天风证券 TF SECURITIES

家用轻工

证券研究报告
2019 年 09 月 04 日

回暖已在途中，家居板块配置机会显现——家居行业 19 年中报深度总结

定制家居板块 19Q2 业绩开始回暖。行业加权平均的收入增速在今年一季度见底，19Q2 回升至 12.3%，扣非净利润增速 18Q4 见底，19Q2 回升至 17.9%。我们预计随着交房进一步回暖和 18H2 基数大幅降低，今年下半年业绩增速将继续回升。我们认为，改善一方面受交房回暖带动，上半年看交房已经在回暖通道，毛坯房交付同比增长约 3%-5%（根据家装企业订单）；**另一方面竞争格局也在改善，企业 CAPEX 下降，小企业加速退出，**18H2 企业订单和业绩基数都很低，今年价格战减弱，三费控制加强，将带来业绩逐季回暖。

经销渠道收入增速逐季回暖：1）头部定制品牌的经销增速更快，行业集中度提升逻辑仍然成立，欧派家居和尚品宅配经销渠道 H1 收入增速分别为 9.1%和 8.3%，索菲亚 19Q2 经销渠道也有 12.4%的增长，要快于其他定制企业，尤其是欧派衣柜在当前规模下，零售还有 20%的增长，确实体现了企业实力。**2）单季度看，19Q2 经销增速在回暖，欧派二季度经销增速 11.6%，比一季度提升了 6.7pct，**索菲亚二季度增长 12.4%，比一季度提升了 23.3pct，尚品二季度经销增速虽有回落，但是 7-8 月订单有较好增长。

19H1 同店增速有所下滑，主要的原因是：1）各家过去一年对于效益不好的门店关店数量有增加，但由于数据缺乏，我们公式中没有考虑，实际存续下来的同店增速会好于我们计算值；2）去年上半年行业景气度尚可，基数较高；3）过去一年招商情况较好，19H1 经销渠道收入虽然回暖，但还是个位数的增速，所以同店压力较大。**但从同店收入的绝对值来看，定制龙头的同店收入绝对值明显高于其他企业，龙头的同店增速也好于行业平均，显示抗风险能力较强，集中度有所提升。**

19H1 定制家居企业的客单价继续稳健增长，通过大家居配套，客单价提升仍有空间。19H1 尚品宅配终端售价的客单价约为 23657 元，同比增长 7.4%。索菲亚按照终端口径计算的客单价约为 21852 元，同比增长 5.7%。好莱客客单价约增长 10%至 25300 元。

价格战趋缓，19H1 毛利率基本平稳，销售费用率普遍下降。19H1 企业综合毛利率水平基本平稳，分品类看大部分有所提升。销售费用投入结构优化，更多向新媒体倾斜，收效更好，也使大部分企业销售费用率下行。

家居 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，今年交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存、家装订单、建筑投资等持续改善；由于 16-18 年精装修开盘量高增，精装修交付未来 2-3 年预计仍将加速，交房回暖存 2 年左右持续性。

长期逻辑是家居本质属性是消费，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍会持续增长。家居在耐用消费品中消费次序靠后，需求不会因地产被过度透支，未来将随人均可支配收入增加持续增长，市场当前对长期需求存过度悲观预期。

投资建议：看好下半年家居板块业绩回暖带来的估值修复和估值切换机会，推荐长期通过大家居持续增长的【欧派家居】、【尚品宅配】、【顾家家居】；业绩改善，估值弹性大角度推荐【志邦家居】、【索菲亚】、【惠达卫浴】。

风险提示：交房低于预期；价格竞争激烈程度超预期

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

李杨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110004
liyang@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:定制家居 18 年年报深度分析——龙头的优势都体现在何处？》 2019-04-24
2 《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
3 《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

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-03	投资评级	EPS(元) 2019E	2020E	2021E	P/E 2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	119.41	买入	4.58	5.45	6.43	26.07	21.91	18.57
300616.SZ	尚品宅配	85.55	买入	2.99	3.65	4.38	28.61	23.44	19.53
603816.SH	顾家家居	33.42	买入	2.00	2.40	2.83	16.71	13.93	11.81
603801.SH	志邦家居	20.04	增持	1.40	1.66	1.89	14.31	12.07	10.60
002572.SZ	索菲亚	19.10	买入	1.19	1.39	1.61	16.05	13.74	11.86
603385.SH	惠达卫浴	9.29	增持	0.77	0.94	1.10	12.06	9.88	8.45

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 2019H1 经营情况回顾 4
1.1. Q2 业绩回暖，下半年有望继续改善 4
1.2. 经销渠道回暖，龙头优势更明显；工程保持较高增速 5
1.3. 衣柜收入快于橱柜，新扩品类增速较快 7
1.4. 家居配套品受基数影响，增速快慢不一 8
2. 经营层面数据透视 9
2.1. 开店——净开店有所放缓，大家居开店提速 9
2.2. 同店——19H1 同店收入普遍下降 10
2.3. 客单价——19H1 稳健增长 12
3. 财务数据透视经营成果 12
3.1. 价格战趋缓——19H1 毛利率基本平稳，销售费用投放控制 12
3.2. 研发投入——欧派绝对值和占比都最高 13
3.3. 盈利质量——受工程影响，应收账款有所提升 14
4. 定制家居年报总结和投资建议 15

图表目录

图 1：定制家居板块 19Q2 业绩开始回暖 4
图 2：2019H1 头部定制品牌的经销增速更快 5
图 3：2019H1 各家企业工程渠道收入和增速情况 5
图 4：欧派家居单季分渠道增速，二季度经销渠道收入增速回升 5
图 5：尚品宅配单季分渠道增速，二季度压力仍大，但近期订单已在回暖 5
图 6：索菲亚分渠道单季增速，19Q2 经销渠道收入增速加快 6
图 7：定制衣柜收入增速仍略高于定制橱柜 7
图 8：19H1 欧派、索菲亚家居配套品增长较快（亿元）（欧派为其他主营业务收入） 9
图 9：19H1 定制龙头开店基本符合预期 9
图 10：尚品宅配门店数量变化情况 10
图 11：欧派家居门店数量变化情况 10
图 12：索菲亚门店数量变化情况 10
图 13：金牌橱柜门店数量变化情况 10
图 14：志邦家居门店数量变化情况 10
图 15：好莱客门店数量变化情况 10
图 16：由于去年同期高基数和开店较快等原因，19H1 同店增速有一定下滑 11
图 17：定制家居企业客单价仍稳步增长（单位：元，按终端售价口径） 12
图 18：19H1 毛利率基本平稳，销售费用率普遍下降 13
图 19：定制企业上半年研发费用相对变化较平稳，其中欧派继续维持高增长 14
图 20：除欧派、金牌橱柜、我乐家居外，经营活动现金流净额/净利润普遍下滑 15

