

## 轻工制造

报告原因：深度研究

## 轻工行业 2018 年中报总结

聚焦性价比两端、跨界整合：流量隐忧中看家居行业未来机会

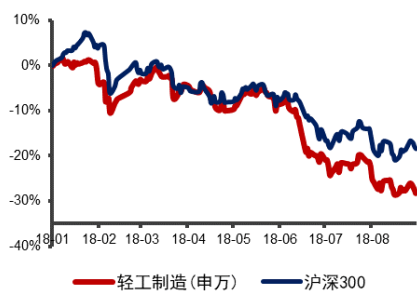
## 维持评级

看好

2018 年 09 月 07 日

行业研究/深度研究

### 轻工制造板块近一年市场表现



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: 010-83496308

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>

### 投资要点：

- **中报总结：营收增速承压，行业出现分化。**轻工制造板块上半年跑输大盘，整体指数下跌 28.20%，文娱用品、包装印刷板块表现相对较好。对于家具板块：（1）软体家具、定制家具增速位居前二，营收、净利润增速普遍承压，大多数公司 18Q2 相对 18Q1、17Q2 出现不同程度的下滑。（2）Q2 盈利能力略有提升，费用控制得到改善，毛利率和净利率分别为 34.28%、8.14%（+1.11%、+2.12%），销售/管理/财务费用率分别为 15.16%、8.17%、0.13%（-0.40%、-1.10%、-1.73%）。
- **房地产销售持续下行，关注存量房装修市场。**自 2016 年 4 月以来，房地产销售持续放缓下行，商品房住宅销售面积同比增速下滑至今年 7 月的 4.20%，增量市场蛋糕变小，一线城市存量房装修占比超过四成。
- **聚焦性价比两端：如何提升成本效率与定价能力。**（1）居民装修预算偏紧，消费者看重性价比，导致一定程度的价格敏感。（2）信息化“打通”：全价值链成本效率领先。信息化水平高、成本效率管控能力优秀的企业，有能力在给消费者让利的同时，毛利率和净利率水平依旧保持稳定。（3）差异化打造定价能力：提升产品力+客户体验（设计、服务）。具备差异化优势的企业将会享受到一定的品牌溢价，进而拥有灵活的定价空间。
- **跨界与整合，实际是家居行业的流量入口争夺。**来自家具行业内部的跨界融合，以及来自装修公司、地产商等行业外部的竞争参与，成为行业的热点现象，整个家居行业已经迎来整合与变革阶段。（1）大家居满足一站式需求，成品、定制跨界融合。（2）向产业链上下游延伸，打破家具家装边界。家具企业向上打通装修入口的流量，以获得更为前置的销售入口。（3）精装修项目+互联网家装，地产商锁定工程流量入口。工程渠道对家具配套品的需求将挤占传统的零售流量，转化为家具 B 端销售渠道的崛起。
- **投资建议：优选性价比优势、流量获取能力突出、业绩增长确定的龙头企业，维持行业“看好”评级。**我们认为下半年仍应以业绩为王，精选个股。家具板块重点推荐尚品宅配、欧派家居、美克家居。
- **风险提示：宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险等。**

## 目录

<b>1. 中报总结：营收增速承压，行业出现分化</b> .....	<b>6</b>
1.1 整体回顾 .....	6
1.2 家具：2018Q2 营收增速承压，盈利能力略有回升.....	8
<b>2. 房地产销售持续下行，关注存量房装修市场</b> .....	<b>11</b>
<b>3. 聚焦性价比两端：如何提升成本效率与定价能力</b> .....	<b>13</b>
3.1 居民装修预算偏紧，消费者看重性价比.....	13
3.2 信息化“打通”：全价值链成本效率领先.....	14
3.3 差异化打造定价能力：提升产品力+客户体验 .....	16
<b>4. 跨界与整合：家居行业的流量入口争夺</b> .....	<b>18</b>
4.1 大家居满足一站式需求，成品、定制跨界融合.....	18
4.2 向产业链上下游延伸，打破家具家装边界.....	20
4.3 精装修项目+互联网家装，地产商锁定工程流量入口 .....	21
<b>5. 投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种</b> .....	<b>24</b>
5.1 尚品宅配：营收增速持续 30%+，全屋定制+整装领跑行业.....	24
5.2 欧派家居：大家居+信息化厚积薄发，新品类与多渠道贡献动能 .....	25
5.3 美克家居：多品牌矩阵发力，高端成品家具“巨匠”再迎高速增长 .....	27

## 图目录

图 1: 2018 至今轻工制造板块市场表现.....	6
图 2: 轻工制造板块目前估值略低于历史均值.....	6
图 3: 2018 年至今轻工制造各子版块涨跌幅.....	6
图 4: 细分板块营业收入同比增长率 .....	7
图 5: 细分板块归母净利润同比增长率 .....	7
图 6: 细分板块销售毛利率 .....	7
图 7: 细分板块销售净利率 .....	7
图 8: 定制家具板块营业收入及增速 .....	8
图 9: 软体家具公司营业收入及增速 .....	8
图 10: 地板、实木成品家具板块营业收入及增速.....	8
图 11: 卫浴洁具公司营业收入及增速.....	8
图 12: 家具板块 2018Q2 盈利能力略有提升.....	10
图 13: 家具板块 2018Q2 期间费用率略有下降.....	10
图 14: 2016 年 4 月以来房地产销售持续下行.....	11
图 15: 各线城市商品房住宅销售面积累计同比增长率.....	11
图 16: 家具制造业主营业务收入同比增速显著下行.....	12
图 17: 家具制造业利润总额同比增速显著下行.....	12
图 18: 家具制造业毛利率 (%) .....	12
图 19: 家具制造业销售利润率 (%) .....	12
图 20: 尚品宅配成交客户房屋装修结构.....	12
图 21: 索菲亚客户房屋装修结构 .....	12
图 22: 百城住宅平均价格大幅上涨 .....	13
图 23: 社会消费品零售总额同比增速显著下行.....	13
图 24: 中国装修家庭年收入水平占比 .....	14
图 25: 装修预算 20 万以下家庭占比达到 88% .....	14



图 26: 定制家具 2014-2016 年单位价格及成本下降幅度 .....	15
图 27: 定制家具板块毛利率和净利率稳重略升.....	15
图 28: 家具装修价值链上各服务环节效率要求.....	15
图 29: 定制家具环保生态板系列, 定价高于普通板材 20%-30% .....	16
图 30: 喜临门新品升级, 强化技术支撑和功能属性.....	17
图 31: 美克家居 A.R.T.主导的高端轻奢美式产品.....	17
图 32: 服务型制造企业的微笑曲线 .....	17
图 33: 大家居一站式购买解决四大家装烦恼.....	18
图 34: 前五大开发商全装修房份额合计超过 66% (2017Q1-Q3) .....	22
图 35: 龙头开发商精装修项目占比均超过 70% .....	22
图 36: 精装修市场家居产品配套率 .....	22

## 表目录

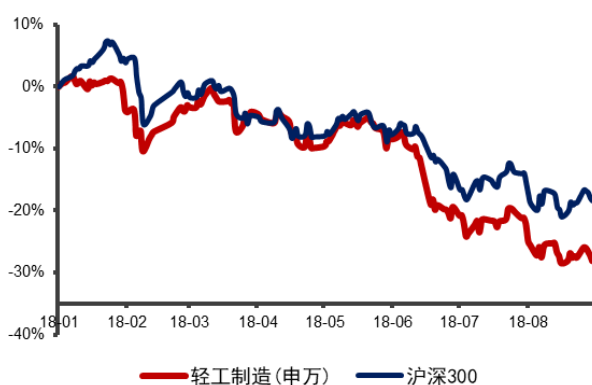
表 1: 家具板块单季度营收增速承压, 2018Q2 普遍下滑.....	9
表 2: 家具板块单季度归母净利润增速, 2018Q2 普遍下滑.....	10
表 3: 定制家具上市公司产品品类及其收入比例.....	19
表 4: 成品家具、定制家具企业相互渗透和拓展情况.....	19
表 5: 家具、家装相互渗透和拓展情况 .....	21
表 6: 家居行业上市公司 2017 年大宗业务收入统计.....	23
表 7: 房地产企业成立互联网家装平台情况.....	23

## 1. 中报总结：营收增速承压，行业出现分化

### 1.1 整体回顾

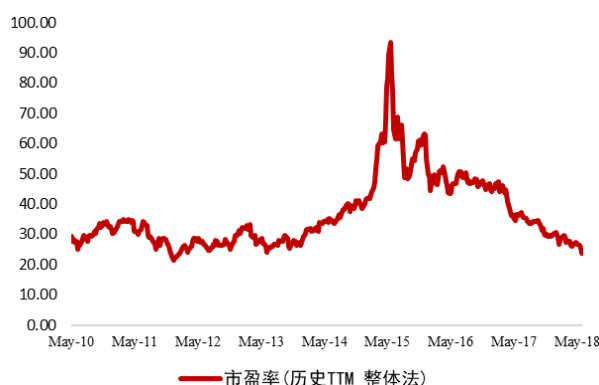
2018 年年初至今（截至 2018 年 8 月 31 日，下同），A 股市场震荡下行，上证综指下跌 18.42%，轻工制造板块上半年跑输大盘，整体指数下跌 28.20%，目前市盈率（TTM，整体法）为 21.02 倍，低于历史均值。

