

其他轻工

行业深度分析

全屋定制、整装和信息化成为行业发力点

投资要点

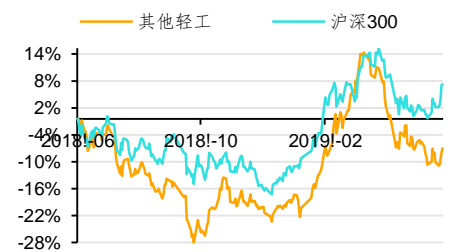
- ◆ **地产调控，定制家居行业短期困顿。**受下游房地产调控、定制家居公司纷纷上市以及部分成品、家装等其他行业企业的进入等因素影响，2018年以来家具企业营收增速下滑，2018年家具制造业主营业务收入7,011.90亿元，同比增长仅为4.30%。具体到各定制家居企业，行业龙头欧派家居2018Q3单季度、尚品宅配2019Q1单季度增速均处于两家公司2017年上市以来最低水平，索菲亚2019Q1单季度营收增速为负，行业及个股公司业绩增速下滑主要受下游地产调控以及随着定制家居板块不断壮大，行业竞争加剧等因素影响。
- ◆ **渗透率仍较低，定制家具行业长期发展空间依然较大。**定制家具兼顾了实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求，目前整体定制家具在家居行业的渗透率为30%，对比美国、韩国等发达国家60-70%的渗透率，仍处于较低水平。未来随着城镇化进程的不断推进、消费习惯改变以及消费水平的提升，有助于消费者对定制家居价格的接受能力，定制家居行业渗透率有望提升。定制家居成交客户目前仍集中于一手房，二手房及在住房新增客户占比相对较低，随着下游精装修房、存量房市场规模的不断发展以及地产调控下抢占流量，定制家居规模领先企业纷纷与房地产商合作开展工程业务、拓展存量房市场以及将渠道延伸至装修最前端整装领域，促进业绩规模增长。
- ◆ **定制家居整体集中度较低，龙头多维度构建壁垒。**目前定制家居行业整体集中度偏低，根据我们测算，2018年定制橱柜CR7仅为8.10%，定制衣柜CR8仅为20.35%。从定制橱柜龙头欧派家居和定制衣柜龙头索菲亚市占率来看，2017年欧派家居、索菲亚市占率分别为4.12%、9.01%。行业领先企业在五大维度构建壁垒：1) 品类逐渐从橱柜延伸至全屋定制，客单价提升；2) 多渠道兴起，积极进行新零售渠道创新，布局O2O线上营销，与房地产商开展大宗业务以及将渠道延伸至装修最前端抢夺流量；3) 全国生产基地布局，生产优势明显；4) 加大信息化建设，提升公司管理水平和核心竞争力；5) 品牌建设，塑造不同品牌个性，践行多品牌联动销售策略。龙头企业竞争优势明显。
- ◆ **投资建议：**短期困顿不改长期发展，目前定制家居行业渗透率仍处于较低水平，随着城镇化进程的不断推进、消费习惯改变以及消费水平的提升，定制家居行业渗透率有望提升。具体到上市公司，目前我国定制家居行业较为分散，行业整体集中度偏低。在地产调控、精装修市场、存量房市场不断扩大以及行业竞争加剧的背景下，龙头企业无论是在产品品类、销售渠道、产能建设、信息化系统以及品牌建设方面都具备比较明显的优势，龙头企业或将不断挤压二三线品牌企业市场份额，市占率有望不断提升，建议关注欧派家居、索菲亚以及尚品宅配。
- ◆ **风险提示：**房地产调控风险；市场竞争加剧风险；原材料价格上涨风险；经营季节性波动的风险。

投资评级

同步大市-A 首次

首选股票		评级
603833	欧派家居	买入-B
002572	索菲亚	买入-B
300616	尚品宅配	买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.40	-11.32	-12.91
绝对收益	0.28	-11.32	-6.67

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号: S0910516080001

yezhongzheng@huajinsec.cn

0755-83224377

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsec.cn

0755-83231652

相关报告

内容目录

一、短期：地产调控，定制家居板块竞争激烈.....	5
(一) 地产后周期行业，短期受地产调控影响.....	5
(二) 定制家居板块不断壮大，竞争愈发激烈.....	6
二、长期：定制家居渗透率提升，龙头多维度构建壁垒.....	7
(一) 城镇化率仍低于发达国家，居民可支配收入提升促进家具消费需求.....	7
(二) 80、90 后更注重家居环境自主设计，整体家居渗透率提升.....	8
(三) 精装房市场持续增长，存量房重装修需求规模庞大.....	10
(四) 定制家居行业集中度低，龙头企业多维度构建壁垒.....	11
三、从橱柜逐渐延伸至全屋定制，客单价提升成新动力.....	13
(一) 橱柜仍是主要收入来源，全屋定制是未来趋势.....	13
(二) 橱柜客单价较为稳定，全屋定制提升客单价.....	15
四、渠道变革，多渠道兴起抢夺流量.....	16
(一) 零售线下渠道：直营+加盟为主，龙头积极进行新零售渠道创新.....	17
(二) 零售线上渠道：消费习惯改变，O2O 线上营销成为实体门店有效补充.....	20
(三) 工程大宗业务：精装房政策促进大宗业务开展，企业资金实力或成为考验.....	21
(四) 整装渠道：整装市场庞大，成为定制家居新亮点.....	23
五、龙头全国生产基地布局，生产制造优势明显.....	24
(一) 龙头全国生产基地布局，生产制造优势明显.....	24
(二) 新增产能比例较大，投产后竞争将进一步加剧.....	25
六、全屋定制趋势下，信息化系统起着越来越重要作用.....	26
七、品牌影响力巩固行业地位，龙头企业品牌价值领先.....	29
(一) 品牌口碑成为购买关键因素之一，利好品牌价值领先的龙头企业.....	29
(二) 品牌宣传费用绝对额差异较大，龙头企业投入较多.....	30
八、投资建议.....	31
九、风险提示.....	32

图表目录

图 1：我国家具制造业累计主营业务收入及累计同比.....	5
图 2：定制家居企业分季度营业收入增长率.....	5
图 3：一般家具销售滞后房屋销售.....	6
图 4：我国房屋竣工面积（单位：万平方米）.....	6
图 5：我国住宅销售面积（单位：万平方米）.....	6
图 6：定制家居板块不断壮大.....	7
图 7：欧派家居 VS.我国家具制造业营业收入增长率对比.....	7
图 8：欧派家居 VS.我国家具制造业毛利率对比.....	7
图 9：我国城镇化率低于发达国家.....	8
图 10：城镇居民人均可支配收入及用于家具材料人均消费支出.....	8
图 11：目前我国整体定制家具渗透率与发达国家对比.....	9
图 12：目前我国不同品类定制家具渗透率.....	9
图 13：购买人群选择定制家居原因.....	10
图 14：80、90 后购买定制家居比例较高.....	10
图 15：一线城市定制家居渗透率较高.....	10

图 16: 我国房地产精装修市场规模及渗透率	11
图 17: 2018 年我国精装修房市场柜体配置规模及配置率	11
图 18: 2018 年主要城市二手房成交套数 (单位: 套数)	11
图 19: 2018 年主要城市二手房成交套数占总成交套数比	11
图 20: 我国定制家具市场规模 (单位: 亿元)	12
图 21: 我国定制橱柜行业市场规模 (单位: 亿元)	12
图 22: 我国定制衣柜行业市场规模 (单位: 亿元)	12
图 23: 我国定制木门行业市场规模 (单位: 亿元)	12
图 24: 2018 年九家定制橱柜行业公司市占率	13
图 25: 2018 年九家定制衣柜行业公司市占率	13
图 26: 多维度构建行业壁垒, 提升竞争力	13
图 27: 2018 年各定制家居公司营收结构	14
图 28: 各公司整体橱柜销售单价 (单位: 元/套)	15
图 29: 各公司整体衣柜销售单价 (单位: 元/平方米)	16
图 30: 各公司整体衣柜销售单价 (单位: 元/套)	16
图 31: 2018 年各定制公司收入按渠道划分	17
图 32: 2018 年底公司经销商数	18
图 33: 2018 年底公司门店数 (单位: 家)	18
图 34: 尚品宅配 C 店	18
图 35: 欧派家居全屋定制 Mall	18
图 36: 索菲亚智慧门店	19
图 37: 2018 年单店收入 (单位: 万元/家)	19
图 38: 2018 年城市店面数量分布情况	20
图 39: 线上线下相结合的付款方式最受消费者青睐	20
图 40: 定制家居线上线下协同	21
图 41: 尚品宅配 O2O 线上引流销售收入 (单位: 万元)	21
图 42: 各公司大宗业务销售收入 (单位: 万元)	23
图 43: 我国家装市场总产值 (单位: 亿元)	23
图 44: 2017 年建筑装饰行业企业数 (单位: 万家)	23
图 45: 尚品宅配 Homkoo 整装云	24
图 46: 欧派家居整装大家居	24
图 47: 2018 年人均收入及员工总数	27
图 48: 2018 年底存货周转率及存货/营业收入	27
图 49: 尚品宅配 O2O 引流和软件及技术服务收入 (单位: 万元)	27
图 50: 尚品宅配信息化系统	27
图 51: 欧派家居信息系统	28
图 52: 索菲亚信息系统	29
图 53: 2018 年国内定制家居购买群体实际选购中选择某品牌原因	29
图 54: 2018 年广告宣传推广费、同比增长及其占营业收入比例	30
图 55: 各大定制家居广告宣传推广费占营业收入比例	31
图 56: SW 家具 PE (历史 TTM_中值), 剔除负值	32
表 1: 定制家具、成品家具以及手工打制家具对比	8
表 2: 各定制家居品类拓展	14
表 3: 各定制家居企业产品套餐价	16

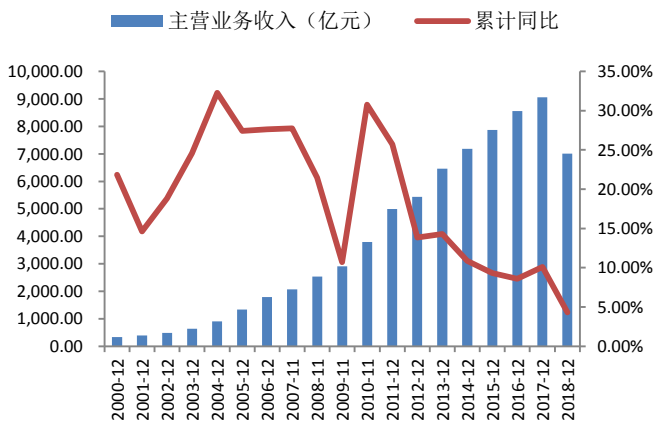
表 4: 各定制家具大宗业务介绍	22
表 5: 定制家居企业生产基地及产能	25
表 6: IPO 项目	25
表 7: 可转债项目	26
表 8: 定制家居公司主要品牌	30
表 9: 广告宣传推广费变动情况 (单位: 万元)	31
表 10: 行业内主要公司估值	32

2017 年是定制家居元年，多家定制家居企业纷纷上市。截至到目前，A 股共有 9 家定制家具企业，分别为索菲亚、好莱客、尚品宅配、皮阿诺、欧派家居、金牌橱柜、我乐家居、志邦橱柜、顶固集创。2017 年多家上市公司业绩保持较高增速，市场关注度也比较高，而从 2018 年以来整体业绩增速有所下降。我们详细梳理了整个定制家具行业、上市公司发展现状以及未来布局，探讨整个定制家具板块的发展路径。

一、短期：地产调控，定制家居板块竞争激烈

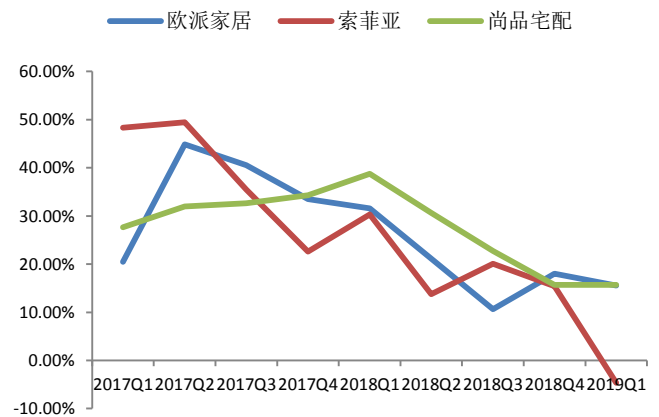
2018 年以来家具企业营收增速下滑，2017 年我国家具制造业主营业务收入 9,056.00 亿元，同比增长 10.10%；2018 年家具制造业主营业务收入 7,011.90 亿元，同比增长仅为 4.30%。具体到各定制家居企业，2017 年及之前营收及归母净利润增速保持良好增长，2018 年以来，各大定制家居企业营收及归母净利润增速同比均表现下滑态势，行业龙头欧派家居 2018Q3 单季度、尚品宅配 2019Q1 单季度增速均处于两家公司 2017 年上市以来最低水平，索菲亚 2019Q1 单季度营收增速为负，行业及个股公司业绩增速下滑主要受下游地产调控以及随着定制家居板块不断壮大，行业竞争加剧等因素影响。

