

家具行业深度研究报告

复盘来路龙头占优，展望征途前路可期

推荐（维持）

- **为什么要专门写一篇33页的定制家具复盘报告：**定制家具板块以其优势的商业模式（先预收货款&极少产成品存货&高ROE）和高速成长性（房地产快速发展&渗透率提升）成为了轻工行业中最受市场关注的细分板块。我们通过复盘2017年欧派等头部企业登陆资本市场后的走势，对板块未来的走势做出自己的预判，坚信头部企业依靠渠道端的不断变革和深耕，生产端的不断优化的效率和布局赢得竞争优势，提升行业集中度，定制家具的未来成长仍值得期待。
- **龙头企业股价表现优异，地产与业绩表现为主要影响因素：**2017年定制家具集中上市后，呈现出明显的龙头占优的走势，规模大的公司取得月度相对正收益的概率更高，如欧派家居、索菲亚、尚品宅配取得月度相对正收益概率均在50%以上；业绩规模相对较小的公司如金牌厨柜、志邦家居、我乐家居等取得月度相对正收益概率分别为46.2%、37.5%和48.0%。**家具公司市场表现主要受地产、公司业绩影响。**以欧派家居和尚品宅配为例，两者在市场表现方面较为一致，均在2018年1月至2018年5月、2018年12月至2019年3月取得较明显的相对超额收益，在这两个时间区间内，商品房销售面积单月同比增速均有相对好的表现，对公司股价形成一定支撑，与此同时，2018年1月至2018年5月期间，欧派家居和尚品宅配披露的财报业绩增速均较快（欧派家居2017Q4与2018Q1业绩增速分别为+51.37%和+32.48%；尚品宅配2017Q4与2018Q1业绩增速分别为+27.09%和+29.19%），进一步强化股价走势。业绩增速放缓会对股价产生不利影响，2018年12月至2019年3月期间虽未披露正式年报，但是2019年1月26日欧派家居披露业绩预告之后，2月份出现较明显的相对沪深300收益为负的情况，2019年4月份公布的欧派家居与尚品宅配业绩增速较低（欧派家居、尚品宅配2018Q4业绩分别+4.51%和+5.75%），加之商品房销售面积增速回落，欧派家居与尚品宅配股价随之走弱。
- **生产端复盘：前期产能不足，新增产能将在未来几年集中释放。**我国定制家具公司上市之初均面临产能不足问题，主要家具公司产能利用率在90%以上，公司发展受到产能不足制约。公司上市之初募投资金基本都涉及产能扩展项目，项目建设周期一般18-24个月，据此推算，2019-2020年将迎来我国家具公司产能释放期。从产品类别来看，家具上市公司在原有主要业务产线拓展的同时，也在积极拓展木门等业务产线，以满足全屋定制战略发展需要。
- **渠道复盘：经销模式依旧占主导，零售消费占比超六成。出货端，**我国定制家具厂商产品出货以经销渠道为主，大宗业务占比呈上升趋势。整体来看，我国主要定制家具上市公司经销商渠道收入占比在50%以上，其中好莱客经销渠道收入占比在90%以上，其次为索菲亚，在88%-93%之间，欧派家居在80%左右，志邦家居和金牌厨柜在70%左右。**终端销售，**2016年我国家居装饰及家具行业销售额为3.99万亿元，从消费方式看，可划分为零售消费和批发消费，零售消费占2016年整个家居装饰及家具市场销售额的65.15%。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（占比32.4%）。
- **流量竞争料将成为定制家具企业核心胜负手，欧派&尚品整装探索领先。**我们认为影响定制家具企业未来发展的决定因素将不在于产能端的限制，而在于流量获取能力。随着整装风口的崛起，定制家具龙头企业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)	3,893.71	0.66
流通市值(亿元)	2,441.32	0.56

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.52	4.7	-13.82
相对表现	-2.85	-14.83	-22.84



相关研究报告

《家具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

《家具行业深度研究报告：好赛道，好赛道——解析顾家家居的床垫业务》

2019-06-21

《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

目 录

一、龙头企业股价表现优异，地产与业绩表现为主要影响因素.....	6
(一) 2017 年我国定制家具品牌集中登陆资本市场，龙头企业股价表现优异.....	6
1、品牌定制家具公司集中于 2017 年登陆资本市场.....	6
2、以欧派、尚品、索菲亚为代表的龙头企业表现优异.....	7
3、地产与公司业绩为公司股价表现主要影响因素.....	12
(二) 中国定制家具行业现状：格局分散，地产后周期属性强.....	13
1、进程：当前家具企业集中开启全屋定制战略.....	13
2、格局：中国家具各细分领域格局分散，区域集聚性强.....	14
3、产业链：家具行业销售具有较强地产后周期属性.....	15
二、供给端：前期产能受限，新增产能将在近几年集中释放.....	17
(一) 龙头企业积极拓产，近两年集中释放.....	17
(二) 布局：以点带面，探索海外.....	18
1、以点带面，辐射半径逐步覆盖全国.....	18
2、产能集中在国内，模式创新探索海外市场.....	19
三、需求端：渠道变革复盘，经销模式依旧占主导，整装兴起.....	20
(一) 传统家具销售以经销模式为主.....	20
1、出货端：经销为主，大宗业务占比提升.....	20
2、终端销售：零售消费占比超六成，连锁家居卖场在卖场销售额中占比持续提升.....	21
(二) 家具需求特点生变，整装兴起.....	23
1、政策导向：住宅产业化利好整装行业发展.....	23
2、用工成本上升，促使装修产业向集约式发展.....	25
3、家装需求人群结构调整，高效/一站式服务更受欢迎.....	26
4、互联网家装催生标准化整装，扩大了整装的潜在市场.....	27
5、整装市场规模未来三年有望破万亿.....	27
(三) 整装市场潜力大，龙头先发优势明显.....	28
1、欧派家居：2018 年切入整装领域，获取流量能力强.....	28
2、尚品宅配：HOMKOO 整装云&自营整装同步发力.....	30
四、风险提示.....	31

图表目录

图表 1: A 股主要定制家具上市公司基本情况	6
图表 2: 家具公司集中在近几年上市	7
图表 3: 主要家具上市公司自上市以来取得月度正收益的概率	7
图表 4: 索菲亚上市以来行情图	8
图表 5: 索菲亚月度区间收益	8
图表 6: 好莱客上市以来行情图	9
图表 7: 好莱客月度区间收益	9
图表 8: 尚品宅配上市以来行情图	9
图表 9: 尚品宅配月度区间收益	9
图表 10: 皮阿诺上市以来行情图	10
图表 11: 皮阿诺月度区间收益	10
图表 12: 欧派家居上市以来行情图	10
图表 13: 欧派家居月度区间收益	10
图表 14: 金牌厨柜上市以来行情图	11
图表 15: 金牌厨柜月度区间收益	11
图表 16: 我乐家居上市以来行情图	11
图表 17: 我乐家居月度区间收益	11
图表 18: 志邦家居上市以来行情图	12
图表 19: 志邦家居月度区间收益	12
图表 20: 欧派家居月度区间收益	12
图表 21: 尚品宅配月度区间收益	12
图表 22: 欧派家居单季度收入业绩增速	13
图表 23: 尚品宅配单季度收入业绩增速	13
图表 24: 房屋竣工面积与商品房销售面积单月同比增速	13
图表 25: 上市公司集中于 2014 年前后开启全屋定制类战略	14
图表 26: 2017 年橱柜市场份额	14
图表 27: 2017 年衣柜市场份额	14
图表 28: 定制家具生产企业分布 (上市公司)	15
图表 29: 家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高	15
图表 30: 商品房销售同比增速转负时, 索菲亚、欧派家居、尚品宅配估值中枢下移	16
图表 31: 主要定制家具公司上市之前三年产能利用率	17
图表 32: 主要家具公司产能扩展情况	17

图表 33: 索菲亚目前已经在全国实现柔性化生产	18
图表 34: 索菲亚产品工业布局 (2018 年)	19
图表 35: 国外收入规模 (万元)	19
图表 36: 我国家具公司国外收入占比	19
图表 37: 经销渠道收入占比	20
图表 38: 大宗业务收入占比	20
图表 39: 不同家具企业经销商数量 (家)	21
图表 40: 不同家具企业门店数量 (家)	21
图表 41: 家居装饰及家具行业体量拆分	21
图表 42: 非连锁模式占商场渠道份额下降	22
图表 43: 连锁模式占商场渠道份额提升	22
图表 44: 主要相关方在整装环节实现多方共赢	23
图表 45: 有关发展装配式建筑的国家政策	24
图表 46: 装配式建筑评价标准中全装修占比 6%	24
图表 47: 中国装配式建筑市场规模及增速	25
图表 48: 中国装配式建筑行业需求结构占比	25
图表 49: 我国农民工月均工资持续上涨	25
图表 50: 我国农民工人数增速持续放缓	25
图表 51: 我国农民工行业分布: 建筑业 (%)	26
图表 52: 我国农民工年龄结构变化	26
图表 53: 选择全屋家具定制/整装服务的人数约占四成	26
图表 54: 80、90 后是中国家居家装消费市场主力人群	26
图表 55: 90 后在未来十年将逐渐成为消费主力	27
图表 56: 不同年龄家居家装人群消费预算	27
图表 57: 住宅套数与客流量测算	28
图表 58: 整装市场规模测算	28
图表 59: 欧派家居整装模式	29
图表 60: 欧派家居部分合作家装公司	29
图表 61: 整装云采用 S2B2C 商业模式	30
图表 62: HOMKOO 整装云范围分布	30
图表 63: 尚品宅配整装云四大系统	30
图表 64: 整装云平台合作品牌举例	31
图表 65: 整装云平台去渠道化	31
图表 66: 整装云会员数量 (个)	31

图表 67: 公司整装收入 (万元) 31

一、龙头企业股价表现优异，地产与业绩表现为主要影响因素

我国定制家具企业众多，规模型企业大多成立于上世纪 90 年代末本世纪初，除索菲亚和好莱客之外，大部分定制家具企业集中在 2017 年 A 股上市，上市时间相对较晚，大部分家具企业尚未经历完整牛熊周期。通过统计我国家具上市公司月度绝对收益与相对收益情况，我们发现：（1）业绩规模大的公司取得月度相对正收益的概率更高，如欧派家居、索菲亚、尚品宅配取得月度相对正收益概率均在 50% 以上；业绩规模相对较小的公司如金牌厨柜、志邦家居、我乐家居等取得月度相对正收益的概率相对小，分别为 46.2%、37.5% 和 48.0%。（2）业绩规模大的公司更容易获得超出市场表现的行情，如尚品宅配、欧派家居相对沪深 300 取得相对正收益的概率大于取得绝对正收益概率，而如金牌厨柜、志邦家居、我乐家居、皮阿诺等取得相对正收益的概率小于取得绝对正收益概率。

（一）2017 年我国定制家具品牌集中登陆资本市场，龙头企业股价表现优异

1、品牌定制家具公司集中于 2017 年登陆资本市场

我国定制家具企业众多，具有一定规模形成全国销售网络的定制家具企业大多成立于上世纪 90 年代末本世纪初，除索菲亚和好莱客之外，大部分定制家具企业集中在 2017 年 A 股上市。

