

# 整体家装风潮起，拨云见雾会有时



——整装行业深度报告

## 核心观点

### ❖ 整装是家居行业的下一个风口

整装以客户为中心，以整体设计为基础，提供装修材料、基础施工、软装配饰、定制家具、设计安装等全套服务项目，为客户提供能满足居住功能的整体家装解决方案。整装是一种有效的家装要素的组织形式：整体设计优化了装修材料的搭配；标准化运营体系提升家装供应链的运营效率，降低采购和物流仓储成本；集成营销模式降低原本不同产品和工序的营销成本。整装提供了真正的一站式家装解决方案，有望成为家居行业的下一个风口。

### ❖ 整装行业需求有望持续高景气，市场规模达 3.4 万亿

整装行业的发展有三大驱动因素，包括城镇化、居民收入提升和消费升级。我们认为，C 端家装需求主要来自三个方面，分别是新增住房装修需求、二手房装修需求和翻新住房装修需求。经测算，预计到 2020 年，以上三方面家装需求将分别达到 0.86 万亿、0.47 万亿和 0.14 万亿，C 端家装总需求将达到 1.48 万亿；2018-2020 年 C 端整装市场需求将达到 3.11 万亿元、3.28 万亿元、3.45 万亿元。

### ❖ 七大势力、三大模式角力整装市场，“破局”仍需时日

目前角逐整装市场的力量包括房地产、公装企业、传统家装企业、互联网家装企业、定制家居企业、跨界巨头、家居卖场等七大类，竞争格局初露端倪。整装可以分为三种模式，分别是垂直模式、平台模式和赋能模式。我们认为，整装行业发展的最大制约瓶颈在于前端获客能力、系统化运作能力和产品供应链的整合，目前仍没有企业能脱颖而出。

### ❖ 家居企业的选择：抢占设计主导权，突破定制家居局限，成为整装运营商

从整装视角来看，整装将家装和家居行业进行了整合，定制是整装的一个子集。设计主导权是销售主导权的前置核心环节，定制家居企业通过延伸产业链，抢占前端设计主导权，通过整装运营来形成多品类整合机制，有望突破定制家居的局限。家居企业凭借品牌优势，目前开始广泛涉足整装，从陶瓷、卫浴到定制家居，各细分领域领头羊均开始布局。相关标的有：（1）欧派家居：渠道+品牌赋能，整合区域家装公司；（2）尚品宅配：打造整装赋能平台，提升整装信息化水平；（3）东易日盛：整体家装解决方案供应商。

### ❖ 风险提示：宏观经济低于预期；政策风险；行业竞争风险。

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	行业深度
所属行业	轻工制造
行业评级	增持评级
报告时间	2018/9/2

## 👤 分析师

汪云云

证书编号：S1100518070001  
021-68595229  
wangyunyun@cczq.com

## 👤 联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006  
021-68595117  
lindongyue@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、整装是家居行业的下一个风口	4
1.1 整装解决“一站式服务”家装需求	4
1.2 整装是家装需求层次提升的必然产物	5
二、整装行业需求有望持续高景气	6
2.1 整装行业需求驱动因素：城镇化、收入提升、消费升级	6
2.1.1 驱动逻辑一：城镇化进程加速提升	6
2.1.2 驱动逻辑二：居民收入扩大，家装消费能力提升	6
2.1.3 驱动逻辑三：消费升级，一站式家装服务需求潜力巨大	7
2.2 整装行业蕴藏 3.4 万亿的市场需求	8
2.2.1 C 端家装需求到 2020 年有望达 1.56 万亿	8
2.2.2 整装需求到 2020 年约 3.4 万亿	11
三、多方角力整装市场，“破局”仍需时日	12
3.1 七大势力参与竞争，竞争格局端倪初现	12
3.2 三大模式对比：垂直模式 VS 平台模式 VS 赋能模式	14
3.2.1 垂直模式：整合产业链上下游	14
3.2.2 平台模式：家装业的“滴滴”	14
3.2.3 赋能模式：家居企业参与整装	15
3.3 整装行业门槛高，发展瓶颈亟待突破	16
3.4 有望突围的整装商业模式探讨	17
四、家居企业的选择：抢占设计主导权，突破定制家居局限，成为整装运营商	17
4.1 设计主导权是销售主导权的前置核心环节	17
4.2 从定制过渡到整装是家居行业的必由之路	18
4.3 扩大品牌效应，强化整合能力	20
五、相关标的	20
5.1 欧派家居：渠道+品牌赋能，整合区域家装公司	20
5.2 尚品宅配：打造整装赋能平台，提升整装信息化水平	20
5.3 东易日盛：整体家装解决方案供应商	21
风险提示	21

## 图表目录

图 1:	整装运营流程共五个环节.....	4
图 2:	整装是家装行业的消费升级产品.....	5
图 3:	家居行业的消费升级路径.....	6
图 4:	2017 年我国城镇居民人均可支配收入达 3.64 万元.....	7
图 5:	家装行业的痛点分布情况.....	8
图 6:	装修费用分摊情况.....	11
图 7:	非标准化家装模式的特点.....	13
图 8:	标准化家装模式的特点.....	13
图 9:	垂直整装模式运营流程.....	14
图 10:	平台型整装模式的运行流程.....	15
图 11:	赋能型整装模式的运行流程.....	15
图 12:	系统化运作管理模式.....	16
图 13:	家装要素争夺格局.....	18
图 14:	定制家居是整装的子集.....	19
表格 1:	2018-2020 年 C 端家装需求.....	8
表格 2:	2018-2020 年新增住宅需求测算.....	9
表格 3:	新增住房带来的 C 端家装需求.....	9
表格 4:	二手房家装需求.....	10
表格 5:	翻修住房家装需求.....	10
表格 6:	整装行业竞争格局.....	12
表格 7:	家居企业布局整装情况.....	18