图 1：我国家具制造业累计主营业务收入及累计同比



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 2：定制家居企业分季度营业收入增长率

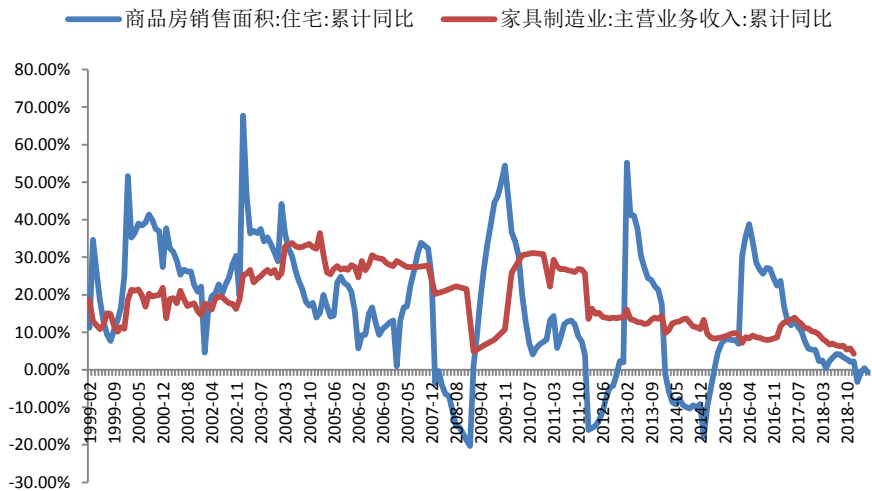


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）地产后周期行业，短期受地产调控影响

定制家具产品下游主要为购买商品住房、旧房二次装修居民以及推出精装修商品住房的房地产企业，受房屋销售、交付使用与装修的时间差影响，一般家具销售滞后房屋销售 6 个月至 12 个月左右时间。

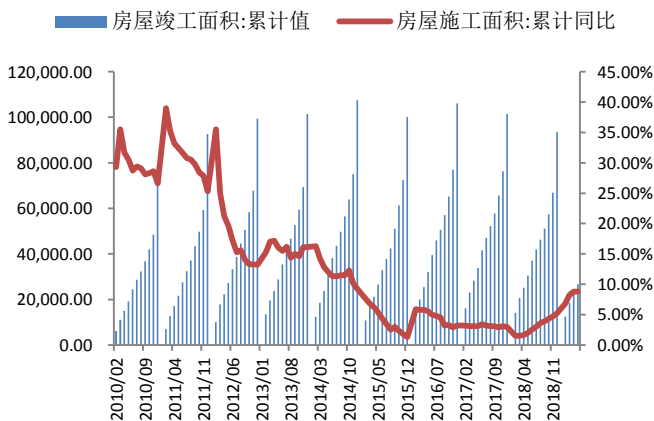
图 3：一般家具销售滞后房屋销售



资料来源：Wind，华金证券研究所

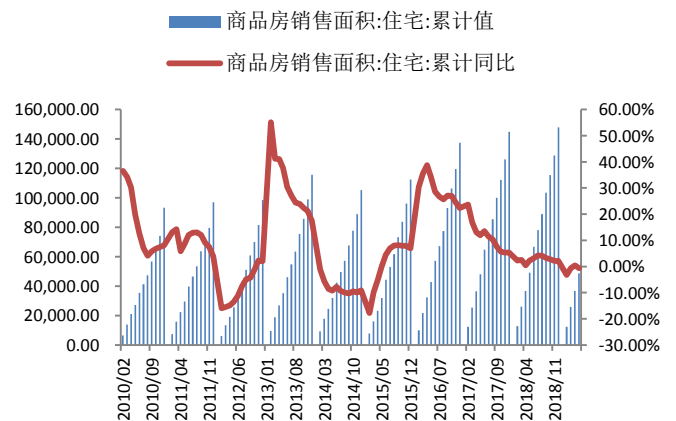
2016 年“930 新政”实施以来，多数城市采取限售、限贷、限购等一系列调控措施，据奥维云网统计，2016 年限购新增省级城市共 13 城市，2017 年限购、限售新增升级城市分别为 67 城、60 城，2018 年上半年限购、限售新增升级城市共 11 城、20 城，限制限购调控措施对住宅销售、竣工影响相对较大。据国家统计局，2016 年、2017 年房地产竣工面积分别为 10.61、10.15 亿平方米，分别同比增长 3.20%、3.00%。同样，住宅销售面积增速也呈逐渐放缓的态势，2016 年、2017 年全年住宅销售面积分别为 13.75、14.48 亿平方米，同比增长分别为 22.40%、5.30%，2018 年住宅累计销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.20%。2019 年房地产市场坚持“房住不炒”的住房定位，因城施策，分类指导，房地产整体以稳为主，对地产后周期家居产品需求或有一定程度上压制。

图 4：我国房屋竣工面积（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 5：我国住宅销售面积（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

（二）定制家居板块不断壮大，竞争愈发激烈

定制家居板块不断壮大，截至目前有 9 家定制家居上市公司：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺、顶固集创。2017 年是定制家居的上市大年，

各大定制家居企业纷纷上市，将募集资金投入新增门店、扩张产能、品牌建设以及信息化建设多方面，终端门店竞争进一步加大。

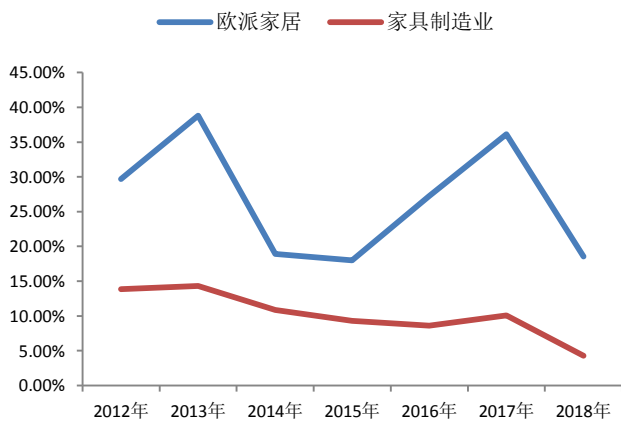
图 6: 定制家居板块不断壮大



资料来源: Wind, 华金证券研究所

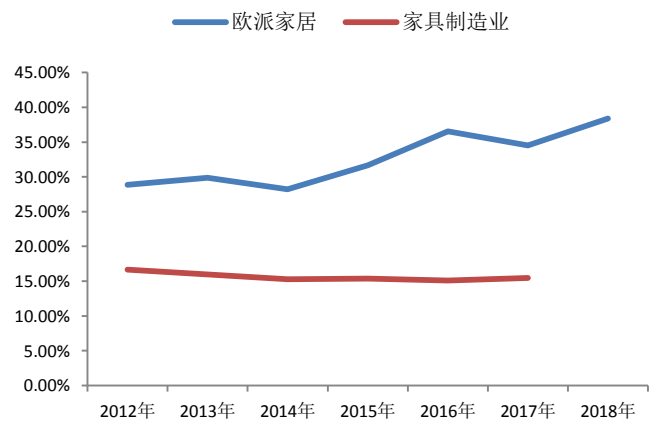
此外，相较于我国家具制造业，定制家居具有较高的成长性以及良好的盈利能力，我们选择定制家居行业龙头欧派家居，发现 2013 年至 2018 年欧派家居营业收入增长率以及毛利率均领先于我国家具制造业。较高的成长性以及良好的盈利能力，吸引了富安娜、德尔未来、菲林格尔、红星美凯龙等部分成品家居企业、家装企业、陶瓷卫浴企业、地板企业以及家居卖场等企业的进入，行业新进入者增加，造成一部分的分流，行业竞争进一步加剧。

图 7: 欧派家居 VS.我国家具制造业营业收入增长率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 欧派家居 VS.我国家具制造业毛利率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

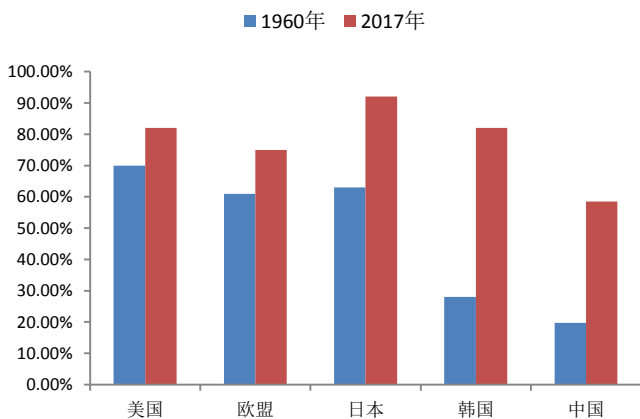
二、长期：定制家居渗透率提升，龙头多维度构建壁垒

(一) 城镇化率仍低于发达国家，居民可支配收入提升促进家具消费需求

近年来，我国城镇化进程不断加快，据国家统计局数据，城镇化率由 1949 年的 10.64% 上升到 2017 年的 58.52%，并且根据《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，到 2030 年，我国城镇化率将达 70%。虽然我国城镇化步伐不断加快，但对比国外发达国家，据世界银行以及国家统计局数据，2017 年我国城镇化水平远低于美国（82%）、欧盟（75%）、日本（92%）、韩国（82%），且 2017 年我国城镇化水平低于 1960 年美国、欧盟、日本，我国城镇化仍存在较大的提升空间。城镇人口的增加尤其是新婚人口的增加使得购置新房需求旺盛，对购置新房后配置家具产品的需求也逐渐上升，有助于促进我国家具行业的整体发展。

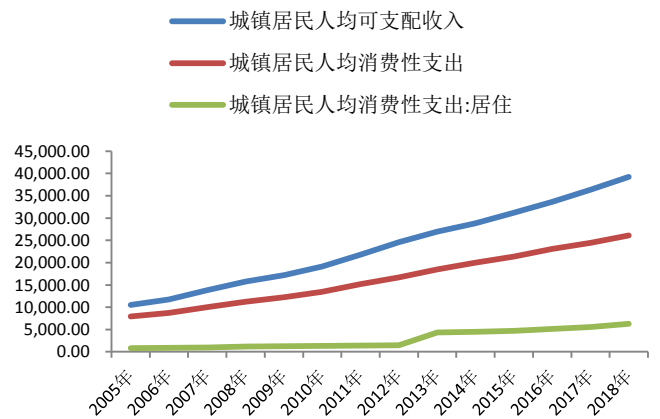
其次，伴随我国经济持续发展，城镇居民生活水平和文化水平不断提升，城镇居民人均可支配收入及消费支出也逐渐增加，据国家统计局，我国城镇居民人均可支配收入从 2005 年的 1.05 万元上升到 2018 年的 3.93 万元，年复合增长率为 10.68%；城镇居民人均消费性支出从 2005 年的 0.79 万元上升到 2018 年的 2.61 万元，年复合增长率为 9.59%。城镇居民人均收入水平提升，改善居住条件需求提高，用于居住的消费性支出从 2005 年的 808.66 元上升到 2018 年的 6,255.00 元，年复合增速为 17.04%，增速高于人均可支配收入和人均消费性支出。人均收入提升有效提高了消费者对定制家居价格的接受能力，促进了家具行业特别是品牌家具的消费需求。

图 9：我国城镇化率低于发达国家



资料来源：世界银行，国家统计局，华金证券研究所

图 10：城镇居民人均可支配收入及用于家具材料人均消费支出



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

（二）80、90 后更注重家居环境自主设计，整体家居渗透率提升

定制家具相较于传统成品家具和手工打制家具产品，主打个性化设计、款式新颖，“量体裁衣”的设计有限解决小房型、不规则房型等空间利用难题，同时定制家居贴心的个性化服务以及灵活的时间调度，加强了与客户参与度、服务沟通效率。

表 1：定制家具、成品家具以及手工打制家具对比

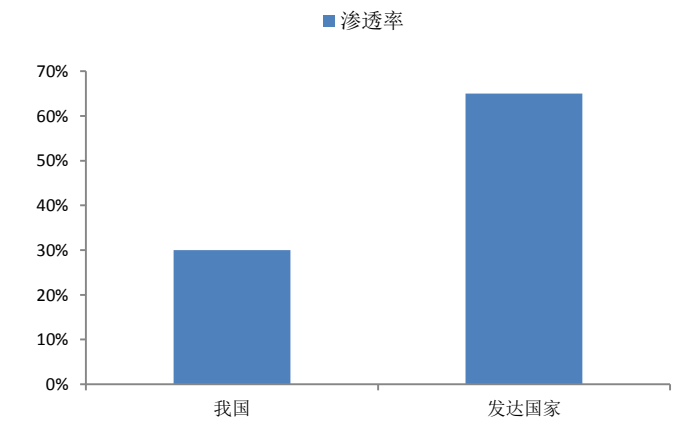
	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
优点	尺寸贴切、空间利用率高；个性化设计；价格较低	尺寸贴切、空间利用率高；个性化设计；材料高档、做工精美	形式美观，多种材质可选；标准化产品，即买即用；价格稍低	尺寸贴切、空间利用率高；个性化设计；工厂生产、安装便捷；整体款式、风格统一；款式新颖、潮流
缺点	质量不稳定；欠缺美	价格较高	空间利用率低；风格、	生产周期较长；价格稍高；难

手工家具		成品家具	定制家具
现场手工制作	高档手工制作		
观；一般需油漆，材		尺寸等较难自由选择	以规模化生产
料存在环保隐患			

资料来源：尚品宅配招股说明书，华金证券研究所

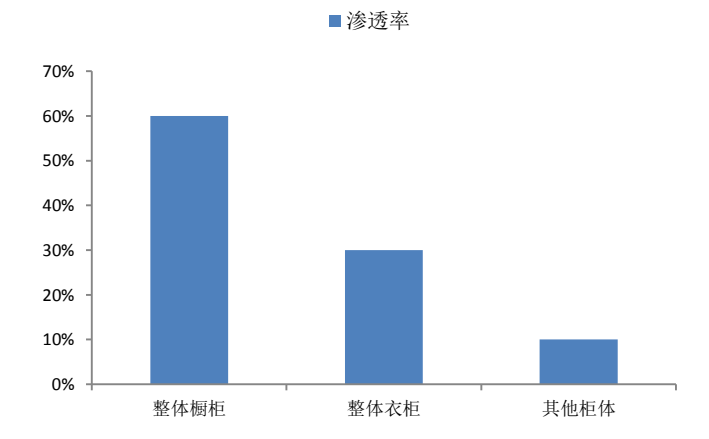
定制家具兼顾了实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求，在城镇化进程推进、人均可支配收入提高的促进下，定制家居行业渗透率不断提升，据前瞻产业研究院，我国目前整体定制家具在家居行业的渗透率为 30%，对比美国、韩国等发达国家 60-70%的渗透率，仍处于较低水平，仍有较大的提升空间。分品类来看，由于发展时间、市场接受度不同，渗透率有所差异，其中起步较早的整体橱柜行业目前渗透率在 60%左右；定制衣柜近几年随着市场认可度的快速提升，渗透率目前达到 30%左右；而其他柜体目前尚处于导入期，渗透率不足 10%。