图 1：2018 至今轻工制造板块市场表现



数据来源：山西证券研究所、wind

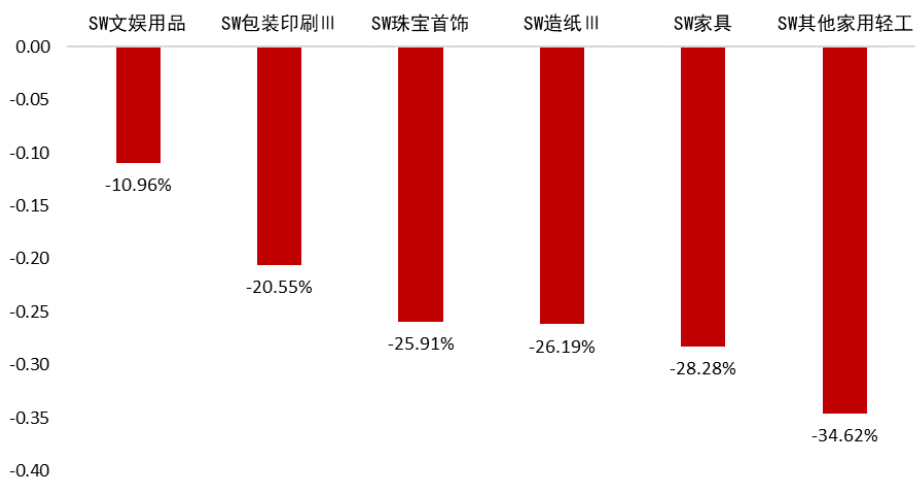
图 2：轻工制造板块目前估值略低于历史均值



数据来源：山西证券研究所、wind

2018 年至今轻工制造各板块的表现发生分化。文娱用品板块跌幅为 10.96%；包装印刷、珠宝首饰、造纸板块分别下跌 20.55%、25.91%、26.19%；家具、其他家用轻工板块整体指数分别下跌 28.28%、34.62%。

图 3：2018 年至今轻工制造各子版块涨跌幅

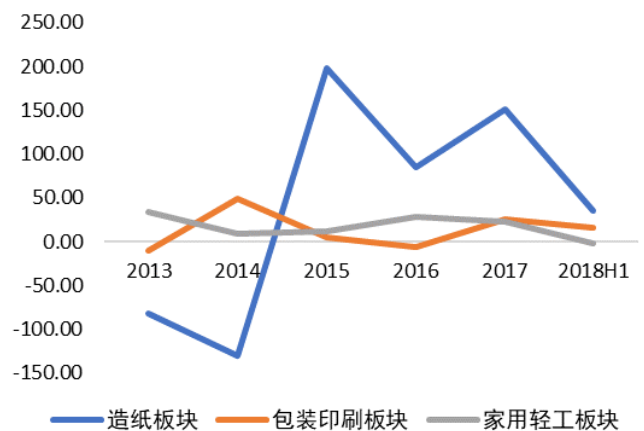
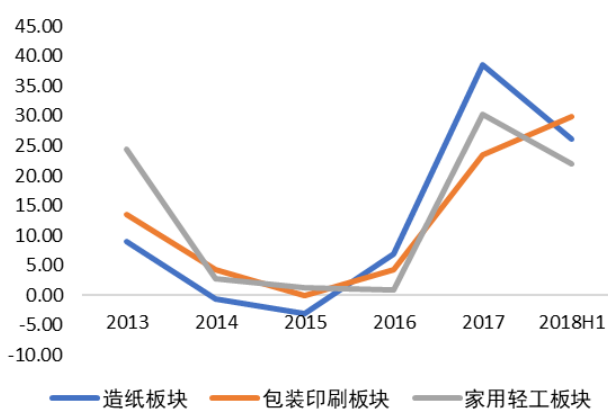


数据来源：山西证券研究所、wind

从细分子行业看，造纸板块在原材料价格高涨背景下盈利能力略有下滑，上半年营收同比增长 26.19%，归母净利润同比增长 35.05%；包装印刷板块上半年营收同比增长 29.78%，受原材料箱板瓦楞纸价格较去年同期相比仍处高位影响，盈利能力下滑，归母净利润同比增长 16.25%；家用轻工板块上半年营收同比增长 22.02%，归母净利润同比下降 2.39%，主要受到珠宝首饰行业净利润负增长的拖累。

图 4：细分板块营业收入同比增长率

图 5：细分板块归母净利润同比增长率

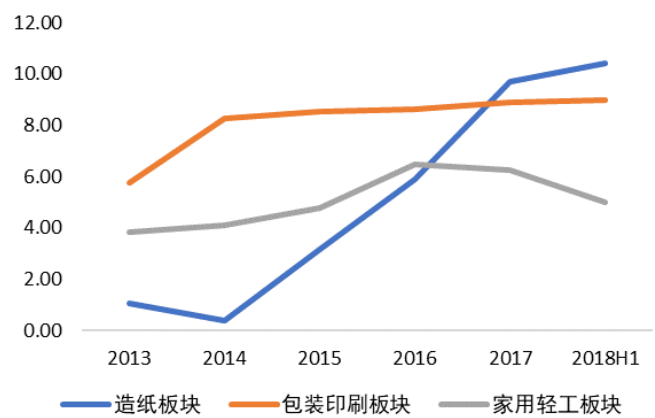
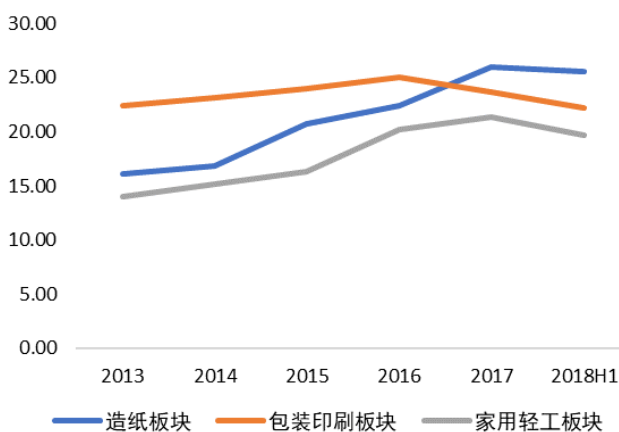


数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

图 6：细分板块销售毛利率

图 7：细分板块销售净利率



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind



## 1.2 家具：2018Q2 营收增速承压，盈利能力略有回升

定制家具营收增速承压，整体下降至 20%-30%。2018 年上半年，八家定制家具上市公司实现营业收入总计 141.59 亿元，同比增长 25.67%。与 16-17 年 30%以上的高速增长相比，2018H1 定制家具的营收增速承压，相对 2017 年的 34.60%下滑 8.93%。

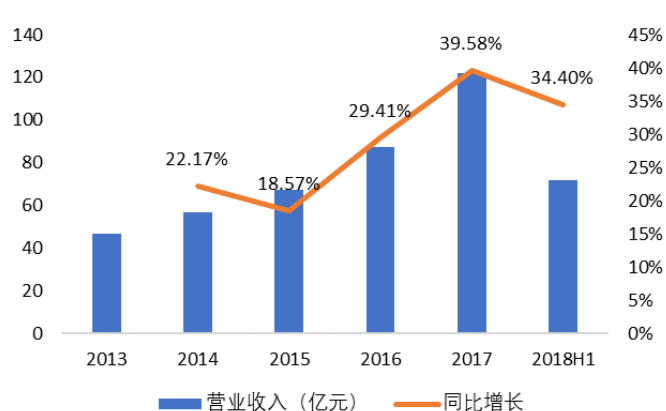
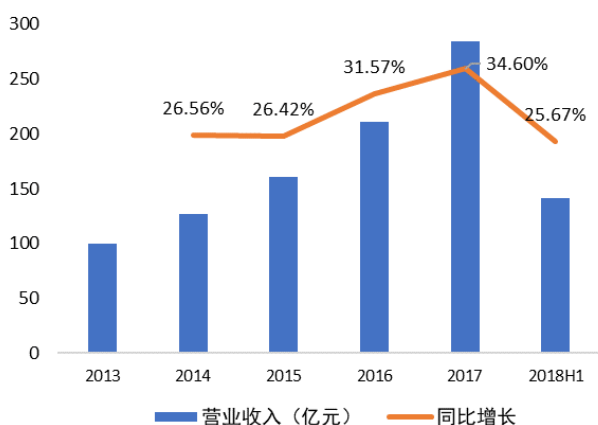
软体家具营收端维持 34%+增长，增速位列细分板块第一位。2018 年上半年，软体家具三家上市公司实现营业收入总计 71.76 亿元，同比增长 34.40%，相对其他细分板块表现优异。

地板、实木成品家具收入增速下滑较多，重回 16 年水平。主要上市公司实现营业收入总计 134.19 亿元，同比增长 8.24%，相对 2017 年的 22.43%下滑 14.19%。