## 一、整装是家居行业的下一个风口

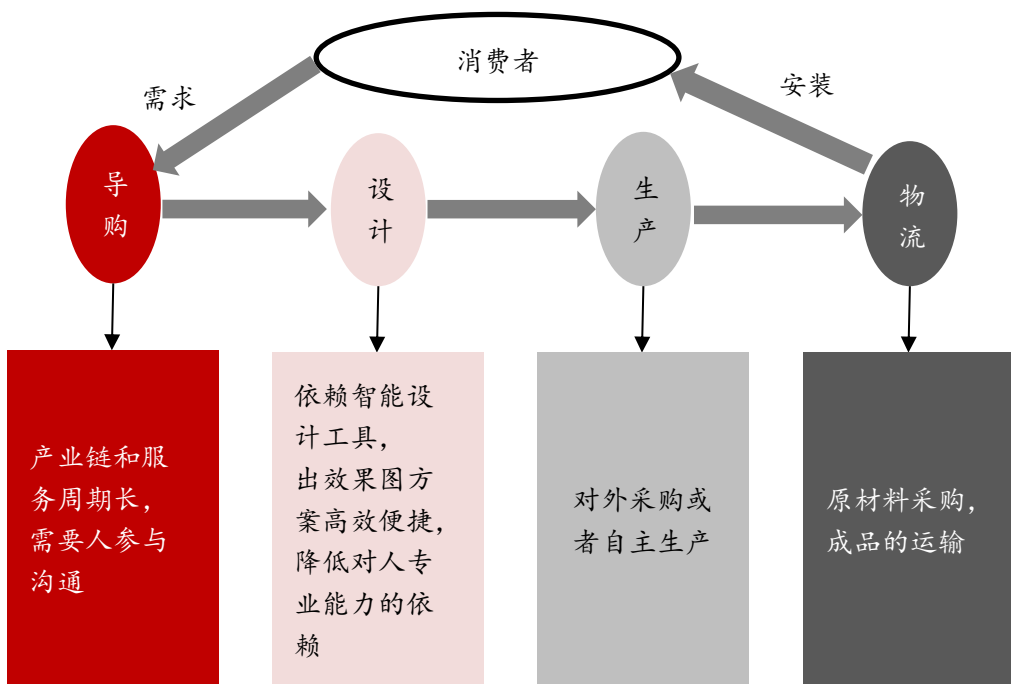
### 1.1 整装解决“一站式服务”家装需求

整装以客户为中心，以整体设计为基础，提供装修材料、基础施工、软装配饰、定制家具、设计安装等全套服务项目，为客户提供能满足居住功能的一站式家装解决方案。

整装是近年来足以颠覆家居行业的重要概念之一，无论是传统家装企业、互联网势力、跨界巨头还是资本力量都试图从中分一杯羹。但是事实上，整装概念的兴起和实践在家装行业已经运作了多年，平米计价、套餐计价、整包报价的类整装模式却始终未能成为市场主流。

家装可以分为非标准化和标准化两种模式。前者规模不经济，市场份额不大，后者则沿袭了互联网家装标准化运营的模式，与互联网家装的发展思路一脉相承，可以作为整装的运营模式。互联网家装兴起于2014年，爆发于2015年，调整于2016年，进入2017年，互联网家装行业的头部企业已经开始崭露头角，行业发展模式逐步清晰。伴随互联网家装的风潮和新零售模式的影响，整装开始走入消费者视野，同时行业竞争业态也发生着翻天覆地的变化。

图 1： 整装运营流程共五个环节

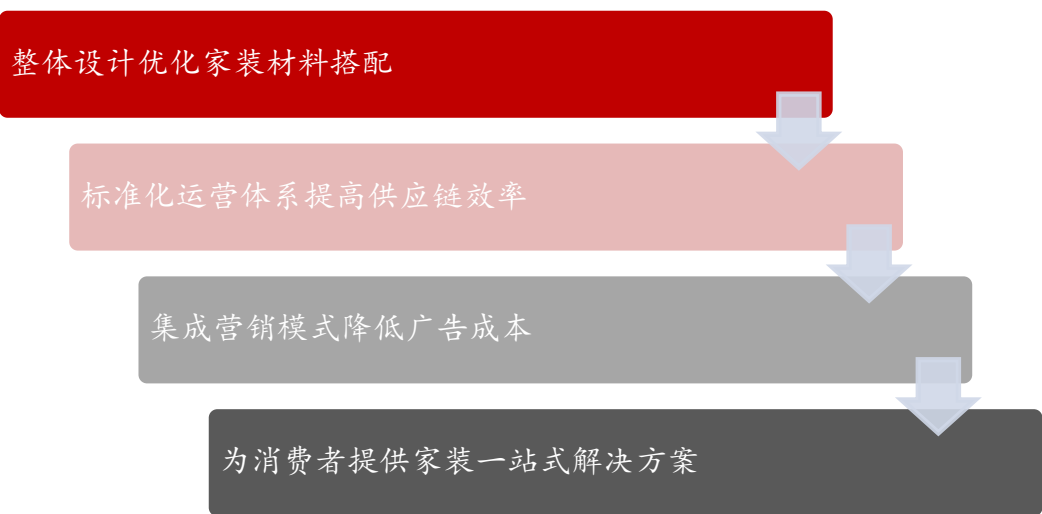


资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

整装可以让消费者的消费行为更简单便利、更有确定性，是非常典型的消费升级产品。作为一种有效的家装要素的组织形式，整装的操作流程是：(1) 首先，通过整体设计，整装优化了装修材料的搭配，使得装修要素布局更为合理；(2) 其次，通过标准化运营体系，提升家装供应链的运营效率，降低采购和物流仓储成本；(3) 再次，通过集成营销模式，降低原本不同产品和工序的营销成本；(4) 最后，整装真正意义上满足了消费者“装修一个家”的需求，提供了真正的一站式解决方案。

图 2： 整装是家装行业的消费升级产品



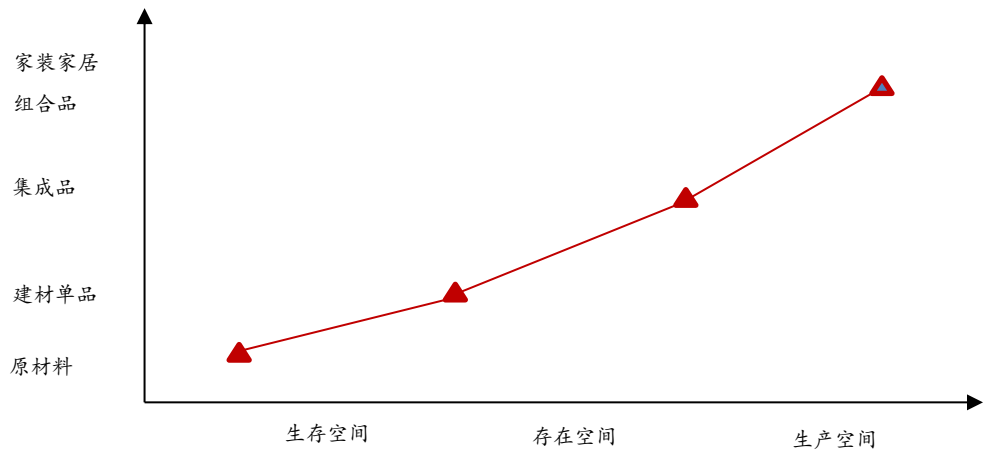
资料来源：川财证券研究所

## 1.2 整装是家装需求层次提升的必然产物

消费者对家的空间需求不断提升，家从单一生存空间，逐步被赋予了生产、创作、创收、创新等功能。家空间从生存空间(living space)向存在空间(being space)、生产空间(production space)不断进阶。

与之对应，消费者对家居的需求也从原材料逐步过渡到建材单品、集成品和家装家居组合产品。我们认为，全屋定制对应的是集成品，整装对应的是大型家装家居组合产品，后者更符合需求层次的提升，是更符合未来发展趋势的产品。