图 11：目前我国整体定制家具渗透率与发到国家对比



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

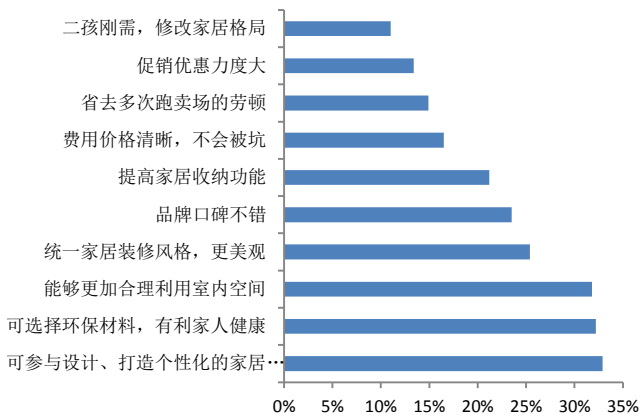
图 12：目前我国不同品类定制家具渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

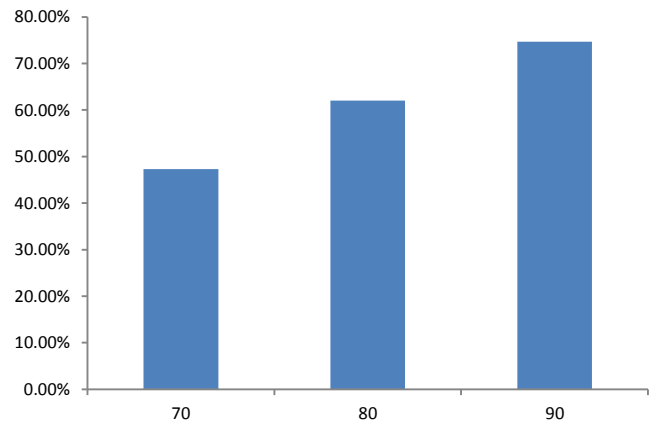
据艾瑞咨询，在近两年有过装修或购买家居的人群中，70、80、90 后购买定制家居比例分别为 47.3%、62%、74.7%，80、90 后占比相对较高。80 后目前有二孩刚需，房屋改善型需求旺盛；90 后正处于婚育阶段，是新成长起来即将成家立业的一代，追求个性化和品牌，不愿意花太多精力在比价方面。80、90 后在家具产品的选择上，更加注重品牌、智能、定制、环保、品质等多因素，参与家居环境的自主设计意识也日益增强，为整体家居行业快速发展奠定了良好的基础，定制家具渗透率有望进一步提升。分城市来看，一线城市定制家居渗透率较高，据艾瑞咨询，处于一线城市的 70、80、90 后群体购买定制家居产品比例在 60%以上，二三线相对较低，未来二三线城市还有很大的提升空间。

图 13: 购买人群选择定制家居原因



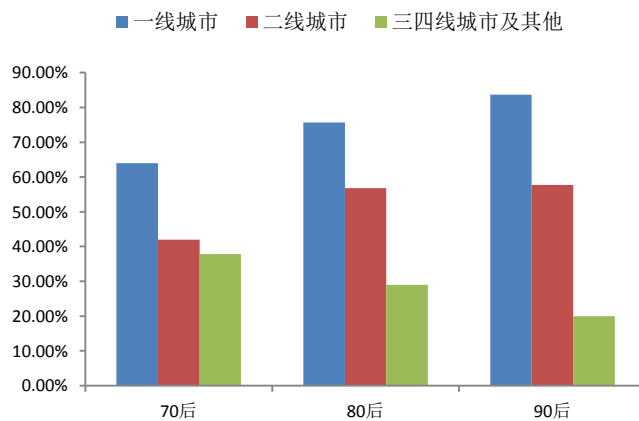
资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

图 14: 80、90 后购买定制家居比例较高



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

图 15: 一线城市定制家居渗透率较高



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

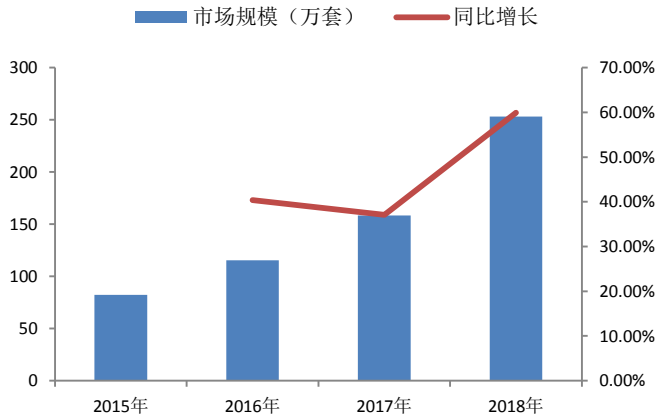
(三) 精装房市场持续增长, 存量房重装修需求规模庞大

家具产品作为地产后周期产品, 市场需求主要来源于新建住房的初始装修需求以及存量住房改造或更新需求, 其中新房又可以分成精装房和非精装房。

精装房较毛坯房, 具有节能环保等方面的优势, 我国政府一直鼓励和支持住宅精装修的发展, 精装房政策也相继出台, 2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》, 明确要求到 2020 年, 我国新开工全装修成品住宅面积达到 30%。随后各省市级别政策也密集颁发, 据奥维云网, 截至 2018 年底, 全国颁布涉及精装修/全装修的政策累计超过 80 次, 覆盖 26 个省市, 其中华东、华中颁发政策最为频繁, 我国房地产精装修市场逐渐进入快速发展阶段。据奥维云网, 2018 年我国房地产精装房市场规模共 253 万套, 同比增长 60%, 市场渗透率达 27.5%, 精装修/全装修已经成为房地产开发商在低迷市场中重要的竞争手段, 零售市场新房需求逐步向工程市场转移。从配置品类来看, 精装房配套柜体主要有橱柜、消毒柜及浴室柜, 其中, 橱柜、浴室柜精装配套率较高, 据奥维云网, 2018 年橱柜精装配套率 99.3%, 浴室柜精装配套率为 99%, 而消毒柜配套率相对较低, 配套率为 44.8%。

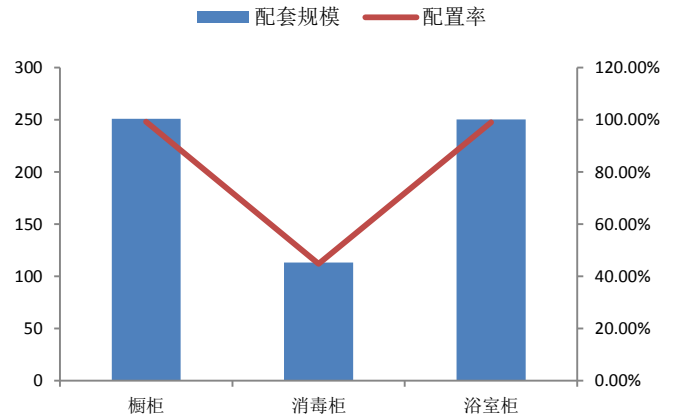
我们认为精装房趋势或将更加明显，精装房渗透率或将进一步提升，未来具有较大成长空间。随着精装房市场规模的逐渐扩大以及配套品类进一步丰富及配套率提升，定制家居纷纷与房地产商合作开展工程业务，工程业务有望成为新的增长点。工程订单具有业务量大、账期较长的特点，优势品牌或将通过与实力领先、信誉较高的房地产商合作，完善应收账款管理制度等，在进一步促进公司规模增长的同时控制风险。

图 16: 我国房地产精装修市场规模及渗透率



资料来源: 奥维云网, 华金证券研究所

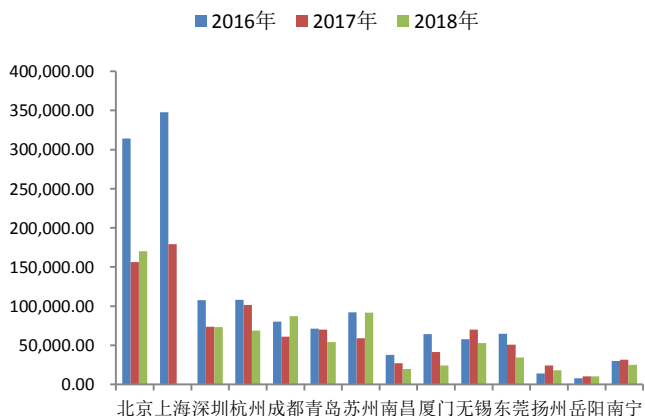
图 17: 2018 年我国精装修市场柜体配置规模及配置率



资料来源: 奥维云网, 华金证券研究所

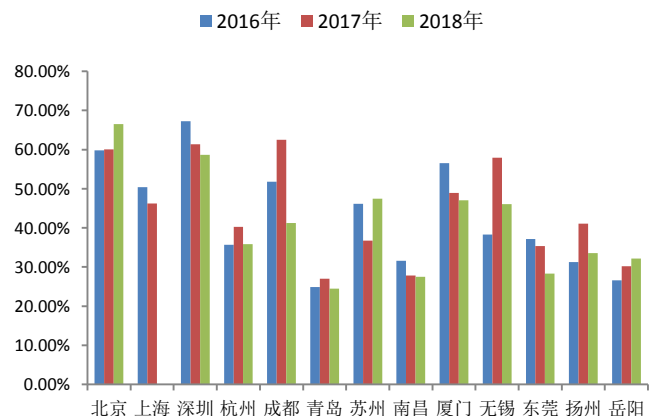
其次，我国房地产市场越来越多的城市已经从增量时代过渡到存量时代。自 2009 年左右开始，北京、上海等主要城市纷纷进入存量房主导阶段，北京、上海、深圳等一线城市二手房成交套数占总成交套数比基本在 5 成及以上，厦门、成都、苏州、无锡等二三线城市占比也在 4 成左右，二手房或将成为供给的主渠道，相应二手房家具翻新需求将上升，一般而言存量房家具更新需求为 15 年左右。在地产调控下，定制家居企业纷纷拓展存量房客户，开拓存量房市场，促进公司业绩的增长。

图 18: 2018 年主要城市二手房成交套数 (单位: 套数)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 2018 年主要城市二手房成交套数占总成交套数比

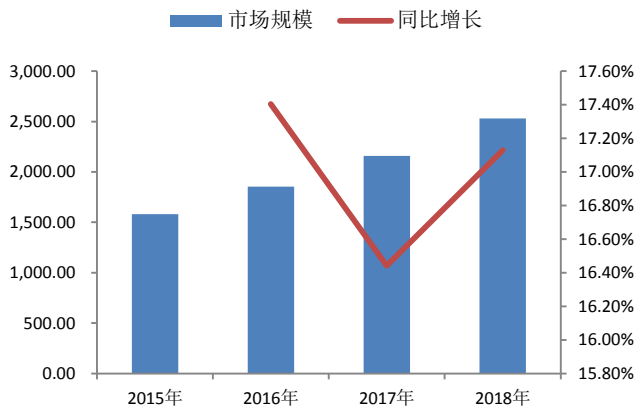


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(四) 定制家居行业集中度低，龙头企业多维度构建壁垒

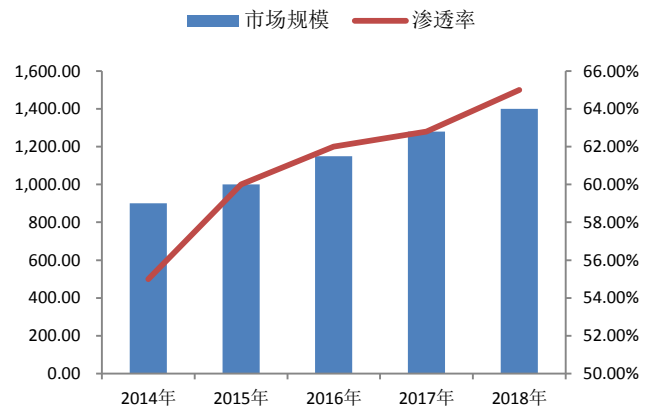
定制家具前几年快速发展，行业规模不断扩大，据中商产业研究院，2018 年我国定制家具行业市场规模超 2500 亿元。但从渗透率来看，我国定制家具渗透率仍处于较低水平，据未来随着精装房渗透率提升、存量房市场的不断开发以及定制家居渗透率的上升，定制家居行业预计将保持良好增长。从细分品类来看，我国定制家具市场主要集中在橱柜、衣柜领域，橱柜、衣柜的渗透率也相对较高，2018 年定制橱柜、定制衣柜的渗透率也逐渐攀升，据中商产业研究院，2018 年我国定制橱柜、定制衣柜渗透率分别约为 65%、45%，相应的市场规模也不断扩大，2018 年我国定制橱柜市场规模达 1400 亿元，定制衣柜市场规模为 700 亿元。定制木门占比较低但近几年来呈现快速发展，据中商产业研究院，2018 年定制木门市场规模超 300 亿元，同比增长约 65%。

图 20：我国定制家具市场规模（单位：亿元）



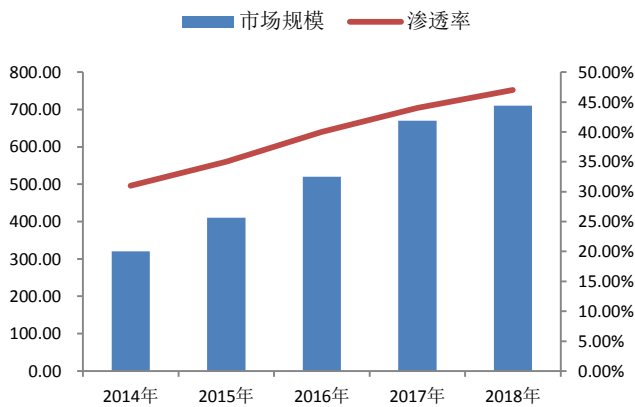
资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

