

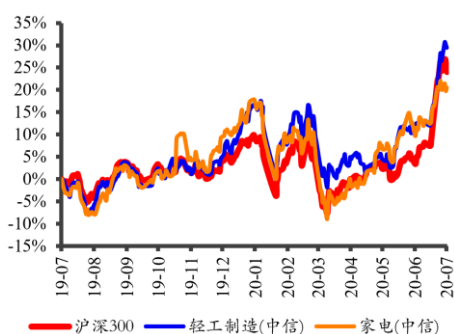


地产后周期系列报告之深度拆解家居家电精装修产业链

行业评级：增 持

报告日期：2020-07-16

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

在家居家电行业整体增长放缓的大背景下，工程业务占比较高的企业近年来成长速度突出，许多相关公司的股价在近一年内享受了业绩和估值的双轮驱动。今年上半年，地产行业的产业资本又多次通过定增的形式在二级市场加持该类企业，引发了市场对精装修产业链的进一步关注。在此背景之下，本文致力于从驱动因素、各品类空间测算以及产业链上下游合作方式等多个维度来为投资者复盘精装修赛道的发展历程，以此来解析未来的发展趋势和投资机会。

2016 年启动的本轮精装修扩容离不开政策的大力推广（外因）和开发商突破限价的内在动力（内因）。龙头房企占据了大部分精装修的市场份额，是此轮精装修市场扩容的主力军。2017 年以来地产集中度的快速提升亦是本轮精装房渗透率快速提升的重要原因。截至 2019 年，我国精装房渗透率仅 32% 左右，仍有很大的提升空间。横向与欧美日等国家 80% 以上的精装修渗透率相对比，我国的精装修起步较晚，仍处在逐步标准化的阶段。

我国精装修市场从初期的龙头地产领跑，到越来越多腰部开发商和中小开发商参与，从华东、华南地区为主要开发区域，到东北、西北地区快速发展，正由点到面在全国范围铺开，参与主体也从小范围开始全面扩张。在楼盘层次方面，中档楼盘的份额逐年提升，中档装标也是精装楼盘中占比最高的装修标准。快速扩张的精装市场将为部分产业链下游供应商的异军突起孕育土壤。

根据我们的推算，2020 年地板、木门、橱柜、厨电的精装修市场规模分别为 116、153、165、83 亿元，同比增速为 59.9%，增速远高于家居家电整体行业的增长。到 2023 年，地板、木门、橱柜、厨电的精装修市场规模能分别达到 188、248、267、134 亿元，其中 2019-2023 年均复合增长率为 26.87%。测算过程中，我们还考虑了高中低三种装修标准，计算了每个品类高中低三类装标的精装市场规模。

在地产集采过程中，行业内通用的做法是针对同一部品，整合 3 个左右实力相当的品牌，每个品牌定 2-4 款产品，剩下的选择空间留给项目公司。筛选供应商的标准与其品牌力、交付能力、资金实力和售后服务能力密不可分。

在第 5 章中，我们梳理了精装修产业链中重点研究公司的工程业务发展现状，详细介绍了各公司工程业务的体量、增速、收入占比、模式、

客户、收入确认原则以及信用政策，力求探讨这些公司未来工程业务的发展趋势。

从时间线来看，开发商与下游产业链公司的合作由来已久。以恒大为例，公司与建材家居家电产业链的合作从构建合作联盟到股权层面已有多年的探索。今年上半年，产业资本以定增方式参与家居建材企业融资，使得该板块引得了更多资本的关注。产业资本的入局，一能增强被投资家居公司获得工程订单的确定性，二能缓解家居公司由于 B 端业务占比较高使得现金流方面受到过多压力的问题，三也说明产业资本看好精装修赛道内下游供应链企业的未来发展。

2020 年 1-5 月，房屋竣工面积累计同比-11.3%，降幅较前值缩窄 3.2 个百分点，5 月单月竣工面积同比+6.2%，竣工回暖的趋势确立。在竣工回暖趋势确立以及精装修市场持续扩容的大背景下，下半年到明年建议重点关注工程业务占比较高的家居家电公司，包括江山欧派、欧派家居、老板电器、金牌厨柜、志邦家居、皮阿诺、大亚圣象等。

风险提示

精装修推广速度不及预期

疫情持续影响宏观经济走向，最终波及地产及下游企业盈利情况

部分企业未控制好应收账款风险，出现较多坏账

正文目录

1. 精装修市场扩容的驱动因素：政策引导（外因）+ 开发商突破限价（内在动力）	6
2. 我国精装市场解析：下游供应商异军突起的肥沃土壤	11
2.1 开发商：主力军是龙头房企，腰部房企增速更快	11
2.2 区域和城市：华东华南规模最大，新一线及二线城市落地楼盘最多	13
2.3 楼盘售价和装修标准：中档楼盘份额逐年提升，中档装标占比最高	14
3. 各品类精装修市场空间测算，2020 年仍是成长快车道	15
4. 开发商筛选供应商标准：利于品牌供应商发展	19
4.1 品牌力：瓷砖、卫浴部品、厨电市场对品牌力更看重	19
4.2 交付能力：从交付周期和产能两方面考量	20
4.3 资金实力：做大工程渠道的重要门槛	21
4.4 售后服务：优质的售后能提高企业入围项目的概率	22
5. 重点研究公司参与精装赛道的模式详解	23
5.1 重点研究公司工程业务概览	23
5.2 重点研究公司工程业务详解：模式、客户、收入确认原则、信用政策	27
6. 产业资本介入，传递积极信号	29
7. 投资建议：竣工大年+精装修市场扩容，建议关注工程业务占比较高的家居家电公司	33
风险提示：	35

图表目录

图表 1 国内商品住宅精装楼盘渗透率	6
图表 2 精装修相对毛坯的优点	6
图表 3 中国精装修市场规模增速（新开盘量）	7
图表 4 全国有关精装修/全装修政策颁布数量及变化	7
图表 5 全国性的精装修相关政策	8
图表 6 2016-2019 年部分省市限价政策整理（不完全统计）	9
图表 7 地产集中度提升明显（按销售面积）	10
图表 8 中国与欧美日的精装修渗透率对比	10
图表 9 国内外精装修发展现状对比	11
图表 10 TOP5 开发商 2018-2019 年精装修市场份额变化	12
图表 11 2017-2019 年精装修开发商市占率结构变化	12
图表 12 精装修开发商分 50 强&非 50 强结构	13
图表 13 中国商品住宅精装楼盘开盘规模结构-区域	13
图表 14 2019 年精装修市场城市等级规模及同比	14
图表 15 2017-2020 年 1-4 月精装修市场分楼盘售价份额（按开盘量）	15
图表 16 2017-2020 年 1-4 月精装修市场分装修标准份额	15
图表 17 中国商品房住宅精装楼盘开盘量	16
图表 18 精装修市场重点部品配套率	16
图表 19 总装修需求预测表	17
图表 20 各品类精装修市场规模测算表	18
图表 21 重点覆盖品类的 500 强开发商首选供应品牌（2020）	19
图表 22 各部品 TOP5 品牌及 2020 年 1-4 月份额	20
图表 23 重点公司产能分布	21
图表 24 江山欧派的毛利率呈上升趋势	21
图表 25 主要家居家电品牌供应商各年应收账款周转率（次）	22
图表 26 主要家居家电品牌供应商各年经营性现金净流量/净利润	22
图表 27 重点公司售后服务情况	23
图表 28 精装修涉及的主要家居家电上市公司 2019 年工程业务收入情况	24
图表 29 江山欧派历年工程业务收入占比及同比增速	24
图表 30 欧派家居历年工程业务收入占比及同比增速	25
图表 31 志邦家居历年工程业务收入占比及同比增速	25
图表 32 金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速	25
图表 33 皮阿诺历年工程业务收入占比及同比增速	26
图表 34 老板电器历年工程业务收入占比及同比增速	26
图表 35 大亚圣象历年工程业务收入占比及同比增速	27
图表 36 重点公司大宗业务的运作模式、核心客户、收入确认原则以及信用政策	28
图表 37 恒大与下游产业链公司的合作	29
图表 38 碧桂园创投参与帝欧家居定增	30
图表 39 碧桂园创投参与蒙娜丽莎定增	30
图表 40 碧桂园创投参与惠达卫浴定增	31
图表 41 碧桂园创投股权结构	32

图表 42 保利资本股权结构.....32

图表 43 房地产企业开发期房的流程.....33

图表 44 地产新开工、销售和竣工累计同比增速.....34

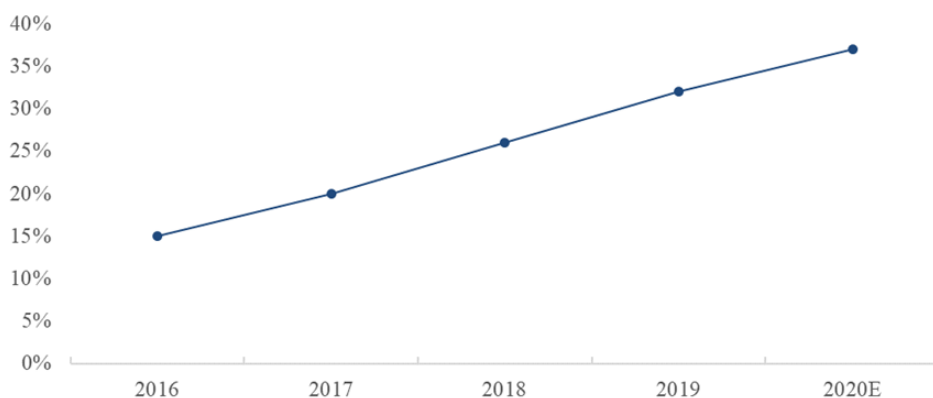
图表 45 装修流程图.....34

图表 46 重点公司估值表.....35

1. 精装修市场扩容的驱动因素：政策引导（外因）+ 开发商突破限价（内在动力）

根据奥维云网的数据，我国商品住宅精装楼盘渗透率从 2016 年的 15% 提升至 2019 年的 32%，预计 2020 年精装楼盘渗透率有望提升至 37%。新开楼盘精装修渗透率的迅速提升使得工程渠道成为建材家居家电企业不容忽视的重要销售渠道之一。

图表 1 国内商品住宅精装楼盘渗透率



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

与毛坯房相比，精装房在成本、环保、安全等方面拥有诸多优势。对开发商而言，批量采购和整体施工，能够节约成本、低碳环保。对消费者而言，精装房的合理设计和布局能帮助他们规避安全隐患，同时拎包入住也为他们节约了大量的时间成本。

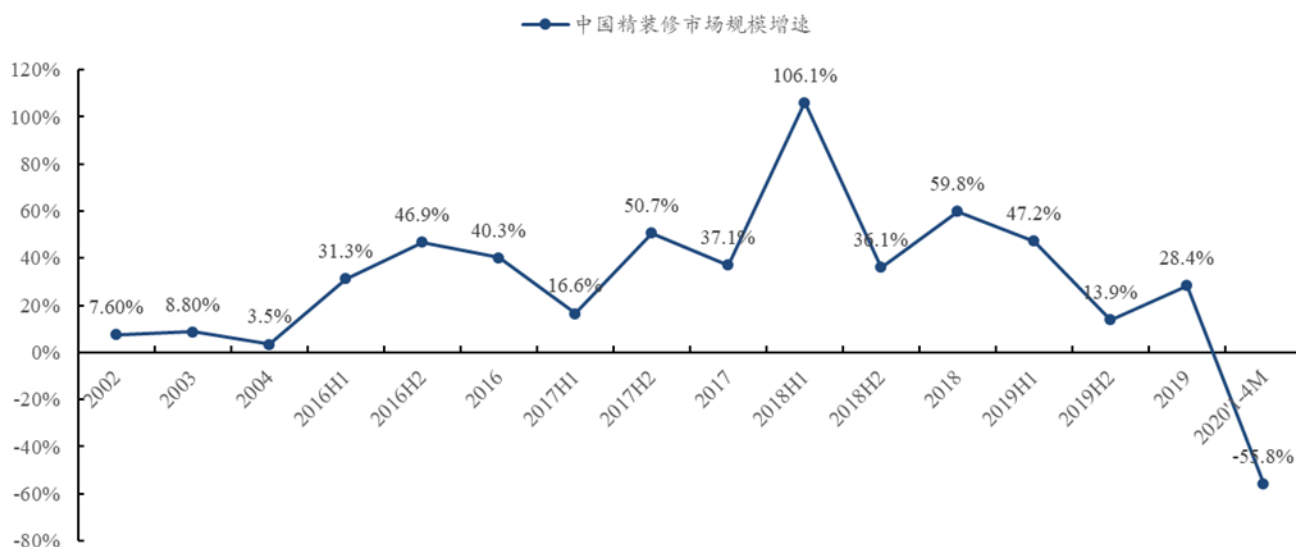
图表 2 精装修相对毛坯的优点

精装修相对毛坯的优点	
节约成本	由于精装修房屋装修与土建同步，可以节省工程开支；开发商的批量采购能以较低的成本购得原材料，可以降低采购成本；流水线施工，统一装修，可以降低工程施工成本。
节省时间精力	由于现代生活节奏快，并且装修工期长，很多人没有时间和精力去装修。而精装房可以拎包入住，节约购房者时间和精力。
低碳环保	为了提高精装修质量，减少室内污染，提高居住质量，开发商通常会推广使用环保新材料进行装修，并且这种批量的装修也避免了以后单独装修的噪音污染。
规避安全隐患	在精装房设计方面，开发商会全面考虑到热水器、净水器、微波炉、洗衣机的安装问题，会对房屋进行科学的布局、设计，将房屋使用率尽可能在合理安全的范围最大化。