表 1：定制家居板块 19Q1 收入增速触底后回升 4

表 2：定制扣非净利润增速 2 季度明显回升 5
表 3：17H1-19H1 定制家居企业分渠道收入 6
表 4：定制家居企业 19H1 分产品收入及同比增长 8
表 5：各家企业 17~19H1 年分品类收入增速 8
表 6：各家企业经销渠道同店收入及增速 11
表 7：17~19H1 定制家居企业单季度毛利率比较 13
表 8：17~19H1 定制家居企业单季度销售费用率比较 13
表 9：应收账款和应收票据有所提升，但绝对数额都不大 14

1. 定制家居板块 2019H1 经营情况回顾

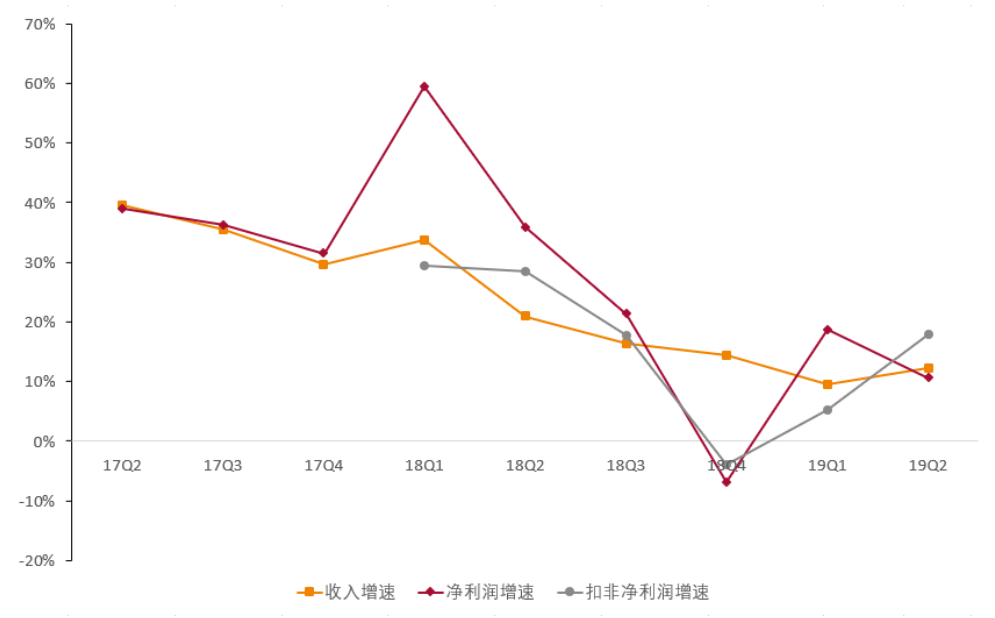
1.1. Q2 业绩回暖，下半年有望继续改善

定制家居板块 19Q2 业绩开始回暖。行业加权平均的收入增速在今年一季度见底，19Q2 回升至 12.3%，扣非净利润增速 18Q4 见底，19Q2 回升至 17.9%。我们预计随着交房进一步回暖和 18H2 基数大幅降低，今年下半年业绩增速将继续回升。

我们认为，改善一方面受交房回暖带动，上半年看交房已经在回暖通道，毛坯房交付同比增长约 3%-5%（根据家装企业订单）；**另一方面竞争格局也在改善，企业 CAPEX 下降，小企业加速退出，**18H2 企业订单和业绩基数都很低，今年价格战减弱，三费控制加强，将带来业绩逐季回暖。

收入增速来看，零售端压力相对较大，但是二季度零售增速普遍比一季度也有所回暖，二线定制企业收入增速较快，主要是受工程业务增速带动，我们在下一节会详细分析。

图 1：定制家居板块 19Q2 业绩开始回暖



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：定制家居板块 19Q1 收入增速触底后回升

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
欧派家居	20.5%	44.9%	40.5%	33.5%	31.6%	21.1%	10.7%	18.0%	15.6%	12.5%
尚品宅配	27.6%	32.0%	32.6%	34.3%	38.8%	30.6%	22.7%	15.7%	15.7%	5.6%
索菲亚	48.3%	49.4%	35.5%	22.6%	30.3%	13.8%	20.1%	15.4%	-4.7%	12.2%
好莱客	35.2%	35.5%	25.6%	28.0%	30.9%	22.7%	15.4%	0.5%	5.2%	3.0%
志邦家居	37.6%	40.9%	30.7%	41.5%	38.3%	19.1%	5.5%	4.0%	5.2%	13.3%
金牌厨柜	42.8%	9.6%	34.9%	22.2%	26.2%	8.6%	19.2%	20.4%	6.2%	33.1%
皮阿诺	51.2%	47.8%	30.2%	15.9%	73.8%	24.2%	39.4%	22.4%	16.3%	31.5%
我乐家居	103.3%	27.9%	36.0%	24.3%	26.0%	26.7%	25.5%	4.0%	22.6%	23.1%
行业平均	32.9%	39.6%	35.5%	29.7%	33.7%	20.9%	16.3%	14.5%	9.5%	12.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

19H1 扣非净利润增速持续回升。由于单季度非经常性损益影响较大，看扣非净利润增速更能反映实际经营情况，扣非净利润增速去年四季度最差（没有商誉影响），**19H1 回升，主要是今年价格战趋弱，各家费用率控制较好，毛利率有所提升所致。**

表 2：定制扣非净利润增速 2 季度明显回升

指标	单季度归母净利润增速						单季度扣非利润增速					
公司	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
欧派家居	32.5%	32.9%	22.6%	4.5%	25.1%	13.5%	15.5%	40.2%	21.3%	17.7%	21.0%	15.0%
尚品宅配	29.2%	39.1%	21.0%	5.8%	31.6%	18.9%	-36.1%	23.9%	1.7%	3.6%	42.0%	29.2%
索菲亚	33.5%	22.5%	14.7%	-19.3%	3.7%	6.8%	36.5%	18.7%	18.9%	-23.3%	-18.3%	7.7%
好莱客	38.4%	76.1%	9.2%	-39.3%	8.2%	-24.2%	40.1%	27.8%	1.9%	-40.5%	6.1%	-0.3%
志邦家居	48.2%	47.2%	20.1%	-12.7%	4.9%	21.4%	26.1%	32.8%	11.6%	-2.5%	-5.9%	29.4%
金牌厨柜	84.3%	18.1%	30.5%	19.5%	2.7%	18.7%	48.0%	-1.9%	23.1%	19.7%	-90.7%	49.5%
皮阿诺	58.6%	34.1%	51.8%	21.2%	16.1%	24.7%	118.4%	-6.5%	38.8%	64.4%	-15.0%	76.3%
我乐家居	-121.4%	68.1%	67.4%	-19.3%	116.2%	89.1%	-161.8%	50.1%	55.9%	-17.0%	-7.7%	79.5%
行业平均	59.4%	35.9%	21.3%	-6.8%	18.7%	10.6%	29.3%	28.5%	17.7%	-4.0%	5.3%	17.9%

