

# 家用轻工

证券研究报告

2019年04月24日

## 定制家居 18 年年报深度分析——龙头的优势都体现在何处？

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

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

李杨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110004

liyanyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《家用轻工-行业专题研究:告诉你三四线家居消费的真实情况——4200 份问卷看清中国消费》 2018-03-01
- 2 《家用轻工-行业深度研究:依旧看好行业龙头企业——江苏省家居行业草根走访纪要》 2017-09-07
- 3 《家用轻工-行业深度研究:坚守定制家居龙头,宜家、宜得利、汉森的启示》 2017-06-20

交房下滑压力下,定制板块 2018 年收入增长逐季放缓。8 家定制上市公司单季度收入增速来看,18 年四个季度行业平均增速分别为 33.7%、20.9%、16.3%、14.5%,主要原因是 17 年下半年开始房地产行业竣工交房负增长,二手房成交也大幅下滑,导致装修需求减少所致。随着 18 年下半年交房开始回暖,我们认为 19Q2 开始家居行业基本面将逐渐开始上行。行业龙头 18 年总体收入增长快于行业平均,显示出较强的抵抗行业风险的能力,下半年体现更为明显,行业集中度在缓慢提升。18 年定制扣非净利润 4 季度压力较大,部分企业出现负增长,主要是由于费用端投放较大,收入不及预期导致费用率提升所致,19 年各家企业都在精细化费用投入,提升内部运营效率,预计费用端压力会大幅减轻。

18 年定制衣柜相对于定制橱柜来看,收入增长更快,定制衣柜行业平均增速为 23%,高于定制橱柜行业平均增速 9%。家居配套品都实现了比较快的增长,做场景化销售、增加大家居配套是未来重要方向。尚品宅配的家居成品配套 18 年收入 11.19 亿,增长 42.5%。欧派家居通过整装大家居模式,也会增加成品配套销售。从企业经营层面看,18 年主要存在以下几方面的变化:1) 同店收入绝对值来看,定制龙头的同店收入明显高于其他企业,索菲亚、尚品、欧派 2018 年的同店收入为 493 万、426 万和 392 万,其他 4 家定制企业同店均没有超过 300 万,这说明定制龙头的经销商周转率更高,盈利能力强。从同店收入增速看,除了索菲亚橱柜门店由于基数低原因有所提升外,其余都是同比下降的,显示 18 年行业压力确实较大。2) 客单价仍保持较好增长,尚品客单价提升 11.5%、索菲亚提升 9.9%,好莱客提升 10%,志邦提升 7%;3) 龙头开店比较顺利,欧派家居、志邦家居、尚品宅配、索菲亚、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺分别增长 800/600/559/523/509/266/221/153 家门店;

财务层面看:1) 18 年毛利率稳中有升,销售费用率普遍提升。主要是由于 18 年行业环境较差,费用投放没有换来收入相应提升所致,从我们今年对 315 等活动的终端观察来看,19 年促销力度基本和 18 年持平,定制家居具有较强的个性化需求,预计价格不会出现过度竞争。2) 定制企业研发费用从 16~18 年稳步提升,其中欧派提升较为明显,18 年同比上升 97.8%至 6.32 亿元。行业增速放缓,企业在研发上积累的竞争优势,未来会逐步体现出来。3) 应收账款总量不大,风险可控,经营活动现金流增速放缓,但基本都高于同期净利润。

投资建议:看好 19 年交房回暖带来的业绩拐点和下半年估值切换行情。根据基于销售面积的交房模型预测,19/20 年交房面积同比增长 33%/17%,带来订单恢复,收入=客单价\*订单数,18 年行业下行时依托配套品和套餐促销,客单价依旧同比增长 5-10%,19 趋势延续。投资建议:一季度筑业绩底,订单有望在 2 季度回暖,收入端伴随基数下降在 3-4 季度提速明显,同时 18 年因行业下行并无估值切换行情,19 年在行业趋势上行和 2020 年增速更高预期下估值切换行情或将再次出现。推荐【欧派家居】、【索菲亚】、【尚品宅配】、【志邦家居】、【好莱客】、【顾家家居】。

风险提示:交房低于预期;价格竞争激烈程度超预期

### 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				
		2019-04-24		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	118.11	买入	4.58	5.45	6.43	25.79	21.67	18.37
002572.SZ	索菲亚	22.10	买入	1.19	1.39	1.61	18.57	15.90	13.73
300616.SZ	尚品宅配	94.88	买入	2.99	3.65	4.38	31.73	25.99	21.66
603801.SH	志邦家居	35.07	增持	1.96	2.31	2.64	17.89	15.18	13.28
603898.SH	好莱客	19.00	增持	1.24	1.42	1.59	15.57	13.67	11.95
603816.SH	顾家家居	52.66	买入	2.80	3.37	3.97	18.81	15.63	13.26

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 定制家居板块 2018 年经营情况回顾.....	4
1.1. 业绩压力增大，龙头集中度提升 .....	4
1.2. 衣柜收入快于橱柜，新扩品类增速较快 .....	5
1.3. 家居配套品高速增长，大家居还有很大发展空间.....	6
1.4. 经销渠道尚品宅配增速最快，部分企业回落至个位数增速 .....	6
2. 经营层面数据透视.....	8
2.1. 开店——定制龙头开店符合预期 .....	8
2.2. 同店——龙头同店收入显著较高，18 年增长压力较大 .....	9
2.3. 客单价——18 年稳步提升.....	11
3. 财务数据透视经营成果.....	11
3.1. 价格战观察——18 年毛利率稳中有升，销售费用率普遍提升 .....	11
3.2. 研发投入——欧派绝对值和占比都最高 .....	12
3.3. 盈利质量——应收账款可控，现金流普遍超过净利润 .....	13
4. 定制家居年报总结和投资建议 .....	14