资料来源：华安证券研究所整理

尽管精装房有上述诸多优点，但其实精装修市场真正的快速扩容要从 2016 年说起。

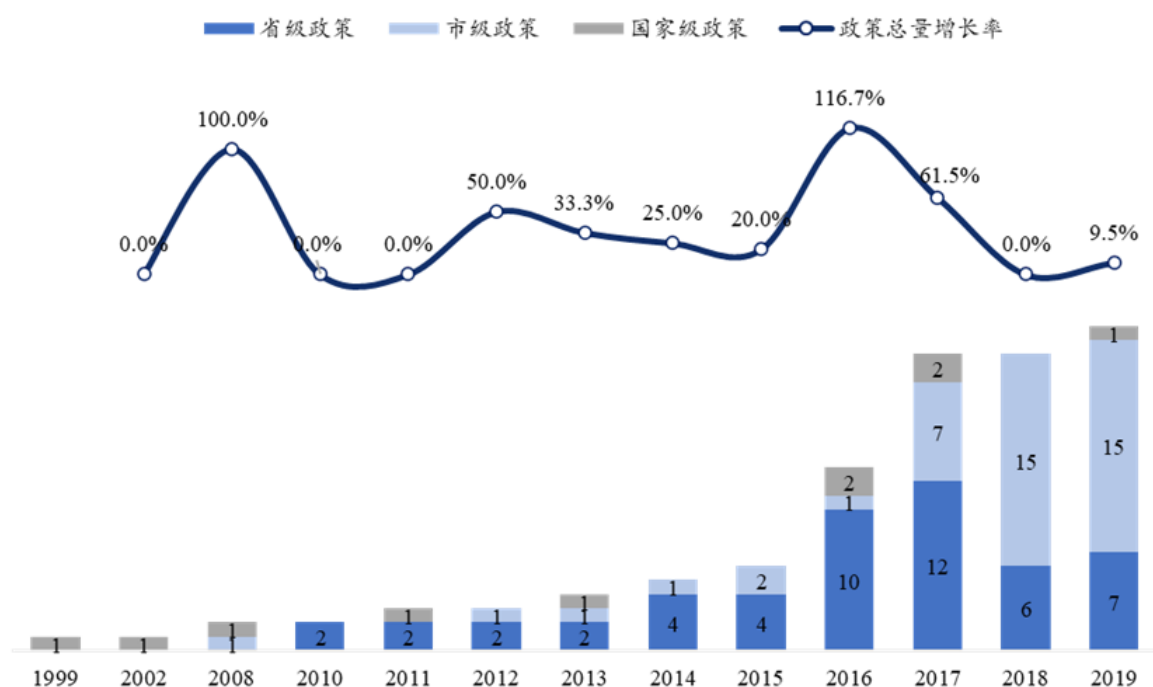
图表 3 中国精装修市场规模增速（新开盘量）



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

从外因来看，精装修的推广离不开政策支持。2016 年我国全装修政策频出，当年该方面的政策数量同比增速高达 116.7%。我们看到，2016-2019 年国家及各省市共颁布精装修相关政策 78 次，2019 年达 23 次。2018 年市级政策颁布次数首次超过省级，说明精装修政策的推广已经从高线城市下沉至低线城市。大量政策的出台为开发商发展精装修住宅提供了方向指引，也证明精装修是国家支持的地产开发大趋势。

图表 4 全国有关精装修/全装修政策颁布数量及变化



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

按时间线梳理，我国精装修发展可以分为三个阶段：

第一阶段（1999年-2006年）：萌芽期。2002年，住建部印发《商品住宅装修一次到位实施导则》，是政府首次为全装修做出定义。2003年在北京、广州出现了中国第一批精装房，但此时精装修只出现在中高档楼盘，且质量参差不齐。

第二阶段（2007年-2015年）：引导发展期。2008年，住建部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，要求各地引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或采用菜单式装修模式，逐步达到取消毛坯房、提供全装修成品房的目标。2011年，《建筑业“十二五”规划》出台，鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。

第三阶段（2016年至今）：快速发展期。2016年开始，国家全装修政策频出，精装修逐步普及，深入发展。2017年住建部发布《建筑业发展十三五规划》，要求新开工全装修成品住宅面积达到30%。2019年《住宅项目规范(征求意见稿)》指出城镇新建住宅建筑应全装修交付。

图表 5 全国性的精装修相关政策

时点	政策名称	部门	政策内容
1999	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》	住建部	首次提出了积极推广一次性装修或菜单式装修模式
2002	《商品住宅装修一次到位实施导则》	住建部	首次对“全装修”做出明确的定义和规范
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	住建部	引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或采用菜单式装修模式，分步实施，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标
2011	《建筑业“十二五”规划》	住建部	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房
2013	《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	国务院	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修
2016	《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》	住建部	该标准对推动住宅全装修发展和住宅产业化也起到了积极的推动作用
2016	《关于推进住宅全装修工作的意见》	住建厅	明确了住宅全装修的范围、原则，提出了住宅全装修的工作目标和任务，规定了住宅全装修的具体工作内容
2017	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	住建部	推行装配式建筑全装修与主体结构、机电设备一体化设计和协同施工
2017	《建筑业发展十三五规划》	住建部	到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%
2019	《住宅项目规范(征求意见稿)》	住建部	指出城镇新建住宅建筑应全装修交付，户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部铺装或粉刷完成

资料来源：华安证券研究所整理

从内因来看，开发商主动开发精装房也有突破地产限价的内在动力。面对严格的地产限价令，尤其是在一二线城市，地产开发商通过合同拆分，增加一个比装修成本更高的“精装修”合同，能够实现变相提高楼盘每平方米销售价格的目的。

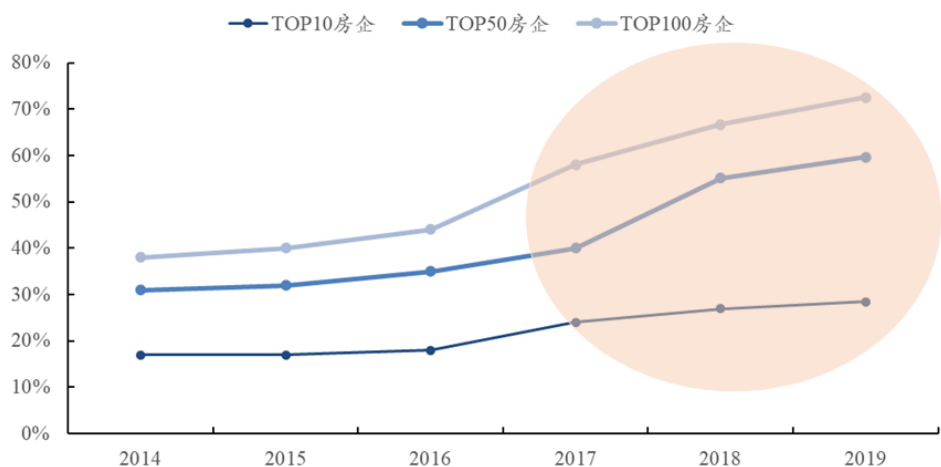
图表 6 2016-2019 年部分省市限价政策整理（不完全统计）

时间	城市	限价政策
2016年4月	南京	对主城六区以及江宁、浦口商品住宅项目，按照价格区间分类指导，申报均价每平方米2万元以下的，年化涨幅不宜高于12%；每平方米2-3万元的，年化涨幅不宜高于10%；每平方米3万元以上的，年化涨幅不宜高于8%
2016年10月	深圳	已取得预售许可和现售备案的商品住房和商务公寓项目，若超出备案价格、擅自提价的房企，将立即停止网签并责令整改。
2016年10月	苏州	经价格部门严格成本核算确定备案价格后，一次性公开全部准售房源及每套房屋价格，实际销售价格不得高于备案价格。同一批次分批销售时，不得提高销售价格。下一批次备案价格不得高于上一批次同类型房屋成交均价。
2016年10月	北京	明确海淀区永丰产业基地和大兴黄村共4宗地块未来销售商品房的价格；同时设定房屋未来销售限价、设定地价上限。
2017年5月	青岛	对于涨幅明显高过且不接受价格指导的项目，房地产交易管理部门可暂缓办理《商品房预售许可证》。
2017年6月	郑州	新备案预售商品住房销售均价，原则上不高于2016年10月份周边新建商品住房价格水平；企业出售商品住房实际销售价格不得高于申报价格，申报价格3个月内不得调高。
2017年7月	上海	商品住宅和地下车库采取“一价清”制度，实际销售价格均不得高于备案价。
2017年7月	成都	开发商预售价格申报，将按照楼面地价+建安成本+合理利润的方式申报。开发商的预售、现售申报价格，不得明显高于周边在售项目。
2017年8月	广州	开发商必须在销售现场公示经过政府备案的价格，销售价格不得高于备案价格。要求凡是不接受政府价格指导的楼盘，一律不能网签。
2018年2月	三亚	销售价格超过备案价格的不予网签，降价销售幅度不得超过备案价格20%，备案价格原则上保持一年稳定期，一年内不得调整。
2018年8月	沈阳	分期销售的商品住房项目，本期销售均价不得高于前一期指导价格；首次入市的商品住房项目，销售均价不得高于周边同质可比项目销售均价，周边无同质可比项目的，按成本法核定。
2018年12月	青海	经价格监督部门审核备案后，房地产开发企业3个月内不得调高商品房销售价格。3个月后需要调高销售价格备案的，应重新申报审核备案。
2019年6月	杭州	“限房价、限地价”，即设置地价上限的同时，还设置了今后的商品房售价上限。市区（含富阳、临安，下同）共出让48宗“双限”地块，几乎涵盖楼市的各个板块。
2019年7月	大连	按照一房一价制度申报房源价格，6个月内不得调整申报价格，6个月后可申请下调申报价格；实际网签备案价格不得高于申报价格，且价格下浮不得超过5%。
2019年7月	洛阳	各房地产开发企业目前在售项目以2019年4月签约均价为基准价，再售房源价格原则上均不得高于该基准价。

资料来源：华安证券研究所整理

2017年以来地产集中度的快速提升亦是本轮精装房渗透率快速提升的重要原因。龙头房企占据了大部分精装修的市场份额，是本轮精装修市场扩容的主力军。

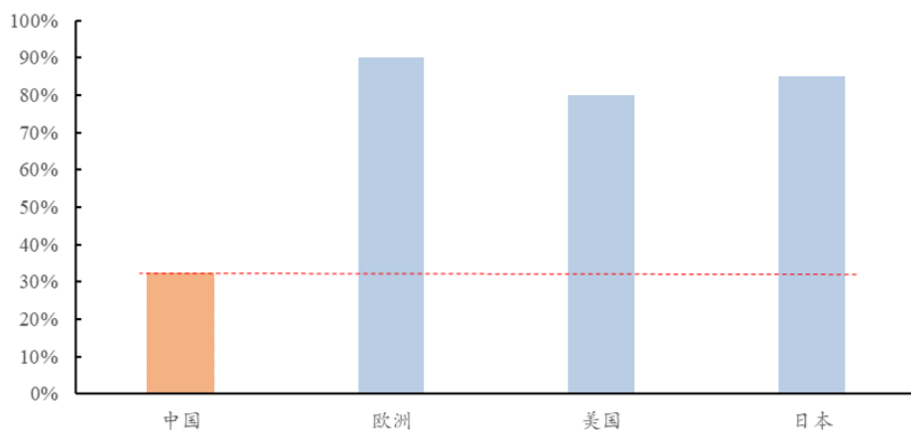
图表 7 地产集中度提升明显（按销售面积）



资料来源：克尔瑞，华安证券研究所

横向对比海外发达国家，精装修早已是新房的主流开发模式。与欧美日等国家 80% 以上的渗透率相比，我国精装修起步较晚，仍处在逐步标准化的阶段。截至 2019 年，我国精装房渗透率仅 32% 左右，仍有很大的提升空间。

图表 8 中国与欧美日的精装修渗透率对比



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

国外的精装修发展较早，瑞典上世纪六十年代在全球率先推出精装修模式，欧美日等发达国家也随后加入了精装修行列，并迅速发展壮大。欧洲的精装修风格突出“轻装修重装饰”的特点，采用大量的软装饰品来进行室内装修；美国精装修更加多样化且具有奢华气息，购房者在选择产品上具有较高的自由度；日本的精装修则更加标准化，部品部件通用性强。

总体来看，中国的精装修发展更趋向于日本这种模式。从我国家居家电不同渠道的产品 SKU 数量来看，工程渠道产品的 SKU 明显少于零售渠道。但我国精装修要达到日

本精装修的标准化程度，仍然有很远的路要走。例如，整体卫浴在我国才刚兴起，但其在日本的渗透率已经非常高。

图表 9 国内外精装修发展现状对比

	精装修的特点	精装修发展现状
中国	逐渐标准化	仍处于发展期，随着国家精装修标准和政策的颁布，以及住宅建设的标准化，精装修向标准化迈进
欧洲	轻装修、重装饰	厨房、卫生间、客厅等只进行简单的装修，对室内环境美化方面表现出了强烈的个性化装饰诉求，大量运用艺术品、家具等软装饰品进行装扮
美国	多样化、奢华化、专业化	部品部件完全实现了标准化、系列化和通用化，且产品种类丰富，购房者可以通过产品目录，很方便的买到所需产品自行进行装修
日本	标准化、工业化	对住宅整体实行构配件批量化生产，再加以对材料、设备、制品、住宅性能、结构、安全等方面实行强制性标准化，使得各厂家生产的住宅部品部件具备通用性

