

## 品牌家居的白银时代系列报告（六）

# “整装”引领家居渠道变革，龙头企业“渠道”优势凸显

推荐（维持）

- 本篇报告是我们《品牌家居的白银时代系列报告》的第六篇，关键词为“整装”和“渠道”。我们的关注重点放在行业的渠道变革上，随着整装等新模式崛起，家居行业企业纷纷应变，渠道管理能力成为龙头企业的核心优势。
- 整装风头迅速崛起，家居行业渠道变革来临：在家居零售行业整体快速增长的同时，家居零售渠道正在发生深刻的变革，传统卖场渠道占比持续下降，从卖场分流出的流量被家装公司整装渠道、互联网、shopping mall 等渠道瓜分，其中装修公司提供的整装服务成为行业渠道变局的关键。相较传统零售渠道，整装渠道对于家居公司的渠道管理能力（包括平衡传统经销商与整装公司、与整装公司的利益分配、渠道支持和管理）提出更高的要求，渠道的变革下渠道管理能力成为核心胜负手，渠道占有的龙头公司将成为新一轮竞争中的先手方。
- 家装行业下一个风口——整装。模式方面，整装发展主要为标准化和个性化两大方向，标准化降低成本，具有可复制性，个性化迎合消费者需求。现阶段为平衡标准化和个性化，整装厂商的主要整装产品服务类型为标准化硬装+个性化软装融合式。行业链条方面，整体装修从毛坯房到竣工验收按照流量入口切入程度依次为房地产开发商→家装公司实体门店或平台类互联网→家装公司→家居卖场或硬装材料商→定制家具厂商→软装材料商，其中房地产开发商、家装公司和定制家具厂商为主要的三个流量切入口。家装公司整体装修可直接“截断”流向主辅材、定制家具厂商的流量。行业壁垒方面，具有在流量端（展厅体验店，吸引流量）、设计端（快速出图能力，所见即所得）、服务端（施工管控，业务可持续）和后台端（强大供应链支持，提高运营效率）等多方面实力的企业或者合作联盟才有具备整装能力。
- 多因素推动，整装行业发展前景向好。我国整装行业发展有望受益于住宅产业化、客群结构调整与互联网家装等多方面推动。其中，住宅产业化方面，装配式建筑得到了各级政府的高度重视，不断出台相关政策推进我国建筑业转型，而装配式建筑评价标准中要求全装修所占评价权重占比6%。我们推断，在装配式建筑快速发展过程中将带来更多整装需求。同时，对于装修企业而言，用工成本上升促使装修企业向扩大客单价、扩大运营范围、提升用工效率方向发展，整装成为装修企业提升运营效率的首选。客群结构方面，根据腾讯数据实验室、腾讯家居及 DCCI 联合合作的《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》，80 后为近一年内有家装需求人群中主要力量，占总体的 51%，90 后占总体的 33%，而 80、90 后人群在消费理念上与 80 前有所差异，更寻求高效一站式服务。我们认为，随着 80、90 后消费人群成家立业与消费力提升，整装需求或将提高。
- 整装行业规模有望破万亿，格局分散，跨界合作或成为主流。规模上，我们结合国家统计局与弗罗斯特沙利文的总额估测，经计算到 2022 年，我国装修市场中整装规模有望达到 1.1 万亿。格局方面，目前我国住宅装饰装修行业竞争激烈，“大行业，小公司”特点明显，而整装需要流量、设计、服务等多方面协调，具备这样实力的全国性家装公司数量更为有限，我们认为未来装修链条中跨界合作整合或将成为主要发展方向。
- 定制家具龙头关注整装入口，欧派&尚品探索领先。随着整装风口的崛起，定制家具龙头企业对于这一新渠道格外重视，纷纷布局各自与整装渠道相关的业务模式，探索整装时代定制家具流量趋势。欧派家居与尚品宅配均已探索与整装公司合作业务模式并获得较快发展。其中，欧派家居渗透入整体家装的途径主要有联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式；尚品宅配切入家装途径主要为 HOMKOO 整装云&自营整装。规模方面，两家企业整装业务表现亮眼，其中，2018 全年欧派家居整装业务接单业绩突破 3.5 亿元，尚品宅配整装业务实现收入 1.94 亿元。
- 风险提示：房地产市场大幅波动；家居市场竞争加剧；行业技术升级不及预期。

## 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

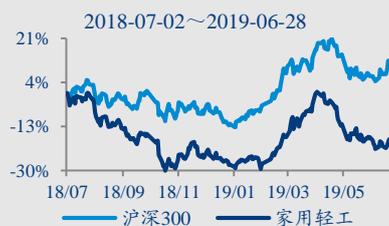
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

## 行业基本数据

|          |          | 占比%  |
|----------|----------|------|
| 股票家数(只)  | 68       | 1.87 |
| 总市值(亿元)  | 4,007.76 | 0.67 |
| 流通市值(亿元) | 2,526.04 | 0.57 |

## 相对指数表现

| %    | 1M    | 6M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 绝对表现 | -0.79 | 12.87 | -15.13 |
| 相对表现 | -5.86 | -14.2 | -24.09 |



## 相关研究报告

《品牌家居的白银时代系列报告（五）：回首看宜家，渠道、产品、供应链三位一体构筑竞争优势》

2019-06-28

《品牌家居的白银时代系列报告（四）：行业蓝海空间广阔，整体卫浴方兴未艾》

2019-06-04

《品牌家居的白银时代系列报告（三）：家居卖场龙头对比：红星美凯龙 vs 居然之家》

2019-03-31

《品牌家居的白银时代系列报告（二）：千亿橱柜市场能否诞生千亿市值公司？》

2019-03-24

《品牌家居的白银时代系列报告（一）：以往鉴来，观 90 年代日本展望中国品牌家居白银时代》

2019-03-17

# 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、整装风头迅速崛起，家居行业渠道变革来临.....       | 5  |
| （一）家居行业渠道深度变革，新渠道渐次崛起.....       | 5  |
| （二）装修行业发展：起步于福利装修，精装整装逐步兴起.....  | 6  |
| 1、中国住宅装修行业历史.....                | 6  |
| 2、整装兴起的原因.....                   | 7  |
| （三）家装行业的下一风口——整装.....            | 8  |
| 1、整装两大模式：标准化整装+个性化整装.....        | 8  |
| 2、整装链条是各方玩家的重要流量切入口.....         | 10 |
| 3、流量&设计&服务&后台筑整装行业壁垒.....        | 11 |
| 二、整装行业规模快速发展，未来三年有望破万亿.....      | 13 |
| （一）多因素推动，整装行业发展前景向好.....         | 13 |
| 1、政策导向：住宅产业化利好整装行业发展.....        | 13 |
| 2、用工成本上升，促使装修产业向集约式发展.....       | 14 |
| 3、家装需求人群结构调整，高效/一站式服务更受欢迎.....   | 15 |
| 4、互联网家装催生标准化整装，扩大了整装的潜在市场.....   | 16 |
| （二）整装行业规模测算：整装市场规模有望超万亿.....     | 17 |
| （三）“大行业，小公司”，整装行业竞争激烈.....       | 18 |
| 三、定制家具龙头关注整装入口，欧派&尚品探索领先.....    | 19 |
| （一）欧派家居：2018年切入整装领域，获取流量能力强..... | 19 |
| （二）尚品宅配：HOMKOO整装云&自营整装同步发力.....  | 20 |
| 四、风险提示.....                      | 22 |

# 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 家居装饰及家具行业销售体量拆分 .....           | 5  |
| 图表 2: 商场渠道占家居产品零售市场比重下降 .....         | 5  |
| 图表 3: 装修行业发展历史 .....                  | 6  |
| 图表 4: 全包与整装区别 .....                   | 7  |
| 图表 5: 家装行业痛点和家装新类型解决的问题 .....         | 8  |
| 图表 6: 标准化整装与个性化整装对比 .....             | 9  |
| 图表 7: 不同上市公司整装产品对比 .....              | 9  |
| 图表 8: 家装过程流量切入口 .....                 | 10 |
| 图表 9: 东易日盛整体家居体验馆内景 .....             | 11 |
| 图表 10: 第三方监理在整体装修流程参与 .....           | 12 |
| 图表 11: 有关发展装配式建筑的国家政策 .....           | 13 |
| 图表 12: 装配式建筑评价标准中全装修占比 6% .....       | 14 |
| 图表 13: 中国装配式建筑市场规模及增速 .....           | 14 |
| 图表 14: 中国装配式建筑行业需求结构占比 .....          | 14 |
| 图表 15: 我国农民工月均工资持续上涨 .....            | 15 |
| 图表 16: 我国农民工人数增速持续放缓 .....            | 15 |
| 图表 17: 我国农民工行业分布: 建筑业 (%) .....       | 15 |
| 图表 18: 我国农民工年龄结构变化 .....              | 15 |
| 图表 19: 选择全屋家具定制/整装服务的人数约占四成 .....     | 16 |
| 图表 20: 80、90 后是中国家居家装消费市场主力人群 .....   | 16 |
| 图表 21: 90 后在未来十年将逐渐成为消费主力 .....       | 16 |
| 图表 22: 不同年龄家居家装人群消费预算 .....           | 16 |
| 图表 23: 住宅套数与客流量测算 .....               | 17 |
| 图表 24: 整装市场规模测算 .....                 | 17 |
| 图表 25: 2017 年住宅装饰行业总产值达 1.9 万亿元 ..... | 18 |
| 图表 26: 装饰装修行业企业数量逐步减少 (万家) .....      | 18 |
| 图表 27: 欧派家居整装模式 .....                 | 19 |
| 图表 28: 欧派家居部分合作家装公司 .....             | 20 |
| 图表 29: 整装云采用 S2B2C 商业模式 .....         | 20 |
| 图表 30: HOMKOO 整装云范围分布 .....           | 21 |
| 图表 31: 尚品宅配整装云四大系统 .....              | 21 |
| 图表 32: 整装云平台合作品牌举例 .....              | 21 |
| 图表 33: 整装云平台去渠道化 .....                | 21 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图表 34: 整装云会员数量 (个) ..... | 22 |
| 图表 35: 公司整装收入 (万元) ..... | 22 |