## 图表目录

图 1：定制衣柜收入增速明显高于定制橱柜.....	5
图 2：18 年家居配套品都实现了比较快的增长（亿元）（欧派为其他主营业务收入）.....	6
图 3：2018 年各家企业经销渠道收入和增速情况.....	6
图 4：2018 年各家企业大宗渠道收入和增速情况.....	6
图 5：定制龙头开店符合预期(单位：家).....	8
图 6：龙头同店收入显著较高，18 年增长压力较大（万元）.....	10
图 7：定制家居企业客单价（元，按终端售价口径）稳步增长.....	11
图 8：18 年毛利率稳中有升，销售费用率普遍提升(单位：%).....	12
图 9：定制企业研发费用从 16~18 年稳步提升，其中欧派提升较为明显(单位：万元).....	13
图 10：经营活动现金流净额/净利润，定制企业基本都大于 1 .....	14
表 1：定制板块 2018 年收入增长逐季放缓，但龙头集中度在缓慢提升 .....	4
表 2：18 年定制扣非净利润 4 季度压力较大 .....	4
表 3：定制家居企业 18 年分产品收入及同比增长 .....	5
表 4：各家企业 15~18 年分品类收入增速 .....	5
表 5：16-18 定制家居企业分渠道收入.....	7
表 6：尚品宅配近年直营、经销门店增长情况(单位：家).....	8
表 7：欧派家居近年经销门店增长情况(单位：家).....	8
表 8：索菲亚近年经销门店增长情况(单位：家).....	9
表 9：志邦、金牌、皮阿诺、好莱客、我乐近年经销门店增长情况(单位：家).....	9
表 10：各家企业经销渠道同店收入及增速 .....	10
表 11：16~18 年定制家居企业单季度毛利率比较 .....	12

表 12: 定制板块 16Q1~18Q4 单季度销售费用比较(百万元) .....	12
表 13: 应收账款和应收票据有所提升, 但绝对数额都不大 .....	13

## 1. 定制家居板块 2018 年经营情况回顾

### 1.1. 业绩压力增大，龙头集中度提升

交房下滑压力下，定制板块 2018 年收入增长逐季放缓。8 家定制上市公司单季度收入增速来看，18 年四个季度行业平均增速分别为 33.7%、20.9%、16.3%、14.5%，主要原因是 17 年下半年开始房地产行业竣工交房负增长，二手房成交也大幅下滑，导致装修需求减少所致。随着 18 年下半年交房开始回暖，我们认为 19Q2 开始家居行业基本面将逐渐开始上行。

行业龙头 18 年总体收入增长快于行业平均，显示出较强的抵抗行业风险的能力，下半年体现更为明显。几家龙头企业 18 年每个季度都保持了双位数收入增长，尚品宅配收入增速最快，主要是公司渠道下沉还有较大空间，以及家居配套品全年有 42.5% 的增长。下半年行业下行压力加大，龙头公司还是保持了较好的增长，体现了较强抵御行业风险的能力，行业集中度在缓慢提升。

表 1：定制板块 2018 年收入增长逐季放缓，但龙头集中度在缓慢提升

单季度收入增速	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
欧派家居	20.5%	44.9%	40.5%	33.5%	31.6%	21.1%	10.7%	18.0%
尚品宅配	27.6%	32.0%	32.6%	34.3%	38.8%	30.6%	22.7%	15.7%
索菲亚	48.3%	49.4%	35.5%	22.6%	30.3%	13.8%	20.1%	15.4%
好莱客	35.2%	35.5%	25.6%	28.0%	30.9%	22.7%	15.4%	0.5%
志邦家居	37.6%	40.9%	30.7%	41.5%	38.3%	19.1%	5.5%	4.0%
金牌厨柜	42.8%	9.6%	34.9%	22.2%	26.2%	8.6%	19.2%	20.4%
皮阿诺	51.2%	47.8%	30.2%	15.9%	73.8%	24.2%	39.4%	22.4%
我乐家居	103.3%	27.9%	36.0%	24.3%	26.0%	26.7%	25.5%	4.0%
行业平均	32.9%	39.6%	35.5%	29.7%	33.7%	20.9%	16.3%	14.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

18 年定制扣非净利润 4 季度压力较大，部分企业出现负增长，主要是由于费用端投放较大，收入不及预期导致费用率提升所致，19 年各家企业都在精细化费用投入，提升内部运营效率，预计费用端压力会大幅减轻。欧派家居全年保持了相对稳健的利润增长；皮阿诺大宗和直营业务增长较快，利润率保持稳定带来利润增长较快。

表 2：18 年定制扣非净利润 4 季度压力较大

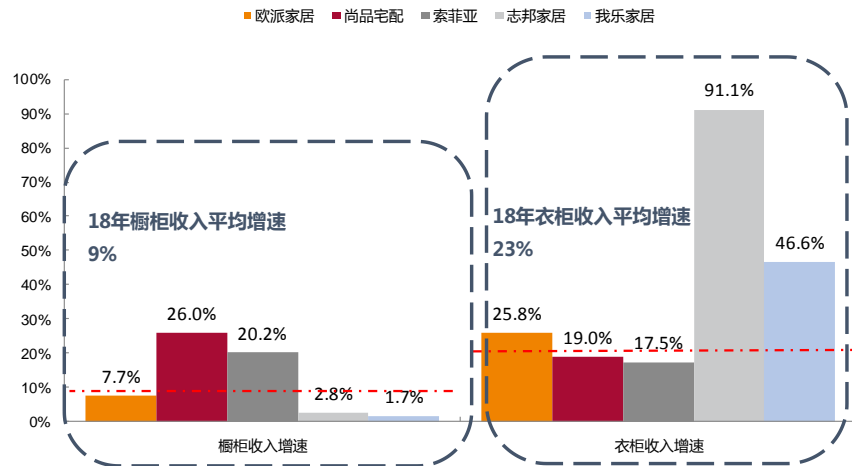
指标	单季度归母净利润增速								单季度扣非利润增速			
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
公司												
欧派家居	33.3%	33.4%	31.2%	51.4%	32.5%	32.9%	22.6%	4.5%	15.5%	40.2%	21.3%	17.7%
尚品宅配	23.0%	25.6%	56.5%	27.1%	29.2%	39.1%	21.0%	5.8%	-36.1%	23.9%	1.7%	3.6%
索菲亚	46.8%	47.3%	35.2%	29.4%	33.5%	22.5%	14.7%	-19.3%	36.5%	18.7%	18.9%	-23.3%
好莱客	86.1%	48.6%	36.4%	26.5%	38.4%	76.1%	9.2%	-39.3%	40.1%	27.8%	1.9%	-40.5%
志邦家居	51.0%	21.3%	31.1%	34.5%	48.2%	47.2%	20.1%	-12.7%	26.1%	32.8%	11.6%	-2.5%
金牌厨柜	114.5%	106.1%	147.4%	35.9%	84.3%	18.1%	30.5%	19.5%	48.0%	-1.9%	23.1%	19.7%
皮阿诺	304.5%	35.0%	20.2%	-22.4%	58.6%	34.1%	51.8%	21.2%	118.4%	-6.5%	38.8%	64.4%
我乐家居	72.1%	102.4%	7.1%	3.5%	-121.4%	68.1%	67.4%	-19.3%	-161.8%	50.1%	55.9%	-17.0%
行业平均	168.4%	38.9%	36.2%	31.5%	59.4%	35.9%	21.3%	-6.8%	29.3%	28.5%	17.7%	-4.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 衣柜收入快于橱柜，新扩品类增速较快