资料来源：中国建材报，华安证券研究所

2. 我国精装市场解析：下游供应商异军突起的肥沃土壤

本章节分别按**开发商、区域和城市、楼盘售价和装修标准**三个方面来盘点我国精装修市场的现状。从初期的龙头地产领跑，到越来越多腰部开发商和中小开发商参与，从华东、华南地区为主要开发区域，到东北、西北地区快速发展，**精装市场正由点到面在全国范围铺开，参与主体也从小范围出发全面快速铺开**。在楼盘层次方面，**中档楼盘的份额逐年提升，中档装标也是精装楼盘中占比最高的装修标准**。快速扩张的精装市场将为部分产业链下游供应商的异军突起孕育土壤。

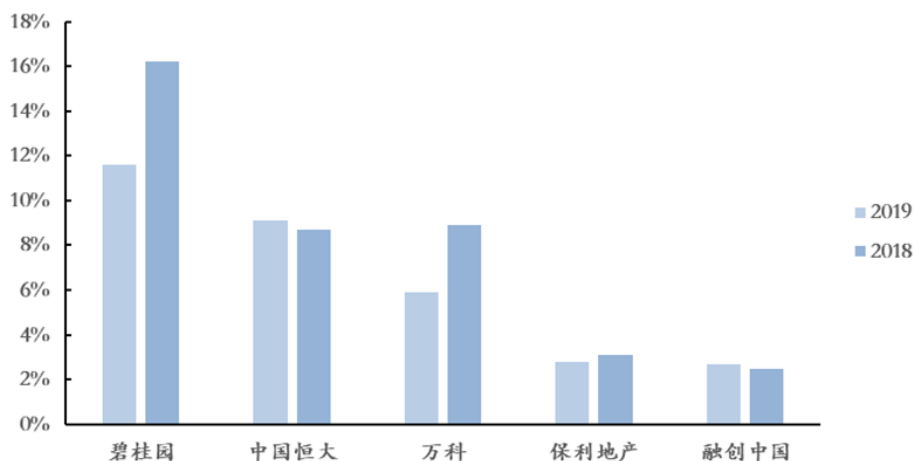
2.1 开发商：主力军是龙头房企，腰部房企增速更快

目前来看，TOP10 房企仍然是精装市场的主力军，但 2018 年以来 TOP11-100 的腰部房企和中小房企精装楼盘的增长更快，精装修市场的集中度呈下降趋势。2019 年，TOP5 房企精装修市场份额为 32%，较 2018 年下降 7 个 pct。非 50 强房企精装房的占比持续提升，2019 年非 50 强房企的精装房占比为 39.2%，较 2018 年提升了 6.2 个 pct。

由于龙头房企的全装修率已经较高，每年开盘数的增量也有限，作为下游供应商，在争取原有客户更多份额的同时，也要不断开拓新的腰部和中小地产客户，才能保持持续快速发展的动能。另一方面，从大客户向小客户发展的路径，对供应商来说相对容

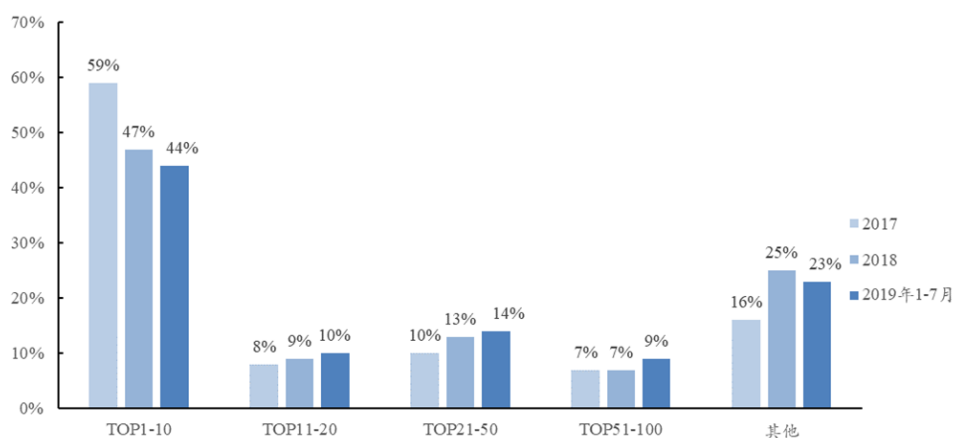
易。拥有龙头地产客户的工程项目经验，也为这些供应商与新客户的合作打下良好的基础。同时，品牌供应商对规模相对小一些的地产客户的议价能力或能较龙头地产客户更强。

图表 10 TOP5 开发商 2018-2019 年精装修市场份额变化



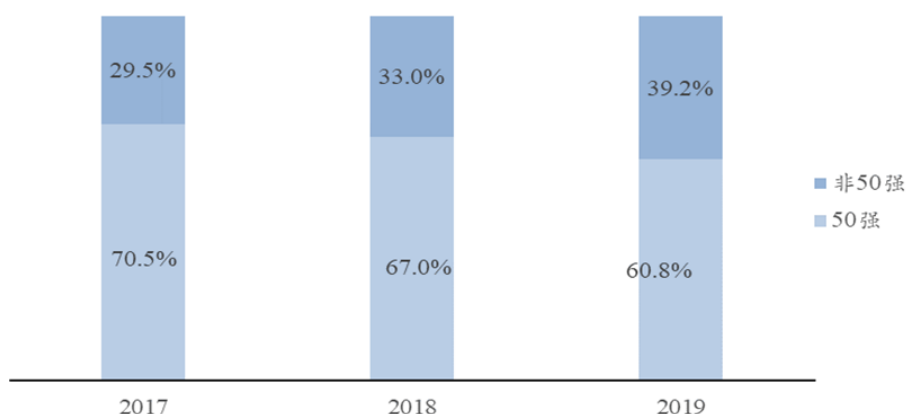
资料来源：奥维云网，华安证券研究所

图表 11 2017-2019 年精装修开发商市占率结构变化



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

图表 12 精装修开发商分 50 强&非 50 强结构

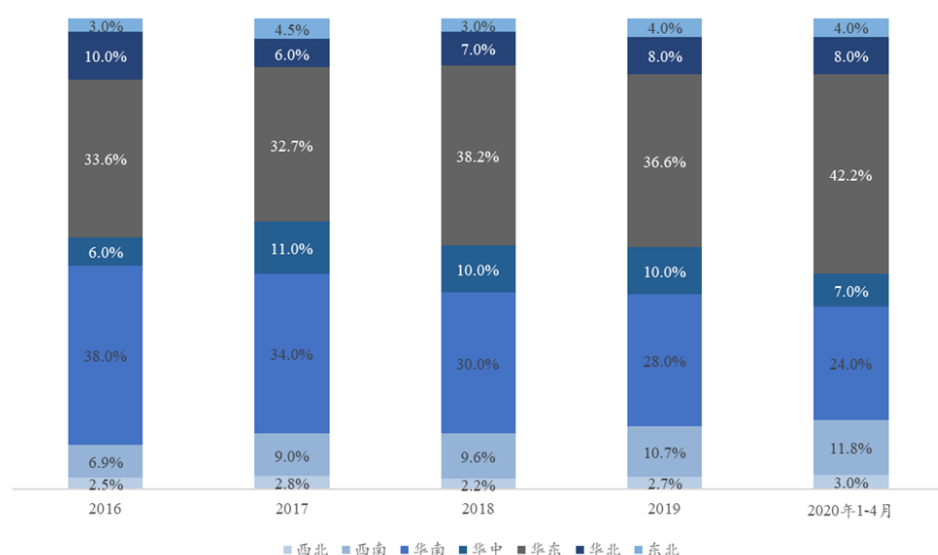


资料来源：奥维云网，华安证券研究所

2.2 区域和城市：华东华南规模最大，新一线及二线城市落地楼盘最多

目前来看，华东和华南地区是我国精装修开盘规模最大的两个地区。2019 年和 2020 年 1-4 月，两者合计开盘占比达到 64.6%和 66.2%。东北和西北两个地区增长最快。2019 年东北、西北地区的增幅分别为 86.1%和 60.4%，华北、西南、华东、华中和华南的增速分别为 47.1%、39.9%、21.8%、18.2%和 12.0%。而根据 2016-2019 年的数据，华中、西南、东北地区的复合增速最快，分别为 67.40%、63.43%和 55.40%。

图表 13 中国商品住宅精装楼盘开盘规模结构-区域



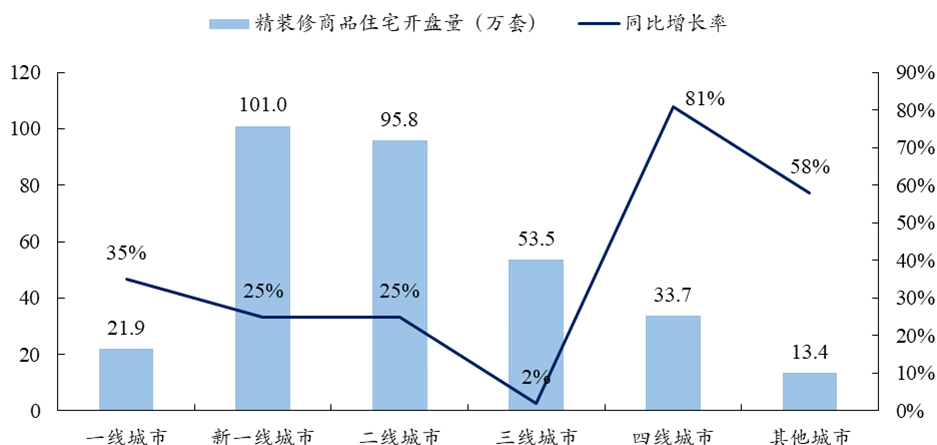
资料来源：奥维云网，华安证券研究所

分城市来看，2019 年精装修主要围绕新一线及二线城市落地。其中，成都、武汉、杭州居前三位，为主力城市，规模均超过 10 万套；此外，近三年间，武汉、成都、杭州、

佛山、南宁、南京城市份额也较高。

精装修市场由点及面从华东华南向全国范围铺开，从一线城市向新一线和二线城市再到低线城市发展，我们认为这种趋势有利于产能全国布局以及有资金实力能够在全国范围内新建生产基地的龙头家居家电企业。龙头地产在全国范围拿地开盘，基于原有合作基础，品牌供应商在全国范围内迅速响应，未来这些企业的发展空间更为广阔。

图表 14 2019 年精装修市场城市等级规模及同比



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

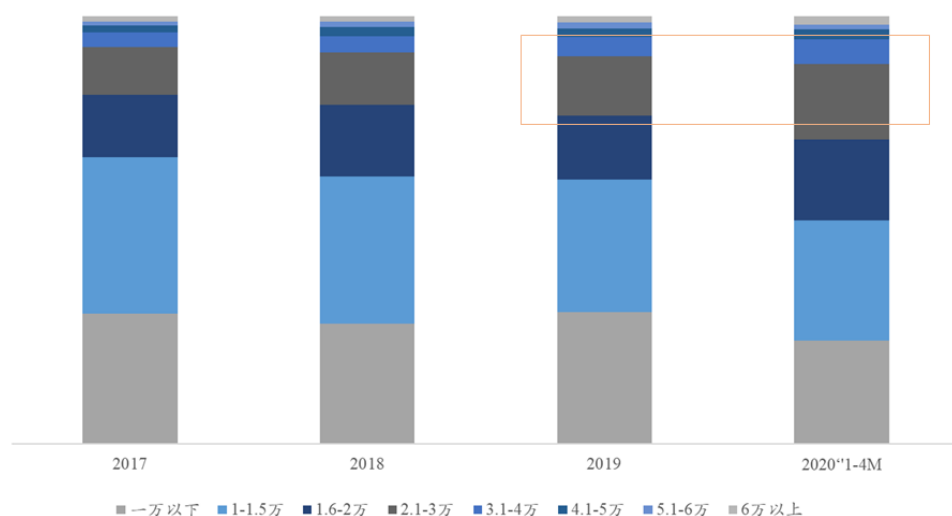
2.3 楼盘售价和装修标准：中档楼盘份额逐年提升，中档装标占比最高

根据奥维云网，售价在 2.1-4 万/坪的楼盘，其精装修市场份额逐年提升，6 万/坪以上的精装修楼盘增长较快。6 万/坪以上的楼盘大多数在一线城市，一线城市精装政策推出的时间更早，市场基础好，业主对于精装修带来的额外购房支出接受度更高，或是 6 万/坪以上的精装楼盘增长较快的原因。2.1-4 万/坪的楼盘多在一线城市和新一线城市，其精装修市场份额逐年提升或也与新一线城市精装修渗透率的快速提升有关。

装修标准方面，2000-5000/平米的中档装修标准楼盘占比最高，2019 年 2000/平米的低档装修标准楼盘的占比增长较快，而 5000/平米的高档装修标准楼盘占比保持相对平稳。不同的装修标准下，一方面开发商选择的品牌档次和产品型号不同，另一方面囊括的装修品类也可能不一样。例如，对于较低的装修标准，收纳空间一般会包括橱柜、洗手台柜，厨电会包括抽油烟机、炉灶等；对于中档装标，收纳或会增加入户柜、次卧衣柜等，厨电或将采用老板、方太、西门子等品牌，洁具和五金或将选择科勒等知名品牌；对于高档装标，配套产品都将提升为顶级品牌，也大多配备中央空调。