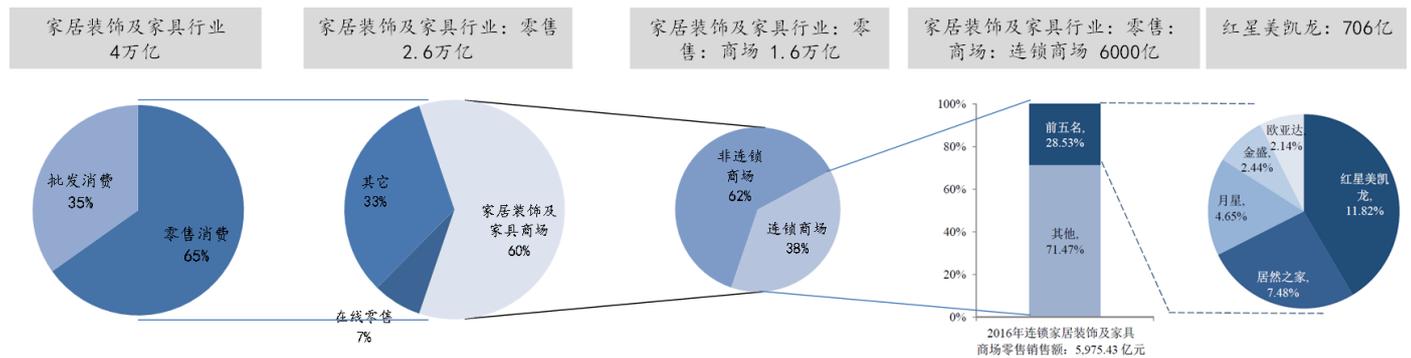
## 一、整装风头迅速崛起，家居行业渠道变革来临

在家居零售行业整体快速增长的同时，家居零售渠道正在发生深刻的变革，传统卖场渠道占比持续下降，从卖场分流出的流量被家装公司整装渠道、互联网、shopping mall 等渠道瓜分，其中装修公司提供的整装服务成为行业渠道变局的关键。相较传统零售渠道，整装渠道对于家居公司的渠道管理能力（包括平衡传统经销商与整装公司、与整装公司的利益分配、渠道支持和管理）提出更高的要求，渠道的变革下渠道管理能力成为核心胜负手，渠道占有的龙头公司将成为新一轮竞争中的先手方。

### （一）家居行业渠道深度变革，新渠道渐次崛起

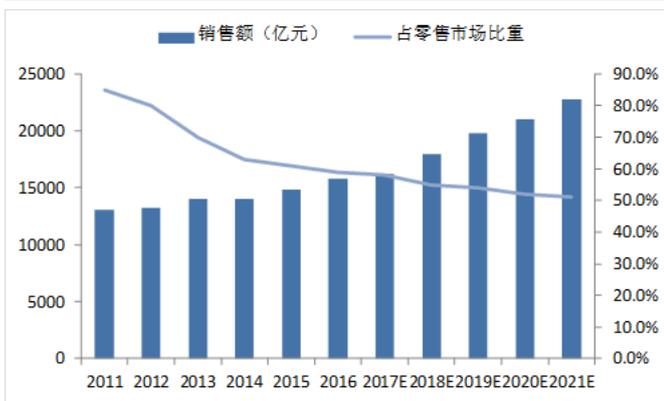
目前国内有 14,000 多家家居装饰及家具制造商，市场竞争激烈。部分制造商会销售自有品牌的产品，然而由于制造商能够提供的产品种类及品牌数量有限，以及营销和展出的条件限制，除少数龙头品牌企业外，自销产品的效果不够理想。因此下游的分销环节十分重要，分销商能够综合多个品牌和种类的产品，集中精力提供多种销售服务，充分满足消费者需求。目前的分销渠道主要有连锁家具商场（占比 23%），非连锁家具商场（占比 37.39%），线上零售（占比 7.21%），其他分销渠道，包括超市、品牌专卖店和传统家具一条街等（占比 32.4%）。

图表 1：家居装饰及家具行业销售体量拆分



资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

图表 2：商场渠道占家居产品零售市场比重下降



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

随着家居零售行业整体的快速增长，家居零售渠道正在发生深刻的变革，传统卖场渠道占比持续下降，从卖场分流出的流量被家装公司整装渠道、互联网、shopping mall 等渠道瓜分，其中装修公司提供的整装服务成为行业渠道变局的关键。相较传统零售渠道，整装渠道对于家居公司的渠道管理能力（包括平衡传统经销商与整装公司、与整装公

公司的利益分配、渠道支持和管理）提出更高的要求，渠道的变革下渠道管理能力成为核心胜负手，渠道占有的龙头公司将成为新一轮竞争中的先手方。

## （二）装修行业发展：起步于福利装修，精装整装逐步兴起

### 1、中国住宅装修行业历史

我国住宅装修行业起步于上世纪 50 年代，经历标准且较为粗糙的福利装修时期、住户自行替换福利装修的初装修时期，毛坯房个性化装修时期和当前全装修时期。

图表 3：装修行业发展历史

| 阶段   | 时间                     | 时期     | 特点   |
|------|------------------------|--------|--|
| 第一阶段 | 20 世纪 50 年代中期至 80 年代末期 | 福利装修时期 | 在计划经济下的福利分房，既然具有“福利”性，住户没有选择的权利，只有接受的权利。室内装修的标准相差无几，但都能达到入住即可使用的程度。个别福利优越的单位还按职能等级确定不同的装修档次。这个阶段可以算是福利装修的阶段，土建和装修是由承建单位一家完成，装修一般都较为简单。此时的住宅全装修产业与住宅建设紧密相连。   |
| 第二阶段 | 80 年代末期至 90 年代中期       | 初装修时期  | 随着人民生活水平的不断提高和住宅商品化的逐步形成，人们不再满足于福利房和一般商品房的装修，开始自己动手采购产品和材料，替换已安装好的设备及装饰面层，甚至不惜代价，拆墙开洞。为此，建设部及许多地方主管部门都发布了有关文件，制定了住宅初装修的标准，起到了正确引导消费者和施工单位的作用。初装修成为这一时期的流行词汇，初装修是区别于精装修提出的室内装修概念。土建施工单位做到初装修的程度就撤出施工现场，房屋建造和装修此时开始逐渐地分离了。 |
| 第三阶段 | 90 年代中期至 90 年代末期       | 毛坯房兴起  | 初装修的标准仍然没能控制住家庭装修的浪潮，装修的个性化很快就取代了初装修。消费者奔波于各大建材市场，装修游击队占据了大部分的家装市场，房地产开发商索性全面放开，放弃了初装修的步骤。除了户门、窗、管子的安装，墙面和地面抹上底灰完毕，其他装修步骤都留给住户，此时毛坯房开始盛行。传统家装公司（全国性、区域性、游击队）兴起。  |
| 第四阶段 | 90 年代末期至今              | 全装修兴起  | 随着毛坯房装修所呈现出的种种弊端及部分消费者对毛坯房装修的厌倦，90 年代末，一大批具有超前意识的房地产开发商抓住市场需求的变化，在广州、深圳、上海、北京等大城市推出了全装修商品房，但是目前市场依旧以毛坯房为主导。<br>2014 年之后，互联网家装公司土巴兔、齐家网等兴起。   |

资料来源：全装联《2018 年中国房地产全装修产业研究报告》，华创证券

整装是目前装修中比较流行的一种模式，是以客户为中心以整体设计为基础，将基础装修、主材产品、固装家具、活动家具、软装配饰、厨房电器有机结合，为客户提供能满足居住功能的整体家居解决方案。整装让消费者更简单、更便利、更有确定性，是符合人性的消费升级产品，未来几年整装将改变装修消费模式。

整体家装与传统装修的全包不同，全包为产品概念，产品和服务相对割裂，整装为服务概念，即整体装修是出售一整套空间配置解决方案服务。

**图表 4：全包与整装区别**

|       | 全包                  | 整装                              |
|-------|---------------------|---------------------------------|
| 包含内容  | 装修材料（基础材料、大部分主材）、施工 | 基础装修、主材、全屋宅配（家具、家电、窗帘、生活用品等）、施工 |
| 实施主体  | 装修公司                | 装修公司                            |
| 主要参与方 | 装修公司、装修材料供应商、业主     | 装修公司、装修材料供应商、家具供应商、业主等          |
| 优势    | 业主省时省力，权责清晰         | 业主省时省力，权责清晰，协调性强，性价比高           |
| 不足    | 业主难以把握装修费用和质量       | 对装修公司资金实力要求较高                   |

资料来源：华创证券整理

## 2、整装兴起的原因

### （1）消费者角度：风格统一性、一站式采购便利性、成本可控、售后便捷

**风格统一性。**由于不同定制家具或成品家具的色调、尺寸、风格具有差异性，选用不同家具进行组合搭配可能会产生房屋整体风格不甚协调的现象。而整体家装站在全屋角度上进行整体设计，可以更大程度减少风格不统一的现象。

**一站式采购便利性。**随着消费升级时代的到来，消费者不仅仅关注选购商品的外观和质量，也将时间成本纳入性价比比较的重要考量因素。整体家装基本实现了一站式采购，消费者不再需要为选购多样商品而在建材市场东奔西跑，直接“拎包入住”，时间成本大大降低，省时省心。