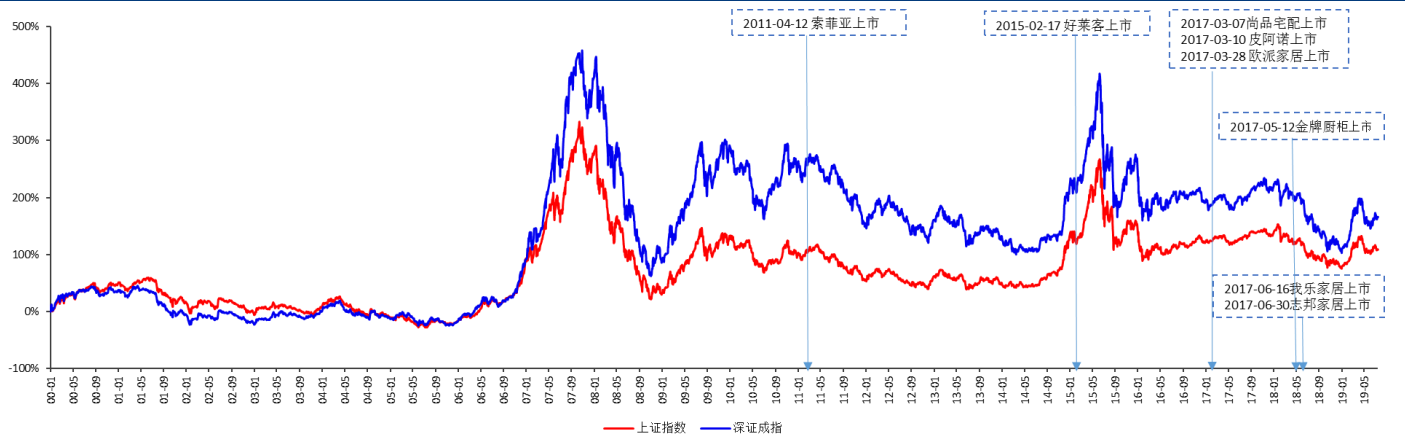
图表 1：A 股主要定制家具上市公司基本情况

公司名称	成立日期	上市日期	省份	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	近五年收入 GAGR	近五年业绩 GAGR	市值(亿元, 20190719)
欧派家居	1994-07-01	2017-03-28	广东省	115.09	15.72	23.57%	45.69%	443.72
索菲亚	2003-07-15	2011-04-12	广东省	73.11	9.59	32.60%	31.40%	166.96
尚品宅配	2004-04-19	2017-03-07	广东省	66.45	4.77	41.41%	32.50%	154.27
好莱客	2007-04-09	2015-02-17	广东省	21.33	3.82	26.84%	30.61%	51.36
志邦家居	2005-04-04	2017-06-30	安徽省	24.33	2.73	20.20%	29.82%	40.54
金牌厨柜	1999-01-26	2017-05-12	福建省	17.02	2.10	24.83%	46.87%	36.14
我乐家居	2006-06-19	2017-06-16	江苏省	10.82	1.02	18.27%	20.42%	27.22
皮阿诺	2005-06-14	2017-03-10	广东省	11.10	1.42	21.44%	20.90%	27.64

资料来源：Wind，华创证券

自 2000 年以来，我国 A 股经历了几轮牛市和熊市转换，家具企业上市相对较晚，大部分家具企业尚未经历完整牛熊周期。因此我们重点对 2017 年下半年以来的家具企业股票市场表现和家具企业自身经历的产能拓展与渠道变革进行复盘分析。

图表 2: 家具公司集中在近几年上市

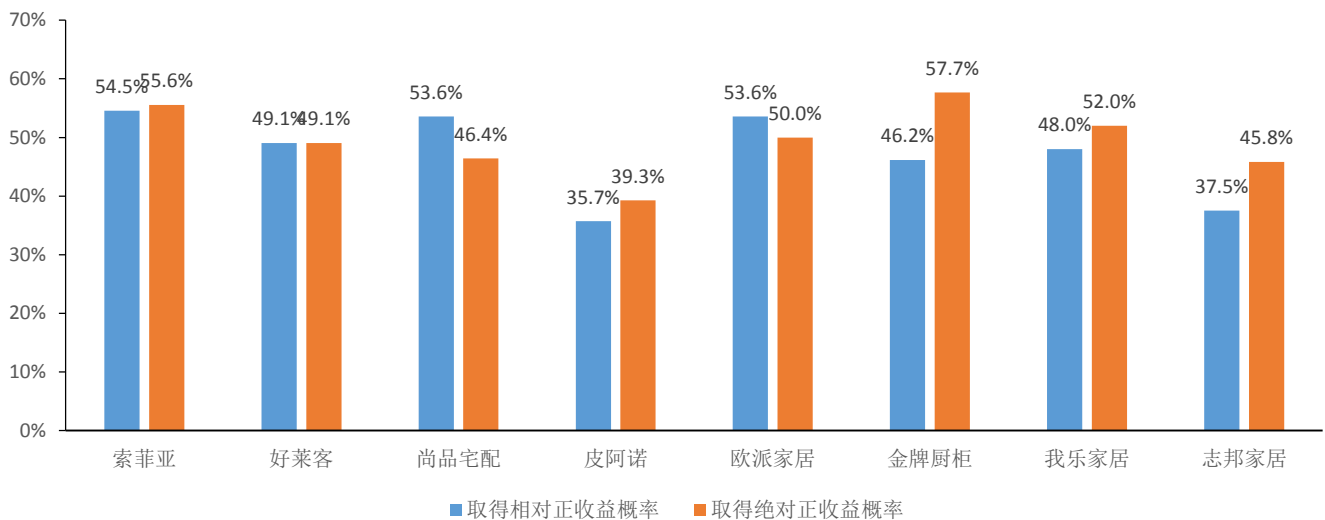


资料来源: Wind, 华创证券

2、以欧派、尚品、索菲亚为代表的龙头企业表现优异

通过统计我国家具上市公司月度绝对收益与相对收益情况,我们发现:(1)业绩规模大的公司取得月度相对正收益的概率更高,如欧派家居、索菲亚、尚品宅配取得相对正收益概率均在 50%以上;业绩规模相对较小的公司如金牌厨柜、志邦家居、我乐家居等取得月度相对正收益的概率相对小,分别为 46.2%、37.5%和 48.0%。(2)业绩规模大的公司更容易获得超出市场表现的行情,如尚品宅配、欧派家居相对沪深 300 取得相对正收益的概率大于取得绝对正收益概率,而如金牌厨柜、志邦家居、我乐家居、皮阿诺等取得相对正收益的概率小于取得绝对正收益概率。

图表 3: 主要家具上市公司自上市以来取得月度正收益的概率



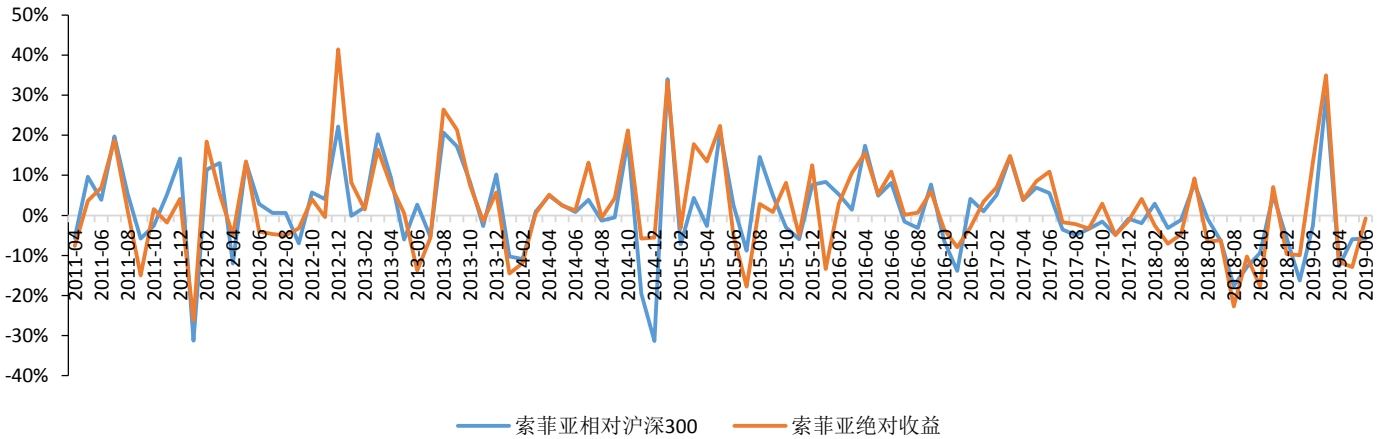
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4: 索菲亚上市以来行情图



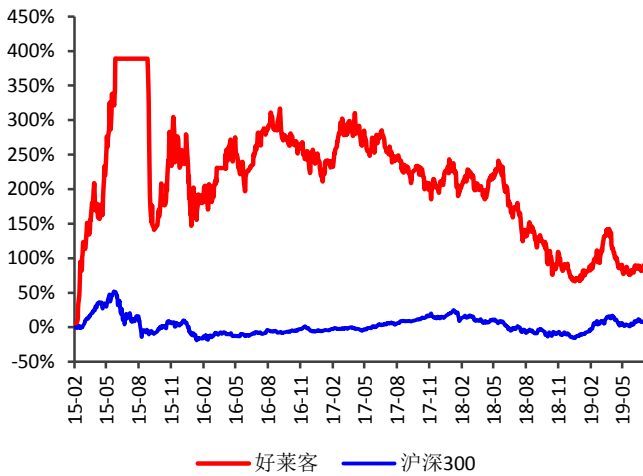
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5: 索菲亚月度区间收益



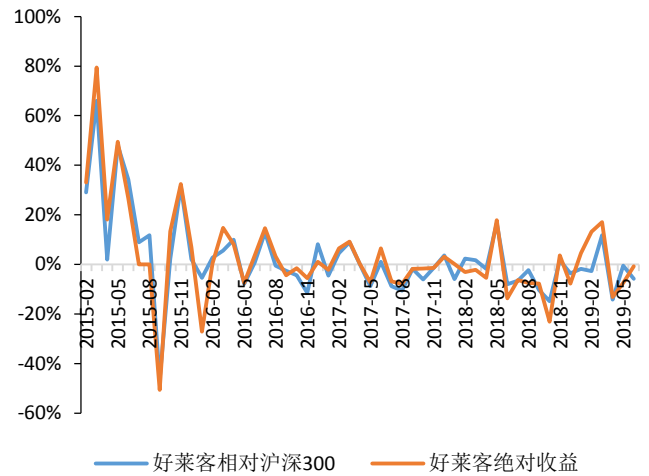
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6: 好莱客上市以来行情图