图 3：家居行业的消费升级路径



资料来源：乐豪斯装饰，川财证券研究所

## 二、整装行业需求有望持续高景气

### 2.1 整装行业需求驱动因素：城镇化、收入提升、消费升级

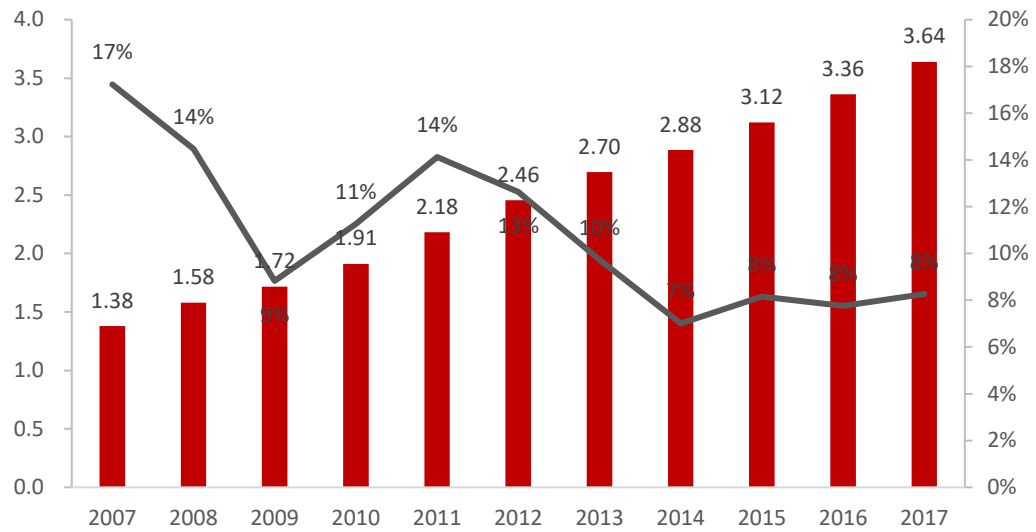
#### 2.1.1 驱动逻辑一：城镇化进程加速提升

城镇人口的增加客观上增加了家装需求。新增城市人口家装需求主要受到城镇化率提升驱动，我国将继续推进新型城镇化，深化户籍制度改革，实现进城落户 1300 万人以上，加快居住证制度全覆盖。国家统计局数据显示，2017 年末，我国城镇常住人口 8.13 亿人，城镇化率为 58.52%，环比提高 1.17%。根据国务院《国家人口发展规划（2016-2030 年）》，目标到 2020 年全国总人口达到 14.2 亿人左右，2030 年达到 14.5 亿人左右。

#### 2.1.2 驱动逻辑二：居民收入扩大，家装消费能力提升

国民收入的增长提高家庭购买力，增加了商品住宅的市场有效需求，城市家庭改善性购房需求不断增加。2017 年我国城镇居民人均可支配收入达 3.64 万元，环比增速达 8%。居民生活水平的提升和收入的增加，很大程度上增加了住房置换需求和装修需求。

图 4： 2017 年我国城镇居民人均可支配收入达 3.64 万元



资料来源：wind，川财证券研究所

### 2.1.3 驱动逻辑三：消费升级，一站式家装服务需求潜力巨大

“半包”模式市场空间逐步萎缩。目前传统家装公司以提供“半包”装修为主，施工方负责施工和辅料采购，主料由业主自行采购，消费者拥有较强自主性，但是通常劳心费力，零售端主材价格也较为昂贵。“全包”模式尽管由装修公司提供装修材料，但是仍然无法满足消费者一站式家装需求。

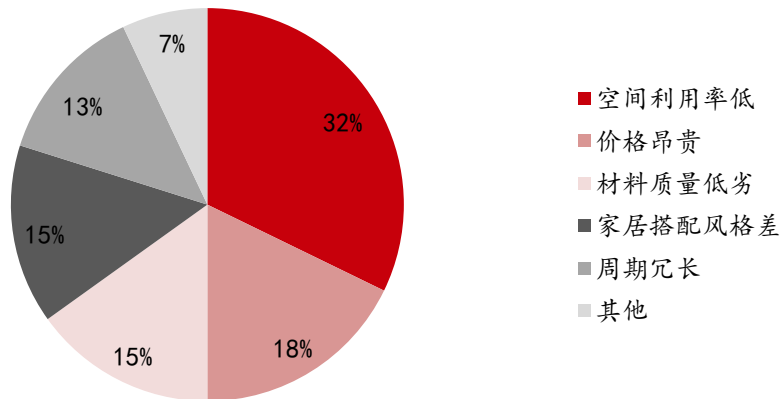
据生活家装饰联合腾讯家居发布的《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》显示，在装修方式选择上，“亲力亲为，自己搞定”的比例为 20.81%，“全屋整装，拎包入住”的则为 39.6%，其中 80 后占据 43.57%，90 后占 38.93%。由此可见，80 后、90 后已成为整装的主力消费群体。

传统家居行业的视角是将家居和家装割裂开来看，但是两者内在逻辑存在一致性，即满足消费者“装修一个家”的需求。对年轻消费群体而言，目前家装存在诸多痛点，包括空间利用率低、价格昂贵、材料质量低劣、家居搭配风格差、周期冗长等。随着消费习惯的逐步转变，80、90 一代的新消费群体通常希望以更省心便捷的方式解决家装需求，需求涵盖了从设计、材料、施工、硬装和软装等诸多环节，“整装”模式有望成为未来家装行业的主流消费形态。

整装满足的是一部分有着共同个性需求的消费者的个性化需求。新兴消费群体通常对家装拥有比较强烈的个性化需求，但是这种个性化需求并不意味着每个个体的需求都是不一样的，某一群体通常拥有共性的消费需求。整装之所以能够带来“更好的用户体验，是因为满足了一部分有着共同个性需求的消费者的个性化需求。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 5: 家装行业的痛点分布情况



资料来源: 生活家装饰, 川财证券研究所

## 2.2 整装行业蕴藏 3.4 万亿的市场需求

### 2.2.1 C 端家装需求到 2020 年有望达 1.48 万亿

随着城镇化进程的加速和持续的消费升级, C 端家装需求持续扩大。我们认为, C 端家装需求主要来自三个方面, 分别是新增住房装修需求、二手房装修需求和翻新住房装修需求。经测算, 预计到 2020 年, 以上三方面家装需求将分别达到 0.86 万亿、0.47 万亿和 0.14 万亿, C 端家装总需求将达到 1.48 万亿。

表格 1. 2018-2020 年 C 端家装需求

	2017	2018	2019	2020
新建住房产生的 C 端家装需求 (亿元)	8297.04	8724.96	8693.28	8640.39
二手房装修带来的 C 端家装需求 (亿元)	2920.56	3430.02	4046.92	4744.10
翻新房带来的 C 端家装需求 (亿元)	1068.02	1218.87	1344.42	1445.00
合计 (亿元)	12285.62	13373.85	14084.62	14829.48