**成本可控。**传统家装计算复杂，家装公司容易“低价”竞争而多漏项、增项，消费者在多个厂商多种产品挑选时为了协调风格和功能往往会预算超标。整体家装产品可以提供给消费者在风格统一前提下的整体报价，无须消费者为统一整体装修风格和控制预算而在各个厂商间进行询价比较，实现成本预算下产品效益的最大化。

**售后便捷。**整体家装只需对接一家家装公司，售后服务更加便捷。通过集中采购的产品，消费者在售后服务时不再需要联系多个厂商，配套售后服务节省时间和精力。

### （2）家装公司角度：做大客单价提升业绩、标准化家装降低成本扩张规模

以往消费者往往采取清包或半包模式，家装公司的客单价小。半包约为 8 万元，全包约为 16 万元、**家装公司整装模式的推出做大了客单价，客单价达到 20-25 万元**，扩充了家装公司的赢利点。随着家装公司竞争日益激烈，厂商自然希望整装方式来做大客单价，提高单位流量的营收效率。

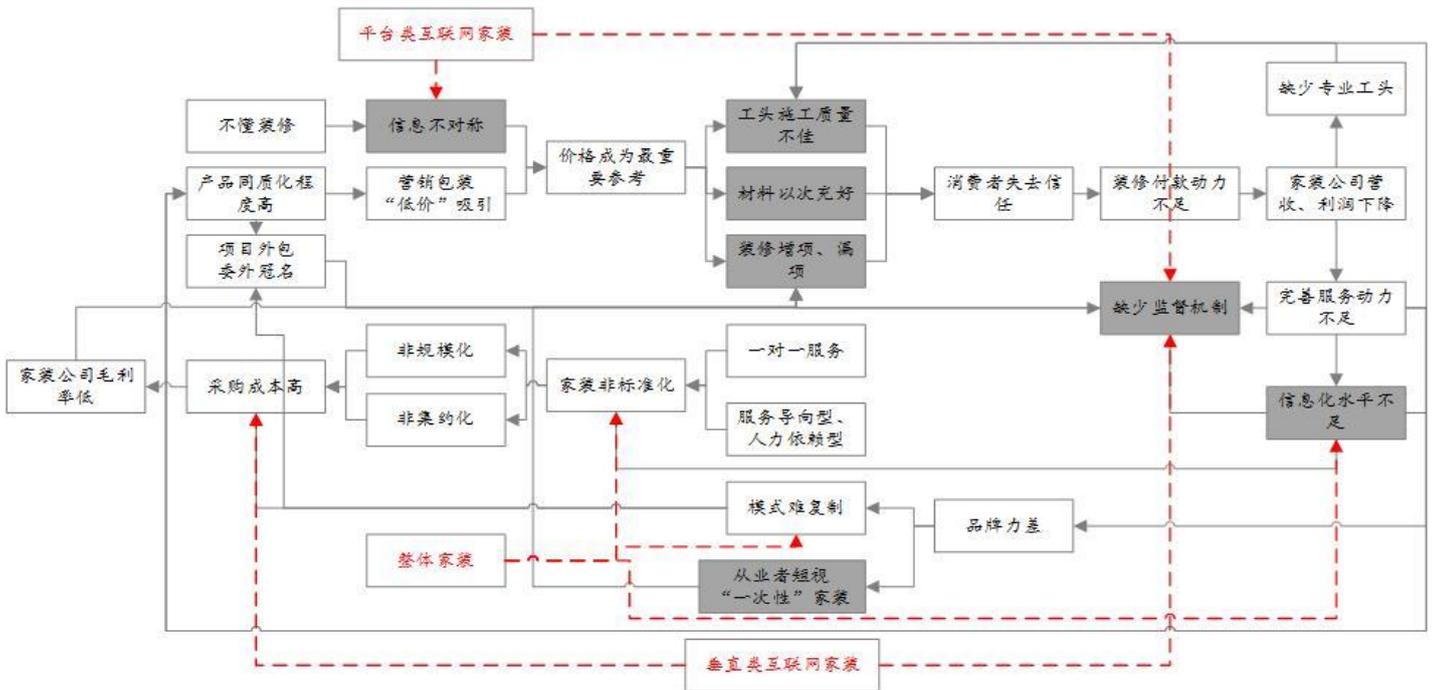
**互联网家装催生了标准化整装，扩大了整装的潜在市场。**由于家装主要为服务型输出，各个环节都取决于人，因此家装从行业本质上是个性化一对一的服务，这也就决定了单个家装公司难以在全国范围内复制。互联网家装的诞生冲击了传统家装行业，一定程度上去中间化，减少价格不透明度，互联网家装切入广泛群体必须标准化以降低成本。而整装标准化是家装公司借助互联网工具进行大规模复制的一种方式。以东易日盛速美家装为例，速美整装具备标准化、模块化、成品化和套装化，便于速美整装能够在全国快速复制。速美整装提供“899 元/平米”“1299 元/平米”四种风格，由于设计风格、所需材料都已经标准化，使得速美整装能够大批量采购主辅材，发挥规模效应；同时，速美整装将服务体系标准化，主要为规范服务语言、规范服务流程、规范收费体系、规范装修监控、规范售后服务，节省了人力成本。所以**通过标准化整装，家装公司得以降低成本，扩大了家装毛利率。**

### （3）家装行业角度：整体家装部分解决了行业痛点

家装行业痛点集中表现为：**（1）非标准化产品；（2）服务链条长，层层加价；（3）价格优势不明显；（4）供应链整合难度大。**由于家装行业效果依赖于人，一对一服务，客户的需求个性化，导致家装服务非标准化。不具有共性且不具备信息化使得厂商难以集约化降低成本，使得价格优势不明显，加上部分公司利益导向、目光短视，利用

信息不对称对自身包装营销，后续施工多漏项增项，降低客户粘性。整体家装产品一定程度上解决了家装行业的痛点。一是标准化家装，提供限定套餐、限定报价、限定设计，部分解决了家装产品非标准化问题，同时标准化得以聚集大批量同质订单，规模化采购和打造直供应链去层层代理，得以降低价格，模式具有可复制性，降低了供应链操作的要求；二是赋能类平台通过整装能够让众多小订单集合，降低了采购成本，同时赋能类平台往往实力较强、信息系统建设较好，能较好程度地整合供应链并提供有效的监督。

图表 5：家装行业痛点和家装新类型解决的问题



资料来源：华创证券整理

### （三）家装行业的下一风口——整装

#### 1、整装两大模式：标准化整装+个性化整装

整装发展主要为标准化和个性化两大方向，标准化降低成本，具有可复制性，个性化迎合消费者需求。现阶段为平衡标准化和个性化，整装厂商的主要整装产品类型标准化硬装+个性化软装融合式。

**整体家装包括两种模式：标准化整装和个性化整装。**整装业务很早就出现，只不过初期只有个性化整装，产品成本高，面向对象为收入高阶层。标准化整装定位于中产阶级。通过将消费者产品需求限定在标准风格、标准报价、标准材料、标准流程、标准施工等方面能够使得个性化定制聚拢成大批量，从而发挥出规模效应，让利于消费者，从而能够正循环持续在更广大消费者群体中推广。

**图表 6：标准化整装与个性化整装对比**

| 时间      | 标准化整装                  | 个性化整装           |
|---------|------------------------|-----------------|
| 户型      | 小户型（90 平米以下）           | 中、大户型（90 平米及以上） |
| 面向消费者群体 | 中低                     | 中高              |
| 风格      | 少                      | 多               |
| 主辅材选择性  | 固定                     | 不固定             |
| 消费力     | 较弱                     | 强               |
| 报价形式    | 固定报价（元/平米）             | 无固定报价           |
| 成本      | 低                      | 高               |
| 服务流程    | 标准化                    | 个性化             |
| 服务周期    | 55 天-60 天，周期短          | 70 天-75 天，较长    |
| 公司类型    | 互联网家装品牌、传统家装公司开设的互联网品牌 | 传统家装品牌          |

资料来源：华创证券整理

**个性化与标准化的平衡点：标准化硬装+个性化定制家具+一体化软装。**家装行业两大发展模式标准化和个性化目前并不存在绝对的分界线，行业目前整体家装为标准化硬装、个性化定制和一体化软装的融合版本，兼顾整体家装的可复制性和消费者的个性化需求，典型形式为套餐式整装，计价方式=硬装\*计价面积+定制家具包+卫浴包+软装包等。标准化套餐包含产品多数为硬装领域，兼有少量卫浴产品或木作产品，硬装产品通常形式、花色种类少、需求批次大，便于实现标准化。消费者对硬装不如定制家具和软装操作性、可规划性强，因此定制家具和软装的个性化需求更强，为按需设计、独立计价。

