

轻工制造

证券研究报告
2019年08月02日

定制家居产能过剩了吗？——泛家居产业系列研究之三

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

李杨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110004
liyq@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业研究周报:集友股份新型烟草实质性推进,房地产企业中超预期印证交房回暖》2019-07-21
- 《轻工制造-行业专题研究:大中城市新房及二手房成交仍较活跃,精装修开盘量累计增长20%——家居数据报告201907期》2019-07-15
- 《轻工制造-行业研究周报:首推中报组合,推荐建博会参观感悟》2019-07-14

定制家居行业近几年有较多公司成功上市,并陆续公告一些新产能投资计划,资本市场担心该行业会因此出现短期产能过剩和竞争过度激烈的情况。为了研究清楚这个问题,我们这篇报告梳理了7家主要定制家居上市公司的产能利用率情况,未来投资计划以及投产后对产能利用率的影响,希望能使投资者更清晰的掌握定制行业的供给和竞争情况。

当前定制家居上市公司产能利用率都较高。我们根据公告和公式计算,2018年发现除一些新扩品类外,所有企业的产能利用率都大于80%,在90%以上水平居多,且大部分企业近几年产能利用率呈提升态势。一方面说明行业供给尚不存在过剩情形,另一方面企业现阶段有必要加快未来产能投资规划。

历史来看,产能释放和营收增长的匹配度一直较好。定制家居产能建设周期短(一般厂房建设3-4年,设备1年左右),企业会根据未来1-2年营收规划调整产能释放速度,所以产能释放和营收增长的匹配度一直很好。从上市公司的情况来看,预计2018年是新增固定资产的阶段性峰值,之后将会减弱。

龙头企业生产基地更重视全国化布局。欧派、索菲亚、尚品三家随着规模的扩大,具备了生产基地全国化布局的能力,欧派、索菲亚的全国化布局雏形已经完成,尚品无锡工厂投产后,华东生产基地也将具备规模。龙头企业全国化布局完成,可以在物流方面节省费用,拉开与地方性企业的成本差距。

最后,我们尝试从行业投资的角度去理解定制家居这个行业是否可能存在投资过度?是否是一个竞争格局很差的行业?从木质家具行业的固定资产投资来看,12-14年每年20%以上的增长,到了15-17年回落到平均14%左右,大的投资增速是下台阶的。从动态的角度来看,木质家具制造行业的近3-5年的固投增速虽然略高于其他行业,但是10年的CAGR都相差不多,说明其他行业在5年前的投资增速也是很快的,是随着行业需求放缓,投资增速才相应放慢的。木质家具行业由于定制家具的兴起,这几年需求增速很快,但随着定制渗透率提升到一定水平,投资增速也在下降,行业新进入者也越来越少,未来5年,该行业投资增速继续下台阶应该是无疑的,行业竞争格局将持续改善。

投资建议:行业格局并未观察到过度拥挤的情况,定制家具产品没有存货,也不容易直接比价,所以我们预计行业的整合会是一个渐进的过程,既不会有集中度快速的提升,也不会有利润率的大幅下滑。长期角度看家居行业集中度提升和通过场景化销售成长为宜家或宜得利一样的泛家居龙头;短期角度继续看好交房回暖,19年业绩增速预计将逐季提升。长期推荐综合实力强、大家居布局领先的【欧派家居】、【尚品宅配】;需求回暖、业绩改善角度,推荐弹性较大的【索菲亚】、【志邦家居】、【好莱客】等;贸易战预期改善、原材料价格下降角度推荐【顾家家居】;精装修渗透率提升,企业业绩加速角度建议关注【江山欧派】、【惠达卫浴】。