图 21：我国定制橱柜行业市场规模（单位：亿元）



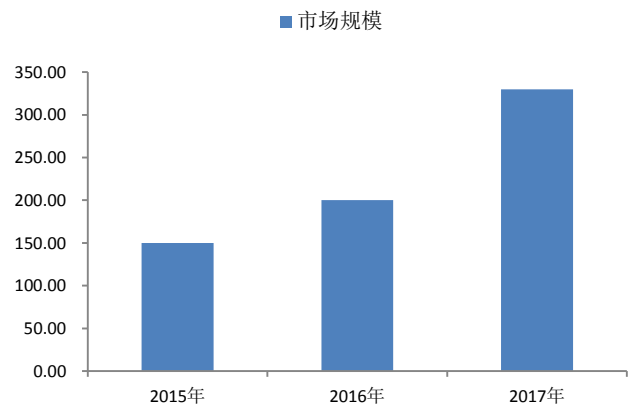
资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

图 22：我国定制衣柜行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

图 23：我国定制木门行业市场规模（单位：亿元）

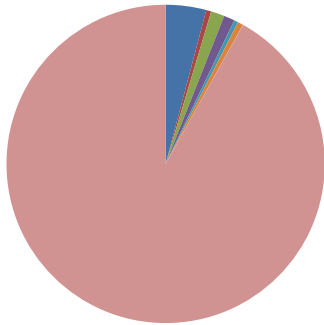


资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

从竞争格局来看，目前定制家居企业主要上市公司共 9 家，从这 9 家企业 2018 年销售额来看，定制家居阶梯化较为明显，第一梯队以欧派家居、索菲亚、尚品宅配为主，营收规模在 50 亿元以上，其中欧派家居以 115 亿元的营收规模遥遥领先；第二梯队营收规模在 20 亿元左右，志邦家居、好莱客、金牌厨柜；第三梯队成员营收规模在 10 亿元左右，我乐家居、皮阿诺、顶固集创。对应 2018 年定制橱柜、定制衣柜行业规模，定制橱柜 CR7 仅为 8.10%，定制衣柜 CR8 仅为 20.35%；从定制橱柜龙头欧派家居和定制衣柜龙头索菲亚市占率来看，2018 年市占率分别为 4.12%、9.01%，行业整体集中度偏低。

图 24：2018 年九家定制橱柜行业公司市占率

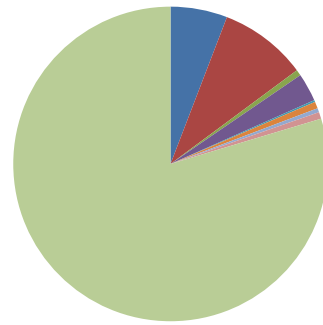
■ 欧派家居 ■ 索菲亚 ■ 志邦家居 ■ 金牌厨柜
■ 我乐家居 ■ 皮阿诺 ■ 好莱客 ■ 其他



资料来源：华金证券研究所测算

图 25：2018 年九家定制衣柜行业公司市占率

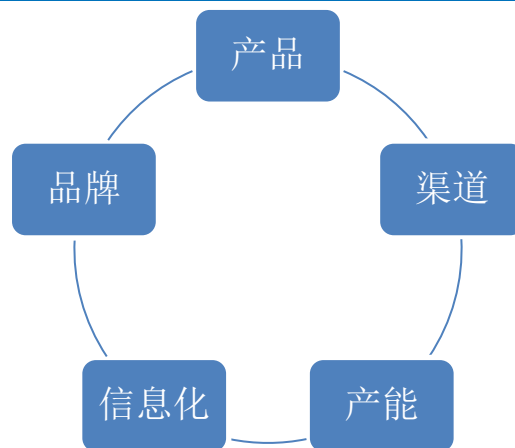
■ 欧派家居 ■ 索菲亚 ■ 志邦家居 ■ 好莱客 ■ 金牌厨柜
■ 我乐家居 ■ 皮阿诺 ■ 顶固集创 ■ 其他



资料来源：华金证券研究所测算

我们认为定制家居作为地产后周期产品，短期受地产调控、行业竞争加剧等影响，各大公司积极采取多项措施，如拓展产品品类提高客单价、零售渠道下沉至渗透率较低的三四五线城市以及将渠道延伸至装修最前端整装领域争夺流量。其次，在精装房政策的推动下，行业领先家居企业纷纷与房地产开发商合作开展大宗业务，小型家居企业受现金流限制难以开展或规模较小。定制家居企业面临流量获取以及平衡 C 端零售业务与 B 端大宗业务以及整装业务的考验。我们认为，行业领先企业主要从产品、渠道、产能、信息化建设、品牌建设等多维度构建壁垒，提升竞争力，从而抵抗地产调控带来的不利影响。

图 26：多维度构建行业壁垒，提升竞争力



资料来源：华金证券研究所整理

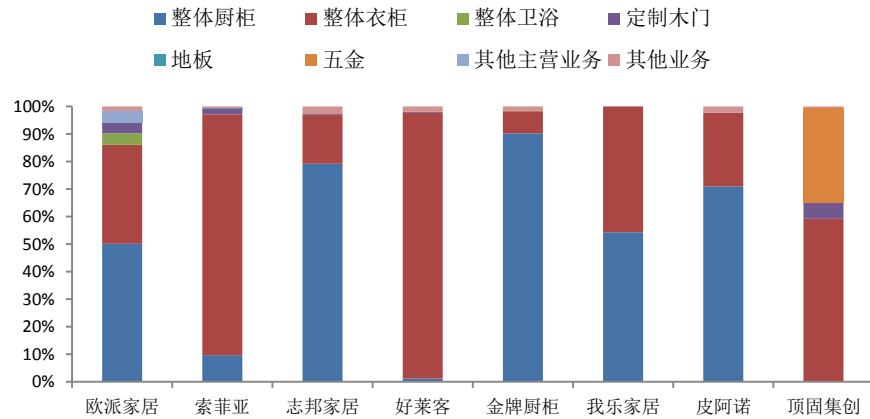
三、从橱衣柜逐渐延伸至全屋定制，客单价提升成新动力

(一) 橱衣柜仍是主要收入来源，全屋定制是未来趋势

由于国外流行的整体厨房、壁柜移门的传入，以及厨房、衣柜对房屋空间利用的要求相对严格等，我国定制家具主要集中在定制橱柜、定制衣柜，定制橱柜和定制衣柜渗透率也相对较高。

从各大定制家居上市公司 2018 年营收结构来看，虽各定制家居企业业务侧重点有所不同，定制家居企业主要营收来源仍来自定制橱柜和定制衣柜两大业务。木门业务各大企业也在纷纷拓展，但从收入占比来看，仍处于较低水平。

图 27：2018 年各定制家居公司营收结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

随着家具企业生产技术的逐步提升，我国居民对家具消费理念的成熟，定制家具品类从整体橱柜、整体衣柜逐步拓展至整体卫浴、定制木门等其他细分品类甚至大家居或全屋定制，满足消费者一站式采购需求，降低消费者选择及购买成本。对企业而言，全屋定制有利于行业实现按需生产，有效避免行业产能过剩的问题，减少木材浪费、有利于环境保护，具有良好的社会效益。各大定制家居企业也纷纷提出全屋定制发展战略。其中，尚品宅配布局相对较早。尚品宅配 2008 年率先开始全屋家具定制，是我国定制家具行业内率先实现全屋家具定制企业之一。随后，欧派家居于 2011 年正式启动“大家居”战略规划，该战略于 2015 年开始试行，旨在打造以整体橱柜为核心，涵盖整体衣柜、定制木门、厨房电器、整体卫浴、墙饰壁纸、实体面材、商用厨具等多类家居产品的现代“大家居”产品供应商。2012 年皮阿诺开始打造全屋定制战略。索菲亚 2013 年也提出“定制家·索菲亚”战略，致力布局整体家居，随后布局整体橱柜、定制木门、定制窗帘等领域。2015 年以来志邦家居、好莱客、我乐家居、顶固集创也相继提出或推广大定制、定制家居大师以及全屋定制家具等战略。全屋定制逐渐成为行业发展的主流趋势。

表 2：各定制家居品类拓展

公司	整体橱柜	整体衣柜	整体卫浴	定制木门	定制窗帘	全屋定制/大家居
欧派家居	自成立以来	2005 年	2003 年	2010 年开始		2011 年启动，2015 年开始试行
索菲亚	2013 年厨柜事业部， 2014 年司米橱柜	自成立以来		2017 年 4 月设立索菲亚华鹤门业	2017 年上半年开启	2013 年提出“定制家·索菲亚”战略
尚品宅配						2008 年
志邦家居	自成立以来	2015 年		2017 年成立志邦木门事业部		2017 年成立 IK 整体定制事业部，建立“大定制”战略
好莱客	2017 年启动	自成立以来		2017 年启动		2015 年提出“定制家居大师”大家居发展战略

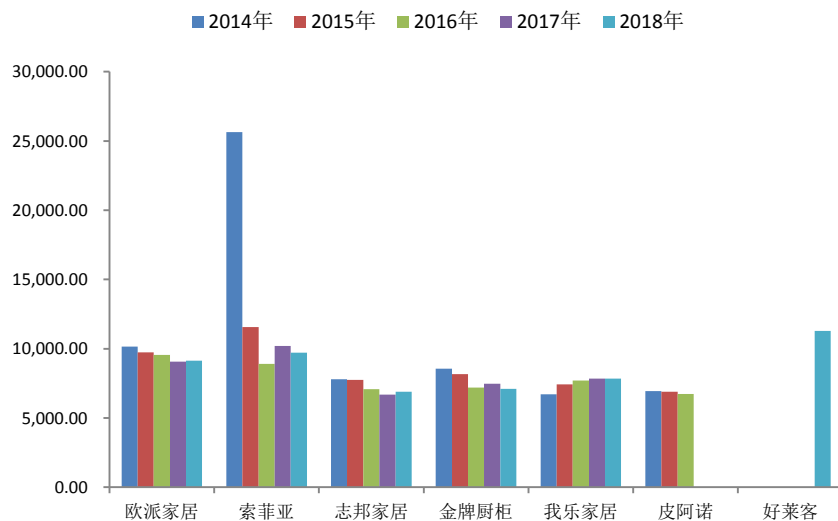
公司	整体橱柜	整体衣柜	整体卫浴	定制木门	定制窗帘	全屋定制/大家居
金牌厨柜	自成立以来	2017年桔家衣柜		2018年上半年 桔家木门事业部		
我乐家居	自成立以来	2015年大力推广				2016年开始大力推广全屋定制家具
皮阿诺	自成立以来	2012年				2012年开始打造全屋定制战略
顶固集创		2007年		2007年开始， 定制生态门		2015年开始向全屋定制拓展

资料来源: Wind, 各公司公告, 华金证券研究所

(二) 橱衣柜客单价较为稳定，全屋定制提升客单价

整体橱柜方面，大多数定制家居企业销售整体橱柜按每套进行收费，我们统计了上市公司2018年整体橱柜、衣柜的销售单价。2018年整体橱柜销售单价基本在6000-10000元/套之间，销售均价约8670元/套。具体到各上市公司，整体橱柜销售价格差异较大。欧派家居整体橱柜领域龙头企业，产品主要定位于中高端市场，整体橱柜销售单价高于其他公司，近几年随着公司大宗业务收入占比的上升、三级以下市场销售量增长幅度较大以及定位年轻消费群体的中端品牌的“欧铂丽”产品销售收入占比的上升，公司销售均价有所下降，销售单价从2014年的10,154元/套下降到9148元/套。志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺整体橱柜价格基本集中于6500元/套到8000元/套之间水平。索菲亚整体橱柜以单定价，2014年由于橱柜业务新开展，产销量较低，销售单价相对较高，随着公司华南生产基地、华中生产基地的建设投产，橱柜业务不断放量，橱柜销售单价有所回归，2018年销售单价在9700元/单左右。好莱客由于2018年新增整体橱柜业务，产销量较低，导致单价相对较高，销售单价在万元以上。

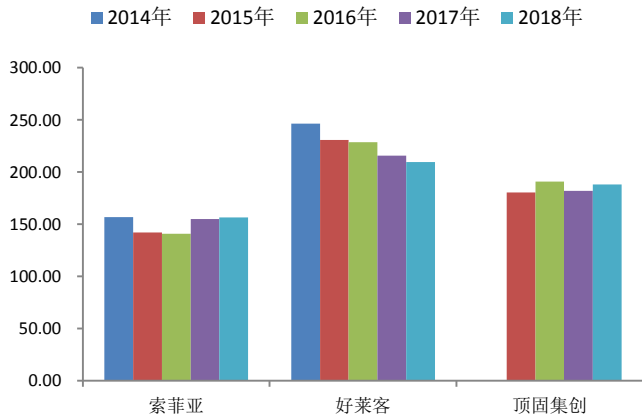
图 28: 各公司整体橱柜销售单价 (单位: 元/套)