**图表 7：不同上市公司整装产品对比**

|      | 东易日盛速美整装   | 金螳螂家装  | 欧派整装大家居  |
|------|--|--|--|
| 整装方案 | 套餐式（元/平米）+个性化式   | 套餐包式（元/平米）+个性化式  | 套餐式（元/平米）+个性化式   |
| 范例   | 标配版 900 元/平米<br>绿色版 1299 元/平米  | 严选包、舒适包、品质包、尊享包；<br>基准包+厨房包+卫浴包  | 1680 元/平米  |
| 风格   | 四种北欧现代风格   | 四种风格   | 三种风格   |
| 配置产品 | 门厅、客餐厅：地板/地砖、石膏线、开关插座、墙漆、踢脚线；<br>卧室：地板/地砖、石膏线、开关插座、墙漆、踢脚线、门；<br>厨房：地板/地砖、墙面、过石门、台面、开关插座、烟机灶具、水槽（含水龙头）、吊顶、吊柜；<br>卫生间：地板/地砖、墙面、吊顶、防溅盒、镜前灯、浴霸、淋浴龙头、坐便器、面盆、卫浴五金、地漏、插座开关、吊顶、木门、石材 | 客餐厅：地板/地砖、石膏线、开关插座、墙漆、踢脚线；<br>卧室：地板/地砖、石膏线、开关插座、墙漆、踢脚线、门、门控五金、窗台板；<br>阳台：地板/地砖、墙漆、吸顶灯、洗衣机龙头、地漏、开馆/水电路；<br>厨房：墙砖、地砖、移门、门控五金、开馆、过门石、吊顶、橱柜、烟机、水槽/龙头、灶具、拉篮、台面、集成照明；<br>卫生间：墙砖、地砖、玻璃门、开关、过门石、吊顶、坐便器、浴室柜、卫浴五金、淋浴房等 | 客餐厅：地板、地砖、墙漆、地脚线、插座开关、照明灯具；<br>卧室：地板/地砖、开关插座、墙漆、踢脚线、木门、衣柜、照明灯具；<br>阳台：墙漆、地砖、踢脚线、开关插座、照明灯具、阳台柜；<br>厨房：吊顶、瓷砖、橱柜、厨房产品、插座开关、照明工具；<br>卫生间：吊顶、瓷砖、插座面板、洁具（浴室柜、龙头、马桶、花洒、淋浴房） |
| 选配产品 | 增加空间：增加卧室、增加卫生间  | 选配橱柜：标配为金螳螂木作产品，选配为  | -  |

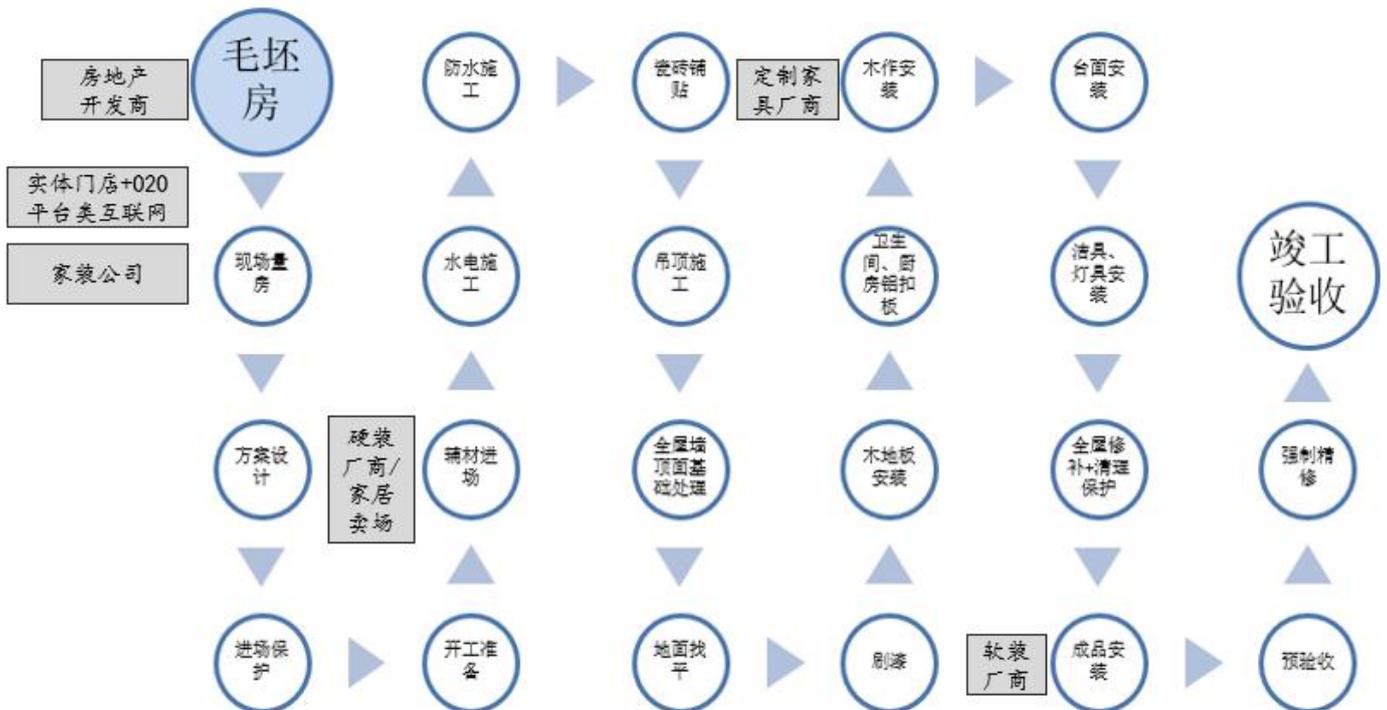
|      | 东易日盛速美整装                                    | 金螳螂家装   | 欧派整装大家居  |
|------|---|---|--|
|      | 工程升级：墙面、涂饰等升级<br>老房拆除<br>主材升级：瓷砖、石材、地板、洁具等  | 我乐家居橱柜<br>软装包：家居、床垫、窗帘、灯具、墙纸、衣柜<br>智能家居包：全宅智能包、智能安防包等 |  |
| 合作厂商 | 瑞士卢森地板、施耐德电气、唯美陶瓷、老板电器、美标卫浴、意德法家（东易日盛木作产品）等 | 都芳漆、安信地板、马可波罗瓷砖、欧派免漆门、老板电器、我乐橱柜、科勒卫浴等                 | 都芳漆、道格拉斯瓷砖、欧普照明、圣象地板、西门子、欧派全屋产品（欧派橱柜、欧派衣柜、欧铂尼木门、欧派卫浴）、友邦吊顶 |
| 工作天数 | 45天-55天                                     | 75天   | 二至三个月  |

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华创证券

## 2、整装链条是各方玩家的重要流量入口

整体装修从毛坯房到竣工验收按照流量入口切入程度依次为房地产开发商→家装公司实体门店或平台类互联网→家装公司→家居卖场或硬装材料商→定制家具厂商→软装材料商，其中房地产开发商、家装公司和定制家具厂商为主要的三个流量入口。直接切入房地产开发商精装修项目可以从最源头攫取流量，为最有效的一种方式。切入家装公司的整体装修项目仅次于精装修切入，家装公司整体装修可直接“截断”流向主辅材、定制家具厂商的流量。因此，众多主辅材厂商和定制家具厂商向上游延伸流量抢夺市场。例如惠达卫浴、海鸥卫浴都切入了卫生间装修领域，索菲亚与恒大地产成立恒大索菲亚切入华中地区的精装修房市场，尚品宅配、欧派家居通过整装大家居切入家装公司流量领域。

图表 8：家装过程流量切入点



资料来源：金螳螂官网，东易日盛官网，华创证券

### 3、流量&设计&服务&后台筑整装行业壁垒

#### （1）整装行业困境：非标准化产品、规模效应不明显、供应链整合难度高

**消费者众口难调，标准化存在难度。**标准化家装具有快速复制能力，但是标准化家装提供有限方案和有限风格，且多集中在硬装领域，标准化家装提供的产品服务能否受到消费者喜爱，存在一定难度。特别是在消费者个性化表达需求强烈的背景下，厂商可能面临重口难调的局面，产品标准化程度进一步提高存在难度。

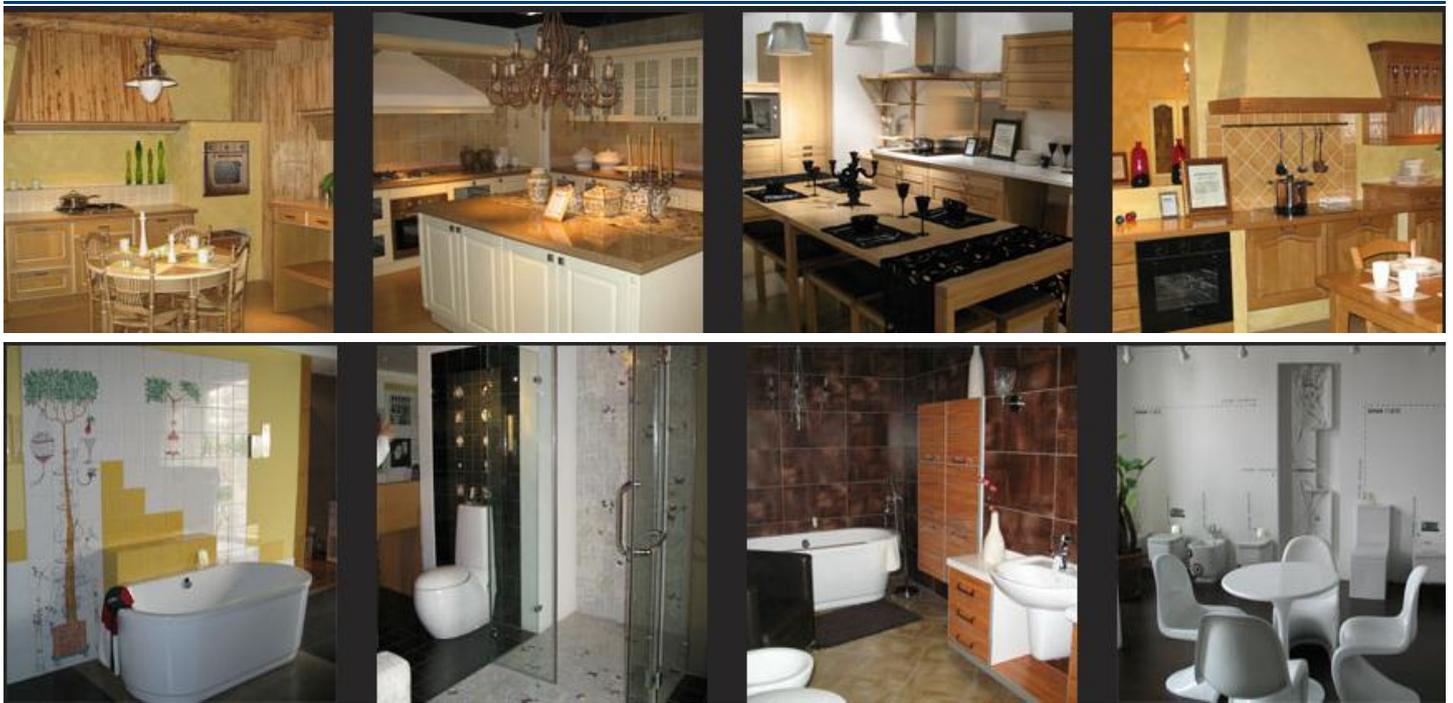
**规模效应不明显难以发挥成本优势。**根据亿欧智库的调查，整装调研用户对于产品价格满意度相对较低，为 7.95 分（满分为 10 分），低于服务态度、环保程度、空间规划等方面。一方面，家装产品标准化较难，规模效应发挥空间有限，导致成本让利不够明显；二是规模效应的发挥需要厂商集合大批量订单，适合强品牌力的厂商，对于厂商实力的要求较高，数量少。产品价格依然是消费者的痛点。

