



轻工制造行业

看好（维持）

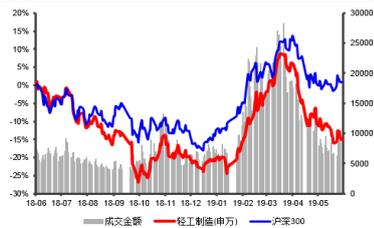
市场数据（2019-6-26）

| | 行业指数涨幅 |
|-----|---------|
| 近一周 | 4.30% |
| 近一月 | 0.57% |
| 近三月 | -12.49% |

重点公司

| 公司名称 | 公司代码 | 投资评级 |
|------|--------|------|
| 欧派家居 | 603833 | 强烈推荐 |
| 顾家家居 | 603816 | 强烈推荐 |
| 尚品宅配 | 300616 | 推荐 |

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

李媛媛
执业证书编号：S0070517090001
电话：010-83991735
邮箱：liyy@grzq.com

相关报告

《业绩增速放缓，关注细分行业龙头竞争优势》2019-5-31
《造纸、定制家具景气延续，龙头公司优势凸显》2017-12-20

家具行业竞争加剧，精选优质龙头企业

——2019年家具行业中期投资策略

投资要点

- **家具行业：受地产下行、竞争加剧影响，业绩增速放缓。**商品房销售面积增速持续下滑、家具企业密集上市产能建设与渠道拓展等方面快速发展都使得家具行业竞争持续加剧，行业收入增速逐季放缓，整体利润出现下滑。企业分化加剧，具备多元化渠道布局的龙头企业抗风险能力较强，收入表现相对较好，企业普遍加大终端营销等费用投入，销售费用率提升显著。
- **定制家具：龙头增长稳定性优于行业，但仍有下行压力。**定制板块收入增速放缓，从渠道来看，经销渠道增速放缓，门店扩展虽然稳步推进，但同店增长有所分化，大宗业务成为重要增长驱动，整装渠道兴起，定制龙头布局整装业务；从品类来看，衣柜收入增长快于橱柜，新扩品类增速较快。企业分化持续，龙头增长稳定性较强，龙头企业凭借在渠道、产品、管理等方面的优势，在弱势的市场环境下逐步提升市场份额的逻辑初步验证。但定制企业龙头的压力仍然存在，我们认为地产周期向下、行业竞争加剧以及大宗业务占比提升，势必会推动定制家具行业迈入价格战阶段，定制企业龙头利润端增速还有进一步放缓的可能。
- **软体家具：行业整合提速，龙头份额提升空间大。**软体家具行业空间大，行业集中度低，从渠道来看，仍有开店空间，龙头企业抢占市场份额，从品类来看，软体龙头通过并购、多品类扩张来提升行业集中度，受益于原材料TDI、MDI价格下跌，软体家具公司原材料成本下降，盈利水平有望提升，软体家具公司加速布局海外产能，减弱中美贸易战的不利影响。当前行业加速整合、格局优化，看好龙头份额持续提升。
- **投资建议：**定制家具行业进入存量竞争阶段，行业增长中枢仍有下行压力，定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革，能够适应这种变革，并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出，建议关注渠道布局多元化、内功修炼扎实的绩优龙头，重点推荐欧派家居和尚品宅配。软体家

具板块，中长期来看行业仍处在集中度提升的阶段，软体家具行业竞争格局优于定制家具行业，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额，从而保持相对较高增长，重点推荐行业龙头顾家家居。

- **风险因素：**宏观经济增速放缓的风险；地产景气度低于预期的风险；市场竞争加剧的风险。

仅供内部使用，请勿转发

与市场不同认识

1) 定制龙头通过品类扩张和整装业务抢占客流可部分对冲行业下滑带来的影响，但利润端增速还有进一步放缓的可能。

受地产红利逐步减弱、行业竞争加剧（企业渠道扩张加快、前端流量分流、引流成本提升）等多方面影响，定制家居企业增长及盈利能力存在一定下行压力，我们认为定制企业成熟品类增长中枢下移至 10-15%左右，市场竞争加剧会导致行业盈利能力下降，精装趋势的推进，会导致定制企业的利润率下滑和现金流压力，定制龙头通过品类扩张和整装业务抢占客流，提升市占率，可部分对冲行业下滑带来的影响，但定制企业龙头的压力仍然存在。韩国家具龙头汉森兼做大宗和经销渠道，且完整布局家装家居领域，但该公司 2017 年毛利率仅 29.01%，2012 年其市占率显著提升阶段，毛利率也呈现小幅下降趋势。我们认为地产周期向下、行业竞争加剧以及大宗业务占比提升，势必会推动定制家具行业迈入价格战阶段，行业整体毛利率有可能跌破 30%，在此预期之下，定制企业龙头利润端增速还有进一步放缓的可能。

2) 软体家具行业赛道优于定制家具行业，龙头有集中度快速提升的潜力。

短期出口疲软对软体家具企业业绩增长将带来一定压制，中长期将促进软体家具出口中小企业出清，订单将向海外产能完备的头部企业集中。软体家具是相对稳健的赛道，软体家居位于家装后端，虽也受房地产市场增速下行影响，但渠道分流不明显，精装和家装公司一般不涉及到软体家具销售，因此软体家具受到的边际冲击小于定制家具企业。软体家具行业集中度低，竞争格局优于定制家具，中小企业产品集中于国内低端市场，产品同质化现象较为严重，具有品牌影响力、渠道优势和规模效应的大型企业在环保和成本的双重压力下能充分抢占中小企业份额。看好软体家具龙头通过渠道下沉、品类扩张、并购整合实现规模扩张。

目 录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1. 家具行业：受地产下行、竞争加剧影响，业绩增速放缓 | 7 |
| 1.1 收入增速逐季放缓，企业结构性分化 | 7 |
| 1.2 行业竞争加剧，期间费用率有所上升 | 8 |
| 2. 定制家具：龙头增长稳定性优于行业，但仍有下行压力 | 9 |
| 2.1 定制板块收入增速放缓，龙头增长稳定性较强 | 9 |
| 2.2 渠道：传统渠道竞争加剧，新兴渠道将成为新的增长点 | 10 |
| 2.2.1 传统渠道竞争加剧，同店增长有所分化 | 10 |
| 2.2.2 大宗业务成为重要增长驱动，但会带来利润率下滑和现金流压力 | 11 |
| 2.2.3 龙头抢先布局整装渠道，以期获取前端客流 | 12 |
| 2.3 品类：衣柜收入增长快于橱柜，新扩品类增速较快 | 13 |
| 2.3.1 衣柜业务、橱柜业务整体呈下滑趋势，衣柜收入增长快于橱柜 | 13 |
| 2.3.2 龙头依赖于成熟的多品类开拓能力，大家居模式将稳步落地 | 14 |
| 3. 软体家具：行业整合提速，龙头有市场份额快速提升的潜力 | 15 |
| 3.1 软体家具行业空间大，行业集中度低，龙头份额有望提升 | 15 |
| 3.2 渠道：仍有开店空间，龙头具备渠道下沉实力 | 17 |
| 3.3 品类：龙头发力并购整合、多品类扩张，将提升行业集中度 | 17 |
| 3.4 成本：受益于原材料 MDI、TDI 价格下跌 | 19 |
| 3.5 中长期贸易摩擦将促进软体家具出口中小企业出清 | 21 |
| 4. 投资建议：关注优质龙头企业的长期配置价值 | 21 |
| 4.1 定制家具板块：看好多品类布局和渠道开拓领先的企业 | 21 |
| 4.2 软体家具板块：看好龙头企业通过品类扩张、渠道下沉提升市场份额 | 22 |
| 5. 风险提示 | 23 |
| 5.1 宏观经济增速放缓的风险 | 23 |
| 5.2 地产景气度低于预期的风险 | 23 |
| 5.3 市场竞争加剧的风险 | 23 |

