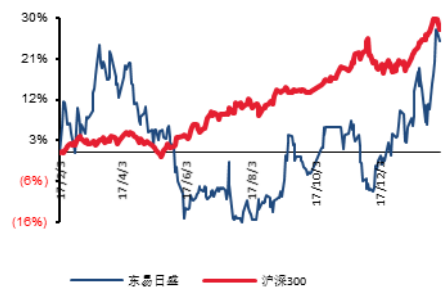


家装供应链整合正当时，看好尚品宅配从品牌商向平台转型

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	199/67
总市值/流通(百万元)	25,414/8,564
12 个月最高/最低(元)	227.98/120.00

相关研究报告:

尚品宅配(300616)《流量、信息化构筑坚实壁垒，整装云引领尚品蓄势腾飞》--2018/05/15

尚品宅配(300616)《渠道端红利逐步提现，尚品进入成长快车道》--2018/04/23

尚品宅配(300616)《季度收入端增速持续提升，线上线下双管齐下》--2018/04/09

证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

家装供应链痛点多，整装云应运而生。我国家装市场空间大，但行业集中度较低，装企饱受供应链之殇，规模难以做大，整装将成为未来家装行业的必然发展趋势，整装云等赋能型公司应运而生。

赋能型公司各有特色，形成不同供应链模式。1) **金螳螂**，装修公司，施工经验丰富，打造闭环产业链，但受直营模式和品牌赋能模式限制，较难和规模较大的装企合作。2) **酷家乐**：互联网平台，把握设计师流量入口，采用到店购模式赋能家居企业，但尚未提供仓储物流服务，交付及时性可能会有挑战。3) **家装e站**：互联网平台，标准化产品规模直采，寄托天猫可能存在流量瓶颈，尚未自建仓储物流，交付及时性可能受到挑战，同时受模式限制，合作企业数量有限。4) **整装云**：定制家居企业，软硬实力兼具，具有整合定制家具的天然优势，导流能力强，软件系统提升效率，物流扩建边际成本低，另外家装公司存在跑路风险，同时对中小装企而言构成一定准入门槛，软件系统和降低小批量订单也是值得突破的地方。5) **东箭集团**：建材类产品代理商，自建物流仓储，保证交付及时性，但尚未实现对定制家具的完全整合，产品整合能力值得进一步突破。6) **恒腾网络**：背靠地产龙头资源优势，打造精装材料供应链服务平台，仓储物流覆盖全国，掌握前端流量，但尚未实现对定制家具的完全整合，在提供更多个性化服务方面面临一些挑战。

S2B2C 式供应链整合，产品、物流、技术、服务、导流缺一不可。S2B2C 模式下的家装赋能型公司的关键在于 1) 丰富产品组合，降低采购成本 2) 仓储物流端赋能，保证交付的及时性 3) 全程数据化运营，提升行业效率 4) 重视落地服务培训，加强销售、安装等方面指导 5) 提供导流服务，形成产业链闭环。

投资建议：看好整装云赋能模式。整装云具有定制家具的天然优势，同时在软件系统提升效率、物流扩建成本低、较强导流能力等方面使其为装企提供赋能时存在明显优势。虽然当前整装云存在装企跑路风险、对中小装企构成一定准入门槛、软件系统使用和降低物流成本等方面值得突破，但我们认为随着整装云运营模式的进一步探索，未来成为真正赋能装企的供应链整合公司值得期待。**公司未来将有望从家居品牌商转向平台商，估值空间将彻底打开。**我们预计尚品宅配 2018-2020 年 EPS 分别为 2.96 元、4.73 元、7.11 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别 43X、27X 和 18X，维持“买入”评级。

投资风险：房地产市场不景气；家装供应链整合不及预期；整装云模式发展不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5323	7748	11208	14548
(+/-%)	32.22	45.56	44.66	29.80
净利润(百万元)	380	587	938	1410
(+/-%)	48.74	54.43	59.80	50.40
摊薄每股收益(元)	3.71	2.96	4.73	7.11
市盈率(PE)	42.59	43.23	27.06	17.99

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1. 缓解家装行业痛点，赋能型平台应运而生.....	4
1.1 家装市场空间大，行业发展瓶颈多.....	4
1.2 家装供应链整合势在必行，赋能型平台应运而生.....	5
2. HOMKOO 整装云：软硬实力兼具，构筑赋能模式护城河.....	6
2.1 整装云：集采直供模式的整体家装赋能服务商.....	6
2.2 全方位赋能装企，有效缓解家装行业痛点.....	7
3. 赋能型公司各有特色，形成不同模式服务家装公司.....	8
3.1 金螳螂：城市合伙人直营模式，施工经验丰富打造闭环产业链.....	8
3.2 互联网平台：酷家乐整合设计师流量，家装E站实行品牌赋能.....	11
3.3 定制家具公司发力家装供应链整合：整装云整体家装赋能商，索菲亚开启整装新模式.....	15
3.4 东箭集团：建材类产品代理商，自建物流交付及时.....	18
3.5 恒腾网络：背靠地产龙头资源优势，打造精装材料供应链服务平台.....	21
3.6 五大类型赋能公司对比，整装云综合优势明显.....	24
4. S2B2C 式供应链整合，产品、物流、技术、服务、导流缺一不可.....	26
5. 投资建议：看好尚品宅配由品牌商转型平台，估值空间有望彻底打开.....	27
6. 风险提示.....	27

图表目录

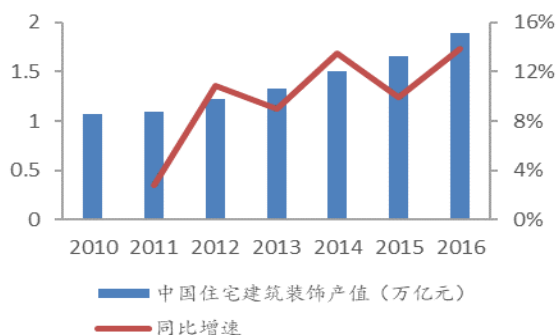
图表 1: 我国住宅建筑装饰产值稳中有升	4
图表 2: 家装行业 TOP50 强企业产值占比较低	4
图表 3: 我国家装行业产业链冗长	4
图表 4: 一站式整装将是家装行业未来发展趋势	5
图表 5: 我国家装供应链问题丛生，供应链整合迫在眉睫	6
图表 6: HOMKOO 整装云三大硬通货、四大软实力，全方位赋能装修企业	6
图表 7: 整装云系统实力和供应链平台优势	7
图表 8: 金螳螂家直营门店已基本覆盖全国	8
图表 9: 金螳螂家全方位赋能装修企业	9
图表 10: BIM 系统贯穿全过程	9
图表 11: 公司“基准包+厨房包+卫浴包+个性化延伸”产品包自由搭配	9
图表 12: 200 项施工工序，20 个主要节点层层把控	10
图表 13: 金螳螂品牌、规模优势明显	10
图表 14: 酷家乐上线“到店购”系统，赋能建材品牌商	11
图表 15: 已有众多家居企业采用酷家乐“到店购”模式	12
图表 16: 酷家乐流量资源丰富	13
图表 17: 酷家乐云设计平台全方位赋能家居终端	13
图表 18: 家装 E 站通过加盟形式扩张市场	14
图表 19: 家装 E 站推出标准化产品	14
图表 20: 家装 E 站与众多家居品牌商展开合作	15
图表 21: 整装云多方面赋能家装公司	16
图表 22: 索菲亚赋能经销商为消费者提供服务	18
图表 23: 东箭全方位赋能中小装企	19
图表 24: 东箭已与国内外众多品牌开展合作	19
图表 25: 东箭主材包+空间包+随心配产品组合	20
图表 26: 东箭现有分销商 73 家，涉及全国 24 个省市，直辖市	20
图表 27: 东箭家居全国 30 仓建仓规划	21
图表 28: 全流程管控，赋能中小房企和装饰企业	21
图表 29: 公司推出基准包、厨房宝、卫浴包产品套餐	22
图表 30: 汇集 200 余家国内外建材品牌商	23
图表 31: 五大仓储物流中心覆盖全国	23
图表 32: 各公司的供应链模式比较	25
图表 33: S 通过四个维度对小 B 进行赋能，共同深化对 C 的服务	26

1. 缓解家装行业痛点，赋能型平台应运而生

1.1 家装市场空间大，行业发展瓶颈多

家装市场空间大，行业集中度低。建筑装饰行业一般可以分为公共建筑装饰装修和家庭住宅装饰装修，受益新房装修和旧房翻新，我国家装市场规模稳中有升，2016年住宅建筑装饰产值1.89万亿元，同比增长13.86%。由于进入门槛低，家装市场大行业小公司特点明显，游击队和作坊式家装公司仍是主力，2016年行业前50强家装企业销售总额为471.4亿，占建材家居市场比重仅为1.17%。