**供应链整合难度高。**家装流程环节多、参与方众多，需要协调好各方的工作。虽然整体装修和传统装修涉及的流程基本一致，但是整体装修简化了消费者与各类主辅材厂商打交道的过程，仅输出一个服务端口给消费者，由家装公司负责各个环节，增加了家装公司对各方的沟通成本。整体家装对于厂商的供应链管理水平和信息化建设要求高。

#### （2）什么样的企业具备整装能力？

**流量端：展厅体验店，吸引流量。**家装从性质上决定消费者倾向于线下体验后作出决策，展厅体验店不仅吸引流量，树立品牌形象，而且有助于提高流量转化率。如果不铺设展厅，消费者对于品牌没有直观感受，印象一般。无论是线上线下家装公司、家具建材类公司，都在全国中心城市建立展厅体验店，结合 VR、AR 和 1:1 样板间展示，场景化体验全方位展示企业整体家装产品，使消费者充分了解整装产品，彰显整装服务实力。

图表 9：东易日盛整体家居体验馆内景



资料来源：腾讯网，华创证券

**设计端：快速出图能力，所见即所得。**快速出图能力考验整体家装的服务能力，设计师直接在 BIM 设计平台上设计，十分钟便可生成 3D 打印模型，直观呈现从毛坯房到装修竣工全流程模拟 3D 视图，消费者可直接就模型与设计师进行方案修改。BIM 设计系统避免了家装行业长期量房不准、实际与预期有误差、设计耗时等问题，减少了人力成本，

提高家装效率。

**服务端：施工管控，业务可持续。**整体家装设计流程长，环节多，特别是全依赖于工人的服务水平。虽然人的服务无法量化，但是施工流程和施工标准可以标准化。特别是整体装修强调服务升级，消费者 24 小时通过 APP 查看施工情况成为厂商的创新竞争点之一。同时整体装修需要在关键性施工流程节点进行监控，需要业主、工人、项目经理和监理四方的参与验收。例如业之峰聘用第三方监理，从业 10 年以上，经验丰富；独立第三方，公平公正；使用多项专业检测设备检查验收细节；微信在线展示工地，随时汇报验收结果给消费者。

**图表 10：第三方监理在整体装修流程参与**



资料来源：业之峰官网，华创证券

**后台端：强大供应链支持，提高运营效率。**消费者装修房间至少需要采购 8 种主材、28 种辅材、52 件配套家具，完成 35 项基础工程，而整装企业需要将所有主辅材和施工服务整合在一起，消费者只与整体家装公司打交道，这需要装企具备强大的后台供应链支持。我国家装公司一般在发展到 3000 万元销售额时容易遇到瓶颈。主要在于原料和人员随着规模扩张而扩张，对于装企的供应链管理要求更高。而此时多数装企缺乏有力的调度系统、内部施工信息不畅通、后端管理和监督无法覆盖，导致效率低下，难以进一步发展。

## 二、整装行业规模快速发展，未来三年有望破万亿

我国整装行业发展有望受益于住宅产业化、客群结构调整与互联网家装等多方面推动，经测算，至 2022 年，我国家装市场中整装规模有望破万亿，行业空间大。竞争格局方面，目前，我国家装公司竞争激烈，“大行业，小公司”特点明显，而整装需要流量、设计、服务等多方面协调，具备这样实力的家装公司数量有限，跨界合作或将成为主要发展方向。

### （一）多因素推动，整装行业发展前景向好

#### 1、政策导向：住宅产业化利好整装行业发展

政府不断出台政策，大力支持装配式建筑发展。近年来，装配式建筑得到了各级政府的高度重视，不断出台相关政策，完善相关标准，推进我国建筑业向现代工业化建造方式的转型。装配式建筑评价标准中对住宅装修也有相应规定，其中全装修所占评价权重占比 6%。我们推断，在装配式建筑快速发展过程中将带来更多整装需求。

2016 年，国务院办公厅出台的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中提出：以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。2017 年，住房和城乡建设部在《“十三五”装配式建筑行动方案》确定目标：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。各地也发布政策鼓励装配式建筑的发展，比如财政奖励、税收优惠等。

图表 11：有关发展装配式建筑的国家政策

| 时间         | 政策及主要内容  |
|------------|--|
| 2014 年 5 月 | 国务院印发《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》明确提出“以住宅为重点、以建筑工业化为核心推进建筑产业现代化。”   |
| 2014 年 7 月 | 住房和城乡建设部出台《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，明确提出“转变建筑业发展方式，推动建筑产业现代化”的发展目标。  |
| 2016 年 2 月 | 发改委和住建部联合颁发《城市适应气候变化行动方案》，要求加快装配式建筑产业化。推广钢结构、预制装配式混凝土结构及混合结构。  |
| 2016 年 9 月 | 国务院办公厅印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，划定重点推进地区，力争用十年的时间让装配式建筑面积达到新建筑 30%。   |
| 2017 年 3 月 | 住房和城乡建设部印发《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》，《建筑业发展“十三五”规划》等相关政策，其中《行动方案》明确提出：到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。 |

资料来源：住建部官网，华创证券

**图表 12: 装配式建筑评价标准中全装修占比 6%**

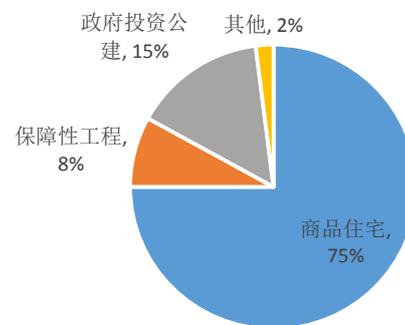
| 评价项              | 评价要求               | 评分值            | 最低分值  |    |
|------------------|--------------------|----------------|-------|----|
| 主体结构<br>(50分)    | 柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖立构件 | 35% ≤ 比例 ≤ 80% | 20~30 | 20 |
|                  | 梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件   | 70% ≤ 比例 ≤ 80% | 10~20 |    |
| 围护墙和内隔墙<br>(20分) | 非承重围护墙非砌筑          | 80% ≤ 比例       | 5     | 10 |
|                  | 围护墙与保温、隔热、装饰一体化    | 50% ≤ 比例 ≤ 80% | 2~5   |    |
|                  | 内隔墙非砌筑             | 50% ≤ 比例       | 5     |    |
|                  | 内隔墙与管线、装修一体化       | 50% ≤ 比例 ≤ 80% | 2~5   |    |
| 装修和设备管线<br>(30分) | 全装修                | -              | 6     | 24 |
|                  | 干式工法楼面、地面          | 70% ≤ 比例       | 6     |    |
|                  | 集成厨房               | 70% ≤ 比例 ≤ 90% | 3~6   |    |
|                  | 集成卫生间              | 70% ≤ 比例 ≤ 90% | 3~6   |    |
|                  | 管线分离               | 50% ≤ 比例 ≤ 70% | 4~6   |    |

资料来源: 住建部《装配式建筑评价标准》，华创证券

与此同时，住建部等相关部门也在不断完善行业标准，规范行业健康有序发展。在一系列的政策导向与标准规范下，我国装配式建筑高速发展。市场规模由 2011 年的 43.2 亿，快速增长至 2017 年的 4623 亿，年均复合增速高达 117.9%。从需求结构上看，目前我国装配式建筑行业需求主要来自商品住宅，占比约为 75%。

**图表 13: 中国装配式建筑市场规模及增速**


资料来源: 前瞻产业研究院《中国装配式建筑行业市场前景与投资规划深度分析报告》，华创证券

**图表 14: 中国装配式建筑行业需求结构占比**


资料来源: 前瞻产业研究院《中国装配式建筑行业市场前景与投资规划深度分析报告》，华创证券

## 2、用工成本上升，促使装修产业向集约式发展

**装修企业用工成本上升。**装修链条中农民工占比较大，但是我国农民工人数增速逐年放缓，农民工月均工资持续上涨，且增速大于农民工人数增速。2018 年，我国农民工人数 2.88 亿，同比增长 0.64%；农民工月均工资 3721 元，同比增长 6.77%。同时，从农民工年龄结构上看，目前我国农民工年龄结构呈现大龄化趋势，2018 年 40 岁以上农民工占比达到 48%。对于装修企业而言，用工成本上升促使装修企业向扩大客单价、扩大运营范围、提升用工效率方向发展。

家装公司希望借助整装方式来做大客单价，提高单位流量的营收效率。以往家装半包和清包模式下，家装公司的客单价相对小。半包约为 8 万元，全包约为 16 万元，而家装公司整装模式的推出做大了客单价，客单价达到 20-25 万

