



定制家具企业 3.15 活动跟踪

主推多品类与差异化销售，龙头优势凸显

3.15 是消费者权益日，也是建材家居行业年度大促期，一定程度上体现了各企业全年的销售趋势。我们走访了上海、深圳家居卖场的定制家居店面，结合品牌线上官方促销活动，分析发现今年 3.15 大促，定制家居企业：1) 主推多品类与大家居协同销售以提高客单价；2) 在沿用套餐模式促销的同时，加强了内容差异化竞争；3) 一线品牌营销力度显著高于中小品牌，市场恶化下的竞争优势突显，行业洗牌将加速；4) 线上电商作为厂家主要引流渠道，对经销商的扶持力度加大，企业销售费用预计呈上升趋势。

- **多品类协同销售，大家居推广力度增强。**相较于往年，今年 3.15 活动更加注重品类协同销售，大家居模式明朗，如索菲亚将衣柜、橱柜、窗帘、床垫、木门进行各种打包组合，并推出囊括了全屋定制柜、橱柜、木门、烟灶、床垫的 29999 全屋定制套餐；欧派丰富了赠品品类与品牌，加入了金可儿床垫、TCL 电视、嵌入式洗碗机等产品，并充分利用自身品类齐全的优势，协同衣柜、橱柜、木门、卫浴业务，主推 598 整装产品。由此可见，企业皆希望借助多品类捆绑销售做大客单价，以抵消市场景气度下降的影响。
- **套餐仍是主流促销模式，但差异化竞争加大。**这次 3.15 促销中，索菲亚、欧派、尚品宅配、好莱客等都沿用了套餐促销模式，但相互之间差异化拉大，如尚品宅配主推的仍是 518 全屋定制产品，套餐选择相对较少，且主要集中在配套家居与橱柜产品上；好莱客主推 799 定制柜，16800 套餐重点突出新颖板等环保板材。可见虽然竞争加剧，但企业默契地避免同质化价格战，坚持探寻差异化道路，行业竞争态势仍处良性阶段。
- **一线品牌营销推广力度加强，中小品牌促销力度较弱。**我们调研下来发现一线品牌持续加强营销推广，厂家对经销商扶持力度加大，如索菲亚邀请 9 大明星空降 11 大城市助阵，并早早开始线上线下密集宣传 3.15 促销活动，欧派在卖场打了很多 3.15 活动广告，并直接下调活动产品出厂价以支持经销商。相反，中小定制家具品牌略为“安静”，促销力度较小，略显弱势。预计随着市场竞争持续加剧，龙头企业较强的抗风险能力凸显，行业洗牌有望加速，集中度提升趋势明显。
- **线上电商成主要促销引流渠道。**目前为止，线上电商仍是 3.15 主要引流渠道，小部分优惠活动也仅在线上开展，如索菲亚的定金特权与秒杀活动。企业通过线上让利促销，将人流引至线下，协助经销商获取订单。可以预见若市场景气度持续不见起色，厂商的经销商扶持投入持续加大，销售费用将有所增加。
- **行业处阵痛调整期，龙头优势仍在。**总的来说，虽然定制家居市场因地产业调控、住宅成交量下滑受到影响，但行业并未步入激烈的价格厮杀状态，竞争仍是有序且良性的。一线品牌厂商加大营销力度，加强对经销商扶持，充分利用多品类与强渠道，在行业洗牌中占据优势。
- **地产成交结构性回暖，行业估值有望继续修复。**2018 年下半年 30 大中城市销售面积增速回升，12 月住宅竣工、销售面积增速转正，近期资金呈宽松趋势，地产出现复苏迹象，一二线城市成交有望率先回暖，下半年将陆续体现在家具行业上，品牌定制家具企业估值有望持续修复。

风险提示：

- 房地产调控政策升级，成交回暖不达预期，价格战恶化。

投资建议：

- 推荐产品系列齐全、产业链布局完善的定制龙头**欧派家居**，产品和渠道锐意改革的**索菲亚**，战略领先渠道独立的**尚品宅配**，受益精装修趋势的**帝欧家居**，关注估值较低的**志邦股份**、**好莱客**、**大亚圣象**。