资料来源: Wind, 华创证券

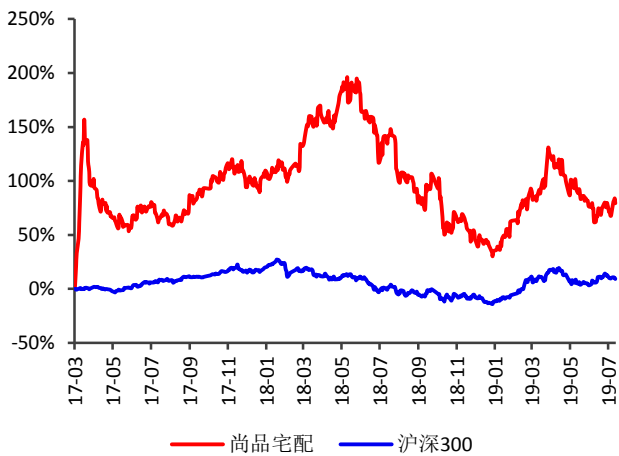
图表 7: 好莱客月度区间收益



资料来源: Wind, 华创证券

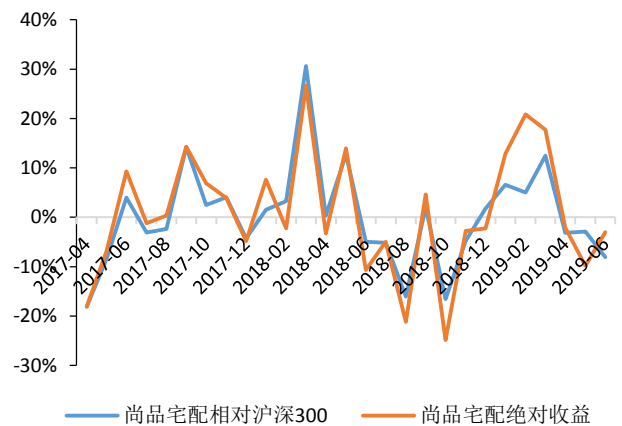
2017年上市的家具公司中, 欧派家居和尚品宅配在股价表现和取得正收益的概率上相对一致。而处于第二梯队的志邦家居、金牌厨柜股价与收益表现相对一致, 规模较小的我乐家居、皮阿诺相对一致。

图表 8: 尚品宅配上市以来行情图



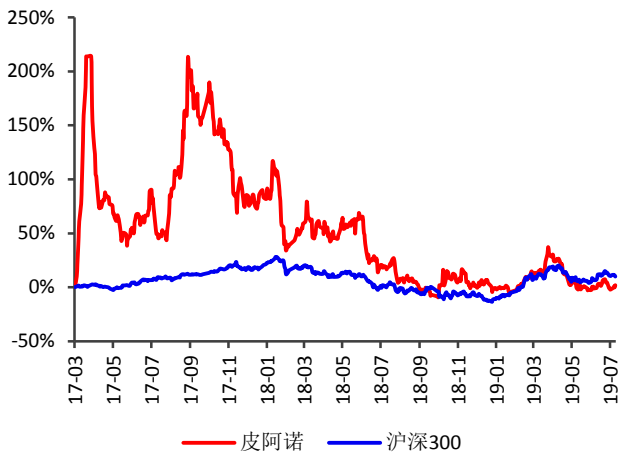
资料来源: Wind, 华创证券

图表 9: 尚品宅配月度区间收益



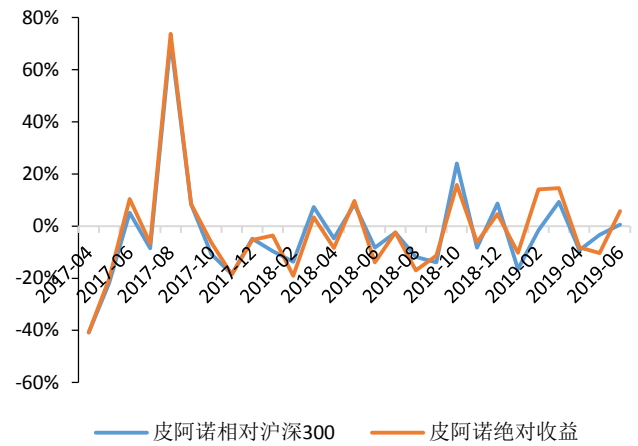
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10: 皮阿诺上市以来行情图



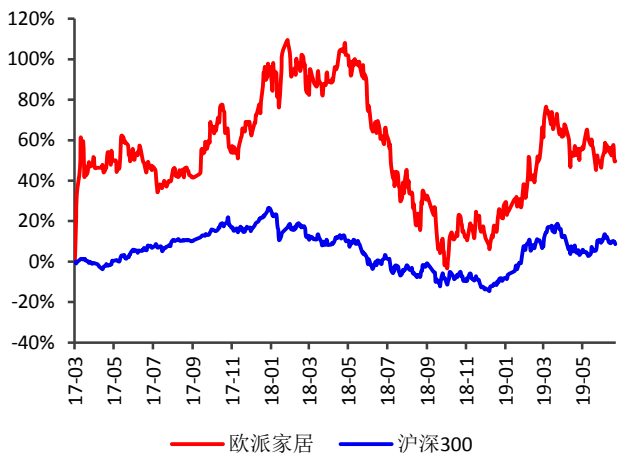
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11: 皮阿诺月度区间收益



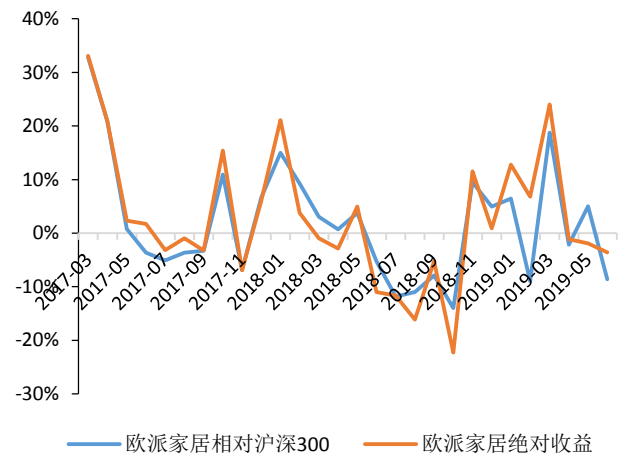
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12: 欧派家居上市以来行情图



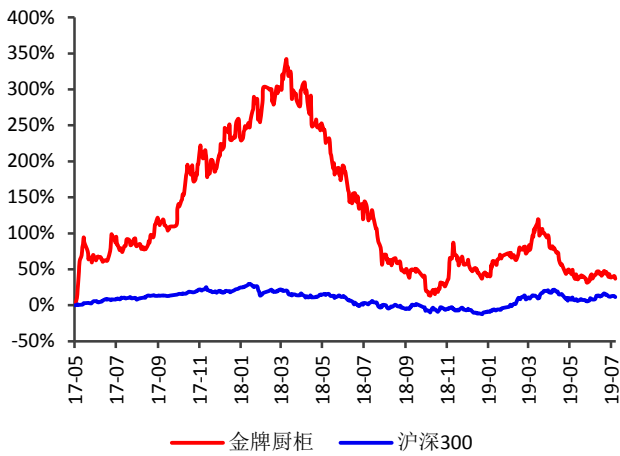
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13: 欧派家居月度区间收益



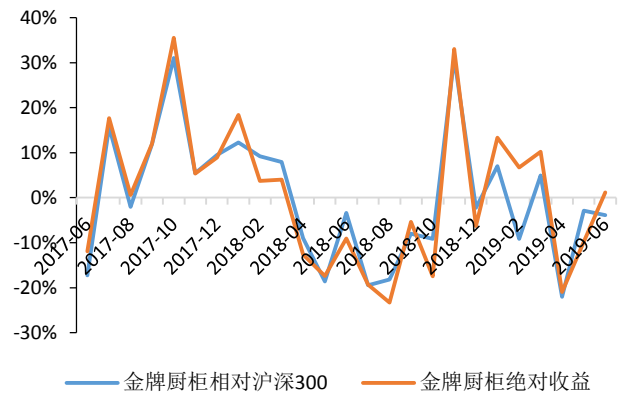
资料来源: Wind, 华创证券

图表 14: 金牌厨柜上市以来行情图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15: 金牌厨柜月度区间收益



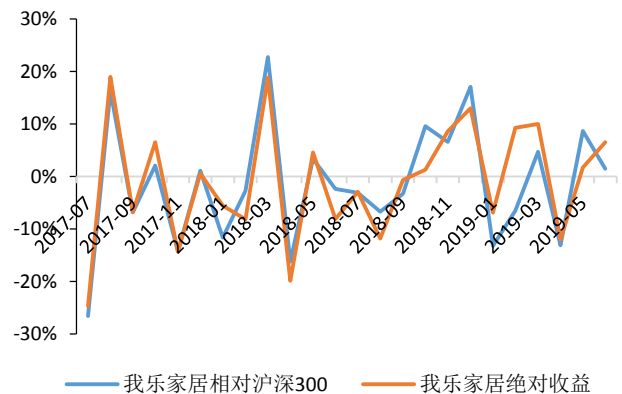
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16: 我乐家居上市以来行情图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17: 我乐家居月度区间收益



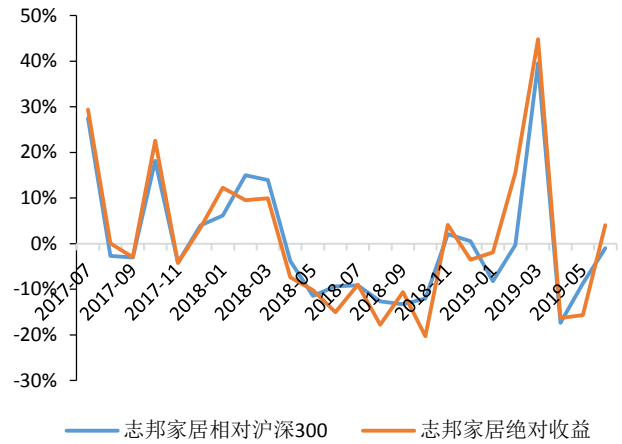
资料来源: Wind, 华创证券

图表 18: 志邦家居上市以来行情图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19: 志邦家居月度区间收益

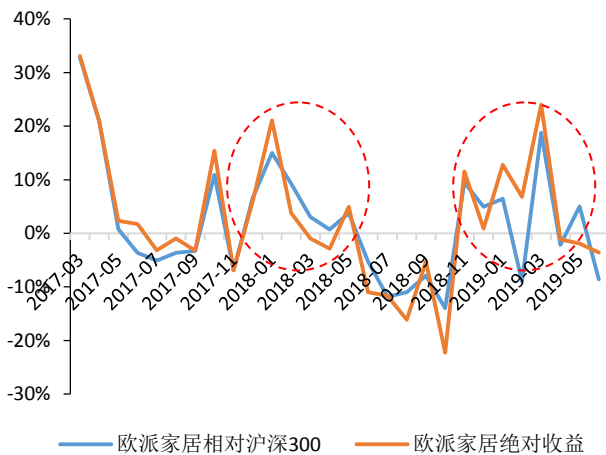


资料来源: Wind, 华创证券

3、地产与公司业绩为公司股价表现主要影响因素

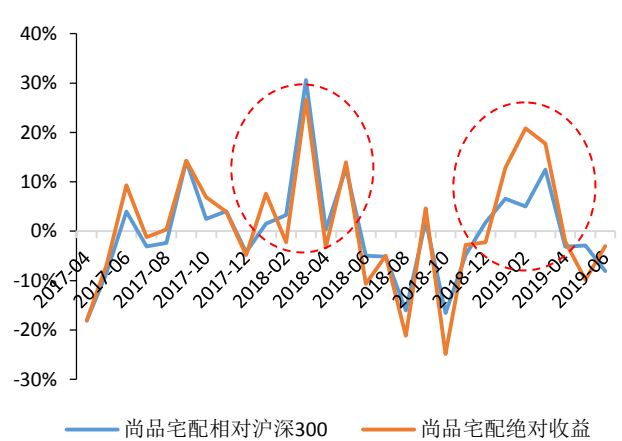
家具公司市场表现主要受地产与公司业绩影响。以欧派家居和尚品宅配为例，两者在市场表现方面较为一致，均在 2018 年 1 月至 2018 年 5 月、2018 年 12 月至 2019 年 3 月取得较明显的超额收益，在这两个时间区间内，商品房销售面积单月同比增速均有相对好的表现，对公司股价形成一定支撑，与此同时，2018 年 1 月至 2018 年 5 月期间，欧派家居和尚品宅配披露的财报业绩增速均较快（欧派家居 2017Q4 与 2018Q1 业绩增速分别为+51.37%和+32.48%；尚品宅配 2017Q4 与 2018Q1 业绩增速分别为+27.09%和+29.19%），进一步强化股价走势。业绩增速放缓会对股价产生不利影响，2018 年 12 月至 2019 年 3 月期间虽未披露正式年报，但是 2019 年 1 月 26 日欧派家居披露业绩预告之后在 2 月份出现较明显的相对沪深 300 收益为负的情况，2019 年 4 月份公布的欧派家居与尚品宅配业绩增速较低（欧派家居、尚品宅配 2018Q4 业绩增速分别为+4.51%和+5.75%），加之商品房销售面积增速回落，欧派家居与尚品宅配股价随之走弱。