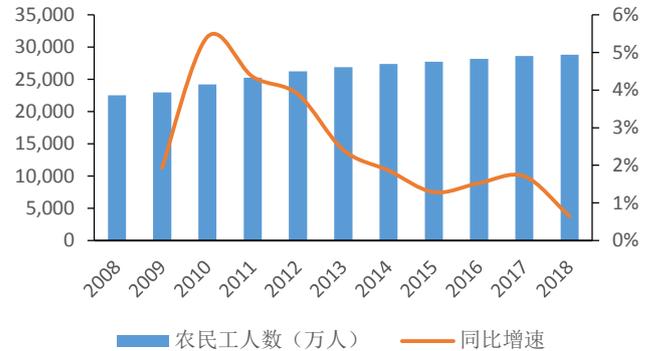
元，有力扩充了家装公司的赢利点。

图表 15: 我国农民工月均工资持续上涨



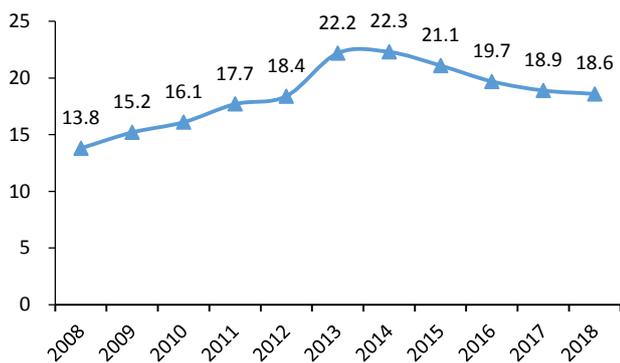
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 16: 我国农民工人数增速持续放缓



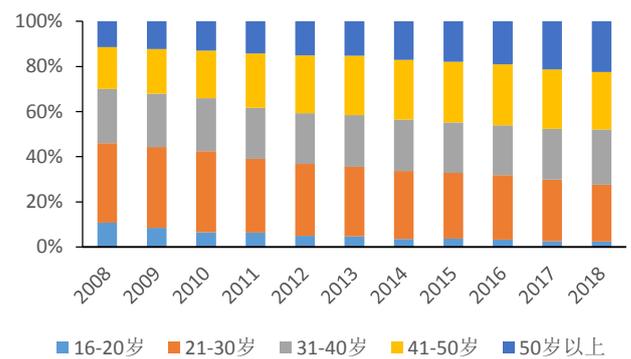
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 17: 我国农民工行业分布: 建筑业 (%)



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 18: 我国农民工年龄结构变化

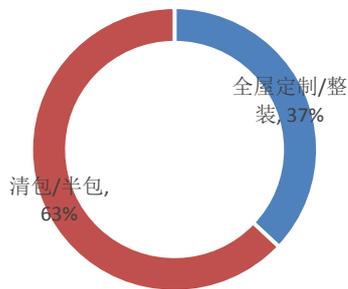


资料来源: 国家统计局, 华创证券

### 3、家装需求人群结构调整, 高效/一站式服务更受欢迎

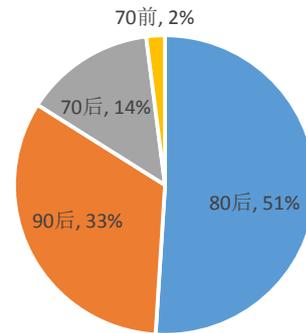
根据腾讯数据实验室、腾讯家居及 DCCI 联合合作的《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》，目前清包（业主买材料，工人干活）或半包（业主买主材，装修公司和工长负责装修和辅料）形式的装修是多数消费者选择，但是随着 80、90 后消费人群占比变大，整装需求或将占比提升。数据显示 80 后为近一年内家居家装需求人群中主要力量，占总体的 51%，90 后作为新成长起来即将成家立业的一代，对家居家装有需求的人数也较多，占总体的 33%。80、90 后人群在消费理念上与 80 前有所差异，更寻求高效一站式服务。

图表 19: 选择全屋家具定制/整装服务的人数约占四成



资料来源: 腾讯数据实验室《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》, 华创证券

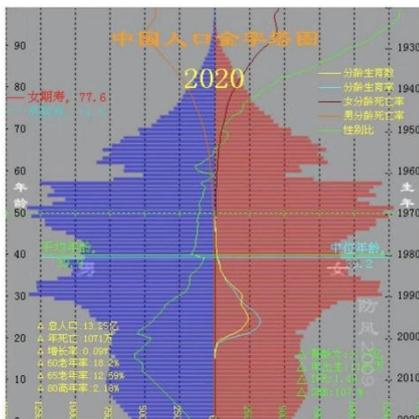
图表 20: 80、90 后是中国家居家装消费市场主力人群



资料来源: 腾讯数据实验室《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》, 华创证券

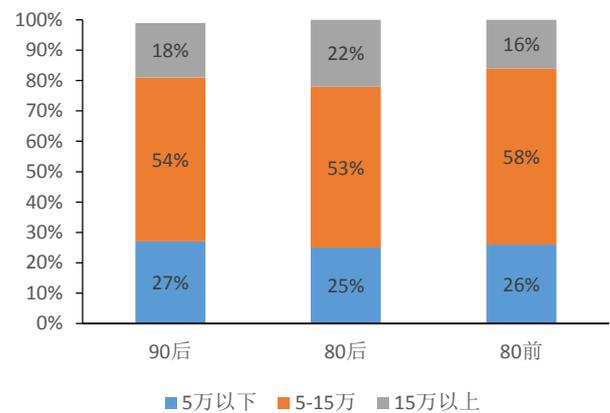
从我国人口结构角度来看, 未来十年 90 后人群将逐渐成为消费主力, 而我国 90 年代出生的人群数量上还未出现断崖式下跌, 在未来十年将逐年进入成家立业阶段, 对于住房装修需求仍将持续。加之 80 后 90 后群体装修预算较高、装修理念更偏好一站式服务, 未来整装有望成为装修人群的主流选择。

图表 21: 90 后在未来十年将逐渐成为消费主力



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 22: 不同年龄家居家装人群消费预算



资料来源: 腾讯数据实验室《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》, 华创证券

#### 4、互联网家装催生标准化整装, 扩大了整装的潜在市场

由于家装主要为服务型输出, 各个环节都取决于人, 因此家装从行业本质上是个性化一对一的服务, 这也就决定了单个家装公司难以在全国范围内复制。互联网家装的诞生冲击了传统家装行业, 一定程度上去中间化, 减少价格不透明度, 互联网家装切入广泛群体必须标准化以降低成本。而整装标准化是家装公司借助互联网工具进行大规模复制的一种方式。以东易日盛速美家装为例, 速美整装具备标准化、模块化、成品化和套装化, 便于速美整装能够在全国快速复制。速美整装提供“899 元/平米”“1299 元/平米”四种风格, 由于设计风格、所需材料都已经标准化, 使得速美整装能够大批量采购主辅材, 发挥规模效应; 同时, 速美整装将服务体系标准化, 主要为规范服务语言、规范服务流程、规范收费体系、规范装修监控、规范售后服务, 节省了人力成本。所以通过标准化整装, 家装公司得以降低成本, 扩大了家装毛利率。

## （二）整装行业规模测算：整装市场规模有望超万亿

假设：

- 一手房与二手房成交套数：根据国家统计局住宅商品房销售面积、销售额、成交套数，计算出一手住宅住宅销售平均面积、平均单价。假设 2019 年及之后商品房平均面积与 2018 年相同，一手房均价同比增长 4%，结合弗罗斯特沙利文的总额估测，我们估算出 2019-2022 年一手房成交套数。假设二手房每平米销售价格为一手房的 2 倍，二手住宅平均面积为前五年一手住宅平均面积的算术平均值，结合弗罗斯特沙利文的总额估测，我们估算出 2019-2022 年二手房成交套数。
- 客流量测算：假定精装修渗透率从 2017 年的 20% 开始，逐年以+3% 的比率增加，二手房交易带来 80% 的翻新率，存量房中除二手房交易外有 0.5% 的改善型需求。
- 整装市场规模测算：假设毛坯房装修中使用整装的比例从 2017 年的 10% 开始，逐年以+5% 的比例增加，二手房装修中使用整装的比例从 2017 年的 8% 开始，逐年以+4% 的比例增加，存量房装修中使用整装的比例从 2017 年的 5% 开始，逐年以+3% 的比例增加。整装客单价从 2017 年的 16 万开始，每年增长 8%。

经测算，到 2022 年，我国装修市场中整装规模有望达到 1.1 万亿。

图表 23：住宅套数与客流量测算

| 时间    | 一手、二手住宅套数测算  |               |              |              |              |               |              |              | 客流量测算      |            |             |              |
|-------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|------------|-------------|--------------|
|       | 一手住宅销售额（十亿元） | 住宅平均面积（平方米/套） | 一手房均价（元/平方米） | 一手住宅成交套数（万套） | 二手住宅销售额（十亿元） | 住宅平均面积（平方米/套） | 二手房均价（元/平方米） | 二手住宅成交套数（万套） | 精装修客流量（万套） | 毛坯房客流量（万套） | 二手交易客流量（万套） | 存量房翻新客流量（万套） |
| 2017  | 11,023.95    | 108.36        | 7,613.82     | 1,336.14     | 6,191.20     | 106.15        | 14,492.17    | 402.46       | 267.23     | 1,068.91   | 321.97      | 175.13       |
| 2018  | 12,639.26    | 108.36        | 8,544.12     | 1,365.12     | 7,082.70     | 106.87        | 15,477.73    | 428.19       | 313.98     | 1,051.15   | 342.55      | 181.68       |
| 2019E | 12,845.70    | 108.36        | 8,885.88     | 1,334.06     | 7,911.40     | 107.72        | 17,771.76    | 413.25       | 346.86     | 987.20     | 330.60      | 188.58       |
| 2020E | 13,590.80    | 108.36        | 9,241.31     | 1,357.15     | 8,631.30     | 108.14        | 18,482.63    | 431.83       | 393.57     | 963.58     | 345.46      | 195.16       |
| 2021E | 14,256.70    | 108.36        | 9,610.97     | 1,368.89     | 9,270.00     | 108.36        | 19,221.94    | 445.04       | 438.05     | 930.85     | 356.03      | 201.88       |
| 2022E | 14,827.00    | 108.36        | 9,995.41     | 1,368.90     | 9,835.50     | 108.36        | 19,990.81    | 454.03       | 479.11     | 889.78     | 363.22      | 208.68       |