图表1：我国住宅建筑装饰产值稳中有升



资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋研究院整理

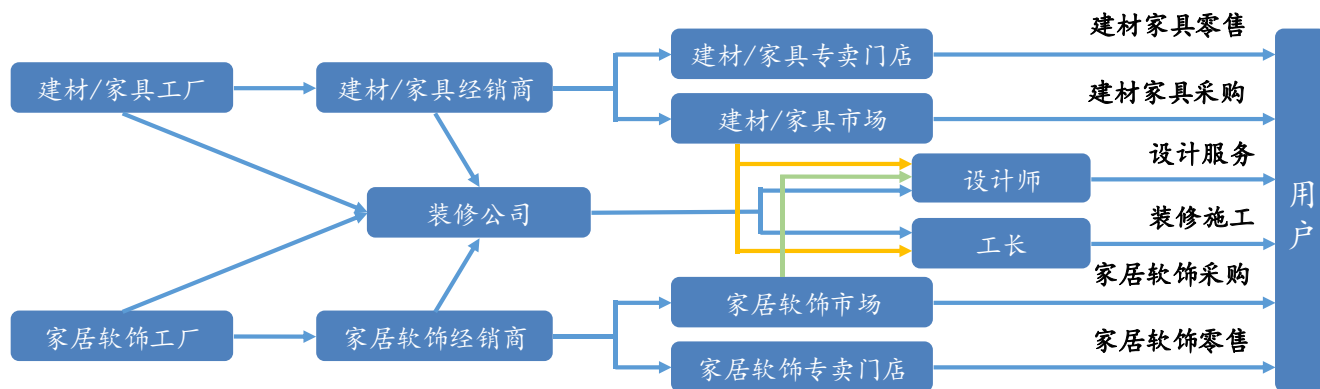
图表2：家装行业TOP50强企业产值占比较低



资料来源：亿欧智库，太平洋研究院整理

家装产业链冗长，行业痛点多。家装行业产业链冗长牵涉主体多，包含设计、施工、材料、验收、维保等流程，牵涉主体包括家居家装用户、设计师、施工队、装修公司、建材家居软饰工厂及经销商、物流运下运输服务商等。采购经销商多层加价，透明度较低，小规模装修公司无法与品牌商直接达成合作导致采购成本高；提供服务的主体水平参差不齐，施工过程中可能会偷工减料等现象，用户满意度差。

图表3：我国家装行业产业链冗长

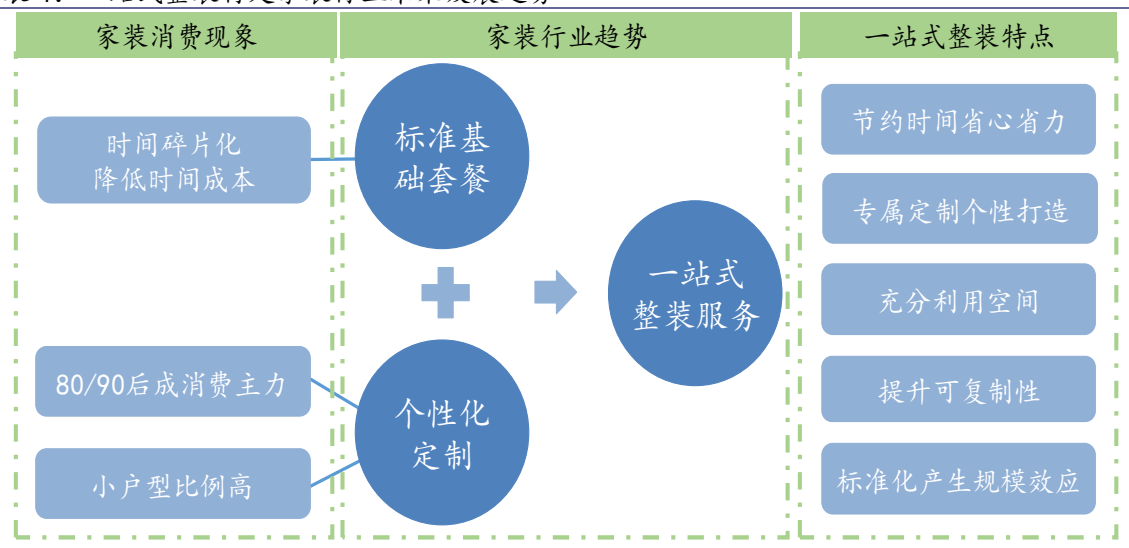


资料来源：易观智库，太平洋研究院整理

1.2 家装供应链整合势在必行，赋能型平台应运而生

整装将成为未来家装行业的必然发展趋势。对于消费者而言，消费结构升级带来消费理念的改变，中产阶级更为重视时间成本等，这些消费现象对家装行业的一站式整装服务构成需求，一站式整装服务实现“拎包入住”需求。对于家装公司而言，供应链管理成本高，装修流程缺乏标准化，获客成本高，加之各品类难整合，客单价提升空间受限等导致家装企业规模难以做大。因此“标准化基础套餐+个性化定制”适应家装行业消费端的升级，一站式整装服务实现“拎包入住”需求。

图表 4：一站式整装将是家装行业未来发展趋势

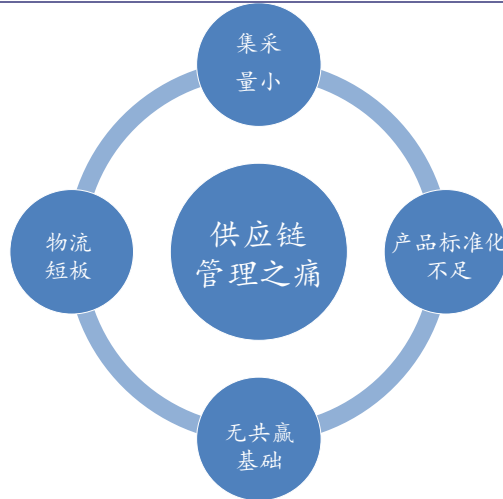


资料来源：易观智库，太平洋研究院整理

装企饱受供应链之殇，供应链整合迫在眉睫。装修供应链环节多，链条中牵涉到很多供应商，对于小规模公司而言，管控成本很大，供应链管控不当会增加成本并影响供应的及时性。多数装修企业面临集采量小导致议价权弱、产品缺乏统一标准、物流短板明显、退补货导致工期变长用户体验差等问题，因此，为了缓解家装行业痛点，提升行业规范度及集中度，对供应链进行整合迫在眉睫。

赋能型公司应运而生，五大类型公司各有特色。受供应链限制等诸多因素影响，传统装修公司规模难以做大，不少公司精准洞察市场需求，进行供应链整合以赋能装修企业。综合来看，目前有以下几种类型公司为家装公司提供赋能：1) 原有装修经验的公司提供赋能，如金螳螂；2) 互联网平台提供赋能，如酷家乐、家装e站；3) 定制家具公司提供赋能，如尚品宅配的HOMKOO整装云、索菲亚整装等；4) 建材类产品代理商提供赋能，如主打卫浴产品的东箭集团；5) 地产商提供赋能，如恒大旗下的恒腾网络等。

图表 5：我国家装供应链问题丛生，供应链整合迫在眉睫



资料来源：易观智库，太平洋研究院整理

2. HOMKOO 整装云：软硬实力兼具，构筑赋能模式护城河

2.1 整装云：集采直供模式的整体家装赋能服务商

整装云以四大软实力和三大硬通货实现 S2B2C 商业模式，针对企业痛点提供一站式整装解决方案。家装企业获客成本高、信息化程度低、供应链管理难、品类整合难，客单价提升难，整装云从消费者和家装公司需求出发，借助四大软系统和三大硬通货的独特优势，为家装公司提供信息化系统，实现软硬装一体化设计、多工地管控、供应链整合和定制家具整合，对中小家装公司业务各环节赋能。

图表 6：HOMKOO 整装云三大硬通货、四大软实力，全方位赋能装修企业



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

整装云全程支持与赋能家装企业，大幅提升其客单值和利润空间。我们拿加盟尚品整装云的艺龙装饰为例，作为区域性家装品牌，艺龙过去只做半包业务，半包模式单一，客单价均价仅在

6 万左右。整装云协助艺龙装饰规划清溪总部的整装展厅、选材上样等，并协助策划 4 月开业相关的营销活动，进行全程支持。艺龙装饰的整装业务客单值得到明显提升，成交有客单价 25 万，其中硬装套餐客单价 19.3 万，定制家具 5.7 万，预付定金 6 万；并且整装云一键销售直采的供应链，最大限度提升了其利润空间。

2.2 全方位赋能装企，有效缓解家装行业痛点

产品方面，整装云同时整合主辅材、定制家具和配套产品，构成三大硬通货。配合中央厨房式供应链管理系统实现上万个 SKU 一站式柔性化配送，该系统将所需材料完整搭配成材料包，原材料预加工转化为装配式半成品，柔性化统一配送至各个工地，省去现场加工环节，整装云囊括了上百种国内外优质建材品牌，0 门槛销售 F2C 价。同时依托尚品宅配定制领域的发展，整装云为家装企业提供定制家具品类，提升客单价和利润空间。

仓储物流方面，柔性化配送保证交货的及时性和准确性。整装云属于有自主仓库的供应链体系，以购买方式把所有品类买回仓库，即为买断式的重资产模式。具体来说以单个客户为备货单位，一个客户一个订单，一次指令一次配送，实现对施工工地的柔性化供应链管理，确保工程进度与工程质量。

信息化方面，整装云为家装公司提供销售设计系统、机场塔台式中央计划调度系统、BIM 虚拟装修系统和中央厨房式供应链管理系统。在前端，海量房型库、方案库云端共享降低设计师设计门槛，BIM 技术从建筑信息模型中引入至家装领域，对接前端设计出图，实现快速生成所需材料实现精准报价。此外多工地管控系统可以同时监管不同地点施工。

针对转化率低和设计师转型难，整装云为会员提供驻店支持，提供门店展厅的效果展示改进，指导设计师培训。整装云已正式在广州地区试点实行“会员扶持计划”，尚品宅配不仅由广州分公司直接派整装销售设计师驻店销售，同时整装云团队帮助规划展厅。整装云已帮诺艺装饰重新规划了 2000 多平米的整装展厅，规划细致到展厅动线、整装产品陈列方式、灯光照明设计、定制家居样板间等。并派高级设计师导入定制家具培训，整装销售设计师驻店销售，共同推进整装销售业务。