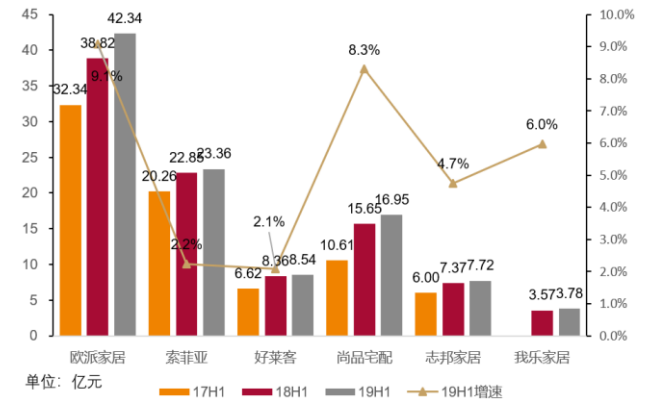
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 经销渠道回暖，龙头优势更明显；工程保持较高增速

经销渠道是公司长期发展的保障，其增长也是我们最看重的。上半年经销渠道的增长有几个特点：1）**头部定制品牌的经销增速更快，行业集中度提升逻辑仍然成立**，欧派家居和尚品宅配经销渠道 H1 收入增速分别为 9.1%和 8.3%，索菲亚 19Q2 经销渠道也有 12.4%的增长，要快于其他定制企业，尤其是欧派衣柜在当前规模下，零售还有 20%的增长，确实体现了企业实力。2）**单季度看，19Q2 经销增速在回暖，欧派二季度经销增速 11.6%，比一季度提升了 6.7pct**，索菲亚二季度增长 12.4%，比一季度提升了 23.3pct，尚品二季度经销增速虽有回落，但是 7-8 月订单有较好增长。

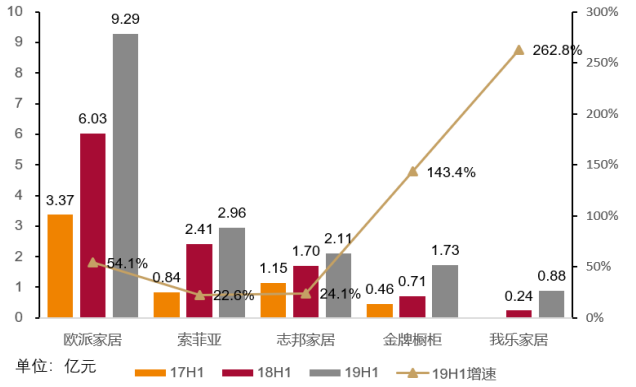
二线定制品牌发力工程业务，拉动总收入增长。皮阿诺、我乐家居、金牌橱柜等工程业务收入快速增长，除皮阿诺外，金牌橱柜工程占比最高，达到 22%（同比+11pct），下来是志邦、欧派和我乐家居，占比分别为 18.9%（同比+2.2pct）、17.2%（同比+4.5pct）和 16.8%（同比+11.1pct）。

图 2：2019H1 头部定制品牌的经销增速更快



资料来源：Wind，天风证券研究所

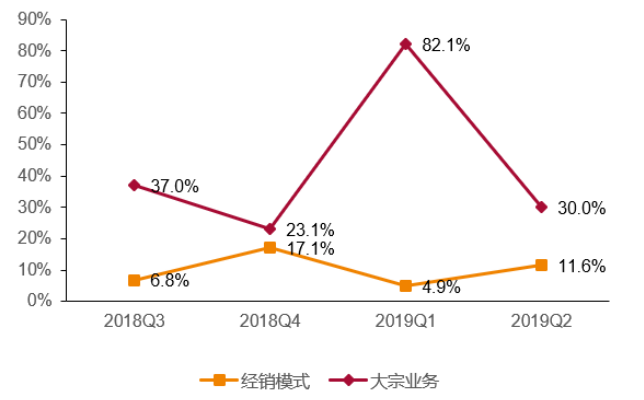
图 3：2019H1 各家企业工程渠道收入和增速情况



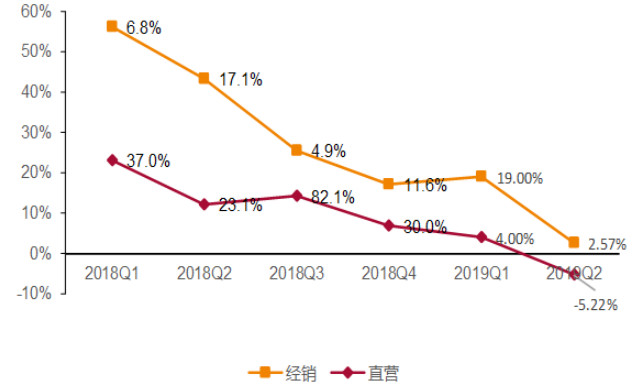
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：欧派家居单季分渠道增速，二季度经销渠道收入增速回升

图 5：尚品宅配单季分渠道增速，二季度压力仍大，但近期订单已在回暖

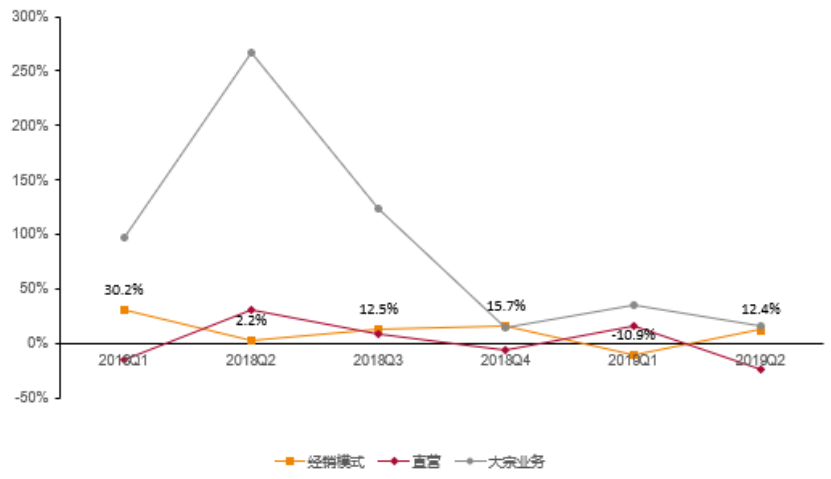


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：索菲亚分渠道单季增速，19Q2 经销渠道收入增速加快



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：17H1-19H1 定制家居企业分渠道收入

分渠道收入（亿元）	17H1	2017	18H1	2018	19H1
			欧派家居		
经销	32.34	80.40	38.82	92.51	42.34
增速		34%	20%	15%	9%
工程	3.37	9.64	6.03	14.18	9.29
增速		69%	79%	47%	54%
直营和其他	2.27	5.58	2.64	6.63	2.53
增速		24%	16%	19%	−4%
			索菲亚		
经销	20.26	49.67	22.85	56.42	23.36
增速		37%	13%	14%	2%
工程	0.84	2.50	2.41	5.11	2.96
增速		129%	188%	104%	23%
直营和其他	0.98	2.28	1.09	2.41	0.97
增速		21%	11%	6%	−10%
			尚品宅配		