资料来源: wind, 川财证券研究所

**新增住房家装需求测算: 2020 年市场容量有望达 8640 亿元。**新增住房家装需求包括两方面, 分别是新增城市人口家装需求和原有城市人口新房置换装修需求。我们将改善住宅需求和新增住宅需求分别进行测算, 预计未来三年改善住宅需求面积为 22.93 亿平方米, 未来三年新增住宅需求面积为 20.58 亿平方米, 合计 43.50 亿平方米。结合当前的人口结构和住宅调控情况, 按照每年 3% 的比

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

例递减，预计 2018/2019/2020 年的新增住宅需求面积分别为 14.94/14.49/14.07 亿平米。

表格 2. 2018-2020 年新增住宅需求测算

指标	数据	备注
2017 年总人口 (亿人)	13.90	
2017 年城镇人口 (亿人)	8.13	城镇化率 58.52%
2017 年人均居住面积 (平米)	37.58	
2020 年预计人均居住面积 (平米)	40.40	3 年 7.5% 的增速
未来三年改善需求总面积 (亿平米)	22.93	
2020 年总人口 (亿人)	14.20	
2020 年城镇人口 (亿人)	8.66	城镇化率 61%
新增需求人均居住面积标准 (平米)	38.99	
未来三年新增需求总建筑面积 (亿平米)	20.58	
未来三年新增住宅总需求面积 (亿平米)	43.50	
2018/2019/2020 年新增住宅需求面积 (亿平米)	14.94/14.49/14.07	按 1.6% 比例递减

资料来源: wind, 川财证券研究所

根据测算所得的 2010-2020 年新增住宅需求面积，去掉精装房，剩余的需要进行 C 端家装，通过估计装修辅材价格、主材价格及选用率，我们预测，2018-2020 年新增住房带来的 C 端家装需求分别将达到 8724.96、8693.28、8640.39 亿元。

表格 3. 新增住房带来的 C 端家装需求

	2017	2018	2019	2020
商品房销售面积 (亿平米)	14.48	14.94	14.49	14.07
精装房比例	25.00%	27.00%	29.00%	31.00%
需进行 C 端装修的新增住房面积 (亿平米)	10.86	10.91	10.29	9.71
每平方米基础装修单价 (元)	420	440	465	490
每平方米主材单价 (元)	430	450	475	500
主材选用率	80%	80%	80%	80%
每平方米装修费用 (元)	764	800	845	890
新建住房产生的 C 端家装需求 (亿元)	8297.04	8724.96	8693.28	8640.39

资料来源: wind, 川财证券研究所

**二手房家装需求测算:2020 年市场容量有望达 4744 亿元。**我们预计 2018-2020 年二手房成交面积增速在 5% 左右，未来三年的二手房成交面积将达到 9.12、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

9.58、10.06 亿平米，按照 50%左右的装修比例测算，二手房装修容量将达 4.29、4.79、5.33 亿平米，且全部为 C 端家装需求，预计 2018-2020 年需求将达 3430.02、4046.92、4744.10 亿元。

表格 4. 二手房家装需求

	2017	2018	2019	2020
二手房成交面积 (亿平米)	8.69	9.12	9.58	10.06
增速		5%	5%	5%
二手房装修比例	44%	47%	50%	53%
二手房装修市场容量 (亿平米)	3.82	4.29	4.79	5.33
每平方米基础装修单价 (元)	420	440	465	490
每平方米主材单价 (元)	430	450	475	500
主材选用率	80%	80%	80%	80%
每平方米装修费用 (元)	764	800	845	890
二手房装修带来的 C 端家装需求 (亿元)	2920.56	3430.02	4046.92	4744.10

资料来源: wind, 川财证券研究所

**翻新住房家装需求测算:2020 年市场容量有望达 1445 亿元。**按照住房 8-10 年的翻新周期、15%左右的翻新率来计算，我们预计 2018-2020 年翻修住房面积将达到 1.40、1.46、1.48 亿平米，翻修一般为改善性需求，装修用料价格一般高于首次装修，预计 2018-2020 年翻修住房家装需求将达 1218.87、1344.42、1445.00 亿元。

表格 5. 翻修住房家装需求

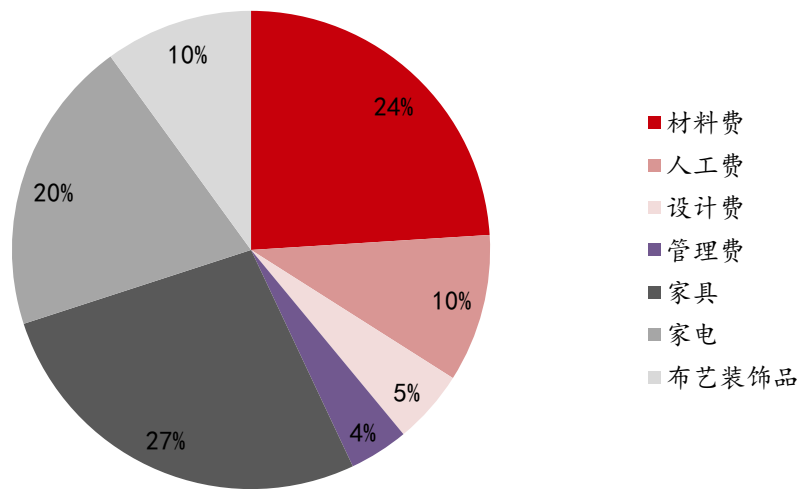
	2017	2018	2019	2020
商品房销售面积 (亿平米) (倒推 8 年)	8.62	9.34	9.70	9.85
翻新率	15%	15%	15%	15%
翻新房市场容量 (亿平米)	1.29	1.40	1.46	1.48
每平方米基础装修单价 (元)	450	470	500	530
每平方米主材单价 (元)	470	500	530	560
主材选用率	80%	80%	80%	80%
每平方米装修费用 (元)	826	870	924	978
翻新房带来的 C 端家装需求 (亿元)	1068.02	1218.87	1344.42	1445.00

资料来源: wind, 川财证券研究所

### 2.2.2 整装需求到 2020 年约 3.45 万亿

装修费用包括硬装和软装部分，硬装占整个装修费用的 43%，软装占整个装修费用的 57%。硬装费用中，材料费占 24%，人工费占 10%，管理费占 4%，设计费占 5%。软装费用中，家具占 27%，家电占 20%，布艺装饰品占 10%。

图 6： 装修费用分摊情况



资料来源：网易家居，川财证券研究所

按照装修主辅材和家居家电的比例，经测算，2018-2020 年 C 端整装市场需求将 31101.98、32754.93、34487.16 亿元。

表格 6.2018-2020 年 C 端整装需求

	2017	2018	2019	2020
C 端家装需求 (亿元)	12285.62	13373.85	14084.62	14829.48
C 端家居及家电需求 (亿元)	16285.58	17728.13	18670.31	19657.68
合计 (亿元)	28571.20	31101.98	32754.93	34487.16