图表 7: 整装云系统实力和供应链平台优势

系统组成	定位	介绍
整装销售设计系统	实现硬装软装一体化设计、三维效果呈现	内含海量房型库、方案库，上万名设计师云端共享，配备专业产品研发团队；设计实现软硬一体化，3D 和 VR 实现实景漫游，降低设计师门槛提升前端体验。
BIM 虚拟装修系统	将装修全生命周期解决方案信息化	将建筑业 BIM 技术用于家装，与前端设计无缝对接，实现施工可视化模拟，智能生成施工指令，物料核算 0 误差。

机场塔台式中央计划调度系统	核心调度系统，贯穿施工全流程的管理	BIM 虚拟装修完成后，指令和材料数据同步进入到机场塔台式中央计划调度系统。施工过程信息化、数据化，工地在线化管理，使进度和质量得到保障。
中央厨房式供应链管理系统	上万个 SKU 一站式柔性化配送	将所需材料完整搭配成材料包，原材料预加工转化为装配式半成品，柔性化配送至各个工地，省去现场加工环节。
供应链平台	供应链整合	提供装修所需主辅材，整合定制家具，提供餐桌椅、床垫、沙发等软装，满足一站式采和个性化需求。10000+SKU 和 100+品牌，可套餐式计价，一个订单也可享受 F2C 价格，预算即决算。

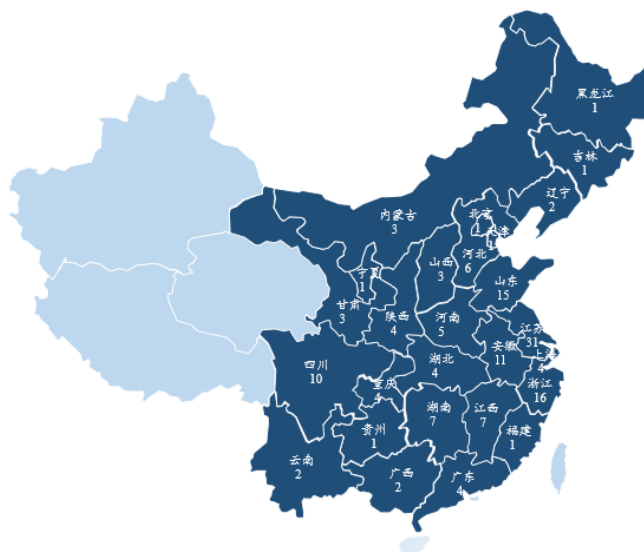
资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

3. 赋能型公司各有特色，形成不同模式服务家装公司

3.1 金螳螂：城市合伙人直营模式，施工经验丰富打造闭环产业链

城市合伙人直营模式开拓市场，兼顾合伙人激励与精细化管理。金螳螂依托公装领域的知名度，以“金螳螂·家”作为子品牌打入家装市场，采用合伙人直营方式进行门店布局与市场扩张，截止目前全国直营门店已有 153 家。合伙人制度是金螳螂与城市合伙人共同出资，其中金螳螂持股比例不低于 51%。合伙人直营这种方式兼顾了品牌管理和合伙人激励，一方面保证了精细化标准化管理，另一方面减轻合伙人前期资金压力，以及按比例分红也对其有正向激励作用。

图表 8：金螳螂家直营门店已基本覆盖全国

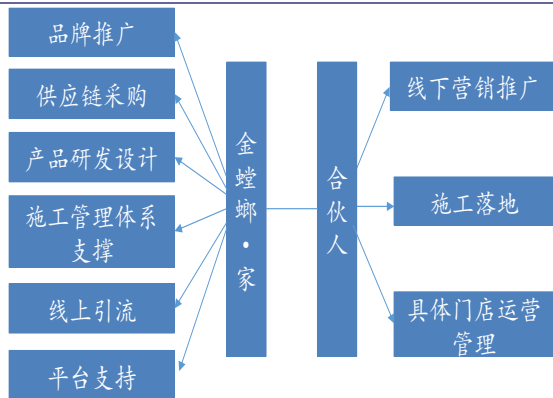


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

涵盖产品、物流、软件技术，金螳螂家全方位赋能装修企业。产品端，公司整合主材包、厨房包、卫浴包等，采用 F2C 模式从工厂到客户，产品性价比高；物流仓储端，公司在全国范围内建立多个中心仓投入使用，实现快速、准确的配送，同时凭借自主研发的 SCM 系统，提高配送效

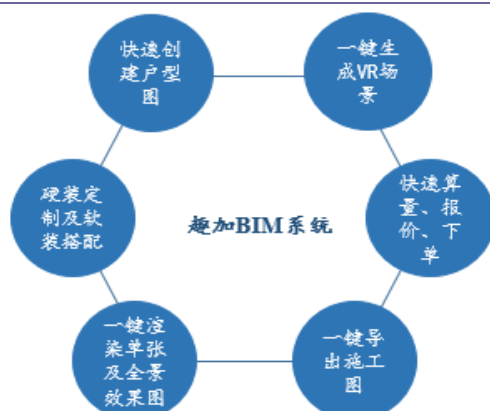
率。软件技术端，趣加 BIM 系统贯穿营销、设计、施工、供应链等环节，全方位提升装修企业运营效率。

图表 9：金螳螂家全方位赋能装修企业



资料来源：公司官网，中为咨询，太平洋研究院整理

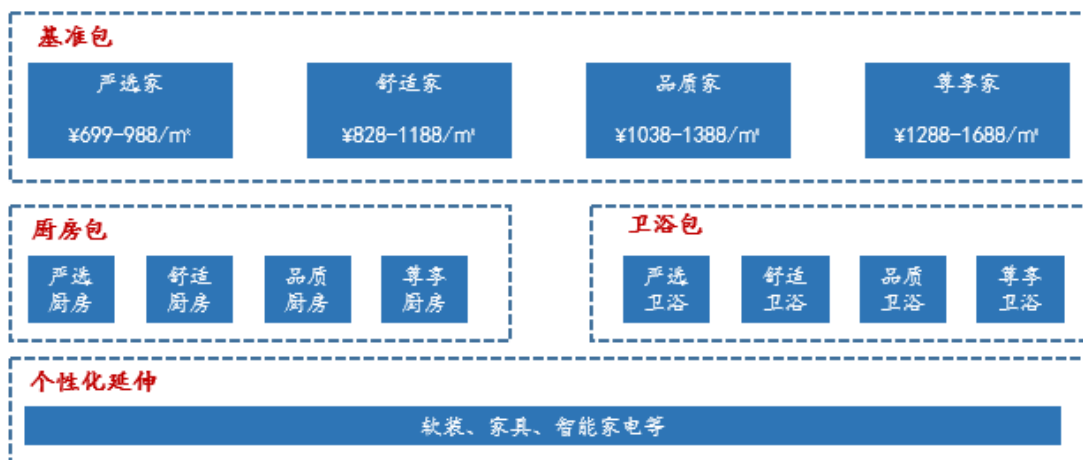
图表 10：BIM 系统贯穿全过程



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

借助原有供应商资源，已有部分产品整合能力。推出“基准包+厨房包+卫浴包+个性化延伸”产品包自由搭配，平衡家装标准化与个性化取舍。金螳螂家 4.0 版本将硬装方案套餐拆分为严选家、舒适家、品质家、尊享家四个大类，每个大类有一定个性化选择空间，以平米报价。在此基础上提供多个厨卫包的选择，组合更加灵活。个性化延伸部分是整合了软装、家具、新风、智能家电等资源，为消费者提供环保、智能、个性化套餐包选择。自由拆组的标准化套餐模式在产品标准化与客户需求个性化间取得平衡点。

图表 11：公司“基准包+厨房包+卫浴包+个性化延伸”产品包自由搭配

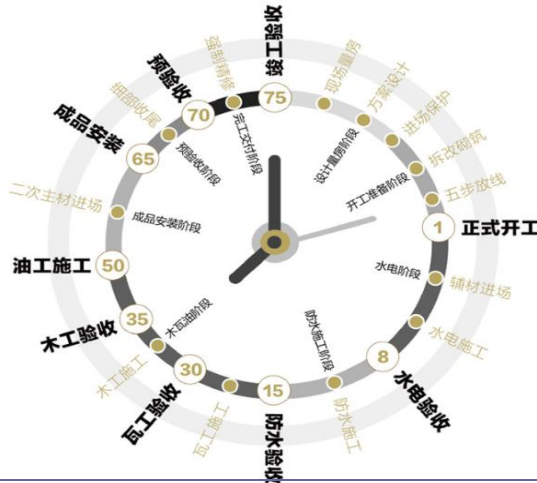


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

施工经验丰富，质量把关严格。施工经验方面，金螳螂专注装修 25 年，获得中国建筑工程鲁班奖 95 项，获得中国建筑装饰奖 320 项，酒店项目作品遍布全球。监管方面，公司对全程超 200

个施工工序统一标准化施工工艺，其中 20 个主控节点强化质检验收，同时实行全程施工经理自检、阶段门店质量巡检、不定期工程部抽检、营销设计人员参与验收、施工经理与质检员及客户参与验收的五星质量管理体系。丰富的装修经验及严格的质量把关构成了金螳螂家特有的竞争优势。