卫浴洁具板块增速同样放缓，其中帝欧家居受合并欧神诺财务数据影响实现了 700%+的营收增长，海鸥住工、惠达卫浴营收增速则在 4%-8%。

图 8：定制家具板块营业收入及增速

图 9：软体家具公司营业收入及增速



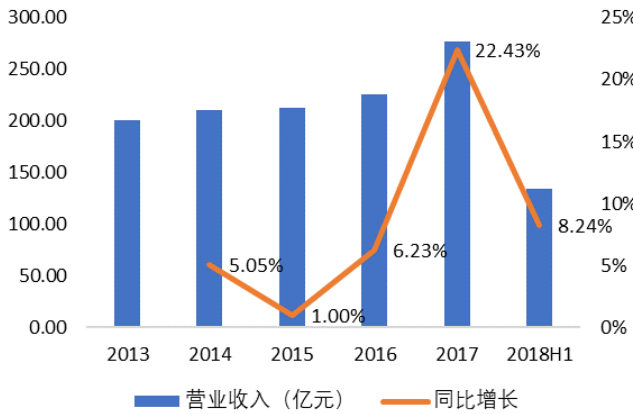
数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

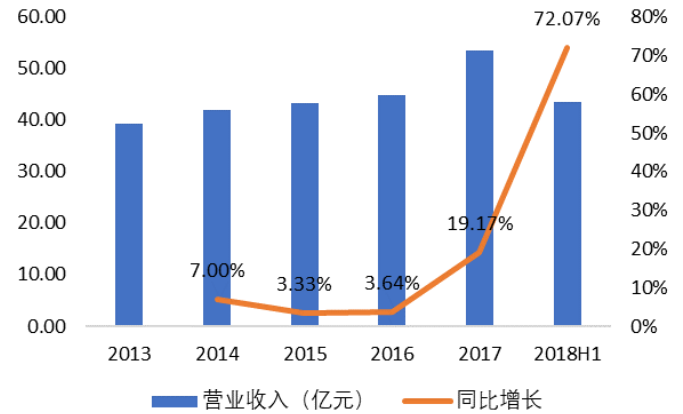
图 10：地板、实木成品家具板块营业收入及增速

图 11：卫浴洁具公司营业收入及增速





数据来源：山西证券研究所、wind



数据来源：山西证券研究所、wind

分季度来看，家具企业二季度业绩增速普遍承压，特别是营收增速明显下降一个台阶。我们统计了家具行业主要上市公司2017年以来的单季度营收、归母净利润同比增速，绝大多数公司2018Q2相对2018Q1、2017Q2出现不同程度的下滑。

表 1：家具板块单季度营收增速承压，2018Q2 普遍下滑

细分板块	证券简称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q2-2018Q1 变动幅度	2018Q2-2017Q2 变动幅度
定制家具	欧派家居	20.49	44.89	40.54	33.50	31.58	21.15	-10.43	-23.74
	索菲亚	48.30	49.44	35.46	22.57	30.32	13.78	-16.55	-35.66
	尚品宅配	27.65	31.96	32.61	34.32	38.76	30.63	-8.13	-1.33
	金牌厨柜	42.77	9.64	34.95	22.15	26.19	8.57	-17.63	-1.07
	志邦家居	37.59	40.89	30.69	41.51	38.28	19.10	-19.18	-21.78
	好莱客	35.19	35.53	25.61	27.97	30.89	22.68	-8.21	-12.85
	我乐家居	103.28	27.92	36.05	24.28	25.98	26.67	0.69	-1.26
	皮阿诺	51.23	47.75	30.15	15.86	73.85	24.21	-49.64	-23.54
软体家具	喜临门	38.87	59.89	36.70	42.62	83.57	36.33	-47.23	-23.56
	顾家家居	53.57	55.49	40.49	17.54	34.22	26.90	-7.32	-28.58
	梦百合	30.20	38.67	38.03	35.41	26.95	19.55	-7.40	-19.12
地板、实木成品家具	菲林格尔	30.25	20.96	15.11	0.04	27.26	-0.86	-28.12	-21.81
	江山欧派	74.17	9.08	33.17	33.11	10.30	16.43	6.12	7.35
	曲美家居	37.61	25.17	23.40	23.59	15.02	7.33	-7.69	-17.84
	宜华生活	59.39	41.55	45.68	28.46	11.22	4.75	-6.47	-36.80
	美克家居	10.41	30.25	19.20	21.20	32.69	46.27	13.58	16.02
	浙江永强	12.69	43.79	0.65	23.98	-10.07	-19.07	-9.00	-62.86
	大亚圣象	13.50	4.95	17.35	0.45	11.07	4.07	-7.00	-0.88
卫浴洁具	海鸥住工	18.66	20.72	12.40	12.98	8.29	6.42	-1.88	-14.30
	惠达卫浴	26.75	25.97	25.35	7.02	14.23	-3.56	-17.79	-29.54

	帝欧家居	12.63	19.23	58.35	15.26	935.55	677.48	-258.07	658.25
--	------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	---------	--------

资料来源：山西证券研究所、wind

表 2：家具板块单季度归母净利润增速，2018Q2 普遍下滑

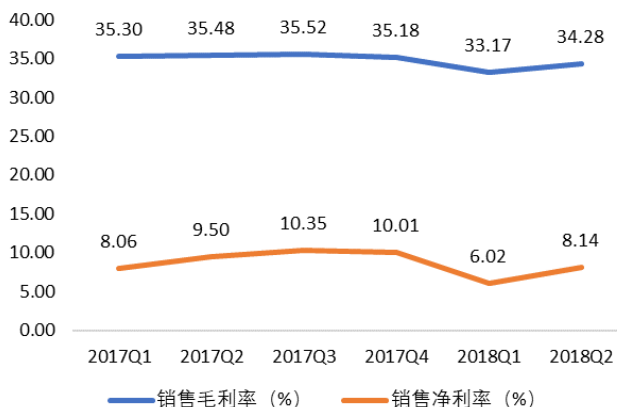
细分板块	证券简称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q2-2018Q1 变动幅度	2018Q2-2017Q2 变动幅度
定制家具	欧派家居	33.31	33.43	31.21	51.37	32.48	32.89	0.40	-0.55
	索菲亚	46.75	47.31	35.18	29.40	33.48	22.50	-10.98	-24.81
	尚品宅配	23.04	25.62	56.52	27.09	29.19	39.15	9.96	13.53
	金牌厨柜	114.53	106.14	147.42	35.85	84.33	18.09	-66.23	-88.05
	志邦家居	51.03	21.34	31.05	34.52	48.23	47.21	-1.02	25.87
	好莱客	86.09	48.60	36.37	26.55	38.41	76.07	37.65	27.46
	我乐家居	72.11	102.44	7.11	3.48	-121.41	68.11	189.52	-34.33
	皮阿诺	304.46	34.98	20.17	-22.39	58.55	34.11	-24.44	-0.86
软体家具	喜临门	51.85	52.05	31.45	36.54	23.63	34.50	10.88	-17.55
	顾家家居	34.09	51.66	57.23	30.25	42.90	6.96	-35.94	-44.70
	梦百合	31.15	56.27	-48.03	-81.42	-93.21	-26.79	66.42	-83.06
地板、实木 成品家具	菲林格尔	19.94	13.14	16.34	10.00	130.51	0.13	-130.38	-13.01
	江山欧派	76.39	-7.58	-0.79	92.25	-51.02	20.38	71.40	27.96
	曲美家居	58.71	41.94	12.82	38.22	12.46	-47.45	-59.92	-89.39
	宜华生活	21.31	20.37	5.60	-49.86	15.14	-37.51	-52.65	-57.88
	美克家居	10.77	17.37	23.34	-5.06	32.75	36.77	4.02	19.40
	浙江永强	41.88	-90.32	-30.92	13.24	-88.34	-1,463.91	-1,375.57	-1,373.60
	大亚圣象	38.51	33.64	25.17	14.24	41.32	23.30	-18.02	-10.34
卫浴洁具	海鸥住工	110.41	56.03	-37.88	22.88	33.25	-21.25	-54.49	-77.27
	惠达卫浴	45.97	60.09	0.34	-31.16	11.85	7.30	-4.55	-52.79
	帝欧家居	190.50	13.77	-8.00	-8.62	2,214.83	410.15	-1,804.69	396.38

资料来源：山西证券研究所、wind

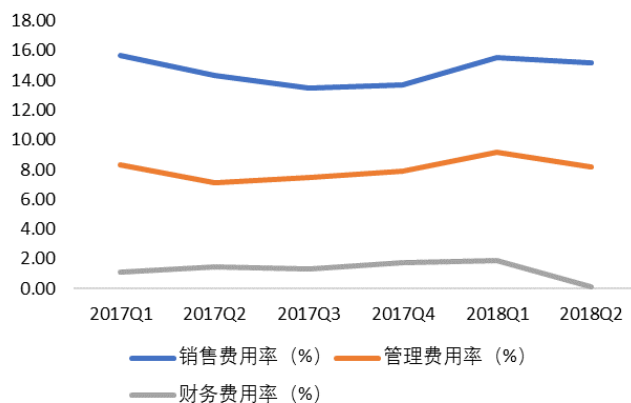
盈利能力相对 17 年稳中略降，单季度看 18Q2 略有提升，费用控制得到改善。家具企业 2018Q2 毛利率、净利率稳中略升，期间费用率略有下降。2018Q2 家具板块整体毛利率和净利率分别为 34.28%、8.14%，相对 2018Q1 提升 1.11%、2.12%；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 15.16%、8.17%、0.13%，相对 2018Q1 下降 0.40%、1.10%、1.73%。