风险提示:行业未来仍有大量新进入者;交房不及预期;新房销售断崖式下滑

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)	P/E				
		2019-08-01		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	98.39	买入	4.58	5.45	6.43	21.48	18.05	15.30
300616.SZ	尚品宅配	79.71	买入	2.99	3.65	4.38	26.66	21.84	18.20
002572.SZ	索菲亚	18.29	买入	1.19	1.39	1.61	15.37	13.16	11.36
603801.SH	志邦家居	18.75	增持	1.96	2.31	2.64	9.57	8.12	7.10
603898.SH	好莱客	16.30	增持	1.24	1.42	1.59	13.15	11.48	10.25
603816.SH	顾家家居	31.45	买入	2.80	3.37	3.97	11.23	9.33	7.92

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 本报告核心精要和结论	4
2. 正文——定制家居行业产能和投资规划研究	6
2.1. 欧派家居——可转债募投项目的投产并不会拉低公司的产能利用率	7
2.2. 尚品宅配——产能利用率高，无锡工厂投产后投资预计放缓	8
2.3. 索菲亚——2017 年是固定资产新增高峰	9
2.4. 志邦家居——产能利用率较高，投资审慎	10
2.5. 好莱客——产能利用率较高	11
2.6. 金牌厨柜——未来产能计划投资量不大	12
2.7. 我乐家居——生产基地主要集中在南京	13
3. 投资建议	13

图表目录

图 1：当前定制家居上市公司产能利用率都较高	4
图 2：近年来定制家居公司生产设备每年新增情况（亿元）	4
图 3：近年来定制家居公司固定资产每年新增情况（亿元）	4
图 4：木质家具行业的固定资产投资增速是下台阶的	5
图 5：木质家具制造行业的近 3~5 年的固投增速虽然略高于其他行业，但是 10 年的 CAGR 都相差不多	5
图 6：四家定制企业 18 年下半年至今的收入单季度增速平均值为 14.6%	6
图 7：其他地产产业链龙头 18 年下半年至今的收入单季度增速平均值为 8.6%，不含北新建材为 10.5%	6
图 8：欧派四个品类产能利用率均保持较高水平	7
图 9：首次公开发行募集资金投资项目达产后公司的产能仍然无法满足 2020 年的销售需求	7
图 10：欧派的四大生产基地(含在建)	7
图 11：索菲亚全国生产基地分布	10
表 1：每一亿生产设备投入大约可带来 4.4 亿元的产值	6
表 1：公司在建工程项目情况	8
表 2：欧派下一步计划投产的 3 个生产基地的情况	8
表 3：尚品宅配产能利用率一直在 90%以上	8
表 4：公司目前在建工程，无锡工厂一期的总投资是 8.98 亿元	9
表 5：尚品的投资规划来看，进展较快的主要是无锡工厂的建设	9
表 6：索菲亚近几年衣柜产能利用率逐步提升，2018 年达到 87.59%，橱柜 2018 年也提升到 54.3%	9
表 7：公司在建工程里，对产能有影响的主要是待安装固定资产，目前账面余额是 3.46 亿	9

表 8: 公司在建项目投资情况	10
表 9: 志邦橱柜产能利用率一直较高, 2018 年为 94.34%, 衣柜 2018 年达到 95.22%	11
表 10: 公司在建工程进度情况	11
表 11: 公司在建项目产能及投资情况	11
表 12: 公司近几年产能利用率较高, 考虑在建工程项目投产后依然保持较高水平	11
表 13: 公司几个在建工程已经接近完成	12
表 14: 公司在建项目投资及产能情况	12
表 15: 2018 年公司橱柜的产能利用率已经达到 94.75% (2018 年产能利用率为测算值, 此前为公告值)	12
表 16: 在建项目工程进度	12
表 17: 未来产能计划投资量不大	13
表 18: 公司 14-16 年产能及产能利用率情况	13
表 19: 公司目前唯一的在建项目即将完工	13
表 20: 全屋定制智能家居系统的投入/产出情况	13

