

轻工制造

证券研究报告

2018年09月06日

定制家居行业中报深度解析

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

武楠

联系人

wnan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业研究周报:定制试点新零售,看好成品家居和造纸旺季涨价,推荐泛家居行业深度研究和集友股份深度》2018-09-02
- 《轻工制造-行业研究周报:定制中报盈利并未变差,看好成品家居和造纸龙头》2018-08-26
- 《轻工制造-行业深度研究:寻找国内泛家居领域最终整合者——泛家居产业系列研究之一》2018-08-22

定制板块 2018 二季度收入端增长承压, 利润增速快于收入, 主要因为毛利率有所提升, 期间费用略有下降。在地产整体不景气、行业竞争加剧的背景下, 定制家居行业走过了艰难的二季度, 板块收入增速二季度有所放缓, 但受益于降本增效, 盈利增速优于收入 (18Q2 板块收入增速 20.9%, 扣非归母净利润增速为 28.5%)。分品类看, 定制衣柜表现优于定制橱柜 (18H1 定制橱柜收入增速 13.7%, 定制衣柜收入增速 29.2%), 主要因橱柜受精装修影响较大, 上市公司主动控制大宗业务体量, 增速受到影响。

门店数量低于 2000 家的企业上半年开店增速依然较快, 高于 2000 家的有所放缓。欧派家居 18H1 门店总数同比增长了 9.4%, 索菲亚 18H1 门店总数同比增长 7.9%, 尚品宅配 18H1 门店总数同比增加 44.3%。

我们用以下公式计算同店收入: 当年经销商渠道收入*2/(上一年门店数量+新开门店数量*0.25)。发现 18H1 尚品和好莱客经销商同店增速较好, 尚品同店增长最高达 17.0%, 且单店销售额也最高为 237.62 万元(终端售价口径)。索菲亚和欧派单店销售额排名第二和第三, 分别为 155.36 和 123.64 万元。

定制家居企业客单价稳步增长。定制家居企业 18H1 客单价平均获得 9%~10% 的增长, 我们按终端售价口径计算出尚品宅配/索菲亚/志邦家居(橱柜)客单价分别为 23360/20776/19676 元, 同增 8.9%/9.4%/12.2%。

在客户结构上, 整体新房/存量房为 7/3 左右, 一线城市存量房占比显著高于全国水平, 同时伴随二手房交易受限和消费习惯变化, 在住房翻新占比持续提升并超过二手房占比, 存量房时代逐渐来临。

定期企业的收入前瞻指标主要有两个, 一是预收账款, 二是销售商品或提供劳务收到的现金。18H1 定制家居行业的 8 家公司中 4 家预收账款均实现同比增长, 其中我乐家居同比增长 68.5%、尚品宅配 25.5%、索菲亚 17.7%、金牌橱柜 14.3%。定制企业 18Q2 销货现金流均同比实现增长, 其中增长较快的是尚品宅配同比增长 31.9%、志邦家居 24.4%、好莱客 15.5%。

从 18H1 定制板块财务表现看, 价格战并未使利润表恶化, 我们预计下半年定制企业将在营销端投入更多资源。上半年 8 家定制企业中 5 家(欧派、索菲亚、好莱客、志邦、金牌)毛利率都同比提升, 仅 3 家出现小幅下滑。上半年销售费用率上升也基本小于毛利率提升幅度, 龙头企业的规模经济效益逐渐体现。我们认为下半年上市定制企业暂不会选择下调价格应对压力, 选择大品牌定制客户对价格敏感度不高, 降价对量的刺激有限, 下半年更多会选择增加营销活动、拓展新渠道来增加获客, 全年的销售费用率应该有所增加, 但是企业会做好规划, 幅度可控。从长期看, 伴随信息化和柔性生产持续优化、社保和个税政策改革、环保高压等背景下龙头企业的规模优势将更加明显。

定制家居行业渠道红利进入后半段, 家居新零售、供应链整合能力角逐定制 2.0 时代。展望下半年, 定制行业虽然依旧挑战重重, 但行业集中度低, 单体企业体量提升空间巨大, 行业发展空间依旧广阔。依托多品类拓展、渠道持续布局、在整装等产业链持续延伸, 我们认为行业将逐渐分化, 龙头企业依托不断强化的供应链整合能力和多品类选择为消费者提供场景化销售场景, 从而不断提升客单价和客户数, 在长期竞争中胜出, 最终从产品品牌向泛家居渠道品牌蜕变! 看好在场景化销售和整装模式优先探索的尚品宅配、欧派家居、索菲亚, 以及产品线持续丰富, 多品类战略稳步推进的志邦家居、好莱客。

风险提示: 品类扩展不及预期, 供应链整合不及预期, 营销费用波动

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300616.SZ	尚品宅配	80.58	买入	1.91	2.62	3.38	4.51	42.19	30.76	23.84	17.87
603833.SH	欧派家居	94.84	买入	3.09	4.02	5.15	6.52	30.69	23.59	18.42	14.55
002572.SZ	索菲亚	20.96	买入	0.98	1.26	1.57	1.94	21.39	16.63	13.35	10.80
603801.SH	志邦家居	32.70	增持	1.46	1.97	2.62	3.43	22.40	16.60	12.48	9.53
603898.SH	好莱客	21.95	买入	1.09	1.44	1.91	2.51	20.14	15.24	11.49	8.75

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 定制家居板块上半年经营情况回顾.....	4
1.1. 板块单季度收入增速有所放缓，利润增速快于收入.....	4
1.2. 分产品看，衣柜增长明显快于橱柜.....	5
2. 经营层面数据透视.....	7
2.1. 门店增长——品类拓展促门店快速扩张.....	7
2.2. 经销商店同店收入及增速——尚品宅配表现最优.....	9
2.3. 客单价——上半年平均增长约 9%.....	10
2.4. 客户结构——新房/存量房=7/3，在住房翻新增多.....	10
3. 财务数据透视经营成果.....	12
3.1. 价格战观察——18H1 利润表并未恶化，下半年预计强化营销.....	12
3.2. 收入前瞻指标——看预收款和销货现金流怎么说.....	13
3.3. 规模经济性——费用率和毛利率初步体现.....	15
3.4. 盈利质量——大宗占比提升/配套产品销售影响净现金流.....	17
4. 定制家居中报总结.....	19

图表目录

图 1：家居行业收入和利润增长滞后地产周期 4~6 个季度.....	4
图 2：索菲亚和好莱客归母净利润和扣非归母净利润增速.....	5
图 3：18H1 定制衣柜收入增速显著高于定制橱柜.....	6
图 4：18H1 尚品宅配配套产品收入增长迅猛.....	7
图 5：18H1 尚品宅配加盟店达 1755 家，直营店达 93 家（合计 1848 家）.....	8
图 6：定制家居企业客单价（元，按终端售价口径）稳步增长.....	10
图 7：18H1 尚品宅配客户结构.....	11
图 8：16~18H1 索菲亚客户结构占比.....	11
图 9：定制企业 18H1 毛利率和销售费用率变动比例（pct）.....	12
图 10：定制家居企业预收账款在总资产占比.....	13
图 11：定制企业各季度销货现金流比上收入比值基本大于 1.....	14
图 12：尚品、志邦、金牌 18Q2 销货现金流增长快于收入.....	15
图 13：定制板块企业期间费用率变动.....	16
图 14：定制板块企业 18Q2 毛利率回升.....	16
图 15：定制家居企业 18Q2 单季度毛利率同比和环比变动幅度（pct）.....	16
图 16：定制家居企业应收账款在总收入中占比提升明显.....	17
图 17：索菲亚、欧派、志邦大宗业务占比同比提升.....	18
图 18：经营活动现金流净额比上净利润比值下降明显.....	19
表 1：定制板块 17Q1~18Q2 单季度收入增速比较.....	4
表 2：定制板块企业 18Q2 业绩增长稳健.....	5
表 3：定制家居企业 18H1 分产品收入及同比增长.....	6

表 4: 14~17 年分品类收入增速.....	6
表 5: 各家定制家居企业 18H1 经销商门店数量	7
表 6: 欧派家居近年经销门店增长情况	8
表 7: 索菲亚近年经销门店增长情况.....	8
表 8: 尚品宅配近年直营、经销门店增长情况	8
表 9: 志邦、金牌、皮阿诺、好莱客、我乐近年经销门店增长情况	8
表 10: 经销商门店单店销售额及同比增速	9
表 11: 尚品宅配 18H1 客户结构占比	11
表 12: 索菲亚 18H1 客户结构占比.....	12
表 13: 定制企业 17H1 和 18H1 毛利率和销售费用率情况.....	13
表 14: 定制板块企业预收账款环比均实现增长.....	13
表 15: 定制家居企业单季度销售商品或提供劳务收到的现金同比增长	14
表 16: 定制家居行业规模效应逐步显现, 销售和管理费用率出现下降	15
表 17: 定制家居企业应收账款变动情况	17
表 18: 定制家居企业存货变动情况.....	18
表 19: 大部分定制家居企业 18H1 经营活动现金流同比下降.....	19