18 年定制衣柜相对于定制橱柜来看，收入增长更快，定制衣柜行业平均增速为 23%，高于定制橱柜行业平均增速的 9%。后进入橱柜的企业增速相对较快，尚品宅配橱柜增速 26%，其次为索菲亚 20.2%。定制衣柜中志邦、我乐、欧派、尚品、索菲亚收入增速分别为 91.1%/46.6%/25.8%/19.0%/17.5%。

图 1：定制衣柜收入增速明显高于定制橱柜



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 3：定制家居企业 18 年分产品收入及同比增长

指标	定制橱柜（亿元）			定制衣柜（亿元）		
	2017	2018	18 同比	2017	2018	18 同比
欧派家居	53.54	57.65	7.7%	32.96	41.48	25.8%
尚品宅配	3.58	4.52	26.0%	13.49	16.06	19.0%
索菲亚	5.90	7.09	20.2%	54.44	63.94	17.5%
好莱客		0.25		18.31	20.58	12.4%
志邦股份	18.76	19.28	2.8%	2.25	4.30	91.1%
皮阿诺	6.18	7.88	27.5%	1.90	2.97	156.3%
我乐家居	5.78	5.88	1.7%	3.37	4.94	46.6%
行业	104.02	113.39	9.0%	113.47	139.59	23.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从 15~18 年来看，定制衣柜同样高于定制橱柜。在 15~17 年这个阶段，定制行业迅猛发展，在 18 年房地产销售低迷，竣工交房面积降速的情况下，定制行业收入同步降低。

表 4：各家企业 15~18 年分品类收入增速

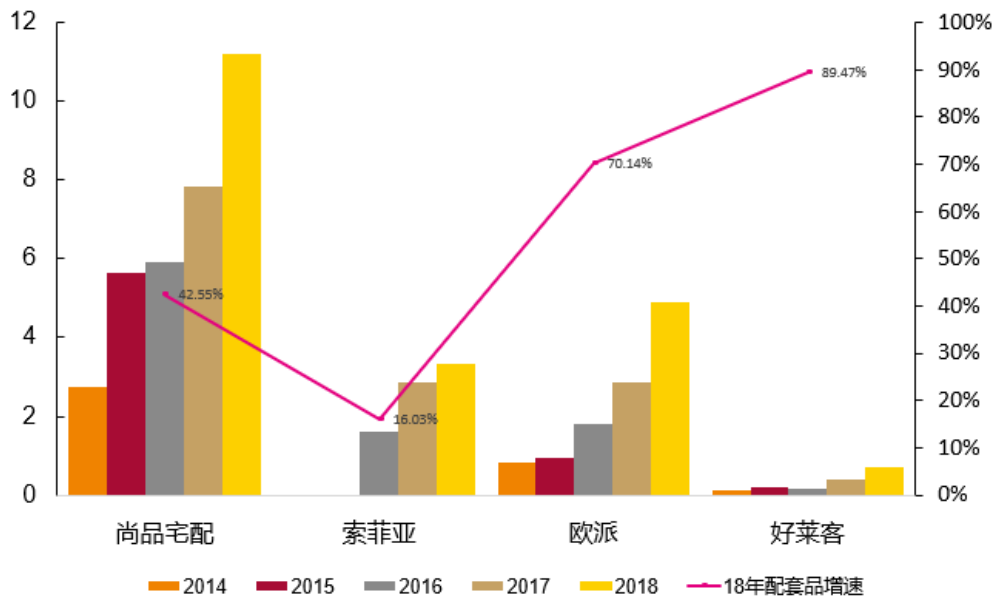
收入增速	定制橱柜				定制衣柜			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
年份	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
欧派家居	12.1%	13.6%	22.5%	7.7%	34.8%	51.2%	63.0%	25.8%
索菲亚		374.7%	42.9%	20.2%	33.3%	32.9%	33.3%	17.5%
好莱客					19.7%	33.1%	29.3%	12.4%
志邦股份	9.9%	26.7%	32.2%	2.8%		313.6%	147.3%	91.1%
金牌厨柜	13.7%	40.0%	29.4%	10.8%			6210.8%	475.0%
皮阿诺	-2.3%	19.2%	21.7%	27.5%	24.2%	45.5%	69.6%	56.3%
我乐家居	7.6%	-0.9%	5.7%	1.7%	285.7%	377.8%	161.2%	46.6%
行业	11.7%	22.5%	24.9%	9.0%	31.6%	40.2%	44.5%	23.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所（尚品未披露 15~18 衣柜橱柜分类收入）