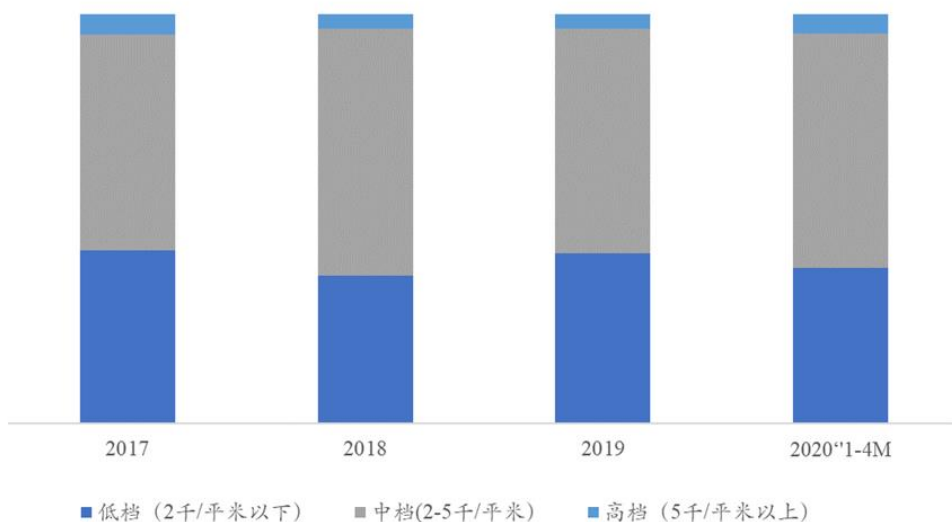
目前已上市的大部分家居家电品牌多为知名品牌，在零售市场受到中高端消费者青睐。因此在中档楼盘份额提升和中档装标为主流的精装修市场中，它们的产品定位能够契合大部分客户楼盘，入选率较高。

图表 15 2017-2020 年 1-4 月精装修市场分楼盘售价份额（按开盘量）



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

图表 16 2017-2020 年 1-4 月精装修市场分装修标准份额



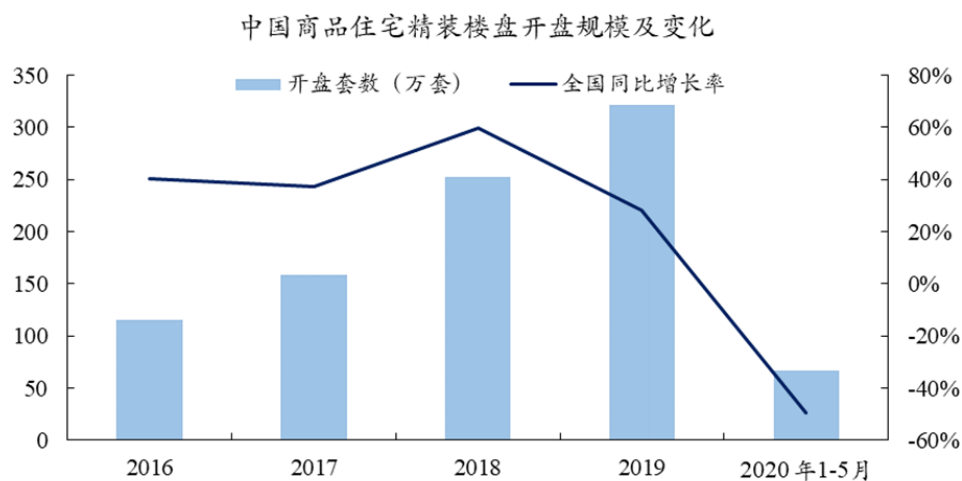
资料来源：奥维云网，华安证券研究所

3. 各品类精装修市场空间测算，2020 年仍是成长快车道

2016 年开始是中国精装修楼盘快速增长的元年。根据奥维云网，2016-2019 年，全国商品住宅精装楼盘开盘规模从 115.36 万套迅速发展至 324.71 万套，CAGR 为 41.19%，而

2000年初，精装修楼盘每年的开盘数仅保持个位数增长。受疫情影响，2020年1-5月商品住宅精装楼盘开盘规模累计同比下滑-49.3%。不过，伴随疫情趋于平稳，市场逐步好转。根据奥维云网的数据，2020年2月的同比降幅最大时超过-96%，此后逐渐收窄至1-5月的-49.3%。

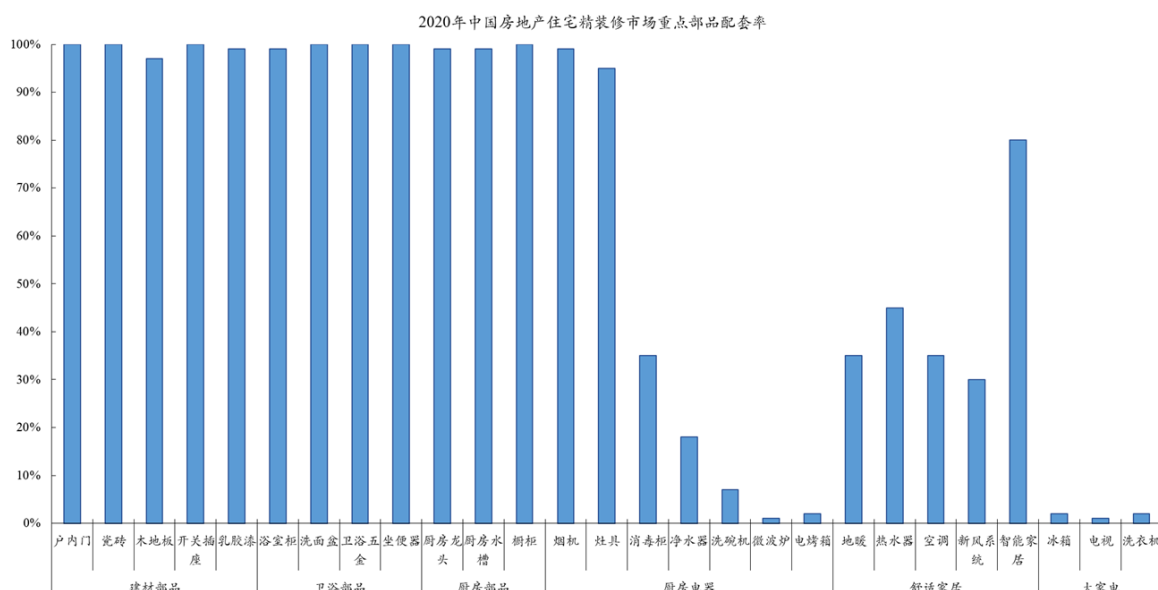
图表 17 中国商品房住宅精装楼盘开盘量



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

根据奥维云网的数据，精装房中建材、橱柜、厨电（烟机、灶具）的配套率接近100%，为一级配套品。根据国家统计局的地产数据和奥维云网的数据，我们对地板、木门、橱柜、厨电这四种一级配套品的精装修市场规模进行测算。

图表 18 精装修市场重点部品配套率



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

我们做出推算的假设主要包括：

- 1) 假设地板、木门、橱柜、厨电的配套率能达到 100%，工程业务客单价基本保持平稳。
- 2) 参考奥维云网 2019 年和 2020 年 1-4 月的装标数据，假设高中低档装修标准的楼盘占比分别是 39%、56%和 5%，以高、低档装修标准下品类的价格乘数相对中档装标分别是 0.8 和 1.2。
- 3) 假设 1 套精装住宅对应房屋面积 40%的木地板销售面积、5 扇木门、1 套橱柜和 1 套厨电。
- 4) 根据当年统计局公布的竣工面积和竣工套数，计算出历年的套均面积，并假设 2020-2023 年的套均面积与 2019 年相同。
- 5) 根据过去 5 年竣工面积对应三年前新开工面积的占比保持在 57%左右，且有逐年递减的趋势，保守假设 2020-2023 年竣工面积对应三年前新开工面积的 57%、53%、52%和 55%，预测得到 2020-2023 年竣工面积分别增长 7.4%、11.3%、7.1%、4.7%。
- 6) 假设精装修楼盘从开盘到竣工需要 2 年时间，我们根据奥维云网 2015-2019 年的精装修开盘数量，推测出 2017 年-2021 年的精装修竣工楼盘数量。假设 2022、2023 年竣工的精装房套数占全部房屋竣工套数的 44.8%和 48.0%，推算出 2022、2023 年的精装房套数。

根据估计，我们推算 2020 年地板、木门、橱柜、厨电的精装修市场规模分别为 116、153、165、83 亿元，同比增速为 59.9%，增速远高于家居家电行业整体增长。到 2023 年，地板、木门、橱柜、厨电的精装修市场规模能分别达到 188、248、267、134 亿元，2019-2023 年均复合增长率为 26.87%。

图表 19 总装修需求预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
当年房屋竣工套数 (万套)	677	618	637	684	761	816	854
其中：精装房(万套)	82	115	158	253	323	365	410
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
精装修占当年竣工套数的比例 (%)	12.15%	18.66%	24.84%	36.99%	42.41%	44.80%	48.00%
高档装标精装房 (5%)	4	6	8	13	16	18	20
中档装标精装房 (56%)	46	65	89	142	181	205	230
低档装标精装房 (39%)	32	45	62	99	126	142	160
平均单套房屋面积 (平方米)	106	107	107	107	107	107	107
更新需求 (按15-17年前的年均房屋竣工套数估算)	239	269	323	358	391	403	445
总需求 (万套)	917	887	960	1042	1152	1218	1299
YOY		-3.21%	8.22%	8.54%	10.57%	5.76%	6.59%

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 20 各品类精装修市场规模测算表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
当年房屋竣工套数 (万套)	677	618	637	684	761	816	854
其中: 精装房(万套)	82	115	158	253	323	365	410
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
精装修占当年竣工套数的比例 (%)	12.15%	18.66%	24.84%	36.99%	42.41%	44.80%	48.00%
地板精装修市场规模测算 (房屋面积40%)							
高档装标单价 (元/平米)	132	132	138	138	138	138	138
中档装标单价 (元/平米)	110	110	115	115	115	115	115
低档装标单价 (元/平米)	88	88	92	92	92	92	92
总市场规模 (亿元)	36	51	72	116	148	167	188
YOY		41.24%	43.33%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
高档市场规模 (亿元)	2.30	3.25	4.66	7.46	9.51	10.77	12.08
中档市场规模 (亿元)	21.50	30.36	43.52	69.58	88.79	100.50	112.75
低档市场规模 (亿元)	11.98	16.92	24.24	38.77	49.47	55.99	62.82
木门精装修市场规模测算(1:5)							
高档装标单价 (元/樘)	1560	1560	1560	1560	1560	1560	1560
中档装标单价 (元/樘)	1300	1300	1300	1300	1300	1300	1300
低档装标单价 (元/樘)	1040	1040	1040	1040	1040	1040	1040
总市场规模 (亿元)	50	70	96	153	196	221	248
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
高档市场规模 (亿元)	3.21	4.50	6.17	9.87	12.59	14.25	15.99
中档市场规模 (亿元)	29.94	42.00	57.59	92.08	117.50	132.99	149.20
低档市场规模 (亿元)	23.10	32.40	44.42	71.03	90.64	102.59	115.10
橱柜精装修市场规模测算							
高档装标单价 (万元/套)	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
中档装标单价 (万元/套)	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
低档装标单价 (万元/套)	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
总市场规模 (亿元)	54	75	103	165	211	238	267
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
高档市场规模 (亿元)	3.45	4.85	6.64	10.62	13.56	15.34	17.22
中档市场规模 (亿元)	32.24	45.23	62.02	99.16	126.53	143.22	160.68
低档市场规模 (亿元)	17.96	25.20	34.55	55.25	70.50	79.79	89.52
厨电市场规模测算							
高档装标单价 (元/套)	4200	4200	4200	4200	4200	4200	4200
中档装标单价 (元/套)	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500
低档装标单价 (元/套)	2800	2800	2800	2800	2800	2800	2800
总市场规模 (亿元)	27	38	52	83	105	119	134
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
高档市场规模 (亿元)	1.73	2.42	3.32	5.31	6.78	7.67	8.61
中档市场规模 (亿元)	16.12	22.62	31.01	49.58	63.27	71.61	80.34
低档市场规模 (亿元)	8.98	12.60	17.28	27.62	35.25	39.90	44.76

资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

4. 开发商筛选供应商标准：利于品牌供应商发展

在地产集采过程中，行业内通用的做法是针对同一部品，整合 3 个左右实力相当的品牌，每个品牌定 2-4 款产品，剩下的选择空间留给项目公司。选择哪些供应商与其品牌力、交付能力、资金实力和售后服务能力密不可分。

4.1 品牌力：瓷砖、卫浴部品、厨电市场对品牌力更看重

一般来说，品牌商的产品质量以及产品工艺相对一般的订制产品更有保障，地产商在选择供应商的过程中往往会优先考虑品牌供应商。根据中国房地产协会官网的 2020 年 500 强开发商首选供应品牌，其中圣象、江山欧派、金牌、老板和欧派分别在地板类、木门类、橱柜类、厨电类和定制家具类的首选率排名上占据了第一名的位置。