1. 定制家居板块上半年经营情况回顾

1.1. 板块单季度收入增速有所放缓，利润增速快于收入

定制板块 2018 二季度收入端增长承压，单季度增速有所下滑。通过计算定制板块 8 家上市公司单季度收入总和，定制板块 18Q2 单季度收入增速 20.9%，主要的原因是今年房地产竣工增速差，行业渠道端争夺加剧，渠道红利进入中后段，定制企业去年同期收入基数高等。定制家居企业收入从 17Q3 单季度增速有所下降，减轻 18 年下半年增长压力。

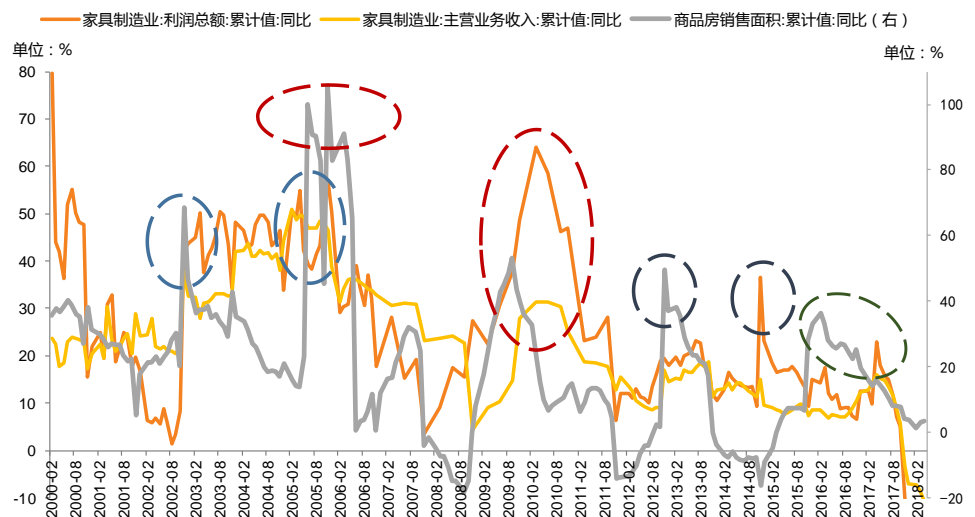
近两年渠道布局加速和品类扩张较好的企业 18Q2 收入增速相对较高。18Q2 收入单季度行业平均增速为 20.9%，其中有 5 家高于行业平均增速。尚品宅配 18 二季度单季度收入增速最高，一方面由于家居配套品收入增速高达 82.04%；另一方面，公司加盟渠道扩张，加盟渠道收入增速快。我乐家居单季度增速 26.7%，从单一定制橱柜转向全屋定制，品类扩张下助力其增速维持。

表 1: 定制板块 17Q1~18Q2 单季度收入增速比较

单季度收入增速	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
欧派家居	20.5%	44.9%	40.5%	33.5%	31.6%	21.1%
尚品宅配	27.6%	32.0%	32.6%	34.3%	38.8%	30.6%
索菲亚	48.3%	49.4%	35.5%	22.6%	30.3%	13.8%
好莱客	35.2%	35.5%	25.6%	28.0%	30.9%	22.7%
志邦家居	37.6%	40.9%	30.7%	41.5%	38.3%	19.1%
金牌厨柜	42.8%	9.6%	34.9%	22.2%	26.2%	8.6%
皮阿诺	51.2%	47.8%	30.2%	15.9%	73.8%	24.2%
我乐家居	103.3%	27.9%	36.0%	24.3%	26.0%	26.7%
行业平均	32.9%	39.6%	35.5%	29.7%	33.7%	20.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1: 家居行业收入和利润增长滞后地产周期 4~6 个季度



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

定制企业盈利能力稳定，18Q2 业绩稳健增长。18Q2 定制板块利润增速快于收入，单季度行业平均增速为 35.9%，增速同比下滑 3.1pct。部分公司是由于非经常性收益较高所致，主要是理财收益增加，或政府补贴增多。

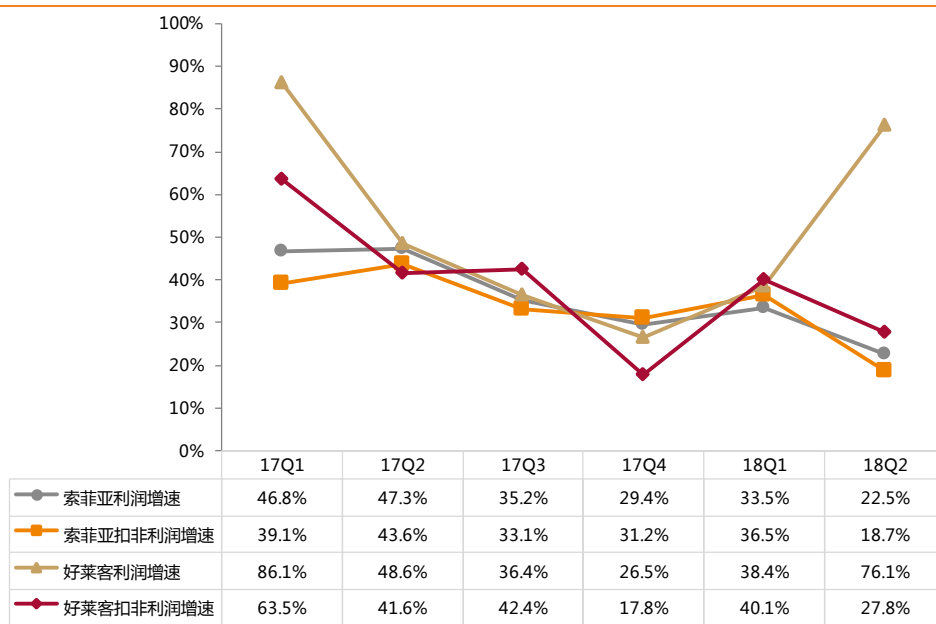
剔除非经常性损益来看，定制企业利润增长仍较为稳健。全行业 18Q2 扣非归母净利润增速为 28.5%。其中欧派、我乐和志邦的扣非净利润增长强劲，18Q2 分别扣非归母净利润增速为 40.2%/50.1%/32.8%。

表 2：定制板块企业 18Q2 业绩增长稳健

指标	单季度归母净利润增速						单季度扣非利润增速	
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q1	18Q2
公司								
欧派家居	33.3%	33.4%	31.2%	51.4%	32.5%	32.9%	15.5%	40.2%
尚品宅配	23.0%	25.6%	56.5%	27.1%	29.2%	39.1%	-36.1%	23.9%
索菲亚	46.8%	47.3%	35.2%	29.4%	33.5%	22.5%	36.5%	18.7%
好莱客	86.1%	48.6%	36.4%	26.5%	38.4%	76.1%	40.1%	27.8%
志邦家居	51.0%	21.3%	31.1%	34.5%	48.2%	47.2%	26.1%	32.8%
金牌厨柜	114.5%	106.1%	147.4%	35.9%	84.3%	18.1%	48.0%	-1.9%
皮阿诺	304.5%	35.0%	20.2%	-22.4%	58.6%	34.1%	118.4%	-6.5%
我乐家居	72.1%	102.4%	7.1%	3.5%	-121.4%	68.1%	-161.8%	50.1%
行业平均	168.4%	38.9%	36.2%	31.5%	59.4%	35.9%	29.3%	28.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：索菲亚和好莱客归母净利润和扣非归母净利润增速



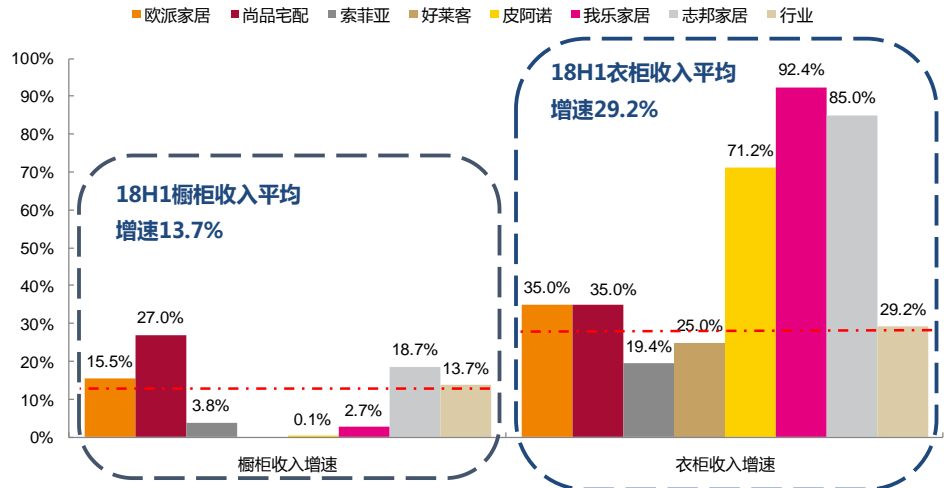
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 分产品看，衣柜增长明显快于橱柜