图 12：家具板块 2018Q2 盈利能力略有提升

图 13：家具板块 2018Q2 期间费用率略有下降



数据来源：山西证券研究所、wind

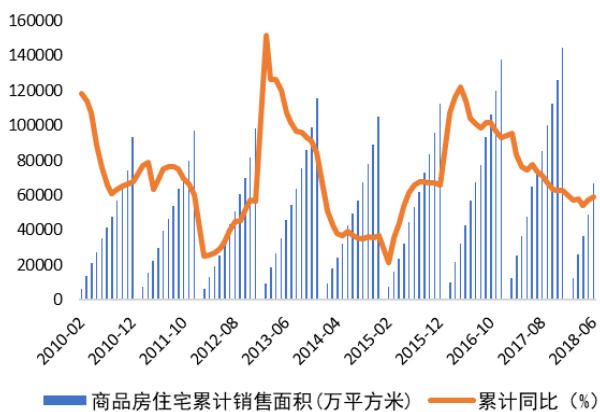


数据来源：山西证券研究所、wind

## 2. 房地产销售持续下行，关注存量房装修市场

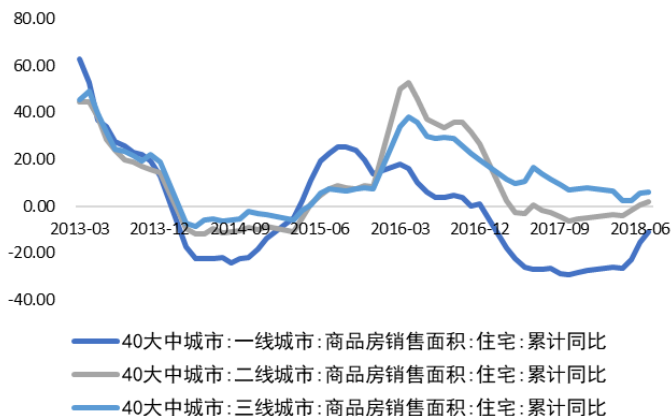
自 2016 年 4 月以来，房地产销售持续放缓下行，商品房住宅销售面积同比增速由当时的 38.80% 下滑至今年 7 月的 4.20%。近一年来，一二三线城市商品房住宅销售面积的月均增长率分别为 -24.53%、-2.94%、7.16%，一二线城市由于地产调控、土地资源的稀缺性等原因，新房销售的盘子越来越小。

图 14：2016 年 4 月以来房地产销售持续下行



数据来源：山西证券研究所、wind

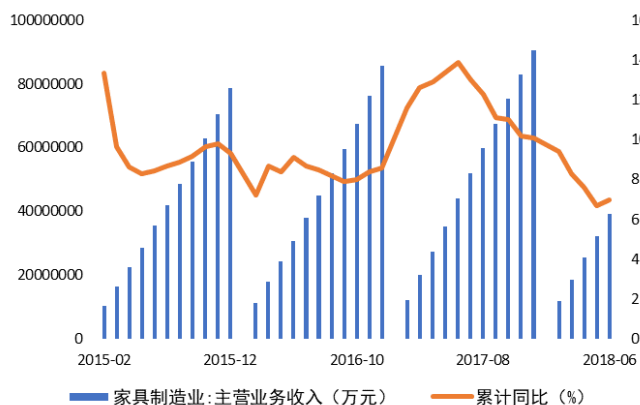
图 15：各线城市商品房住宅销售面积累计同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

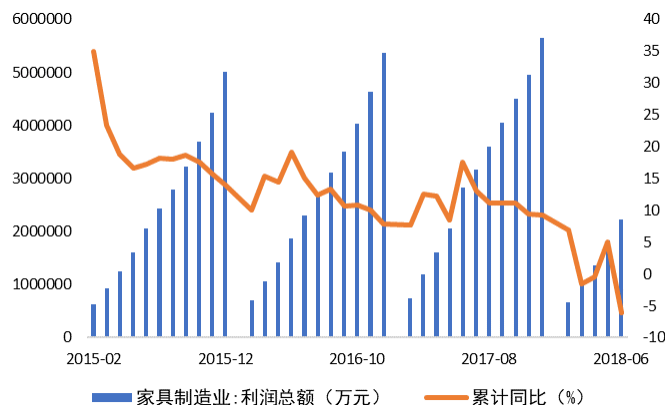
在地产后周期效应下，家具制造业主营业务收入、利润总额增速在 2017 年 6 月达到顶点后开始下行，2018 年 1-6 月，家具制造业实现营业收入 3927.6 亿元，累计同比增长 7.00%；实现利润总额 223.0 亿元，累计同比增长 -6.10%。

图 16: 家具制造业主营业务收入同比增速显著下行



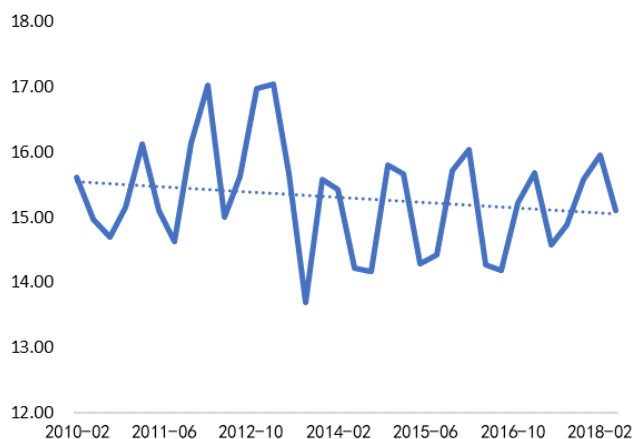
数据来源：山西证券研究所、wind

图 17: 家具制造业利润总额同比增速显著下行



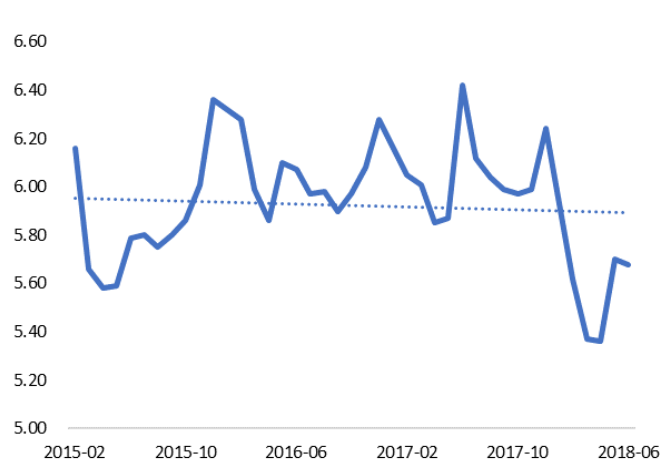
数据来源：山西证券研究所、wind

图 18: 家具制造业毛利率 (%)



数据来源：山西证券研究所、wind

图 19: 家具制造业销售利润率 (%)



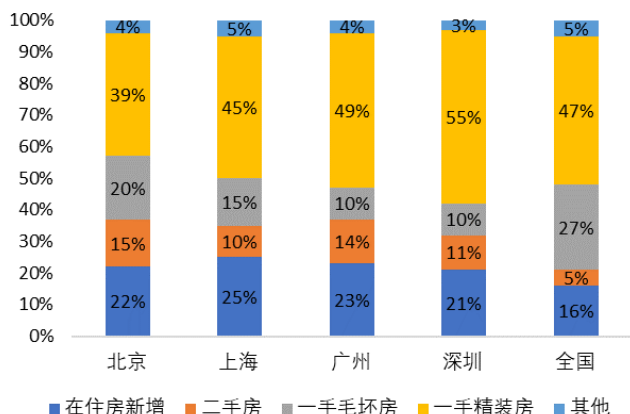
数据来源：山西证券研究所、wind

随着新房销售的放缓，存量房逐步成为弥补力量。从家具企业装修结构数据上看，旧房再装修比例也有赶超新房装修的趋势，尤其是在一线重点城市，可与新房装修平分秋色。如索菲亚在上海、广州和深圳，二手房和翻新房业务合计占比已经接近 60%。

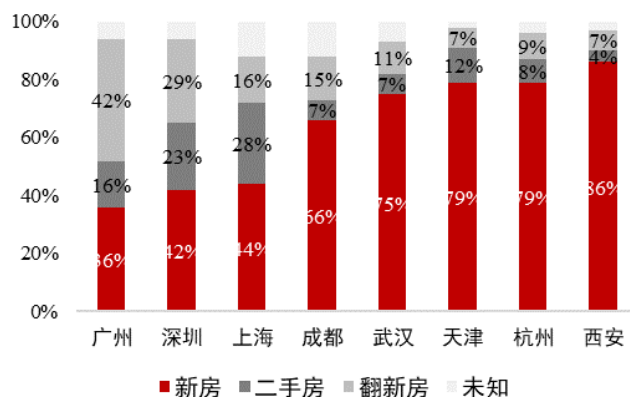
地产红利的消退意味着家具行业的天然高增速难以为继，不同于地产繁荣期的“一荣俱荣”，未来家具企业的比拼将聚焦在核心能力方面，更加强调“打铁还需自身硬”。