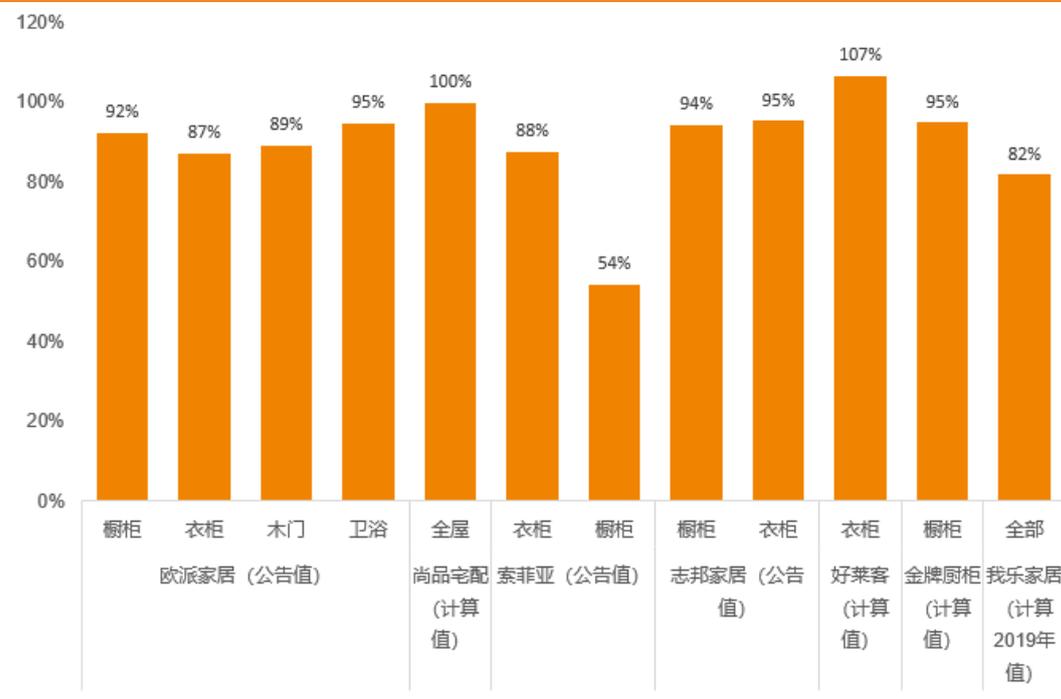
1. 本报告核心精要和结论

定制家居行业近几年有较多公司成功上市，并陆续公告一些新产能投资计划，资本市场担心该行业会因此出现短期产能过剩和竞争过度激烈的情况。为了研究清楚这个问题，我们这篇报告梳理了 7 家主要定制家居上市公司的产能利用率情况，未来投资计划以及投产对产能利用率的影响，希望能使投资者更清晰的掌握定制行业的供给和竞争情况。

以下为本报告研究核心结论：

(1) 当前定制家居上市公司产能利用率都较高。我们根据公告和公式计算，2018 年发现除一些新扩品类外，所有企业的产能利用率都大于 80%，在 90% 以上水平居多，且大部分企业近几年产能利用率呈提升态势。一方面说明行业供给尚不存在过剩情形，另一方面企业现阶段有必要加快未来产能投资规划。

图 1：当前定制家居上市公司产能利用率都较高



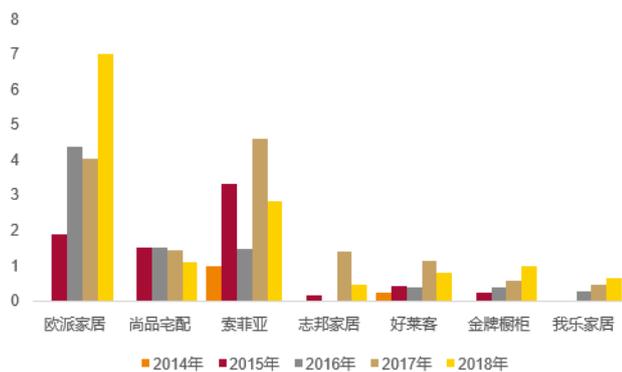
资料来源：公司公告，天风证券研究所

(2) 历史来看，产能释放和营收增长的匹配度一直较好。定制家居产能建设周期短（一般厂房建设 3-4 年，设备 1 年左右），企业会根据未来 1-2 年营收规划调整产能释放速度，所以产能释放和营收增长的匹配度一直很好。从上市公司的情况来看，预计 2018 年是新增固定资产的阶段峰值，之后将会减弱。