资料来源：wind，川财证券研究所

### 三、多方角力整装市场，“破局”仍需时日

#### 3.1 七大势力参与竞争，竞争格局端倪初现

整装行业的潜在巨大市场需求已经不言而喻，目前入局者也越来越多。整装的吸引力包括：(1) **转型出路**，“半包”公司市场空间受到新兴竞争对手的挤压；(2) **利润驱使**，摆脱家居行业的竞争红海，提高客单价和企业生产效率；(3) **供应链布局**，整装拓展了企业的产业链和产品的价值链，增强了企业的全面融合和风险把控能力；(4) **流量入口**，家电龙头和互联网科技巨头将整装视为智能家居的入口。

目前在角逐整装市场的力量包括**房地产、公装企业、传统家装企业、互联网家装企业、定制家居企业、跨界巨头、家居卖场**等七大类，竞争格局初露端倪。在流量方面，房地产企业和互联网家装企业更容易截取；在装修经验和质量方面，传统家装企业略胜一筹；在品牌方面，定制家居企业和大型家居卖场的整合能力更强；在模式创新方面，跨界巨头的想象空间更大。我们认为，以上整装入局者可以分为三种模式，分别是**垂直模式、平台模式和赋能模式**，但是目前仍没有企业能脱颖而出。

表格 7. 整装行业竞争格局

类型	企业
房地产	万科-万链，碧桂园-橙家，绿地-诚品家
传统家装	实创装饰的完美家装升级版，业之峰装饰的全包圆，东易日盛速美超级家
定制家居	尚品宅配推出 HOMKOO 整装云，惠达卫浴整装，欧派家居推出的整装产品
互联网家装	爱空间，有住网，齐家网，土巴兔
公装企业业务拓展	金螳螂·家全屋整装 4.0，亚厦股份-蘑菇加整装
跨界巨头	阿里巴巴投资居然之家，京东京造，苏宁极物，小米有品，58 到家
家居卖场	居然之家-居美世家，红星美凯龙-家倍得

资料来源：川财证券研究所

家装可以分为**非标准化和标准化两大类**。非标准化家装模式：脱胎于传统家装模式，为消费者提供个性化整装方案，但是相应的规模效应不显著。这一模式的代表企业有东易日盛的传统家装业务——A6 业务。

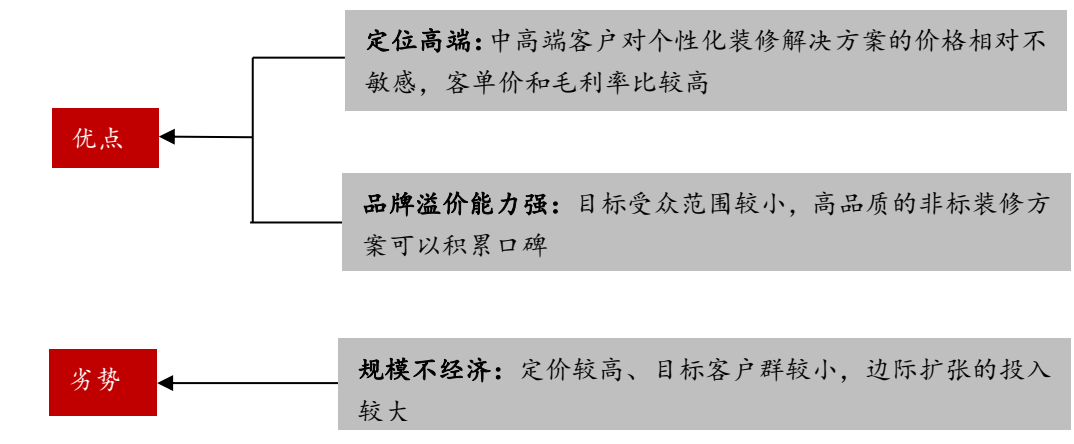
标准化家装模式是指标准化流水线可复制的家装流水生产线。标准化包括工期、价格、材料、设计、施工安装的标准化，可以降低交易成本。现有家居行业产品流通路径是**工厂→品牌公司→产品经销商→专卖店→装饰公司→客户**，由于

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

环节繁多,一直以来都是高倍率行业,一般产品的加价倍率平均达到了3.5倍,交易成本昂贵,标准化家装模式可以减少流通环节,实现价格透明化,是更适宜发展整装的路径。

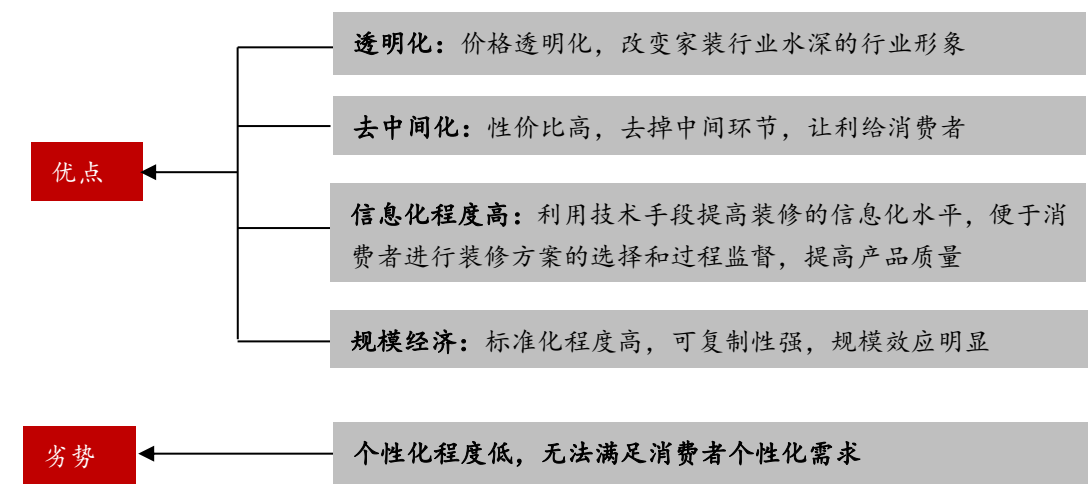
但是这种标准化并非绝对的,通常在材料的选择环节,家装公司会提供多种方案供消费者进行排列组合,可以视为一种“满足部分个性化需求的标准化”。这一类型的代表企业包括(1)传统家装业转型——实创装饰的完美家装升级版、东易日盛速美超级家;(2)互联网家装——有住网、爱空间。