图表 21 重点覆盖品类的 500 强开发商首选供应品牌（2020）

500强开发商首选供应商											
No.	地板类	首选率	No.	木门类	首选率	No.	建筑陶瓷类	首选率	No.	卫浴洁具类	首选率
1	圣象	18%	1	江山欧派	16%	1	马可波罗	20%	1	科勒	24%
2	书香门地	14%	2	千川	12%	2	蒙娜丽莎	17%	2	美标	23%
3	和邦盛世	13%	3	春天	11%	3	欧神诺	14%	3	箭牌	15%
4	大自然	8%	4	星月神	10%	4	东鹏	12%	4	TOTO	12%
5	德尔	7%	5	阔阔同创	9%	5	欧美	10%	5	摩恩	7%
6	北美枫情	6%	6	梦天家居	8%	6	新明珠	7%	6	乐家	6%
6	华耀装饰	6%	7	索福	7%	7	能强陶瓷	6%	7	高仪集团	5%
8	生活家	3%	8	金牌	5%	8	诺贝尔	3%	8	安华	3%
9	安信	2%	9	润成创展	2%	9	简一	2%	9	汉斯格雅	2%
10	世友	1%	10	美心	1%	10	亚细亚陶瓷	1%	10	杜拉维特	1%
									10	宜来卫浴	1%
No.	橱柜类	首选率	No.	厨房电器类	首选率	No.	照明灯具类	首选率	No.	定制家具类	首选率
1	金牌	17%	1	老板	23%	1	欧普	23%	1	欧派	17%
2	皮阿诺橱柜	15%	2	方太	16%	2	雷士	15%	2	索菲亚	16%
3	欧派家居	12%	3	华帝	15%	3	飞利浦	14%	3	金牌	13%
4	海尔	9%	4	海尔	14%	4	三雄极光	12%	4	皮阿诺橱柜	10%
5	华帝	7%	5	伊莱克斯	9%	5	西顿电工	10%	5	华帝	8%
6	志邦	6%	6	西门子	8%	6	TCL	7%	6	尚品宅配	7%
7	博洛尼	4%	7	美的	7%	7	阳光照明	5%	7	志邦	4%
8	科勒	3%	8	万和	3%	8	松下电器	4%	8	好莱客	2%
8	赫斯帝	3%	9	帅康	2%	9	正泰电工	3%	9	玛格家居	1%
9	中意	2%	10	德意电器	1%	10	欧司朗	2%	10	维尚	1%
10	德意丽博	1%	10	顺纳	1%						

资料来源：中国房地产协会，华安证券研究所

不过，我们整理了奥维云网 2020 年 1-4 月的各品类 TOP5 份额龙头，发现开发商在选择不同品类供应商时对品牌力的看重程度有所不同。在木地板、户内门、浴室柜和橱柜等领域，品牌商目前的市场份额仍然不多，上述品类对应的第一大工程品牌商圣象、江山欧派、欧派卫浴、欧派橱柜的市场份额仅 17.4%、7.4%、4.7%和 7.5%，低于订制（地产商找代工厂或不知名品牌订制）份额。

而瓷砖、大部分卫浴部品、厨电等品类 2020 年 1-4 月对应的第一大工程品牌商马可波罗、科勒、方太的市场份额达到 24.4%、38.9%（卫浴五金）、33.8%（烟机）。可以看出在这些领域，品牌力是地产商在选择供应商的过程中非常重要的参考指标。

图表 22 各部品 TOP5 品牌及 2020 年 1-4 月份额

建材部品TOP5品牌及2020年1-4月份额											
瓷砖		木地板		户内门		乳胶漆		开关			
马可波罗	24.4%	订制	18.1%	订制	57.2%	立邦	36.8%	TCL-罗格朗	28.3%		
蒙娜丽莎	16.1%	圣象	17.4%	江山欧派	7.4%	三棵树	23.4%	西蒙	21.8%		
东鹏	8.1%	大自然	14.2%	千川	6.4%	多乐士	18.3%	西门子	18.1%		
欧神诺	7.9%	德尔	6.5%	泰森日盛	2.4%	嘉宝莉	7.1%	施耐德	11.9%		
诺贝尔	5.1%	世友	5.4%	日门	2.1%	亚士漆	5.0%	良信	4.8%		
TOP5合计	61.5%	TOP5合计	61.6%	TOP5合计	57.2%	TOP5合计	90.6%	TOP5合计	84.9%		
卫浴部品TOP5品牌及2020年1-4月份额											
坐便器		卫浴五金		洗面盆		浴室柜					
科勒	38.9%	科勒	26.4%	科勒	37.4%	订制	52.7%				
TOTO	14.1%	摩恩	24.2%	TOTO	12.7%	欧派	4.7%				
美标	11.2%	美标	9.4%	美标	9.5%	科勒	3.1%				
乐家	6.3%	TOTO	6.7%	乐家	6.9%	现代筑美家居	2.9%				
杜拉维特	5.5%	汉斯格雅	6.1%	杜拉维特	6.3%	海尔	2.6%				
TOP5合计	76.0%	TOP5合计	72.8%	TOP5合计	72.8%	TOP5合计	52.7%				
厨房部品TOP5品牌及2020年1-4月份额											
橱柜		烟机		灶具		消毒柜		洗碗机		电烤箱	
订制	42.2%	方太	33.8%	方太	34.5%	老板	39.2%	方太	61.3%	米勒	26.7%
欧派	7.5%	老板	31.4%	老板	32.2%	方太	28.6%	西门子	9.4%	西门子	25.6%
金牌	7.4%	美的	9.2%	美的	9.1%	西门子	8.2%	弗兰卡	6.6%	博世	20.8%
海尔	3.9%	西门子	7.3%	西门子	7.4%	美的	6.1%	老板	6.0%	伊莱克斯	16.2%
志邦	3.4%	海尔	4.1%	海尔	3.9%	伊莱克斯	4.4%	米勒	4.6%	嘉格纳	4.9%
TOP5合计	64.3%	TOP5合计	85.7%	TOP5合计	87.1%	TOP5合计	86.6%	TOP5合计	87.9%	TOP5合计	94.2%
舒适家居部品TOP5品牌及2020年1-4月份额											
热水器		空调		新风		净水器		智能家居系统			
美的	17.1%	美的	33.1%	兰舍	19.7%	3M	25.3%	美的	17.4%		
威能	14.2%	格力	18.7%	朗思威	12.8%	美的	15.6%	欧瑞博	17.0%		
海尔	11.6%	日立	17.6%	爱迪士	9.6%	怡口	13.9%	泰创	16.0%		
林内	9.0%	大金	7.8%	松下	9.3%	安吉尔	12.5%	华为	14.2%		
博世	7.4%	海尔	5.9%	百朗	8.9%	滨特尔	7.7%	西蒙	7.0%		
TOP5合计	59.3%	TOP5合计	83.0%	TOP5合计	60.3%	TOP5合计	74.9%	TOP5合计	71.6%		

资料来源：奥维云网，华安证券研究所

4.2 交付能力：从交付周期和产能两方面考量

由于供应商的交付周期将直接影响开发商的交房，伴随新一轮交房高峰的来临以及精装修渗透率的提升，交付能力已经成为开发商选择供应商非常重要的考虑因素之一，若交付能力不够，双方很难达成长期合作。

我们从交付周期和产能两个角度来考虑交付能力。品牌供应商多数具有多地产能布局，不仅可以实现就近交付，缩短交付周期，也有助于应对工程商的大量订单。以江山欧派为例，公司在浙江江山、河南兰考均建有生产基地，交付周期较大部分竞争对手要

短，当前年产能超过 300 万套，远高于其他供应商普遍不到 180 万套的产能，且江山欧派的产能仍在持续扩张。

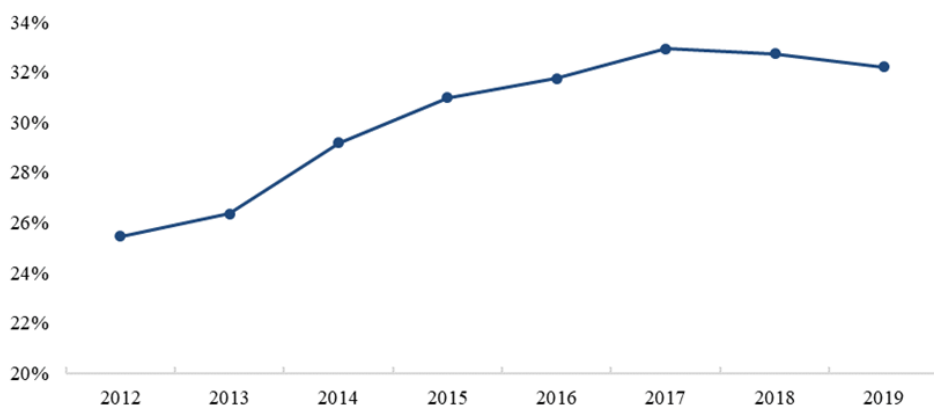
图表 23 重点公司产能分布

	产能分布
江山欧派	浙江江山、河南兰考
金牌厨柜	厦门、江苏泗阳
欧派家居	广州、天津、无锡、清远、成都五大生产基地
志邦家居	合肥
皮阿诺	中山、天津、河南兰考
老板电器	余杭、江苏茅山
大亚圣象	江苏、福建

资料来源：华安证券研究所整理

此外，这些龙头企业多数亦拥有专供工程业务的产品生产线，伴随规模生产，单位成本有望下降。例如，江山欧派的综合毛利率已从 2012 年的 25% 提升到 2019 年的 32%。

图表 24 江山欧派的毛利率呈上升趋势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

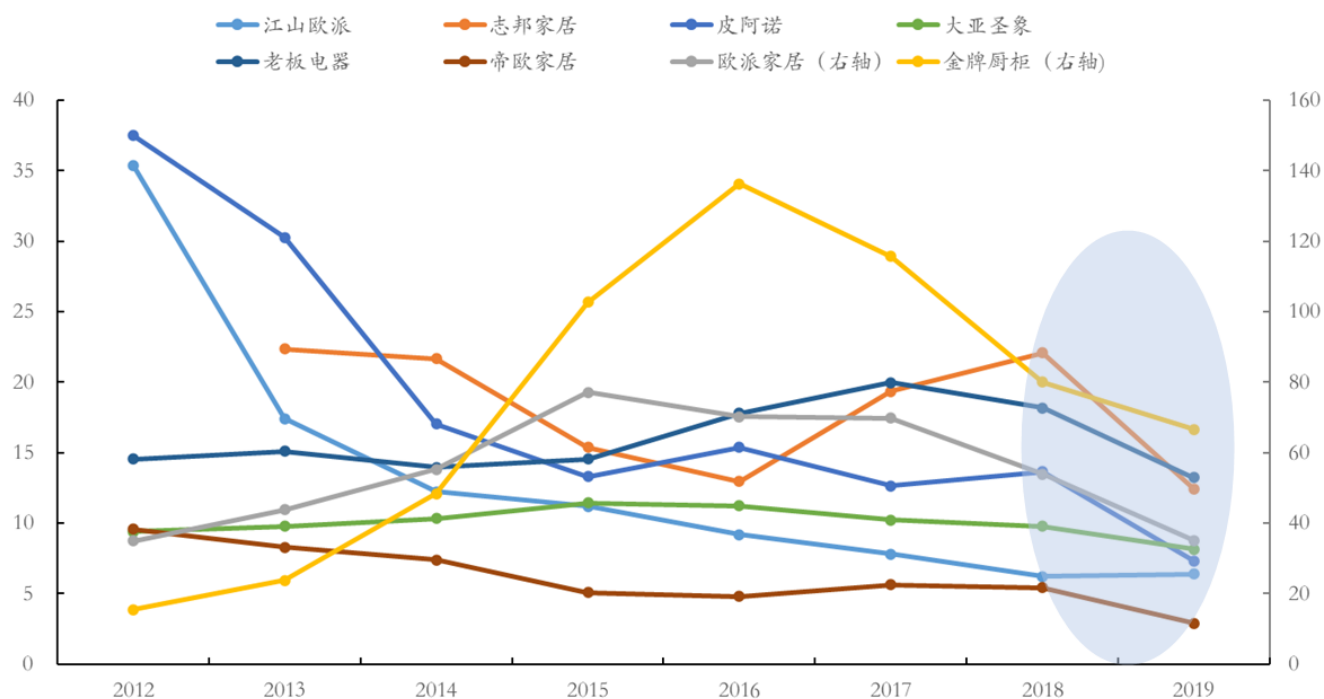
4.3 资金实力：做大工程渠道的重要门槛

一般来说，工程业务会拉长企业的收款账期，需要企业在生产经营过程中储备足够的资金。由于开发商相对强势，供应商往往会采取先发货安装后收款的方式为开发商供货。具体来说，开发商对其供应商的付款通常由施工和安装进度以及开发商的现金周转情况决定，账期往往长达半年至 1 年甚至更久，这对供应商的资金实力提出了较高要求。

随着工程业务的占比提升，部分家居家电品牌供应商的应收账款周转率和经营性现金净流量与净利润的比值呈下降趋势，应收账款的增加拖累了这些公司以往优良的现金周转表现。由此可见，资金实力是要做大工程渠道的重要门槛，对于上市的这些家居家电龙头而言，多元化的融资渠道和相对中小企业更优的融资条件是他们做大工程业

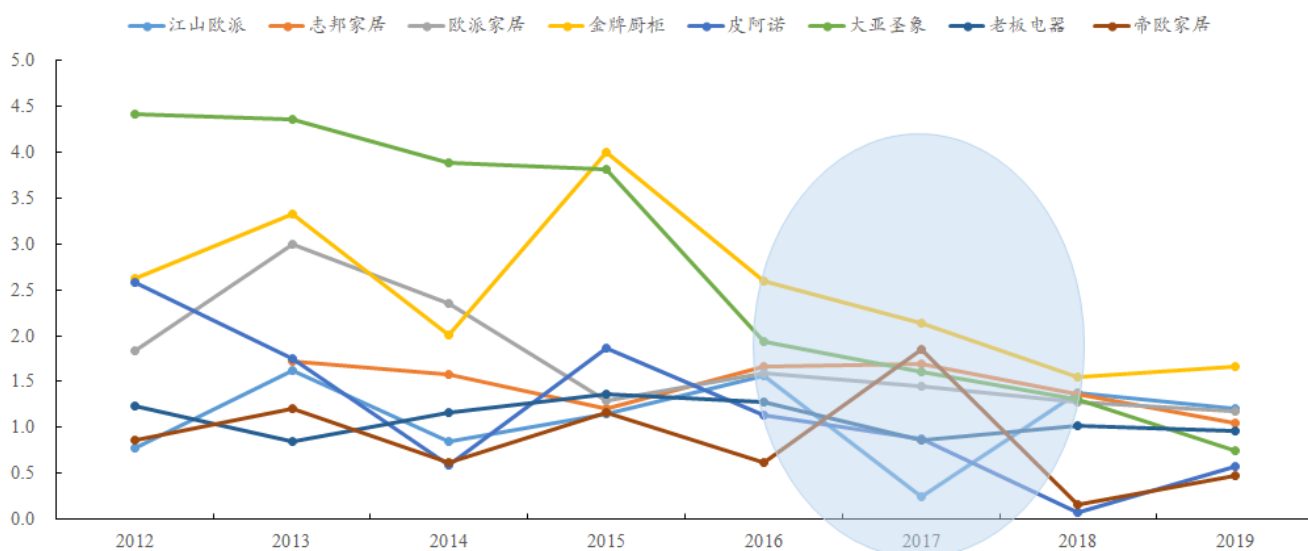
务的重要优势。

图表 25 主要家居家电品牌供应商各年应收账款周转率（次）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 主要家居家电品牌供应商各年经营性现金净流量/净利润