### 1.3. 家居配套品高速增长，大家居还有很大发展空间

18年家居配套品都实现了比较快的增长，做场景化销售、增加大家居配套是未来重要方向。尚品宅配的家居成品配套18年已经有11.19亿收入，增长42.5%。欧派家居通过整装大家居模式，也在整合输出成品配套，未来有望获得快速增长。定制企业有一定流量入口优势，通过场景化展示、套餐搭配，像大家居迈进是未来重要成长驱动力。

图2：18年家居配套品都实现了比较快的增长（亿元）（欧派为其他主营业务收入）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.4. 经销渠道尚品宅配增速最快，部分企业回落至个位数增速

分渠道来看，我们最关注的是企业经销渠道的增长，这是企业管理水平、品牌实力等综合能力的体现：1) 尚品宅配经销渠道收入增速31.5%，是18年最快的，一方面因为尚品渠道下沉还有空间，另一方面尚品采取了一城多商模式，经销商扩张速度更快，不过一城多商模式管理的难度也更高。2) 皮阿诺和我乐家居经销渠道收入增速分别为7.4%和6.2%，显示经销渠道还是有一定压力，皮阿诺更多精力放在大宗业务，大宗收入有较快增长。

大宗渠道来看，皮阿诺占比最高，达到27.6%，下来是志邦和欧派，占比分别为16.5%和12.5%。

图3：2018年各家企业经销渠道收入和增速情况

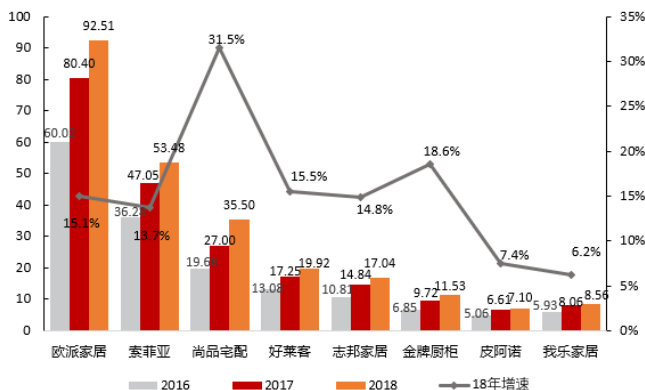
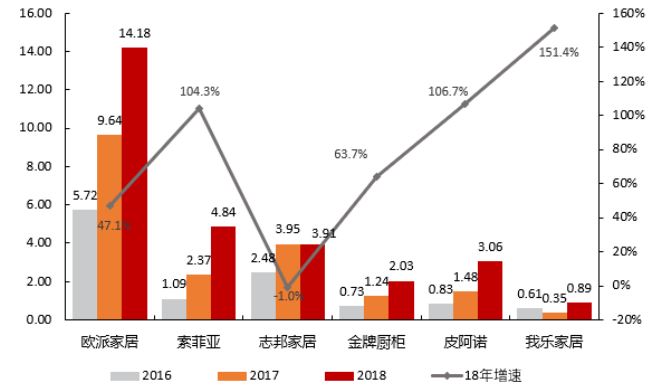


图4：2018年各家企业大宗渠道收入和增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：16-18 定制家居企业分渠道收入

分渠道收入（亿元）	2016	17H1	2017	18H1	2018
<b>欧派家居</b>					
经销	60.02	32.34	80.40	38.82	92.51
增速			34%	20%	15%
大宗	5.72	3.37	9.64	6.03	14.18
增速			69%	79%	47%
直营和其他	4.49	2.27	5.58	2.64	6.63
增速			24%	16%	19%
<b>索菲亚</b>					
经销	36.28	19.09	47.05	21.56	53.48
增速			30%	13%	14%
大宗	1.09	0.79	2.37	2.28	4.84
增速			117%	189%	104%
直营和其他	1.88	0.93	2.15	1.02	2.28
增速			14%	10%	6%
<b>尚品宅配</b>					
经销	19.68	10.61	27	15.65	35.50
增速			37%	48%	31%
直营	19.02	9.78	23	11.25	26.00
增速			21%	15%	13%
<b>好莱客</b>					
经销	13.08	6.62	17.25	8.36	19.92
增速			32%	26%	15%
<b>志邦家居</b>					
经销	10.81	6	14.84	7.37	17.04
增速			37%	23%	15%
大宗	2.48	1.15	3.95	1.7	3.91
增速			59%	48%	-1%
直营和其他	1.81	0.92	2.21	1.06	2.71
增速			22%	15%	23%
<b>金牌厨柜</b>					
经销	6.85	3.66	9.72	4.22	11.53
增速			42%	15%	19%
大宗	0.73	0.46	1.24	0.71	2.03
增速			70%	55%	64%
直营和其他	3.14	1.46	3.45	1.50	3.18
增速			10%	3%	-8%
<b>皮阿诺</b>					
经销	5.06	2.41	6.61		7.1
增速			31%		7%
大宗	0.83		1.48		3.06
增速			78%		107%
直营和其他	0.32		0.17		0.94



增速		-46%	449%
<b>我乐家居</b>			
经销	5.93	8.06	8.56
增速		36%	6%
大宗	0.61	0.35	0.890743
增速		-42%	151%
直营和其他	0.22	0.74	1.369257
增速		236%	85%

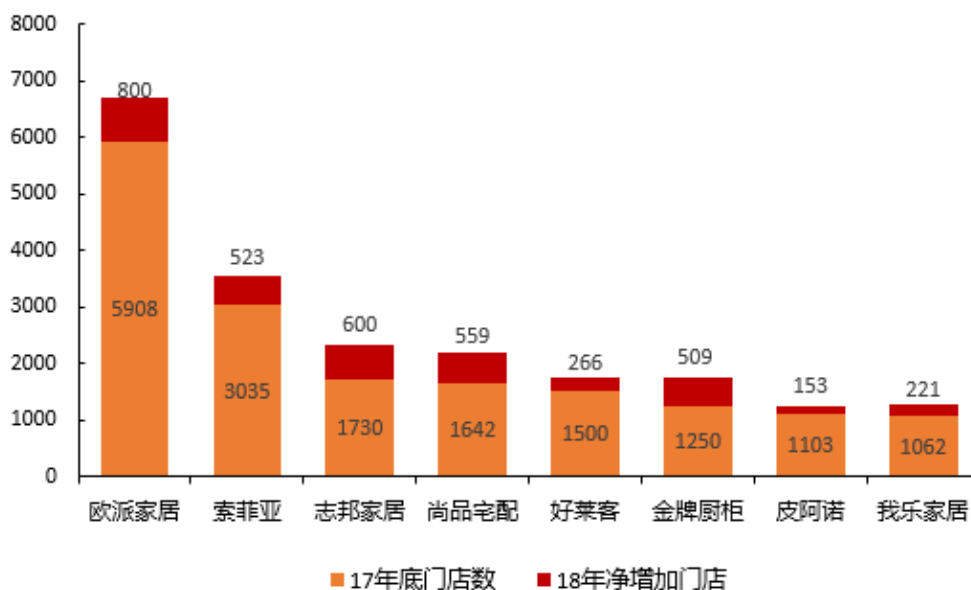
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 经营层面数据透视