图表 20: 欧派家居月度区间收益



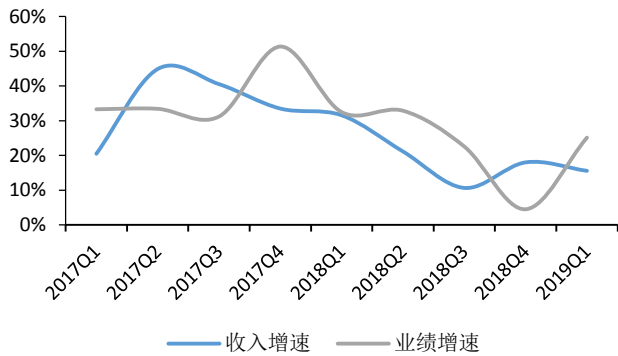
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21: 尚品宅配月度区间收益



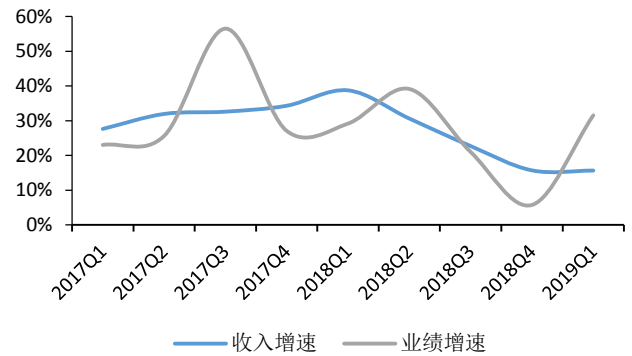
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22: 欧派家居单季度收入业绩增速



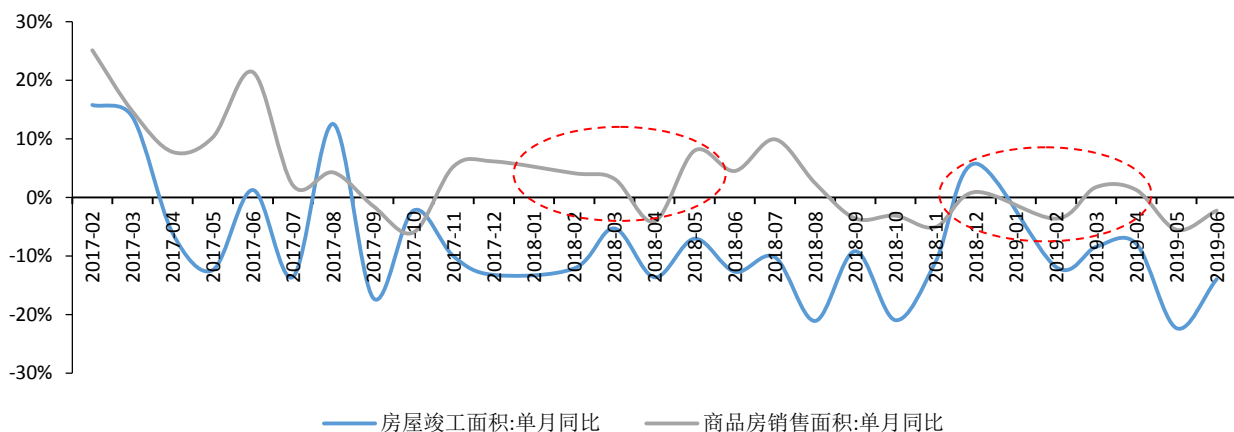
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23: 尚品宅配单季度收入业绩增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24: 房屋竣工面积与商品房销售面积单月同比增速



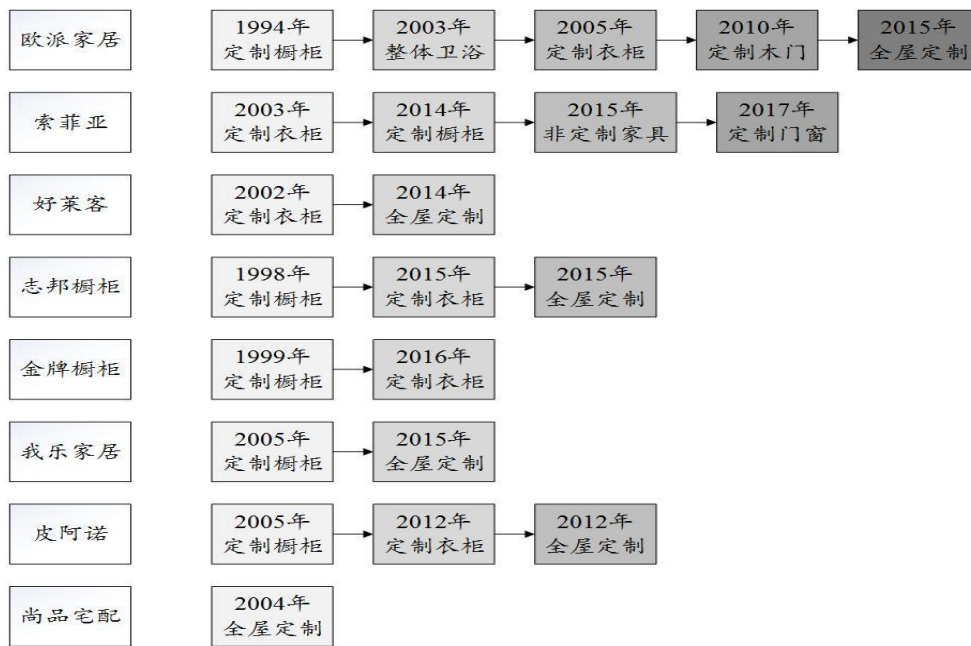
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 中国定制家具行业现状: 格局分散, 地产后周期属性强

1、进程: 当前家具企业集中开启全屋定制战略

我国定制家具发展大致分为三个阶段: (1) 1990s 至 2004 年: 单品类定制阶段。行业呈现年 20%以上的高增长, 市场规模不断扩大至千亿级别, 渗透率逐年提升。定制家具市场格局以中小厂商居多, 行业较为分散。通过开单品类专卖店的形式进行渠道下沉。(2) 2004 年至 2014 年: 除尚品宅配外, 部分厂商开始朝多品类定制家具发展, 例如欧派家居、皮阿诺。(3) 2014 年以后, 定制家具厂商沿着“柜体类/木门类单品类→多品类→全屋”的成长路径发展, 集中开启全屋定制战略。

图表 25: 上市公司集中于 2014 年前后开启全屋定制类战略

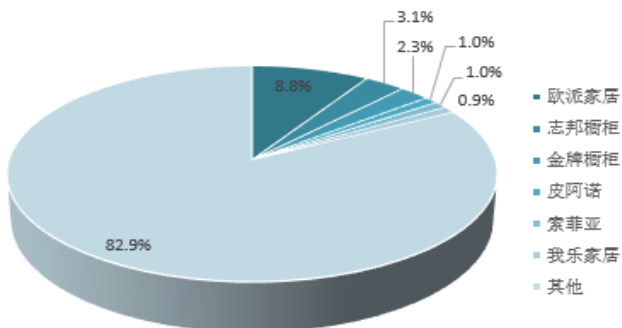


资料来源: 公司官网, 华创证券

2、格局: 中国家具各细分领域格局分散, 区域集聚性强

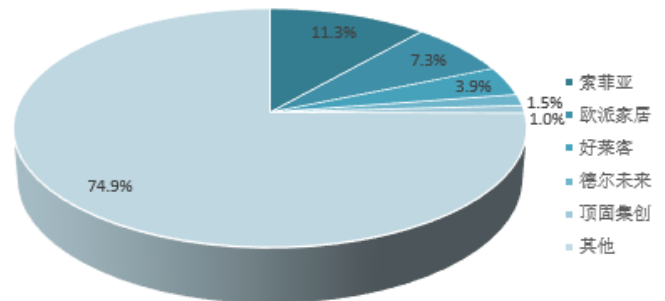
相较美国、韩国等家具行业发展相对成熟的市场, 我国家具行业各细分领域呈现的竞争格局高度分散。以定制橱柜为例, 2016 年美国橱柜 CR5 约为 50%, 韩国汉森作为韩国橱柜市场龙头企业, 2016 年在韩国橱柜市场、室内家具市场占有率分别达到 32% 和 15%。我国家具行业高度分散, 主要原因一是家具非标准化程度高, 且行业进入门槛低; 二是运输成本高, 具有较强地域属性。经我们测算, 2017 年橱柜六家上市公司欧派家居、志邦橱柜、金牌橱柜、皮阿诺、索菲亚 (司米橱柜) 和我乐家居仅占据 17.1% 的市场份额, 行业第一欧派家居市占率为 8.8%; 衣柜领域主要上市公司索菲亚、欧派家居、好莱客、德尔未来、顶固集创共占据 25.1% 的市场份额, 行业第一索菲亚市占率为 11.3%。中国家具行业集中度提升空间大。

图表 26: 2017 年橱柜市场份额



资料来源: 公司年报, 华创证券

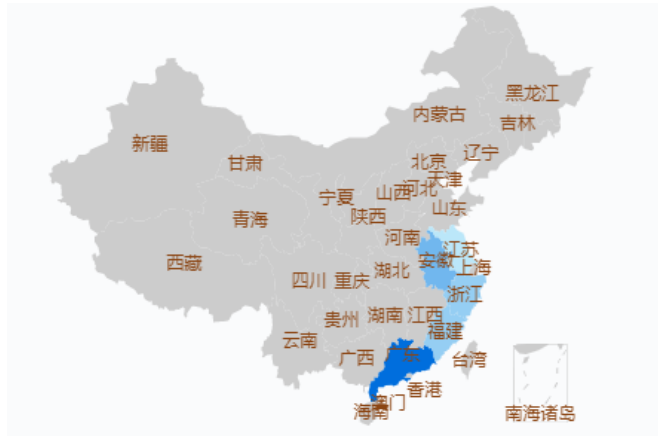
图表 27: 2017 年衣柜市场份额



资料来源: 公司年报, 华创证券

区域分布上, 我国定制家具生产企业具有比较明显的区域集聚特点, 主要集中在我国东部、东南和南部沿海地区。

图表 28: 定制家具生产企业分布 (上市公司)