分品类看，定制衣柜和橱柜收入都呈现增速提升趋势，但定制衣柜收入增长显著高于定制橱柜。定制的 8 家企业中，其中 6 家中披露露分产品收入，根据加总我们计算出 18H1 定制橱柜收入行业平均增速为 13.7%，定制衣柜收入增速为 29.2%。原因一方面橱柜受精装修影响较大，上市公司主动控制大宗业务体量，增速受到影响，另一方面我们统计的几家公司多是做橱柜起家的，发展已经相对成熟。

18H1 定制橱柜收入增速最高的为尚品达 27.0%，其次为志邦和欧派分别达 18.7%/15.5%；定制衣柜中我乐、志邦和皮阿诺收入增速达 92.4%/85.0%/71.2%，欧派和尚品均为 35.0%。

图 3：18H1 定制衣柜收入增速显著高于定制橱柜



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：定制家居企业 18H1 分产品收入及同比增长

指标	定制橱柜（亿元）			定制衣柜（亿元）		
	2017H1	2018H1	18H1 同比	2017H1	2018H1	18H1 同比
欧派家居	21.82	25.20	15.5%	12.30	16.61	35.0%
尚品宅配	1.56	1.98	27.0%	5.21	7.04	35.0%
索菲亚	2.67	2.78	3.8%	20.82	24.86	19.4%
好莱客		0.02		7.05	8.81	25.0%
志邦股份	7.29	8.65	18.7%	0.80	1.48	85.0%
皮阿诺	3.16	3.16	0.1%	0.66	1.13	71.2%
我乐家居	2.49	2.56	2.7%	0.90	1.73	92.4%
行业	39.00	44.34	13.7%	47.74	61.66	29.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从 14~17 年趋势来看，定制橱柜和定制衣柜收入增速都呈现上升趋势，定制衣柜同样高于定制橱柜。并且定制行业内扩品类趋势明显，进军定制橱柜的定制衣柜龙头有索菲亚（14 年进入）和好莱客（18 年进入），进军定制衣柜的橱柜龙头包括欧派（14 年后开始发力）、志邦（16 年起量）、金牌（17 年进入）、我乐（15 年开始放量）。可见单一定制产品龙头扩充品类，提供全屋定制和一条龙服务已成为定制行业主要潮流。

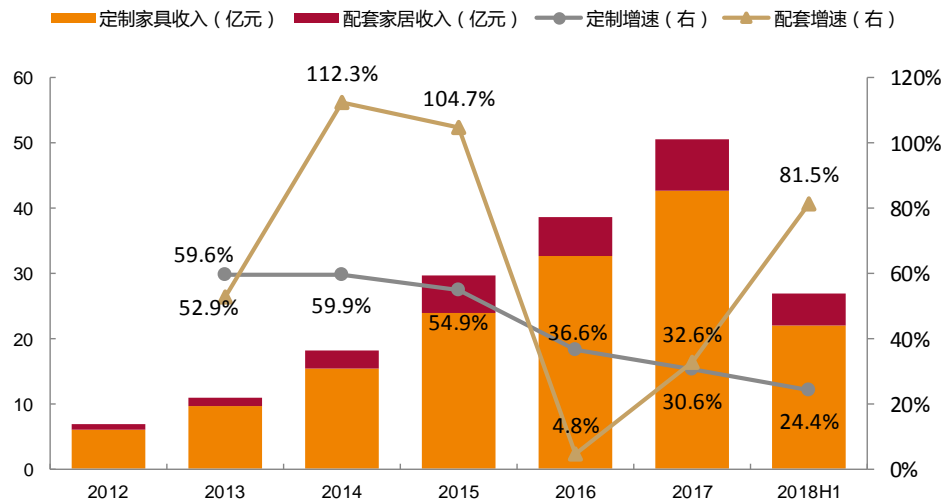
表 4：14~17 年分品类收入增速

收入增速	定制橱柜				定制衣柜			
	年份	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016
欧派家居	15.5%	12.1%	13.6%	22.5%	32.3%	34.8%	51.2%	63.0%
索菲亚			374.7%	42.9%	33.8%	33.3%	32.9%	33.3%
好莱客					38.5%	19.7%	33.1%	29.3%
志邦股份	7.3%	9.9%	26.7%	32.2%			313.6%	147.3%
金牌厨柜	26.3%	13.7%	40.0%	29.4%				6210.8%
皮阿诺	20.4%	-2.3%	19.2%	21.7%	12.7%	24.2%	45.5%	69.6%
我乐家居	11.0%	7.6%	-0.9%	5.7%	40.0%	285.7%	377.8%	161.2%
行业	15.3%	11.7%	22.5%	24.9%	34.0%	31.6%	40.2%	44.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所（尚品未披露 14~17 衣柜橱柜分类收入，金牌未披露 18H1 分产品收入）

尚品宅配配套家居产品收入增势迅猛。尚品宅配按照定制家具和配套家具家品区分，配套家具家品收入 18H1 同比增长 81.5%，在总收入中占比较 12 年提升 5.6pct 至 17.1%。根据公司统计，目前仅不到 20%的消费者在全屋柜体定制同时购买公司配套软体产品，在公司持续拓展 SKU 和加强配套品推广力度后，该部分业务有望持续快速放量。

图 4: 18H1 尚品宅配配套产品收入增长迅猛



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 经营层面数据透视

2.1. 门店增长——品类拓展促门店快速扩张

门店数量低于 2000 家的企业上半年开店同比增速依然较快。如果一城一商的话，单品类 2000 个经销门店以上基本能覆盖大多数经济较好的地区，但是居民对生活品质的要求在提升，仍有渠道下沉的空间，此外门店加密也是趋势，所以未来门店仍有扩张空间。

欧派家居:18H1 门店总数同比增长了 9.4%，经销商门店较 17 年底净增 400 家至 6711 家，主要是衣柜、木门、欧铂丽的门店增加较多。

索菲亚 18H1 门店总数同比增长 7.9%，净增经销商门店 300 家至 3335 家，下半年大家居开店发力预计新增 98 家，预计 18 年全年门店数量为 3720 家。

尚品宅配 18H1 门店总数同比增加 44.3%，分别关闭直营/加盟门店 5/147 家，并分别新开 13/345 家，分别净增 8/198 家，直营/加盟门店总量为 93/1755 家。

其余五家公司，18H1 门店同比增长较快，志邦家居经销门店同比增长 33.5%至 1891 家，金牌厨柜门店数量同比增长 60.1%至 1535 家，好莱客门店同比增加 21.4%至 1700 家，我乐家居门店数量同比增加 40.8%至 1211 家，皮阿诺门店较 17 年末新增 23 家至 1126 家。

表 5: 各家定制家居企业 18H1 经销门店数量

18H1 经销门店	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌厨柜	我乐家居	尚品宅配	好莱客	皮阿诺
橱柜 (家)	2208	766	1385	1303	762			
衣柜 (家)	2015	2388	506	232	449			
其他 (家)	2488	181						
合计 (家)	6711	3335	1891	1535	1211	1755	1700	1126
经销门店较 17 年底净增 (家)	400	300	161	285	149	198	200	23

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 6: 欧派家居近年经销门店增长情况

欧派家居	2015	2016	2017	2018H1
橱柜(家)	2010	2088	2150	2208
衣柜(家)	1054	1394	1872	2015
卫浴(家)		353	443	403
木门(家)		578	634	739
墙饰(家)		297	373	371
欧铂丽(家)			839	975
合计(家)	3064	4710	6311	6711
同比(%)		53.7%	34.0%	9.4%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 7: 索菲亚近年经销门店增长情况

索菲亚	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018E
索菲亚全屋(家)	1450	1600	1900	2200	2388	2600
司米橱柜(家)	70	261	600	720	766	800
米兰纳木门(家)				95	159	200
大家居店(家)				20	22	120
合计(家)	1520	1861	2500	3035	3335	3720
同比(%)		22.4%	34.3%	21.4%	7.9%	22.6%