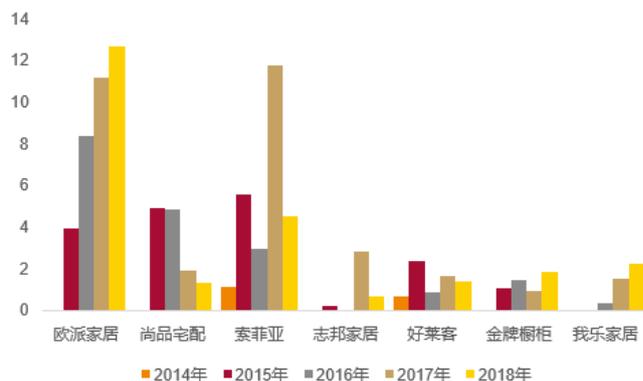
每家产能投资的具体节奏来看：欧派家居近几年发展较快，新增固定资产每年提高，预计 2019 年达到高点（2018 年是资本开支高点，19 年是固定资产新增高点），之后随着产能压力减轻，会阶段性减弱。尚品宅配前几年新增产能较少，目前产能利用率已经较高，2019 年无锡工厂建设会带来固定资产增加的小高峰，之后减弱。索菲亚固定资产新增的高峰在 2017 年，目前产能较充足，预计之后的产能投资都会有所减缓。志邦家居前几年产能投资比较谨慎，有一些外协生产，新的 3 个项目总投资额 29 亿，但也都是分期投资的，要看后续推进节奏。好莱客从化的项目已经完成大半，湖北项目虽然规划总投资大，但是尚未开建，开建预计也是长期布局，未来产能投资预计平稳。金牌橱柜和我乐家居来看，未来都没有特别大的投资规划，预计 2018 年的新增固定资产可能是阶段性峰值。

图 2：近年来定制家居公司生产设备每年新增情况（亿元）

图 3：近年来定制家居公司固定资产每年新增情况（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

(3) 龙头企业生产基地更重视全国化布局。欧派、索菲亚、尚品三家随着规模的扩大,具备了生产基地全国化布局的能力,欧派、索菲亚的全国化布局雏形已经完成,尚品无锡工厂投产后,华东生产基地也将具备规模。**龙头企业全国化布局完成,可以在物流方面节省费用,缩小与地方性企业的成本差距。**

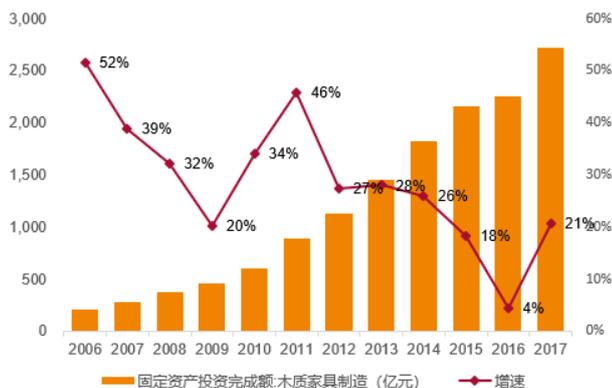
最后,我们尝试从行业投资的角度去理解定制家居这个行业是否可能存在投资过度?是否是一个竞争格局很差的行业?