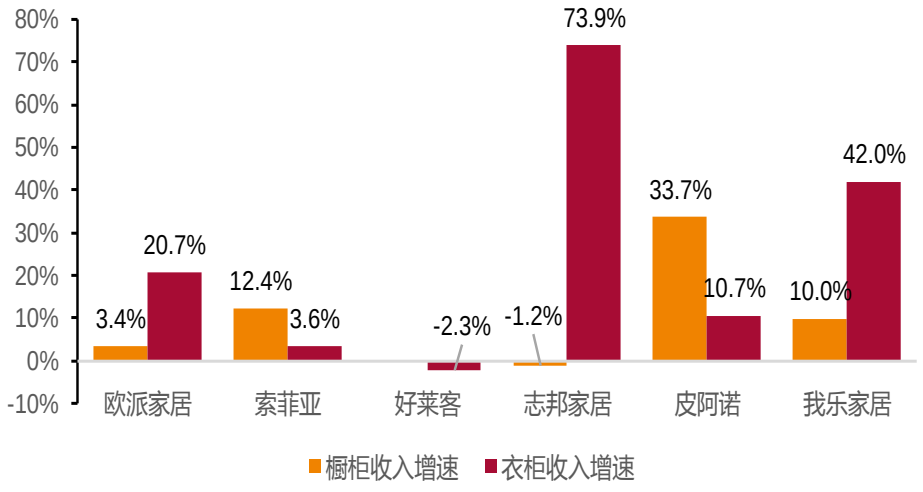
经销	10.61	27	15.65	35.50	16.95
增速		37%	48%	31%	8%
直营	9.78	23	11.42	26.00	11.29
增速		21%	17%	13%	-1%
			好莱客		
经销	6.62	17.25	8.36	19.92	8.54
增速		32%	26%	15%	2%
			志邦家居		
经销	6	14.84	7.37	17.04	7.72
增速		37%	23%	15%	5%
工程	1.15	3.95	1.7	3.91	2.11
增速		59%	48%	-1%	24%
直营和其他	0.92	2.21	1.06	2.71	1.31
增速		22%	15%	23%	24%
			金牌厨柜		
经销+直营	4.9	12.73	5.58	14.21	5.89
增速		27%	14%	12%	6%
工程	0.46	1.24	0.71	2.03	1.73
增速		71%	55%	64%	143%
海外	0.22	0.44	0.14	0.5	0.23
增速		63%	-36%	14%	64%
			我乐家居		
经销		8.06	3.57	8.56	3.78
增速		36%		6%	6%
工程		0.35	0.24	0.89	0.88
增速		-42%		151%	263%
直营和其他		0.74	0.47	1.37	0.60
增速		236%		85%	27%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 衣柜收入快于橱柜，新扩品类增速较快

橱柜受工程带动保持稳定增长，衣柜增长呈现一定压力。19H1 定制衣柜行业平均增速为 11%（同比下降 17pct），高于定制橱柜行业平均增速的 6%（同比下降 3pct）。**上半年主业衣柜的索菲亚、好莱客、尚品衣柜增长有些乏力，一方面衣柜以零售为主，另一方面也受到其他企业新进入衣柜的冲击，但总的而言，衣柜零售的增速还是要快于橱柜。预计随着未来精装修房交付增加，将对衣柜销售形成明显拉动（精装修房衣柜渗透率低，零售不经过家装公司，大品牌成交率高）。**

图 7：定制衣柜收入增速仍略高于定制橱柜



资料来源：公司公告、天风证券研究所（好莱客橱柜业务体量较小，未统计在内）

表 4：定制家居企业 19H1 分产品收入及同比增长

指标	定制橱柜（亿元）			定制衣柜（亿元）		
公司	2018H1	2019H1	19H1 同比	2018H1	2019H1	19H1 同比
欧派家居	25.20	26.04	3.4%	16.61	20.06	20.7%
索菲亚	2.78	3.12	12.4%	26.35	27.29	3.6%
好莱客	0.02	0.25	1217.7%	8.81	8.61	−2.3%
志邦股份	8.65	8.55	−1.2%	1.48	2.58	73.9%
皮阿诺	3.16	4.23	33.7%	1.13	1.25	10.7%
我乐家居	2.56	2.81	10.0%	1.73	2.45	42.0%
行业	42.37	45.00	6.2%	56.11	62.24	10.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从 17~18 年来看，定制衣柜增速同样高于定制橱柜，但差距在缩小。

表 5：各家企业 17~19H1 年分品类收入增速

收入增速	定制橱柜				定制衣柜			
年份	2017	2018	2018H1	2019H1	2017	2018	2018H1	2019H1
欧派家居	22.5%	7.7%	15.5%	3.3%	63.0%	25.8%	13.1%	20.7%
索菲亚	42.9%	20.2%	4.1%	12.4%	33.3%	17.5%	35.0%	3.6%
好莱客			4.1%	1217.7%	29.3%	12.4%	25.0%	−2.3%
志邦股份	32.2%	2.8%	18.7%	−1.2%	147.3%	91.1%	85.0%	73.9%
金牌厨柜	29.4%	10.8%			6210.8%	475.0%		
皮阿诺	21.7%	27.5%	0.1%	33.7%	69.6%	56.3%	71.2%	10.7%
我乐家居	5.7%	1.7%	2.7%	10.0%	161.2%	46.6%	92.4%	42.0%
行业	24.9%	9.0%	13.1%	6.2%	44.5%	23.0%	28.1%	10.9%

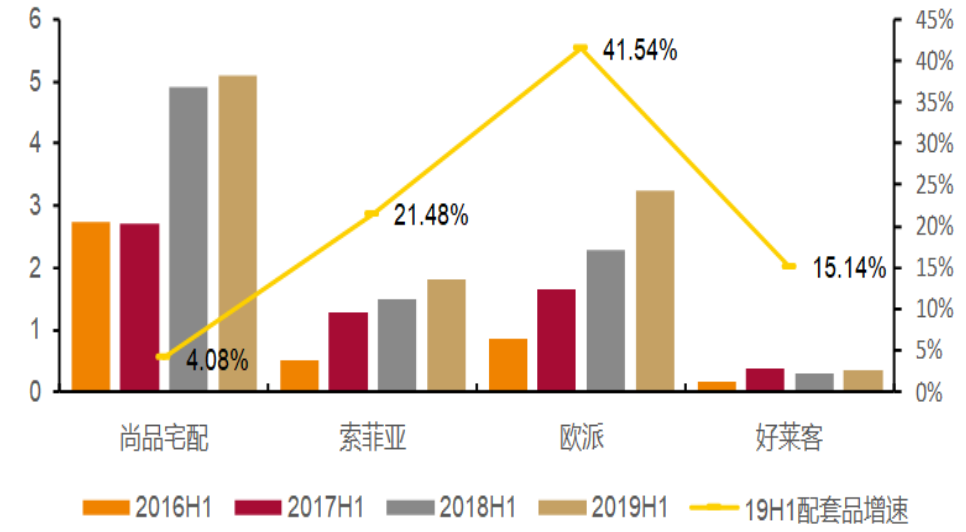
资料来源：公司公告，天风证券研究所（尚品未披露 15~18 衣柜橱柜分类收入）

1.4. 家居配套品受基数影响，增速快慢不一

19H1 尚品宅配由于基数因素，配套品增速有所放缓，预计随着第二代全屋定制的推出，下半年配套品增长将加快。欧派家居通过整装大家居模式发力成品配套业务，19H1 收入 3.23 亿元（包含门窗、壁纸、成品家具），同比增长 41.54%。**索菲亚**大家居店开店提速，家居成品配套上半年收入 1.81 亿元，同比增长 21.48%，其中 Q2 收入 1.19 亿元，同比