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.4 售后服务：优质的售后能提高企业入围项目的概率

除上述因素外，优质的售后服务也可以提高企业入围项目的概率。维修质量、响应速

度、用户满意度是售后服务的重要组成部分。许多品牌供应商开拓工程业务较早，项目经验丰富，具有先发优势。他们的服务网络覆盖范围广，售后有保障，能够提高项目附加值，更容易得到开发商的青睐。

例如，江山欧派的工程服务团队遍布全国主要城市，能够快速响应。公司还设立了专门的工程客户研发团队，参与客户需求调研，为工程客户提供产品的解决方案；金牌厨柜以庞大的营销网络为基础，结合特约服务网点，组成专业的服务队伍，每年坚持开展“金牌服务季”活动，为用户提供免费的上门保养等售后服务；索菲亚近期推出全新服务IP“法式柜管家”，在此前的服务标准上，新增了项售后增值服务“上门养护十项服务”。

图表 27 重点公司售后服务情况

售后服务情况	
江山欧派	工程服务团队遍布全国主要城市，能够快速响应。此外，江山欧派设立了专门的工程客户研发团队，参与客户需求调研，为工程客户提供产品的解决方案。
金牌厨柜	以庞大的营销网络为基础，结合特约服务网点，组成公司的专业服务队伍。公司成立至今每年持续开展“金牌服务季”活动，为用户提供免费的上门保养等售后服务。
索菲亚	基于消费者需求，索菲亚法式柜管家在此前的服务标准上，新增了项售后增值服务“上门养护十项服务”，提供厨房整体清洁和全屋柜类产品的调试保养。
志邦家居	连续多年举办微笑行动活动，用户预约报名后，就可享受到一站式、全方位免费的家居检查服务，免费检修、调试和维护。
欧派家居	创立4S服务新标准行业售后服务标准编制单位：上门测量、电脑跟踪、定期检修、5年质保、终身维护等16道一站式服务。
皮阿诺	2013年开启“阳光服务”，组建专业售后团队，主动为客户、为所有的橱柜消费群体提供免费的一站式检测、维修及保养服务。
老板电器	在行业内首创“烟机未至，服务先行”的KDS服务理念，服务内容涵盖了厨房设计支持、送货安装、维护修理、养护指导、跟踪安检等五个层面的星级服务标准。

资料来源：华安证券研究所整理

5. 重点研究公司参与精装赛道的模式详解

本章节介绍了我们在精装修产业链中重点研究公司的工程业务发展现状，详细介绍了各公司工程业务的体量、增速、收入占比、模式、客户、收入确认原则以及信用政策，力求探讨这些公司未来工程业务的发展趋势。

5.1 重点研究公司工程业务概览

精装修市场的快速扩容，带动了一批建材、家居、家电企业的工程业务收入快速增长，本文重点研究的上市公司包括江山欧派、欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺、老板电器、大亚圣象等。2019 年，上述公司分别实现大宗业务收入 16.84/21.62/6.39/5.05/6.43/13.97/18.95 亿元，同比增速分别为 78%/52.53%/63.53%/148.73%/110.04%/90%/42.48%，占总营业收入的比例分别为

83.11%/15.98%/21.57%/23.76%/43.70%/18.01%/37%，该占比分别较去年提升了9.42/3.66/5.51/11.83/43.70/8.10/6.27 个 pct。

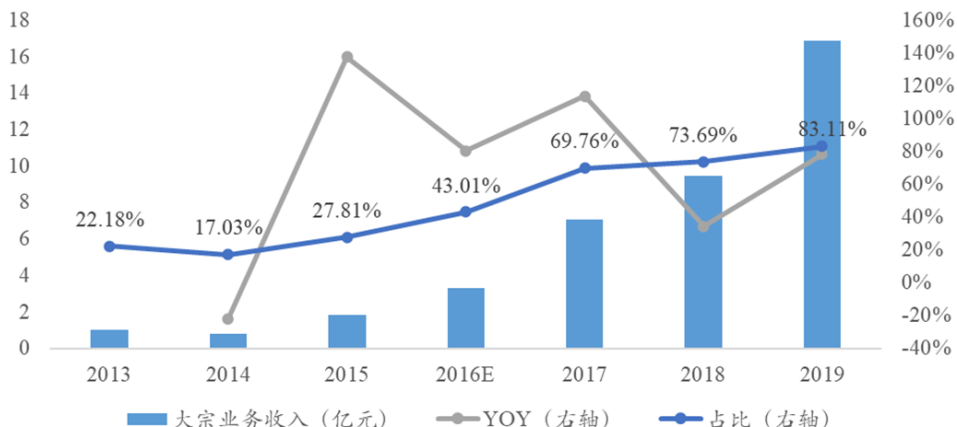
可以看出,2019 年工程业务收入增长最快的公司分别是**金牌厨柜、皮阿诺和老板电器**。2019 年工程业务收入占比提升最快的公司分别是**皮阿诺、金牌厨柜和江山欧派**。工程业务收入已成为上述企业总收入增长的重要驱动因素。

图表 28 精装修涉及的主要家居家电上市公司 2019 年工程业务收入情况

	江山欧派	欧派家居	志邦家具	金牌厨柜	皮阿诺	老板电器	大亚圣象
工程业务收入规模 (亿)	16.84	21.62	6.39	5.05	6.43	13.97	18.95
工程业务收入YOY	78.17%	52.53%	63.53%	148.73%	110.04%	90.00%	32.48%
工程业务收入占比	83.11%	15.98%	21.57%	23.76%	43.70%	18.01%	25.96%
工程业务收入占比较 2018 年的变动 (pct)	9.42%	3.66%	5.51%	11.83%	16.13%	8.10%	6.27%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

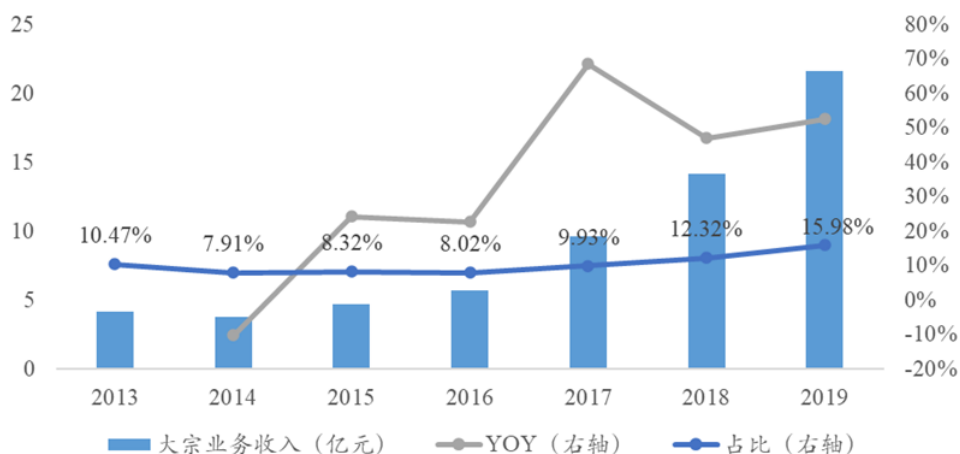
图表 29 江山欧派历年工程业务收入占比及同比增速



备注：2016 年的工程业务收入占比根据招股书披露的半年度占比估算

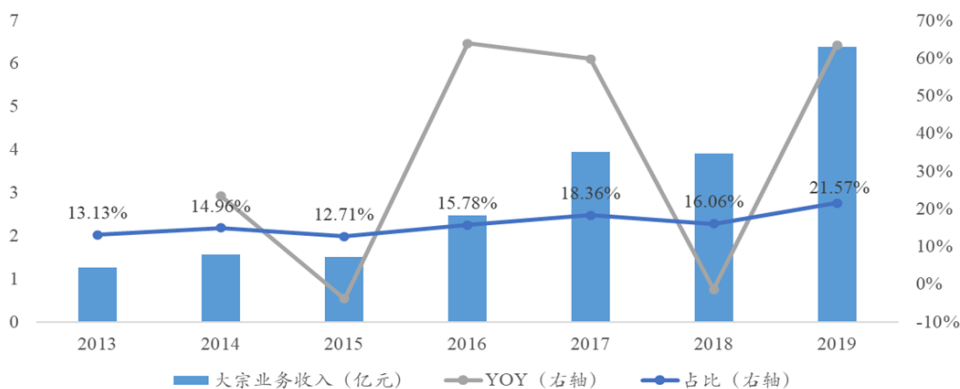
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 欧派家居历年工程业务收入占比及同比增速



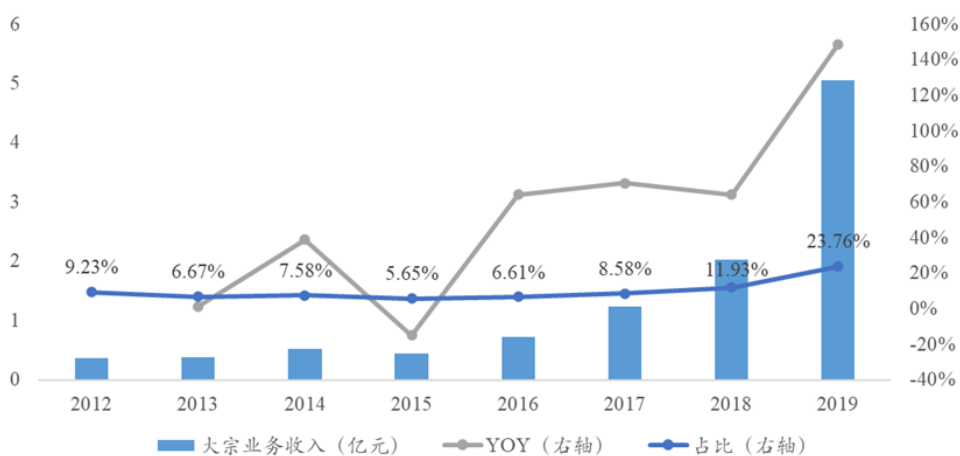
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 志邦家居历年工程业务收入占比及同比增速



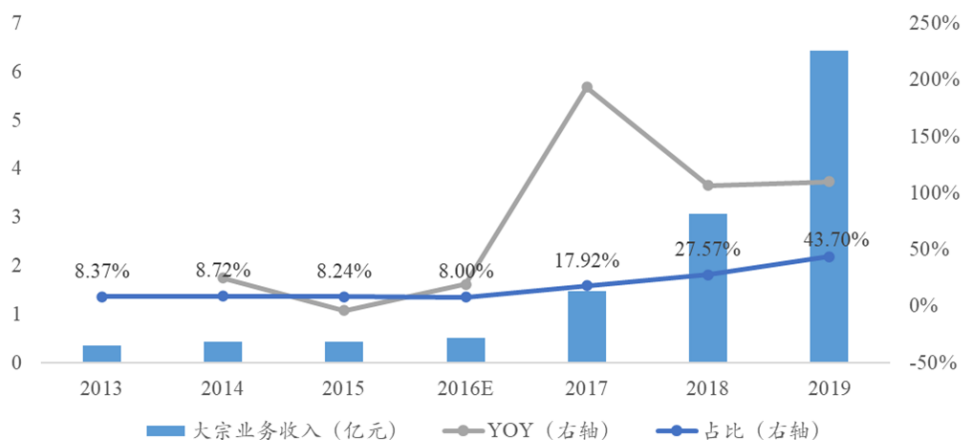
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 金牌厨柜历年工程业务收入占比及同比增速



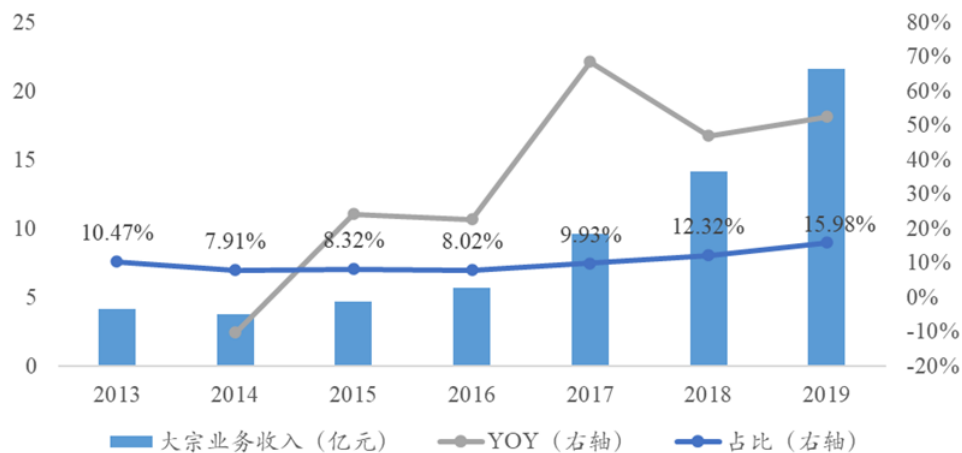
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 皮阿诺历年工程业务收入占比及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