插图目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 商品房销售面积增速下滑 | 7 |
| 图 2: 房屋竣工面积增速下滑 | 7 |
| 图 3: 家具板块企业营业收入增速放缓 | 7 |
| 图 4: 家具板块企业净利润增速回升 | 7 |
| 图 5: 家具板块企业单季度营业收入增速放缓 | 8 |
| 图 6: 家具板块企业单季度净利润增速回升 | 8 |
| 图 7: 软体及成品家具企业收入增速高于定制家具企业 | 8 |
| 图 8: 定制家具企业净利润增速高于软体及成品家具企业 | 8 |
| 图 9: 家具企业平均期间费用率上升 | 9 |
| 图 10: 软体及成品家具企业毛利率改善 | 9 |
| 图 11: 定制家具企业门店拓展稳步推进 | 11 |
| 图 12: 定制龙头同店收入下滑幅度较小(万元) | 11 |
| 图 13: 精装房渗透率快速提升 | 11 |
| 图 14: 精装房消费者占比提升 | 11 |
| 图 15: 定制家具企业经销渠道收入增速放缓 | 12 |
| 图 16: 定制家具企业大宗业务收入快速增长 | 12 |
| 图 17: 定制企业衣柜业务、橱柜业务整体呈下滑趋势 | 14 |
| 图 18: 定制衣柜收入增速高于定制橱柜(2018年) | 14 |
| 图 19: 定制家具企业新品类增长较好 | 14 |
| 图 20: 定制家具企业新品类占比稳步提升 | 14 |
| 图 21: 我国软体家具产值持续增长 | 15 |
| 图 22: 我国软体家具消费量持续增长 | 15 |
| 图 23: 软体家具公司平均收入增速高于定制家具公司 | 16 |
| 图 24: 软体家具龙头市场占有率提升 | 16 |
| 图 25: 软体家具龙头门店数持续增长 | 17 |
| 图 26: 软体家具龙头城市覆盖率不高 | 17 |
| 图 27: 顾家家居功能沙发和布艺沙发占比提升 | 19 |
| 图 28: 顾家家居软床及床垫营收快速增长 | 19 |
| 图 29: 海绵占沙发生产成本的 8%左右 | 19 |
| 图 30: 聚醚、MDI、TDI 占床垫生产成本的 45%左右 | 19 |
| 图 31: 2017Q4 以来 MDI 价格明显回调(元/吨) | 20 |
| 图 32: 2017Q4 以来 TDI 价格明显回调(元/吨) | 20 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 定制板块收入增速放缓, 龙头企业增长稳定性较强..... | 10 |
| 表 2: 定制家具企业大宗业务收入占比提升..... | 12 |
| 表 3: 定制家具企业在整装业务方面的布局..... | 13 |
| 表 4: 软体家具行业市场空间测算..... | 15 |
| 表 5: 我国软体领域加速整合..... | 18 |
| 表 6: 2018-2020 年 MDI 新增产能计划..... | 20 |
| 表 7: 2018-2020 年 TDI 新增产能计划..... | 20 |
| 表 8: 软体家具企业加速布局海外产能, 减弱中美贸易战的不利影响..... | 21 |
| 表 9: 重点推荐标的汇总表..... | 23 |

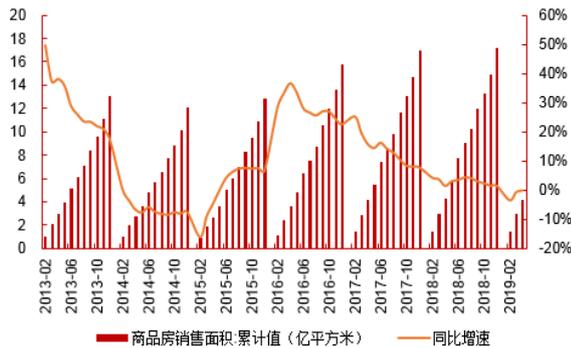
仅供内部使用, 请勿外传

1. 家具行业：受地产下行、竞争加剧影响，业绩增速放缓

1.1 收入增速逐季放缓，企业结构性分化

2018 年商品房销售面积增速持续下滑、家具企业密集上市后产能建设与渠道拓展等方面快速发展都使得家具行业竞争持续加剧，行业收入增速逐季放缓，整体利润出现下滑。根据申万三级分类，目前 A 股上市家具企业共 29 家，2018 年实现营业收入合计为 954.43 亿元，同比增长 16.11%，2018Q1、Q2、Q3、Q4 营收同比增速分别为 23.12%、15.58%、15.43%、13.00%，收入增速逐季放缓；2018 年实现归母净利润合计为 62.42 亿元，同比下滑 23.48%，2018Q1、Q2、Q3、Q4 归母净利润同比增速分别为-8%、6%、13%、-106%，剔除大幅计提商誉减值的喜临门和永安林业，以及并购费用较高的曲美家居后，2018Q4 家具板块归母净利润同比增速为-3%。2019Q1 家具板块营收同比增长 14%至 206.8 亿元，归母净利润同比增长 33%至 13.9 亿元。

图 1：商品房销售面积增速下滑



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2：房屋竣工面积增速下滑



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3：家具板块企业营业收入增速放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4：家具板块企业净利润增速回升

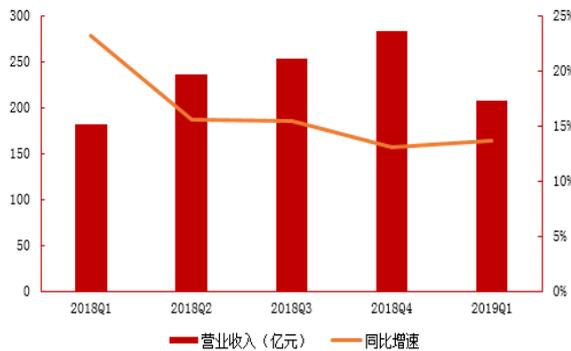


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从收入端来看，软体及成品家具营收仍保持了较高增长，顾家家居、喜临门、美克家居等企业并购整合带来收入增量，2018 年单季营收同比增速均保持

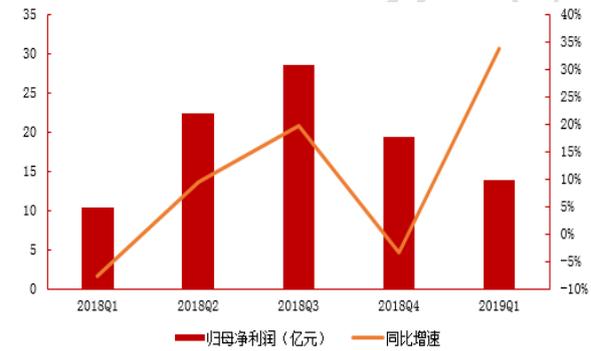
在 30%以上；定制家具位于家具消费前端，受地产影响更大，收入逐季放缓态势更为明显，8 家定制家具企业 2018Q1、Q2、Q3、Q4 平均收入同比增速分别为 34%、21%、16%、14%，2019Q1 同比增速进一步下滑至 9%。从个股来看，欧派家居积极布局整装等多元化渠道、加强经销商扶持力度，维持较好收入增速；尚品宅配受益于前期购物中心等渠道多元化布局，受客流量影响相对较小，收入增长表现较好；志邦家居 2018 年对大宗业务进行了调整，终止了与恒大的合作，使得 2018Q3 开始收入同比增速出现明显下滑；皮阿诺加速大宗业务拓展力度，低基数基础上实现较快增长。

