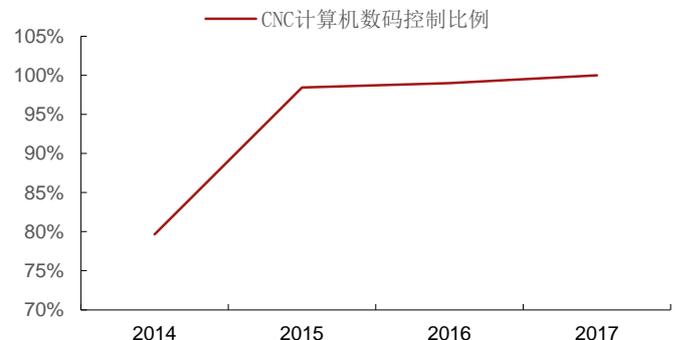
此外，好莱客通过信息化系统开发支持，自主选型、自由串联，与多个国际顶级设备供应商（而非单一设备商）形成战略合作，在保证生产效率与质量的前提下，个性化设备连接赋予新生产基地布局更多灵活性，带动公司板材利用率、同步交付率、产品品质连年提升，2016 年和 2017 年公司衣柜毛利率水平亦接近 40%。

图 45：索菲亚板材利用率稳步提升



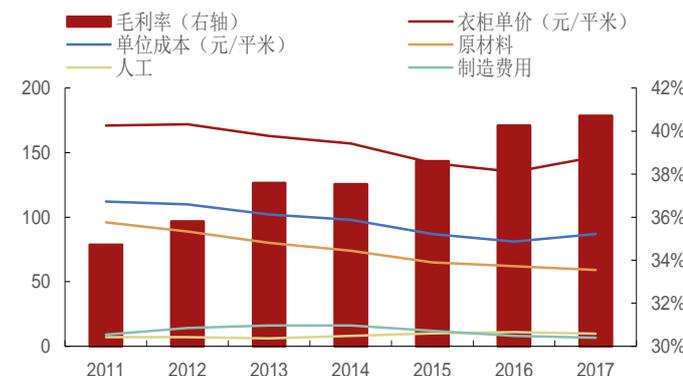
资料来源：公司资料、招商证券

图 46：索菲亚 CNC 数码控制比例达 100%



资料来源：公司资料、招商证券

图 47：索菲亚衣柜毛利率稳定提升



资料来源：公司资料、招商证券

图 48：好莱客衣柜成本优化提升毛利率



资料来源：公司资料、招商证券

营销端加码设计软件、打通生产，加快订单周转，优化用户体验。

- 1) 首先，量尺系统一般可从 CRM 或集客系统里获取客户信息，并通过量尺转换成设计系统能识别的数据，并生成进门量尺率、量尺成交率等经营数据。
- 2) 其次是设计系统，也是目前企业前端信息化打造的重点，按企业规模一般分为 AutoCAD（中小型企业）和定制的设计软件系统（大中型企业），两者的区别在于 AutoCAD 没有真正意义上的模型数据库，而定制软件则是建立在模型数据库基础上，从而能在设计完成后实现快速生成报价。

- 3) 近年来以三维家、酷家乐等为代表的设计展示软件兴起，给消费者带来了更好效果图体验，因此目前行业许多企业均采用“双设”系统，即用三维家类软件解决效果图展示，用 CAD 类软件解决生产类数据。
- 4) 而作为设计软件一部分的报价系统，以模块形式呈现为主。目前行业成熟的定制类软件以及尚品宅配圆方软件基本可以一键生成报价，或者在设计时即可同步生成相应报价表。
- 5) 接单系统则主要分为订单传递、订单审核、订单分拆三个主要功能。其中订单分拆即把设计图纸分拆成为可供生产的 BOM (Bill of Material) 物料清单，仍是目前许多企业面临的瓶颈，也是信息化建设重要环节。由于拆单能力直接影响后端产能，因此我们也看到近年来上市企业纷纷加码设计系统建设，除了软件实力领先的尚品宅配（圆方），好莱客 2016 年以后开始全面升级 3D 软件，使目前公司自动效率业内领先；同时，索菲亚、欧派今年也分别推出 DIY Home 软件、MTDS 系统等，以进一步提升拆单效率，以使订单完成审核后即可快速对接生产端。

表 7：上市公司全屋定制主要前端软件

公司名称	设计软件
尚品宅配	圆方软件
欧派家居	三维家+CAD, 18 年上线 MTDS 系统
索菲亚	三维家+CAD, 18 年上线 DIY Home
好莱客	创想明天合作开发, 3D 软件
志邦股份	三维家+CAD
金牌厨柜	三维家+CAD
我乐家居	三维家+CAD
皮阿诺	三维家+CAD