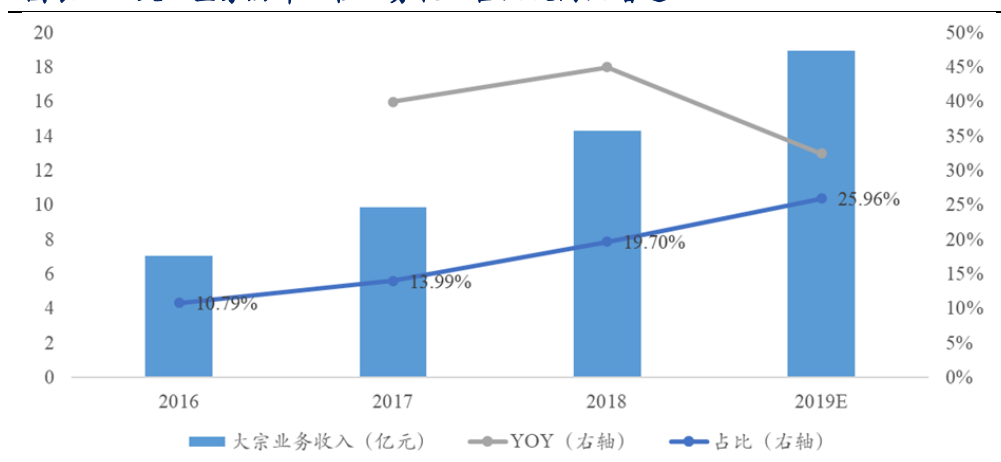
图表 34 老板电器历年工程业务收入占比及同比增速



备注：该图表数据由华安研究所估算

资料来源：华安证券研究所整理

图 表 35 大亚圣象历年工程业务收入占比及同比增速



备注：2019 年的大宗业务收入是估算

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 重点研究公司工程业务详解：模式、客户、收入确认原则、信用政策

本章节对 5.1 中重点研究公司工程业务的运作模式、核心客户、收入确认原则以及信用政策等方面进行整理分析。我们发现除金牌厨柜几乎完全以工程代理商模式开展大宗业务之外，其余公司均采用部分直营、部分工程代理商（工程经销商）的模式来开展工程业务。不过，由于工程代理商模式能缓解品牌供应商的资金压力，将会是这类公司未来发展工程业务采取的主流模式。

从核心客户来看，金牌厨柜、欧派家居、志邦家居的工程客户集中度较低，而江山欧派、皮阿诺、大亚圣象的部分关键客户份额较高。不过，这些企业也在积极拓展更多新客户，以降低大客户占比过高带来的业务风险。

关于工程业务的收入确认原则，一般分为两种，若企业直接服务开发商，那么一般是按合同完成产品安装并经客户验收合格后确认收入；若企业是通过工程代理商销售，一般是在本公司将产品运送到指定物流，完成出库和托运或代理商提收产品时确认收入。

关于工程业务的信用政策大致分为两种类型。一种是给予客户一定信用期，预先收取一定比例货款，按工程进度进行剩余货款结算，部分客户会保留一定金额比例的货款作为质保金，一般在工程结束后 1-2 年内支付完成；另一种是委托工程经销商进行，收取经销商全款或保证金后进行生产，部分企业会给予个别代理商一定的信用期。

图表 36 重点公司大宗业务的运作模式、核心客户、收入确认原则以及信用政策

	合作模式	核心客户	收入确认方法	信用政策
江山欧派	直营为主, 按收入估计代理商占5%左右	恒大、万科、保利、旭辉、中海、阳光城、新城控股等	不包安装的货物销售以客户确认收到货物为收入确认标准, 包含安装的货物销售以安装完成并经客户现场验收合格为收入确认标准。	对于工程渠道的客户: 大多是房产开发企业, 公司均给客户一定的信用期。对于恒大地产, 信用期2个月; 万科地产, 按项目进度付款, 信用期30天; 中海地产, 按照项目进度付款, 尾款5%, 信用期28天, 质保期为30个月; 阳光城, 按项目进度付款, 尾款5%, 信用期15天, 质保期为2年。
金牌厨柜	基本上100%代理商模式, 会启动少量直营	TOP100的50多家中每家都有1-2家代理商在跟踪, 但没有特别大的	1) 代理销售: 公司通过工程代理商销售房地产项目配套整体橱柜和整体衣柜产品的业务销售。接收代理商订单时收取一定比例货款, 公司即开始根据订单组织生产。公司完成产品生产后, 将产品运送至工程代理商对应的物流公司指定的交货地点或选择自提产品, 即确认销售收入。2) 直营销售: 公司为房地产项目生产、销售配套整体橱柜和整体衣柜产品的业务。公司依据客户信用和资金实力等情况, 先收取一定比例的货款, 然后按照合同计划安排生产、发货、安装和收取货款。公司在产品安装完成, 并且取得了索取货款依据时确认收入。	1) 融资担保: 为了及时收回货款, 经过授权, 工程代理商可在兴业银行办理“卖方担保买方融资业务”, 即工程代理商与兴业银行签订授信借款合同并约定贷款用途, 贷款只能用于支付代理商与公司之间购销合同项下的货款, 公司为前述合同提供担保。该贷款账户由公司和代理商共同管理。2) 货款结算: 一般情况下, 下单前工程代理商支付货款的30%, 出货前支付该笔货款的70%; 经授权的个别代理商, 下单前支付货款的30%, 出货前支付货款40%, 剩余30%的货款给予1个月信用期。
欧派家居	工程代理商和直营比例接近, 未来倾向于做更多工程代理商的模式	TOP100地产商里面有50多家合作。工程客户集中度比较低, 万科、保利、恒大、碧桂园等都有合作	公司为大型房地产项目生产、销售配套整体家居产品的业务。公司依据客户信用和资金实力等情况, 先收取一定比例的货款, 然后按照合同计划安排生产、发货、安装和收取货款。公司在产品安装完成, 并且取得了索取货款依据时确认收入。	1) 开发商: 公司在签订业务合同时预收一定比例货款, 并根据客户的信用和资金实力等情况, 在产品安装完毕和销售结算后给予客户一定的信用付款期; 2) 工程经销商: 在公司与经销商、大宗客户签订业务订单后, 除大宗业务客户向公司支付一定比例的货款外, 经销商需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金。公司在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款, 相关应收账款基本不存在坏账损失风险。
志邦家居	战略协议由厂家签署, 代理商推进项目, 这是公司未来的主流合作模式	已有合作的客户中多为百强头部地产、主板上市公司和地区龙头地产公司。百强地产客户占比已达30%, 其中前10占比60%	1) 房地产开发商客户: 公司依据客户信用和资金实力等情况, 一般收取一定比例的货款, 然后按照合同(订单)计划安排生产、发货、安装和收取货款, 公司在产品安装完成, 并且取得验收单时确认收入。2) 工程经销商客户: 工程经销商与房地产开发商签订合同后向公司采购产品, 公司在收到工程经销商货款后组织生产, 生产完工后交付至工程经销商指定物流, 获取经物流人员签字确认的出库单、托运单, 公司在取得出库单、托运单时确认收入。	开发商: 针对一般房地产开发商采取按进度付款方式, 对于广州恒大, 下单结算货款10%, 到货结算货款20%, 安装验收结算货款70%, 上述各期结算款均在6个月内以商业承兑汇票支付。工程经销商: 在收取工程经销商全款后, 公司按照订单安排生产。
皮阿诺	代理模式量少, 但未来要加大代理商业务比例	房地产开发商、建筑装饰及其他安装工程类客户。	公司与大宗客户签约并收取部分定金后, 按照经大宗客户最终确认的订单组织生产, 生产完工验收并发货至客户, 安装完成并经客户验收后确认销售收入。	大宗用户需要先预付一定比例的合同款, 然后根据工程进度结算除质保金外的剩余合同款, 待工程验收后, 通常情况下, 大宗用户保留5%左右的合同款作为质保金, 待工程验收完工后1-2年内支付给公司。
老板电器	Top50开发商由总部对接, 50以外的由代理商对接	百强中合作对象有80多家, 大小地产商占比相近, 大客户有恒大、碧桂园、万科、融创等	收入确认时间大概是在发货后2个月左右, 先验货, 后开票, 最后确认收入。	账期多为6-12个月, 发货当月拿回商票, 逐月结算到期的商票。
大亚圣象	以直营为主	战略客户接近100个, 基本覆盖地产排名靠前的客户, 部分关键客户例如万科的份额高	对于地板等终端产品, 直接销售给工程客户并需要负责安装, 地板安装验收完毕后, 即确认产品销售收入	

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

6. 产业资本介入，传递积极信号

从时间线来看，开发商与下游产业链公司的合作由来已久。以恒大为例，公司与建材家居家电产业链的合作从构建合作联盟到股权层面已有多年的探索。恒大从2015年开始就与众多家居、家纺和家电企业建立了合作联盟关系，其中就包含了许多知名品牌商。2017年开始，恒大与索菲亚、喜临门、曲美家居、大自然、皮阿诺以及江山欧派等企业陆续设立子公司，以双方共建的子公司作为具体运作的主体。这种合作下，一般子公司由家居供应商控股，恒大家居产业园主要负责组织厂房建设，配合销售合资家居公司生产的产品，在同等条件下，恒大采购、销售体系优先采购合资公司生产的产品。而家居企业则负责生产、研发、销售、日常管理等事务。

图表 37 恒大与下游产业链公司的合作

时间	领域	合作联盟企业
2015年9月	家居、家纺	全友家私、双虎家私、联邦家私、喜临门家具、红苹果家具、仁豪家具、健威人性家具、曲美家居、华日家居、松堡王国、索菲亚家居、顶固衣柜、孚日集团、水星家纺、霄霓家纺
2016年5月	家居	在2015年构建的合作联盟框架上，恒大在河南兰考打造恒大家居联盟产业园，联盟企业包括：索菲亚、联邦、喜临门、曲美、仁豪、森堡、顶固等
2016年6月	家电	海尔集团、格力集团、美的集团、TCL集团
2017年开始	家居	与索菲亚、喜临门、曲美家居、大自然、皮阿诺、江山欧派等企业设立子公司

资料来源：华安证券研究所整理

今年上半年以来，产业资本以定增方式参与家居建材企业融资，进一步绑定产业链上下游战略合作关系，也向资本市场传递了相关产业的积极信号。2020年4月12日、5月6日和5月20日，碧桂园创投相继参与了帝欧家居、蒙娜丽莎和惠达卫浴的定增。

就这三个项目的战略合作方式而言，碧桂园创投均成为三者持股5%以上的股东，拟委派一名董事参与公司治理，并利用三者提供的服务和产品满足自身在新产品开发、应用场景等方面的需求，与三者优势领域相关产品进行长期供货合作。

就战略合作领域而言，碧桂园创投除了未与帝欧家居展开在产业投资基金方面的合作，其均与三者在公司治理领域、产品设计与研发领域、产品销售领域方面开展长期合作，以实现共同发展、互利共赢的战略目标。

图表 38 碧桂园创投参与帝欧家居定增

帝欧家居	
公告日期	2020年4月13日
碧桂园创投认购金额	5亿元
发行完成后持股	6.50%
战略合作方式	1) 碧桂园创投以战略投资者身份投资入股，成为帝欧家居之持股 5% 以上的股东，并拟委派 1 名董事参与帝欧家居的公司治理。 2) 帝欧家居提供对应的服务和产品满足碧桂园创投关联公司在新产品开发、应用场景、定制家居等方面的需求。 3) 双方将在住宅、商场、酒店等领域进行定制卫浴产品、高端陶瓷墙地砖等产品进行长期供货合作。
战略合作领域	1) 公司治理领域：碧桂园创投向帝欧家居提名 1 名董事参与帝欧家居的公司治理工作，就帝欧家居发展战略、发展方向、日常管理等方面提供意见和建议。 2) 产品设计与研发领域：帝欧家居依靠其在卫生洁具和建筑陶瓷领域累积的研发能力和实践经验，向碧桂园创投关联公司提供相应服务，满足定制卫浴产品、陶瓷墙地砖产品在设计、功能、应用等方面的具体需求。 3) 产品销售领域：帝欧家居成为碧桂园创投所属企业所开发项目的供应商，提供相对应的卫生洁具、建筑陶瓷等产品。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 碧桂园创投参与蒙娜丽莎定增

蒙娜丽莎	
公告日期	2020年5月6日
碧桂园创投认购金额	5亿元
发行完成后持股	6.22%
战略合作方式	1) 碧桂园创投以战略投资者身份投资入股，成为蒙娜丽莎之持股 5% 以上的股东，并拟委派 1 名董事参与蒙娜丽莎的公司治理，双方共享蒙娜丽莎长期发展所带来的价值增长。 2) 蒙娜丽莎提供对应的服务和产品满足碧桂园创投关联公司在新产品开发、新应用场景等方面的需求。 3) 双方将在陶瓷砖、陶瓷大板、陶瓷岩板、陶瓷艺术、瓷砖胶等陶瓷建材和家居类产品进行长期供货合作。
战略合作领域	1) 公司治理领域：碧桂园创投向蒙娜丽莎提名 1 名董事参与蒙娜丽莎的公司治理工作，就蒙娜丽莎发展战略及公司治理等方面提供意见和建议。 2) 产品设计与研发领域：蒙娜丽莎依靠其在建筑陶瓷领域累积的研发能力和实践经验，向碧桂园创投关联公司提供相应服务，满足产品在设计、功能、应用等方面的具体需求。 3) 产品销售领域：蒙娜丽莎成为碧桂园创投所属企业所开发项目的供应商，提供相对应的供应建筑陶瓷等产品。 4) 设立产业投资基金：双方探寻共同设立产业投资基金的机会，未来进行建材家居领域的投资。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 碧桂园创投参与惠达卫浴定增