图 7: 非标准化家装模式的特点



资料来源:川财证券研究所

图 8: 标准化家装模式的特点



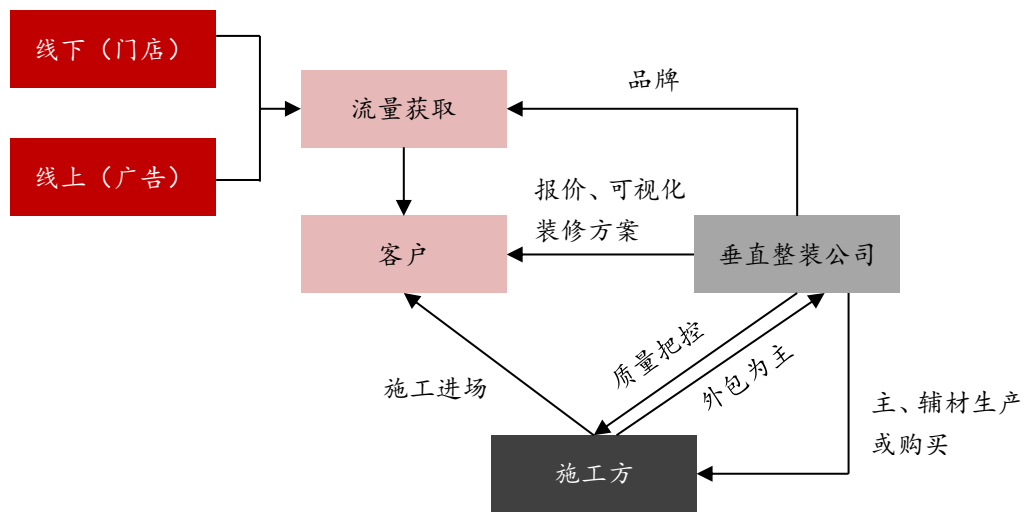
资料来源:川财证券研究所

### 3.2 三大模式对比：垂直模式 VS 平台模式 VS 赋能模式

#### 3.2.1 垂直模式：整合产业链上下游

垂直模式整装公司覆盖了从客流获取到施工装修的全产业链。这一模式优势在于覆盖了家装全产业链，获利环节较多，对交付实现、质量控制有较强的把控能力；劣势在于流程把控难度较大，规模效应不显著，对家装企业的自身实力有较高的要求。

图 9：垂直整装模式运营流程



资料来源：川财证券研究所

垂直模式可以分为重资产和轻资产两大类。重资产模式如实创装饰，在保有装修业务以外，向产品设计、供应链管理等方向拓展业务，延伸产业链，打造自由的垂直业务体系。轻资产模式则通过品牌联盟，实现资源互补，把握主要业务链条，同时将其他业务条线战略性外包，这一模式对企业执行力、利益合理分配、外包的管控力等有较高要求。

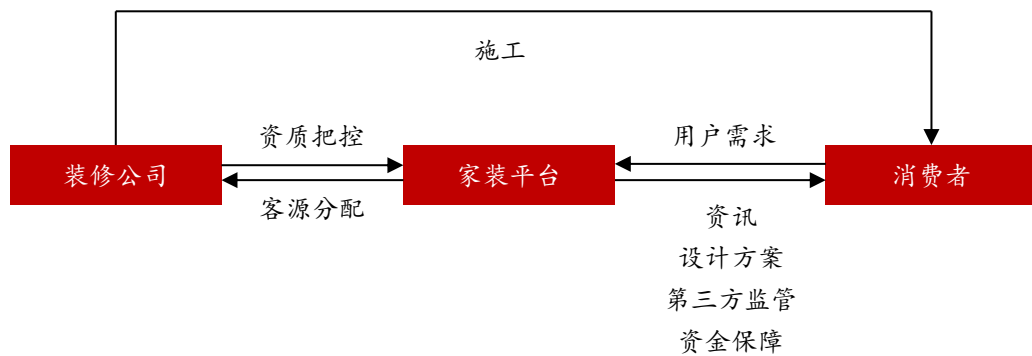
#### 3.2.2 平台模式：家装业的“滴滴”

平台模式是指整合 B 端的装修工程资源和 C 端客流资源，匹配供需。在前端，平台通过营销等手段获取流量，在后端，平台凭借流量吸引装修公司入驻。针对 C 端消费需求，平台会进行甄别、分析，为其提供设计方案，推荐相匹配的装修公司，并对装修流程进行全方位把控。目前这一模式以互联网平台为主，典型公司有齐家网、土巴兔等。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

这一模式的优势在于解决了供需信息不匹配的问题。对装修公司和施工队而言，可以通过平台直接获取需求，降低了获客成本；对消费者而言，平台整装模式多以线上为主，价格相对透明，减少了不合理支出；对于整装平台而言，通过整合需求来攫取利润，包括平台入住费、广告宣传费、金融服务费等。但是，这一模式的盈利模式仍然需要探索，目前互联网家装公司都处于亏损状态。

图 10： 平台型整装模式的运行流程

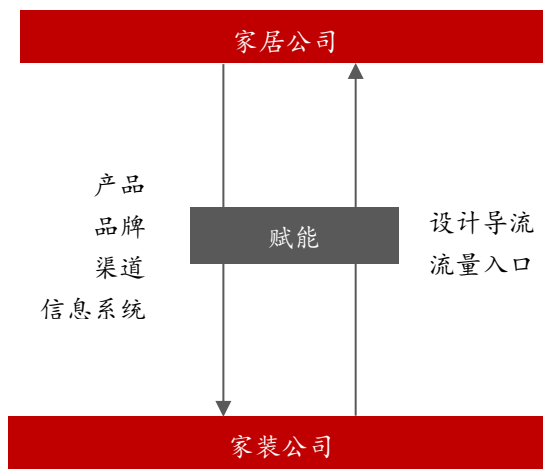


资料来源：川财证券研究所

### 3.2.3 赋能模式：家居企业参与整装

赋能以家居企业为主，尤其是定制家居企业，因为定制家居产品是整装的一个重要环节，家居企业可以通过将其在品牌、渠道、信息化等方面的优势赋予家装企业，两者强强联合，从而打通整装的上下游环节。

图 11： 赋能型整装模式的运行流程



资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从施工到软硬装进行全面融合和风险把控对于家装或者家居公司而言，凭借自身力量去完成难度较大。家居企业在品牌和渠道端优势显著，但是家装公司在设计、流量入口等方面占得先机，相互之间的赋能可以实现共赢。

### 3.3 整装行业门槛高，发展瓶颈亟待突破

整装符合消费升级需求，可以形成强有力的竞争闭环壁垒，提高客单价，抢占消费者资源，但是整装对企业各方面综合要求较高，在无法凭借一己之力打造竞争闭环的情况下，企业间的竞争和利润分配给行业发展带来的瓶颈。