增长 48.8%。**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 8：19H1 欧派、索菲亚家居配套品增长较快（亿元）（欧派为其他主营业务收入）



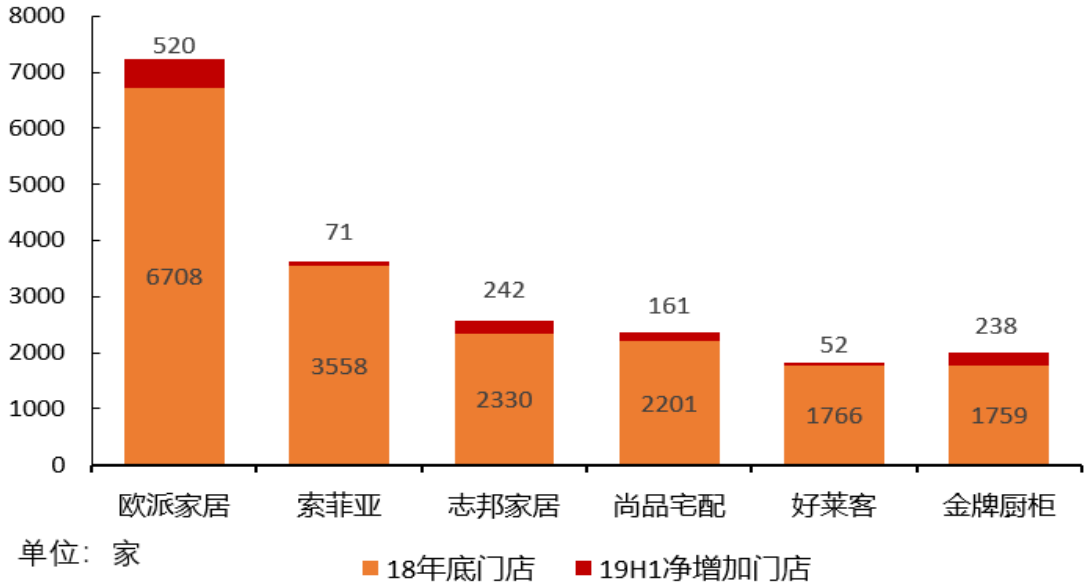
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 经营层面数据透视

2.1. 开店——净开店有所放缓，大家居开店提速

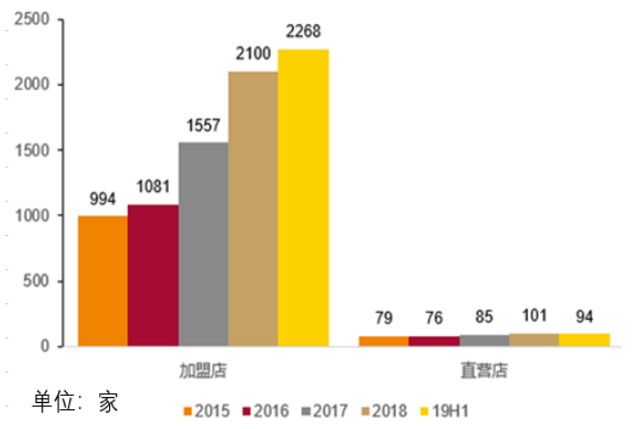
19H1 从总的门店净增加数量来看，欧派家居、索菲亚、志邦家居、尚品宅配、好莱客、金牌橱柜分别增长 520/71/242/161/52/238 家门店。欧派 19Q2 开店较多，半年报披露整装大家居店数量达 210 家。**尚品宅配**对直营门店进行优化，加快布局自营城市加盟店。**索菲亚**上半年加大了对经销商的管控和优化力度，新增门店主要集中在大家居店。总的来看，18 年定制龙头的开店除索菲亚外基本符合预期，大家居店开店提速。

图 9：19H1 定制龙头开店基本符合预期



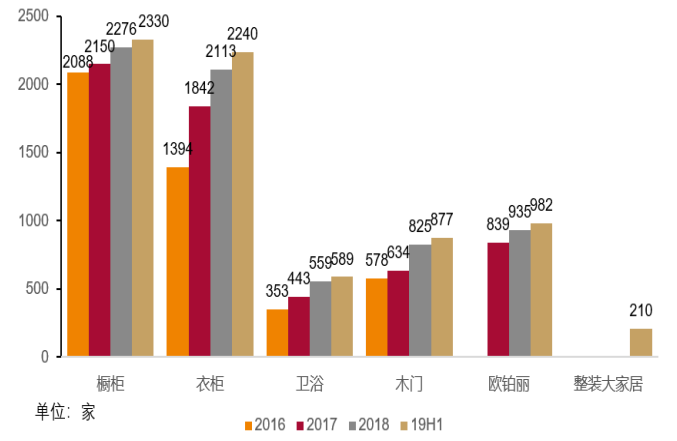
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：尚品宅配门店数量变化情况



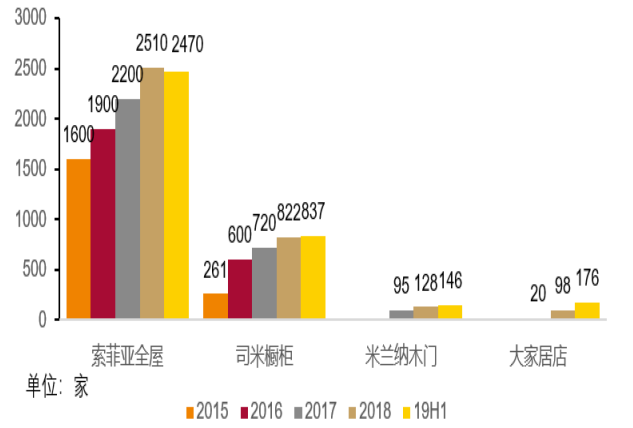
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：欧派家居门店数量变化情况