图 5：家具板块企业单季度营业收入增速放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

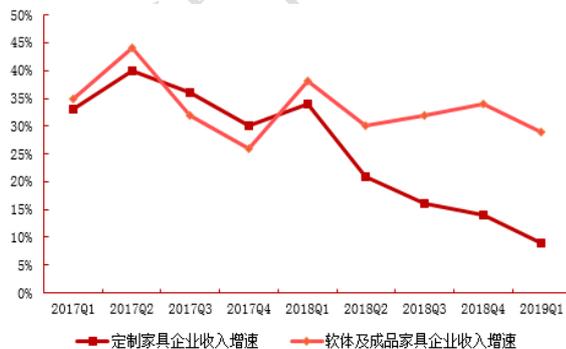
图 6：家具板块企业单季度净利润增速回升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从利润端来看，2018Q1、Q2、Q3、Q4 定制家具企业平均归母净利润同比增速分别为 59%、36%、21%、-7%，2018 年增速同样呈现逐季放缓态势，主要是由于定制家具企业终端竞争压力、纷纷加大促销、广告等费用投入所致；2019Q1 净利润增速有所恢复，环比 2018Q4 提升 26 个百分点至 19%。软体及成品家具 2018Q1、Q2、Q3、Q4 平均归母净利润同比增速分别为 13%、4%、4%、-176%，2018Q4 利润增速大幅下滑主要是受喜临门大幅计提商誉减值，曲美家居收购挪威 Eknore 公司带来咨询费等一次性费用大幅增加等影响；梦百合 2018Q4 归母净利润增速大幅增长，主要受益于原材料 TDI 价格下行带来的盈利修复。

图 7：软体及成品家具企业收入增速高于定制家具企业



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8：定制家具企业净利润增速高于软体及成品家具企业

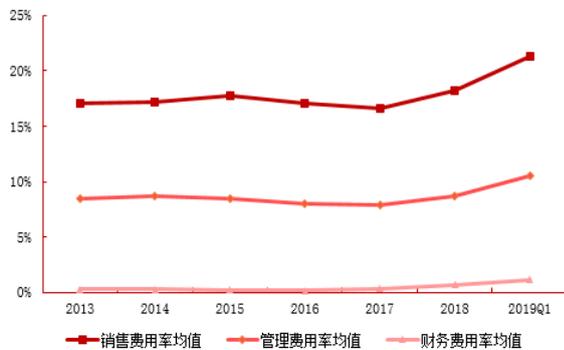


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.2 行业竞争加剧，期间费用率有所上升

从费用率来看，2018 年主要家具企业平均期间费用率为 27.6%，同比上升 2.75 个百分点，其中销售、管理、财务费用率分别为 18.2%、8.7%、0.7%，较上年同期分别提升 1.53、0.86、0.37 个百分点。分品类来看，定制家具 2018 年销售费用率同比提高 0.79 个百分点至 15.88%，分季度看，2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1 定制家具企业销售费用率分别为 20.4%、15.9%、14.5%、14.9%、21.5%，同比分别变动 1.0、-0.6、0.5、1.8、1.1 个百分点，反映出 2018 年下半年以来定制行业竞争持续加剧，企业普遍加大经销商支持力度以及广告宣传、渠道拓展费用投入的趋势；2018 年软体及成品家具销售费用率大幅上行主要是由于喜临门影视业务收入大幅下滑、当年广告费大幅增加所致。管理费用率上行原因各有不同，部分企业主要受股权激励费用摊销影响管理费用增长较多。

图 9：家具企业平均期间费用率上升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 10：软体及成品家具企业毛利率改善



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从毛利率来看，在行业竞争加剧、低价套餐频出的情况下，定制家具企业降本增效，定制家具毛利率维持相对稳定，2018 年定制家具毛利率均值 38.4%，同比下滑约 0.7 个百分点；软体及成品家具方面，主要原材料 TDI 价格自 2018 年下半年开始持续下行带动毛利率改善，2018 年平均毛利率 38.9%，2019Q1 毛利率已回升至 40.2%。

2. 定制家具：龙头增长稳定性优于行业，但仍有下行压力

2.1 定制板块收入增速放缓，龙头增长稳定性较强

定制家具行业在过去几年了经历了高速发展，尤其是 2017 年多家定制家具企业密集上市，行业迎来大规模扩张期，2017 年下半年房地产行业竣工交房负增长，二手房成交也大幅下滑，导致装修需求减少，定制家具行业从 2018Q2 开始增速放缓。

定制家具企业收入增速出现分化，龙头增长稳定性较强。定制行业龙头总体收入增长快于行业平均，尤其是下半年行业下行压力加大，龙头公司还是保

持了较好的增长，体现了较强抵御行业风险的能力，行业集中度在缓慢提升。一线龙头企业欧派家居、尚品宅配、索菲亚增速稳定在 10%-20%左右，二线企业增速普遍在 5%左右，部分收入规模较小的企业，由于基数较低，收入仍保持较快速增长。龙头企业稳定的业绩增长主要来自于其在强势领域相对稳定业绩增长表现，龙头企业凭借在成本、渠道、产品、管理等方面的优势，在弱势的市场环境下逐步提升市场份额的逻辑初步验证，龙头企业在业务、渠道的多元化布局也开辟了新的增长点。

表 1：定制板块收入增速放缓，龙头企业增长稳定性较强

| 企业 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 欧派家居 | 20.5% | 44.9% | 40.5% | 33.5% | 31.6% | 21.1% | 10.7% | 18.0% | 15.6% |
| 尚品宅配 | 27.6% | 32.0% | 32.6% | 34.3% | 38.8% | 30.6% | 22.7% | 15.7% | 15.7% |
| 索菲亚 | 48.3% | 49.4% | 35.5% | 22.6% | 30.3% | 13.8% | 20.1% | 15.4% | -4.7% |
| 好莱客 | 35.2% | 35.5% | 25.6% | 28.0% | 30.9% | 22.7% | 15.4% | 0.5% | 5.2% |
| 志邦家居 | 37.6% | 40.9% | 30.7% | 41.5% | 38.3% | 19.1% | 5.5% | 4.0% | 5.2% |
| 金牌橱柜 | 42.8% | 9.6% | 34.9% | 22.2% | 26.2% | 8.6% | 19.2% | 20.4% | 6.2% |
| 我乐家居 | 70% | 27.9% | 36.0% | 24.3% | 26.0% | 26.7% | 25.5% | 4.0% | 22.6% |
| 皮阿诺 | 51.2% | 47.8% | 30.2% | 15.9% | 60% | 24.2% | 39.4% | 22.4% | 16.3% |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.2 渠道：传统渠道竞争加剧，新兴渠道将成为新的增长点

渠道端，向上下两端延伸拓展流量获取边界成为关键，一方面，在零售端，传统家具卖场客流量减少，定制家具企业正积极探索新型门店形式，推出购物中心店、小区店、新零售店等门店，尽可能的扩大消费者覆盖范围，激发潜在消费者更新改造需求；另一方面，定制企业紧抓精装房放量趋势，加大了与地产开发商合作力度，借助大规模订单快速抢占市场份额，与此同时，企业主动向前端延伸抢占流量入口，通过设立整装团队、与地方优质整装企业合作等形式开展整装业务，争夺前端客源。

2.2.1 传统渠道竞争加剧，同店增长有所分化

2018 年虽然部分定制企业开店节奏略低于计划，但整体仍保持快速扩张。2018 年定制板块 8 家上市公司新增门店共计 3631 家，增长数与 2017 年基本持平，其中橱柜新增门店超过 1100 家，总门店数超过 9000 家；衣柜门店新增超过 2100 家，总门店数超过 10200 家。欧派家居、索菲亚、志邦家居、尚品宅配、金牌橱柜门店新增数量在 500 家以上，其他企业新增门店数量在 200-300 家。

同店收入方面，从同店收入的绝对值来看，定制龙头的同店收入明显高于其他企业，索菲亚、尚品宅配、欧派家居 2018 年的同店收入为 514 万元、426 万元和 392 万元，其他 4 家定制企业同店收入均没有超过 300 万元，这说明定制龙头的经销商周转率更高，盈利能力比较强。从同店收入增速看，2017 年各定制企业同店收入均有较大幅度提升，而 2018 年各定制企业同店收入均呈现

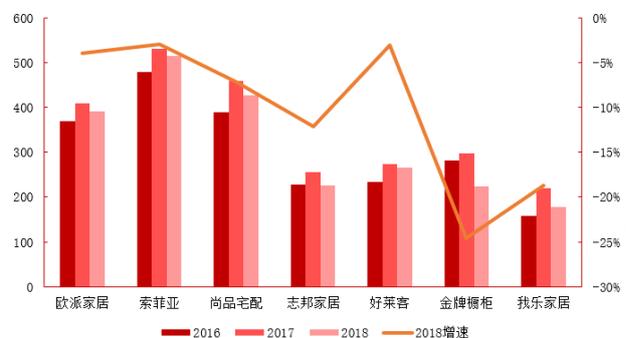
不同程度下滑，从同店下滑幅度来看，龙头企业同店销售下滑幅度也较其他企业也表现出更强的稳定性。