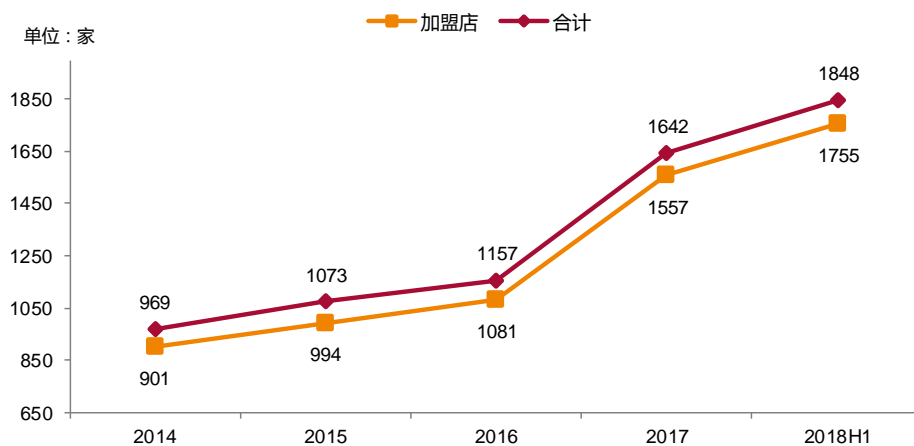
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 8: 尚品宅配近年直营、经销门店增长情况

尚品宅配	2014	2015	2016	2017	2018H1
加盟店(家)	901	994	1,081	1,557	1,755
同比(%)		10.3%	8.8%	44.0%	
直营店(家)	68	79	76	85	93
合计(家)	969	1,073	1,157	1,642	1,848
同比(%)		10.7%	7.8%	41.9%	44.3%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 18H1 尚品宅配加盟店达 1755 家, 直营店达 93 家 (合计 1848 家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 9: 志邦、金牌、皮阿诺、好莱客、我乐近年经销门店增长情况

公司	2014	2015	2016	2017	2018H1
志邦家居					
橱柜 (家)	981	1007	1112	1335	1385
衣柜 (家)		139	153	395	506
合计 (家)	981	1146	1265	1730	1891
同比 (%)		16.8%	10.4%	36.8%	33.5%
金牌厨柜					
橱柜 (家)				1130	1303
衣柜 (家)				120	232
合计 (家)	567	689	764	1250	1535
同比 (%)		21.5%	10.9%	63.6%	60.1%
皮阿诺					
橱柜 (家)	587	618	658	716	
衣柜 (家)	215	246	296	387	
合计 (家)	802	864	954	1103	1126
同比 (%)		7.7%	10.4%	15.6%	
好莱客					
合计 (家)	857	1174	1300	1500	1700
同比 (%)		37.0%	10.7%	15.4%	21.4%
我乐家居					
橱柜 (家)	760	787	731	700	762
全屋 (家)				362	449
合计 (家)	760	787	731	1062	1211
同比 (%)		3.6%	-7.1%	45.3%	40.8%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

2.2. 经销商店同店收入及增速——尚品宅配表现最优

独创公式测算定制同店收入。我们假设新开门店第一年收入约为成熟老店收入的 50%，并且在一年中是匀速开业的，经销商渠道加价率为 1 倍，则计算当年一家企业单个门店销售收入的公式为： $\text{当年经销渠道收入} * 2 / (\text{上一年同期门店数量} + \text{新开门店数量} * 0.25)$ 。

我们上述公式由于对开业不足 12 个月的门店的营收做了假设，和实际情况可能产生出入，并非公司公告口径。**受益全屋定制，18H1 尚品同店增长最高达 17.0%，且单店销售额也最高为 237.6 万元(终端售价口径)。**索菲亚衣柜和欧派橱柜销售额排名第二和第三，分别为 225.1 万元和 221.1 万元。

表 10: 经销商门店单店销售额及同比增速

指标	按终端售价计算的经销商门店单店销售额 (万元)		
	17H1	18H1	同比
欧派家居		139.44	
分品类: 橱柜门店	198.75	221.09	11.2%
衣柜门店	178.94	175.76	-1.8%
索菲亚		155.36	
分品类: 橱柜门店		80.85	
衣柜门店		225.05	
志邦家居		96.04	
分品类: 橱柜门店	133.46	139.66	4.6%

衣柜门店	96.39	100.00	3.7%
尚品宅配	203.05	237.62	17.0%
好莱客	105.89	113.33	7.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：总的单店收入中扣除了直营和大宗收入，而在分品类的单店收入计算中，由于缺少直营和大宗收入数据，未扣除对应收入

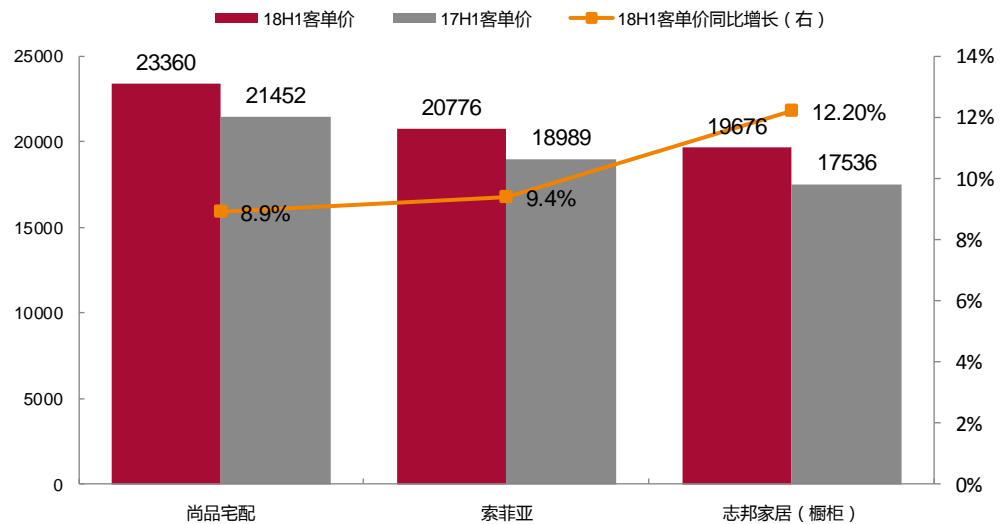
尚品直营门店单店销售收入增长放缓，加盟店增长态势好。我们仍根据上述公式（直营门店不考虑加价，其他假设相同）计算，尚品直营门店 18H1 单店销售收入为 1377.63 万元，同比增长 5.3%。

根据公司公告，以存续时间超过 1 年的门店统计，好莱客 18H1 经销商门店单店销售额同比增长 15%，经销商整体盈利情况持续改善。

2.3. 客单价——上半年平均增长约 9%

定制家居企业客单价稳步增长。18H1 尚品宅配客户数量同比增长 27.6%至 19.4 万人，我们假设经销 1 倍加价率计算，得到按终端售价口径计算的尚品 18H1 客单价约为 23360 元，同比增长 8.9%。索菲亚按终端售价口径计算的客单价约为 20776 元，同比增长 9.4%。根据好莱客中报，18 年上半年好莱客订单平均客单值提升超过 10%。按终端售价口径计算，志邦 18H1 经销橱柜客单价同比增长 12.2%至 19676 元，经销衣柜客单价为 25358 元基本与去年同期持平。