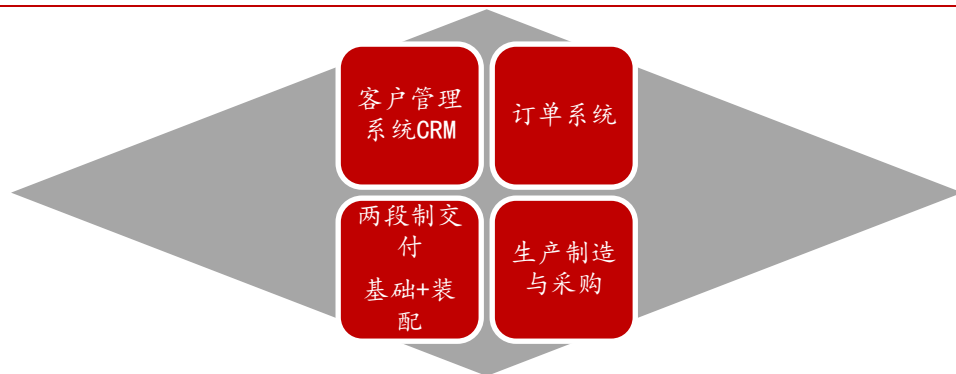
我们认为，整装行业发展的最大制约瓶颈在于前端获客能力、系统化运作能力和产品供应链的整合，包括了CRM、ERP、生产制造系统、装修交付系统的协同运作，以及包括家装设计、主辅材的采购上下游联动。

**(1) 前端引流能力是整装行业发展的基础。**装修属于低频消费场景，行业集中度低，客户对品牌敏感度低，业务放量需以较强的前端获客能力为依托。以硬装为主的家装企业基本不涉及零售业务，且门店数量有限，直接获客数难以快速增加。整装企业为突破获客瓶颈，加强品牌建设、借助家居企业的品牌影响力等是必要的手段。

**(2) 信息化是提升系统运作能力的关键因素。**整装涉及家居行业全品类供应链，客户要完成一个“家”需要至少15+以上的环节，1000+SKU产品，5000+零部件，完成这些环节需要20+品类的服务商。如果没有过硬的信息化系统，整装交付就可能会出现混乱。但是，真正闭环的信息化系统投入高昂。

**后端交付能力是信息化系统的终端体现。**业务放量以较强的后端交付能力为前提，家装对于人员的依赖程度较高，服务标准化与稳定性难以把控，交付能力制约业务放量。因此，信息化系统对交付能力的促进作用是关键所在。

图 12： 系统化运作管理模式



资料来源：川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**(3) 产业链整合能力是对整装企业的重大考验。**整装必须实现产品化，才能快速成交、提高效率、降低对设计师的依赖、降低 SKU 数量、减小运营难度。

目前大多数公司通过在当地整合建材家居经销商解决供应链问题，这种方式固然简单，但却没有价格优势，对装修风格的统一性也有影响。对整装公司而言，要打通从装修方案到家居产品的研发、设计环节，实现不同品类产品同颜色、同风格，并参与物流、仓储、配送、安装、售后等多个环节，对产业链整合能力有极高的要求。

### 3.4 有望突围的整装商业模式探讨

我们认为，掌握品牌效应、品质保障、规模经济中一个或多个元素的整装模式有望突围，分别是：

(1) 家装行业极度分散，缺乏品牌企业，家居企业凭借其品牌优势，赋能前端家装企业，品牌影响力是获客引流的重要推动力，有望突围潜质；

(2) 深耕行业已久的家装龙头，凭借其高超的装修品质获取消费者认可，利用在设计端的强大实力可以整合上游家居企业；

(3) 平台型整装模式可以整合供需信息，未来有望实现流量爆发，在盈利模式逐步清晰之后可以实现规模经济。

## 四、家居企业的选择：抢占设计主导权，突破定制家居局限，成为整装运营商

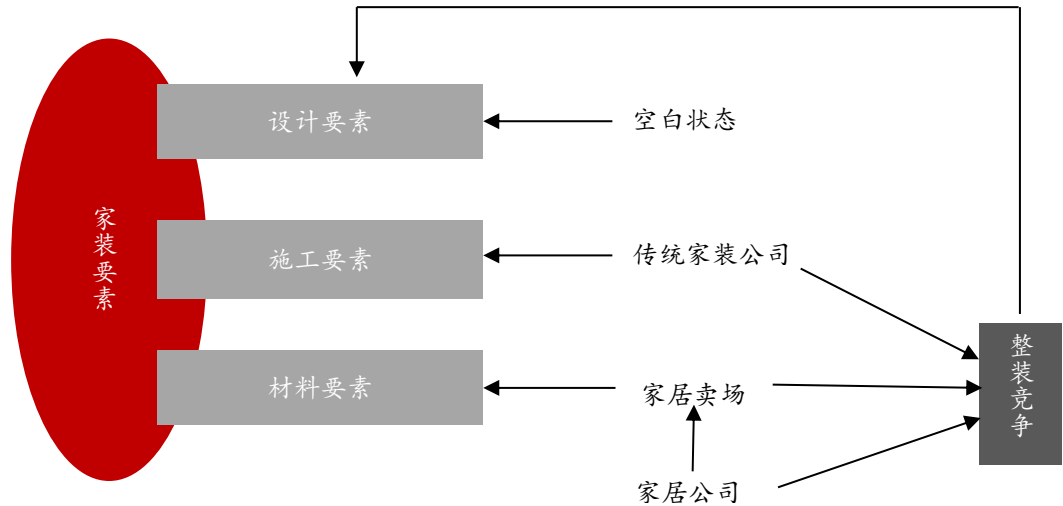
### 4.1 设计主导权是销售主导权的前置核心环节

**设计主导权是家装要素的组织权和销售主导权。**我们认为，设计主导权是理解整装运营如何给这个泛家装行业带来翻天覆地变化的关键。由于家装行业的消费升级在所难免，消费者需求的一定是更便捷、更具设计感的家装产品。所谓的设计主导权，是相对于产品销售而言的，如果设计方案中包含了目标产品，就掌握了设计主导权。

家装公司是天生的家装要素组织者，但是传统家装公司只是施工要素的组织者。在传统家装模式下，家居商场是材料要素的组织者，虽然这种组织形式越来越多地失去其有效性。而设计要素几乎处于无组织真空状态，设计主导权处于失

控状态。因此在整装的激烈竞争中，设计权是家居企业首先应该争夺的流量入口。

图 13: 家装要素争夺格局



资料来源：川财证券研究所

#### 4.2 强化信息化生产运营能力，从定制向整装过渡

2017 年定制行业多家公司密集上市，资本加持的定制家居企业开启了品类扩张和渠道下沉之路，其中，品类扩张的主要动因是通过全屋定制来提升客单价。因此，定制家居近两年的热度居高不下，行业竞争也趋于激烈。除了定制，其他家居企业也开始广泛涉足整装，从陶瓷、卫浴到定制家居，各细分领域领头羊均开始布局。

表格 8. 家居企业布局整装情况

时间	企业	战略
2015 年	海鸥住工	主营业务从卫浴部品部件的制造服务扩充到满足个性化需求的定制整装卫浴空间的制造与服务
2016 年 8 月	欧神诺	成立整装事业部，与家装公司建立合作关系，帮助经销商布局家装渠道
2017 年	尚品宅配	推出 HOMKOO 整装云平台，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
2018 年	欧派家居	欧派整装大家居还整合了装修材料、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，给消费者带来了“一站装修、轻松到家”的消费体验