资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 索菲亚销售单价单位为元/单, 其余为元/套

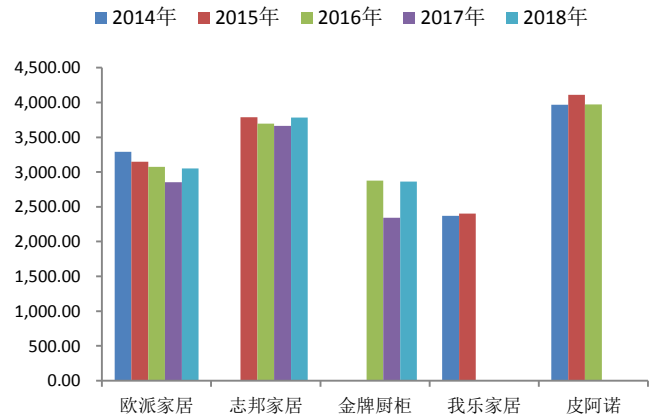
定制衣柜方面，主要有两种销售方式：一是以套销售，一是以平方米销售。由于整体衣柜较整体厨柜，组成部件较少、生产工艺较为简单，因此销售单价低于整体橱柜价格。2018 年产品售价集中在 3000-4000 元/套或者 150-200 元/平方米之间，销售均价约 3230 元/套或 185 元/平方米。具体到各上市公司，整体衣柜龙头索菲亚 2015 年全年推行“799 元每平方米”和“899 元每平方米”连门带柜的定制衣柜促销套餐，2018 年继续推行“799”、“899”等促销套餐方案，提高订单量的增长速度，整体衣柜销售单价也较 2017 年略有提升。2019 年公司加大对大套餐的推广，客单价或有明显提升。

图 29：各公司整体衣柜销售单价（单位：元/平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 30：各公司整体衣柜销售单价（单位：元/套）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

全屋定制方面，行业领先定制家居公司纷纷通过套餐形式进行推广，欧派家居推出全屋 22 m² 19800 套餐以及欧铂尼“1+5”全屋套餐，索菲亚的 19800 全屋定制套餐，尚品宅配 518 全屋套餐以及好莱客的 16800 全屋套餐，其中，2017 年率先在定制家具行业推出按照“空间面积”来测算全屋定制价格的 518 套餐服务，即买家只需按照“518 元/平方米起的价格×空间实际面积”就可估算出全屋定制总体费用，价格相对透明，为定制家居服务引入全新商业模式。我们认为全屋定制套餐的推出，有助于高客单价消费订单的增长，从而提升整体客单价，有助于整体业绩的增长。

表 3：各定制家居企业产品套餐价

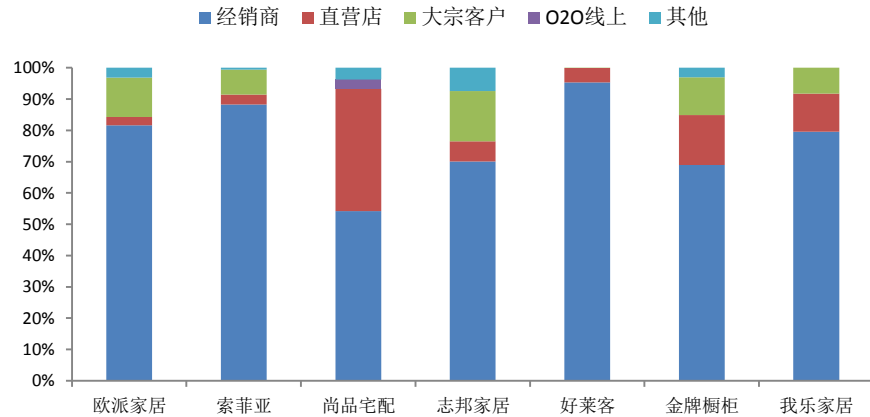
公司	全屋定制套餐	套餐内容
欧派家居	全屋 22 m ² 19800 套餐	不限衣柜定制，全屋家具（包含客厅、餐厅、卧室、多功能房、入户、阳台等）均可定制
	欧铂尼“1+5”全屋套餐	1 套全屋高端木门+5 大必备的配套产品（包含全屋木门、入户门、铝合金门窗、护墙板、垭口/窗套、花格/踢脚线/顶线/腰线）
索菲亚	19800 全屋定制套餐	22 m ² 家具+22 m ² 窗帘+4 m ² 衣柜
尚品宅配	518 全屋套餐	包全屋家具、宅配产品、五金配件、全屋设计、1000+设计方案自由搭
好莱客	16800 全屋套餐	21 m ² 定制面积：9 m ² 衣柜+2.5 m ² 电视柜+3.5 m ² 餐边柜+3.5 m ² 阳台柜+2.5 m ² 玄关柜等

资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

四、渠道变革，多渠道兴起抢夺流量

从上市定制家居企业来看，各大家居企业主要集中于零售渠道，在地产调控、行业竞争加剧背景下，零售渠道获客有所影响，行业领先企业纷纷将渠道延伸至装修最前端整装领域，获取流量。其次，随着精装房政策的推进，行业领先企业逐渐布局大宗业务，纷纷与地产企业合作，而规模较小企业受现金流限制难以开展大宗业务或规模较小。

图 31：2018 年各定制公司收入按渠道划分



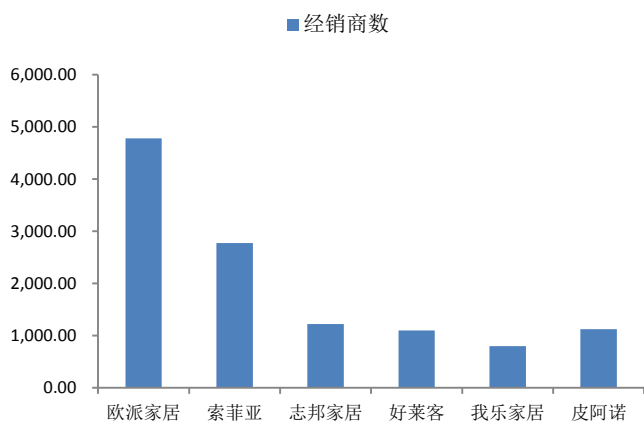
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（一）零售线下渠道：直营+加盟为主，龙头积极进行新零售渠道创新

由于经销商专卖店销售模式有助于定制家居企业借助经销商的区域资源优势迅速拓展营销网络，对各级城市进行有效渗透。直营店更加有效的控制销售渠道，贯彻公司的发展战略，各大定制家居企业纷纷设立直营店，但投入相对较大。因此，定制家居行业零售线下渠道多采取经销为主、直营为辅的销售模式，如欧派家居、索菲亚、金牌厨柜等。此外，具有互联网基因的尚品宅配另辟蹊径，主要采取直营店+加盟店的实体店销售，与 O2O 线上营销相结合的销售模式。由于销售模式的不同，定制家居零售渠道布局也有所不同。

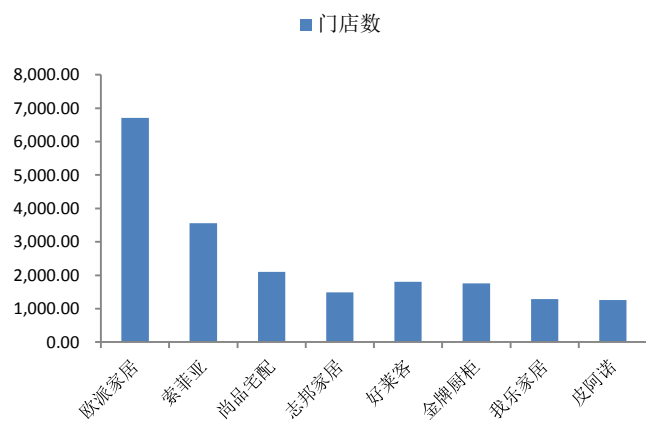
从开店家数以及经销商数来看，截至到 2018 年底，定制家居企业经销商和门店数基本在 1000 家以上，其中欧派家居、索菲亚经销商数和门店数遥遥领先于其他公司。欧派家居拥有全国性经销商渠道布点，截至 2018 年底，拥有近 4800 家经销商和 6700 多家门店；索菲亚截至到 2018 年底，共拥有 2770 多家经销商和 3550 多家门店，位居第二。

图 32: 2018 年底公司经销商数



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 33: 2018 年底公司门店数 (单位: 家)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

随着行业竞争的不断加剧, 客流获取难度提升, 各大公司在零售渠道积极进行新零售渠道方式的尝试, 纷纷开设 SM 店 (购物中心店)、O 店 (Office 店)、C 店 (超集店)、N 店 (融合店)、大家居店、智慧门店等, 寻找并抢占流量入口。

作为互联网家居企业尚品宅配在零售渠道上颇具创新, 考虑到购物中心人流密集、消费水平更高, 2014 年率先推出 SM 店策略, 将新开门店设置在各地购物中心, 进一步锁定目标客户, 匹配较强的流量变现能力。2018 年继 SM 店之后, 再度引领行业, 在上海率先推出 C 店 (超集店, 超 3000 平方米), 不同于传统家居店以家具消费为唯一业态, C 店还集合 12 Hours Coffee、Phoenix、泰笛、友宝等品牌, 将吃喝玩乐多元生活融于一体, 开启大家居融合店新篇章。欧派家居 2015 年开始试行大家居发展战略, 大家居的打造将通过两条路径去实现, 一条是直接以大家居的形式去攀岩, 另外一条是通过橱衣、衣木、橱卫融合店最后慢慢逐渐迭代成全品类大家居店。索菲亚最近几年也积极探索新零售模式。2018 年 4 月 15 日, 天猫&北京索菲亚合作的智慧门店在北京北四环居然之家开业。该智慧门店是在原有门店的基础上进行升级, 首次将人脸识别、3D 场景漫游、AR 投射、云货架同时应用到门店中, 结合大数据、人工智能等创新技术和手段, 实现商品、服务、会员与交易的全面互通, 布局以消费者家居需求为核心的全新购物体验, 实现传统零售和“消费者、产品、门店”三大核心要素的重构。

图 34: 尚品宅配 C 店



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 35: 欧派家居全屋定制 Mall



资料来源: 互联网, 华金证券研究所

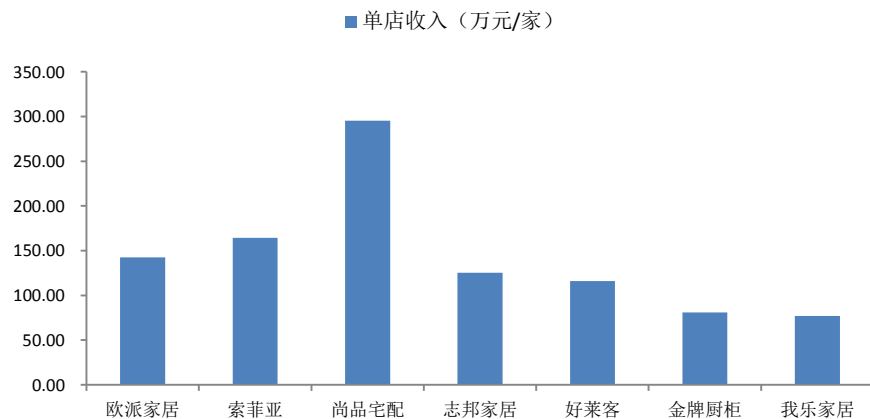
图 36: 索菲亚智慧门店



资料来源：互联网，华金证券研究所

从单店收入来看，行业前三尚品宅配、索菲亚、欧派家居单店收入在 150 万元/家及以上水平，其中重直营店模式、拥有丰富 SM 店资源、引流效果较好的尚品宅配单店收入明显领先。志邦家居、好莱客等品牌 2018 年单店收入基本在 120 万元/家左右水平。而金牌厨柜、我乐家居等 2018 年单店收入基本在 80 万元/家水平，与行业领先企业差距较大。

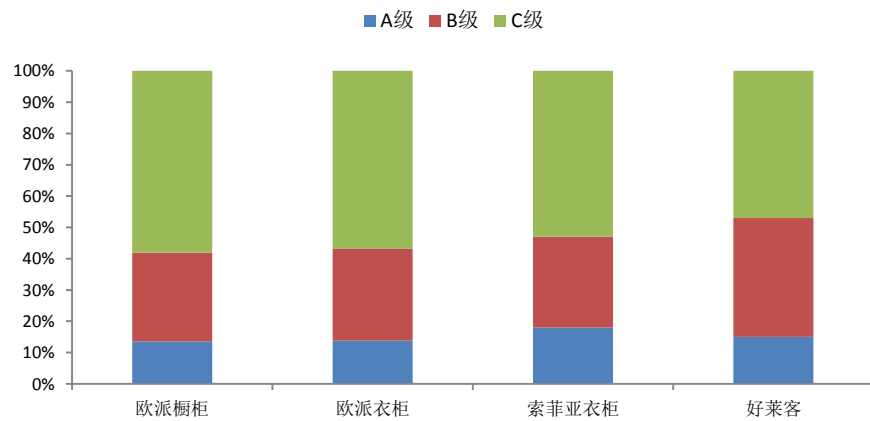
图 37: 2018 年单店收入（单位：万元/家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

从店面数量城市分布情况来看，定制家居企业一二线、三四线甚至五线及以下城市均有门店分布，四五线城市门店数较多。从各定制家居分布结构来看，2018 年欧派橱柜 A 级、B 级、C 级城市店面数量占比分别为 14%、28%、58%，欧派衣柜 A 级、B 级、C 级城市店面数量占比分别为 14%、29%、57%；索菲亚省会城市门店数占比 18%，地级城市门店数占比 29%，四五线城市门店数占比 53%；尚品宅配一二线城市加盟门店数占比 23%，三四五线城市加盟门店数占比 77%；好莱客 A 类（以省会、直辖市、副省级城市为主）门店数量占比为 15%，对应的主营业务收入占比为 23%，B 类（以地级市为主）门店数量占比为 38%，对应的主营业务收入占比为 43%，C 类（以县级市及以下为主）门店数量占比为 47%，对应的主营业务收入占比为 34%。定制家居龙头企业门店网点布局或更加合理，在一二线城市网点布局较为饱和的情况下，定制龙头企业四线五线城市销售网络布局分布较快，在抢占四五线消费者资源上具有明显的领先优势。

图 38: 2018 年城市店面数量分布情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 注: 我们把索菲亚省会城市定义 A 级、地级城市定义为 B 级、四五线城市定义为 C 级