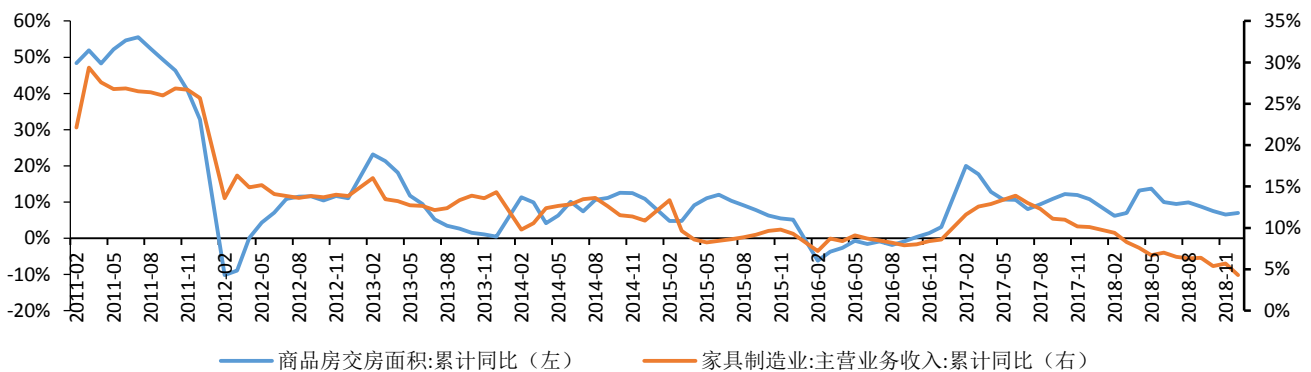


资料来源: Wind, 华创证券

3、产业链: 家具行业销售具有较强地产后周期属性

家具作为房地产后周期行业, 其消费很大程度受到房地产行业的影响。由于我国商品房销售分为现房和期房, 我们以期房与现房数据为基础进行加工, 拟合出商品房交房面积, 进一步比较商品房交房面积变动与家具销售情况的关联度。结果显示: 家具行业主营业务收入变动趋势与交房面积同比变动趋势呈现强关联性。

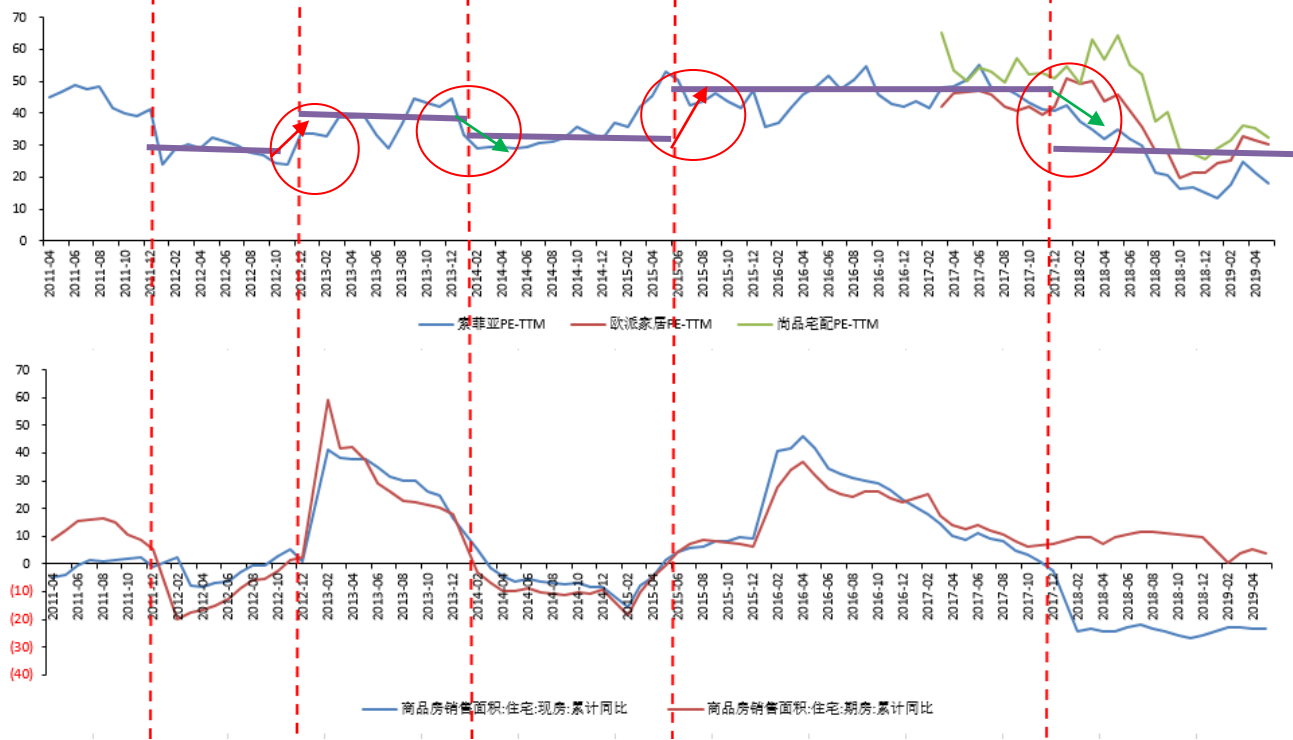
图表 29: 家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高



资料来源: Wind, 华创证券

对比索菲亚、欧派家居、尚品宅配 PE-TTM 数据与商品房销售面积累计同比数据, 当地产销售面积同比增速为正时, 家具公司估值中枢较地产销售同比下滑时期有明显提升, 2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点, 2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。

图表 30: 商品房销售同比增速转负时, 索菲亚、欧派家居、尚品宅配估值中枢下移



资料来源: Wind, 华创证券

二、供给端：前期产能受限，新增产能将在近几年集中释放

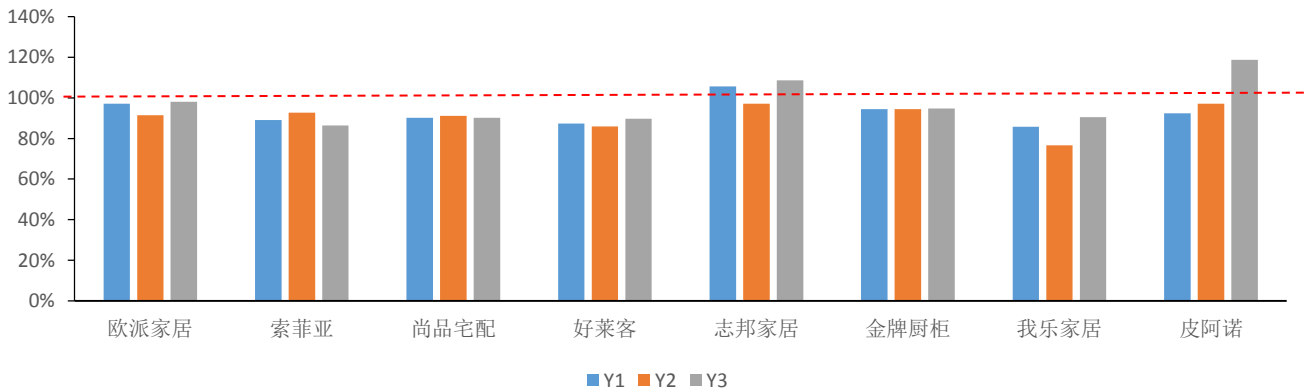
我国定制家具公司上市之初均面临产能不足问题，主要家具公司产能利用率在 90% 以上，公司发展受到产能不足制约。公司上市之初募投资金基本都涉及产能扩展项目，项目建设周期一般 18-24 个月，据此推算，2019-2020 年将迎来我国家具公司产能释放期。从产品类别来看，家具上市公司在原有主要业务产线拓展的同时，也在积极拓展木门等业务产线，以满足全屋定制战略发展需要。同时，定制家具公司也在加强全国布局，逐步扩大产能辐射半径，目前欧派家居、索菲亚、尚品宅配已经基本形成全国产能辐射。

（一）龙头企业积极拓产，近两年集中释放

我国定制家具公司上市之初均面临产能不足问题，主要家具公司产能利用率在 90% 以上，公司发展受到产能不足制约。公司上市之初募投资金基本都涉及产能扩展项目，项目建设周期一般 18-24 个月，据此推算，2019-2020 年将迎来我国家具公司产能释放期，产能瓶颈将得以缓解，未来企业之间的竞争将更多在于销售端流量的获取方面。

关于未来几年家具上市公司产能集中释放时期市场需求，我们认为届时龙头家具企业面临的市场需求空间仍大。一方面我国每年一手房、二手房装修和存量房翻新均会产生家具需求，家具市场整体需求规模未来几年仍会维持增长态势，以定制橱柜为例，我们预计 2020 年橱柜总需求量将由 2017 年的 1844 万套提升至 2104 万套（详见《家具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？》20190324）；另一方面我国家具行业格局非常分散，2017 年橱柜 CR6 约为 17%，衣柜 CR5 为 25%（图表 26 和图表 27），未来市场集中度将有望提升，其中上市家具企业依托自身生产能力、品牌力、渠道力等优势有望抢夺小企业份额。此外，家具行业销售具有较强地产后周期属性，房地产周期会对整个家具行业有影响，上市家具企业有望通过整装等新模式截取更多流量维持业绩稳定。

图表 31：主要定制家具公司上市之前三年产能利用率



资料来源：各公司招股说明书，华创证券

从产品类别来看，家具上市公司除在原有主要业务产线拓展的同时，也在积极拓展木门等业务产线，有助于实现多业务协同。

图表 32：主要家具公司产能扩展情况

公司	上市年份	上市前产能	预计 2018-2020 年新增产能	备注
欧派家居	2017	橱柜 50 万套；衣柜 73 万套；卫浴 12 万套；木门 15 万樘	橱柜 30 万套；衣柜 60 万套；木门 60 万樘；抽油烟机 50 万套；燃气灶 50 万套。	
索菲亚	2011	390 万平方米定制衣柜及其配	8.2 万套定制厨柜；144 万套定制衣柜	2017 年公司已经形成 221 万单