从木质家具行业的固定资产投资来看,12-14年每年20%以上的增长,到了15-17年回落到平均14%左右,大的投资增速是下台阶的。2018年还没有数据,从上市公司的情况看,投资预计还是增长的,但是到2019年预计增速肯定大幅放缓甚至可能负增长。

近3-5年的CAGR同其他行业对比,木质家具制造行业固定资产投资增速不低,但是也要注意,木质家具近几年消费需求增长也非常快,相比而言,调味品、纸制品、家电等需求相对比较平稳,所以木质家具的固投增长较快也是在情理之中。此外,像文教办公用品制造的固投增速还要高于木质家具行业,但是该行业龙头的市场集中度仍在提高,竞争格局在不断优化。

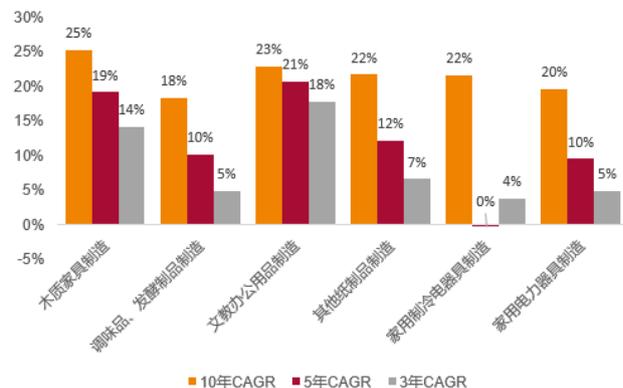
从动态的角度来看,木质家具制造行业的近3-5年的固投增速虽然略高于其他行业,但是10年的CAGR都相差不多,说明其他行业在5年前的投资增速也是很快的,是随着行业需求放缓,投资增速才相应放慢的。木质家具行业由于定制家具的兴起,这几年需求增速很快,但随着定制渗透率提升到一定水平,投资增速也在下降,行业新进入者也越来越少,目前也只有诗尼曼有上市计划(IPO辅导备案阶段),未来5年,该行业投资增速继续下台阶应该是无疑的。

图 4: 木质家具行业的固定资产投资增速是下台阶的



资料来源: Wind, 天风证券研究所

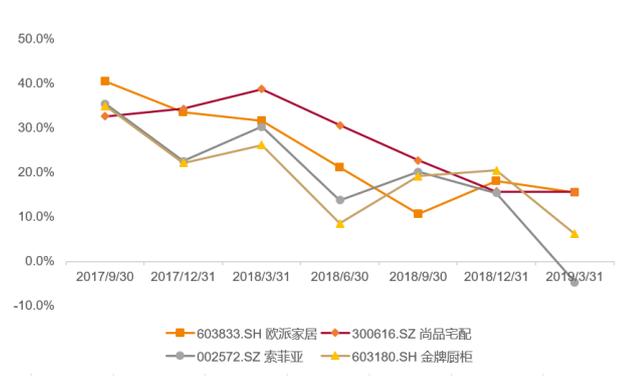
图 5: 木质家具制造行业的近3-5年的固投增速虽然略高于其他行业,但是10年的CAGR都相差不多



资料来源: Wind, 天风证券研究所

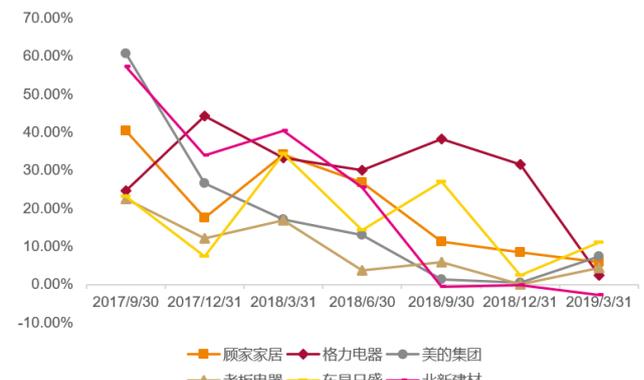
我们用一个证据说明定制家居行业并没有因为上市公司较多，产能扩张快而导致增长明显放缓的情况。2018年下半年，定制家居的公司增长都开始放缓，我们认为主要原因是交房减少导致总需求下行，因为地产产业链上所有公司增长在那一时期都出现放缓。被认为竞争格局较好的成品家具，家电、建材、家装企业的增速同样放缓。四家定制企业18年下半年至今，3个季度的收入单季度增速平均值为14.6%（利润增速除了索菲亚以外，其余公司均快于收入增速），其他6家地产产业链龙头平均值为8.6%，不含北新建材为10.5%。说明定制家居企业的增速放缓受行业竞争情况的影响不大，其成长性还优于其他相关行业。