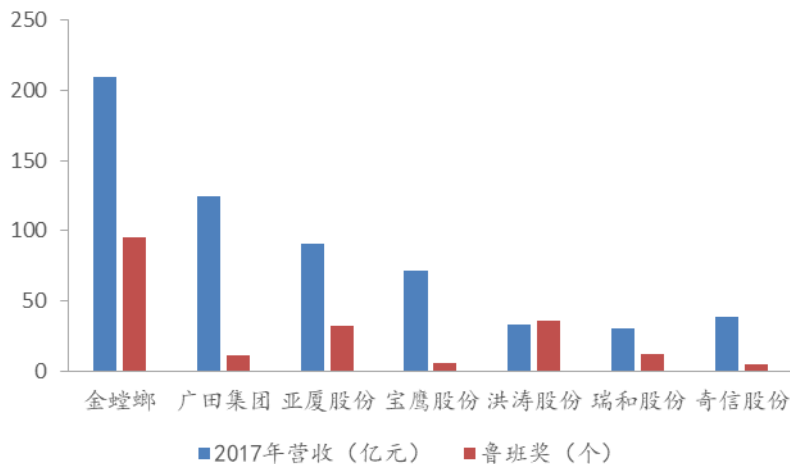
图表 12：200 项施工工序，20 个主要节点层层把控



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

品牌规模优势明显，产业链形成闭环。我国建筑装饰行业市场空间较大，但比较分散，企业普遍尚未形成太大规模，企业品牌力较弱，金螳螂作为装修行业龙头同时借助上市效应，已经形成一定品牌优势。金螳螂家借助金螳螂在公装领域的知名度积极开拓家装业务，可以将涵盖引流、产品、技术、安装、服务等一体化的全产业链打通，形成消费闭环，构筑金螳螂装修领域的护城河。

图表 13：金螳螂品牌、规模优势明显



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

受直营模式和品牌赋能模式限制，较难和规模较大的装企合作。一方面，金螳螂家采取城市

合伙人的直营模式进行市场开拓，即金螳螂与城市合伙人共同出资成立公司，其中金螳螂持股比例不低于 51% 掌控经营主导权，这种模式使其难以和规模较大的家装公司合作。另一方面，金螳螂家对加盟商进行品牌赋能，实行一城一商制，这种模式注定了其合作的企业数量有限。

综合来看，金螳螂家在一定程度上形成了闭环产业链，这对家装公司本身的扩张是一种较为领先的模式，但是从供应链整合的角度看，其合作的企业数量有限，且主要是和中小装企或以前没有从事家装业务的企业合作，那些规模较大的家装公司则难以参与进来，因此从目前的状况来看，我们认为从家装供应链整合的角度来看，这样的模式较难做大。

3.2 互联网平台：酷家乐整合设计师流量，家装 e 站实行品牌赋能

最大的家居云设计平台，主要向 B 端用户收费。酷家乐对大众用户 2C 端提供免费的基础服务，其主营收入主要来自 B 端客户，包括装饰装修企业、家居品牌商和设计工作室等，主要提供标准化 SaaS 产品、广告业务和 C 端付费设计业务。对于有网站或内部系统的家装大企业，酷家乐提供数据接口，允许用户进行二次开发，打通企业内部 ERP、生产系统等。酷家乐在 SaaS 以外的平台收入主要来自设计服务付费，抽取 20% 的佣金，目前打造的“设计导购”模式未来也将是一大营收来源。

构筑设计生态社区，聚集覆盖了全国超过 40% 室内设计师，已经成为全球最大的家居云设计平台。酷家乐覆盖全国 90% 的户型库，超过 300 万室内设计师入驻，吸引超 1000 万业主用户，形成垄断式的用户壁垒。2017 年平台日均生成 100 万张渲染效果图，已累计生产 2 亿张效果图；每日产生 20 万套装修设计方案，已累计产生 3000 万套方案。至今，已服务于小米、美克美家、林氏木业、顾家家居、博洛尼等 12000 家品牌企业，2017 年全年营收超过 3 亿元。

图表 14：酷家乐上线“到店购”系统，赋能建材品牌商

设计师拿返佣

<p>01 STEP 设计方案</p> <p>设计师在个性化设计方案中，应用商家商品模型</p>		<p>02 STEP 商品推荐</p> <p>向业主推荐设计方案中的产品，业主购买后享受商家返佣</p>	
---	---	---	---

业主享优惠

<p>03 STEP 领取优惠</p> <p>设计方案包含优惠券，业主领取即可享受优惠</p>	<p>品牌优惠券 3张可用，最多减少200元</p>  <p>满减券 满1000减100 有效期：2017.11.20-2019.11.20 展示券 限品类：厨房电器类</p>	<p>04 STEP 到店购买</p> <p>业主至线上或线下店进行体验，完成优惠购买</p>	
--	---	--	---

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

挖掘家装前端设计入口，打通设计展示、营销、施工生产和管理全链。家装行业痛点多且突出，酷家乐将设计作为切入点构建家装行业生态。针对家装企业普遍存在的拓客难、周期长、客单价低、设计效率低以及施工落地难等方面，酷家乐通过设计师的云聚集实现客户需求的精准匹配，系统工具提升设计效率并一键导出施工用料，通过设计师导购实现提升客单价。目前酷家乐云设计平台主要由柜体定制设计系统、全屋家具定制设计系统、集成吊顶设计系统等六大系统构成。

酷家乐采取品牌商入驻模式，对接设计师导购实现供应链整合。针对家装供应链整合难，酷家乐开创品牌商家入驻对接设计师导购形式。平台聚集了大量室内设计师资源，通过设计展示作为入口，设计师向业主推荐导购至材料家具提供商，业主通过平台享受一定优惠，最后成功引流至特定商家。因此酷家乐平台更多的是对接的功能，相对而言是轻资产整合供应链模式。到店购通过设计打通品牌-设计师-业主的服务和购买链路，打造集设计、营销、导购、交易于一体的一站式设计师导购模式，成为家居行业新的流量入口。

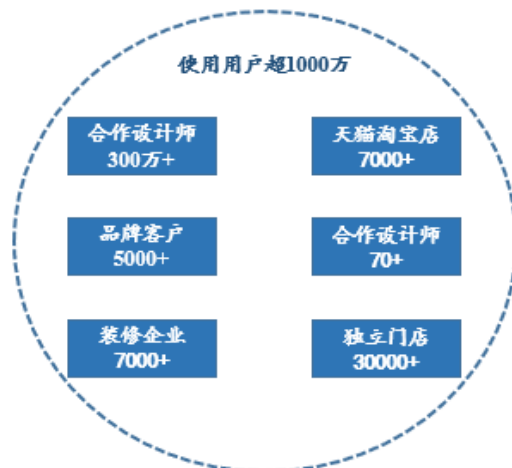
图表 15：已有众多家居企业采用酷家乐“到店购”模式

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

➢ 有最大家居云设计平台天然优势，延续设计师流量入口作用

充分利用设计师自带流量功能，有效撮合品牌商和设计师/家装公司，且没有破坏设计师与品牌商之间的“潜规则”，中短期来看有望放量增长。设计师作为空间的设计者，更是材料的推荐者，和家装用户的教育者，在家装设计环节起到一定的“流量入口”的作用。酷家乐这一模式并未破坏设计师与品牌商之间的“潜规则”，中短期来看，我们认为这样的商业模式有望带来销量的大幅增长。

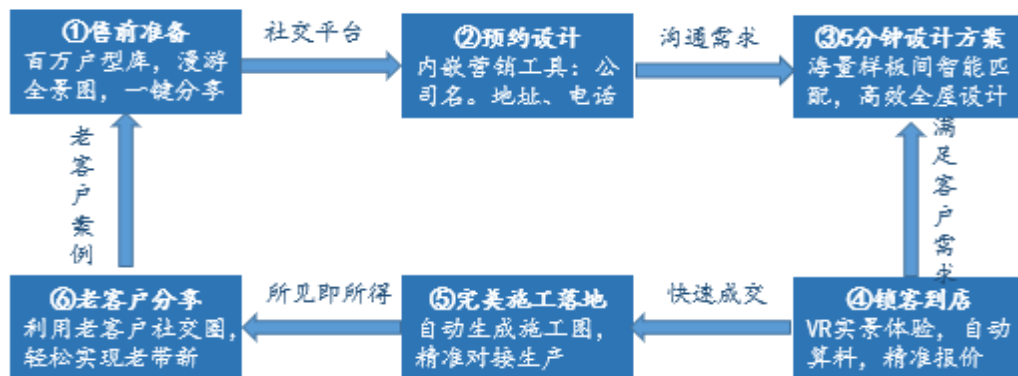
图表 16: 酷家乐流量资源丰富



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

软件系统赋能家居终端，助力企业业绩提升。酷家乐作为一家云设计平台，为家居企业提供从设计、展示、营销、生产、施工、管理全链路解决方案，尤其是助力企业营销模式升级，实现轻松拓客、高效设计、快速签单、完美落地，拓客成本下降 20%，客户流失率降低 60%，成交周期缩短 30%。酷家乐借助自主研发的软件系统赋能家居终端，综合来看使家居企业平均提升 30% 销售转化率，2 倍客单价。

图表 17: 酷家乐云设计平台全方位赋能家居终端



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

➤ 尚未提供仓储物流服务，交付及时性可能面临挑战

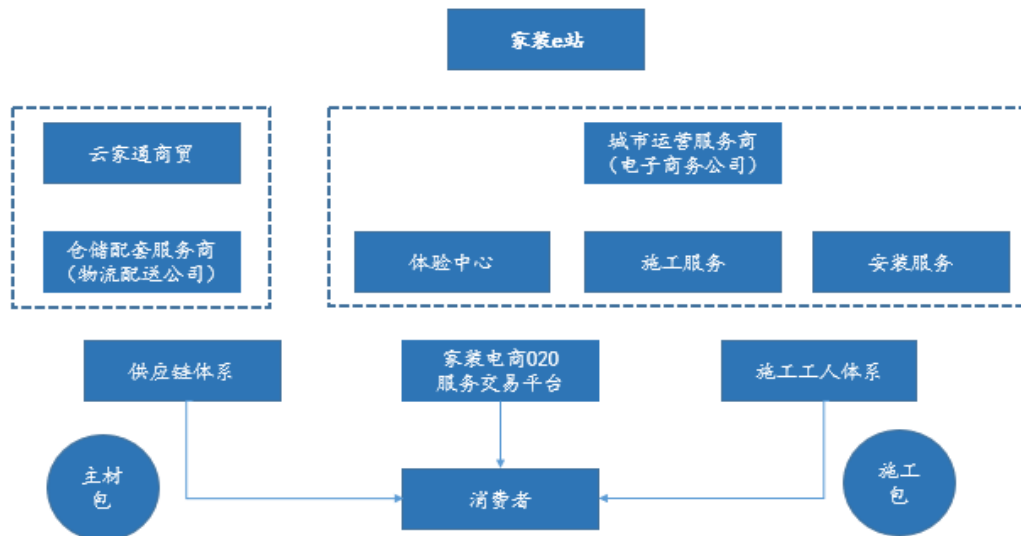
酷家乐在赋能家居企业时，更多的是起到撮合的作用，这种轻资产运营平台主要是借助自身平台的流量资源和软件系统为客户引流，提升终端运营效率。在缺乏对物流管控的情况下，产品的交期可能会面临些许挑战。