### 2.1. 开店——定制龙头开店符合预期

18 从总的门店净增加数量来看，欧派家居、志邦家居、尚品宅配、索菲亚、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺分别增长 800/600/559/523/509/266/221/153 家门店。志邦、金牌的开店数较多，主要是新增的衣柜品类经销商增加所致。总的来看，18 年定制龙头的开店还比较顺利。

图 5：定制龙头开店符合预期(单位：家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：尚品宅配近年直营、经销门店增长情况(单位：家)

尚品宅配	2014	2015	2016	2017	2018
加盟店	901	994	1081	1557	2100
直营店	68	79	76	85	101
合计	969	1073	1157	1642	2201
净增加门店	-	104	84	485	559

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：欧派家居近年经销门店增长情况(单位：家)

欧派家居	2015	2016	2017	2018
橱柜	2010	2088	2150	2276



衣柜	1054	1394	1842	2113
卫浴	389	353	443	559
木门	357	578	634	825
欧铂丽	-	-	839	935
合计	4139	4710	5908	6708
净增加门店	-	571	1198	800

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：索菲亚近年经销门店增长情况(单位：家)

索菲亚	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚全屋	1450	1600	1900	2200	2510
司米橱柜	70	261	600	720	822
米兰纳木门				95	128
大家居店				20	98
合计	1520	1861	2500	3035	3558
净增加门店		341	639	535	523

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(单位：家)

公司	2014	2015	2016	2017	2018
<b>志邦家居</b>					
橱柜	981	1007	1112	1335	1487
衣柜		139	153	395	726
木门					117
合计	981	1146	1265	1730	2330
净增加门店		165	119	465	600
<b>金牌厨柜</b>					
橱柜	567	689	777	1130	1413
衣柜				120	337
木门					9
合计	567	689	764	1250	1759
净增加门店		122	75	486	509
<b>皮阿诺</b>					
橱柜	587	618	658	716	
衣柜	215	246	296	387	
合计	802	864	954	1103	1256
净增加门店		62	90	149	153
<b>好莱客</b>					
合计	857	1174	1300	1500	1766
净增加门店		317	126	200	266
<b>我乐家居</b>					
橱柜	760	787	731	700	787
全屋				362	496
合计	760	787	731	1062	1283
净增加门店		27	-56	331	221

资料来源：公司公告，天风证券研究所

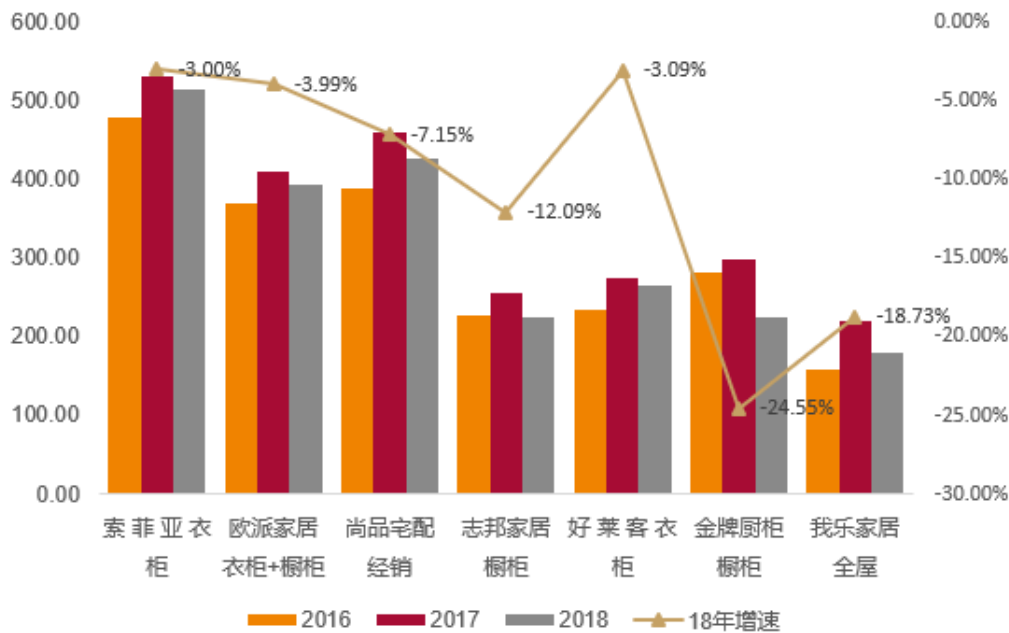
## 2.2. 同店——龙头同店收入显著较高，18 年增长压力较大

我们采用这样一个公式来测算同店增速： $同店收入增速 = \frac{当年经销商渠道收入 * 2}{(上年同期门店数量 + 新开门店净数量 * 0.2)}$ ，其中的假设是当年新开门店的年收入约为老店收入的 40%，并且在一年中匀速开业，且经销商渠道加价率为 1 倍。（注：这个公式测算的同店收入是基于一定假设的，并非企业真实同店收入，只用作我们纵向或横向比较，由于当前新开店的业绩爬坡期越来越长，近期开店较快的企业真实同店收入可能高于我们测算值。）