图 6：四家定制企业 18 年下半年至今的收入单季度增速平均值为 14.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：其他地产产业链龙头 18 年下半年至今的收入单季度增速平均值为 8.6%，不含北新建材为 10.5%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 正文——定制家居行业产能和投资规划研究

定制家居行业近几年有较多公司成功上市，并陆续公告一些新产能投资计划，资本市场担心该行业会因此出现短期产能过剩和竞争过度激烈的情况。为了研究清楚这个问题，我们这篇报告梳理了 7 家主要定制家居上市公司的产能利用率情况，未来投资计划以及投产对产能利用率的影响，希望能使投资者更清晰的掌握定制行业的供给情况。

由于上市公司在后续年报中没有再披露产能的情况，所以我们每年新增生产设备来估算产能的增加（生产设备是最直接可以带来产能的，而其他的固定资产可能受拿地价格或建筑工程价格的影响，和产能并无直接关系）。根据一些募投项目披露的情况，大约每 1 亿的生产设备投入可以带来 4.4 亿的产值（即营业收入），从而就可以来测算出每年新增产能的状况。我们测算中是根据每年固定资产中新增生产设备的量来计算对应产能，但是在建工程里面还有一部分设备，有些可能部分已经能够生产，但我们并没有考虑在当年新增产能中，可能导致阶段性有一些误差。

表 1：每一亿生产设备投入大约可带来 4.4 亿元的产值

公司	项目	总投资(亿元)	设备(亿元)	产值(亿元)	每一亿元设备对应产值
尚品宅配	无锡项目	8.23	3.31	33.08	5.00
索菲亚	华中基地	13.00	7.05	30.80	4.37
	崇州项目	4.67	2.57	14.00	5.45
金牌厨柜	同安项目	4.00	1.78	7.50	4.21
	泗阳项目	1.79	1.21	4.15	3.43
	清远项目	10.81	5.05	22.49	4.45
欧派	无锡项目	8.35	5.63	23.17	4.12
	成都项目	21.13	10.65	46.38	4.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

上市公司公告的产能一般指两班制下的产能，年生产天数在 300 天左右（各家口径可能略有差别），由于定制家具生产没有库存，所以淡旺季的产能利用率可能相差 20%—30%。

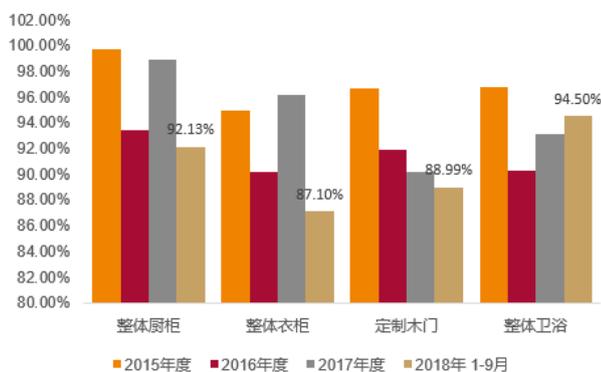
旺季时，在原规划产能基础上可以通过增加生产天数，增加工人等手段提升产能，大约有10%左右的提升弹性。