资料来源：国家统计局，弗罗斯特沙利文，华创证券预测

图表 24：整装市场规模测算

| 时间    | 毛坯房客流量（万套） | 二手交易客流量（万套） | 存量房翻新客流量（万套） | 装修总客流量（万套） | 毛坯房整装比例 | 二手房整装比例 | 存量房整装比例 | 毛坯房整装数（万套） | 二手房整装数（万套） | 存量房整装数（万套） | 整装客单价（万元） | 整装市场规模（亿元） |
|-------|------------|-------------|--------------|------------|---------|---------|---------|------------|------------|------------|-----------|------------|
| 2017  | 1,068.91   | 321.97      | 175.13       | 1,566.01   | 10%     | 8%      | 5%      | 106.89     | 25.76      | 8.76       | 16        | 2,262.48   |
| 2018  | 1,051.15   | 342.55      | 181.68       | 1,575.38   | 15%     | 12%     | 8%      | 157.67     | 41.11      | 14.53      | 17        | 3,686.03   |
| 2019E | 987.20     | 330.60      | 188.58       | 1,506.39   | 20%     | 16%     | 11%     | 197.44     | 52.90      | 20.74      | 19        | 5,059.02   |
| 2020E | 963.58     | 345.46      | 195.16       | 1,504.20   | 25%     | 20%     | 14%     | 240.89     | 69.09      | 27.32      | 20        | 6,798.61   |
| 2021E | 930.85     | 356.03      | 201.88       | 1,488.76   | 30%     | 24%     | 17%     | 279.25     | 85.45      | 34.32      | 22        | 8,685.82   |
| 2022E | 889.78     | 363.22      | 208.68       | 1,461.68   | 35%     | 28%     | 20%     | 311.42     | 101.70     | 41.74      | 24        | 10,693.46  |

资料来源：国家统计局，弗罗斯特沙利文，华创证券预测

### （三）“大行业，小公司”，整装行业竞争激烈

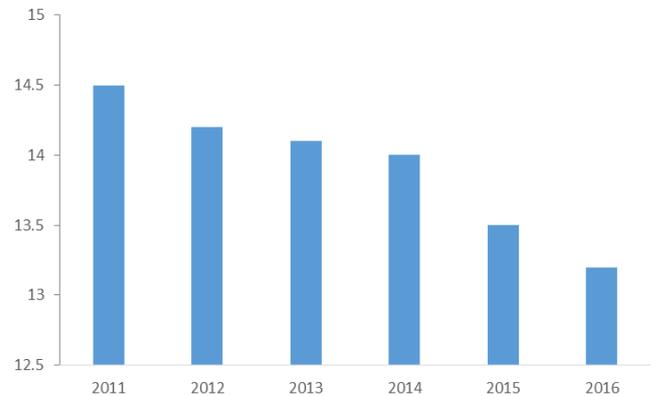
家装行业市场容量巨大，行业集中度低，竞争激烈。前瞻产业研究院《2018-2023年中国家装（家庭装饰）行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》初步统计，2017年中国住宅装饰装修产值达到1.9万亿元，同比增长6.3%。其中新建毛坯房及改造房装饰装修产业（即家装产业）产值达到1.61万亿元，同比增长2.44%。市场容量巨大，但装饰装修行业企业数量众多，由于进入门槛较低，且目前装饰市场趋于零散、产品服务同质化严重，导致现有建筑装饰企业竞争较为激烈，集中度较低，存在“大行业，小公司”的局面。2011年后行业内企业数逐年减少，从2011年的14.5万家减少到2016年13.2万家，但退出市场的企业主要是承接散户装修、缺乏专业资质的小企业，有资质的大企业数量没有太多变化。住宅装饰装修行业龙头企业年收入规模基本都在100亿以下，市占率不足1%，行业竞争尤为激烈。而整装需要流量、设计、服务等多方面协调，具备这样实力的家装公司数量有限，跨界合作或将成为主要发展方向。

图表 25: 2017 年住宅装饰行业总产值达 1.9 万亿元



资料来源：前瞻产业研究院《2018-2023年中国家装（家庭装饰）行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》，华创证券

图表 26: 装饰装修行业企业数量逐步减少 (万家)



资料来源：中国市场调研在线《2018-2023年中国建筑装饰产业市场运营规模现状与未来发展趋势预测报告》，华创证券

### 三、定制家具龙头关注整装入口，欧派&尚品探索领先

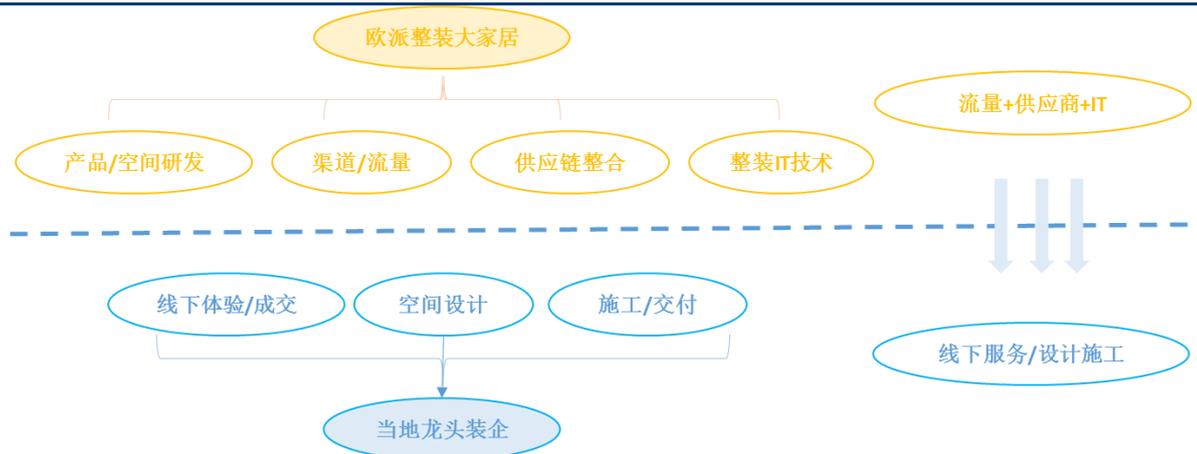
随着整装风口的崛起，定制家具龙头企业对于这一新渠道格外重视，纷纷布局各自与整装渠道相关的业务模式，探索整装时代定制家具流量趋势。欧派家居与尚品宅配均已探索与整装公司合作业务模式并获得较快发展。其中，欧派家居渗透入整体家装的途径主要有联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式；尚品宅配切入家装途径主要为 HOMKOO 整装云&自营整装。规模方面，两家企业整装业务表现亮眼，其中，2018 全年欧派家居整装业务接单业绩突破 3.5 亿元，尚品宅配整装业务实现收入 1.94 亿元。

#### （一）欧派家居：2018 年切入整装领域，获取流量能力强

随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。为布局整装渠道，拓展客户资源，欧派在行业内率先开展渠道变革，于 2018 年开始试点推进整装大家居业务，2018 全年公司整装接单业绩突破 3.5 亿元。

欧派整装大家居是指公司直接选择和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展合作，充分利用公司品牌知名度高、产品品类丰富、品类搭配工艺板材一体化等优势，对其进行品牌和产品的同步赋能。在整个客户服务环节，公司负责提供产品生产制造以及营销支持培训，家装公司负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。

图表 27：欧派家居整装模式



资料来源：公司官网，华创证券

整装业务的拓展有利于在新的市场环境下扩展客流渠道，与当地头部家装公司强强合作，抢占市场份额。在整装大家居的推广过程中，也存在少数整装经销商营销模式转变较慢、原有零售经销商心理抵触等问题，为此公司积极落地整装经销商营销帮扶政策，加快整装渠道信息化建设步伐。针对原有零售经销商，公司也通过制度等形式，强化对原有欧派零售经销商的利益保障，使其携手一起努力完成对当地家居市场的销售拓展。

目前，欧派家居渗透入整体家装的途径主要有——**联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式**。（1）联营全屋定制 mall 店：欧派与部分当地家装公司门店开联营全屋定制 mall 店，提供整装大家居服务。例如 2018 年 5 月，欧派家居与业之峰子公司组建临沂全屋定制 mall 店，欧派提供全屋定制产品和主辅材，临沂业之峰提供配套装修服务，提供整装一体化服务。2018 年 6 月，欧派与广东清远健康家装修公司成立健康家·欧派整装大家居旗舰店。（2）招商合作家装公司：在整装大家居业务上，欧派家居招商当地排名前三的家装公司，要求家装公司加盟对象开展区面积不小于 250 平方米，在不同区域具备上年完工户数达到 200-700 户的能力。（3）切入家装公司整装包：多数家装公司缺少定制家具生产产品线配置，在推出整体家装时邀请欧派家居入驻。一方面，欧派家居为大型家装公司的当地子公司提供所需定制家具产品，成为许多大型家装公司整装包套餐中的定制家具合作厂商，与家装公司的直营团队和加盟团队均有良好的合作关系；另一方面，欧派家居产品也入驻大型家装公司的