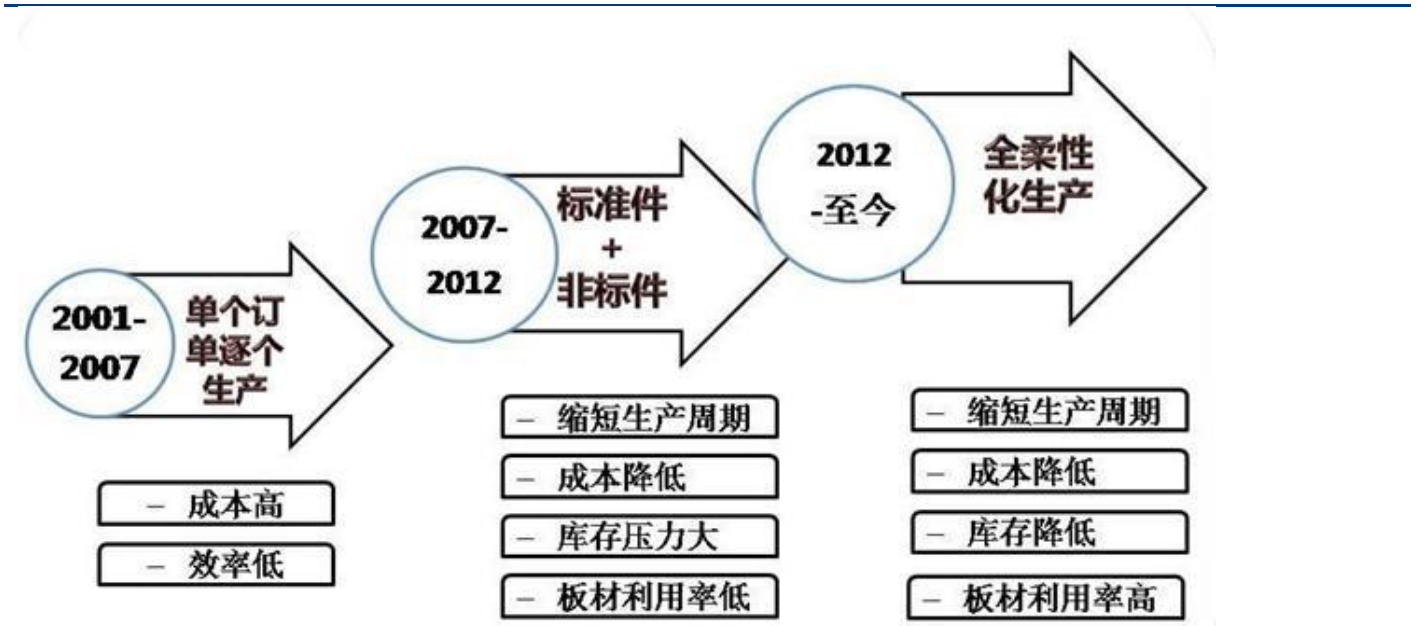
公司	上市年份	上市前产能	预计 2018-2020 年新增产能	备注
		套家具	及配套; 30 万樘木门。	定制衣柜产能; 8 万单定制厨柜产能和 45 万樘木门产能。
尚品宅配	2017	142 万件	150 万套定制家具及配套家具成品。	
好莱客	2015	301.5 万平米 (2013 年)	250 万平米定制衣柜产能	
志邦家居	2017	橱柜 20 万套; 衣柜 3 万套	橱柜 20 万套; 衣柜 40 万套; 木门 50 万套; 标准柜项目家居 4 万套、卫浴柜 4 万套和整体衣帽间 6.5 万套。	2018 年末已经形成整体橱柜产能 32 万套, 全屋定制 20 万套。
金牌厨柜	2017	橱柜 13.5 万套	橱柜 13 万套	
我乐家居	2017	橱柜 7.26 万套; 衣柜 2.26 万套; 全屋定制 0.35 万套。	全屋定制家具生产线 174 万平米; 实木家具生产线 8.3 万平米; 台面加工线 8.3 万平米。	2018 年末形成橱柜 9.6 万单, 衣柜 38.4 万单产能建设。
皮阿诺	2017	橱柜 6.5 万套; 衣柜 2.5 万套。	橱柜 12 万套; 衣柜 9 万套。	

资料来源: 各公司招股说明书, 公司年报, 华创证券

注: 2018-2020 为据公司公告推算数据, 如有出入, 以上市公司公告为准。

公司在扩展产能的同时, 也在不断完善智能化柔性化生产。以索菲亚为例, 工厂平均交货周期 (指确图订单下到工厂直到货物生产完毕可安排物流的期间) 已经由 2015 年 13 天~20 天的下降至 2018 年的 7 天~12 天。

图表 33: 索菲亚目前已经在全国实现柔性化生产



资料来源: 公司年报, 华创证券

(二) 布局: 以点带面, 探索海外

1、以点带面, 辐射半径逐步覆盖全国

定制家具公司开始全国布局。以索菲亚为例, 公司上市以来持续推进产能建设, 产品运输辐射半径快速扩大。截至 2018 年底, 已经形成华南、华东、华北、西部、华中、恒大索菲亚六大全屋定制家具生产基地和齐齐哈尔木门生产基地。欧派家居也已经在 2018 年底形成清远、天津、无锡、成都四大主要生产基地, 形成辐射华南、华北、华东、

华西的全国性生产能力；尚品宅配也在位于佛山的华南生产基地基础上，进行江苏无锡华东生产基地建设与成都崇州西南生产基地建设，不断完善全国布局。

图表 34: 索菲亚产品工业布局 (2018 年)

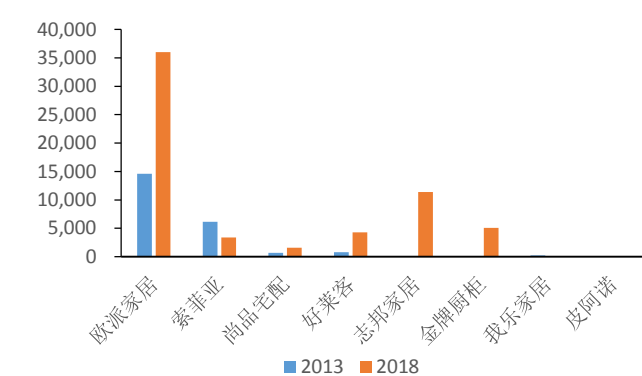


资料来源: 公司年报, 华创证券

2、产能集中在国内，模式创新探索海外市场

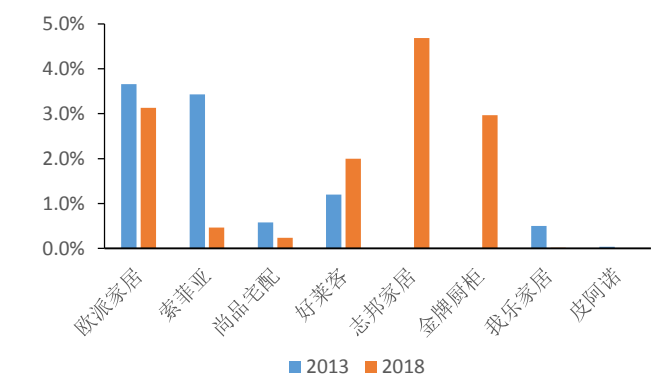
我国定制家具公司产能主要满足中国大陆市场需求。我国定制家具公司生产的产品主要满足中国大陆市场需求，国外销售较少，也还未进行海外工厂的建设拓展。

图表 35: 国外收入规模 (万元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36: 我国家具公司国外收入占比低



资料来源: Wind, 华创证券

目前尚品宅配复制公司探索传统家具行业转型经验开始探索海外产业输出。公司海外产业模式输出指的是，摒弃传统的软件海外出口模式和海外家具代理商出口模式，利用公司在 IT 及信息系统技术领域的强大优势，将尚品宅配全屋家具定制产业模式，包括 VI/SI、设计与销售、产品研发、生产线改造、送货安装全流程的商业模式，整体对海外输出，并向海外合作客户收取占销售额一定比例的技术授权费用。目前该技术已成功输出到泰国、波兰、印度等国家。2017 年 10 月，尚品宅配子公司佛山维尚在泰国曼谷推出首个海外项目，截至 2018 年底，泰国合作方一共开出 8 家展厅，2018 年全年实现销售业绩约合 5800 万人民币，单店月销售额达 170 万人民币。

三、需求端：渠道变革复盘，经销模式依旧占主导，整装兴起

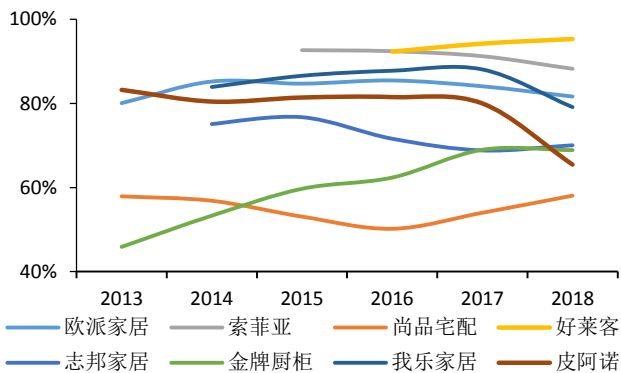
我国定制家具企业销售出货端仍旧以经销为主，大宗业务整体呈现上升趋势；终端零售方面，连锁家居卖场占比持续提升。近几年我国家具市场需求变革，整装逐步兴起，我们认为整装行业发展有望受益于住宅产业化、客群结构调整与互联网家装等多方面推动，经测算，至2022年，我国家装市场中整装规模有望破万亿，行业空间大。竞争格局方面，目前，我国家装公司竞争激烈，“大行业，小公司”特点明显，而整装需要流量、设计、服务等多方面协调，具备这样实力的家装公司数量有限，跨界合作或将成为主要发展方向。

（一）传统家具销售以经销模式为主

1、出货端：经销为主，大宗业务占比提升

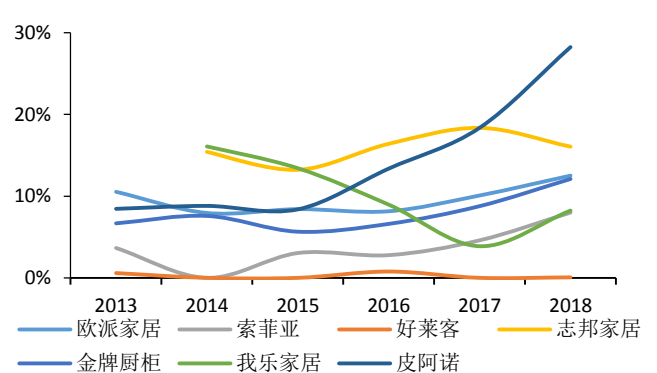
家具厂商产品出货以经销商渠道为主，大宗业务占比呈上升趋势。整体来看，我国主要定制家具上市公司以经销为主，经销商渠道收入占比在50%以上，其中好莱客经销渠道收入占比在90%以上，其次为索菲亚，在88%-93%之间，欧派家居在80%左右，志邦家居和金牌厨柜在70%左右。近两年，除好莱客以外，主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势，2018年皮阿诺大宗业务占比达到28%，其次为志邦家居，大宗占比16.06%，欧派家居与金牌厨柜大宗收入占比也超过10%，分别达到12.51%和12.10%。

图表 37: 经销渠道收入占比



资料来源：招股说明书，公司年报，华创证券

图表 38: 大宗业务收入占比



资料来源：招股说明书，公司年报，华创证券

规模领先企业在渠道开拓方面更具优势。从近几年定制家具公司经销商及门店拓展情况来看，规模领先企业基于品牌力、产品供应能力更具优势，截至2018年年末，欧派家居经销商数量已经达到4779家，索菲亚经销商数量2771家，其他定制家具公司经销商数量均未超过2000家。门店数量方面，截至2018年年末，欧派家居门店数量已经达到6708家，索菲亚门店数量3558家，志邦家居门店2363家，尚品宅配门店数量2100家，其他定制家具公司门店数量均未超过2000家。

图表 39: 不同家具企业经销商数量 (家)