2) 家装 e 站：标准化产品规模直采，对加盟品牌赋能

线上购物线下体验，加盟商模式进行市场扩张。家装 e 站很早就与天猫合作，开创了家装 O2O

模式，天猫是其主要线上获客渠道。同时家装 e 站以加盟的形式进行快速扩张，如今线下已近 500 家城市运营商覆盖全国各大城市，用户既可以通过网上下单线下接受服务，也可直接在线下体验中心签单。另外，家装 e 站在 2014 年开始布局产业链，通过完善产业链来提供高效的主材供应体系，与各大主材品牌商均达成战略合作，打包家装产品提高标准化程度，形成规模效应。

图表 18：家装 e 站通过加盟形式扩张市场



资料来源：《中国家装互联网化白皮书》，太平洋研究院整理

整合国内外主流品牌，推出标准化产品套餐。家装 e 站前期依据对主要城市装修信息的大数据分析，给出了主材包、施工包和整装包三种打包销售的家装产品。同时 F2C 模式实现七大类品牌主材全国规模集采，由工厂直供，合作的有东鹏、大自然、大卫、尚高、科勒、贝朗、友邦等，目前已有 60 个左右全国性合作的有品牌商。而对于部分定制品类，则采用区域性整合，实现去中间化，保证产品质量，提升产品竞争力。

图表 19：家装 e 站推出标准化产品

主材包	以工厂直供形式打包销售主要主材，并提供“国民包”、“名品包”满足不同消费层次产品套餐。
施工包	将装修过程分解为36个节点，按节点施工并验收，可通过APP进行远程监工。
整装包	硬装主材、施工项目、软装家居与定制柜体等各空间标准化配置，一站式整装服务。

资料来源：公司官网，易观智库，太平洋研究院整理

图表 20：家装 e 站与众多家居品牌商展开合作



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

寄托于天猫，可能存在流量瓶颈。 家装 e 站不是装修门户网站，也不是平台，自身不具备大规模获客的竞争优势，主要寄托于天猫和京东等第三方流量，但是这几年包括天猫在内的互联网平台网站都逐渐注重家居家装板块的发展，很难给家装 e 站这样的公司太多流量方面的支持，因此我们认为这样的模式在流量的前端导入方面可能会存在一定的挑战。

尚未自建仓储物流，交付及时性可能受到挑战。 2016 年家装 e 站从之前的中心仓模式，调整为社会化第三方仓配模式，在家装 e 站的组织下，所有主材通过第三方物流从厂家发货。同时家装 e 站实行零库存的 C2F 反向定制，即消费者先和分站签合同，确定选品并付款后，平台通知工厂发货商品种类和数量。这种没有产品库存，并且由第三方进行物流运输的模式，产品交付及时性可能会受到一定挑战。

一城一商模式限制，合作企业数量有限。 家装 e 站整合品牌资源输出主材包，加盟的城市运营服务商负责体验中心、施工服务和安装服务，一城一商的加盟模式下可以合作的企业数量有限。同时，家装 e 站主要对原有家装公司品牌赋能，形成其线下城市运营商，这使其合作的企业主要是竞争力不强的中小家装公司，和金螳螂模式类似，若想合作规模较大的装企仍有一定难度。

3.3 定制家具公司发力家装供应链整合：整装云整体家装赋能商，索

菲亚开启整装新模式

1) 整装云：软硬实力兼具，有赋能的天然优势

实行 F2C 集采模式，输出定制家具和配套品，是整体化家装赋能平台。整装云主要盈利部分来自自主辅材、家具和定制业务的销售，以及 O2O 引流费用的收入。不同于材料品牌商入驻的形式，整装云与品牌工厂达成合作实现大规模 F2C 工厂直采模式，有效降低材料的采购成本，提升家装公司利润率，也使业主受惠。此外再配合配合中央厨房式的供应链管理系统，将材料预加工打包成装配式半成品进行配送。

整装云在产品、技术、供应链整合等方面全方位赋能家装企业。首先，硬装软装一体化，全屋硬软装一站式选材、一体化设计，100%真实还原设计效果，同时实现了橱柜衣柜等定制家具同步设计、下单、安装无缝对接。实施多工地管理，数据化、在线化管理。供应链整合方面，囊括了上百种国内外一流建材品牌，0 门槛享受 F2C 价。

图表 21：整装云多方面赋能家装公司



资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

➤ 全方位赋能装企，综合优势明显

定制家具是供应链整合中最大的难点，依托尚品宅配多年全屋定制领域的发展，整装云整合定制家具具有天然优势，能为装企提供定制品类创造更大利润空间。融合定制家具的整装将实现“拎包入住”，有效提升客单价稀释成本，定制家具由于服务较重，向来是所有主辅材中最难整合的品类，因此定制家具公司来完成家装供应链的整合具有天然的优势。

针对家装获客难问题，整装云具有较强的导流能力。一方面，尚品宅配线下门店超 1500 家，覆盖了全国一、二线城市以及大部分四五线城市，整装云会员虽然并不能使用尚品的 Logo，但其或多或少可以享受尚品的一部分品牌资源。另一方面，整装云可以借助“新居网”获得线上的导流支持，“新居网”是尚品宅配较早培育的家居在线商城，其具备强大的获客导流能力，助力加入整装云的会员商家实现快速、精准和低成本获客。

拥有智能化信息系统，全方位提升运营效率。整装云四大软件系统实现硬装软装一体化设计、三维效果呈现、将装修全生命周期解决方案信息化，搭建起从营销到施工管理的全流程信息化管理系统。将建筑业 BIM 技术用于家装，与前端设计无缝对接，实现施工可视化模拟，智能生成施工指令和物料核算清单。而中央塔台调度系统则可以让施工过程信息化、数据化，工地在线化管理，使进度和质量得到保障，助力家装公司进行多现场管理。

基于定制家具行业供应链管理和物流配送的多年发展优势，整装云的供应链物流仓储配套服务扩张边际成本低。作为相对重资产的集采供应链模式，整装云对物流仓储配套要求相对较高。在物流仓储方面，公司进行优化和淘汰后，目前保留了 100 多家与尚品长期合作的物流公司，如保证汽运、海运、铁运、零单专线、干仓配一体化等。此外，尚品在全国重要城市布局仓储物流中心，2017 年公司在无锡投资 21 亿的生产基地，在成都西部研发制造综合型基地等也是重要的全国仓储中心布局。

会员单位数量有望短期实现爆发式增长，定制家具主业受益明显。我们认为整装云模式有望为尚品这样的定制家具公司短期内带来会员数量的爆发式增长，一方面这种模式可以带来定制家具产品的销量剧增，另一方面我们认为定制行业内的企业在整合家装供应链时，更有动力压低 F2C 环节中的价差，来换取更多会员单位的加入，让供应链的整合更加高效。

➤ 整装云赋能模式探索初期，仍有如下方面需要突破

借助线上流量进行引流，装企存在跑路可能性。目前整装云借助新居网线上流量，为家装公司提供一定导流服务，该模式下仍存在一定风险，由于整装云合作的主要是中小家装公司，这些规模较小的装企存在一定跑路风险，同时整装云模式下的客单价较高，合作的家装公司跑路所带来的风险可能会大于定制家具经销商跑路所带来的风险。

对中小装企而言构成一定准入门槛。整装云模式定位主要是和中小性家装公司进行合作，但是当前的准入门槛对于多数中小装企来说较高，与整装云本来所定位的服务中小装企的宗旨存在些许出入，垫付 20 万材料采购费等规则对资金实力不强（年流水 1000 万以下）的中小装企构成一定门槛。

软件系统值得进一步升级突破。圆方软件过去缺乏家装行业的经验，因此目前的 BIM 很难做到各个品类的物料清单做到精准计算，部分材料可能存在空间重复计算情况下的用量误差较大的问题。另一方面，中央塔台式调度系统距真正赋能家装公司实现线上流程管控和线上进行施工监理仍存在一定差距。

调整整装云会员和当地原有尚品/维意经销商的关系也是潜在的问题。由于家装企业加入整装云后将变相成为尚品经销商，可以为家装客户提供定制家具的设计、销售和安装服务，这与当地的商品经销商会存在天然的利益冲突，虽然尚品经销商大多依靠线上和到店客户，家装渠道目前