图 20: 尚品宅配成交客户房屋装修结构

图 21: 索菲亚客户房屋装修结构



数据来源：山西证券研究所、尚品宅配公司调研



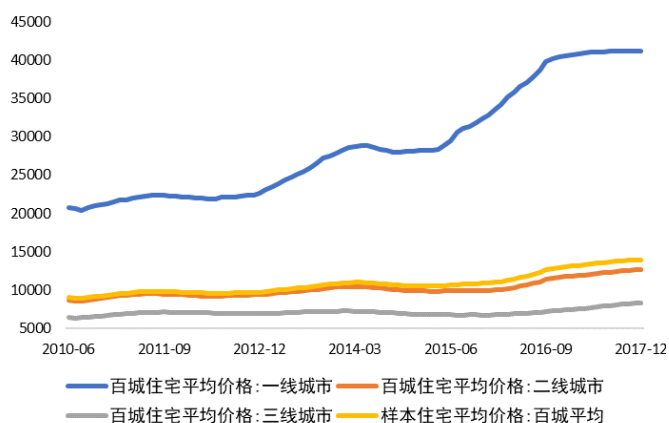
数据来源：山西证券研究所、索菲亚公司调研

### 3. 聚焦性价比两端：如何提升成本效率与定价能力

#### 3.1 居民装修预算偏紧，消费者看重性价比

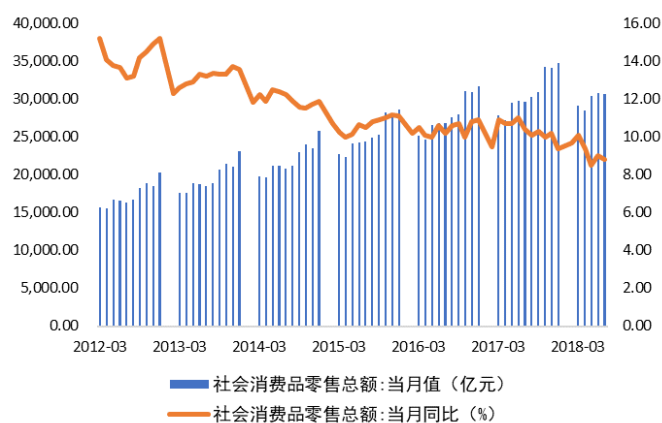
房价高企一定程度上分流了居民储蓄和消费，直接影响居民消费支出和消费意愿，对日常消费产生较大的挤出效应，对消费市场产生消极影响。统计局数据显示，2018年7月社会消费品零售总额30734亿元，同比增长8.8%，，相比2017年同期降低了1.6%，增速连续4月低于10%。

图 22：百城住宅平均价格大幅上涨



数据来源：山西证券研究所、wind

图 23：社会消费品零售总额同比增速显著下行



数据来源：山西证券研究所、wind

居民装修预算偏紧，导致一定程度的价格敏感。由于高房价对居民财富的吸管效应，居民购买力萎缩，尤其对装修这种弹性较大的可选消费，

大量消费者选择了降低装修标准，压缩装修消费。根据《2017 中国家居消费者洞察报告》，目前家居消费市场上是以年收入 15 万以下、装修预算 20 万以下的家庭为主。年收入 15 万以下的家庭家居消费者占比 64%，0~20 万的装修预算家庭占比高达 88%，50 万以上装修预算的家庭最少。

图 24：中国装修家庭年收入水平占比

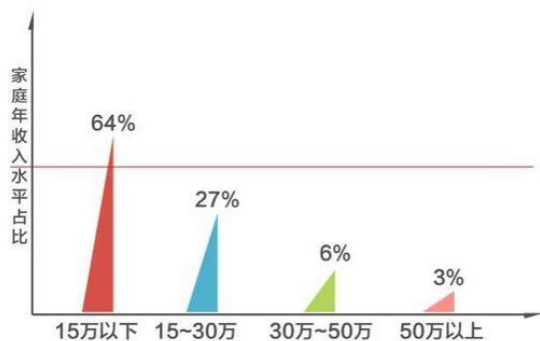
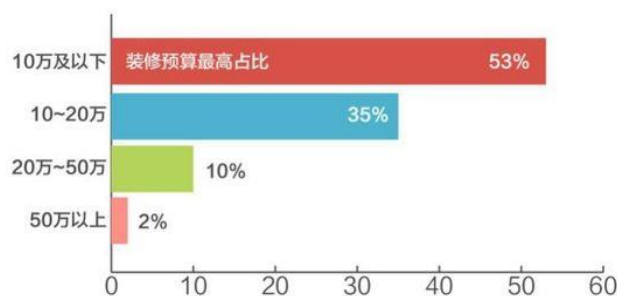


图 25：装修预算 20 万以下家庭占比达到 88%



数据来源：山西证券研究所、《2017 中国家居消费者洞察报告》 数据来源：山西证券研究所、《2017 中国家居消费者洞察报告》

当前阶段消费者对定制家具的价格敏感度较高，主要表现如下：

(1) 对于同档次品牌，消费者看重性价比，控制成本费用、保证物美价优是关键。不少家具产品比较相似，因为原材料、上游供应商可能一样，只是在质量管控、风格搭配方面略有不同。因此同档次品牌仅就产品而言，还没有特别大的差异化卖点，消费者更加青睐性价比高的选择。

(2) 分品牌梯度来看，由于行业格局分散，目前绝大多数公司尚不具备品牌壁垒和议价能力。由于现阶段家具行业集中度较低，区域性企业依然雄踞，目前品牌和口碑主要是为质量和服务做背书，而尚未形成品牌壁垒，大多数家具品牌并不具备讨价还价的能力，中小品牌之间存在较高的替代性。

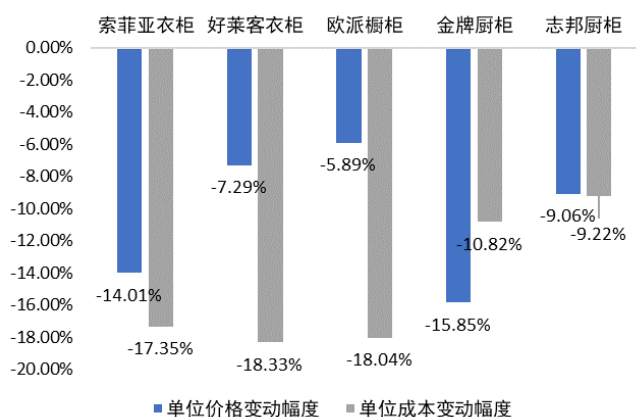
### 3.2 信息化“打通”：全价值链成本效率领先

性价比优势不能纯粹依靠打价格战，因为激进的营销策略会削弱企业盈利能力。因此，加强信息化建设、提升成本效率管控能力就显得至关重要。信息化水平高、成本效率管控能力优秀的企业，有能力在给消费者让利的同时，毛利率和净利率水平依旧保持稳定，从而在



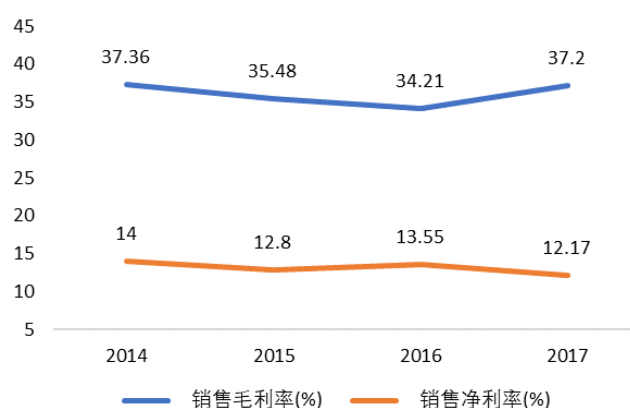
竞争加剧的市场中具有更强的持续生存能力。

图 26：定制家具 2014-2016 年单位价格及成本下降幅度



数据来源：山西证券研究所、wind、各公司公告

图 27：定制家具板块毛利率和净利率稳重略升



数据来源：山西证券研究所、wind

信息化建设贯穿前端设计销售、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。

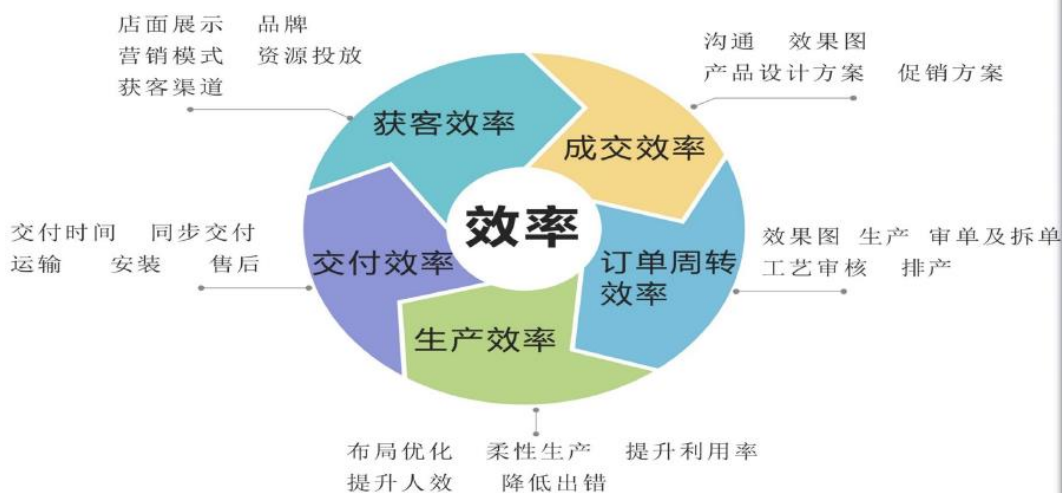
(1) 对前端销售设计的信息化管理，主要体现在对产品展示及设计销售软件的应用：将立体直观、高质快速制作的装修效果图直接展现在消费者面前，提高设计方案沟通效率；系统一键生成报价表，省去人工计算，避免错单、漏单，实现快速下单即成本控制；自动生成综合图纸，专业指导工厂自动化生产和减少安装过程中各种误差，形成前后端一体化管理。