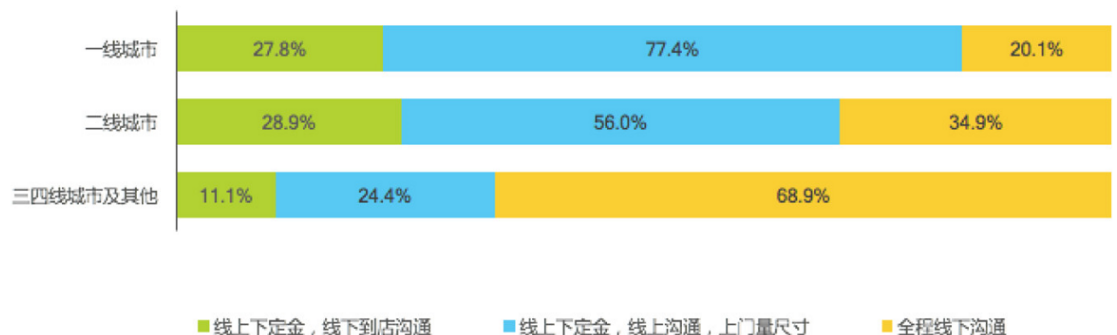
(二) 零售线上渠道: 消费习惯改变, O2O 线上营销成为实体门店有效补充

随着“互联网+”的不断普及, 新兴消费群体消费习惯的改变, 越来越多的定制家居公司认识到 O2O 营销模式已经成为定制家居行业现有实体门店的有效补充, 据艾瑞咨询, 对于一二线互联网渗透率较高城市, 分别有 77.4%和 56%的用户采用了线上下定金、线下到店沟通、上门量尺寸这一方式, 而三四线城市及其他地区对线下的依赖度较高, 有接近 70%的客户选择全程线下沟通的模式。

为适应消费者的线上消费习惯, 已有部分定制家具企业通过自有网站或依托天猫等电商平台进行线上营销, 与普通标准化、通用性产品不同, 定制家具为个性化产品, 需要提供上门量尺、与客户互动等进行个性化设计现场服务, 无法通过线上平台完成全部销售活动, 因此, 定制家具线上营销仍依赖于实体门店的支持, 需与线下的连锁实体店销售进行有机结合。

图 39: 线上线下相结合的付款方式最受消费者青睐

2018年国内定制家居用户购买流程



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

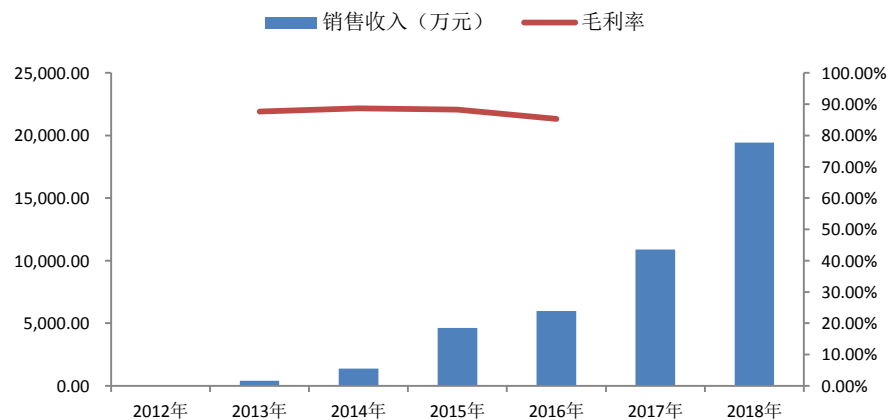
图 40: 定制家居线上线下协同



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

线上渠道建设方面, 具有互联网基因的尚品宅配线上渠道建设较早, O2O 引流效果较好。尚品宅配以新居网运营的网络商城, 通过与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、今日头条、360、抖音、快手等互联网企业的流量合作, 使定制家具的潜在消费者与在线导购客服人员沟通、互动, 使新居网获得为消费者免费上门量尺服务的机会, 进而将线上流量引入到线下实体门店, 再由实体店设计师跟进后续设计、方案制作、下单等服务, 实现定制家具的线上营销到线下服务。其次, 对加盟商, 尚品宅配新居网于 2013 年起按照其向终端消费者实现的收款额收取一定比例的引流服务费, O2O 引流服务收入从 2013 年的 403 万元上升到 2018 年的 1.94 亿元, 增长较为迅速。而欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、好莱客等线上渠道主要依托于天猫、京东、苏宁易购、微博等平台, 获取线上有效流量, 推进线上和线下的深度融合。

图 41: 尚品宅配 O2O 线上引流销售收入 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 工程大宗业务: 精装房政策促进大宗业务开展, 企业资金实力或成为考验

近年来, 精装房政策发布后, 住宅商品房精装修比例不断提升, 住宅精装修逐渐成为整体家居行业重要的利润增长点。定制家居企业开展大宗业务, 一般是根据客户信用和资金实力等情况,

与客户签订合同，由于项目金额较大，一般会先收取一定比例的货款，然后安排量度、设计、生产、发货、安装等，但受大宗业务施工条件、进度及产品安装验收时点等因素的影响，一般回款周期相对较长，对公司资金占用较高。

在精装房比例的逐渐上升以及回款周期较长、资金占用多种因素的考量下，各定制家居企业对大宗业务的热衷不一，规模较大的欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌橱柜、皮阿诺等近几年大宗业务发展明显加速，而规模相对较小的好莱客、我乐家居、顶固集创大宗业务增速缓慢甚至有所缩减，尚品宅配基本没有开展大宗业务。

大宗业务销售模式上，主要由两种模式：一是由工程代理商或由经销商来负责大宗业务开拓和产品安装，欧派家居等均采用该模式；二是公司内部设立工程或大客户销售中心，直接向房地产开发商或工程经销商等大宗客户提供家具产品的直销模式，皮阿诺、顶固集创等均采用该模式。

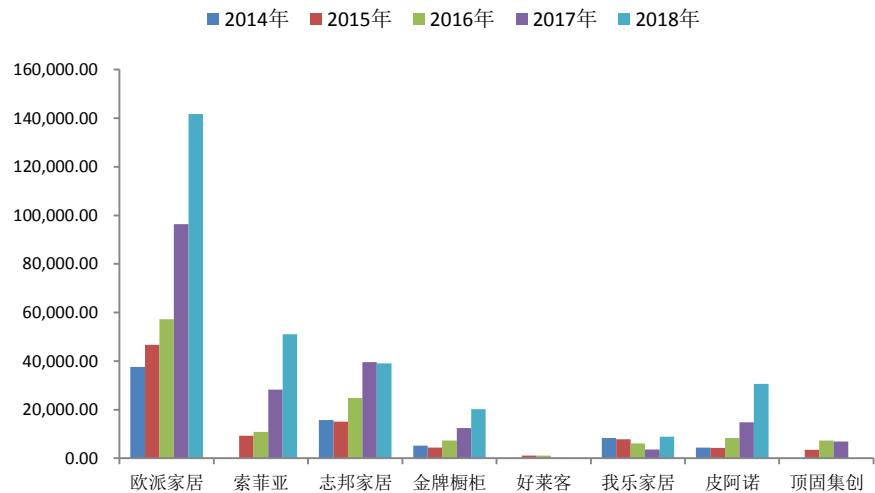
从大宗业务体量最大的欧派家居来看，欧派家居大宗业务收入规模排名遥遥领先，据公司公告，2018年公司大宗业务营收占比约13%左右，收入规模约14亿元，同比增长47%，大宗业务近几年营收增长迅速；大宗业务面向房地产开发商大型项目，毛利率相对直营渠道稍低，毛利率49.48%。欧派家居2003年开始便拓展大宗用户市场，主要由经销商负责业务开拓和产品安装，在公司与经销商、大宗客户签订业务订单后，除大宗业务客户向公司支付一定比例的货款外，经销商需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金，因此在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款。

表 4：各定制家具大宗业务介绍

厂商	销售模式	房地产客户
欧派家居	经销商	保利、万科、恒大等
索菲亚	-	恒大地产
志邦家居	工程事业部	恒大地产、万科
金牌橱柜	工程代理商+百强地产	中国金茂、复地、金科、中骏、泰禾、绿城、华润、合景泰富、绿地等
我乐家居	工程部	广州恒大、中南建设、绿地集团等
皮阿诺	工程中心	广州恒大等
顶固集创	大客户或工程销售中心	雅居乐、招商地产、绿城、恒大地产等

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 42: 各公司大宗业务销售收入 (单位: 万元)

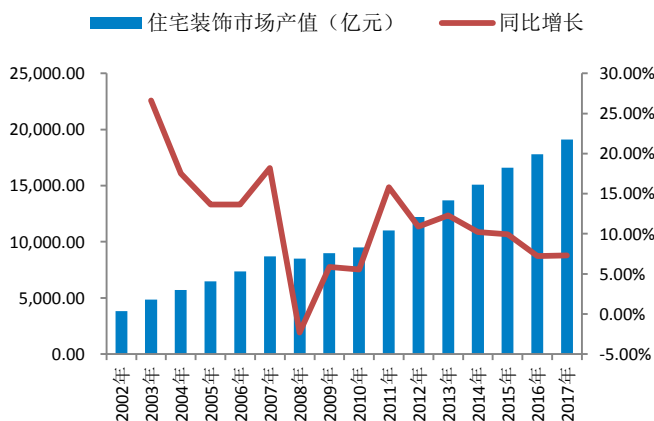


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(四) 整装渠道: 整装市场庞大, 成为定制家居新亮点

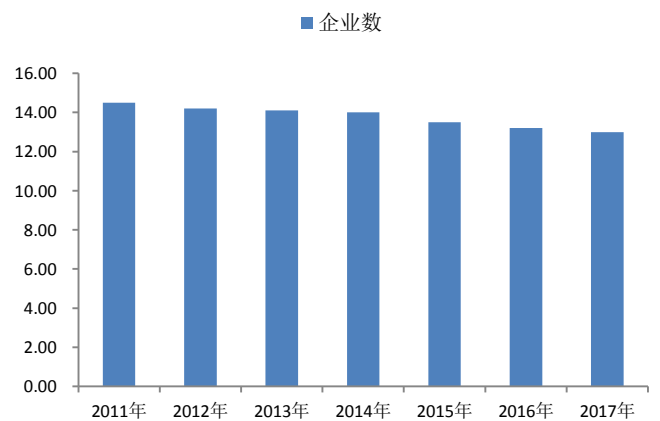
家装市场是建筑装饰市场中重要组成成分, 市场规模庞大, 据中国建筑装饰协会, 家装市场产值从 2008 年的 0.85 万亿元增加到 2017 年的 1.91 万亿元, 年均增长率为 9.41%。但由于建筑装饰行业并不需要技术专长, 进入门槛相对较低, 行业从事企业较多, 产品服务同质化较为严重, 行业竞争较为激烈。据中国建筑装饰协会披露, 2017 年我国建筑装饰行业企业共 13 万家, 其中, 排名前五的金螳螂、宁波建工、广田集团、全筑股份和亚夏股份合计市场占有率仅为 1.44%, 行业集中度较低, 缺乏绝对龙头企业。

图 43: 我国家装市场总产值 (单位: 亿元)



资料来源: 中国建筑装饰协会, 华金证券研究所

图 44: 2017 年建筑装饰行业企业数 (单位: 万家)



资料来源: 中国建筑装饰协会, 华金证券研究所

目前定制家居公司进入整装领域主要有两种不同方式: 一是, 以尚品宅配为代表的对家装企业进行赋能, 家装公司将流量导入尚品宅配; 二是, 以欧派家居为代表的通过公司总部或经销商与家装企业合作, 直接与终端消费者接触进行引流。目前两种模式还在探索中。

尚品宅配 2017 年推出整装云平台, 在采购、信息化、设计等方面对 B 端整装企业进行全面升级, 整装公司将流量导入尚品宅配, 形成深度合作关系。截至 2018 年底, 公司整装云会员数

已超过 1200 家，市场初具规模。其次，尚品宅配在广州、佛山、成都等地也进行自营整装业务直接面向 C 端客户，实际体验整装会员的痛点难点，有针对性的对整装云项目进行调整和优化，截至 2018 年底，公司自营整装工地交付数为 849 个。2019 年公司表示将继续加速、全力开拓公司第二战场——整装，创造全新产业价值。

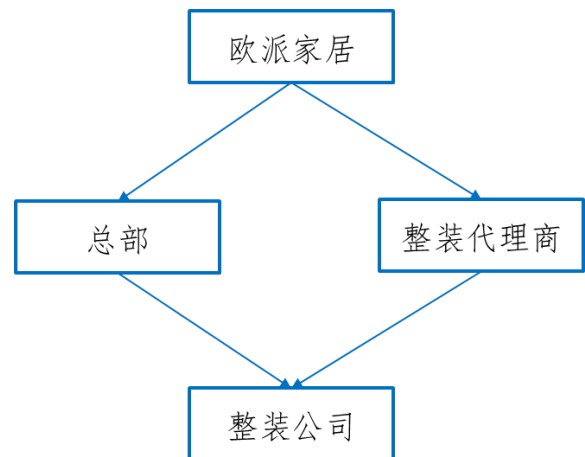
欧派家居 2018 年开始试点推进整装大家居业务，通过公司总部及经销商与当地头部家装/整装公司如生活家、靓家居合作，以产品品牌力赋能家装公司，扩大品牌引流力度。公司制定四项基本原则，即利益共享、业绩共算、渠道分开、品类分开，很好的平衡整装大家居经销商与 2C 端经销商的利益冲突。公司 2018 年整装接单业绩突破 3.5 亿元，整装大家居目前也已在 22 个城市开花结果，涌现了宜宾模式和长沙模式的成功整装大家居案例，公司也表示整装大家居业务有望成为集团未来 3-5 年业绩增长的主引擎之一。随着行业龙头欧派家居、尚品宅配等的率先在整装渠道的试水，索菲亚等也纷纷跟进，各大企业也认识到整装渠道对公司的重要性，未来整装渠道或成为主要业绩贡献之一。