扩展较少，但利益冲突依然无法完全避免。好在尚品的加盟体系本身存在一城多商的情况，因此整装云会员的加入对于原有体系的“破坏”相对有限。

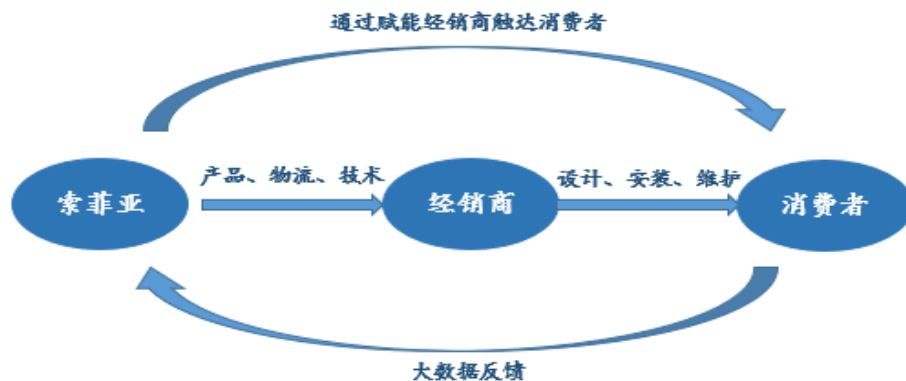
小批量订单物流成本偏高也是目前可能存在的一个问题。整装云模式下有时会存在小批量订单物流成本较高的问题，超额的物流成本势必会向家装公司转移，压缩家装公司利润空间。未来物流方面如何坐到更加完善也是整装云所需要突破的一方面。

2) 索菲亚：赋能各地经销商，开启整装业务新模式

整合产品资源，赋能各地经销商。索菲亚 2018 年成立整装部门，上半年选 7 个省会城市做试点，索菲亚的整装业务即由总部整合定制家具、卫浴、瓷砖等产品，并负责仓储物流等赋能各地经销商。同时研发整装软件，全方位提升供应链整合效率。施工方面主要由索菲亚当地经销商来承担。索菲亚借助自身的品牌、产品、信息系统等优势进行供应链整合，切入整装领域。目前该模式尚处于试点阶段，2018 年下半年可能会逐渐在全国范围推广。

我们认为这样的模式的优势在于以下两方面：(1) 可以无须处理索菲亚整装和当地索菲亚经销商这两者天然存在的利益冲突，因为在该种模式下，两者合二为一；(2) 索菲亚经销商对于定制产品的设计、安装等流程较为熟悉，这方面无须教育和培训。

图表 22：索菲亚赋能经销商为消费者提供服务



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

该种模式所面临的挑战也是巨大的：(1) 整装流程过于复杂，所需要的能力和定制家具经销商所需要的能力差异较大，多大比例的经销商能够转型成功存在一定的疑问；(2) 目前试点的城市大都是经销商本来就有整装的经验，在这种情况下，试点成功的可复制性存在一定的以为；(3) 自己做整装的情况下，原有和索菲亚合作的整装公司会成为索菲亚的竞争对手，家装渠道的订单可能会丢失；(4) 经销商同时承担衣柜、橱柜、木门、整装业务的情况下难度太大，压力过大，影响经营。

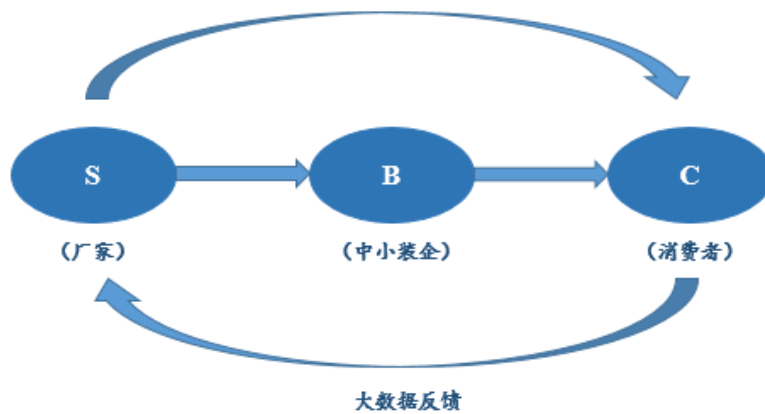
3.4 东箭集团：建材类产品代理商，自建物流交付及时

东箭家居：从产品整合到仓配送，全方位赋能 B 端装企。东箭完整家居成立于 2014 年，是东

箭集团下属的集选材、仓储、物流、安装、维修为一体的家装服务平台，依托强大的供应链系统，通过城市运营商模式，东箭完整家居为中小型装企提供设计、装修、建材、家具、家电、软装等家居全品类、多品牌商品，及仓、配、送、安维等售后服务，从数据输出，技术输出，产品输出，服务输出等方面为家居产业小企业赋能，帮助中小型装企一举打破供应链困扰。

图表 23：东箭全方位赋能中小装企

东箭供应链管理输出（产品、技术、安装、物流、系统）



资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

卫浴代理商起家，部分产品整合能力强。东箭完整家居依托 20 年家居建材代理经验，与 TOTO、科勒、高仪、汉斯格雅、箭牌、东鹏、大自然、欧琳、老板、樱花、康 E 木门、联邦家居、奥普、西蒙等诸多一线大牌深度合作。取“各家之所长”，帮助运营商摆脱传统模式中，品牌、产品线单一等问题的束缚，并以“直采”的方式，让高品质、高性价比的家居产品成为致胜的关键所在。预计 2018 年底产品品类扩充到 18 个，合作品牌 87 家，3000SKU。

图表 24：东箭已与国内外众多品牌开展合作

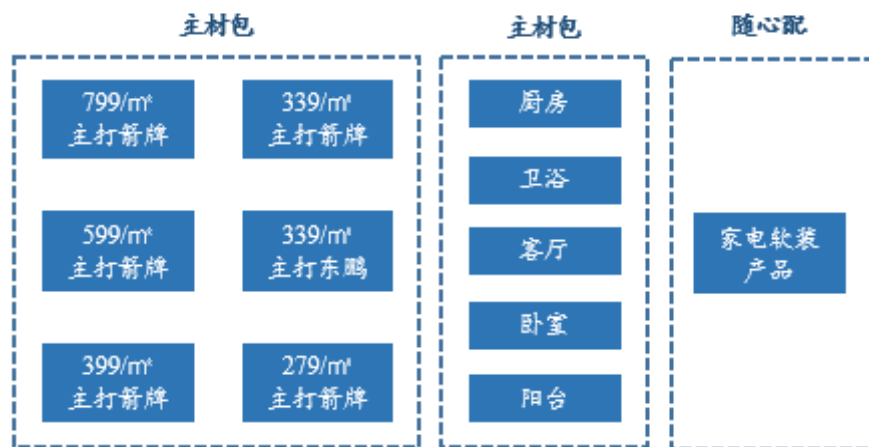
TOTO	ARROW 箭牌	hansgrohe 汉斯格雅	科勒 KOHLER 美国厨卫品牌 始于 1873	东鹏 DONGPENG 东鹏瓷砖 始于 1972 — 瓷砖 瓷砖专家 —	Nature 大自然地板	卫浴 卫浴·卫浴·卫浴
GROHE 德国高仪	MOEN 摩恩	韩丽橱柜 HANEX 懂生活，更爱家！	American Standard 美标	KITO 厨卫电器	樱花	AUPU 奥普集成吊顶
欧派 DUPAI	padoor 爱尚门	DE&E 德意电器	安信 地板	PIANO 皮阿诺橱柜 0 827-228-228	诺贝尔瓷砖	submarine 潜水艇 ideas inside
arte mundi 美孚® 书普门地 厨卫	Hutoni 汇典龙	ROBAM 老板	同安 静音门锁	楚楚吊顶 给家一片美丽的天	Gobo	Vöhringer 菲林格尔 — 橱柜 木门 —
OULIN 欧琳	ATTIMEC	中盛	康E木门 康E木门	尚品本色 SUPERUS	Ran's 欧路箭	FREEZONE 无界

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

主材包+空间包+随心配，优化产品组合。六大套餐主材包，厨房、卫浴、客厅、卧室、阳台五大空间包，为满足不同层次消费人群，主材包在设计上也紧密切合消费需求，现代、北欧、美

式、欧式、新中式、混搭等六大风格可以全方位满足当下主流家装所需。2017年，东箭还推出了更能满足个性化需求的随心配套餐，优化产品选择多元矩阵，开启家装产品海量搭配新时代。

图表 25：东箭主材包+空间包+随心配产品组合



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

自建仓储物流，保证交付及时性。东箭完整家居着力打造尚家供应链，与阿里菜鸟联手合作以双 LOGO 运作模式完善仓配体系，对接菜鸟的大宝系统，可以与天猫平台无缝对接，进一步解决大件物流的运输问题。尚家依托先进的信息技术支持及灵活多样的产品组合，为客户提供专业一站式供应链管理、仓储物流优化与方案解决等服务，为上千家建材类供货商提供供应链管理服务。

图表 26：东箭现有分销商 73 家，涉及全国 24 个省市，直辖市



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

东箭集团将原有的产业结构进行调整，整合并升级线上线下产品，将传统加盟模式的痛点逐个击破，完善的“仓配一体化的解决方案”为运营商的经营提供有力保障。旗下拥有尚家供应链，分别在杭州、天津、广州、郑州、成都这五大城市配置中心仓，以“大中心仓加城市节点仓以及落地配”的方式，不仅解决自身线上的订单产品配送问题，还能为运营商解决配送和物流的运输。