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	备注
欧派家居	2,210	2,557	2,813	3,616	4,258	4,779	不含墙饰经销商
索菲亚	650	800	1,100	1,400	2,050	2,771	
好莱客	553	672	926	1000-	1000+	1100+	
志邦家居		813	919	1,061	1,400	1,815	
金牌厨柜	350	497	578	603	-	-	
我乐家居	-	784	807	706	740	800+	
皮阿诺	685	729	780	803	1,026	1,126	

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华创证券

图表 40: 不同家具企业门店数量 (家)

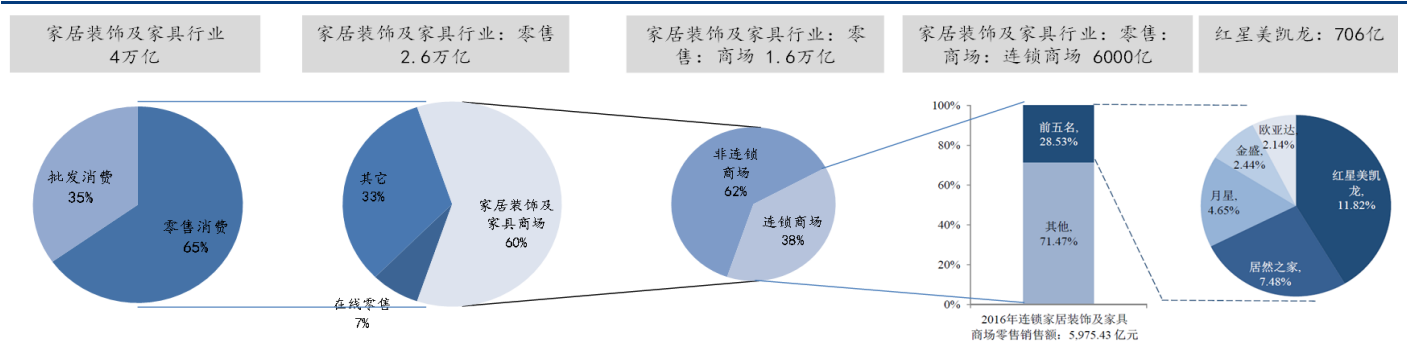
公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	备注
欧派家居				5,060	5,938	6,708	不含墙饰门店
索菲亚	1,200	1,520	1,861	2,500	3,035	3,558	
尚品宅配	830	969	1,073	1,157	1,642	2,100	
好莱客	691	857	1,174	1300-	1,511	1,766	
志邦家居		981	1,007	1,265	1,759	2,363	
金牌厨柜	453	628	741	806	1,250	1,759	
我乐家居		760	787	731	1,062	1,283	
皮阿诺	737	802	864	870	1,103	1,256	

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华创证券

2、终端销售: 零售消费占比超六成, 连锁家居卖场在卖场销售额中占比持续提升

中国家居装饰及家具市场中零售消费占比超六成: 2016 年我国家居装饰及家具行业销售额为 3.99 万亿元, 从消费方式看, 可划分为零售消费和批发消费, 零售消费占 2016 年整个家居装饰及家具市场销售额的 65.15%, 主要包括家庭及个人为满足自己的需求而购买的家居装饰及家具产品。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 (占比 32.4%)。

图表 41: 家居装饰及家具行业体量拆分



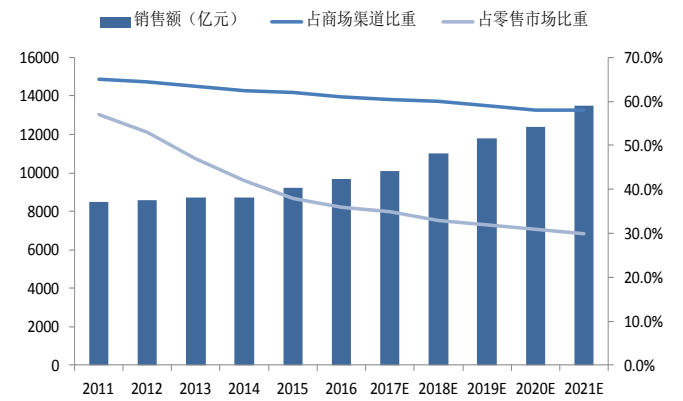
资料来源: 美凯龙招股说明书, 华创证券

连锁家居卖场在卖场销售额中占比持续提升: 2016 年连锁商场销售额 5975 亿元, 占商场渠道份额的 38.1%, 同比提升 0.87%, 且份额增长加速。非连锁商场销售额 9712 元, 占商场渠道份额的 61.9%, 市场份额逐渐降低。连锁家居

商场凭借规模效应和品牌效应，拥有强大的招商能力和消费者认可度，相对非连锁商场有较大发展优势。

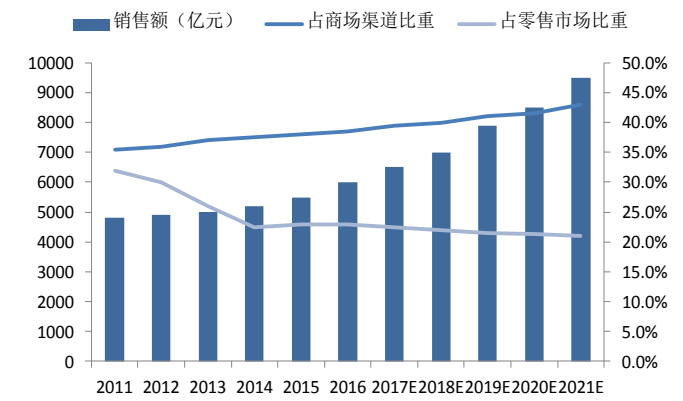
目前中国连锁家具商场行业集中度仍有空间：2016年，连锁家居装饰及家具商场零售销售额为5975.43亿元，前五大商场市场份额为28.53%。其中，红星美凯龙占比11.82%，居然之家占比7.48%，月星集团占比4.65%，金盛集团占比2.44%，欧亚达占比2.14%。

图表 42：非连锁模式占商场渠道份额下降



资料来源：弗若斯特沙利文，美凯龙招股说明书，华创证券

图表 43：连锁模式占商场渠道份额提升



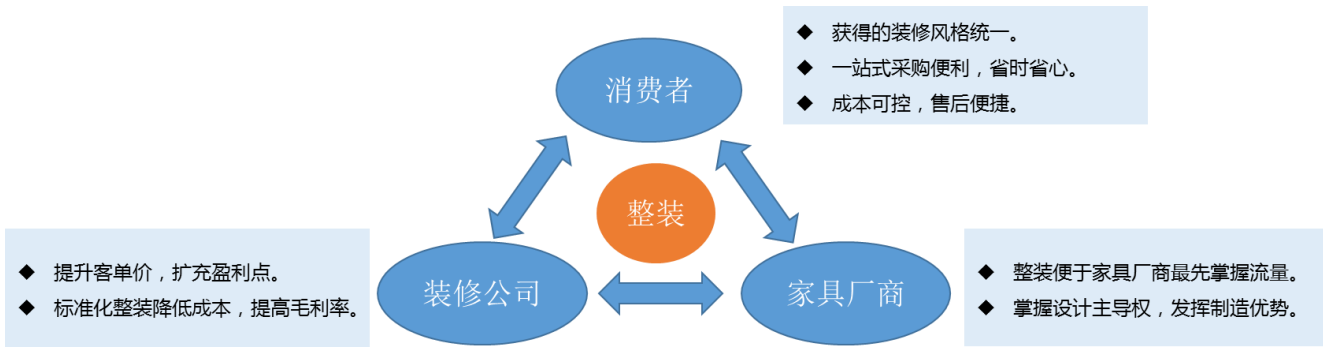
资料来源：弗若斯特沙利文，美凯龙招股说明书，华创证券

连锁家居卖场崛起助力品牌家具企业远行：连锁龙头是连锁商场业态核心竞争力的代表，即拥有多样的产品组合、广泛的品牌知名度、领先的产品质量和一流的购物环境。品牌知名度上，以连锁商场第一龙头红星美凯龙为例，其利用广泛的品牌知名度获取了强大的话语权，如与众多知名上游家居制造商签订战略合作协议，以及投资布局产业链上游。从地理位置分布看，红星美凯龙因其强大的品牌知名度而可以选择租金相对便宜的位置布局，而小型连锁商场则必须通过优越的地理位置吸引客流。

在管理上，龙头家居商场由于运营经验丰富，能够为入驻商户提供合适的铺位规划，运用各种营销手段为商户扩大知名度，也可以及时解决顾客的产品纠纷。在实际运营中，商场会将较好铺位全部优先租给知名上游品牌制造商，在充分保证知名商户的利益的同时巩固了合作关系，也能最大限度的发挥这些品牌的引流功能；在商场内部配备服务台和楼管，及时解决商户和顾客的各类需求并统一管理商场内的销售人员；产品售后可以直接找商场先行赔付，全面保障顾客的利益。龙头商场还可以利用自身多年的营销经验和品牌影响力进行大力促销，如红星美凯龙举办的鲁班文化节和设计尖货节等，这些促销活动进一步增强上游商户和下游消费者对连锁商场的黏性。

渠道变革下，整装或成为分流关键。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料将成为新一轮竞争中的先手方。

图表 44: 主要相关方在整装环节实现多方共赢



资料来源：华创证券整理

（二）家具需求特点生变，整装兴起

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 45: 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

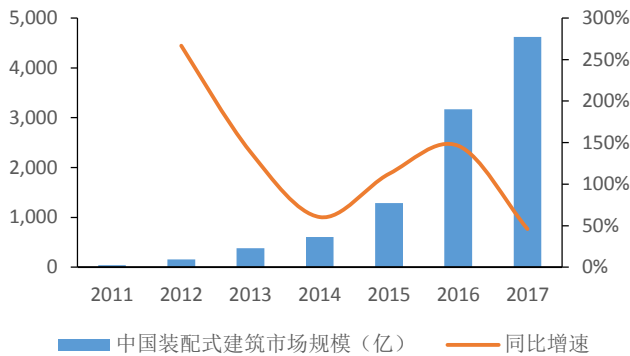
图表 46: 装配式建筑评价标准中全装修占比6%

评价项	评价要求	评分值	最低分值	
主体结构 (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 (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 (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

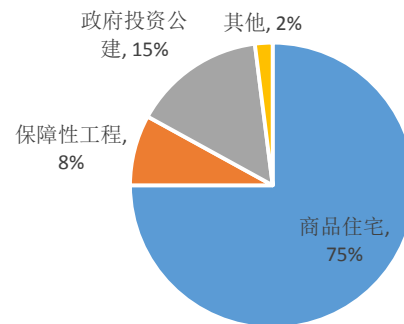
与此同时，住建部等相关部门也在不断完善行业标准，规范行业健康有序发展。在一系列的政策导向与标准规范下，我国装配式建筑高速发展。市场规模由2011年的43.2亿，快速增长至2017年的4623亿，年均复合增速高达117.9%。从需求结构上看，目前我国装配式建筑行业需求主要来自商品住宅，占比约为75%。