图 11：定制家具企业门店拓展稳步推进



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12：定制龙头同店收入下滑幅度较小（万元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.2.2 大宗业务成为重要增长驱动，但会带来利润率下滑和现金流压力

精装修政策密集颁布，精装房渗透率快速提升。2016 以来全国各地颁布的精装修政策数量出现快速增长，2018 年城市级别的政策颁布多达 15 次，截至 2018 年末全国颁布涉及精装修、全装修的各类政策累计超过 80 次，覆盖 26 个省市。随着精装修政策内容更加明确化、多元化、精细化，政策执行力度有望增强。据奥维云网数据，全国精装房渗透率已由 2017 年末的 15% 快速提升至 2018 年的 28%，接近 2017 年住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》中提出的“到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%”这一要求。精装房也越来越受到消费者青睐，2017 年，愿意购买精装房的消费者比例为 26.8%，较 2007 年提升 15.9 个百分点，预计 2020 年可达 39.5%，未来精装房将逐渐取代毛坯房，成为一手房市场的主要房型。

图 13：精装房渗透率快速提升



数据来源：奥维云网，国融证券研究与战略发展部

图 14：精装房消费者占比提升



数据来源：奥维云网，国融证券研究与战略发展部

零售业务受地产影响较大，大宗业务成为重要增长驱动。各定制家具企业经销渠道收入增速 2018 年快速放缓，除尚品渠道下沉还有空间仍保持 30% 以上增长外，其余均大幅下滑至 15% 左右。随着全装、精装政策持续推动，精装房占比持续提升，带动定制企业大宗业务营收实现快速增长，大宗业务方面，除

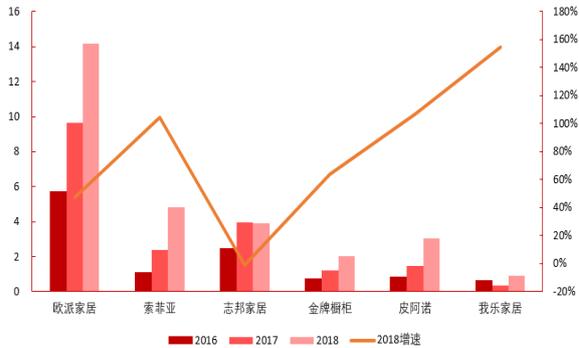
志邦 2018 年由于调整大宗客户原因致大宗业务下滑外，其余企业大宗业务增速仍保持较高增长，且收入占比逐步提升，2018 年大部分定制企业大宗业务占比超过 10%，其中索菲亚由于主营衣柜，大宗业务起步较晚，截至 2018 年底索菲亚大宗业务占比也达 6.62%。

图 15：定制家具企业经销渠道收入增速放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 16：定制家具企业大宗业务收入快速增长



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 2：定制家具企业大宗业务收入占比提升

| 企业 | 大宗客户 | 大宗业务规模（亿元） | | 大宗业务占比 | |
|------|-----------|------------|-------|--------|--------|
| | | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 |
| 索菲亚 | 金茂、绿地、新城等 | 2.37 | 4.84 | 3.84% | 6.62% |
| 欧派家居 | 保利、华润、万科等 | 9.64 | 14.18 | 9.93% | 12.32% |
| 志邦家居 | 恒大、绿地 | 3.96 | 3.91 | 18.36% | 16.06% |
| 金牌橱柜 | 金科、恒大、金茂等 | 1.24 | 2.03 | 8.60% | 11.93% |
| 皮阿诺 | 恒大、万科等 | 1.48 | 3.06 | 17.94% | 27.60% |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

虽然大宗业务成为定制家具企业的重要增长驱动，但大宗业务一定程度上削弱了企业的议价能力，各定制企业的数据显示，大宗业务毛利率通常较经销商业低 10% 左右，又因大宗业务账款回收期较长，通常为 0.5-1.5 年，将进一步压缩定制企业利润空间。对定制企业而言大宗业务既是机遇又是挑战，定制家具企业要整合资源资金拓展工程代理商渠道，寻找高价值客户，提高强交付能力，房地产企业也更倾向于选择质量、产能有保障，交付能力和抗风险能力强的龙头企业，这将使精装市场进一步向行业龙头企业集中，驱动其业绩增长。

2.2.3 龙头抢先布局整装渠道，以期获取前端客流

零售端客流持续下滑，竞争加剧，定制家具公司向前布局整装业务。对于定制家具企业而言，家装位于整个家具家装产业链前端，是企业获取客流的重要入口，定制家具企业向上游延伸至家装环节有助于企业真正向消费者提供一站式解决方案与服务，同时提高自身获客能力。定制家具企业自行组建施工团队需要企业一次性投入大量人力、物力、财力，且家具企业对家装业务经验不足，短时间、大范围拓展新业务的难度较大，与家装企业合作便于定制家具企

业快速布局整装业务。整装订单客单值较定制订单高，布局整装业务可以提升客单价。

表 3：定制家具企业在整装业务方面的布局

| 企业 | 在整装业务方面的布局 |
|------|---|
| 欧派家居 | 2018 年在 22 个城市试点推进整装大家居，2018 年整装接单业绩突破 3.5 亿元，整装大家居有望成为公司未来 3-5 年业绩新的增长点。 |
| 尚品宅配 | 自营整装：在成都、广州、佛山三地开展自营整装业务，2018 年自营整装工地交付数 849 个，整装业务营收 1.94 亿元；整装云：发力 Homkoo 整装云平台，当前整装云会员数量已经超过 1800 家。 |
| 索菲亚 | 推动经销商与整装合作，成为新的渠道。 |
| 好莱客 | 与齐家网成立合资公司，未来将推出整装独立品牌。 |
| 志邦家居 | 与区域性整装公司合作，为整装公司客户提供定制产品及服务。 |
| 金牌橱柜 | 投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，发挥公司定制能力和品牌优势，整合产业链资源逐步构建整装服务能力。 |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

目前定制家具企业和装修公司有两种合作方式：渠道融合模式和平台赋能模式，代表公司分别为欧派家居和尚品宅配。渠道融合模式：家具公司通过将自身产品加入装修公司套餐使其成为公司经销商，对家装公司而言，整装+全屋定制将实现真正的拎包入住，提升消费体验，一线定制家具品牌进入套餐也将增强家装公司品牌力。对家具公司而言，装修公司可解决自身在设计上的不足，家具公司也能快速获取流量完成家具产品的销售。欧派家居要求所有地级以上城市拓展整装渠道，同时公司的整装大家居也在积极试点，目前整装大家居城市数量为 22 个，2018 年完成招商 120 家以上，其中省会城市覆盖 50% 以上；2019 年招商目标为全年完成 250-300 家，覆盖地级市以上市场以及部分发达县级市场。平台赋能模式：尚品宅配通过整装云平台赋能家装公司，同时获得前置流量。整装云系统实质上是一个赋能型平台，涵盖主辅材、定制家具、配套品。运营系统包含整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场塔台式中央计划调度系统。整装云平台有望通过 S2B2C 模式解决中小家装公司 SKU 管理、多个工地同时管理等问题，同时，公司有望通过整装业务获得前置流量，从而带动自身定制家具及配套品的销售。