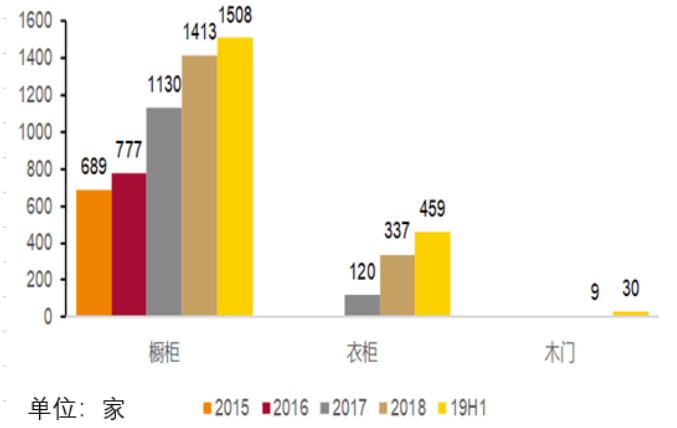
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：索菲亚门店数量变化情况



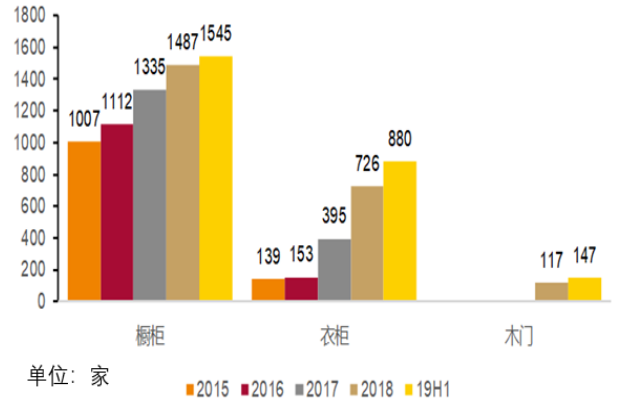
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：金牌橱柜门店数量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：志邦家居门店数量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：好莱客门店数量变化情况

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 同店——19H1 同店收入普遍下降

我们采用这样一个公式来测算同店增速：同店收入增速=当期经销商渠道收入*2/（上年同期门店数量+一年内净开店数量*0.2），其中包含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：受数据所限，***

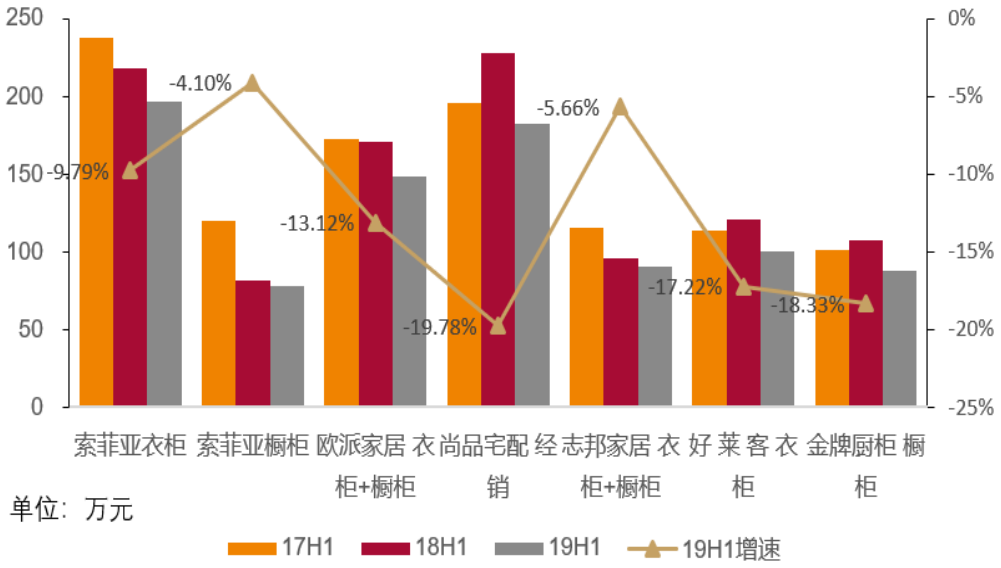
这个公式测算的同店收入是基于一定假设的，并非企业真实同店收入，只用作我们纵向或横向比较，由于当前新开店的业绩爬坡期越来越长，近期开店较快的企业真实同店收入会高于我们测算值。）

19H1 同店增速有较多下滑，主要的原因是：1）各家过去一年对于效益不好的门店关店数量有增加，但由于数据缺乏，我们公式中没有考虑，实际存续下来的同店增速会好于我们计算值；2）去年上半年行业景气度尚可，基数较高；3）过去一年招商情况较好，19H1 经销渠道收入虽然回暖，但还是个位数的增速，所以同店压力较大。

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，索菲亚衣柜、尚品、欧派上半年的同店收入为 197 万、182 万和 148 万，其他 3 家定制企业同店均没有超过 100 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，龙头的同店增速好于行业平均，显示抗风险能力较强，集中度有所提升。同店表现较好的是索菲亚橱柜（-4.1%）、志邦家居（-5.66%）、索菲亚衣柜（-9.79%）、欧派家居（-13.12%）（欧派计算时剔除了整装大家居、欧铂丽的收入）。

图 16：由于去年同期高基数和开店较快等原因，19H1 同店增速有一定下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：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		17H1	17	18H1	18	19H1
索菲亚						
分品类：	衣柜门店	237.88	530.24	218.26	514.36	196.89
	增速		10.69%	-8.25%	-3.00%	-9.79%
	橱柜门店	120.05	189.10	81.62	191.52	78.27
	增速		-24.73%	-32.01%	1.28%	-4.10%
欧派家居	(橱柜+衣柜)	172.77	408.61	170.60	392.31	148.21
	增速		10.51%	-1.26%	-3.99%	-13.12%
尚品宅配						
分品类：	经销	195.29	459.11	227.50	426.27	182.49
	增速		17.97%	16.50%	-7.15%	-19.78%

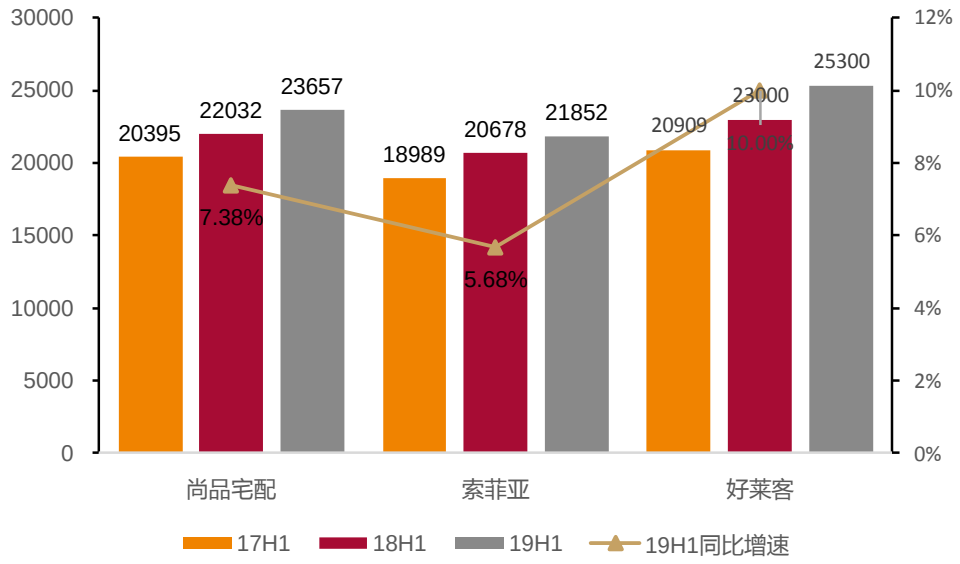
	直营	1237.97	2956.30	1375.31	2947.85	1211.37
	增速		21.86%	11.09%	-0.29%	-11.92%
志邦家居	(橱柜+衣柜)	215.76	115.52	251.25	95.72	215.37
	增速			16.45%	-17.14%	-14.28%
好莱客	衣柜门店	113.71	273.28	120.68	264.85	99.91
	增速		16.63%	6.13%	-3.09%	-17.22%
金牌厨柜	橱柜门店	100.75	297.78	107.39	224.68	87.71
	增速		5.39%	6.60%	-24.55%	-18.33%
我乐家居	全屋	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——19H1 稳健增长