惠达卫浴	
公告日期	2020年5月21日
碧桂园创投认购金额	4.15亿元
发行完成后持股	11.76%
战略合作方式	1) 碧桂园创投认购惠达卫浴本次非公开发行的股票，成为惠达卫浴之持股 5% 以上的股东，并拟委派 1 名董事参与惠达卫浴的公司治理，双方共享惠达卫浴长期发展所带来的价值增长。 2) 惠达卫浴提供对应的服务和产品满足碧桂园创投关联公司在新产品开发、应用场景等方面的需求。 3) 双方将在住宅、商场、酒店等领域就卫生洁具、陶瓷砖及装配式整体浴室等产品进行长期供货合作。
战略合作领域	1) 公司治理领域 ：碧桂园创投向惠达卫浴提名 1 名董事参与惠达卫浴的公司治理工作，就惠达卫浴发展战略、发展方向、日常管理等方面提供意见和建议。 2) 产品设计与研发领域 ：惠达卫浴依靠其多年累积的研发能力和实践经验，向碧桂园创投关联公司提供相应服务，满足卫生洁具、陶瓷砖和装配式整体浴室等产品在设计、功能、应用等方面的具体需求。 3) 产品销售领域 ：惠达卫浴成为碧桂园创投关联公司所开发项目的供应商，提供相对应的卫生洁具、陶瓷砖和装配式整体浴室等产品。 4) 设立产业投资基金 ：甲乙双方通过共同设立产业投资基金等合作方式，对卫生陶瓷和建筑陶瓷领域的国内外优质品牌企业进行投资，以实现对产业链上下游的整合以及产品品牌结构的优化丰富。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

在这之后，5 月 25 日**碧桂园创投和保利资本**宣布，将发起设立 50 亿元产业基金，入局地产产业链布局。该基金将采用三种投资逻辑，包括**地产上游集采赋能逻辑**、**地产下游物业平台物业赋能逻辑**和**参与产业链已上市公司再融资逻辑**。

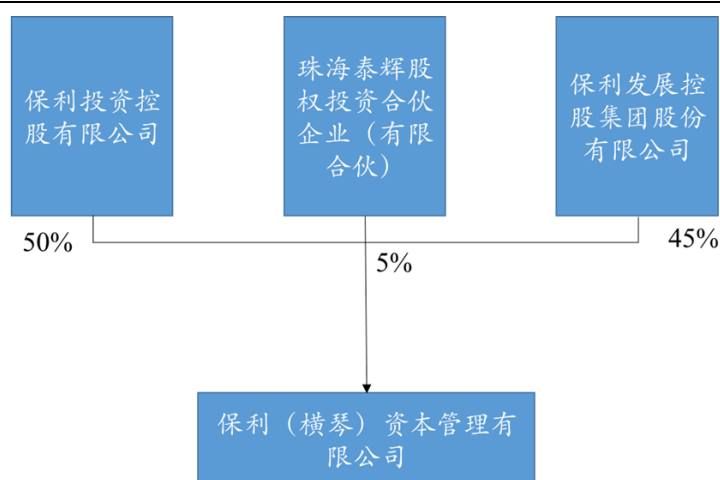
产业资本入局，一能增强被投资家居公司获得工程订单的确定性，二能缓解家居公司由于 B 端业务占比较高使得现金流方面受到过多压力的问题，三也说明产业资本看好精装修赛道内下游供应链企业的未来发展。

图表 41 碧桂园创投股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 保利资本股权结构

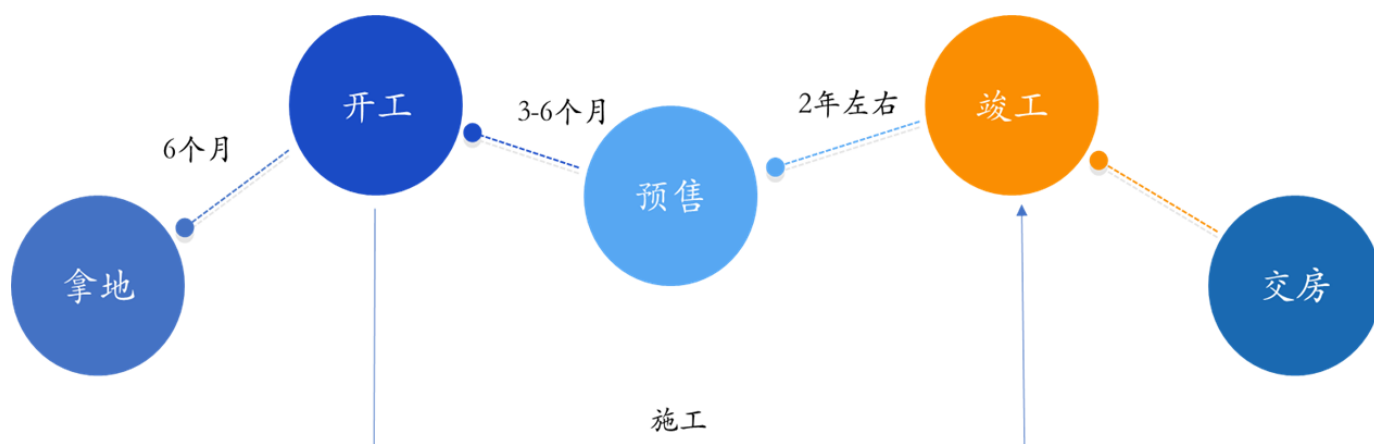


资料来源：公司公告，华安证券研究所

7. 投资建议：竣工大年+精装修市场扩容，建议关注工程业务占比较高的家居家电公司

2019 年商品房销售面积中 85.5%是期房。从地产商开发流程来看，期房开发的流程是走拿地-开工-预售-竣工-交房的模式。由于各城市达到预售条件的政策有所区别，所以各地开工到预售的时间各不相同。但一般来说，预售模式下从拿地到竣工一般需要三年时间。其中拿地到开工一般需要 6 个月左右时间，开工到预售大概需要 3-6 个月，而预售到竣工需要 2 年左右的时间。

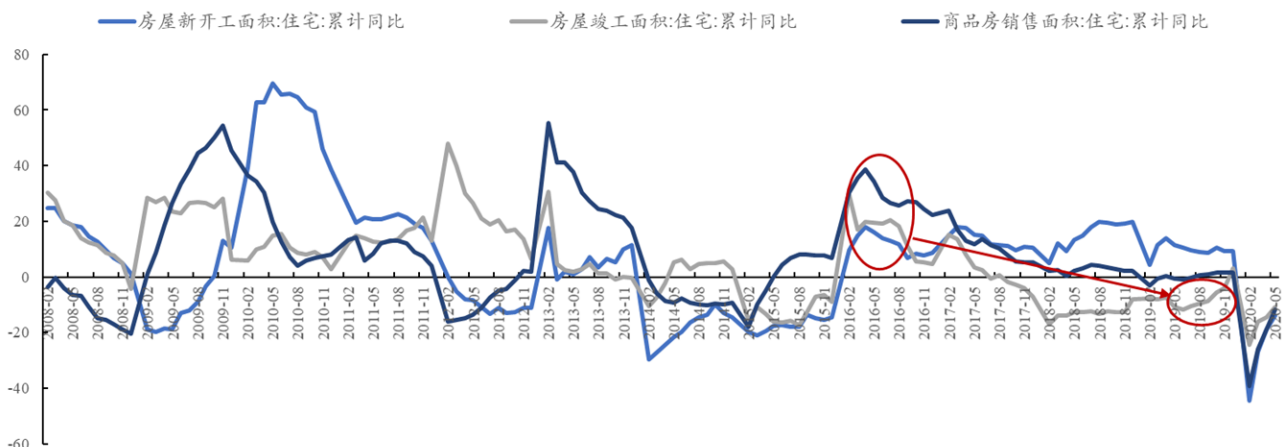
图表 43 房地产企业开发期房的流程



资料来源：华安证券研究所整理

过去三年，地产新开工保持快速增长，而地产竣工表现低迷。2017-2019 年，地产新开工面积增速分别为 10.5%、19.7%和 9.2%。同期地产竣工面积增长分别为 2.5%、-12.8%和 3.0%，表现低迷。不过，2019 年 9 月地产竣工增速由负转正，当年 9-12 月分别同比增长 1.1%、18.8%、5.0%和 20.7%。受疫情影响，竣工复苏的节奏被打断，但 2020 年 1-5 月，房屋竣工面积 累计同比-11.3%，降幅较前值缩窄 3.2 个 pct，5 月单月竣工面积同比 +6.2%，竣工回暖的趋势确立。考虑到今年疫情，我们预计 2020-2022 年竣工面积分别增长 7.4%、11.3%和 7.1%。

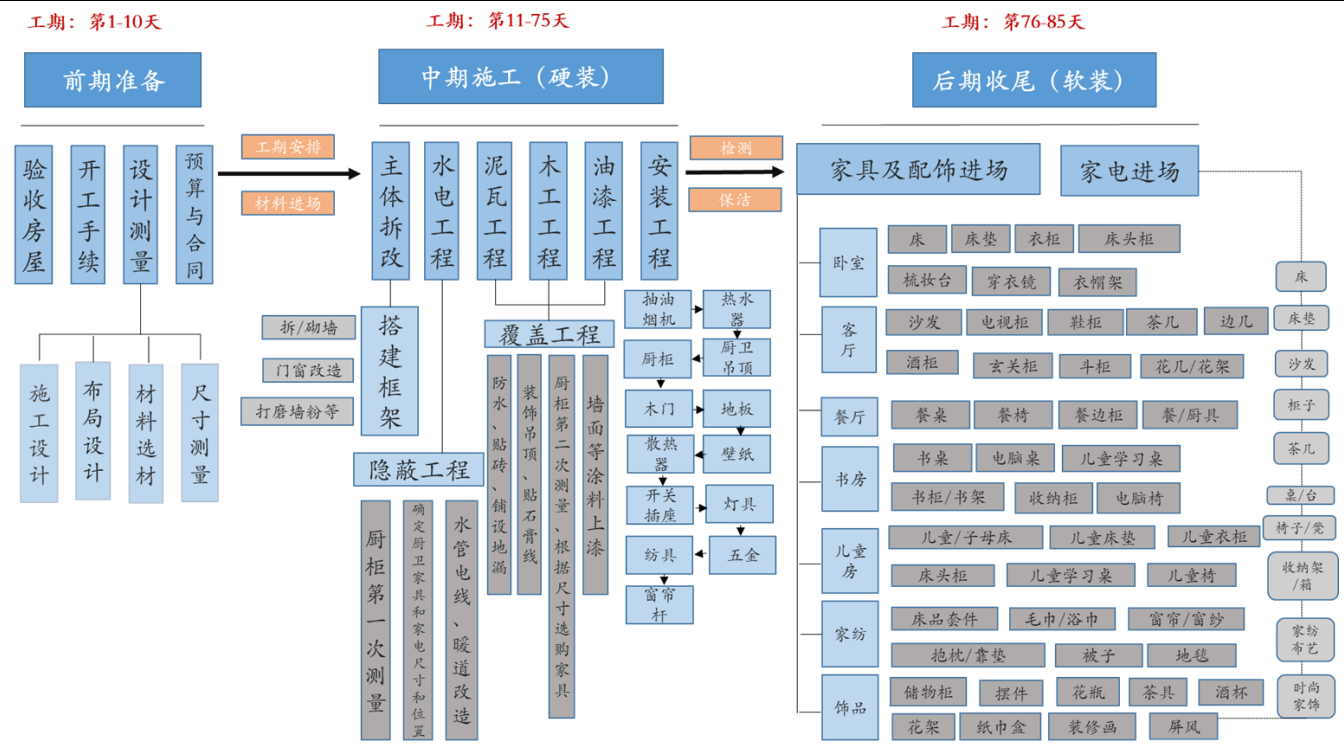
图表 44 地产新开工、销售和竣工累计同比增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

根据装修流程，一般来说靠竣工端的家居家电产品安装时间会提前地产竣工 3-6 个月完成，而 C 端装修市场一般会滞后交房半年到一年。在竣工高个位数增长以及精装修市场持续扩容的大背景下，下半年到明年，建议重点关注工程业务占比较高的家居家电公司，包括江山欧派、欧派家居、老板电器、金牌厨柜、志邦家居、皮阿诺、大亚圣象等。

图表 45 装修流程图



资料来源：华安证券研究所整理

图表 46 重点公司估值表

公司	总市值 (亿元)	2019年营业收入 (亿元)	2019年归母净利润 (亿元)	2019年收入增 速%	2019年归母净 利润增速%	PE(TTM)	预测PE (2020)
江山欧派	122.48	20.27	2.61	58.62	71.11	42.48	33.18
欧派家居	512.23	135.33	18.39	17.91	17.02	31.12	25.07
老板电器	344.50	77.61	15.90	4.62	7.89	22.74	20.20
金牌厨柜	48.60	21.25	2.42	25.16	15.37	21.15	17.27
志邦家居	59.97	29.62	3.29	21.68	20.72	23.69	16.11
皮阿诺	37.10	14.71	1.75	32.62	23.33	22.62	17.04
大亚圣象	93.62	72.98	7.20	0.66	-0.72	15.58	13.15

备注：PE 采用 Wind 一致预测，收盘价对应 2020 年 7 月 14 日

资料来源：华安证券研究所整理

风险提示：

精装修推广速度不及预期

疫情持续影响宏观经济走向，最终波及地产及下游企业盈利情况

部分企业未控制好应收账款风险，出现较多坏账

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。