图表 27：东箭家居全国 30 仓建仓规划

规划	一期	二期	三期	合计
年份	2017年	2018年	2019年	
计划建仓	7个	12个	11个	30个
仓库面积	5万平	8万平	7万平	20万平

资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

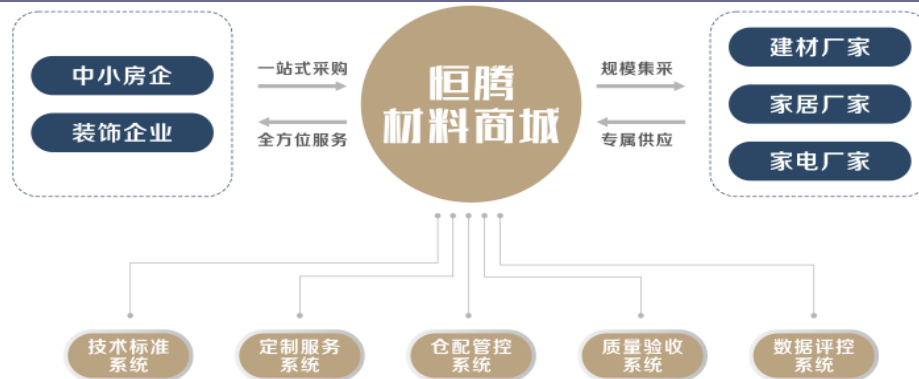
强大信息系统支撑，提升运营效率。依托 20 余年沉淀而来的大数据，东箭完整家居可以精准分析客户需求，构建全息消费者画像，推进工厂反向定制商品，在工厂、装企之间实现高速信息对接，助力装企更完美地落地设计效果。同时，VR 系统、BIM 系统、如步系统等自主研发的新技术家装利器，可以实现工厂-仓库-平台-装企全程信息透明化，随时监督进度，助力装企全面提升效率，最终提升其交付能力。

尚未实现对定制家具的完全整合，产品整合能力值得进一步突破。东箭家居从卫浴代理商起家，卫浴等建材类产品整合能力强，但是定制家具作为产品整合最难也是最关键的一环，东箭集团尚未对定制家具实现完全的整合。一站式整装已成趋势，未来供应链平台应尽可能整合硬装主材+软装家具+定制家居+家电等所有品类产品，因此产品整合尤其是定制家具的产品整合是东箭需要进一步突破的方面。

3.5 恒腾网络：背靠地产龙头资源优势，打造精装材料供应链服务平台

融合恒大、腾讯资源优势，打造成为建材供应链整合平台。恒腾网络在互联网社区服务、互联网家居两大业务快速发展的基础上，2017 年下半年推出互联网材料物流业务，恒腾网络平台立足恒大集团 22 年成熟的精装供应链体系，依托腾讯互联网领先技术解决方案，打造开放融合的精装生态圈，助力中小房企、装饰企业在国家全装修政策及消费升级的双重驱动下实现精装的高效落地。除为中小房企和装饰企业一站式采购各种建材产品外，同时借助技术标准系统、定制服务系统、仓配管控系统、质量验收系统、数据评控系统五大系统全方位赋能装饰企业和中小房企。

图表 28：全流程管控，赋能中小房企和装饰企业



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

2款产品+3款风格+9款主材包，为装饰企业提供高性价比的主材选配方案。公司推出“X3”系列，X元素是未知的，代表整装趋势，X可以无线叠加。“X3”系列推出舒适版及菁英版两套产品，助力装饰公司给终端消费者提供更好的整装落地服务，同时推出精致简约、都市现代、唯美简欧三种风格，满足多层次消费者需求。公司推出基准包、厨房宝、卫浴包产品套餐，涵盖8大品类，一站式采购，为装饰企业提供低价、高质产品。

图表 29：公司推出基准包、厨房宝、卫浴包产品套餐

基准包			
空间	品类	标配	品牌
客厅/餐厅	瓷砖	800×800mm 抛光砖/抛釉砖	东鹏
卧室	户内门	2100×900mm	江山欧派、千川
	木地板	强化复合地板	圣象
阳台	瓷片	300×300mm	东鹏
厨房包			
空间	品类	标配	品牌
厨房	墙地砖	地面 300×300mm 瓷砖，地面 300×600mm 瓷片	东鹏
厨房	户内门	单开门/双扇推拉门	江山欧派、千川
厨房	橱柜	上柜+地柜+台面+水槽	我乐
厨房	厨电	油烟机+灶具	美的、老板
厨房	吊顶	300×300mm	友邦
卫浴包			
空间	品类	标配	品牌
卫生间&浴室	墙地砖	地面 300×300mm 瓷砖，地面 300×600mm 瓷片	东鹏
卫生间&浴室	户内门	单开门	江山欧派、千川
卫生间&浴室	洁具	坐便器	东鹏、乐家、美标
卫生间&浴室	浴室柜	镜柜+台面柜+台盆+龙头	东鹏、法恩莎、乐家、美标、箭牌
卫生间&浴室	五金	厕纸架、毛巾杆、马桶刷三件套+地漏	东鹏、摩恩
卫生间&浴室	集成吊顶	300×300mm 铝扣板+300×600mm 三合一电器	友邦

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

1) 背靠恒大供应链体系，建材类产品一站式采购，仓储物流覆盖全国提高交付及时性

融合恒大资源优势，深耕建材供应链体系。数十年来恒大集团打造了业内标准化程度最高、采购规模最大、合作模式最简单、合作伙伴队伍最优的全国统一采购配送供应链体系。而恒腾网络推出互联网材料物流业务，正是面向整个社会和市场开放恒大的供应链体系，这将为供应商、材料采购方带来巨大的价值。恒腾网络打造建材采购供应链协同发展的新模式，借助恒腾提供的一站式建材采购服务，中小型房企、装饰企业可以享受资源整合红利，快速实现批量标准化精装修。

覆盖精装修全品类，提供低价高品质产品。首先，品类丰富，覆盖了建材精装修全品类，借助恒腾打造的建材采购平台，采购方可以进行一站式采购。其次，品牌商资源丰富，公司已与 200

余家国内外建材品牌商签订战略合作协议。同时依托恒大每年数百亿的集采体量优势，可以大幅降低企业采购成本。另外，恒腾网络拥有恒大完全一致的质量管理体系，确保最佳的产品品质。

图表 30：汇集 200 余家国内外建材品牌商



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

五大仓储物流中心覆盖全国，提供高效及时的交付服务。公司在华北、华南、华东、华中、西南五大区域设立高标准、现代化仓储物流中心，随着业务发展，未来将在全国重点城市部署城市仓，确以保资源储备充足，供应稳定。搭建覆盖全国的物流配送网络，同时，运用 WMS/TMS 等信息化管理系统，实现订单状态的实时跟踪，共同为客户提供低成本、高效、及时的物流交付服务。

图表 31：五大仓储物流中心覆盖全国



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

借力龙头地产商精装修资源，掌握最前端流量入口。从 2016 年开始，全国各地陆续出台精装修相关政策条例，“毛坯房”交付将逐步退出房地产市场，家装企业对精装修的需求不断提升，而

早在 2004 年，恒大集团就已经开始实施打造精品战略，开创了行业全精装修交楼先河，目前，恒大在中国 280 多个城市拥有 800 多个项目，累计为 500 万户家庭提供了精装交付服务。丰富的前端流量可以为装饰企业导流，降低其获客成本。

2) 在如何为客户提供更多个性化家装方面仍需突破

恒腾借助龙头地产商恒大的资源优势，整合的主要是主材类产品，对定制家具产品的整合有限。同时，精装修模式下，公司虽然推出了多类型产品套餐，聚焦于整装必备品类，契合了家装企业整装产品需求，但由于众多商品属于特供产品，部分客户个性化需求尚不能完全得到满足，随着 80/90 后消费主力军的个性化需求崛起，提供更多个性化服务将是未来一个值得突破的方面。

3.6 五大类型赋能公司对比，整装云综合优势明显

金螳螂：装修公司，施工经验丰富，打造闭环产业链。一方面，金螳螂家借助原有供应商资源，已有部分产品整合能力，施工经验丰富，质量把关严格，同时形成了涵盖引流、产品、技术、安装、服务等一体化的闭环产业链。另一方面，受直营模式和品牌赋能模式限制，较难和规模较大的装企合作。综合来看，金螳螂家模式对家装公司本身扩大规模是一种较为领先的模式，但是从供应链整合和赋能家装的角度来看，其合作的企业数量有限，且主要是和中小装企或以前没有从事家装业务的企业合作，那些规模较大的家装公司则难以参与进来，因此规模相对有限。

酷家乐：互联网平台，把握设计师流量入口，采用到店购模式赋能家居企业。一方面，酷家乐有最大家居云设计平台天然优势，延续设计师流量入口作用，有效撮合品牌商和设计师。且并未破坏目前行业内的“潜规则”，中短期来看有望实现快速增长；但是酷家乐这种轻资产运营平台由于缺乏对于物流的管控，产品交付的及时性将是一大挑战。

家装 e 站：互联网平台，标准化产品规模直采，对加盟商品牌赋能。一方面，率先发起家装 O2O 新模式，整合国内外主流品牌，推出标准化产品套餐。另一方面，寄托于天猫，可能存在流量瓶颈，尚未自建仓储物流，交付及时性可能受到挑战，同时受一城一商模式限制，合作企业数量有限，且由于是品牌赋能，和金螳螂类似的事情是，一般很难有当地规模较大的家装公司选择加盟家装 e 站。

整装云：定制家居企业，软硬实力兼具，有赋能的天然优势。一方面，具有整合定制家具有天然优势，同时针对家装获客难问题，整装云具有较强的导流能力，智能化信息系统全方位提升运营效率，另外，基于供应链管理和物流配送的多年发展优势，整装云的供应链物流仓储配套服务扩张边际成本低。但是会员企业的跑路风险，如何解决软件的实用性和流畅性，以及如何协调原有经销商和整装云会员之间的利益冲突都将是未来整装云需要考虑和解决的问题。

东箭集团：建材类产品代理商，从产品整合到仓配送，全方位赋能 B 端装企。一方面，家居建材代理经验丰富，部分产品整合能力强，同时自建物流仓储，保证交付及时性。另一方面，尚