资料来源：市场调研、招商证券

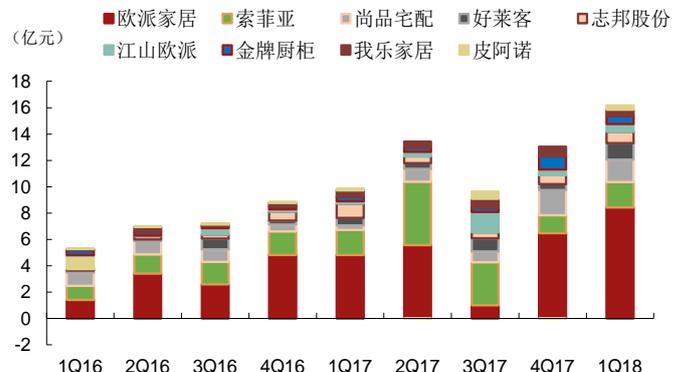
加码产能建设，龙头企业资本开支规模领先。从近年财务报表数据来看，定制家居行业尤其龙头企业加码产能建设力度，2017 年 9 家定制家居上市公司固定资产、在建工程规模分别为 77 亿元、19 亿元，全年资本开支总和达 46 亿元；18 年一季度，9 家企业资本开支总和为 16.2 亿元，同比大增 63.8%。其中，龙头企业产能扩张更为激进，资本开支规模明显领先，1Q18 欧派家居、索菲亚、尚品宅配分别以 8.4 亿元、1.9 亿元、1.7 亿元的资本开支规模位列前三，在 9 家企业规模总和占比分别 52.1%、12%、10.6%。

图 49：9 家定制家居企业 2017 年资本开支 46 亿



资料来源：公司资料、招商证券

图 50：龙头企业资本开支规模明显领先



资料来源：公司资料、招商证券

产能扩张围绕全国性生产布局，解决的不仅仅是产能瓶颈。我们认为，以欧派、索菲亚、尚品宅配等为代表龙头企业加大产能建设力度，解决的不仅仅是产能瓶颈来满足日益增长的消费需求，而我们也注意到企业的产能扩张基本都围绕全国性基地来做布局。我们认为，全国性生产布局对于企业来说，除了解决产能瓶颈，还可以一方面解决服务半径问题，缩短交货周期，提升区域服务效率；另一方面，通过多地建厂进一步打造区域总部竞争力，以更好地应对区域型品牌深耕的区域服务优势。

欧派家居目前在全国生产基地 4 处，分别位于南部广州和清远、北部天津、东部无锡、西部成都（今年投产）四大生产基地，且公司仍在规划更多基地布局。考虑到每个生产基地的辐射半径，目前公司各基地面积相对较为平均（约 400-500 亩），且配备全品类生产线，各基地引入用户下单选择竞争机制，以用户为中心降成本来更好的满足消费者需求。

索菲亚目前在全国拥有 5 处已投产生产基地，分别位于四川崇州市、河北廊坊市、浙江嘉善县、湖北黄冈市以及广东广州市，初步完成全国工业布局，工厂 2017 年平均交货周期为 10 天~12 天，为业内领先水平。

表 8：上市公司生产基地布局

公司名称	区域数量	生产基地布局
欧派家居	4	华南：广州和清远
		华西：成都
		华东：无锡
		华北：天津
索菲亚	5	华南：广州
		华西：成都
		华东：浙江嘉善
		华北：河北廊坊
		华中：湖北黄冈
尚品宅配	3	华南：佛山
		华西：成都
好莱客	2	华东：无锡
		华南：萝岗、惠州、从化
志邦股份	1	华中：湖北汉川
金牌厨柜	2	华东：合肥
我乐家居	1	华东：厦门、江苏
皮阿诺	2	华东：南京
		华南：中山
江山欧派	1	华北：天津
		华东：江山

资料来源：公司资料、招商证券

三、全屋套餐是不是价格战？

我们认为，全屋套餐时代性价比为王，消费者对于家居消费的价格敏感度提升，将进一步凸显家居行业马太效应，优势资源将加速向头部品牌集中：大品牌已在资本、产能、信息化、渠道、产品等重要领域完成了基本布局，有望依靠规模优势通过做大客单值，在维持合理利润率的同时进一步做大规模；同时，行业分级初步成型，二线品牌弯道超车难度加大，掘金细分领域，实力品牌通过产品、服务等实现差异化突围亦具备较大发展空间。

3.1 精简计价，顺应消费模式变化

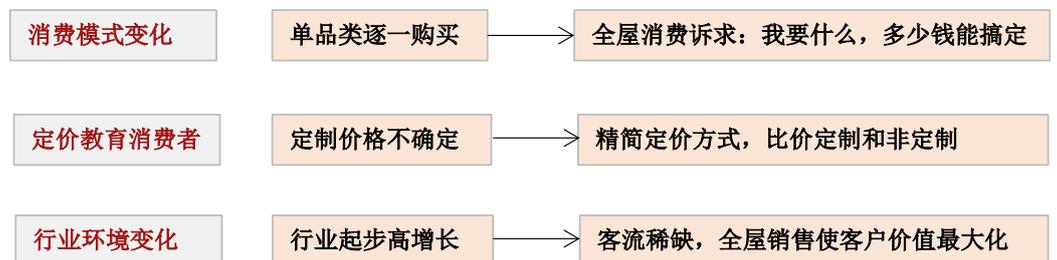
近两年以来，定制家居企业纷纷推出的全屋定制促销套餐，我们认为，起因还是在于行业不成熟、信息不对称背景下的发展趋势所然，而套餐推出的目的则正好顺应了“新中产”消费群体的消费模式变化、精简定价教育消费者、以及充分挖掘客流价值等。