2.3 品类：衣柜收入增长快于橱柜，新扩品类增速较快

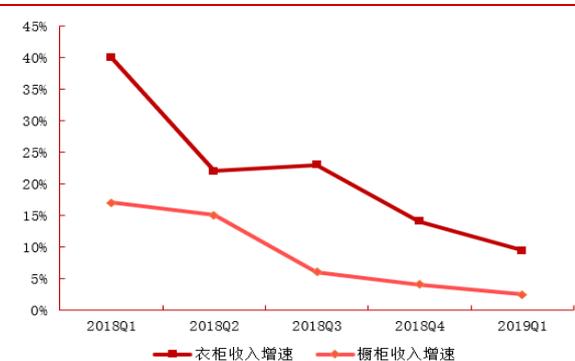
2.3.1 衣柜业务、橱柜业务整体呈下滑趋势，衣柜收入增长快于橱柜

衣柜业务、橱柜业务整体呈下滑趋势。衣柜板块 2018Q1-2019Q1 衣柜业务增速分别为 40%、22%、23%、14%、9.4%，橱柜业务 2018Q1-2019Q1 橱柜收入增速分别为 17%、15%、6%、4%、2.4%，持续三个季度增速在个位数左右。我们认为这与橱柜整体渗透率较高，渗透率提升空间不大，以及精装房趋势对橱柜零售市场有所影响有关。

定制衣柜相对于定制橱柜来看，收入增长更快，2018 年定制衣柜行业平均增速为 23%，高于定制橱柜行业平均增速的 9%。定制衣柜中志邦、我乐、欧派、

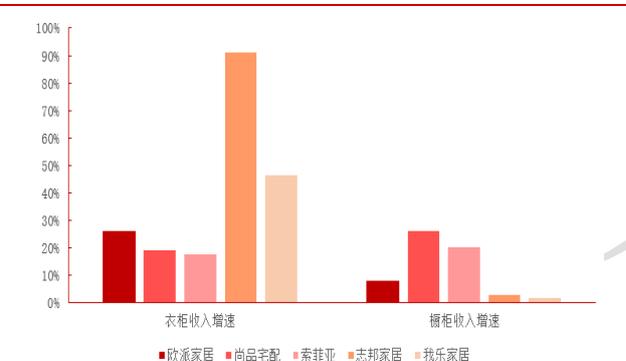
尚品、索菲亚收入增速分别为 91.1%、46.6%、25.8%、19.0%、17.5%，后进入橱柜的企业增速相对较快，尚品宅配橱柜增速 26%，其次为索菲亚 20.2%

图 17：定制企业衣柜业务、橱柜业务整体呈下滑趋势



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 18：定制衣柜收入增速高于定制橱柜（2018 年）

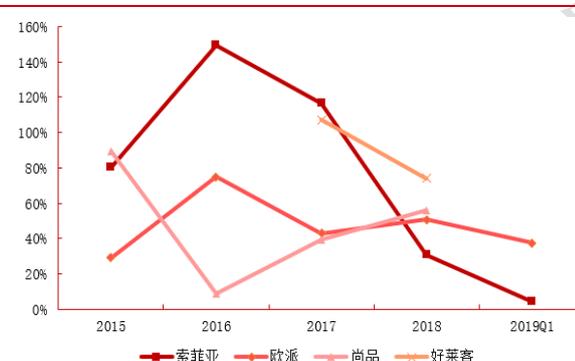


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.3.2 龙头依赖于成熟的多品类开拓能力，大家居模式将稳步落地

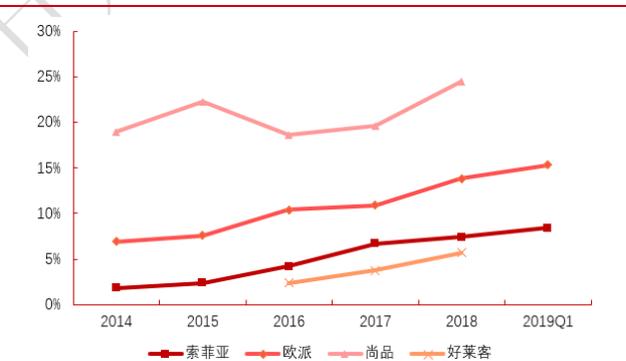
新品类增长较好，各定制家具企业新品类（木门、家具家品等）收入均保持快速增长，欧派、索菲亚、尚品、好莱客持续推进大家居布局，新品类产品收入增速均在 30%以上。定制家具企业有一定流量入口优势，通过场景化展示、套餐搭配，向大家居迈进是未来重要成长驱动力。

图 19：定制家具企业新品类增长较好



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 20：定制家具企业新品类占比稳步提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

目前新品类占比仍然较低，但占比稳步提升，2018 年定制板块新品类收入占比约 14%，尚品持续推进大家居模式，新品类收入占比达到 25%，欧派多品类布局较早，橱柜、衣柜、卫浴、木门多品类协同成效显著，并通过和前端家装公司合作打通流量入口，大家居模式稳步落地，2019Q1 新品类收入占比接近 15%，索菲亚、好莱客新品类收入占比仅约 5%，对业绩增长贡献短期仍然较低。

受地产红利逐步减弱、行业竞争加剧（企业渠道扩张加快、前端流量分流、引流成本提升）等多方面影响，定制家居企业增长及盈利能力存在一定下行压力，我们认为定制企业成熟品类增长中枢下移至 10-15%左右，市场竞争加剧会导致行业盈利能力下降，精装趋势的推进，会导致定制企业的利润率下滑和现金流压力，定制龙头通过品类扩张和整装业务抢占客流，提升市占率，可部分对冲行业下滑带来的影响，但定制企业龙头的压力仍然存在。韩国家具龙头汉

森兼做大宗和经销渠道，且完整布局家装家居领域，但该公司 2017 年毛利率仅 29.01%，2012 年其市占率显著提升阶段，毛利率也呈现小幅下降趋势。我们认为地产周期向下、行业竞争加剧以及大宗业务占比提升，势必会推动定制家具行业迈入价格战阶段，行业整体毛利率有可能跌破 30%，在此预期之下，定制龙头利润端增速还有进一步放缓的可能。

3. 软体家具：行业整合提速，龙头有市场份额快速提升的潜力

3.1 软体家具行业空间大，行业集中度低，龙头份额有望提升

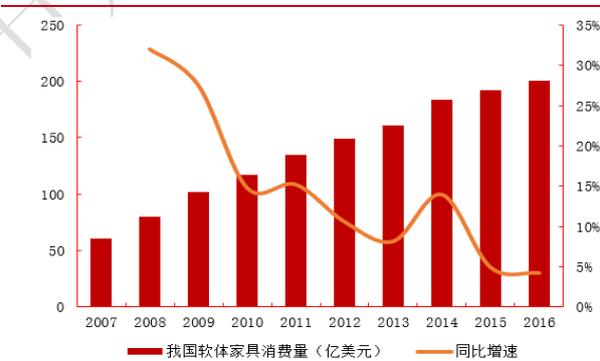
根据 CSIL 的统计，我国软体家具年产值已由 2007 年的 106.3 亿美元增长至 2016 年的 318.5 亿美元，年均复合增长率达 12.97%。我国软体家具的消费量由 2007 年的 60.40 亿美元增长至 2016 年的 200.12 亿美元，年均复合增长率达 14.24%。2016 年我国软体家具消费量超越美国成为第一大软体家具消费国，消费量约占全球的 30.78%。

图 21：我国软体家具产值持续增长



数据来源：CSIL，国融证券研究与战略发展部

图 22：我国软体家具消费量持续增长



数据来源：CSIL，国融证券研究与战略发展部

随着新房销售规模扩大、二手房翻新提速和消费升级，我们测算，2018 年-2020 年软体家具内销总规模达 1905.32 亿元、2065.33 亿元、2230.42 亿元，复合增速为 8.39%。具体来看，沙发三年内销规模为 910.28 亿元、985.37 亿元、1062.43 亿元，复合增速 8.24%；软床三年内销规模为 479.77 亿元、519.18 亿元、560.30 亿元，复合增速 8.21%；床垫三年内销规模为 515.28 亿元、560.78 亿元、607.69 亿元，复合增速 8.82%。