(2) 中端信息化建设，主要是指将前端设计图纸和订单数据自动转化为生产数据和机台设备数据，无需人工对接产品信息，大幅减少拆单、数据审核人员数量及出错率。对生产端进行信息化管理可以从原材料到加工到配套，均智能自动分配和衔接，有效减少材料浪费和出错率，提高人均产出和生产效率。

(3) 后端信息化管理体系包括智能仓储和物流系统，按不同类别和时段自动分配进出货，提高发运效率和存货周转率，进一步缩短客户订单周期。

图 28：家具装修价值链上各服务环节效率要求





数据来源：山西证券研究所、好莱客公司调研

### 3.3 差异化打造定价能力：提升产品力+客户体验

在性价比的权衡下，消费者愿意支付额外的价钱的前提是：享受到更优秀的产品质量和功能、更满意的设计水平和更贴心高效的服务。我们认为，差异化的两个方面是产品力和客户体验，具备差异化优势的企业将会享受到一定的品牌溢价，进而拥有灵活自主的定价空间。

对于打造差异化的产品力，行业内已有定制家具环保板材、软体家具功能升级、成品家具定位高端轻奢等不同的突围方式。例如，好莱客原态板以甲醛零添加为差异化卖点，虽然定价高于普通板材 20%-30%，但是依然获得了消费者的青睐和认可，2018H1 原态产品销售面积平均占比约 30%，A 类城市连续第 4 个季度占比超过 50%。

图 29：定制家具环保生态板系列，定价高于普通板材 20%-30%

无醛添加就选  
**索菲亚康纯板**

- 真环保** 基材甲醛0添加，使用MDI胶生态粘合，高于欧标E0两个级别。
- 强度高** 18MM加厚板，轻松承重100斤+，有效抗变形，握钉力强。
- 防潮好** 遇水迅速蒸发不渗入，防潮性能一流，不惧回雨天。

产品系列	索菲亚-康纯板	好莱客-原态板	尚品宅配-康净板、蝶态板
甲醛释放量	NAF 无醛豁免认证	NAF 无醛豁免认证	NAF 无醛豁免认证

数据来源：山西证券研究所、相关公司官网

图 30：喜临门新品升级，强化技术支撑和功能属性



产品系列	净眠系列	安脊系列	智能悬浮床垫
------	------	------	--------

数据来源：山西证券研究所、喜临门官网

图 31：美克家居 A.R.T.主导的高端轻奢美式产品



数据来源：山西证券研究所、美克家居官网

同时，家具企业的溢价能力向微笑曲线两端延伸，设计水平、服务质量越来越影响消费者决策，成为影响性价比的关键因素。（1）设计：除了研究产品基本的点线面外，更要注重设计的实用性、风格化、人性化，满足客户对家具的功能需求、审美需求和情感需求。（2）服务：对于客户而言，购买家具的消费特征是流程繁杂、长周期、多接触（客服、导购、设计师、安装人员、售后）。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，售中服务和售后服务的质量则影响装修效率、客户满意度。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 32：服务型制造企业的微笑曲线



资料来源：山西证券研究所、新浪网

## 4. 跨界与整合：家居行业的流量入口争夺

对于家装这样低频而又重决策的行业而言，流量的重要性不言而喻。在地产和居民消费力下行、流量争夺激烈、资本助力上市公司纷纷扩张的背景下，定制家具、软体家具、地板及实木成品家具、卫浴洁具等公司之间的竞争白热化，但是另一方面，大家居、全屋整装、精装房装修的需求蛋糕在变大，来自家具行业内部的跨界融合和来自装修公司、地产商等行业外部的整合抢夺，都成为行业的热点现象，整个家居行业已经迎来整合与变革阶段。

### 4.1 大家居满足一站式需求，成品、定制跨界融合

对于客户而言，大家居战略下的一站式选购和一体化设计装修，解决了传统家装的三大痛点：（1）现代双职工的三口之家，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。一站式采购、全流程服务有效缩减消费者参与环节的耗时，节省了装修环节的时间成本。（2）相比东拼西凑，一站式购买可以满足客户对于装修设计统一、整体风格协调的要求。（3）一站式购买的计价相对简单、透明、可控，用户体验和决策效率较高。

图 33：大家居一站式购买解决四大家装烦恼

## 家装烦恼



计价复杂  
预算总超标



N个品牌拼凑  
风格难统一



东奔西走挑花眼  
耗钱耗精力



组合太少  
款式不够选

资料来源：山西证券研究所、欧派家居官网

2017年以来，定制家具企业发力配套家居产品，多品类拓展强化全屋能力，为消费者提供更完善的一站式购物体验。目前，欧派是涉足品类最全的企业，大家居战略卓有成效，包括传统的柜体类、定制木门、地板和卫浴等。尚品宅配则通过买手模式新拓软装饰品（窗帘、灯饰、挂画）及家居百货（家用电器、居家用品、婴童特护）两条产品线，正式进军新零售，2018H1 配套业务营业收入实现了与去年同期相比 81.49% 的增长。

表 3：定制家具上市公司产品品类及其收入比例

	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	9.29%	0.21%	52.00%	96.14%	合计	71.41%	87.00%	63.12%
定制衣柜	88.19%	97.62%	34.29%	1.65%	76.74%	25.58%	10.42%	合计
全屋配套产品					17.08%			36.88%
厨电				约 9%				
木门	2.01%		3.24%					
地板	0.12%							
卫浴			3.79%					

资料来源：山西证券研究所、wind

注：红色块对应“主营产品”，粉色色块分别对应“其他品种”。

与此同时，成品家具公司也开始跨界定制，在功能需求和家居美学的成品家具基础上，结合消费者的空间收纳需求以及生活习惯等方面，进行产品研发、生产、销售，最终将定制家具的空间的利用与终端服务和成品家具的产品美学与功能演绎融合在一起。

表 4：成品家具、定制家具企业相互渗透和拓展情况



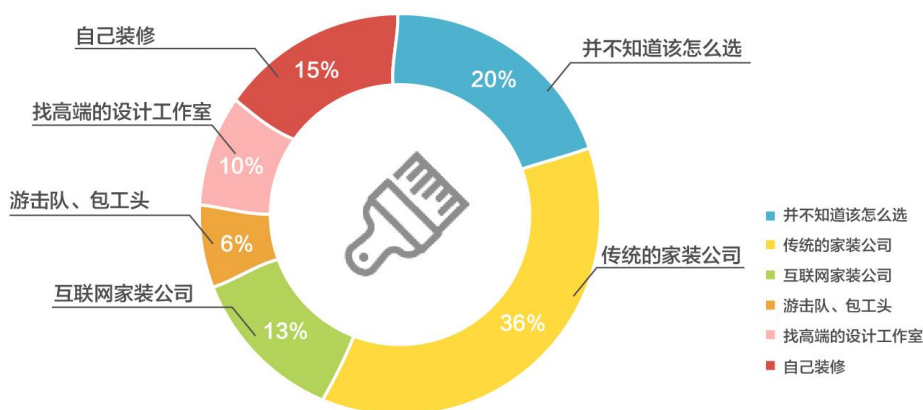
拓展类型	公司名称	主要布局
定制家具→成品家具	见上文表格“定制家具上市公司产品品类及其收入比例”	
成品家具→定制家具	顾家家居	拟建设华中（黄冈）基地年产 400 万方定制家居产品项目，预计 2019 年年底竣工并投产，已形成软体家具、全屋定制家居产品两大体系。
	曲美家居	近年来，曲美通过生产柔性化改造，优化生产效率；新增了 B8 定制产能及橱柜系列、完成全部成品系列改型定制。已形成“定制+成品+软装”的全品类产品矩阵，为客户提供全方位升级的大家居解决方案。
	美克家居	美克家居旗下“恣在家 Zest Home”，用 C2M 模式个性化定制家具。
	全友家居	2012 年推出“全友定制衣柜”业务，建立了以衣柜类为核心模块的定制产品，并且整合渠道、制造、服务等资源积极布局全屋定制。
卫浴企业→定制家具	海鸥住工	8 月 8 日，海鸥住工发布公告：拟通过支付现金的方式取得广东雅科波罗橱柜有限公司 55% 股权，正式进军定制橱柜。