首先，从消费诉求看，随着以 8090 后为主的“新中产”消费群体扩大，以及即将迎来的 00 后，相对于 6070 的消费者，年轻消费群体愿意花大量时间在各种家具购买上面的意愿明显降低，而更关注预期效果以及结果呈现，因此“新中产”消费群的家居购买消费模式也变得更为简单明了，即“我要什么，花多少钱能搞定”。而全屋套餐作为一种简洁明了的计价方式，充分迎合了这一核心消费诉求。

其次，多年来消费者对于定制化消费的认知并不充分，部分消费者认为定制普遍存在“价格虚高”、“价格不确定”等问题，一定程度上也抑制了行业的发展。因此，套餐定价模式正是通过清晰的定价方式来教育消费者，把消费者对于定制以及非定制的价格认知，放至同一平面竞争，从而选择更适合自身需求的消费方式。

第三，对于定制家居企业来说，近年行业竞争环境的变化，单个客流获取难度增加，也使以往单品或单品组合类营销模式，无法充分挖掘全屋定制的潜在需求，因此，全屋套餐作为一种对于企业来说也更为高效的营销方式应运而生。

图 51：全屋套餐精简计价、顺应消费模式变化



资料来源：招商证券

2016 年，欧派衣柜率先推出了“特惠装——全屋 19800，定制家具装满家”套餐（以下简称“19800 套餐”），并带动“套餐式”营销在业内得以迅速推广，受到了消费者的较高认可。相比于 2017 年以前按投影面积计价的“19800 套餐”主流套餐，18 年开始各大企业在套餐推广方式上开始呈现差异化：欧派套餐按特定投影面积的总价计价，衣

柜由 17 年的 19800 元/18 m²套餐升级至 18 年的 19800 元/22 m²套餐、欧派橱柜 15800 套餐、以及大家居 59800 全屋套餐；索菲亚以单位投影面积计价，继 799 元/m²连门带柜套餐后，今年又推出 1111 元/m²套餐以及 1599 元/m²（无醛）全屋套餐等；尚品宅配则以家装行业的主流计价方式，在定制行业内率先推出按建筑面积的套餐计价，推出 2018 全新全屋定制套餐“智享套餐 518”、维意定制“拎包入住 518 套餐”；好莱客、志邦、金牌、皮阿诺的全屋套餐则均按特定投影面积总价计价，好莱客包括 16800 元/20 m²套餐以及 19800 元/16 m²（原态）等 7 大套餐，法兰菲全屋套餐为 19800 元/20 m²，桔家全屋套餐为 19800 元/22 m²，皮阿诺全屋套餐为 19800 元/20 m²。

图 52：上市公司部分全屋定制套餐

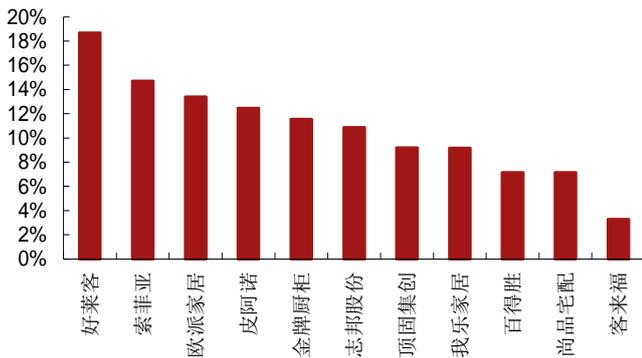


资料来源：公开资料整理、招商证券

3.2 合理利润率做大规模，马太效应凸显

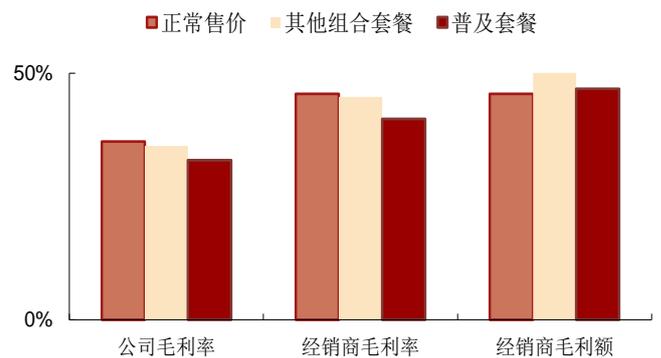
全屋套餐目的在于做大客单值，头部品牌依靠规模效应、信息化等优势，对利润率影响有限。我们认为，全屋套餐的推出，是在行业竞争环境变化的背景下，品牌企业通过主动让利消费者的引流方式，进而快速做大规模的过程。而高性价比的套餐定价也给企业对于成本控制等自身盈利能力提出了更高要求，即如何在低价套餐销售里保持仍然可观的利润率。据我们市场调研了解，多数品牌的普及套餐对企业、经销商的盈利能力略低于正常水平，而以更多组合形式推出的其他套餐对盈利的影响则较为有限；另一方面，套餐的推出对客单价的有效拉动也进一步带动销售规模提升。