表 4：软体家具行业市场空间测算

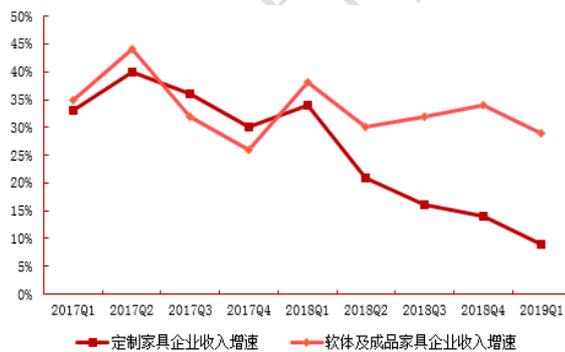
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|------|-------|-------|
| 全国住宅销售面积 (亿平方米) | 13.75 | 14.48 | 15.2 | 15.81 | 16.29 |
| 单套房平均面积 (平方米) | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 |

| | | | | | | |
|--------------|-----------|---------|----------|----------|---------|----------|
| 一手房销售套数 (万套) | | 1527.78 | 1608.89 | 1689.33 | 1756.91 | 1809.61 |
| 存量房套数 (万套) | | 61970.7 | 63210.11 | 64474.32 | 65763.8 | 67079.08 |
| 沙发 | 渗透率 | 80.00% | 80.50% | 81.00% | 81.50% | 82.00% |
| | 翻新率 | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| | 单价 (元/套) | 2500 | 2625 | 2756.25 | 2894.06 | 3038.77 |
| | 市场容量 (亿元) | 770.34 | 837.76 | 910.28 | 985.37 | 1062.43 |
| | YoY | | 8.75% | 8.66% | 8.25% | 7.82% |
| 软床 | 渗透率 | 30.00% | 30.50% | 31.00% | 31.50% | 32.00% |
| | 翻新率 | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| | 单价 (元/套) | 2000 | 2100 | 2205 | 2315.25 | 2431.01 |
| | 市场容量 (亿元) | 407.46 | 442.24 | 479.77 | 519.18 | 560.3 |
| | YoY | | 8.54% | 3.49% | 8.22% | 7.92% |
| 床垫 | 渗透率 | 60% | 61% | 62% | 63% | 64% |
| | 翻新率 | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| | 单价 (元/套) | 1000 | 1050 | 1102.5 | 1157.63 | 1215.51 |
| | 市场容量 (亿元) | 431.22 | 471.58 | 515.28 | 560.78 | 607.69 |
| | YoY | | 9.36% | 9.27% | 8.83% | 8.36% |
| 软体家具总规模 (亿元) | | 1609.01 | 1751.58 | 1905.32 | 2065.33 | 2230.42 |
| YoY | | | 8.86% | 8.78% | 8.40% | 7.99% |

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

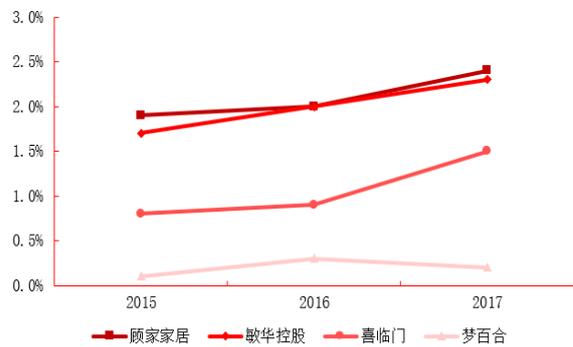
2018 年以来, 软体龙头家具企业收入端增速明显提速, 且普遍高于定制家具龙头企业收入端增速, 我们认为, 核心因素是软体子行业集中度较低。从集中度来看, 美国沙发行业 CR4 达 51.3%、床垫行业 CR4 达 73%, 而我国沙发行业 CR4 仅为 12%, 床垫行业 CR4 仅为 7%, 对应消费升级、龙头企业市占率提升带来的收入端的增长会更具备弹性。

图 23: 软体家具公司平均收入增速高于定制家具公司



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 24: 软体家具龙头市场占有率提升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

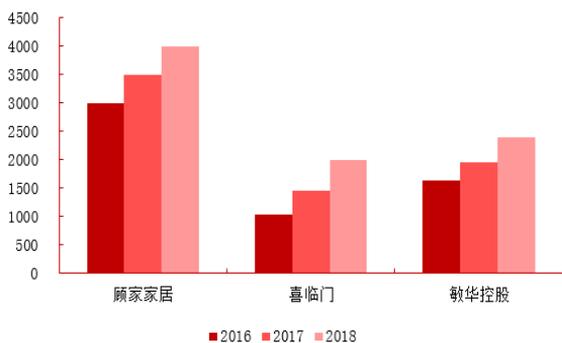
行业集中度低, 龙头企业份额提升空间大。目前我国软体家具行业集中度低, 区域品牌林立, 中小企业占据主导地位。目前头部公司顾家家居、敏华控股、喜临门在我国的市场占有率都只有 2%左右, 但近年来均有所上升。

3.2 渠道：仍有开店空间，龙头具备渠道下沉实力

目前软体家具公司在家具卖场普遍仅有 1-2 家门店，而不同品类的软体家具可支撑 2-4 家门店，仍存在较大的开店空间。龙头企业可以在增加渠道数量和提高渠道运营效率两方面发力，通过渠道策略抢占市场份额。以顾家家居、敏华控股和喜临门为例，三家行业龙头均在多渠道扩展市场，享受渠道红利带来的市占率的提升，包括在一二线城市迅速开店抢占市场份额，巩固龙头地位，在三四线城市加速渠道下沉确立品牌溢价和渠道优势。

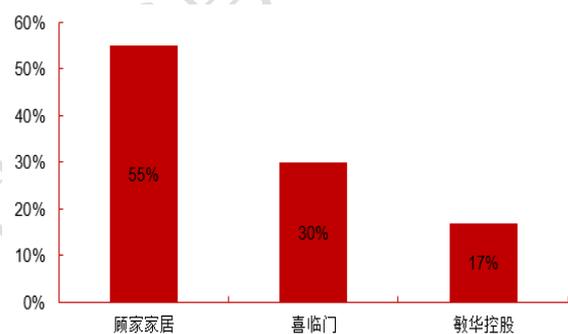
截至 2018 年末，全国共有县及县级以上城市 3218 个，从渠道下沉轨迹来看，传统渠道最发达的顾家家居尚有 1600 个空白县市未进入，以定制家具龙头企业欧派家居近 7000 家的门店数量作为对标，顾家家居的门店依然有增量空间，未来仍将通过渠道持续加密、下沉，保持高速扩张的态势，未来 3 年预计每年持续净开店 400-500 家，结构上向大店、旗舰店、融合店倾斜，加快大店开店步伐，深耕三四级市场。

图 25：软体家具龙头门店数持续增长



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 26：软体家具龙头城市覆盖率不高



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3.3 品类：龙头发力并购整合、多品类扩张，将提升行业集中度

全球软体行业多通过收并购来提升行业集中度，2009 年，美国床垫第三的 Simmons 破产被 AOT 集团（旗下持有行业第二的 Serta）收购，两大床垫龙头隶属同一母公司 (Serta Simmons Holdings)，市占率第一。2012 年排名第二的 Sealy 被 Tempur-Pedic（排名第四）所收购，形成美国第二大床垫集团 TEMPUR-SEALY International。我国软体行业自 2018 年起也开始加速整合，各龙头积极推进海内外并购。软体家具龙头通过与海外优质家具标的合作，进军高端市场，可以向国外顶尖公司学习，提升自身空间设计、产品研发与制造、终端零售管理的竞争力，为目标客户提供更加丰富的产品与服务，提升规模化程度，并为公司业绩增长提供额外的发展动力。

表 5：我国软体领域加速整合

| 日期 | 买方 | 卖方 | 领域 | 详情 |
|-------------|----------------|--------------------|-------|--|
| 2018 年 10 月 | 金可儿中国&舒达中国战略合作 | | 床垫 | 金可儿中国在线上零售和酒店项目上有较大优势，可以与舒达中国形成互补 |
| 2018 年 5 月 | 曲美家居 | Ekornes | 躺椅&沙发 | 扩充家具品类，拓展海外渠道 |
| 2017 年 11 月 | 喜临门 | M&D | 沙发 | 拓展中高端沙发品牌 |
| 2018 年 11 月 | 顾家家居 | 玺堡家居 | 床垫 | 持续开拓布局床垫领域 |
| 2018 年 3 月 | | Nick Scali Limited | 沙发等家具 | 拓展国外销售渠道 |
| 2018 年 3 月 | | Natuzzi S.P.A | 沙发 | 提高国内中高端沙发品牌及竞争力 |
| 2018 年 3 月 | | Rolf Benz | 沙发 | 布局高端软体市场，拓展海外渠道 |
| 2012 年 | | La-Z-Boy 中国代理权 | 沙发 | 收购后拓展功能沙发子品类，提升品牌国际化程度 |
| 2009 年 | 雅兰集团 | 舒达中国代理权 | 床垫 | 雅兰集团成功将舒达本土化，至今舒达在全国 400 多个城市有超过 1400 家专卖店 |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