图 45：尚品宅配 Homkoo 整装云



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 46：欧派家居整装大家居



资料来源：公司官网，华金证券研究所

五、龙头全国生产基地布局，生产制造优势明显

（一）龙头全国生产基地布局，生产制造优势明显

家居产品体积较大，长距离物流运输成本高，在一定程度上影响公司产品的价格竞争力、产品交货时间。为满足全国各大区域市场的订单需求，定制家居行业领先公司在全国布局多个生产基地，欧派家居拥有广州、清远、天津、无锡、成都（在建）等五大生产基地，形成辐射南部、北部、东部、西部的全国性生产能力；索菲亚拥有增城、嘉善、廊坊、成都、黄冈、兰考等六大索菲亚全屋定制家具生产基地，增城、黄冈等两大司米定制橱柜生产基地以及齐齐哈尔木门生产基地，生产基地辐射范围覆盖全国。而其他公司生产基地相对较少，一般为公司总部所在城市或

在南北各布局一个生产基地，覆盖区域广度弱于行业领先企业。从生产量也可以看出，行业领先企业生产体系庞大，欧派家居、索菲亚、尚品宅配生产量遥遥领先于其他定制家居公司，生产量基本在 100 万套或 1000 万平方米以上，生产规模优势明显。

表 5: 定制家居企业生产基地及产能

公司	生产基地	2018 年生产量
欧派家居	清远、天津、无锡、成都	整体橱柜 63.50 万套、整体衣柜 136.02 万套、整体卫浴 28.21 万套、定制木门 45.50 万樘
索菲亚	索菲亚全屋定制家具生产基地：增城、嘉善、廊坊、成都、黄冈、兰考（在建）；司米定制橱柜生产基地：增城、黄冈（在建）；木门生产基地：齐齐哈尔	定制衣柜及配套 4085.95 万平方米、地板 9.75 万平方米、橱柜 7.21 万单、木门 6.90 万樘
尚品宅配	佛山、成都	定制家居 199.38 万件
志邦家居	合肥	整体橱柜 26.68 万套、定制衣柜 11.46 万套、木门 0.44 万樘
好莱客	广州萝岗、从化（在建）、惠州、汉川（在建）	整体衣柜 981.18 万平方米、橱柜 0.224 万套、木门 0.49 万樘
金牌厨柜	厦门、泗阳	整体橱柜 18.58 万套、整体衣柜 0.55 万套
我乐家居	南京	整体橱柜 7.66 万套、全屋定制 2.82 万套
皮阿诺	中山、天津、兰考（在建）	定制橱柜、衣柜及配套 31.11 万套
顶固集创	中山、佛山、成都	定制衣柜 266.4 万平方米、定制生态门 2.56 万扇

资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所整理

（二）新增产能比例较大，投产后竞争将进一步加剧

2017 年定制家居企业密集上市，从募投项目看，各公司募集资金主要用于扩充产能、渠道拓展、品牌建设以及信息系统的建设，其中扩充产能是募集资金主要的投入方向，募投扩产项目一般建设周期为 1.5 年到 2 年时间。从募集项目新增产能来看，行业领先企业新增产能绝对值较高。从整体来看，新增比例相对较高，且基本集中于整体橱柜、整体衣柜领域。2018 年底及 2019 年以来欧派家居、好莱客、金牌厨柜发布公开发行可转债预案，分别预计募集 15 亿元（原计划 18 亿元）、6.3 亿元、3.92 亿元用于生产制造基地的建设。索菲亚 2018 年底也披露公开发行可转债预案，2019 年 5 月由于下游需求以及资本市场情况，公司终止该事项。

我们认为随着 IPO 项目以及可转债项目的建成，各定制厂商新增产能释放力度较大，赛道拥挤，行业竞争将进一步加剧。

表 6: IPO 项目

公司	产品类别	上市前产能	募投新增产能	新增比例	建设周期
欧派家居	整体橱柜	50 万套	40 万套	80.00%	2 年
	整体衣柜	73 万套	60 万套	75.34%	2 年
	整体卫浴	12 万套	-	-	-
	定制木门	15 万樘	60 万樘	400.00%	2 年
	其他	-	50 万套抽油烟机、50 万套燃气灶	-	2 年
尚品宅配	定制家居	142.07 万件	完全达产后新增营收 33.07 亿元	82.14%	1.5 年
志邦家居	整体橱柜	20 万套	20 万套	100.00%	2 年

	定制衣柜	3 万套	12 万套	400.00%	2 年
金牌厨柜	整体橱柜	13.5 万套	19 万套	140.74%	1.5 年
我乐家居	整体橱柜	7.26 万套	-	-	-
	定制衣柜	2.26 万套	-	-	-
	全屋定制	0.35 万套	174 万平方米	-	1.5 年
	其他	-	实木家具 8.3 万平方米, 台面 8.3 万平方米	-	-
皮阿诺	定制橱柜	6.5 万套	12 万套	184.62%	2 年
	定制衣柜	2.5 万套	9 万套	360.00%	2 年
顶固集创	定制衣柜	230 万平方米	30 万套	-	2 年
	定制生态门	2.73 万扇	-	-	-

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 7：可转债项目

公司	可转债项目	总投资金额（万元）
欧派家居	清远生产基地（二期）建设项目	108,083.00
	无锡生产基地（二期）建设项目	83,539.00
	成都欧派智能家居建设项目	211,303.00
好莱客	汉川定制家居工业 4.0 制造基地项目	77,513.89

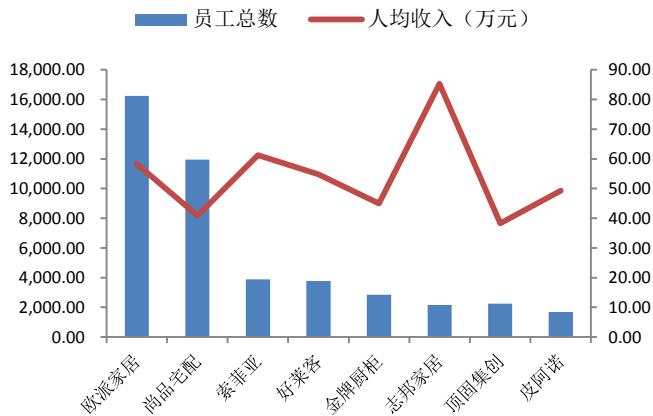
资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、全屋定制趋势下，信息化系统起着越来越重要作用

定制家具企业在客户服务、产品设计、产品生产、物流配送、店面销售管理等诸多环节中使用了计算机技术、互联网技术、条形码技术等现代化信息技术，信息化建设涵盖从前端设计到后端送货安装全流程。随着定制家居企业业务规模的不断扩大，全屋定制逐渐成为未来趋势，信息化系统在提升公司管理水平和核心竞争力起着越来越重要的作用。

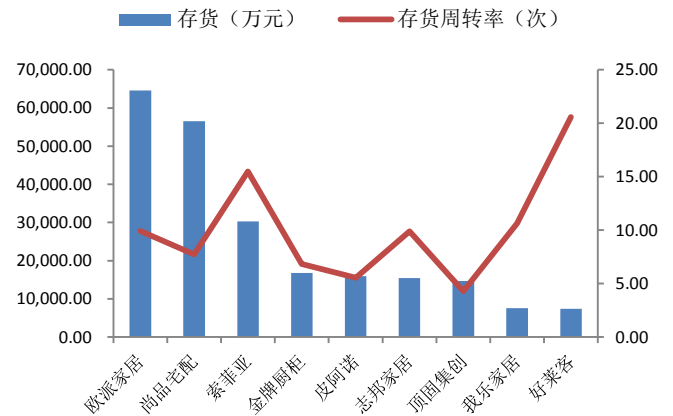
信息化技术在定制家具行业的使用越来越广泛，但定制家具企业信息化程度仍参差不齐。从目前来看，索菲亚、欧派家居、尚品宅配具有领先优势。从 2018 年公司财务数据来看，索菲亚、欧派家居、尚品宅配由于业务规模较大，存货相对较高，行业龙头企业存货周转率也保持在中等水平及以上；员工总数也基本在 1 万人以上，远远高于其他公司，我们认为在业务体量较大的情况下仍能保持中等水平实属不易，随着业务规模的持续扩张，信息化建设将发挥效果，人均收入以及存货周转率有望进一步提升。另外尚品宅配信息化技术不仅自用，还有部分对外实现收入。2018 年 O2O 引流服务及软件及技术服务收入分别为 1.94 亿元、1.54 亿元，近三年年复合增长率分别为 48.04%、21.72%。

图 47: 2018 年人均收入及员工总数



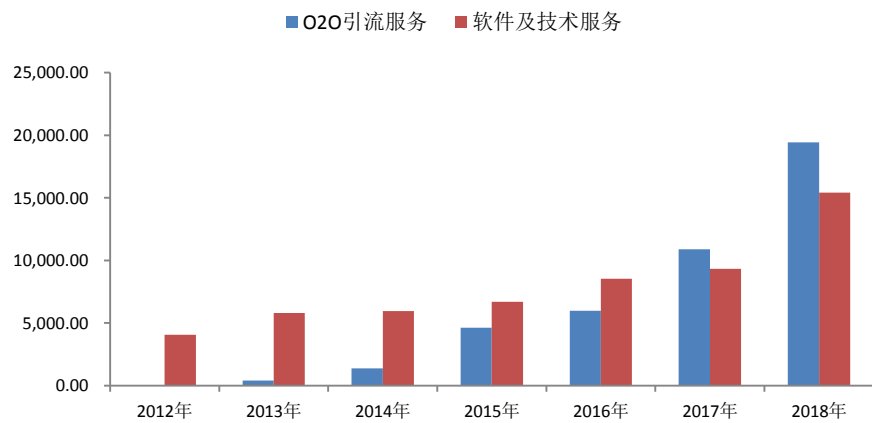
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 48: 2018 年底存货周转率及存货/营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 49: 尚品宅配 O2O 引流和软件及技术服务收入 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

尚品宅配脱胎于互联网公司,实际控制人具有丰富的互联网创业经验,并且经过多年的发展,培养了一批精通信息技术又熟悉定制家具生产经营的管理团队;其次,公司基本实现所有软件自制,由全资子公司圆方软件提供各类家居设计软件及信息化系统。

图 50: 尚品宅配信息化系统

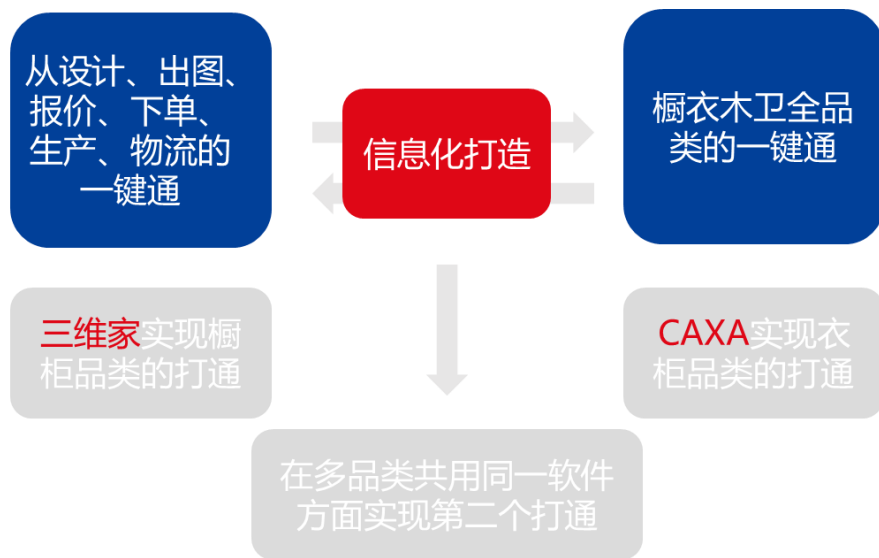


资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

欧派家居近几年加速信息化推进步伐，公司信息化打造坚持“以客户为中心”，以“整合，创新”的方式，构建欧派制造 2025 新的业务模式、打造欧派一体化制造运营管理服务平台。公司与 IBM、西门子、Oracle 等公司深度合作，全新审视与重构欧派信息化之路，全新规划与设计综合橱、衣、木、卫四大定制品类的统一订单 3D 设计平台，订单拆单管理平台 WCC，订单销售管理平台 MTDS、订单运营管理平台 MSCS、订单制造执行管理平台 APS/MES 及订单物流管理平台 MCTS。

在信息化打造方面与 CAXA、三维家分别合作，形成竞跑态势，以实现两个打通：一是从设计、出图、报价、下单、生产、物流的一键通；二是橱衣木卫全品类的一键通，这两个一键通的打造是庞大的系统性工程，公司已投入近亿元来打造该项工程。目前，已与三维家初步实现了橱柜品类的打通，与 CAXA 实现了衣柜品类的打通，并且在部分城市已经开始试用，下一步将在多品类共用同一软件方面实现第二个打通。

图 51：欧派家居信息系统

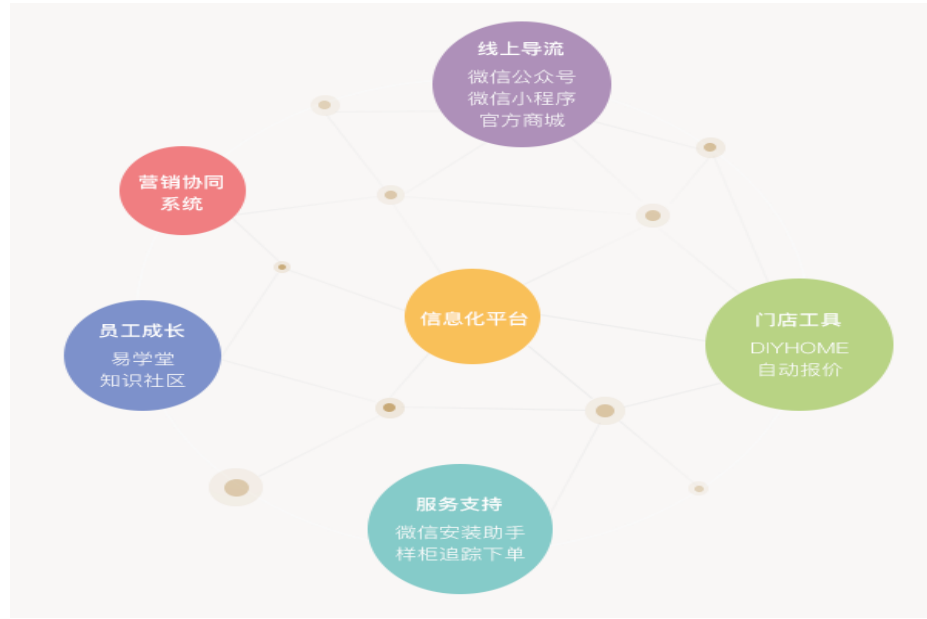


资料来源：公司资料，华金证券研究所

索菲亚 2015 年开始进一步推动数字化转型进程，公司 CNC 数码控制比例已达 100%，对生产流程数据更快速的处理并做出预测，提升板材利用率，实现成本压缩。2018 年度公司的板材利用率已接近 84%，一次性安装成功率达 90%，进一步减少客户投诉，提高客户体验，也同时为公司带来了稳定的毛利率以及持续上升的净利润。