图 53：主要上市企业净利率水平-2017



资料来源：公司资料、招商证券

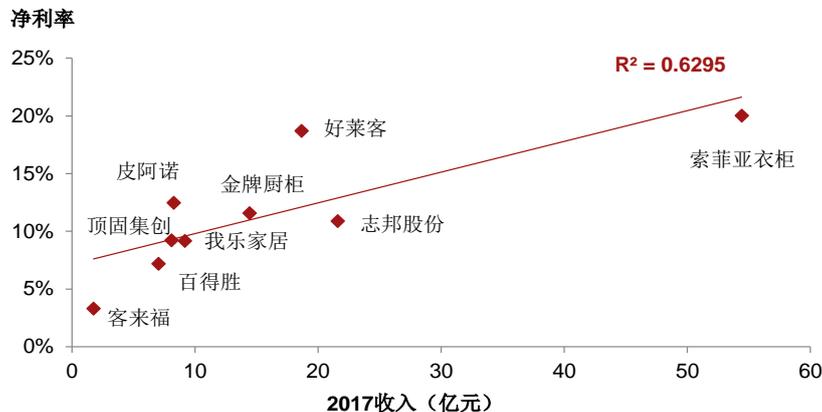
图 54：全屋套餐对盈利能力测算影响有限，做大规模



资料来源：市场调研、招商证券

以主要上市企业 2017 年营收规模和净利率分布水平来看，剔除直营占比较高的尚品宅配、多品类的欧派家居，可以得到企业收入与净利率水平较强正相关，且相关系数 R^2 高达 62.95%，表明行业的企业规模效应对于盈利能力的提升已较为显著。我们认为，套餐时代将进一步凸显家居行业马太效应，优势资源将加速向头部品牌集中：大品牌已在资本、产能、信息化、渠道、产品等重要领域完成了基本布局，有望依靠规模优势通过做大客单值，在维持合理利润率的同时进一步做大规模；同时，行业分级初步成型，二线品牌弯道超车难度加大，具备实力的企业通过产品细分、渠道差异、服务和区域聚焦等，实现差异化突围亦具备较大发展空间。

图 55：定制行业规模效应凸显



资料来源：公司资料、招商证券

龙头企业加码多品类、多空间的套餐销售力度。以欧派家居橱柜套餐为例，橱柜营销线 2017 年通过创新推出“橱柜+”五大系统战略，深化“高端厨房定制专家”的定位，将厨房生活解构为“洗涤”、“备餐”、“烹饪”、“收纳”、“品质生活”五大系统，为消费者创造全新的餐厨体验，推动了整体橱柜向整体功能厨房的消费升级转变。2018 年，欧派橱柜套餐变化有二：一是从 9999 元的单橱柜套餐（3 米套餐+烟机+灶+水槽+龙头），升级至 15800 元的梦想厨房套餐（3.6 米套餐+烟机+灶+水槽+龙头+净水器+拉篮 3 件套）；二是从多品类销售的“五大系统”，再度升级至多空间销售的“三大空间”（厨房 餐厅 阳台）。