相关研究报告

《索菲亚 (002572.SZ)：厨柜扭亏，多管齐下巩固竞争力》20190305

《中银国际轻工行业 2018 年报前瞻：包装盈利弹性体现，家居造纸静待回暖》20190228

《尚品宅配 (300616.SZ)：加盟渠道高速扩张，配套品助营收增长》20190228

《欧派家居 (603833.SH)：业绩符合预期，多品类与整装布局护航稳增长》20190127

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造：家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者



图表1.定制家具企业 3.15 促销活动一览

品牌	渠道	价格 (元)	套餐内容
索菲亚全屋定制	线上	500	<ul style="list-style-type: none"> 特权订金，到店消费可享： <ul style="list-style-type: none"> ● 线下门店消费满 3 万元减 3150 元，限量 10 名； ● 随机送价值 499 元床上用品四件套，限量 60 名； ● 消费满 1 万元可抵扣 700 元。
	线下	19998	<ul style="list-style-type: none"> 18 m²全屋定制柜，送 8 m²衣柜+18 m²窗帘，+998 元送全屋窗帘主布； 订金 1000 元返 2000 元； 3 月 16 日，万元返 315 元。
		19999	<ul style="list-style-type: none"> 全屋定制 22 m²投影面积 (超出部分按 999/ m² 计价)，E0 级环保板材，含： <ul style="list-style-type: none"> ● 入户柜、鞋柜、电视柜、酒柜、书柜、衣柜、衣帽间，不含榻榻米柜 送 22cm 厚的独立袋装弹簧床垫。
	线上&线下	29999	<ul style="list-style-type: none"> 全屋定制 13 m²投影面积 (超出部分按 999 元/ m² 计价)，E0 级环保板材，含： <ul style="list-style-type: none"> ● 索菲亚全屋定制 (入户柜、鞋柜、电视柜、阳台柜、酒柜、书柜、衣柜、衣帽间，不含榻榻米柜) ● 18mm 实木颗粒板司米橱柜 (3m 地柜+3m 台面+1m 吊柜) ● 两卧一卫免漆耐磨木门 送 22cm 厚的独立袋装弹簧床垫、司米烟机、司米灶具。
		5499	<ul style="list-style-type: none"> 1.5m 双人床、床头柜； E0 级实木颗粒板整体衣柜。
司米橱柜	线上	2019	秒杀活动，限量 2 套，含 3m 地柜+3m 台面+1m 吊柜，送抽屉+拉篮；
	线下	99	买橱柜，+99 元送蒸箱或烤箱；
	线上&线下	9999	含 3m 地柜+3m 台面+1m 吊柜，送智能烟灶+星盆龙头+抽屉+拉篮。
欧派整装大家居		1198 元/ m ²	<ul style="list-style-type: none"> 整装 (建筑面积，限 100 m² 以内)，含主材 (全屋品牌瓷砖/地板/吊顶/涂料/石材)、欧派橱柜 (I/L 型台面不限米+2m 吊柜+烟灶+水盆)、欧派衣柜 (1.6 m² 投影面积鞋柜+10 m² 投影面积卧室衣柜)、欧铂丽木门、欧派卫浴 (浴室柜+龙头花洒+马桶各一套)。
	线上&线下	598 元/ m ²	<ul style="list-style-type: none"> 整装，含木门、卫浴 (每 60 m² 含一套)、衣柜 (建面的 20%)、橱柜 (不拆改户型情况下，I、L 型皆可)； 线下门店消费满 3 万元减 3150 元，限量 10 名； +3.15 元抢 1.8m 真皮软床或 1.5m 板床。
		45800-78800	<ul style="list-style-type: none"> 主材套餐，含： <ul style="list-style-type: none"> ● 欧派橱柜：3.5m 地柜台面+1.5m 吊柜+烟灶+水槽龙头 ● 欧派衣柜：全屋投影面积 18 m² ● 欧铂丽木门：3 樘 (含门套五金) ● 欧派卫浴：浴室柜+龙头花洒+马桶各一套
欧派衣柜	线上	其它	订购任意全屋定制套餐，可免费获赠 1.5m 欧派床垫，或+799 元抢购价值 7999 元 1.5m 金可儿床垫。
	线下	其它	<ul style="list-style-type: none"> 衣柜全屋套餐单值满 2 万元以上，免费赠 1.5m 床垫，或+799 元抢购价值 7999 元 1.5m 金可儿床垫； 全场正价衣柜主体或正价家配，每满 5000 元立减 1000 元； 预存 1/2/3 万元，可半价抢购板式床/半皮软床/沙发一套。
		19800	<ul style="list-style-type: none"> 现代畅销王套餐：含 22 m² 投影面积，超出部分 1299 元/ m²，含滑轮、门铰、拉手； 简欧人气王、主销品质王套餐：含 18 m² 投影面积，超出部分 1399 元/ m²，含滑轮。
	线上&线下	23800	<ul style="list-style-type: none"> 沙发三人位+贵妃位、茶几、餐厅一桌四椅、主卧 1.8m 软床、次卧 1.5m 软床； +99 元换购价值 6299 元 TCL55 寸 4K 电视机； +2999 元换购价值 7980 元 4 m² 大衣柜一个。