图表 47: 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 48: 中国装配式建筑行业需求结构占比



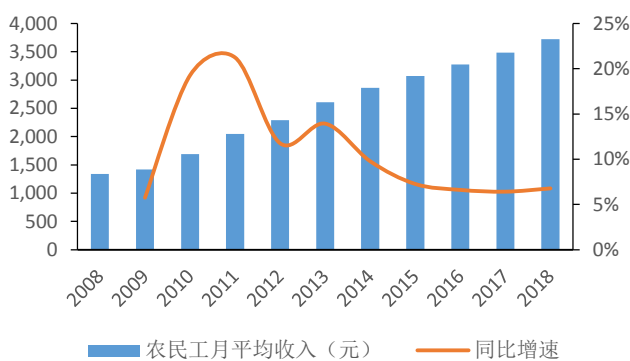
资料来源: 前瞻产业研究院《中国装配式建筑行业市场前景与投资规划深度分析报告》, 华创证券

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。

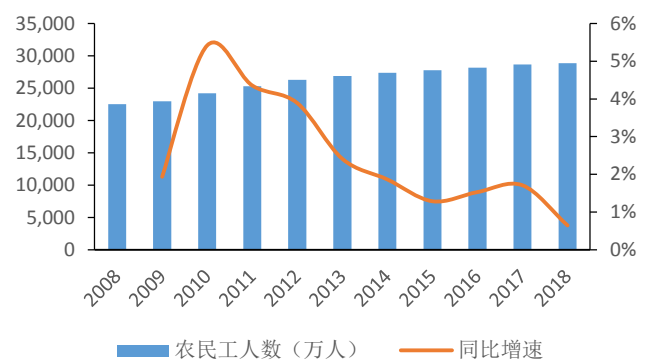
家装公司希望借助整装方式来做大客单价, 提高单位流量的营收效率。以往家装半包和清包模式下, 家装公司的客单价相对小。半包约为 8 万元, 全包约为 16 万元, 而家装公司整装模式的推出做大了客单价, 客单价达到 20-25 万元, 有力扩充了家装公司的赢利点。

图表 49: 我国农民工月均工资持续上涨



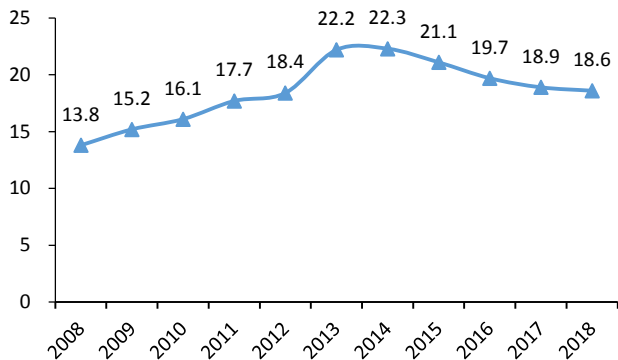
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 50: 我国农民工人数增速持续放缓



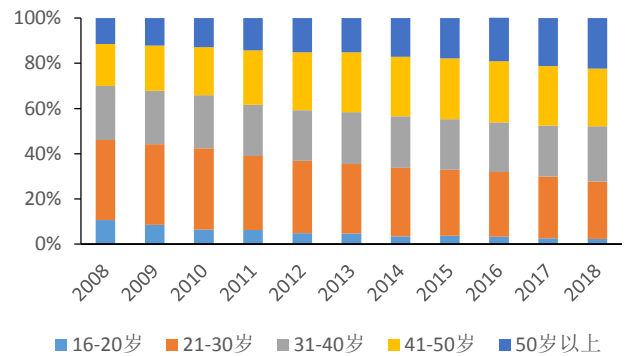
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 51: 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 52: 我国农民工年龄结构变化

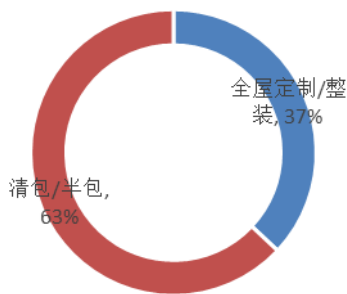


资料来源: 国家统计局, 华创证券

3、家装需求人群结构调整, 高效/一站式服务更受欢迎

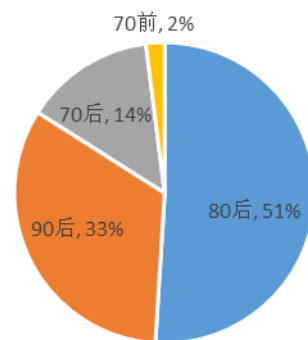
根据腾讯数据实验室、腾讯家居及 DCCI 联手合作的《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》，目前清包（业主买材料，工人干活）或半包（业主买主材，装修公司和工长负责装修和辅料）形式的装修是多数消费者选择，但是随着 80、90 后消费人群占比变大，整装需求或将占比提升。数据显示 80 后为近一年内有家装需求人群中主要力量，占总体的 51%，90 后作为新成长起来即将成家立业的一代，对家居家装有需求的人数也较多，占总体的 33%。80、90 后人群在消费理念上与 80 前有所差异，更寻求高效一站式服务。

图表 53: 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

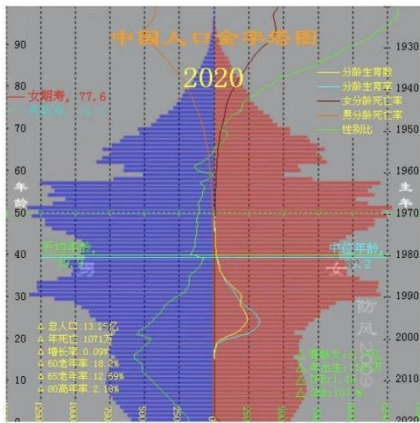
图表 54: 80、90 后是中国家居家装消费市场主力人群



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

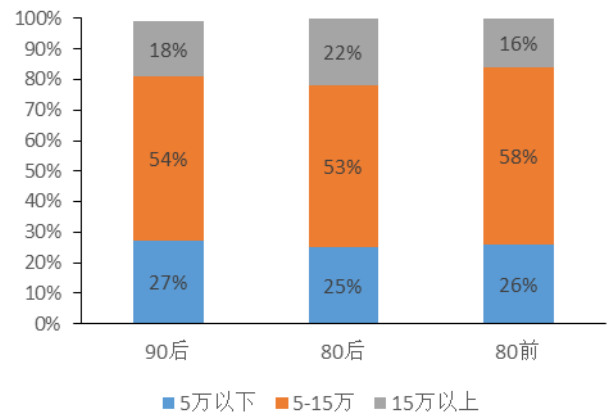
从我国人口结构角度来看，未来十年 90 后人群将逐渐成为消费主力，而我国 90 年代出生的人群数量上还未出现断崖式下跌，在未来十年将逐年进入成家立业阶段，对于住房装修需求仍将持续。加之 80 后 90 后群体装修预算较高、装修理念更偏好一站式服务，未来整装有望成为装修人群的主流选择。

图表 55: 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 56: 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。**

5、整装市场规模未来三年有望破万亿

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。假设二手房每平方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 57: 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)	精装房 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
2019B	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
2020B	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
2021B	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
2022B	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 58: 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
2019B	987.20	330.60	188.58	1,506.39	20%	16%	11%	197.44	52.90	20.74	19	5,059.02
2020B	963.58	345.46	195.16	1,504.20	25%	20%	14%	240.89	69.09	27.32	20	6,798.61
2021B	930.85	356.03	201.88	1,488.76	30%	24%	17%	279.25	85.45	34.32	22	8,685.82
2022B	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) 整装市场潜力大, 龙头先发优势明显

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。

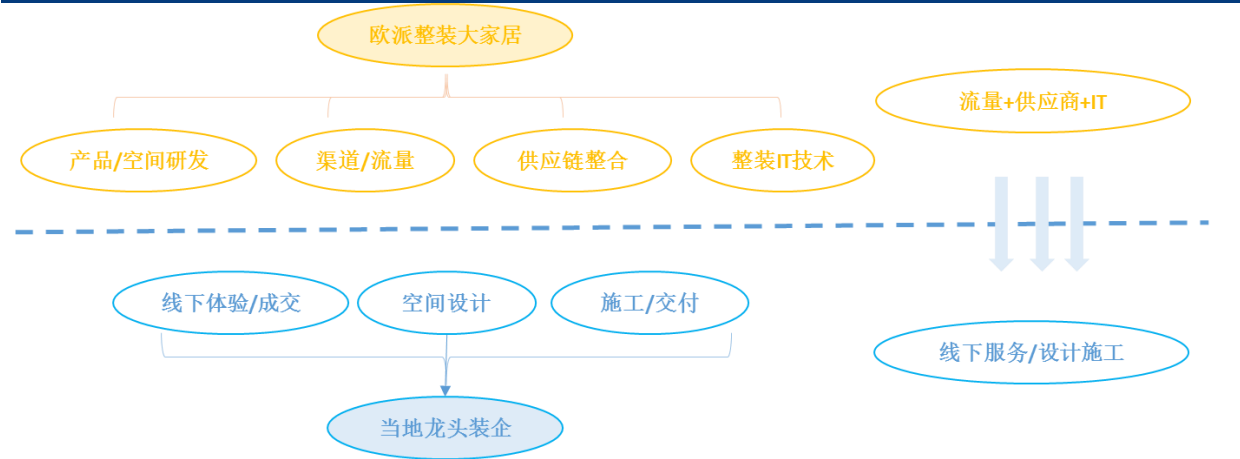
1、欧派家居: 2018 年切入整装领域, 获取流量能力强

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 59: 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 60: 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 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

2、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 61：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 62：HOMKOO 整装云范围分布



资料来源：整装云官网，华创证券

图表 63：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、库存加压等问题。

图表 64: 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 65: 整装云平台去渠道化

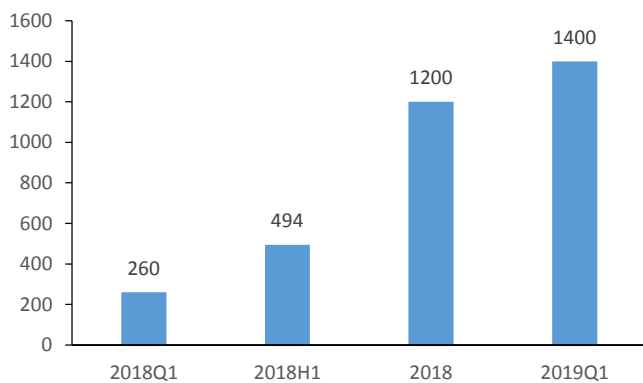


资料来源: 整装云官网, 华创证券

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。

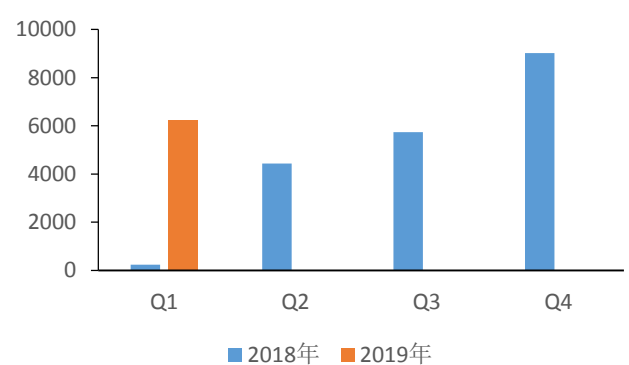
随着自营整装业务的平稳开展以及公司对整装云平台会员的持续赋能, 带来了公司整装业务收入的快速提升。2019 年一季度, 公司整装业务收入约 6200 万, 同比增长约 2514%。

图表 66: 整装云会员数量 (个)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 67: 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
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@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 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500