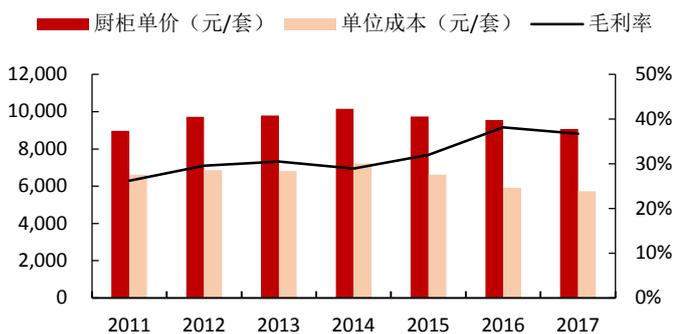
图 56：欧派高配全能新厨房



资料来源：互联网、招商证券

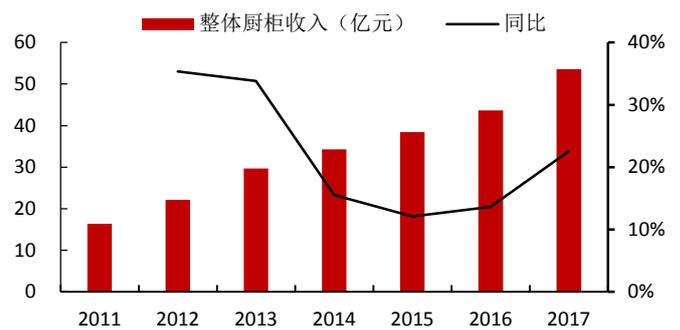
强大的成本控制和制造能力，是企业通过价格竞争扩规模的有力保障。而从报表上看，欧派橱柜近年在实现规模持续增长的同时，售价和成本也均有所下降，2017 年公司橱柜制造线成本率下降 1.09%，遗留单发生率下降 0.6%。公司与供应商采取竞争性定价策略，与合格资质的供应商签订合同时，公司会与该供应商签订采购价格最惠协议条款，如公司有证据证实未享受供应商“最惠公司”待遇，有权取消该供应商的供应商资格。我们认为，以欧派为代表的龙头企业在套餐力度上的加码，通过更多增项销售提升客单值的同时，由 3 米套餐升级至 3.6 米套餐（70%的家庭厨房在 3.6 米之内），背后更反映了公司强大的成本控制和制造能力。

图 57：近年欧派厨柜实现售价、成本双降



资料来源：公司资料、招商证券

图 58：欧派整体厨柜收入规模持续增长



资料来源：公司资料、招商证券

中小品牌、手工打制竞争承压，市场份额有望加速向头部品牌集中。定制家居因其“满足个性化需求”的特色，在终端市场越来越受欢迎，孕育了多家上市企业。从上述对企业规模效应的分析来看，大品牌全借力资本优势，有望进一步延伸产品线、拓展渠道，帮助企业推进产能扩张及生产智能化、信息系统升级、品牌营销等，在规模扩张的同时实现售价和成本的双降。而行业大多数的小企业由于品牌弱，产品种类少，渠道布局不健全，信息化支撑薄弱，成本高等，对价格竞争的承受能力明显较弱。此外，通过以下

表格也可以看到，索菲亚和欧派推出的定制套餐价格合理，已基本可以直接和手工打制家具竞争。因此，我们认为在定制行业渗透率提升、竞争加剧的背景下，市场份额加速有望加速向头部品牌集中。

表 9：上市公司套餐价格竞争力不输木工打制

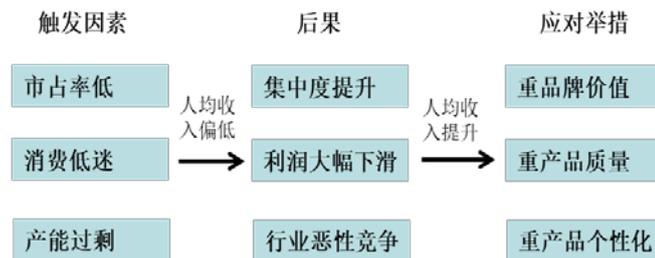
欧派普及套餐	全屋木工打制		索菲亚打造衣柜	木工打造衣柜	
19800 元	板材	7260	3452 元	板材	1340
	五金配件	1500		五金配件	390
	木工工资	5808		人工费	538
	衣柜移门	4800		普通移门	1296
	合计	19368		合计	3564
19800	19368		3452	3564	

资料来源：公司资料、招商证券

3.3 深度价格战可能性不大

价格战的触发条件主要有三个：**市占率低、消费低迷和产能过剩**。市占率一般与品牌的价值高低挂钩，如果企业未能经营出一个在消费者心目中认可度高的良好品牌形象，其产品在市场上就很难具有独特竞争力，只能打上性价比高或者超低价的标签才能促进销售，如果业内的企业品牌价值普遍不高，大家都只能在价格这一点上直接竞争，就很容易引发价格战。此外，当市场上的产品同质化严重，可供选择的解决方案较少时，消费者就会缺少购买动机，消费意愿低迷，整个行业的增长会因此呈现疲软趋势，这就为价格战创造了条件，企业很可能采取降价的措施抢占有限的市场。再者，当整个行业处于产能过剩情况时，生产远大于消费，各大企业为了保证销售，往往也会采取降价的策略，最终形成价格战。

图 59：价格战触发因素及应对举措

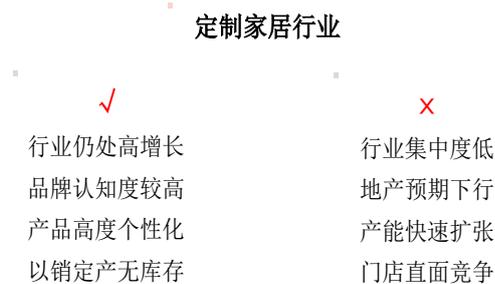


资料来源：招商证券

我们认为，定制家居行业爆发深度价格战的可能性不大。这与行业的自身特点紧密相关。首先，定制家居行业还处于高速增长期，虽然地产预期下行，但由于现阶段我国定制家具渗透率远低于发达国家，预计未来渗透率会持续提高，整体来说需求的增量可期，短期内行业内不会出现产能过剩的情况。其次，定制家具产品高度个性化，根据客户的需求直接设计，无法做到像传统家具产品一样标准化生产，这种模式下，企业以销定产，没有库存压力，减轻了价格战的动机。定制家居行业的竞争格局正在形成，龙头企业已