图 6：定制家居企业客单价（元，按终端售价口径）稳步增长

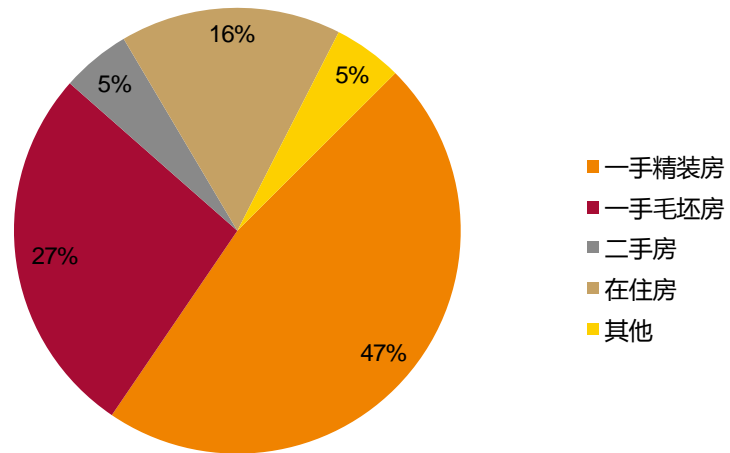


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 客户结构——新房/存量房=7/3，在住房翻新增多

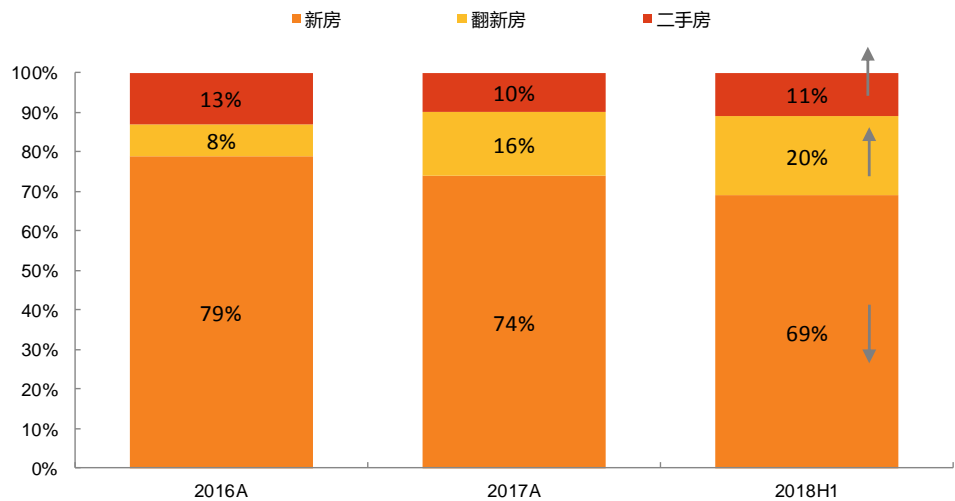
存量房翻新客户占比逐步提升，目前定制家居企业新房装修和旧房翻新客户比例约为 7：3。18H1 尚品宅配新房装修客户占比为 74%，其中精装房和毛坯房分别占比 47%/27%；旧房翻新客户占比为 21%，其中二手房和在住房分别占比 5%/16%。索菲亚的客户中，旧房翻新客户占比提升，18H1 较 16 年提升 10pct 至 31%，其中翻新房占比 20%，二手房占比 11%；18H1 新房装修客户占比较 16 年下降 10pct 至 69%。

图 7：18H1 尚品宅配客户结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：16~18H1 索菲亚客户结构占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

一线和省会城市住宅翻新需求增加，存量房时代逐步来临。根据尚品宅配 18H1 一线城市（北上深广）和全国客户结构占比，一线城市旧房翻新客户（含二手房和在住房翻新）占比都在 30%以上，明显高于全国 21%的水平。根据索菲亚 18H1 省级、地级、县级和全国客户结构占比，省会城市旧房翻新客户（含二手房和在住房翻新）占比达 38%，明显高于地级市和县级市翻新客户占比 26%。

表 11：尚品宅配 18H1 客户结构占比

客户结构	北京	上海	广州	深圳	全国
一手精装房	39%	45%	49%	55%	47%
一手毛坯房	20%	15%	10%	10%	27%
新房装修	59%	60%	59%	65%	74%
二手房	15%	10%	14%	11%	5%
在住房新增	22%	25%	23%	21%	16%
旧房翻新	37%	35%	37%	32%	21%

其他	4%	5%	4%	3%	5%
----	----	----	----	----	----

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：索菲亚 18H1 客户结构占比

	省级	地级	县级	全国
新房装修	61%	75%	75%	69%
旧房翻新	38%	26%	26%	31%
其中：翻新房	22%	18%	19%	20%
二手房	16%	8%	7%	11%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

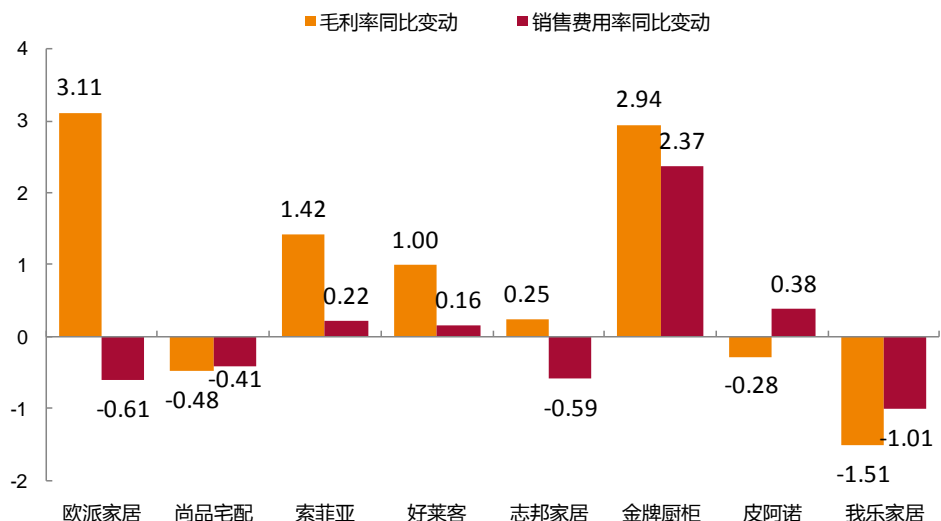
3. 财务数据透视经营成果

3.1. 价格战观察——18H1 利润表并未恶化，下半年预计强化营销

18H1 定制企业利润表并未恶化。市场一直担心定制行业竞争加剧，会产生激烈的价格战，但从上半年企业报表看，18H1 定制企业盈利水平并未恶化。上半年 8 家定制企业中 5 家（欧派、索菲亚、好莱客、志邦、金牌）毛利率都同比提升，仅 3 家出现小幅下滑。尚品宅配定制家具业务毛利率 18H1 同比略有下滑 0.48pct。上半年销售费用率上升也基本小于毛利率提升幅度。我们认为，主要的原因：1) 企业通过内部挖潜，生产效率都有所提升，带来毛利率小幅上升；2) 上半年只有索菲亚降了一次出厂价，主要是因为内部效率提升理想，毛利率较厚，做了主动让利，其他企业面对激烈竞争，主要是增加营销，没有下调出厂价；3) 上半年营销活动一般少于下半年，加之规模经济性体现，所以销售费用率增加不明显，欧派、尚品、志邦、我乐的销售费用率同比还有下降。4) 终端盈利能力强使经销商共同承担了让利消费者和强化营销的费用。

下半年预计维持出厂价+增加营销费用。展望下半年，我们认为上市定制企业暂不会选择下调出厂价格来应对行业压力，取而代之将增加营销活动、打造全方位立体营销体系强化品牌影响力，同时拓展新渠道来增加获客，在可控范围内全年的销售费用有所增加。从长期看，行业需求承压、环保要求提升、税收规范性提高等，会促使低效率、不规范的小企业退出市场，有利于龙头企业的市占率提升。

图 9：定制企业 18H1 毛利率和销售费用率变动比例 (pct)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：尚品宅配为定制家具业务毛利率同比变动，其余公司为综合毛利率变动

表 13：定制企业 17H1 和 18H1 毛利率和销售费用率情况

	毛利率		销售费用率	
	2017H1	2018H1	2017H1	2018H1
欧派家居	34.1%	37.2%	12.3%	11.6%
尚品宅配	45.5%	45.1%	31.2%	30.8%
索菲亚	36.3%	37.7%	9.9%	10.1%
好莱客	38.3%	39.3%	15.0%	15.1%
志邦家居	36.2%	36.5%	16.6%	16.0%
金牌厨柜	36.8%	39.7%	19.9%	22.3%
皮阿诺	35.2%	34.9%	15.6%	15.9%
我乐家居	36.2%	34.7%	20.2%	19.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所（尚品为定制家具业务毛利率，其余公司为综合毛利率）

3.2. 收入前瞻指标——看预收款和销货现金流怎么说

财务报表上看，定制企业的收入前瞻指标主要有两个，一是预收账款，受益生产效率提升，目前一般收到经销店的预收款到发货 15-20 天时间，直营店因客户消费习惯收到预收款到发货一般 2-3 个月，所以预收款对于接下来一段时间的收入有预测意义，由于销售有季节性，所以预收款我们更多看同比情况。但是预收款是个时点值，有时受个别门店打款影响，波动可能较大；二是销售商品或提供劳务收到的现金，这个指标的好处是，他是一个流量值，反应一段时间的状况，更真实一些，但是不好的地方是，我们只能看到季度的情况，而实际上最有预测意义的是最近一个月的情况，所以运用的时候可以比对二季度收入的增速做一个参考。

18H1 定制家居行业的 8 家公司中 4 家预收账款均实现同比增长，其中我乐家居同比增长 68.5%、尚品宅配 25.5%、索菲亚 17.7%、金牌橱柜 14.3%。