体验馆，成为大型家装公司整体家装方案的一部分，获取家装公司的线下流量。

图表 28：欧派家居部分合作家装公司

| 名称   | 成立时间   | 强势服务区域   | 实力      | 合作方门店数量         | 合作产品         | 合作方导流方式            |
|------|--------|----------|---------|-----------------|--------------|--------------------|
| 业之峰  | 1997 年 | 环渤海区和华中区 | 全国性家装公司 | 23 家直营+200 家实体店 | 全屋定制产品、橱柜    | 业之峰实体门店<br>业之峰在线官网 |
| 生活家  | 2010 年 | 环渤海和华东区  | 全国性家装公司 | 24 个一二线城市分布     | 橱柜           | 生活家连锁门店            |
| 星艺装饰 | 1991 年 | 华南区      | 全国性家装公司 | 450 家直营         | 橱柜           | 星艺装饰部分门店           |
| 居立方  | 1997 年 | 西南区      | 区域性家装公司 | 10 余家直营         | 橱柜           | 居立方实体门店            |
| 春秋装饰 | 2007 年 | 安徽省      | 区域性家装公司 | 6 个安徽省内城市分布     | 全屋定制产品、橱柜、卫浴 | 春秋装饰部分门店           |
| 健康家  | 2018 年 | 广东省清远市   | 地方性家装公司 | 广东省清远市          | 全屋定制产品       | 联营全屋定制 mall        |

资料来源：公司官网，华创证券

## （二）尚品宅配：HOMKOO 整装云&自营整装同步发力

**整装云赋能共赢，打造家装 4.0 新业态。**2017 年年底，尚品宅配推出“HOMKOO 整装云”项目，采用最新的 S2B2C 商业模式，整装云平台作为强大的后端赋能平台（S），通过数据智能、服务集成、品质保证、集中采购、SaaS 应用层化工具，对众多中小型家装公司（b）赋能，提供后端有力支持，使家装公司能够充分发挥自己的自主能力吸引前端客户，并高效率地完成对于客户（C）的服务。整装云打造家装行业互赢共生的新业态，有望推动家装公司的成长，同时为尚品宅配定制家具业务带来上游流量。

图表 29：整装云采用 S2B2C 商业模式



资料来源：整装云官网，华创证券

尚品宅配整装云为整装云会员提供四大系统支持，主要包括 3D 智能整装销售设计系统、建筑级虚拟装修系统、机场塔台式中央计划调度系统和中央厨房式供应链管理系统，努力实现多方共赢。

图表 30: HOMKOO 整装云范围分布



资料来源：整装云官网，华创证券

图表 31: 尚品宅配整装云四大系统

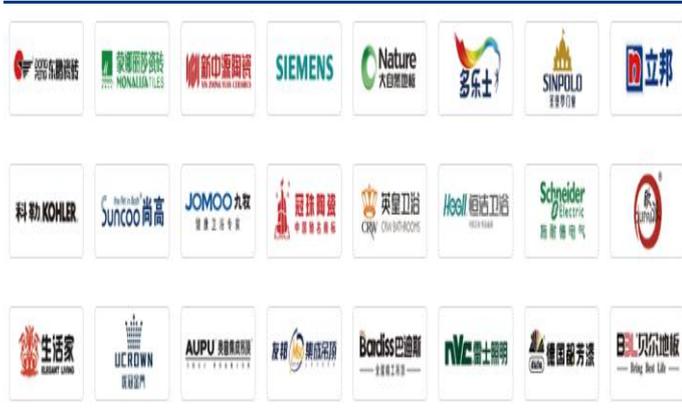


资料来源：尚品宅配官网，华创证券

整装云与国内一线主辅材厂商开展合作，主要合作厂商包括瓷砖类东鹏瓷砖、蒙娜丽莎瓷砖、马可波罗瓷砖；卫浴类科勒卫浴、安华卫浴、九牧卫浴箭牌卫浴；厨电类方太厨电；吊顶类奥普吊顶、友邦集成吊顶；灯饰类欧普照明、雷士照明；油漆类立邦漆、多乐士漆等。整装云平台提供上百种国内外一线品牌和上万个 SKU，实现优质主辅材材料一站式购齐。

整装云整合所有施工工程的所需材料，借助整装云 F2C 直供供应链平台，无论订单需求量大小，家装公司都可以以 F2C 价格低价拿货，弱化原有层层代理，提高家装公司的毛利率。家装公司不需要建立主辅料库存，由尚品宅配整装云平台实行柔性化配送，0 库存轻资产运行降低了仓储管理、库存积压等问题。

图表 32: 整装云平台合作品牌举例



资料来源：整装云官网，华创证券

图表 33: 整装云平台去渠道化

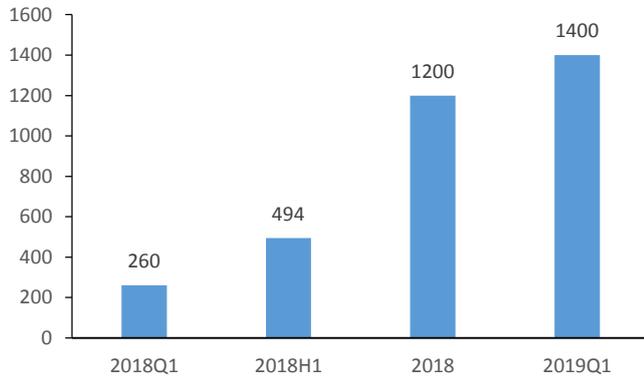


资料来源：整装云官网，华创证券

**自营整装涉足垂直家装，优化平台服务。**为了持续优化整装云平台服务，规范培训加盟装企，尚品宅配在广州、佛山和成都开设自营整装试点业务，通过自营整装有针对性地对整装云平台环节进行调整和优化。2018 年公司自营整装工地交付数 849 个，2019 年一季度公司自营整装交付数达到 316 个，自营整装业务逐步推进。

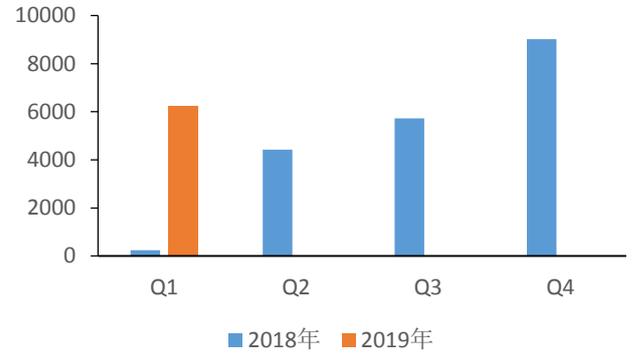
随着自营整装业务的平稳开展以及公司对整装云平台会员的持续赋能，带来了公司整装业务收入的快速提升。2019 年一季度，公司整装业务收入约 6200 万，同比增长约 2514%。

图表 34: 整装云会员数量 (个)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35: 公司整装收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

#### 四、风险提示

房地产市场大幅波动; 家居市场竞争加剧; 行业技术升级不及预期。

## 轻工组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职务            | 办公电话          | 企业邮箱                  |
|---------|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监      | 010-66500809  | zhangyujie@hcyjs.com  |
|         | 杜博雅 | 高级销售经理        | 010-66500827  | duboya@hcyjs.com      |
|         | 张菲菲 | 高级销售经理        | 010-66500817  | zhangfeifei@hcyjs.com |
|         | 侯春钰 | 销售经理          | 010-63214670  | houchunyu@hcyjs.com   |
|         | 侯斌  | 销售经理          | 010-63214683  | houbin@hcyjs.com      |
|         | 过云龙 | 销售经理          | 010-63214683  | guoyunlong@hcyjs.com  |
|         | 刘懿  | 销售助理          | 010-66500867  | liuyi@hcyjs.com       |
| 广深机构销售部 | 张娟  | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com   |
|         | 王栋  | 高级销售经理        | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com    |
|         | 汪丽燕 | 高级销售经理        | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com   |
|         | 罗颖茵 | 高级销售经理        | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com  |
|         | 段佳音 | 销售经理          | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com  |
|         | 朱研  | 销售经理          | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com      |
| 上海机构销售部 | 石露  | 华东区域销售总监      | 021-20572588  | shilu@hcyjs.com       |
|         | 沈晓瑜 | 资深销售经理        | 021-20572589  | shenxiaoyu@hcyjs.com  |
|         | 杨晶  | 高级销售经理        | 021-20572582  | yangjing@hcyjs.com    |
|         | 张佳妮 | 高级销售经理        | 021-20572585  | zhangjiani@hcyjs.com  |
|         | 乌天宇 | 高级销售经理        | 021-20572506  | wutianyu@hcyjs.com    |
|         | 潘亚琪 | 高级销售经理        | 021-20572559  | panyaqi@hcyjs.com     |
|         | 沈颖  | 销售经理          | 021-20572581  | shenyin@hcyjs.com     |
|         | 汪子阳 | 销售经理          | 021-20572559  | wangziyang@hcyjs.com  |
|         | 柯任  | 销售经理          | 021-20572590  | keren@hcyjs.com       |
|         | 何逸云 | 销售经理          | 021-20572591  | heyiyun@hcyjs.com     |
|         | 蒋瑜  | 销售助理          | 021-20572509  | jiangyu@hcyjs.com     |
|         | 施嘉玮 | 销售助理          | 021-20572548  | shijiawei@hcyjs.com   |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                               | 广深分部                                      | 上海分部                              |
|------------------------------------|---|-----------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号<br>中银大厦 3402 室 |
| 邮编: 100033                         | 邮编: 518034                                | 邮编: 200120                        |
| 传真: 010-66500801                   | 传真: 0755-82027731                         | 传真: 021-50581170                  |
| 会议室: 010-66500900                  | 会议室: 0755-82828562                        | 会议室: 021-20572500                 |