从同店收入的绝对值来看，定制龙头的同店收入明显高于其他企业，索菲亚、尚品、欧派 2018 年的同店收入为 514 万、426 万和 392 万，其他 4 家定制企业同店均没有超过 300 万，这说明定制龙头的经销商周转率更高，盈利能力是比较强的。

从同店收入增速看，除了索菲亚橱柜门店由于基数低原因有所提升外，其余都是同比下降的，显示 18 年行业压力确实较大。索菲亚衣柜、好莱客衣、欧派家居、尚品的同店增速下滑较少。

图 6：龙头同店收入显著较高，18 年增长压力较大（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：各家企业经销渠道同店收入及增速

指标	按终端售价计算的经销商店单店销售额 (万元)				
公司	16A	17H1	17	18H1	18
<b>索菲亚</b>					
分品类： 衣柜门店	479.04	237.88	530.24	218.26	514.36
增速			10.69%	-8.25%	-3.00%
橱柜门店	251.22	120.05	189.10	81.62	191.52
增速			-24.73%	-32.01%	1.28%
<b>欧派家居 (橱柜+衣柜)</b>					
	369.74	172.77	408.61	170.60	392.31
增速			10.51%	-1.26%	-3.99%
<b>尚品宅配</b>					
分品类： 经销	389.16	195.29	459.11	227.50	426.27
增速			17.97%	16.50%	-7.15%
直营	2426.02	1237.97	2956.30	1375.31	2947.85
增速			21.86%	11.09%	-0.29%
<b>志邦家居</b>					

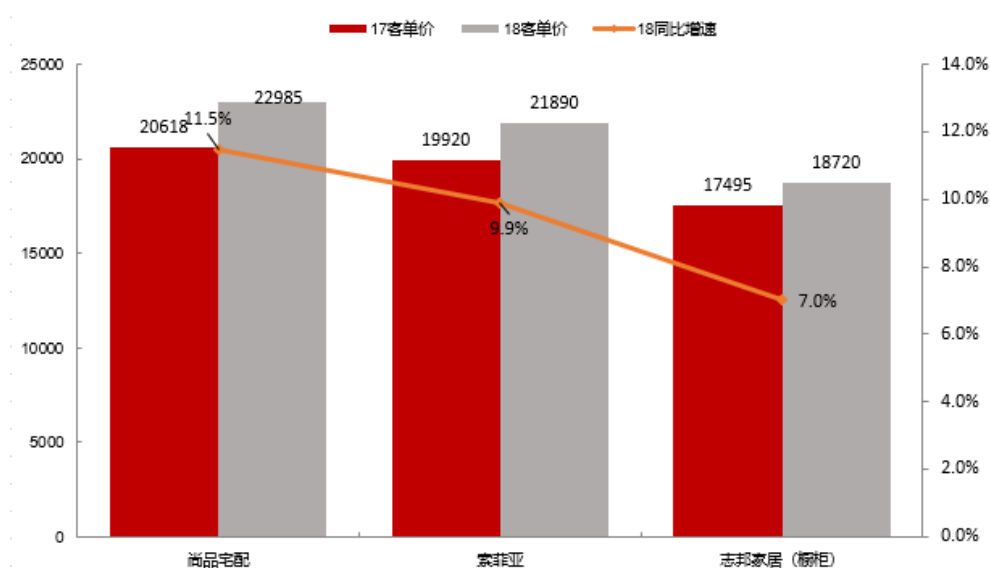
分品类：	衣柜门店	128.35	81.80	223.44	71.09	186.47
	增速			74.08%	-13.10%	-16.54%
	橱柜门店	227.82	121.43	256.10	103.35	225.14
	增速			12.41%	-14.90%	-12.09%
<b>好莱客</b>	衣柜门店	234.32	113.71	273.28	120.68	264.85
	增速			16.63%	6.13%	-3.09%
<b>金牌厨柜</b>	橱柜门店	282.55	100.75	297.78	107.39	224.68
	增速			5.39%	6.60%	-24.55%
<b>我乐家居</b>	全屋	158.55	80.60	220.02	84.17	178.81
	增速			38.77%	4.44%	-18.73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 客单价——18 年稳步提升

18 年定制家居企业的客单价仍有稳步上升，通过大家居配套，客单价提升仍有空间。18 年尚品宅配的客户数同比增长 12% 至 42.2 万人，18 年终端售价的客单价约为 22985 元，同比增长 11.5%。索菲亚按照终端口径计算的客单价约为 21890 元，同比增长 9.9%。志邦家居 18 年客单价增长 7% 至 18720 元。2018 年好莱客客单价增长 10%。

图 7：定制家居企业客单价（元，按终端售价口径）稳步增长



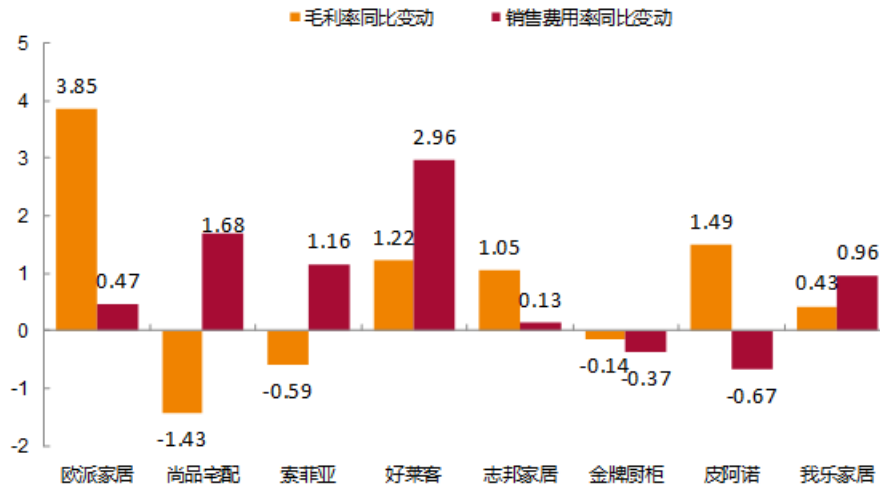
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 财务数据透视经营成果