未实现对定制家具的完全整合，产品整合能力值得进一步突破。

恒腾网络：背靠地产龙头资源优势，打造精装材料供应链服务平台。一方面，借助恒大深耕建材供应链体系优势，覆盖精装修全品类，提供低价高品质产品，同时五大仓储物流中心覆盖全国，提供高效及时的交付服务，借力龙头地产商精装修资源，掌握最前端流量入口。需要面临的挑战是，尚未实现对定制家具的完全整合，在提供更多个性化服务方面可以进一步开拓。

综合来看，定制家具企业赋能家装公司的模式优势比较明显。整装云具有定制家具的天然优势，软件系统提升效率、物流扩建成本低、较强导流能力等方面使其为装企提供赋能时存在明显优势。虽然当前整装云中央塔台调度系统的使用、部分 BIM 系统功能的使用以及物流和风险控制等环节存在后期继续探索和突破的地方，但我们认为随着运营模式的进一步探索，这样的商业模式未来值得期待。当然恒腾网络代表的地产龙头、酷家乐代表的设计师和家装平台平台同样各有优势，泛家居四万亿蛋糕太大，对于企业来说最重要的就是认清自身的优势，扬长，且补短，未来就有望在如此庞大的市场上占得一席之地。

图表 32：各公司的供应链模式比较

公司性质	赋能公司	赋能装企的优势	需要突破的方面
有装饰经验	金螳螂	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 原有供应商资源，一定产品整合能力 ✓ 施工经验丰富，质量严格把关 ✓ 产业链形成闭环 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 一城一商模式限制合作企业数量 ✓ 城市合伙人的直营模式下难以合作规模较大的装企
互联网平台	酷家乐	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 最大家居云设计平台优势 ✓ 延续设计师流量入口作用 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 尚未提供仓储物流服务，交付及时性可能会受影响
	家装e站	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 率先发起家装020新模式 ✓ 具有一定产品整合能力 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 寄托于天猫，可能存在流量瓶 ✓ 尚未自建仓储物流，交付及时性可能受到挑战 ✓ 一城一商模式限制，合作企业数量有限
定制家具企业	HOMKOO整装云	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 具有整合定制家具的天然优势 ✓ 线下、线上资源实现较强导流 ✓ 智能化信息系统，提升效率 ✓ 原有仓储物流，扩张边际成本低 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 中小装企存在跑路风险，带来经营不确定性 ✓ 对中小装企而言构成一定准入门槛 ✓ 软件系统值得进一步升级突破。 ✓ 降低小批量订单也是一个值得突破的方面

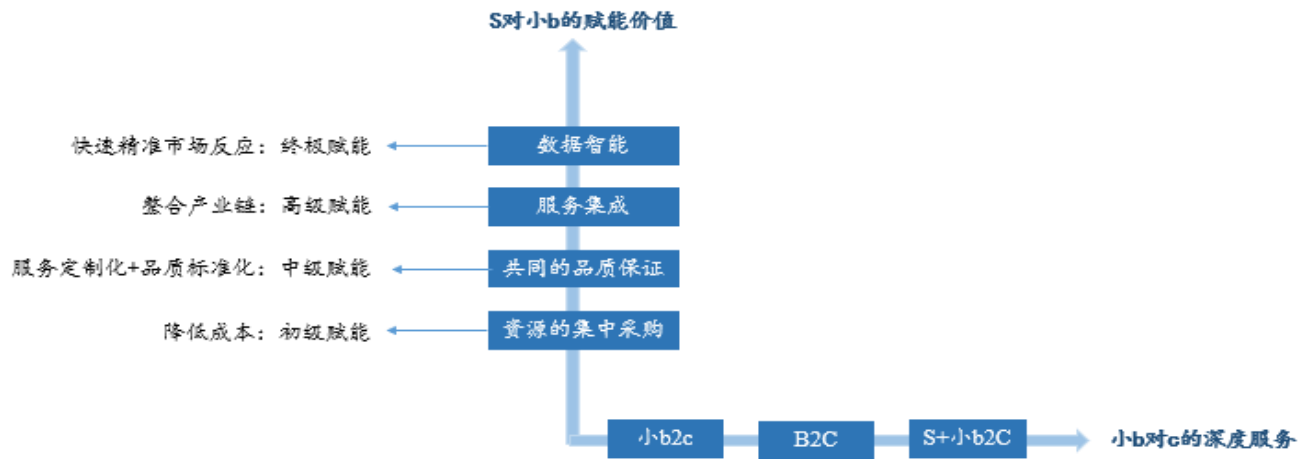
建材类产品代理商	东箭集团	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 卫浴代理商，产品整合能力强 ✓ 自建仓储物流，交付及时 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 尚未实现对定制家具的完全整合，产品整合能力值得进一步突破
地产商	恒大-恒腾网络	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 融合恒大深耕建材供应链体系资源 ✓ 提供精装修全品类低价高品质产品 ✓ 仓储物流提供高效及时的交付服务 ✓ 掌握精装修最前端流量入口 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 尚未实现对定制家具的完全整合 ✓ 在提供更多个性化服务方面可以进一步开拓

资料来源：公开资料，太平洋研究院整理

4. S2B2C 式供应链整合，产品、物流、技术、服务、导流缺一不可

S2B2C 式家装供应链整合模式已成行业未来发展趋势，“S”指家装产品供应链，“B”代表中小装企，“C”是家装用户，S2B2C 模式下的家装赋能型公司的关键在于产品整合、提供仓储物流服务、技术软件支撑以及落地服务、提供导流服务等方面。

图表 33：S 通过四个维度对小 b 进行赋能，共同深化对 c 的服务



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

1. 丰富产品组合，降低采购成本

一站式整装已成趋势，未来的 S 将尽可能整合硬装主材+软装家具+定制家居+家电等所有品类家装家居供应商，通过 F2C 工厂直采的方式去除中间加价环节，让利给消费者。结合标准化的产品和施工工艺，标准化装企才能推出具有极高性价比的套餐。一个能解决材料供应难题的大型供应链平台是公司做赋能的基础

2. 仓储物流端赋能，保证交付的及时性

中小装修企业没有自己的仓储和物流，无论在效率上还是稳定性上都不可控，经常出现人等

材料或材料等人的情况，再加上施工质量和交付不稳定，影响工期和消费者体验。赋能型公司凭借自己的仓促物流资源去赋能中小装企，提高其材料下单的准确性和交付及时性，改善用户体验。

3. 全程数据化运营，提升行业效率

数据化是行业效率提升的前提。单从材料环节来看，据业内统计，一般硬装环节所需 SKU 数量达到 600+，而一个完整的整装种 SKU 则超过 1000+。不仅如此，还要在两个月中将这些来自不同供应商的物料按时、按量配送到指定工地。面对如此庞杂的物料供应需求，如果没有一个功能强大的信息系统支持，实现数据化运营，根本无法按时完成交付。

4. 重视落地服务培训，加强销售、安装等方面指导

安装等服务由家装公司负责，但是作为直接接触消费者的一环至关重要，尤其是定制家具品类在设计和安装方面具有一定独特性，销售、安装等培训工作更为重要。同时可在展厅设计、驻点培训等方面为装企提供服务，如在产品陈列方式、灯光照明设计、定制家居样板间等方面给与指导，并派高级设计师导入定制家具培训，整装销售设计师驻店销售，共同推进销售业务。

5. 提供导流服务，形成产业链闭环

家装公司尤其是中小装企存在获客难问题，在进行供应链整合时，导流服务是必不可少的一环，提供赋能的公司应借助线上和线下流量资源，为家装公司提供一定导流服务。从而将涵盖引流、产品、技术、安装、服务等一体化的全产业链打通，形成产业链闭环，我们认为这样的合作模式会更加稳固和健康。

5. 投资建议：看好尚品宅配由品牌商转型平台，估值空间有望彻底打开

公司整装云招商正逐步推进，目前平均每个月增加会员单位 100 家以上，截至 18 年 3 月底已有约 260 家商家加盟合作。公司 2018 年目标招商 1000 家以上，若单个会员 18 年全年平均下单金额达到 50 万元，则整装云主辅材业务收入有望突破 5 亿元。目前，业内注册等级的装修企业数大约 17 万家，远期来看，我们保守假设未来将有 10% 的中小家装公司对接整装云服务，即未来整装云招商约有 1.7 万家。假设（1）中小家装公司年均接单量为 100 个，其中 60% 通过整装云下单；（2）整装云可取得客单值 10 万；乐观估计下，整装云远期营收规模或可达 1020 亿元。公司未来将有望从家居品牌商转向平台商，估值空间将彻底打开。

我们预计尚品宅配 2018-2020 年 EPS 分别为 2.96 元、4.73 元、7.11 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别 43X、27X 和 18X，维持“买入”评级

6. 风险提示

房地产政策宏观调控风险：定制家具产品需求受住宅房地产市场销售量、商品房交收和二手房交易的影响。近年来，为抑制部分城市房价过快上涨的势头，促进房地产市场平稳健康发展，国家针对住宅房地产出台了一系列调控政策，打压投机性房地产投资。如果未来宏观调控、经济发展环境导致我国房地产市场持续低迷，作为具有一定地产后周期属性的定制家具行业会受到一定的影响。因此，公司存在因房地产市场不景气导致业绩下滑的风险。

原材料价格波动的风险：公司生产定制产品的原材料包括刨花板、中纤板、功能五金件、石英石板材及外购的部分配件。由于直接材料占主营业务成本的比例较高，直接材料的采购价格变动对主营业务成本将产生较大的影响。近年来，部分原材料价格存在一定的波动，若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司经营产生负面影响。

渠道扩张不及预期的风险：公司近年来加大加盟渠道的扩张力度，未来开店速度仍会受诸多因素影响，例如区域加盟商的开店意愿、公司的政策激励等都会造成门店扩张计划速度的变化；此外直营门店在布局大店时，对开设地段、资金能力以及区域消费模式会有更多考量。这些会影响直营渠道收入情况。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。