经初步建立优势，处于快速扩张的时期，中小企业承压，处于探索的过程之中，各个企业都着重自身发展，缺少发起恶性竞争的动机。最后，随着经济发展和消费升级，消费者已经逐渐培养出品牌意识，对品牌的认知度不断加强，各大定制家居企业也着力于塑造品牌形象，提升品牌附加值。未来的竞争中，盲目降价已经不适应新的竞争模式。

图 60：定制行业特点决定了深度价格战的可能性不大



资料来源：招商证券

四、结论

房地产历史上基本面、股价表现大致与家具相合，地产下行掣肘家居行业估值。而与我们前文论述的观点类似，2013 年作为家居尤其是定制家居行业发展分水岭，在指数表现上也呈现了此特点，2013 年家具和地产指数走势的分离已显示出家具行业的消费属性，定制渗透率开始快速提升。

我们认为，定制家居作为一个持续多年高增长的行业，随着行业不断成熟以及市场环境的变化，渐进已非发展常态，企业如今需要取得进一步发展，所需要面临的外部压力和同业竞争不可避免。而就地产影响来看，一方面定制渗透率仍有较大提升空间，另一方面我们认为，而今即便短期没有地产下行的压力，也会有行业高景气吸引更多资本进入等其他威胁，企业如何增强自身竞争实力取得规模增长是关键。

4.1 估值与地产的探讨

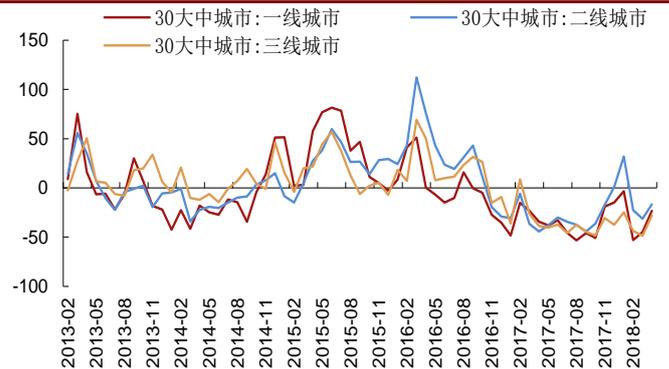
地产成交持续偏弱，大中城市商品房销售持续负增长。从全国商品房销售情况来看，自 2017 年下半年以来商品房销售持续偏弱，2018 年 4 月全国单月住宅销售面积同比减少 4.4%，单月增速继 17 年 9 月、10 月之后再次转负。而 4 月份 30 个大中城市销售跌幅虽然较 3 月份略有收窄，但同比下滑趋势仍然延续，4 月一线、二线、三线城市商品房成交面积分别同比减少 23%、17%、28%。