以数据为纽带，强大的运算后台为驱动，索菲亚未来将重点打造一个数字化生态系统，通过构建集消费者、家居设计师和商家一体的开放式 3D 协同平台，实现消费者需求和方案库的共享和自动匹配，并整合公司线下营销渠道、社会化设计师和优秀供应商资源，为消费者提供“定制家”的一体化产品和服务，实现高效益生产、资源高效利用。

图 52: 索菲亚信息系统



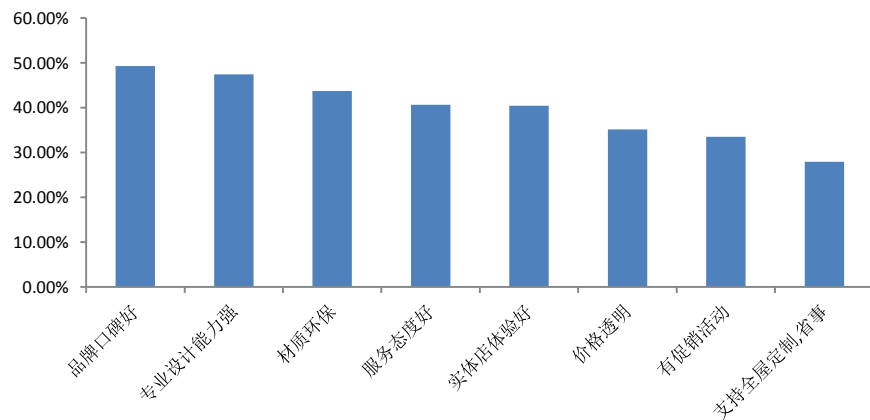
资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

七、品牌影响力巩固行业地位，龙头企业品牌价值领先

(一) 品牌口碑成为购买关键因素之一，利好品牌价值领先的龙头企业

近年来，整体家居行业处于快速发展阶段，但行业进入门槛较低，中低端产品同质化现象严重，因此，品牌知名度成为消费者衡量产品质量、环保、信誉和售后服务的重要因素。据艾瑞咨询，2018年国内定制家居购买群体在实际选购时，品牌口碑好成为关键因素之一。

图 53: 2018 年国内定制家居购买群体实际选购中选择某品牌原因



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

品牌影响力对公司进一步巩固行业地位并提升市场占有率具有非常重要的现实意义，各大家居企业也非常重视品牌的建设，推出多个品牌，塑造不同品牌个性，践行多品牌联动销售策略，

取得差异化竞争优势。据中国品牌价值 500 强评审委员会揭晓的第十一届中国品牌价值 500 强榜单，行业领先企业欧派家居（239.55 亿元品牌价值）、尚品宅配（145.33 亿元品牌价值）、索菲亚（138.75 亿元品牌价值）、好莱客（102.46 亿元品牌价值）上榜，行业领先企业品牌优势明显。

表 8：定制家居公司主要品牌

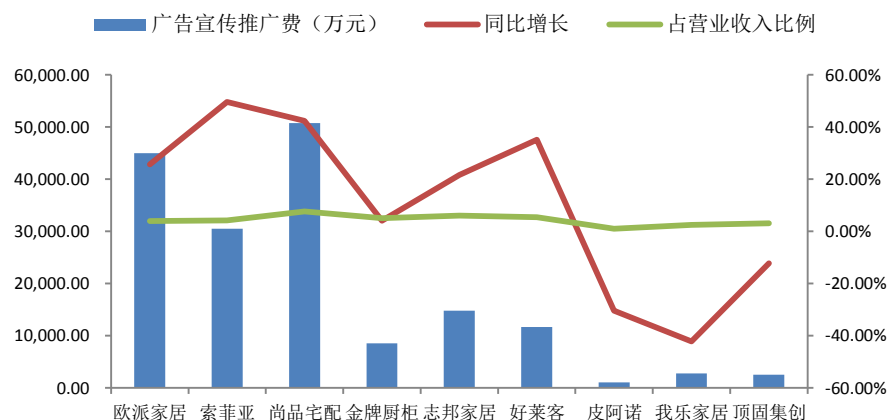
公司	品牌排名	品牌价值	品牌
欧派家居	第 168 位	239.55 亿元	欧派、欧铂丽
索菲亚	第 313 位	138.75 亿元	索菲亚、司米橱柜
尚品宅配	第 304 位	145.33 亿元	尚品宅配、维意定制
志邦家居	-	-	志邦、法兰菲、IK
好莱客	第 400 位	102.46 亿元	好莱客
金牌橱柜	-	-	金牌厨柜、桔家衣柜
我乐家居	-	-	我乐家居
皮阿诺	-	-	皮阿诺、米拉拉
顶固集创	-	-	顶固、闪晾、微酷

资料来源：中国品牌研究院，公司公告，公司官网，华金证券研究所

（二）品牌宣传费用绝对额差异较大，龙头企业投入较多

从这九家定制家居公司广告宣传推广费投入额来看，尚品宅配和欧派家居投入最高，2018 年尚品宅配广告宣传费投入额 2018 年超过欧派家居，2018 年尚品宅配广告宣传费投入 5.08 亿元，欧派家居广告宣传费投入 4.50 亿元。索菲亚 2018 年加大对广告宣传费的投入，2018 年投入共 3.05 亿元，同比增长近 50%。其他品牌广告宣传费均在 3 亿元以下。从 2018 年各公司广告宣传推广费占营业收入比例来看，直营店收入占比较高的尚品宅配投入较为激进，广告宣传推广费占营收比最高，达 7.64%，其次为志邦家居、好莱客、金牌厨柜。欧派家居营收规模体量较大，因此 2018 年广告宣传推广费占比为 3.91%，处于中下水平。

图 54：2018 年广告宣传推广费、同比增长及其占营业收入比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

从广告宣传推广费的变动来看，尚品宅配这几年投入增长较快，尤其是 2017 年上市以来，开展一系列品牌营销活动，广告宣传推广费从 2016 年的 2.34 亿元上升到 2018 年的 5.08 亿元，2018 年超欧派家居排名第一。其次，索菲亚 2018 年广告费投入增长迅速，近三年广告费的投

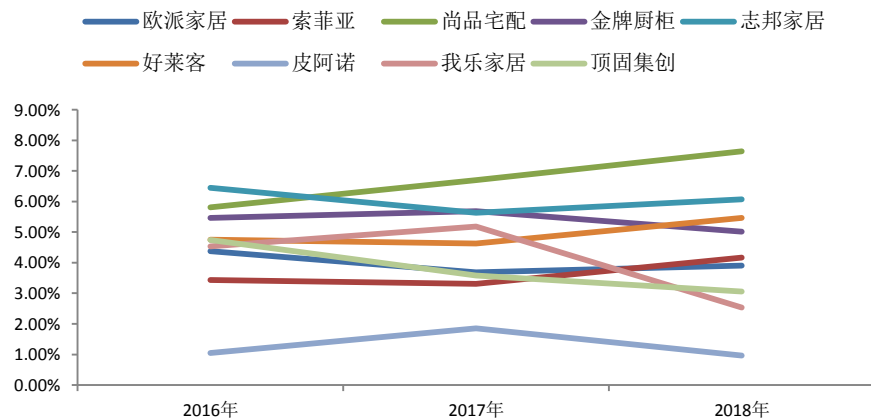
入增速紧随其后。短期在地产调控下，行业竞争加剧，行业领先品牌多有意愿借助广告宣传来提升自身业绩，抢占市场流量。

表 9：广告宣传推广费变动情况（单位：万元）

公司	2016 年	2017 年	2018 年	三年复合增长率
欧派家居	31,195.27	35,801.76	44,999.50	20.10%
索菲亚	15,535.49	20,385.41	30,493.32	40.10%
尚品宅配	23,387.85	35,651.50	50,763.77	47.33%
金牌厨柜	6,003.10	8,196.60	8,534.44	19.23%
志邦家居	10,125.65	12,146.76	14,776.04	20.80%
好莱客	6,814.99	8,626.31	11,658.43	30.79%
皮阿诺	660.70	1,534.87	1,067.56	27.11%
我乐家居	3,068.88	4,737.58	2,737.70	-5.55%
顶固集创	3,440.51	2,894.53	2,539.88	-14.08%

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 55：各大定制家居广告宣传推广费占营业收入比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

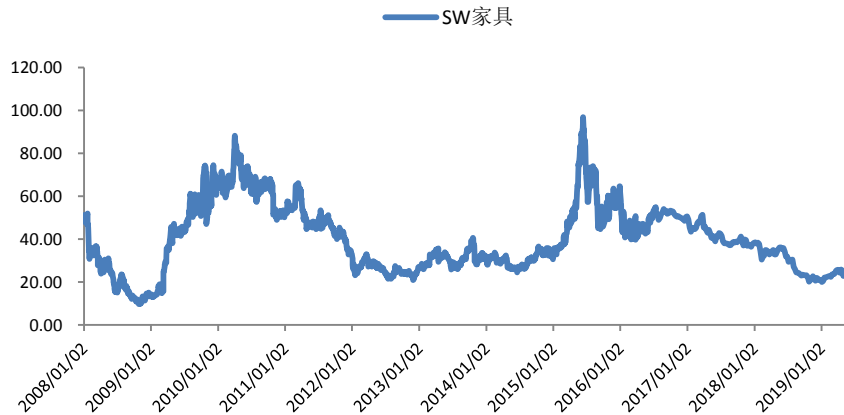
八、投资建议

从行业来看，定制家居作为地产后周期行业，短期受地产调控、行业竞争加剧等影响，定制家具行业所面临的压力或较大。但从长期来看，定制家居行业渗透率仍处于较低水平，随着城镇化进程的不断推进、消费习惯改变以及消费水平的提升，定制家居行业渗透率有望提升。其次，在精装房趋势愈加明显以及存量房在装修需求中占比逐年攀升的背景下，定制家居行业纷纷拓展精装房客户以及存量房客户，有助于行业保持良好的增长。

具体到上市公司，目前我国定制家居行业较为分散，行业整体集中度偏低。在地产调控、精装房市场、存量房市场不断扩大以及行业竞争加剧的背景下，各大公司积极采取多项措施，如拓展产品品类提高客单价、零售渠道下沉至渗透率较低的三四五线城市以及将渠道延伸至装修最前端整装领域争夺流量；纷纷与房地产开发商合作开展大宗业务，小型家居企业受现金流限制难以开展或规模较小。定制家居企业面临流量获取以及平衡 C 端零售业务与 B 端大宗业务以及整装业务的考验。我们认为龙头企业无论是在产品品类、销售渠道、产能建设、信息化系统以及品牌

建设方面都具备比较明显的优势，龙头企业的市占率有望不断提升，或将不断挤压二三线品牌企业市场份额，建议关注欧派家居、索菲亚以及尚品宅配。

图 56: SW 家具 PE (历史 TTM_中值), 剔除负值



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 10: 行业内主要公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
603833.SH	欧派家居	106.72	448.43	28.53	23.71	19.85	3.77	4.5	5.38
002572.SZ	索菲亚	18.41	170	17.73	15.61	13.64	1.04	1.18	1.35
300616.SZ	尚品宅配	74.99	148.99	31.23	25.09	20.38	2.46	2.99	3.68
603898.SH	好莱客	16.87	52.23	13.66	11.96	10.36	1.22	1.41	1.63
603801.SH	志邦家居	19.95	44.56	16.33	13.75	11.57	1.71	1.45	1.72
603180.SH	金牌厨柜	57.51	38.82	18.47	15.47	13.04	3.14	3.72	4.41
002853.SZ	皮阿诺	18.07	28.07	19.76	15.42	12.2	0.91	1.17	1.48
603326.SH	我乐家居	11.68	26.4	25.92	20.17	16.11	0.45	0.58	0.72

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 数据为 2019 年 6 月 21 日数据

九、风险提示

(1) 房地产调控风险。定制家居行业受下游房地产市场的影响较大，若房地产调控导致对软体家具需求下降，对公司的生产经营将会带来不利影响。

(2) 市场竞争加剧风险。我国定制家居行业竞争日趋激烈，部分与定制家居行业具有关联性的家装企业、地板企业也逐渐向定制家居行业渗透，市场竞争将进一步加剧，对公司的业绩可能会产生一定影响。

(3) 原材料价格波动风险。定制家居企业主要原材料包括各类板材，如刨花板、中纤板、石英石板材以及五金配件等，直接材料成本占比较高，如欧派家居直接材料成本占生产成本比例约为 75%，若原材料价格发生剧烈波动，可能会对公司盈利能力产生影响。

(4) 经营季节性波动的风险。家具行业主要与国内居民的房屋装饰装修的季节性密切相关，存在季节性波动的风险。

(5) 宏观环境带来的风险。若宏观环境交叉，居民可支配收入或受影响，消费者对家居产品的购买或愈加谨慎，从而影响公司业绩。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com