以美国软体家具企业 LA-Z-BOY 为例。LA-Z-BOY 始创于 1927 年，以功能沙发起家，1985 开启收购兼并的壮大之路，1985-1988 年资本运作频繁，先后将家具制造商 Burris Industries、Rose Johnson Incorporated、Hammary、Kincaid Furniture 收入囊中，1999 年又接连收购软体家具制造商 Bauhaus USA、室内家具制造商 LADD，2004 年收购英国软体家具制造商 Centurion Furniture PLC，2018 年公告将收购线上定制化家具制造与零售商 Joybird。经过一系列收购兼并，发展至今，LA-Z-BOY 已成为美国最大的软体家具企业之一，主营沙发、躺椅等软体家具及室内木制家具，旗下拥有 La-Z-Boy Residential、Hammary Furniture、England Furniture、Kincaid Furniture、American Drew 五大品牌，2017 年实现营收 15.8 亿美元。

回顾国内软体家具企业，近一两年同样资本运作频频，以顾家家居为例，2018 年顾家家居先后收购定制家具企业班尔奇、软体家具公司 Rolf Benz、纳图兹贸易（上海）及泉州玺堡家居，入股澳洲零售家具领先品牌 Nick Scali、国内软体家具品牌爱依瑞斯，逐步实现了多品类布局，加快了全球化进程。

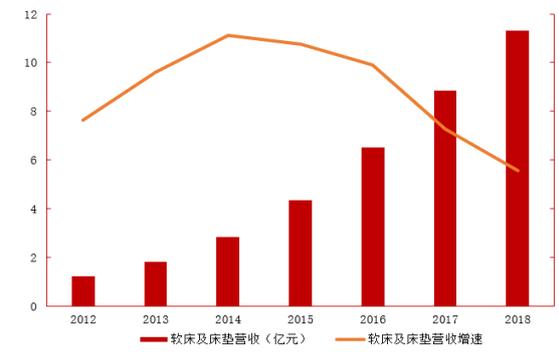
软体家具龙头企业通过丰富产品品类，逐步覆盖卧室、客厅、餐厅等多个功能区域，多品类扩张保证了盈利能力，也能逐步提升市场份额，中小企业由于品牌知名度较低、产品品类单一，生存空间将被挤压。以行业龙头顾家家居来看，公司以沙发起家，核心产品为皮类沙发，近年来公司从纵向和横向推进品类多元化策略，功能沙发及床垫业务快速增长，将成收入新增长点。纵向看，公司在沙发品类大力发展功能沙发和布艺沙发，两个细分品类在沙发的营收占比从 2012 年的 2.7% 提升到 2017 年的 34%，尤其是功能沙发，占比超过沙发品类的 21%，近两年都保持 50% 以上的增长；横向看，公司辅助性品类如配套产品、软床及床垫和餐椅等品类的增长也非常迅速，尤其是软床及床垫，营收占比从 2012 年的 6% 上升到 2018 年的 12%。

图 27：顾家家居功能沙发和布艺沙发占比提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 28：顾家家居软床及床垫营收快速增长

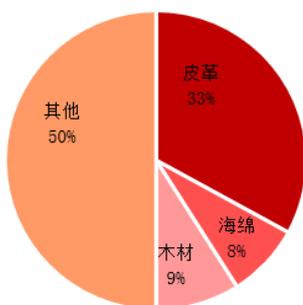


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3.4 成本：受益于原材料 MDI、TDI 价格下跌

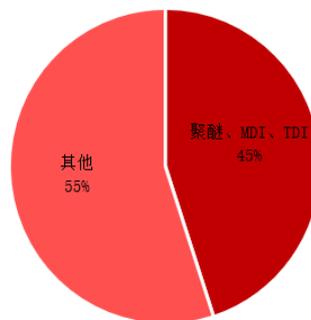
软体家具中，直接材料占成本比例较高，约 70%-80%，其中，沙发的主要原材料是皮革、海绵、木材，其占生产成本的比例分别在 33%、8%、9%左右；记忆绵床垫的主要原材料是聚醚、MDI、TDI，合计占生产成本的 45%左右。因海绵是以聚氨酯为原料，通过发泡、热压加工、切割成形等环节制成，海绵价格亦受 MDI、TDI 等原材料价格影响，因此，MDI、TDI 价格可直接影响软体家具公司盈利水平。

图 29：海绵占沙发生产成本的 8%左右



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 30：聚醚、MDI、TDI 占床垫生产成本的 45%左右



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2017 年四季度以来 MDI、TDI 价格持续下行，主要是由于大量新增产能已经或即将释放，如中国 MDI 产能新增 24 万吨/年至 329 万吨/年，同比增长 7.9%，TDI 产能新增 42 万吨/年至 126 万吨/年，同比增长 50.0%，影响市场情绪及采购节奏，叠加下游需求增速放缓，中美贸易战使出口关税增加出口量减少，供需缺口扩大。

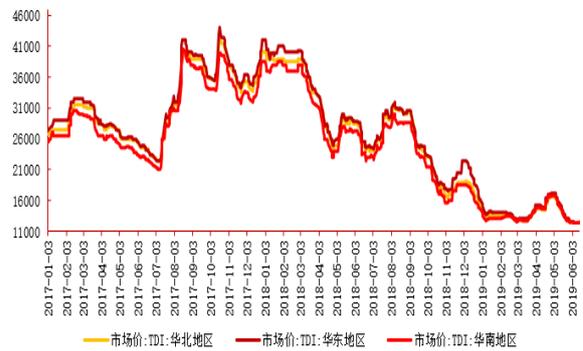
2018-2020 年，全球范围内将有数个新增产能项目落地投产，若扩产计划皆顺利实施，截至 2020 年，中国 MDI 产能有望超 420 万吨/年，全球 MDI 产能亦将增至 1030 万吨/年，供需缺口进一步拉大。因此，预计 2019 年 MDI、TDI 价格仍有一定下降空间，并得以较长期维持低位，软体家具公司原材料成本下降，盈利水平有望提升。

图 31: 2017Q4 以来 MDI 价格明显回调 (元/吨)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 32: 2017Q4 以来 TDI 价格明显回调 (元/吨)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

表 6: 2018-2020 年 MDI 新增产能计划

| 企业 | 产能 | 详情 |
|-----------|-------|---|
| 国内 | | |
| 万华化学 | 80 万吨 | 宁波万花将从 120 万吨/年产能扩充至 150 万吨/年; 万花烟台工业园将从 60 万吨/年产能扩充至 110 万吨/年 |
| 恒联 | 24 万吨 | 2018 年初已投产 |
| 科思创 | 10 万吨 | 计划将上海漕泾 50 万吨/年产能扩充至 60 万吨/年, 2017 年底已环评公示, 预计 2021 年完成扩产 |
| 新疆巨力 | 40 万吨 | 计划新建 40 万吨/年产能 |
| 福建康奈尔 | 40 万吨 | 已通过环评, 计划 2019 年 10 月份开产 |
| 国外 | | |
| 巴斯夫 | 60 万吨 | 2018 年初美国盖斯马 30 万吨/年产能扩充至 60 万吨/年; 将在美国路易斯安那州新建工厂, 产能为 30 万吨/年, 计划 2020 年投产 |
| 万华化学 | 40 万吨 | 在美国路易斯安那州投产 40 万吨新建产能, 2019 年启动建设, 预计 2021 年投产 |
| 科思创 | 25 万吨 | 2018 年德国 20 万吨/年产能扩充至 40 万吨/年; 2020 年将西班牙 17 万吨/年产能扩充至 22 万吨/年 |