### 3.1. 价格战观察——18 年毛利率稳中有升，销售费用率普遍提升

18 年毛利率稳中有升，销售费用率普遍提升。18 年市场一直担心行业竞争加剧，会产生激烈的价格战，从 18 年全年来看，定制家居企业毛利率水平并未恶化，尚品宅配毛利率下滑主要是低毛利率的整装和配套品占比提升所致，各业务线的毛利率是稳定的。销售费用率普遍有提升，主要是由于 18 年行业环境较差，费用投放没有换来收入相应提升所致，19 年各企业都在精细化费用投放，预计销售费用率会比较平稳。从我们今年对 315 等活动的终端观察来看，19 年促销力度基本和 18 年持平，定制家居具有较强的个性化需求，预计价格不会出现过度竞争。

图 8：18 年毛利率稳中有升，销售费用率普遍提升(单位：%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 11：16~18 年定制家居企业单季度毛利率比较

单季度毛利率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	同比变动
欧派家居	31.0%	36.0%	36.5%	32.9%	33.9%	39.4%	38.8%	39.6%	6.69
尚品宅配	44.2%	46.3%	45.3%	44.5%	42.1%	44.1%	43.9%	44.0%	-0.55
索菲亚	32.4%	38.7%	40.2%	38.8%	34.7%	39.8%	38.2%	36.9%	-1.95
好莱客	38.3%	38.3%	40.2%	36.8%	38.7%	39.6%	42.0%	37.6%	0.78
志邦家居	37.5%	35.6%	35.8%	32.4%	36.8%	36.3%	38.6%	32.6%	0.23
金牌厨柜	34.7%	38.0%	38.8%	42.2%	39.6%	39.8%	37.7%	39.3%	-2.86
皮阿诺	33.4%	36.0%	34.8%	33.3%	32.4%	36.7%	36.1%	37.2%	3.86
我乐家居	31.2%	39.0%	38.3%	36.7%	32.7%	35.8%	40.1%	38.3%	1.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：定制板块 16Q1~18Q4 单季度销售费用比较(百万元)

销售费用率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18Q4 同比变动 (pct)
欧派家居	13.5%	11.5%	8.6%	7.6%	14.1%	10.1%	8.1%	10.3%	2.78
尚品宅配	37.0%	27.8%	26.1%	25.0%	36.4%	27.3%	29.2%	27.8%	2.85
索菲亚	11.2%	9.1%	8.3%	6.5%	11.2%	9.4%	9.4%	9.0%	2.45
好莱客	20.0%	12.1%	10.2%	9.4%	18.5%	13.1%	14.2%	14.7%	5.23
志邦家居	18.5%	15.6%	11.7%	11.8%	16.9%	15.4%	11.3%	12.7%	0.97
金牌厨柜	17.6%	21.3%	20.3%	16.3%	22.4%	22.1%	18.1%	14.4%	-1.83
皮阿诺	17.3%	14.7%	11.3%	15.8%	19.1%	13.7%	11.7%	12.9%	-2.89
我乐家居	20.0%	20.4%	15.6%	12.3%	24.5%	16.3%	14.4%	16.9%	4.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

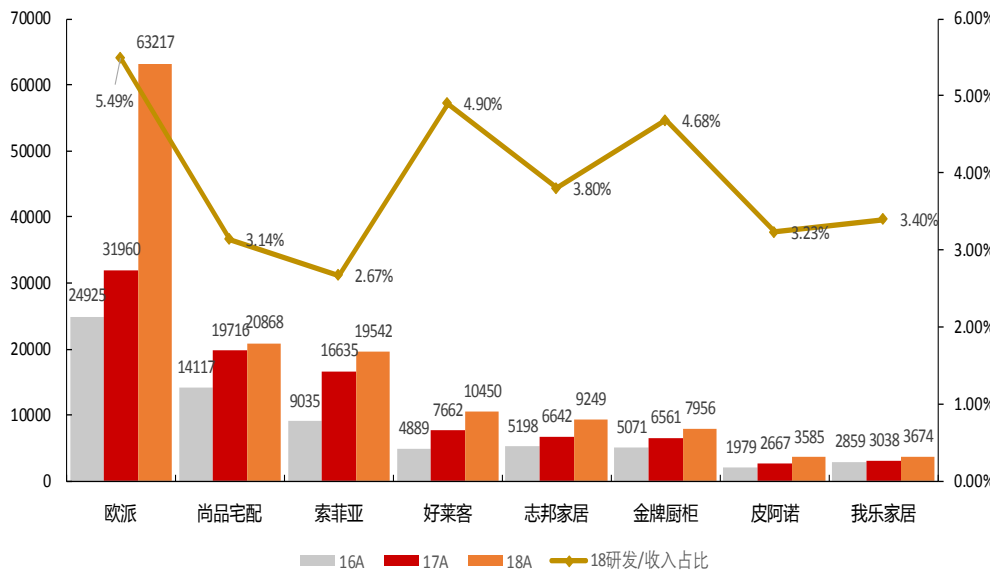
### 3.2. 研发投入——欧派绝对值和占比都最高

定制企业研发费用从 16~18 年稳步提升，其中欧派提升较为明显，18 年同比上升 97.8% 至 6.32 亿元。18 年欧派、好莱客、金牌橱柜研发费用占营业收入的占比分别为 5.49%/4.9%/4.68%，占收入比例较高。

定制企业的研发主要投向信息化、智能制造、产品开发等方向，在过去几年，行业高速增长的红利下，各家企业增长并未拉开差距，但随着行业增速放缓，企业在研发上积累

的竞争优势，会逐步体现出来。

图 9：定制企业研发费用从 16~18 年稳步提升，其中欧派提升较为明显(单位：万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 盈利质量——应收账款可控，现金流普遍超过净利润