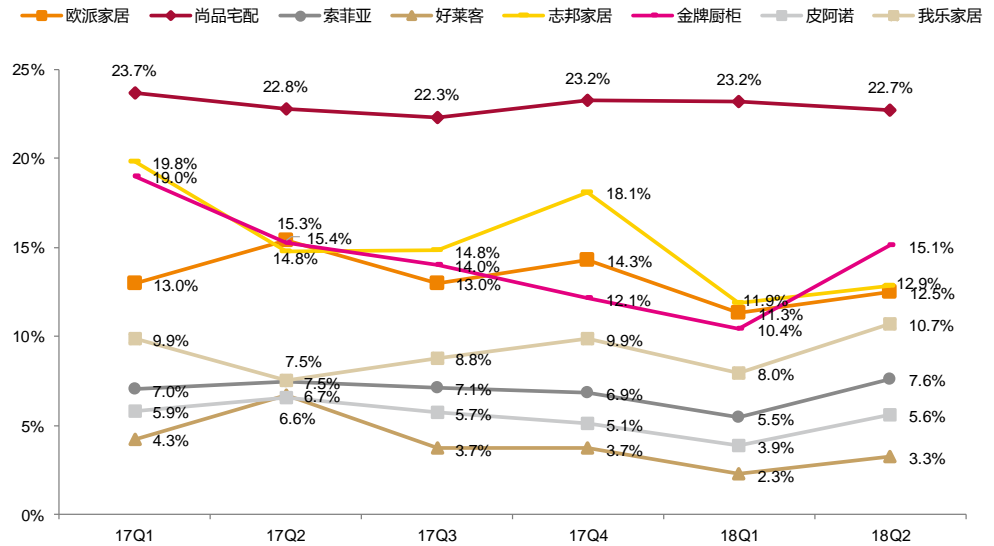
表 14：定制板块企业预收账款环比均实现增长

指标	预收账款（百万元）						同比	
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	变动绝对额	变动百分比
欧派家居	952.42	1,316.52	1,172.07	1,381.00	1,027.08	1,276.96	-39.56	-3.0%
尚品宅配	792.39	830.78	914.51	1,061.09	978.54	1,042.96	212.17	25.5%
索菲亚	374.82	451.44	470.19	485.86	369.54	531.43	79.98	17.7%
好莱客	63.57	108.23	86.51	93.78	56.49	90.78	-17.45	-16.1%
志邦家居	267.24	347.82	358.52	473.92	276.09	319.95	-27.88	-8.0%
金牌厨柜	150.54	208.25	202.27	191.81	156.52	238.07	29.82	14.3%
皮阿诺	62.52	79.13	72.49	68.69	50.25	78.31	-0.82	-1.0%
我乐家居	49.68	71.14	89.93	114.12	83.63	119.88	48.75	68.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

尚品宅配预收款在总资产占比最高，各定制企业该比值基本维持稳定。预收款在总资产占比高低与定制企业业务销售模式和预收款政策有关，尚品宅配直营模式占比较高，而直营模式预收账款到交货期限达 2-3 个月，因此尚品预收账款在总资产中占比最高达 23%。从变动趋势来看，头部企业欧派、尚品宅配和索菲亚预收款占比较为稳定。

图 10：定制家居企业预收账款在总资产占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

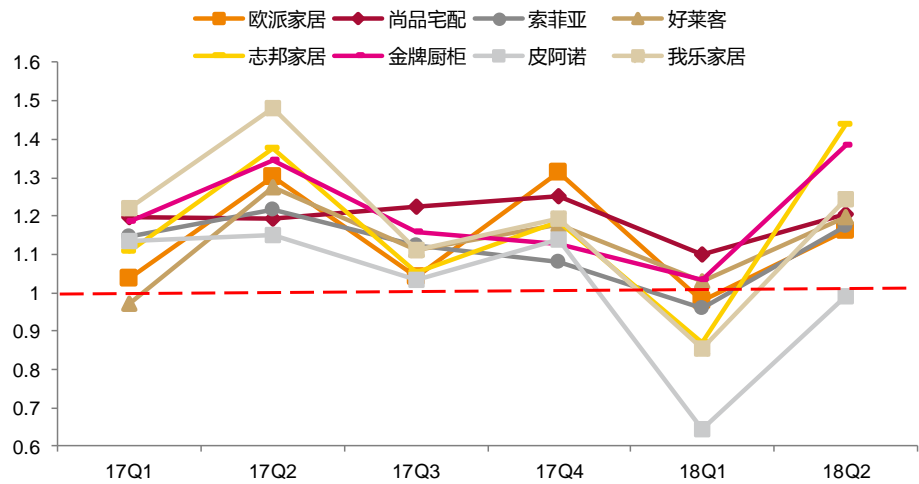
定制企业 18Q2 销货现金流均同比实现增长，其中增长较快的是尚品宅配 (+31.9%)、志邦家居 (+24.4%)、好莱客 (+15.5%)。尚品宅配、志邦、金牌销货现金流增长快于收入，表明收入以现金实现比例高，且预收款增长较快（志邦大宗业务占比最高，扰动较大）。欧派、索菲亚销货现金增速低于收入，主要因欧派大宗业务占比高，18 年索菲亚大宗业务大幅拓展，导致部分收入以应收账款形式实现。

表 15：定制家居企业单季度销售商品或提供劳务收到的现金同比增长

指标	单季度销售商品或提供劳务收到的现金（百万元）						同比	
公司	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	变动绝对额	变动百分比
欧派家居	1,504.23	3,162.65	3,158.02	3,683.73	1,866.71	3,416.06	253.41	8.0%
尚品宅配	951.27	1,610.97	1,766.32	2,169.38	1,209.53	2,125.67	514.69	31.9%
索菲亚	1,095.11	1,863.46	1,980.73	2,061.34	1,194.98	2,045.12	181.66	9.7%
好莱客	255.96	579.23	593.44	719.65	355.31	668.97	89.74	15.5%
志邦家居	315.42	748.95	690.28	797.33	343.03	931.44	182.48	24.4%
金牌厨柜	245.74	471.77	472.97	534.28	270.67	526.98	55.21	11.7%
皮阿诺	119.49	240.20	247.30	309.67	118.08	257.58	17.38	7.2%
我乐家居	146.00	324.09	280.94	385.84	129.01	344.61	20.51	6.3%

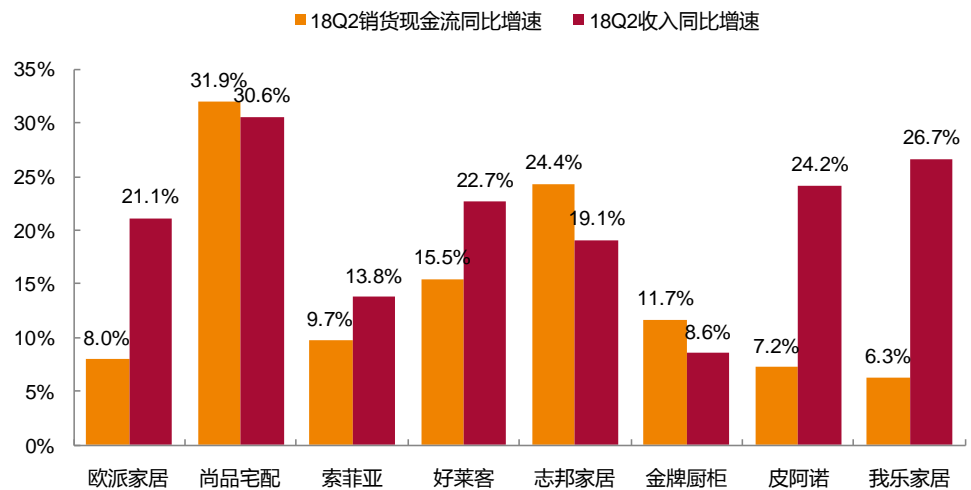
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：定制企业各季度销货现金流比上收入比值基本大于 1



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12: 尚品、志邦、金牌 18Q2 销货现金流增长快于收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 规模经济性——费用率和毛利率初步体现

定制企业具备一定规模后，现在更加重视在设计、信息化、柔性生产的效率提升，未来员工数量的增长应该会低于营业收入增长，规模经济性会越来越强。财务报表上，规模经济性主要体现在管理费用率、广告费用率、仓储物流费用率等的降低，以及毛利率的提升上（如果降价让利的话毛利率可能持平）。

从 18Q2 单季度期间费用率来看，整体稳定。其中尚品宅配和欧派期间费用率同比下降 1.47/0.05pct。欧派/尚品/志邦/皮阿诺/我乐销售费用率分别同比下降 1.43/0.51/0.16/1.00/4.03pct。索菲亚管理费用率上升较多主要是因为技术开发费用和折旧费用增加较多，欧派家居是因为新增 3000 万股股权激励费用。