19H1 定制家居企业的客单价继续稳健增长，通过大家居配套，客单价提升仍有空间。19H1 尚品宅配**终端售价的客单价约为 23657 元，同比增长 7.4%。索菲亚按照终端口径计算的客单价约为 21852 元，同比增长 5.7%。好莱客**客单价约增长 10%至 25300 元。

图 17：定制家居企业客单价仍稳步增长（单位：元，按终端售价口径）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

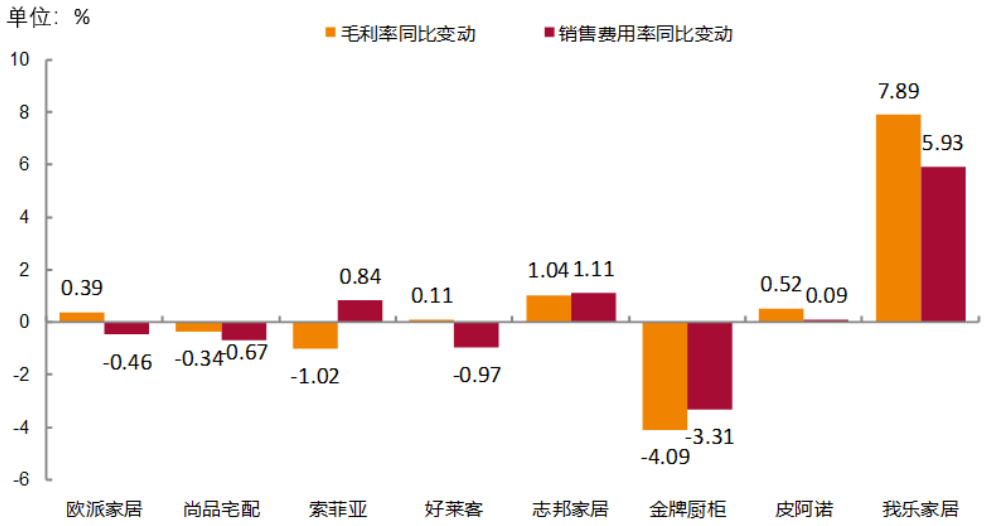
3. 财务数据透视经营成果

3.1. 价格战趋缓——19H1 毛利率基本平稳，销售费用投放控制

19H1 毛利率基本平稳，销售费用率普遍下降。从 19H1 来看，定制家居行业价格战缓和，企业综合毛利率水平基本平稳，分品类看大部分有所提升。索菲亚毛利率下滑主要是由于去年 4 月下调出厂价，上半年同期整体基数较高，并且康纯板等新品给经销商让利幅度较大，因此预计下半年毛利压力会有所减轻。**金牌橱柜**毛利率下降主要是由于低毛利的衣柜业务占比提升。**我乐家居**受益于新生产线投放生产效率明显提升。

销售费用投放控制较好，大部分企业销售费用率下行，索菲亚上半年营销较多，下半年预计销售费用率将下行，我乐家居是由于工程收入大幅增加，毛利率提升较多，但是工程产生的物流安装费用体现在销售费用中。**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 18：19H1 毛利率基本平稳，销售费用率普遍下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：17~19H1 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	19Q1	19Q2	19Q2 同比变动（pct）
欧派家居	31.0%	36.0%	36.5%	32.9%	33.9%	39.4%	38.8%	39.6%	34.2%	39.9%	0.50
尚品宅配	44.2%	46.3%	45.3%	44.5%	42.1%	44.1%	43.9%	44.0%	41.6%	44.0%	-0.13
索菲亚	32.4%	38.7%	40.2%	38.8%	34.7%	39.8%	38.2%	36.9%	34.4%	38.0%	-1.74
好莱客	38.3%	38.3%	40.2%	36.8%	38.7%	39.6%	42.0%	37.6%	39.3%	39.4%	-0.17
志邦家居	37.5%	35.6%	35.8%	32.4%	36.8%	36.3%	38.6%	32.6%	37.9%	37.3%	1.01
金牌厨柜	34.7%	38.0%	38.8%	42.2%	39.6%	39.8%	37.7%	39.3%	34.6%	36.1%	-3.63
皮阿诺	33.4%	36.0%	34.8%	33.3%	32.4%	36.7%	36.1%	37.2%	33.8%	36.4%	-0.25
我乐家居	31.2%	39.0%	38.3%	36.7%	32.7%	35.8%	40.1%	38.3%	39.7%	44.2%	8.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：17~19H1 定制家居企业单季度销售费用率比较

单季度销售费用率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q2 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%	13.8%	9.4%	-0.64
尚品宅配	37.0%	27.8%	26.1%	25.0%	36.4%	27.3%	29.2%	27.8%	34.7%	27.0%	-0.29
索菲亚	11.2%	9.1%	8.3%	6.5%	11.2%	9.4%	9.4%	9.0%	12.8%	9.9%	0.48
好莱客	20.0%	12.1%	10.2%	9.4%	18.5%	13.1%	14.2%	14.7%	19.1%	11.1%	-2.00
志邦家居	18.5%	15.6%	11.7%	11.8%	16.9%	15.4%	11.3%	12.7%	19.7%	15.6%	0.20
金牌厨柜	17.6%	21.3%	20.3%	16.3%	22.4%	22.1%	18.1%	14.4%	20.5%	18.1%	-4.03
皮阿诺	17.3%	14.7%	11.3%	15.8%	19.1%	13.7%	11.7%	12.9%	18.8%	14.3%	0.64
我乐家居	20.0%	20.4%	15.6%	12.3%	24.5%	16.3%	14.4%	16.9%	32.5%	21.2%	4.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