图 61：全国商品房月度销售面积增速低迷



资料来源：Wind、招商证券

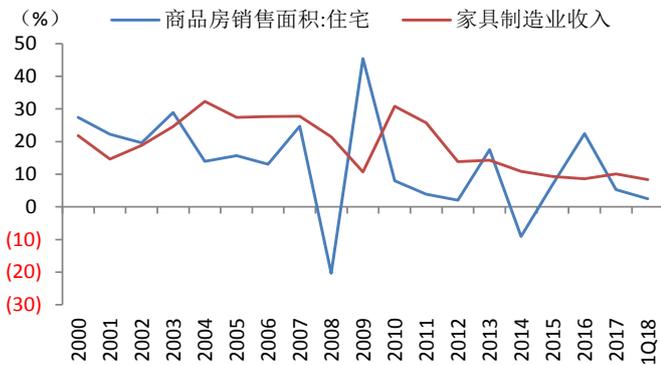
图 62：30 大中城市商品房成交面积持续负增长



资料来源：Wind、招商证券

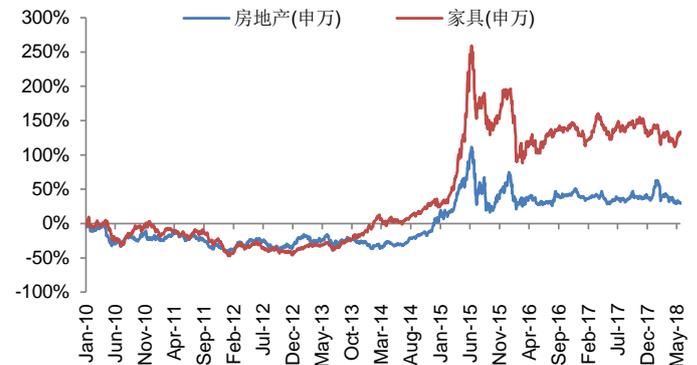
房地产历史上基本面、股价表现大致与家具相合。2013 年的分离已经显示出家具行业的消费属性，定制渗透率开始快速提升。家居作为地产的下游行业，家具购买一般发生在交房之后，因此，长期以来家居行业景气程度与房地产销售情况相关度较高。从家具制造业规模以上企业营收趋势来看，我们发现，营收增速的变化大致滞后于商品房销售变化一年左右的时间。而在家具和地产指数走势上，则呈现出基本同步变化的特点，表明地产成交情况对于家具行业估值的联动效应较为明显。与我们前文论述的观点类似，2013 年作为家居行业分水岭，在指数表现上也呈现了此特点，即 13 年以前家具指数与地产指数基本同步，而 13 年以后随着定制渗透率提升，家具行业消费属性凸显，家具指数表现也明显优于地产指数。

图 63：家具收入变化约滞后商品房销售一年时间



资料来源：Wind、招商证券

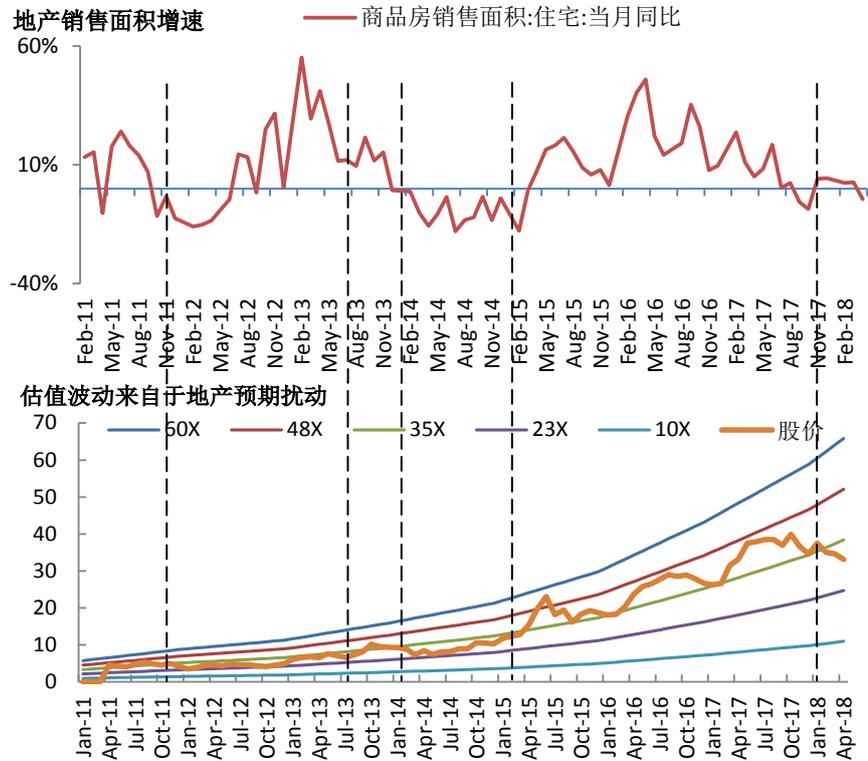
图 64：家具投资周期与地产基本同步



资料来源：Wind、招商证券

家具板块估值与地产成交强相关，地产下行掣肘家居行业估值。家具板块作为地产后周期行业，家具消费的主要场景发生在购房后，理论上家具的需求稍滞后于房屋销售，对于商品房销售存在很大的依赖性。历史数据表明，家具板块估值受地产周期影响非常明显，以行业龙头索菲亚为例，其估值水平受地产周期影响很大：2011 年是地产大年，估值保持在 30X 的高位；2012 年是地产小年，估值稳定保持在 20X 的水平；2013 年是地产销售大年，估值弹性到 40X；2014 年是地产小年，估值保持在 25X 附近；2015 年-2016 年是地产景气周期，估值在 40X 附近；2016 年 10 月地产调控，销售数据下滑，估值回落到 35X；2017-2018 年，地产数据偏弱带动估值有所回落。

图 65：家居企业估值波动来自于地产预期扰动



资料来源：Wind、招商证券

4.2 投资建议

总结来看，我们认为，定制家居作为一个持续多年高增长的行业，随着行业不断成熟以及市场环境的变化，渐进已非发展常态，企业如今需要取得进一步发展，所需要面临的外部压力和同业竞争不可避免。而就地产影响来看，一方面行业渗透率仍有较大提升空间，另一方面我们认为，而今即便短期没有地产下行的压力，也会有行业高景气吸引更多资本进入等其他威胁，企业如何增强自身竞争实力取得规模增长是关键。我们依然看好行业长期发展前景，一方面定制渗透率仍有较大提升空间，另一方面，全渠道、全屋和大家居的兴起也带来了增长新机遇，企业弄潮勇者为先。