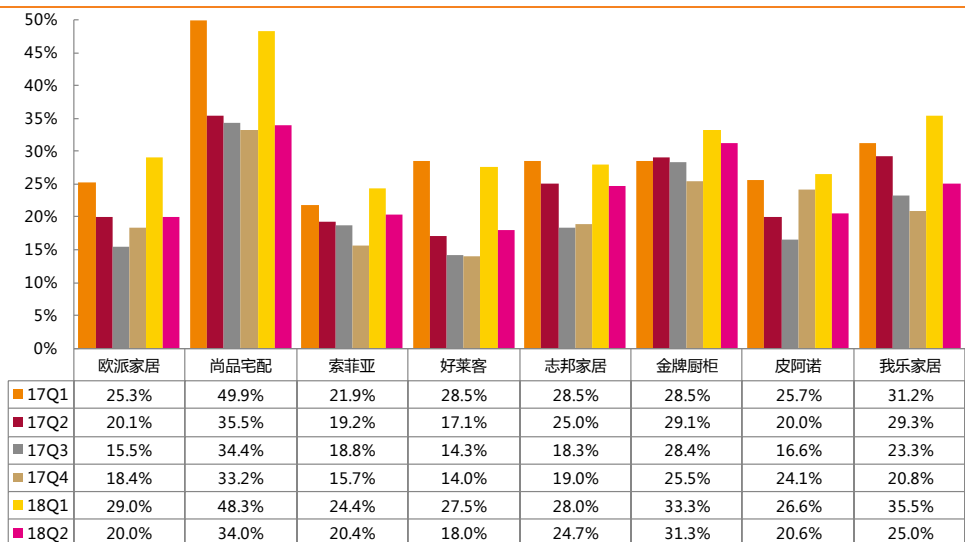
表 16：定制家居行业规模效应逐步显现，销售和管理费用率出现下降

指标	销售费用率			管理费用率			期间费用率		
	17Q2	18Q2	同比变动 (pct)	17Q2	18Q2	同比变动 (pct)	17Q2	18Q2	同比变动 (pct)
公司									
欧派家居	11.5%	10.1%	-1.43	8.8%	9.9%	1.13	20.1%	20.0%	-0.05

尚品宅配	27.8%	27.3%	-0.51	7.7%	6.7%	-1.04	35.5%	34.0%	-1.47
索菲亚	9.1%	9.4%	0.29	9.7%	10.8%	1.17	19.2%	20.4%	1.21
好莱客	12.1%	13.1%	0.97	5.1%	5.2%	0.07	17.1%	18.0%	0.93
志邦家居	15.6%	15.4%	-0.16	9.4%	9.8%	0.41	25.0%	24.7%	-0.31
金牌厨柜	21.3%	22.1%	0.87	7.8%	9.7%	1.83	29.1%	31.3%	2.17
皮阿诺	14.7%	13.7%	-1.00	6.5%	7.1%	0.58	20.0%	20.6%	0.61
我乐家居	20.4%	16.3%	-4.03	8.9%	8.7%	-0.20	29.3%	25.0%	-4.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

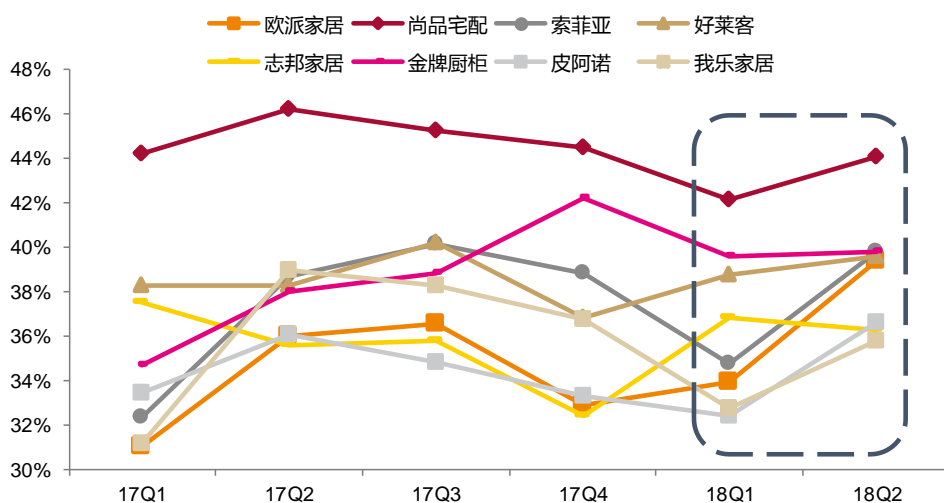
图 13：定制板块企业期间费用率变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

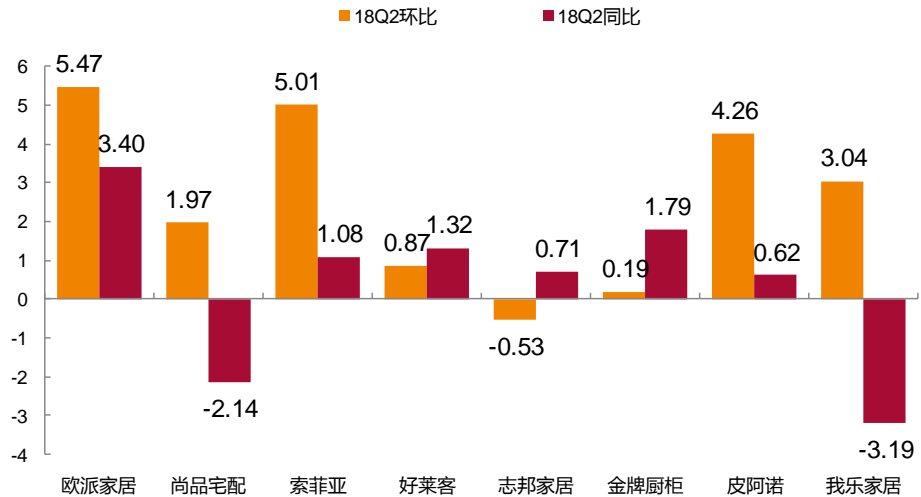
公司通过内部挖潜提升生产效率，单季度毛利率出现提升。定制企业 18Q2 单季度毛利率提升明显，7 家企业毛利率均环比上升，其中欧派/金牌/好莱客/索菲亚同比分别提升 3.40/1.79/1.32/1.08pct。定制企业成本管控能力优化，提升生产效率效果显著。

图 14：定制板块企业 18Q2 毛利率回升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：定制家居企业 18Q2 单季度毛利率同比和环比变动幅度 (pct)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 盈利质量——大宗占比提升/配套品销售影响净现金流

盈利质量主要考察公司的会计利润能否顺利转化为现金流，在这里我们主要分析应收账款、存货和经营性净现金流的情况。

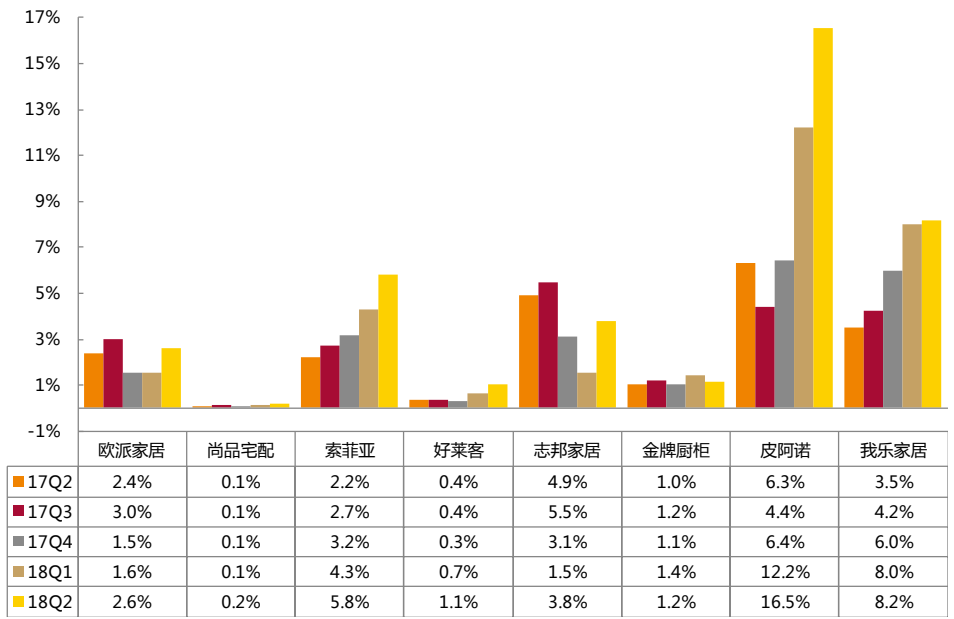
定制家居企业 18H1 应收账款较 17 年底均出现上涨，应收账款在总资产中占比呈现提升趋势，主要由定制企业大宗业务收入增长快所致。其中索菲亚和欧派应收账款增幅较大，18H1 索菲亚/欧派大宗业务在总收入中占比分别同比提升 5.4/4.2pct 至 9%/13%。尚品宅配应收款大幅增长是因为给少量加盟商开店给了信用支持所致，其没有大宗业务，应收款占比最小，单看增速没有实质意义。