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

表 7: 2018-2020 年 TDI 新增产能计划

| 企业 | 产能 | 详情 |
|-----------|-------|---|
| 国内 | | |
| 万华化学 | 30 万吨 | 2018 年底投产 |
| 连石化工 | 5 万吨 | 2018 年 12 月试产成功 |
| 新疆巨力 | 15 万吨 | 2018 年底基本建成, 2019 年投料试产 |
| 东南电化 | 20 万吨 | 计划 2019 年开始建设, 正等待监管部门批准; 新装置建成后再将现有 10 万吨/年装置扩充至 15 万吨/年 |
| 国外 | | |
| 美国陶氏 | 20 万吨 | 2017 年 8 月正式投产, 2018 年产品上市 |

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

3.5 中长期贸易摩擦将促进软体家具出口中小企业出清

美国宣布 2019 年 5 月 10 日起将对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10%上调至 25%，从征税清单看，拟加征关税的家具细分类别达到 68 项，座椅、办公家具、床、灯具及照明配件等均在此次拟加征关税清单中。

美国加征进口关税会削弱国内家具出口的成本优势，家具出口将会受到一定冲击，抗波动、抗风险能力较弱的小型企业受影响较大。定制家具企业经营主要集中于国内，海外收入占比普遍不到 5%，对美出口业务可忽略不计，基本不受加征关税影响。软体家具企业海外收入占比较高，短期会受到中美贸易战的冲击，但自 2018 年中美贸易摩擦开始，不少企业为降低中美贸易关系给企业经营带来的影响，已加速在海外布局生产基地。软体家具龙头企业通过投资设立子公司或收购当地公司建设生产基地的方式转移产能，以规避贸易摩擦形势不断变化带来的不确定性风险。

表 8：软体家具企业加速布局海外产能，减弱中美贸易战的不利影响

| 企业 | 2017 出口收入占比 | 2017 出口美国占比 | 海外工厂布局 |
|------|-------------|-------------|---|
| 梦百合 | 82% | 约 25% | 2018 年底塞尔维亚工厂可以覆盖 20%的销售，2019 年 5 月份覆盖 50%。 |
| | | | 美国工厂预计 2019 年 5 月投产，这部分产能可以覆盖 30%的贸易额。 |
| 喜临门 | 21% | 约 6.3% | 泰国工厂投资额 990 万美元。 |
| 顾家家居 | 34% | 约 20% | 2018 年底越南工厂投产，一期覆盖 33%-40%，二期覆盖 100%销售额。 |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

短期来看，受贸易摩擦影响，龙头企业海外产能建设提速，短期产能爬坡和订单过渡对利润形成影响，而从海外产能、供应链管理与终端销售能力来看，中长期加征关税将在行业层面促进软体家具出口中小企业出清，订单将向海外产能完备的头部企业集中。

我们认为软体家具是相对稳健的赛道，软体家居位于家装后端，虽也受房地产市场增速下行影响，但渠道分流不明显，精装和家装公司一般不涉及到软体家具销售，因此软体家具受到的边际冲击小于定制家具企业。软体家具行业集中度低，竞争格局优于定制家具，中小企业产品集中于国内低端市场，产品同质化现象较为严重，具有品牌影响力、渠道优势和规模效应的大型企业在环保和成本的双重压力下能充分抢占中小企业份额。看好软体家具龙头通过渠道下沉、品类扩张、并购整合实现规模扩张。

4. 投资建议：关注优质龙头企业的长期配置价值

4.1 定制家具板块：看好多品类布局和渠道开拓领先的企业

受地产红利逐步减弱、行业竞争加剧（定制家具企业渠道快速扩张、前端流量分流、引流成本提升）等的影响，定制家具行业进入存量竞争阶段，行业增长中枢仍有下行压力，定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革，能够适应这种变革，并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出，因此前期积累较强管理、品牌、规模优势的龙头企业成长具可持续性，我们建议关注渠道布局多元化、内功修炼扎实的绩优龙头，重点推荐欧派家居和尚品宅配。

欧派家居：大家居战略持续推进，橱柜、衣柜、木门、卫浴等多品类产品线已逐渐成熟，开始全面发力，推动客单价持续提升，且橱柜在购买顺序中靠前，能帮助其他品类引流，拥有流量入口优势；渠道布局完善，公司目前各品牌门店数 6300 多家，渠道布局的广泛性和下沉力度均为定制家具之最，推进整装、电商、国美、社区等多层次渠道建设，工程业务和电商表现亮眼，工程业务成为业绩增长重要驱动之一；公司在经销体系外寻求各地龙头装修公司合作，整装大家居已布局 22 个城市，模式效果初现，为公司开辟了实现大家居战略全新路径和销售渠道，有望成为公司未来 3-5 年业绩新增长点。我们看好公司的强大终端渠道体系，同时在品类、多元化渠道上领先行业的布局优势。

尚品宅配：全屋定制率先布局的品类策略，公司家居行业软件从最开始便立足于全屋定制，以软件设计为核心竞争力的尚品宅配没有明显短板品类，能够实现真正意义上的全屋定制，定制家具新产品和大家居配套产品不断推出，客单价领先同业；强调直营的销售模式，线下布局购物中心门店，加盟渠道扩张加速，持续创新 O2O 营销模式，提升品牌知名度，加快流量变现速度；通过整装云对家装企业的销售、施工、供应链管理、服务等方面进行全面赋能，整装云会员数突破 1800 家，预计后续随着公司自营整装成效的逐步显现，以及整装云会员数量的增加，整装业务有望逐步形成新增长极。

4.2 软体家具板块：看好龙头企业通过品类扩张、渠道下沉提升市场份额

软体家具板块，短期出口疲软对软体家具企业业绩增长将带来一定压制，但中长期来看行业仍处在集中度提升的阶段，软体家具行业竞争格局优于定制家具行业，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额，从而保持相对较高增长，重点推荐行业龙头顾家家居。

顾家家居：品类扩张顺利，配套产品、软床和床垫快速增长成为公司的重要业绩增长点；渠道方面，通过加密、下沉，保持稳步扩张的态势，结构上向大店、旗舰店、融合店倾斜，加快大店开店步伐，深耕三四级市场；外延并购方面，公司收购了 Natuzzi、Rolf Benz、Nick Scali、玺堡家居、班尔奇、卡文家居、优先家居等，通过外延并购，使得公司的品牌矩阵覆盖中端和高端市场；产能方面，嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目厂房建设已完成 60%，预计实现年产能 60 万标准套软体家具，华中基地年产 60 万套软体及 400 万方

定制家居项目预计 2019 年底投产，东南西北中的产能布局稳步推进。软体家具市场格局分散，公司作为龙头优势突出，市场份额有望稳步提升，看好公司好品类整合效应逐渐增强，渠道下沉打开空白市场，具有长期成长性。

表 9：重点推荐标的汇总表

| 股票简称 | 市值（亿元） | 股价 | 2019EPS | 2020EPS | 2019PE | 2020PE | 评级 |
|------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|------|
| 欧派家居 | 434 | 103.98 | 4.48 | 5.30 | 23.21 | 19.62 | 强烈推荐 |
| 顾家家居 | 172 | 31.52 | 2.00 | 2.41 | 15.76 | 13.08 | 强烈推荐 |
| 尚品宅配 | 140 | 72.35 | 2.91 | 3.56 | 24.86 | 20.32 | 推荐 |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

5. 风险提示

5.1 宏观经济增速放缓的风险

若国内宏观经济增速放缓，终端需求下滑幅度超预期，则家具行业存在收入端大幅回落、盈利下滑的风险。

5.2 地产景气度低于预期的风险

家具行业属于地产后周期行业，如果地产景气度低于预期，会影响家具企业的客流量、接单情况等，从而影响家具行业整体景气度。

5.3 市场竞争加剧的风险

近年来家具行业上市企业数量的大幅增加，行业竞争明显加剧，而市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率下降，从而影响家具公司的盈利能力。

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20%以上；
 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。