应收账款和应收票据有所提升，但绝对数额都不大。以欧派为例，2018 年末应收占款和票据合计 3.69 亿元，占总资产比例为 3.32%，周转率为 31.16 次，风险较小。尚品宅配应收账款的大幅提高则是其给部分加盟商开店提供了信用支持所导致，其没有大宗业务。

表 13：应收账款和应收票据有所提升，但绝对数额都不大

指标	应收账款及应收票据 (百万元)								18Q4 同比变化	
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	绝对额	百分比
欧派家居	180.14	212.49	296.58	214.86	224.52	328.80	413.78	368.52	153.66	71.5%
尚品宅配	3.86	3.60	4.79	3.22	5.19	9.27	9.80	23.05	19.83	616.2%
索菲亚	118.56	135.26	180.39	223.74	290.33	417.19	554.49	596.09	372.35	166.4%
好莱客	8.41	6.21	8.53	7.75	16.56	29.70	26.09	13.79	6.04	78.0%
志邦家居	164.51	133.76	213.69	317.49	231.72	148.67	168.73	249.10	-68.39	-21.5%
金牌厨柜	10.60	14.91	18.29	20.58	23.86	21.38	27.70	27.14	6.56	31.9%
皮阿诺	95.27	117.14	139.77	155.63	212.88	285.79	347.40	343.19	187.56	120.5%
我乐家居	50.06	33.29	43.54	68.57	87.74	95.49	102.81	117.63	49.06	71.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

应收账款和存货有所增加导致经营活动现金流增速放缓，但基本都高于同期净利润。18 年经营净现金流由于大宗业务增加等因素，增长有所放缓，但是定制企业的现金流基本都大于净利润，显示定制企业的商业模式较好。

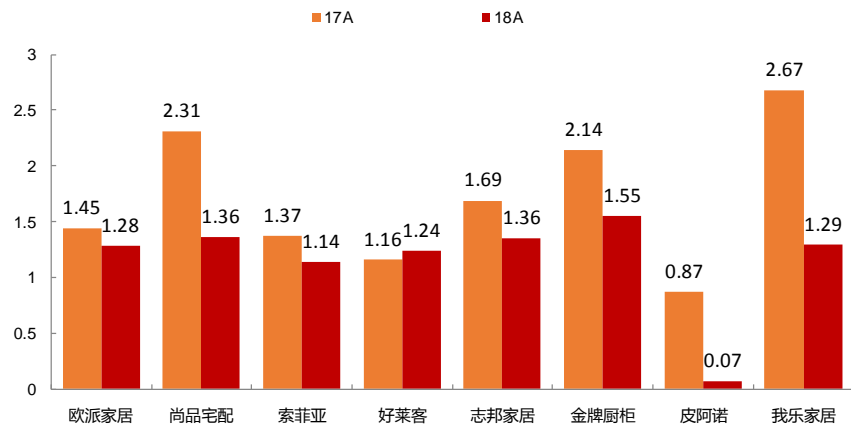
表：18 年经营净现金流由于大宗业务增加等因素，增长有所放缓

指标	经营活动现金流净额 (百万元)			归母净利润 (百万元)		
	17A	18A	同比	17A	18A	同比
欧派家居	1877.86	2018.21	7.47%	1299.32	1571.86	21.0%
尚品宅配	878.93	650.31	-26.01%	380.04	477.08	25.5%
索菲亚	1242.68	1099.80	-11.50%	904.56	964.25	6.6%

好莱客	403.36	472.17	17.06%	348.00	382.24	9.8%
志邦家居	396.07	369.83	-6.63%	234.22	272.90	16.5%
金牌厨柜	357.38	325.38	-8.95%	166.74	210.12	26.0%
皮阿诺	89.93	10.35	-88.49%	103.22	139.65	35.3%
我乐家居	223.76	131.62	-41.18%	83.67	101.83	21.7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：经营活动现金流净额/净利润，定制企业基本都大于 1



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 定制家居年报总结和投资建议

**对定制行业发展趋势的再思考：**前几年随着大量企业进入到定制家居，而行业景气度在今年又开始降温，我们认为，未来一阶段定制行业将结束野蛮发展期，进入一个比拼企业内功的整合期。未来定制企业将围绕以下几个方面强化能力，才能实现优胜劣汰：

- 1) **巩固老渠道拓展新渠道。**由于定制家居销售不仅有体验需求，还有设计服务需求，因而渠道的竞争力非常关键，企业一方面要保证经销商的盈利能力，另一方面随着卖场人流下降，开拓线上、整装、线下非卖场等渠道非常重要。而中小定制企业如果在渠道上不能有所突破，就会面临生存难度不断加大的困境。
- 2) **结合新零售为经销商赋能。**定制上半场比拼的是开店速度，下半场将比拼经销商能力，未来企业对经销商的赋能尤为关键，比如降低设计难度提升设计水准；帮助经销商在线上、展会等获客；安装水平提升等。
- 3) **产品创新和服务创新。**例如结合照明、智能化等微创新可能带来意想不到的效果，需要企业加大研发投入，增强产品和服务的差异化，从而摆脱价格战的阴霾。
- 4) **泛家居行业的整合。**强化供应链整合能力，从场景化销售或整装两条路径入手，做中国的宜家。

**投资建议：**看好 19 年交房回暖带来的业绩拐点和下半年估值切换行情。历史上家居估值水平和地产政策正相关，当前对 19 年地产因城施策、一二线交易回暖等预期乐观，家居股 18 年双杀后估值处于历史低位，具有修复弹性。根据基于销售面积的交房模型预测，19/20 年交房面积同比增长 33%/17%，带来订单恢复，收入=客单价\*订单数，18 年行业下行时依托配套品和套餐促销，客单价依旧同比增长 5-10%，19 趋势延续。**投资建议：**一季度筑业绩底，订单有望在 2 季度回暖，收入端伴随基数下降在 3-4 季度提速明显，同时 18 年因行业下行并无估值切换行情，19 年在行业趋势上行和 2020 年增速更高预期下估值切换行情或将再次出现。推荐【欧派家居】、【索菲亚】、【尚品宅配】、【志邦

家居】、【好莱客】、【顾家家居】。



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