表 17：定制家居企业应收账款变动情况

指标	应收账款（百万元）						较 17 年末变动	
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	绝对额	百分比
公司								
欧派家居	175.75	204.42	268.71	148.62	141.79	267.71	119.09	80.1%
尚品宅配	3.86	3.60	4.79	3.22	5.19	9.27	6.06	188.1%
索菲亚	118.46	134.56	180.39	223.74	290.33	405.74	182.00	81.3%
好莱客	8.41	6.21	8.53	7.75	16.56	29.70	21.96	283.4%
志邦家居	115.01	115.90	132.10	81.66	35.82	94.76	13.11	16.1%
金牌厨柜	10.60	13.91	17.69	16.83	21.32	18.35	1.52	9.1%
皮阿诺	48.48	76.41	55.82	86.38	156.78	230.35	143.97	166.7%
我乐家居	34.48	32.89	43.24	68.57	83.51	91.15	22.58	32.9%

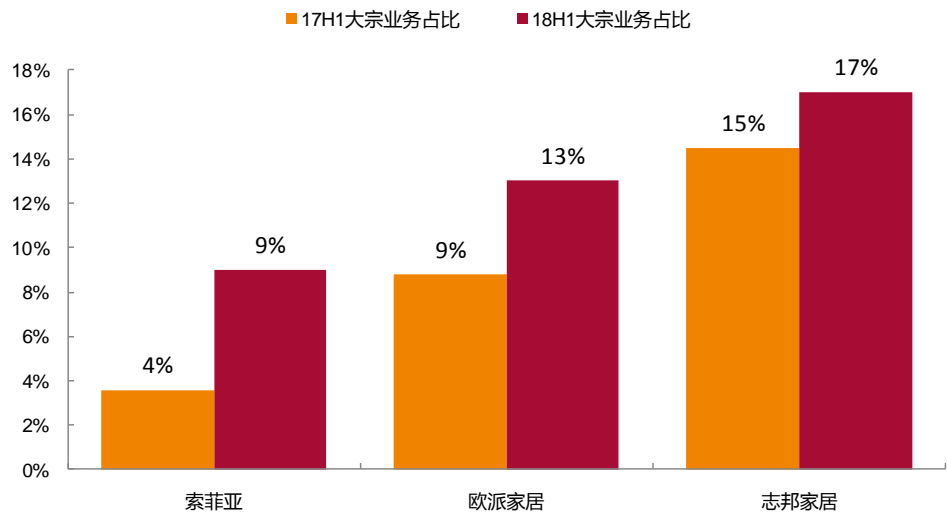
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：定制家居企业应收账款在总收入中占比提升明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：索菲亚、欧派、志邦大宗业务占比同比提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

定制家居企业 18H1 存货同比出现增加。除志邦家居 18H1 存货同比下降 41.0%，其余定制家居企业存货均出现同比提升。其中皮阿诺、我乐和尚品宅配 18H1 存货增加较多，分别同比增加 111.3%/74.6%/48.3%。其中尚品宅配存货增加主要由于 17H2 开始大力推进配套品销售。

表 18：定制家居企业存货变动情况

指标	存货（百万元）						同比变动	
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	绝对额	百分比
公司								
欧派家居	687.95	719.02	717.64	786.61	734.24	724.16	5.14	0.7%
尚品宅配	261.81	268.10	339.03	400.84	429.47	397.60	129.49	48.3%
索菲亚	256.22	287.94	290.06	286.91	293.81	323.22	35.28	12.3%
好莱客	49.25	48.29	51.07	51.38	56.88	63.68	15.39	31.9%
志邦家居	185.39	235.99	214.01	161.30	167.77	139.27	-96.73	-41.0%

金牌厨柜	130.04	136.45	142.28	135.71	136.79	152.87	16.43	12.0%
皮阿诺	56.05	64.03	76.56	97.88	100.27	135.28	71.25	111.3%
我乐家居	34.14	40.14	48.55	51.24	60.53	70.08	29.94	74.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

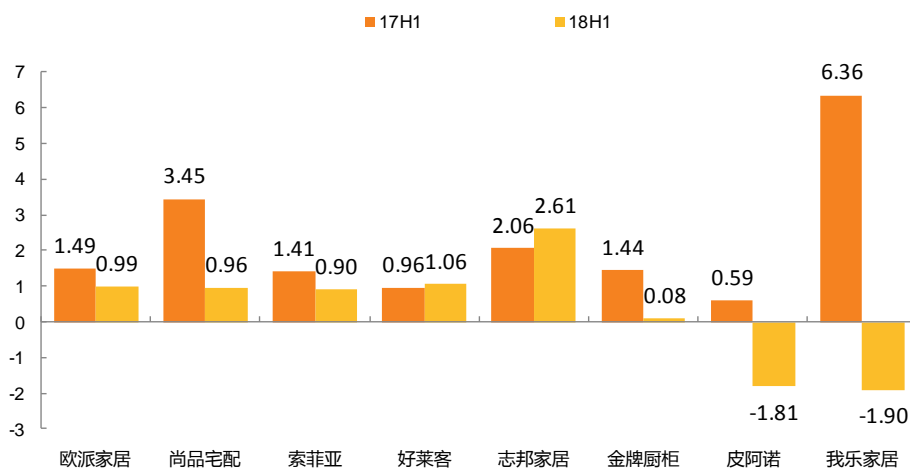
应收账款和配套品存货增加导致经营活动现金流同比下降。除好莱客和志邦家居外，其他 6 家定制家居企业 18H1 经营活动现金流净额同比下降。**尚品宅配**净现金流同比下降 48.0%，主要是公司大力推进家具配套品业务发展，采用了一些提前备货的方式，导致存货比去年同期增加 1.3 亿，这是发展场景化销售必须去做的布局，利好长期发展。**索菲亚**和**欧派家居**的净现金流也有一定下滑，主要是大宗业务增加所致，幅度可控。

表 19：大部分定制家居企业 18H1 经营活动现金流同比下降

指标	经营活动现金流净额（百万元）			归母净利润（百万元）		
	17H1	18H1	同比	17H1	18H1	同比
欧派家居	615.13	544.08	-11.6%	414.09	550.04	32.8%
尚品宅配	227.19	118.09	-48.0%	65.87	123.48	87.5%
索菲亚	416.27	332.33	-20.2%	294.26	368.95	25.4%
好莱客	104.40	191.69	83.6%	108.36	181.12	67.1%
志邦家居	132.66	247.48	86.5%	64.30	94.87	47.5%
金牌厨柜	66.45	5.14	-92.3%	46.25	61.30	32.5%
皮阿诺	20.33	-87.93	-532.6%	34.69	48.53	39.9%
我乐家居	78.78	-37.82	-148.0%	12.39	19.90	60.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：经营活动现金流净额比上净利润比值下降明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 定制家居中报总结

在地产整体不景气、行业竞争加剧的背景下，定制家居行业走过了艰难的二季度，板块收入增速二季度有所放缓，但受益于降本增效，盈利增速优于收入（18Q2 板块收入增速 20.9%，扣非归母净利增速为 28.5%）。同时，定制衣柜表现优于定制橱柜（18H1 定制橱柜收入增速 13.7%，定制衣柜收入增速 29.2%）。

受益品类拓展和渠道下沉，定制家居企业在 18H1 继续加快开店步伐，同时客单价平均获得 9%-10%的增长。同店收入表现不一，其中尚品宅配、欧派橱柜、好莱客表现最优同比获得 10%以上增长。在客户结构上，整体新房/存量房为 7/3 左右，一线城市存量房占比显著高于全国水平，同时伴随二手房交易受限和消费习惯变化，在住房翻新占比持续提升并超过二手房占比，存量房时代逐渐来临。

从 18H1 定制板块财务表现看，价格战并未使利润表恶化，我们预计下半年定制企业将在营销端投入更多资源。定制企业发展大宗业务和配套品销售会影响应收款/存货/经营性净现金流指标。头部企业如尚品宅配（+25.5%）、索菲亚（+17.7%）预收款同比增长且在总资产占比维持稳定。行业销货现金流与收入增速整体保持一致，但大宗业务增长较快的企业如欧派、索菲亚影响销货现金流增速缓于收入增速。龙头企业的规模经济效益逐渐体现，18H1 期间费用率整体稳定，欧派/金牌/好莱客/索菲亚毛利率同比提升，我们相信伴随信息化和柔性生产持续优化、社保和个税政策改革、环保高压等背景下龙头企业的规模优势将更加明显。

展望下半年，定制行业虽然依旧挑战重重，但行业集中度低，单体企业体量提升空间巨大，行业发展空间依旧广阔。依托多品类拓展、渠道持续布局、在整装等产业链持续延伸，我们认为行业将逐渐分化，龙头企业依托不断强化的供应链整合能力和多品类选择为消费者提供场景化销售场景，从而不断提升客单价和客户数，在长期竞争中胜出，最终从产品品牌向泛家居渠道品牌蜕变！看好在场景化销售和整装模式优先探索的**尚品宅配、欧派家居、索菲亚**，以及产品线持续丰富，多品类战略稳步推进的**志邦家居、好莱客**。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com