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

## 4.2 向产业链上下游延伸，打破家具家装边界

家装公司是重要的上游销售入口，大部分用户是先确定家装公司后才与定制家具、成品家具销售对接的。同时，家装公司还是前置的销售入口，有较强的设计话语权。根据《2017 中国家居家装消费调查报告》，近四成消费者选择传统家装公司，而选择高端设计工作室、自己装修、私人装修队等方式的都占少数。

图 4：近四成消费者选择传统家装公司



数据来源：山西证券研究所、《2017 中国家居家装消费调查报告》

对于家具企业而言，如若不能向上打通装修入口的流量，仅凭传统的终端零售模式将有可能会失去现有的流量优势，沦为被装修公司、

整装企业整合的对象。

表 5：家具、家装相互渗透和拓展情况

拓展类型	公司名称	主要布局
定制家具→整装业务	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 etc 全流程一站式打通。
	欧派家居	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，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。
	诗尼曼	2018 年 5 月 20 日，诗尼曼首家“智慧整装体验店”在广州正式对外开业，AI 整装系统以省心省力、提供优质的居住环境为宗旨，整合了装修材料、基础施工、定制家具、软装配饰、设计安装等全套服务项目。
卫浴企业→整装业务	惠达卫浴	2018 年 6 月 6 日发布“惠达整装战略”，此前公告宣布公司将出资 1640 万元成立子公司惠达住工，公司股权占比 41%，其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。
	海鸥住工	2018 年 1 月 31 日海鸥卫浴正式更名为“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。
陶瓷企业→整装业务	东鹏瓷砖	2018 年 3 月 22 日，东鹏发布“整装产品包”，产品包囊括了瓷砖、洁具、厨电、吊顶、门窗、涂料等，几乎涵盖所有家庭装修主材。
	欧神诺	2016 年 8 月成立整装事业部，与全国各大家装公司建立合作关系，帮助经销商布局家装渠道。
家装企业→家具产品	东易日盛	公司早在 2007 年就建立了专业的木作工厂，定位于中高档家具流水线制造以及个性化家具定制；软装全案定制设计，包含设计、家具、灯饰、布艺、地毯和软装配饰。
	金螳螂	消费者可在一定范围内选择软装包、智能家居、健康家居等个性化定制产品，满足个性化需求。

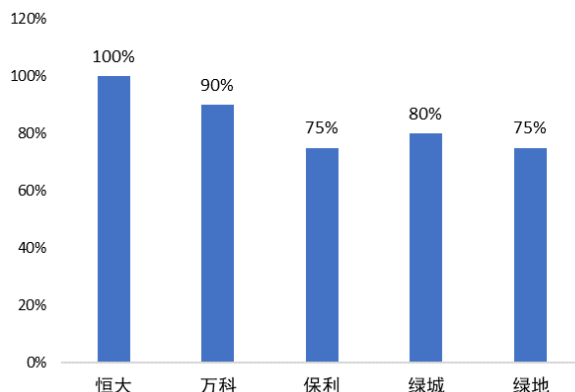
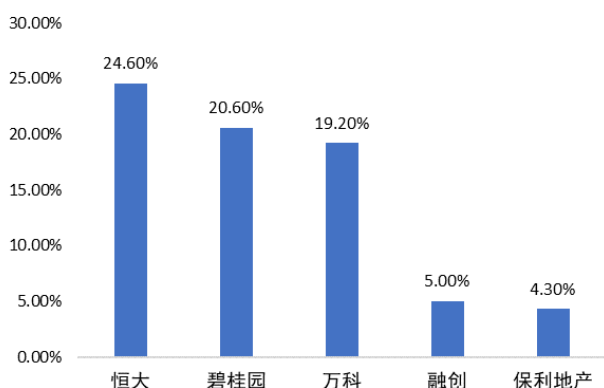
资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

### 4.3 精装修项目+互联网家装，地产商锁定工程量入口

从精装修政策的提出到推进，地产开发商积极响应。2017 年精装修整体市场中，参与精装修项目的开发商一共有 517 家，其中 50 强企业总体规模为 81.3 万套，份额占比超六成，恒大、碧桂园、万科在 50 强企业中规模领先。万科、恒大、绿城、龙湖等一直就有精装修产品和部门，在精装修的项目管理设计、施工等方面建立了标准化的体系

和方法，对精装修的采购和供应商管理也非常成熟。

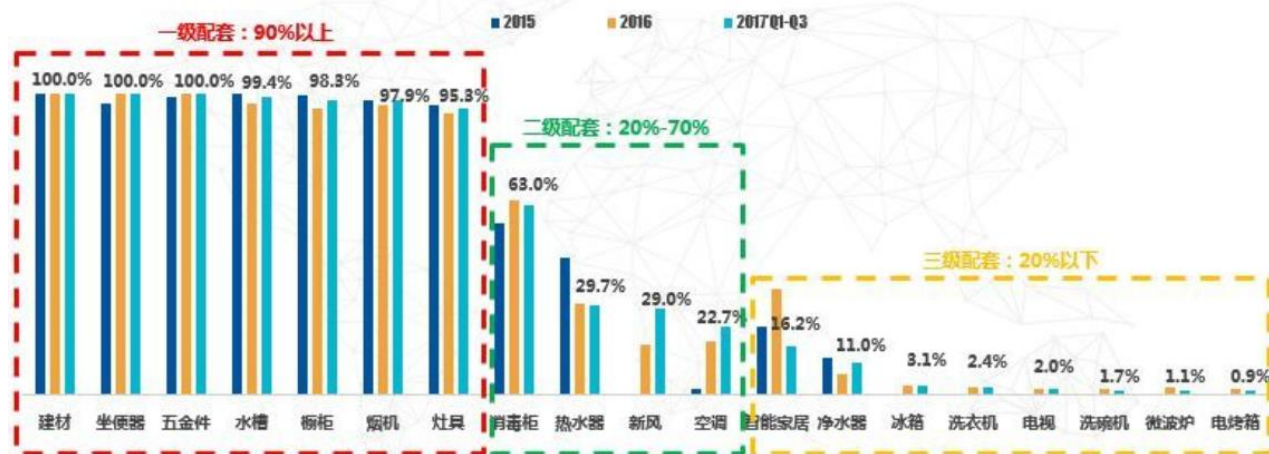
图 34：前五大开发商全装修房份额合计超过 66%（2017Q1-Q3） 图 35： 龙头开发商精装修项目占比均超过 70%



数据来源：山西证券研究所、《中国房地产全装修产业研究报告》 数据来源：山西证券研究所、《中国房地产全装修产业研究报告》

根据奥维云网（AVC）监测数据显示，建材、卫浴产品为精装修项目的一级配套产品，配套率为 100%，吸油烟机、灶具、水槽、橱柜配套率超 95%。这也就意味着，瓷砖、卫浴、橱柜等一些固装家具将迎来渠道重塑，工程渠道对家具配套品的需求将挤占传统的零售流量，转化为家具 B 端销售渠道的崛起。

图 36：精装修市场家居产品配套率



数据来源：山西证券研究所、奥维云网（AVC）监测数据

家具企业与地产商建立合作关系、发力大宗业务，积极抢占工程流量入口。家具企业 17 年开始发力工程渠道，一方面希望大宗业务成为新的增长点，以缓冲零售端压力；另一方面，则是为了抢布局、为政策切换做准备，尽早与地产商建立长期稳定的合作关系，未来政策



全面落地、全装修普及之时能够更容易拿到订单。目前，已上市的家  
居公司工程业务占比最高的是江山欧派（50%）、惠达卫浴（35%）和  
大亚圣象（18%），主要从事地板和卫浴业务。

表 6：家居行业上市公司 2017 年大宗业务收入统计

	大宗业务收入（亿元）	同比增长	占总收入比重
欧派家居	9.64	68%	10.08%
索菲亚	2.82	125%	4.60%
志邦股份	3.8	48%	17.60%
金牌厨柜	1.24	71%	8.60%
我乐家居	0.35		3.90%

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告

与此同时，房地产商对下游行业资源进行整合，也对家具企业构  
成直接竞争关系。以万科、碧桂园、绿地、金地为代表的千亿房企以  
联盟、自建、自产、投资等形式入主整装行业，加大对互联网家装的  
重视和相应的投入力度。以碧桂园橙家为例，基于其母公司碧桂园在  
家装建材供应链上的采购优势，橙家得以自建仓等形式，形成了一套  
模块化的施工标准，可以将交付周期严格控制在 30 天以内。