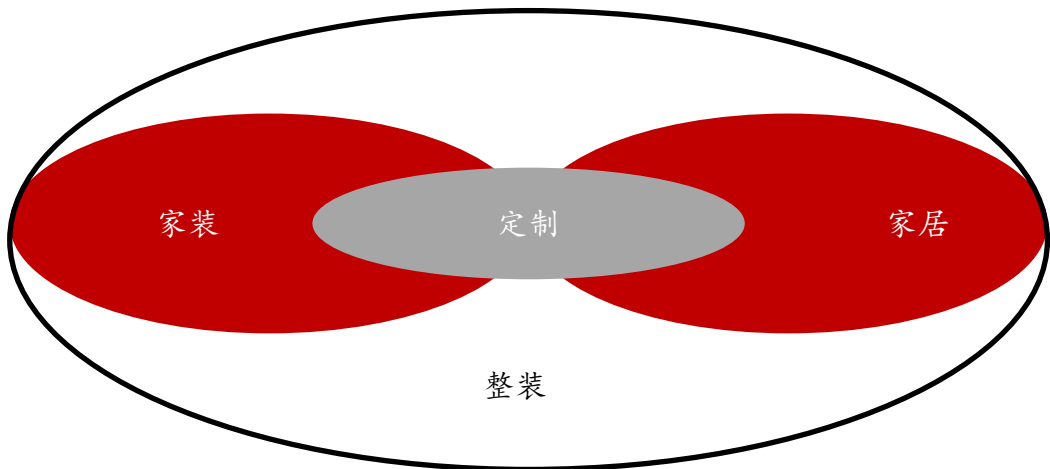
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

时间	企业	战略
2018年3月	东鹏控股	发布“整装产品包”，产品包囊括了瓷砖、洁具、厨电、吊顶、门窗、涂料等，涵盖所有家庭装修主材
2018年6月	惠达卫浴	成立子公司惠达住工，主营业务为包括整体卫浴设备在内的住宅工业化产品的研发、设计、生产、销售及安装服务，初期主要产品计划为整体卫浴产品

资料来源：川财证券研究所

我们认为，定制是整装的过渡阶段。过去家居和家装行业处于割裂状态，全屋定制的诞生是两者产生了交集，定制橱柜和衣柜属于家装的重要组成部分，餐椅等其他定制产品则具有较强的家居属性。整装将家装和家居行业进行了整合，覆盖面超过了定制的范畴，因此定制就成为了整装的一个子集。这种过渡产品在目前阶段对厂商和消费者都有一定的吸引力，不过长期来看，过渡产品不具有长期发展的条件，最终将完成向整装的进阶。

图 14：定制家居是整装的子集



资料来源：川财证券研究所

强化信息化生产运营能力是定制家居企业的突围关键。由于定制方案设计工序落后于整装企业的装修设计，产品销售可能会被装修设计排除在外，因此将业务往前端延伸是必然选择。对于定制企业而言，信息化生产能力是其强项，由于业务的延长，系统化运营能力的考验也在加大，定制家居企业原先在生产端的信息化处理能力，是其强化系统运营能力的原始积累，可以推动其运行能力的提升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 4.3 扩大品牌效应，强化引流能力

家装行业集中度较低，且是低频消费，品牌基因较弱。但是整装作为消费升级产品，理应拥有较强的品牌属性，才能更好的进行引流。可以预期，在未来相当长的时间内，家装公司与家居企业之间有一场激烈的品牌博弈。

我们认为，品牌影响力是引流的重要力量。目前大部分整装均处于起步阶段，家居企业则深耕行业超过二十年，凭借较高的集中度和消费频次，积累了良好的品牌影响力。目前来看，虽然整装产品层出不穷，但消费端的评价并不如人意，背后各种复杂的利益牵连使得整装模式漏洞百出。家居企业可以凭借其良好的消费者口碑，可以发挥绝佳的引流效果。

## 五、相关标的

### 5.1 欧派家居：渠道+品牌赋能，整合区域家装公司

模式：通过产品、品牌、渠道赋能区域型家装公司，使之进入公司的经销商体系，前端开设大家居整装门店，提供定制家居和整装服务，后端装修设计、施工、交付仍由家装公司完成。

优势：（1）增加经销渠道，拓宽产品销售渠道；（2）联手家装公司，降低前期投入成本；（3）充分发挥品牌营销力；（4）延伸产品链条，丰富消费者选择范围。

劣势：（1）整合优质区域家装公司，业务体量放大需要一定时日；（2）以产品销售为主，家装介入较为有限，品质无法保证，可能存在影响品牌声誉的风险。

### 5.2 尚品宅配：打造整装赋能平台，提升整装信息化水平

模式：公司推出 Homkoo 整装云赋能平台，从信息化技术、定制产品、产业链整合等层面全方位赋能家装企业。该系统免费向装修企业提供，借助整装云打造的 F2C 供应链平台降低家装企业物流、采购和层级代理成本，提升企业利润率，并通过中央厨房式供应链管理系统实现柔性化配送。

截至 2018H1，公司整装云会员数增至 494 个，自营整装在建工地数达 251 个，累积客户数达 782 户，助公司获取流量入口并提升竞争力的同时，实现营收 4669 万元，表现亮眼。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

优势：(1) 流量优势显著，上游与家居品牌展开合作，下游吸引家装公司入驻整装云，平台拥有高流量；(2) 凭借圆方软件在信息化方面优势，提升整装流程的信息化水平，对引流、设计、施工、安装、交付等整装全环节进行把控，提高供应链管理效率。

劣势：(1) 平台入驻家装企业质量不一，管理难度大，信息匹配难度大；(2) 尚品定制家居产品的品牌影响力可能会被削弱。

### 5.3 东易日盛：整体家装解决方案供应商

模式：非标准化家装和标准化家装业务齐头并进。A6 业务以定制化产品满足客户个性化需求，2018 年 H1 类似开设门店 162 家，每年新开店 15-20 家，通过优质服务提升客单价；速美超级家业务提供标准化家装产品，面向普通消费者，门店共计 45 家，推出 899 和 1299 两款高性价比套餐，2018 年业务即将迎来放量。

优势：(1) 标准和非标产品有望形成协同效应，面向不同目标群体独立发展，但是在装修品质、交付速度等方面又相互促进；(2) 传统家装的口碑叠加标准化家装的营销，引流效果限制；(3) 供应链管理效率较高，DIM+ 系统打通了前后端，同时自建仓储物流系统也加强了交付环节的实力。

劣势：目前仍然以装修业务为主，距离整装业务仍有差距，与家居供应商之间的合作仍有待加强。

## 风险提示

### 宏观经济低于预期

宏观经济发展影响居民收入水平，对家装需求存在影响

### 政策风险

房地产调控力度影响家装需求

### 行业竞争风险

整装行业入局者大幅增加，行业竞争加剧，存在不理性的风险

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003