全屋套餐时代性价比为王，消费者对于家居消费的价格敏感度提升，“把握流量入口+提升客单值”成为规模增长主驱动。①大品牌在资本、产能、信息化、渠道、产品等重要领域已完成基本布局，同时家具卖场将向全国连锁大型品牌集中，将带动日益稀缺的优质资源加速向头部集中。预计龙头企业有望依靠规模优势通过做大客单值，在维持合理利润率的同时进一步做大做强，推荐欧派家居、尚品宅配、索菲亚。②同时，行业分级初步成型，具备经营实力的二线品牌通过产品细分、渠道差异、服务和区域聚焦等，实现差异化突围亦具备较大发展空间，推荐志邦股份、好莱客。

表 10: 可比公司平均估值在 2018 年 31x

公司	股价		EPS			PE			PB
	2018/5/23	17	18E	19E	17	18E	19E	(MRQ)	
欧派家居	150.02	3.09	4.01	5.17	48.5	37.4	29.0	10.0	
索菲亚	34.44	0.98	1.32	1.73	35.1	26.1	19.9	7.7	
尚品宅配	126.03	1.91	2.73	3.48	65.9	46.1	36.2	10.1	
好莱客	29.93	1.09	1.46	1.89	27.6	20.5	15.8	4.6	
志邦股份	59.01	1.46	1.94	2.53	40.3	30.4	23.3	5.8	
金牌厨柜	130.90	2.47	3.35	4.23	53.0	39.1	30.9	10.1	
我乐家居	18.23	0.52	0.70	0.93	35.1	26.0	19.7	4.0	
曲美家居	13.47	0.51	0.67	0.85	26.5	20.1	15.8	4.0	
平均					41.5	30.7	23.8	7.0	

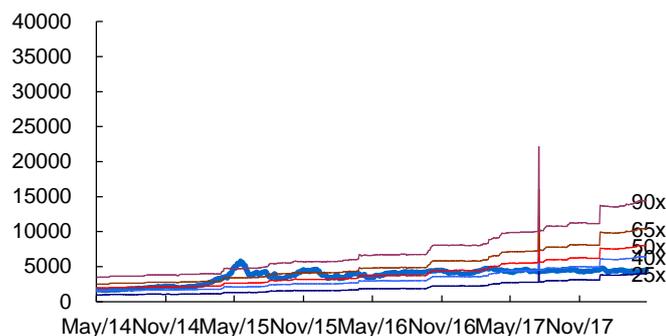
资料来源: Wind、招商证券

五、风险因素

我们认为未来行业主要风险因素在于房地产下行、市场竞争加剧两个方面。

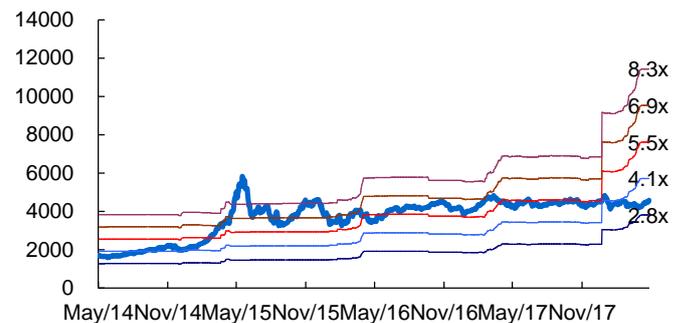
- 1) 家居产品购买需求受住宅房地产市场销售量、商品房交收和二手房交易等因素影响。近年以来,我国政府陆续出台了一系列包括土地、信贷等在内的房地产宏观调控政策,调节房地产市场的过热增长。定制家居行业主要定位于定制家具产品的个性化设计、规模化生产和标准化安装,属于家具行业新兴的细分领域,目前正处于快速发展阶段,市场容量较大,行业增速较快,短期内受房地产行业成交下行的负面影响尚未明显显现。但如果未来由于宏观调控、经济发展环境等原因导致我国房地产市场持续低迷,定制家居行业或仍将会受到一定影响。
- 2) 由于定制家居行业市场前景广阔,行业内定制家居企业数量增加,部分传统家具制造企业转型定制家居市场,此外包括瓷砖、地板在内的不少企业亦看好定制家居行业的市场前景,纷纷涉足该行业,这些因素导致行业竞争将从起始的价格竞争进入到品牌、渠道、研发、服务、人才、管理等复合竞争层级上来,市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率下降,从而影响未来行业整体的盈利。

图 66: 家居行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 67: 家居行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《轻工制造行业年报&一季报总结_行业盈利符合预期，关注价值型公司估值修复》2018-04-30
- 2、《轻工制造行业 2018 年一季报前瞻—盈利预期稳健，回调买入良机》2018-04-01
- 3、《废纸新政影响几何？龙头优势愈发凸显！—造纸行业深度报告》2018-02-25
- 4、《轻工制造行业 2017 年报前瞻—纸行业盈利高增长预期延续》2018-01-28

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009年至今任造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

李宏鹏，经济学硕士，5年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。