表 7：房地产企业成立互联网家装平台情况

拓展类型	公司名称	主要布局
房地产商→家装业务	万科万链	于 2015 年 7 月由万科与链家共同出资成立，核心竞争力主要是嫁接了万科的新产品研发体系，两年内完成三次更新迭代，第三代产品 Inno home 增加了人脸识别门锁，智能一体化马桶，客厅主板控制等智能元素，能够提供“家庭套餐装修”、“房屋性能改造”、“功能模块加载”。
	碧桂园橙家	创立于 2015 年，是碧桂园碧+生活圈核心成员的互联网家装品牌，涵盖硬装，软装，整装，智能家居和生活零售在内的五大板块。目前橙家门店已覆盖全国核心城市，主打线上线下无缝链接的新零售方式。
	绿地诚品家	成立于 2016 年，是绿地集团着力打造的互联网家装平台，并率先提出“类公装”模式，通过标准化硬装+个性化软装，为客户带来“高品质、优服务、智能化”的家居生活新体验。涵盖 6 大业务：整装套餐、供销平台、工长平台、智能家居、绿色生活、金融增值。
	金地新家	成立于 2016 年，是金地旗下家装互联网装修平台，成立以来，业务链条从基础硬装套餐，全面延伸到软装、绿色家居、智能家居领域，以可灵活组合的产品包形式满足业主定制整装的需求。

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

## 5. 投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种

### 5.1 尚品宅配：营收增速持续 30%+，全屋定制+整装领跑行业

不畏地产“寒冬”，单季度营收增速持续高于 30%，优于行业整体水平。在地产承压、竞争加剧的背景下，公司 Q2 单季度实现营收 17.65 亿元（+30.63%），近一年以来单季度增速始终稳定在 30% 以上；归母净利润 1.56 亿元（+39.15%），扣非后归母净利润 1.30 亿元（+23.90%），盈利能力优秀。

加盟渠道营收增长 47%+，引流能力得到验证。截至 2018 年 6 月底，公司加盟店总数已达 1755 个（含在装修的店面），一二线、三四五城市占比分别为 21%、79%。报告期内，公司对加盟店实现主营业务收入约 15.65 亿元（+47.36%），其中一二线城市占比约 34%，三四五线城市占比约 66%，对直营店实现主营业务收入约 11.42 亿元（+16.77%）。

全屋定制再添新色彩，配套业务营收增长 80%+。上半年公司推出 518 全屋定制套餐，满足客户一站式购物与价格透明需求，推动整体客户数增长接近 30%。报告期内，公司橱柜、衣柜、系统柜营收分别增长 35%、35%、18%。同时，公司新拓软装饰品（窗帘、灯饰、挂画）及家居百货（家用电器、居家用品、婴童特护），正式进军新零售。报告期内，配套业务营业收入同比增长 81.49%，丰富了全屋定制产品线、并发展成为新的增长点。

渠道创新仍在路上，继购物中心店、O 店之后，超集店（C 店）开启体验式消费渠道新生态。家具属于高价格、低频次消费，相比吃喝玩乐偏冷门，自然客流量天生不高。C 店在定制家具产品以外，引入吃喝玩乐等高频消费业态，包揽消费者“一日生活圈”中的各个方面，在丰富性方面已超越宜家卖场，看好 C 店模式在客流量、消费者重复

进店率、到店转化率、客单价等方面的优势。

**轻资产、强实力入局整装，HOMKOO 整装云、自营整装进展顺利。**整装云凭借四大软件系统、三大硬通货的供应链整合，赋能家装企业解决消费者痛点，同时打通更为前端的整装流量入口。截至 2018 年 6 月底，公司整装云会员数量已达 494 个。公司持续加强成都、广州、佛山三地的自营整装业务，截至 2018 年 6 月底，自营整装在建工地数为 251 个，2018 年上半年累计客户数达到 782 户，自营整装业务稳步快速推进。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋设计、整合、销售能力和经验领先于竞争对手，同时拥有领先的互联网思维和 IT 技术优势，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。基于上述，我们看好公司对于商业模式创新探索和变现能力，看好公司的长期成长性，预计公司 2018-2020 年实现归母公司净利润为 5.35、7.34、9.88 亿元，同比增长 40.7%、37.2%、34.6%，对应 EPS 为 2.69、3.69、4.97 元，PE 为 32.3、23.5、17.5 倍。

## 5.2 欧派家居：大家居+信息化厚积薄发，新品类与多渠道贡献动能

**单季度营收增长稳健，净利润增速保持在 30%以上。**在地产承压、竞争加剧的背景下，公司单季度营业收入增速始终稳定在 20%以上，2018Q1/Q2 营收分别同比增长 31.58%/21.15%，归母净利润增速分别达到 32.48%/32.88%，盈利能力保持优秀。

**信息化打造成本效率优势，盈利能力显著增强。**2018H1 整体毛利率 37.23% (+3.11%)，净利率 11.35% (+0.67%)，分业务来看，橱柜毛利率 39.97% (+4.88%)，衣柜毛利率 38.04% (+1.89%)，盈利能力提升显著，我们认为主要受益于公司对信息化建设的加强、成本效率管控能力的提升。公司在信息化打造方面与 CAXA、三维家分别合作以实现两个打通：一是从设计、出图、报价、下单、生产、物流的一键通；

二是橱衣木卫全品类的一键通。目前，公司已初步实现了橱柜、衣柜品类的打通，并且在部分城市开始试用，18H1 研发支出较上年同期增加 95.28%。

**大家居+多品类融合迭代，合力强攻大家居战略。**公司在传统大家居基础上开展多种形式、两条路线的探索。宜宾市是公司首家整装大家居试点城市，今年 5 月开业，截止 7 月末共接单 602 户（每户≥3 个品类），今年销售业绩预计超过 2500 万。目前，公司整装大家居开业 21 家，第二批 40 多家店的筹备工作也在有序推进；微型大家居在 8 个城市已经开始试点；另有衣木融合店 200 余家，橱衣融合店试点 10 余家，橱卫融合店筹备试点 5 家。

**传统橱衣柜业务稳健增长，后发新品类增速亮眼。**2018H1 橱柜实现营收 25.20 亿元（+15.49%），衣柜实现营收 16.61 亿元（+35.04%），整体卫浴、定制木门分别实现营收 1.83 亿元、1.57 亿元，同比上年同期分别增长 51.24%、57.00%，后发新品类销售体量较小，但增速较好，预计将在明后年逐渐发力，成为助力集团高速发展的重要引擎。

**多渠道建设有力推进，新零售+整装生机勃勃。**传统渠道方面，2018H1 净增加门店 400 家，截至 2018 年 6 月末，欧派橱柜门店数量为 2208 家，欧派衣柜、欧柏丽门店净新开店数最多，门店数量分别为 2015 家（+143 家）975 家（+136 家）。公司顺应渠道变革趋势，1-6 月电商接单业绩同比增长 80%以上；橱柜事业线在约 60%的商场开展整装渠道，整装订单占全国零售订单超 10%；整装订单占比超 20%的商场有 200 多个，并正加快全面推广。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2018-2020 年实现归母净利润为 16.93、21.39、26.45 亿元，同比增长 30.20%、26.34%、23.67%，对应 EPS 为 4.03、5.09、6.29 元，PE 为 23.76、18.81、15.21 倍。

## 5.3 美克家居：多品牌矩阵发力，高端成品家具 “巨匠”再迎高速增长

**高端成品家具“巨匠”，转型成功再迎高速增长。**美克家居秉持“巨匠精神”，坚持品牌的艺术调性的同时，依托 A.R.T.品牌及渠道下沉作战战略转型，2018H1，公司实现营业收入 25.26 亿元，同比增长 40.50%；归母净利润 2.06 亿元，同比增长 35.51%；扣非后归母净利润 2.02 亿元，同比增长 35.65%。分季度看，2018Q2 公司实现营业收入 15.12 亿元，同比增长 46.27%；归母净利润 1.43 亿元，同比增长 36.77%；扣非后归母净利润 1.39 亿元，同比增长 34.47%。

**差异化多品牌运营矩阵，提升品牌竞争优势。**自 2010 年公司提出多品牌发展战略以来，已经逐渐形成了包括美克美家、A.R.T.、A.R.T.西区、YvY、Rehome、ZEST（恣在家）在内的六大品牌的运营矩阵。六大品牌定位覆盖中高端，目标人群由中老年延伸至青年，风格涵盖纯美式、传统、时尚等，进行了差异化经营的品牌布局，将合适的生活方式以最有力的方式呈现给合适的消费者，展现出极强的品牌力。

**多品类布局开花，积极拓展软装业务。**公司旗下的家具产品包括沙发、电视柜、鞋柜、床、衣柜、餐桌、书桌等，基本实现了客厅、厨房、卧室、书房家具的一站式购齐。同时，公司通过 Rehome 品牌进军软装领域，产品包括地毯、抱枕、收纳、香氛等。2018 年 3 月，公司完成对美国有着超过 70 年历史高端定制沙发品牌 Rowe 公司 100% 股权的收购，有利于公司拓展高端奢侈品家具品类，增强中高端定制沙发竞争实力，丰富现有品牌矩阵。公司产品品类实现软硬装全覆盖，并为顾客提供软硬装一站式解决方案。

**盈利预测：**预计公司 2018-2020 年归母净利润为 4.98/6.44/8.21 亿元，同比增速 36.33%/29.37%/27.41%，对应 EPS 为 0.28/0.36/0.46 元，PE 为 19.21/14.85/11.65（Wind 一致预期）。

**风险提示：**宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险等。

## 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

## 免责声明：

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。