资料来源：各公司官网，各公司天猫旗舰店，中银国际证券



续 图表 1. 定制家具企业 3.15 促销活动一览

品牌	渠道	价格 (元)	套餐内容
欧派橱柜	线上	6999/7999	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 含 3m 地柜+3m 石英石台面+1m 吊柜。
	线下	9999/10999 元	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 含 3m 地柜+3m 石英石台面+1m 吊柜+烟灶; ➢ 全场正价橱柜和电器产品, 每满 5000 元立减 1000 元。
	线上&线下	9999-32800	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 15800/19800 元: 3.6m 地柜+3.6m 石英石台面+1.5m 吊柜+烟灶+双水槽+百隆方杆抽; ➢ 25800/32800 元: 7m 内 (不含吊柜) 橱柜、阳台柜、餐酒柜、餐边柜任意定制搭配+烟灶+双水槽或大单槽+百隆方杆抽或纳米拉篮二件套; ➢ 下定橱柜可加 999 元获赠价值 6980 元欧派嵌入式洗碗机一台。
尚品宅配	线上	其它	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 订单满 1-5 万元, 相应减 2000-10000 元; ➢ 预存 1-5 万元购买正价商品, 享 9.5-9.1 折。
	线下	其它	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 每满 8000 元减 800 元; ➢ 满减后满 1/3/5/8 万元, 享 9.6/8.8/8.0/7.6 折。
	线上&线下	7708-9916	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 9916 元起, 含客厅十件套 (餐桌椅、茶几、电视柜、沙发床、鞋柜、吊柜); ➢ 9999 元起, 厨房七件套 (地柜+石英石台面、吊柜、烟灶、龙头、双盆); ➢ 7708 元起, 1.8m 床+1.6m 衣柜。
好莱客	线上	16800	➢ 21 m ² E0 颗粒板 (不含榻榻米), 或 15 m ² 新板全屋定制柜。
		9999	➢ 8 m ² 原态板定制柜。
		其它	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 下单送颗粒板抽屉; ➢ 买套餐送价值 527 元针织棉床垫。
	线下	16800	➢ 18 m ² E0 颗粒板 (不含榻榻米), 或 15 m ² 新板, 或 13 m ² 原态板全屋定制柜。
	线上&线下	6999	➢ 3m 地柜+3m 台面+1m 吊柜, 含基础五金, 送水槽+龙头。
		799	➢ 799 元/m ² 的柜类家具 (榻榻米除外), 18mmE0 颗粒板。

资料来源: 各公司官网, 各公司天猫旗舰店, 中银国际证券



附录图表 2. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002572.SZ	索菲亚	买入	21.39	198	0.98	1.04	21.8	20.6	5.23
603833.SH	欧派家居	买入	102.00	429	3.09	3.81	33.0	26.8	17.09
300616.SZ	尚品宅配	买入	80.09	159	1.91	2.43	41.9	33.0	14.18
603898.SH	好莱客	未有评级	18.16	57	1.11	1.42	16.4	12.8	6.96
002798.SZ	帝欧家居	买入	19.30	74	0.14	0.99	136.4	19.5	8.04
603801.SH	志邦家居	增持	29.10	47	1.46	1.88	19.9	15.5	11.30
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	13.23	73	1.19	1.45	11.1	9.1	7.29

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 3 月 11 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371