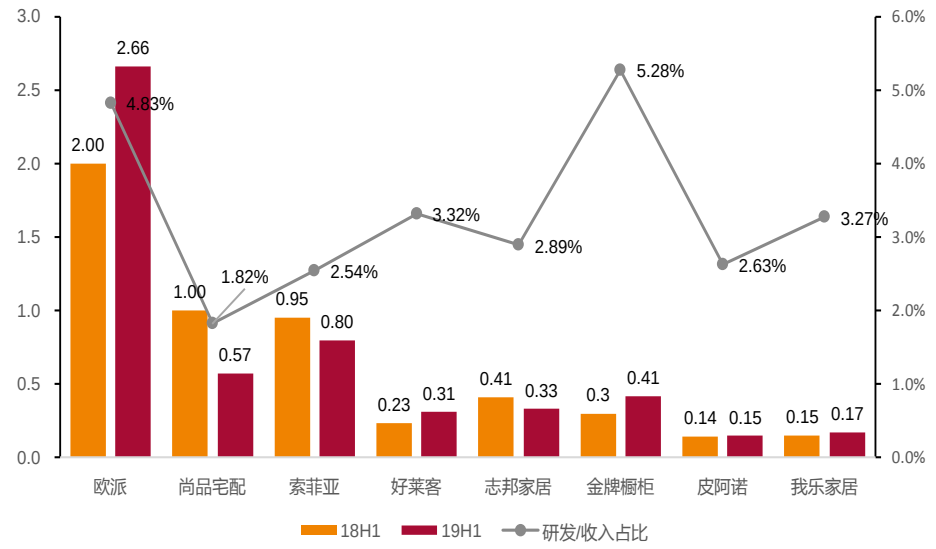
3.2. 研发投入——欧派绝对值和占比都最高

定制企业上半年研发费用相对变化较平稳，其中欧派继续维持高增长，19H1 同比上

升 33.0%至 2.66 亿元。19H1 欧派、好莱客、金牌橱柜研发费用占营业收入的占比分别为 4.83%/3.32%/5.28%，占收入比例较高。尚品宅配研发费用较低是会因为将部分费用资本化。

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，行业高速成长的红利下，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 19：定制企业上半年研发费用相对变化较平稳，其中欧派继续维持高增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 盈利质量——受工程影响，应收账款有所提升

应收账款和应收票据有所提升，主要是受到工程业务增长影响，总体风险可控。以欧派为例，2019H1 应收占款和票据合计 5.31 亿元，占总资产比例为 4.3%，周转率为 23.5 次，并且欧派、索菲亚对于工程业务合作地产商的要求较高，应收款质量较好。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，其工程收入极少。

表 9：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）								19Q2 同比变化	
公司	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	绝对额	百分比
欧派家居	296.58	214.86	224.52	328.80	413.78	368.52	509.26	530.69	201.90	61.4%
尚品宅配	4.79	3.22	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19	59.81	50.54	544.9%
索菲亚	180.39	223.74	290.33	417.19	554.49	596.09	667.69	821.55	404.36	96.9%
好莱客	8.53	7.75	16.56	29.70	26.09	13.79	40.69	37.15	7.44	25.1%
志邦家居	213.69	317.49	231.72	148.67	168.73	249.10	239.65	313.92	165.25	111.2%
金牌厨柜	18.29	20.58	23.86	21.38	27.70	27.14	32.31	34.95	13.58	63.5%
皮阿诺	139.77	155.63	212.88	285.79	347.40	343.19	406.69	603.74	317.95	111.3%
我乐家居	43.54	68.57	87.74	95.49	102.81	117.63	121.77	172.94	77.45	81.1%

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。19H1 经营净现金流由于工程业务增加等因素，增长有所放缓。

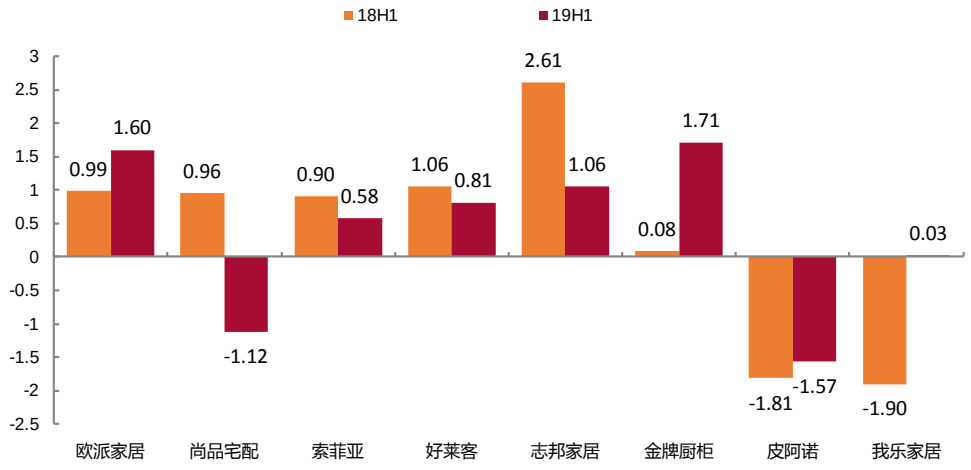
表 14： 定制家居企业 18H1-19H1 现金流和净利润情况

指标	经营活动现金流净额（百万元）			归母净利润（百万元）		
公司	18H1	19H1	同比	18H1	19H1	同比

欧派家居	544.08	1015.06	86.57%	550.04	632.75	15.04%
尚品宅配	118.09	-183.03	-254.99%	123.48	163.47	32.38%
索菲亚	332.33	227.82	-31.45%	368.95	390.94	5.96%
好莱客	191.69	120.73	-37.02%	181.12	148.77	-17.86%
志邦家居	247.48	117.05	-52.70%	94.87	110.17	16.13%
金牌厨柜	5.14	119.42	2221.76%	61.30	69.80	13.87%
皮阿诺	-87.93	-93.31	6.11%	48.53	59.39	22.37%
我乐家居	-37.82	1.28	-103.39%	19.90	45.62	129.26%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：除欧派、金牌橱柜、我乐家居外，经营活动现金流净额/净利润普遍下滑



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

建议增加对家居板块配置，下半年业绩有望继续回暖：家居板块二季度收入利润增速加快，7-8 月企业订单也加速改善，中报预收款明显好转。改善一方面受交房回暖带动，上半年看交房已经在回暖通道，毛坯房交付同比增长约 3%-5%（根据家装企业订单）；**另一方面竞争格局也在改善**，企业 CAPEX 下降，小企业加速退出，18H2 企业订单和业绩基数都很低，今年价格战减弱，三费控制加强，将带来业绩逐季回暖。

家居 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，今年交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存、家装订单、建筑投资等持续改善；由于 16-18 年精装修开盘量高增，精装修交付未来 2-3 年预计仍将加速，交房回暖存 2 年左右持续性。

长期逻辑是家居本质属性是消费，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍会持续增长。家居在耐用消费品中消费次序靠后，需求不会因地产被过度透支，未来将随人均可支配收入增加持续增长，市场当前对长期需求存过度悲观预期。

投资建议：推荐长期通过大家居持续增长的【欧派家居】、【尚品宅配】、【顾家家居】；业绩改善，估值弹性大角度推荐【志邦家居】、【索菲亚】、【惠达卫浴】。

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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