2.1. 欧派家居——可转债募投项目的投产并不会拉低公司的产能利用率

根据欧派家居公告的情况，目前产能利用率保持较高的状态，2018年1-9月来看，橱柜的产能利用率是92.13%，衣柜是87.1%，木门是88.99%，整体卫浴是94.50%。

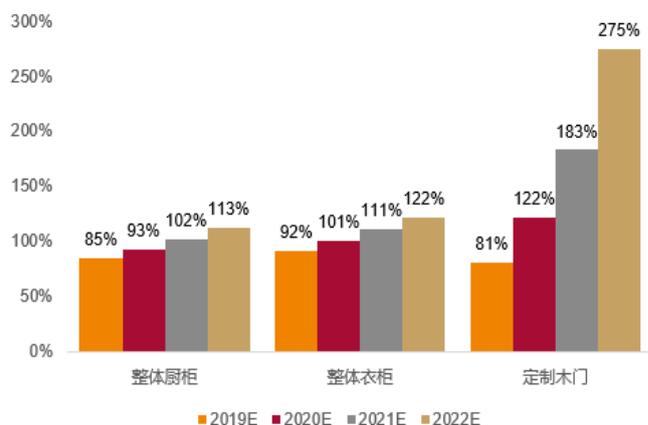
根据欧派的预测，假设整体橱柜、整体衣柜、定制木门销量的复合增长率仅达到过去三年复合增长率的一半，即按10%、30%和50%近似计算，首次公开发行募集资金投资项目达产后公司的产能仍然无法满足2020年的销售需求。所以有必要展开新产能的投资建设。

图 8：欧派四个品类产能利用率均保持较高水平



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：首次公开发行募集资金投资项目达产后公司的产能仍然无法满足 2020 年的销售需求



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：欧派的四大生产基地(含在建)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

欧派下一步产能建设主要是可转换债券募集资金去投资的三个项目，即清远(二期)、

无锡（二期）、成都生产基地的建设，三个项目总投资是 40 亿，预计开始建设后 4 年可以达到全部预计产能，全部达产可以产生 92 亿营业收入。根据公司的在建工程来看，2018 年底，成都项目已经投资了 7.7 亿，无锡项目一期在 18 年 6 月已经完成投产，17 年之前新增金额已经达到预定的 7.1 亿，所以 18 年新增投资 4.2 亿可以认为是二期工程。清远项目我们无法区分一二期投资，且认为之前投资都是一期投资。也就是说，19 年之后，新产能还要再投资约 28.1 亿。

按照公司规划，假设欧派这 40 亿投资的项目在未来 4 年逐步转固，每年平均 10 亿，过去两年，欧派的固定资产每年新增约 12 亿，所以未来几年公司投资的速度也会有所放缓。

2018 年欧派橱柜木卫四个品类营收合计为 108.56 亿元，假设未来四年（2019-2022 年）收入复合增速为 15%，则 2022 年收入达到 189.87 亿，相比 2018 年增长 81.31 亿，这期间可转债募集资金投资的项目释放产能对应的产值为 92 亿，增量部分的产能利用率为 88.38%，和 2018 年 1-9 月的平均产能利用率差不多。所以募投项目的投产并不会拉低公司的产能利用率。

表 2：公司在建工程项目情况

在建工程项目名称	期初余额(元)	本期增加金额(元)	本期转入固定资产金额(元)	期末余额(元)
天津工程项目	64,908,213.55	9,935,952.70	3,869,982.90	70,974,183.35
江高工程项目	48,339,798.62	103,736,683.23	36,834,058.30	115,242,423.55
无锡工程项目（募投）	458,177,305.01	125,614,793.22	349,607,382.85	234,184,715.38
琶洲工程项目	9,892,336.72	65,343,741.33	33,969.49	75,202,108.56
清远工程项目（募投）	276,257,198.54	341,947,121.47	271,306,801.09	346,897,518.92
成都工程项目（募投）	51322453	716,623,993.00	0	767,946,447.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：欧派下一步计划投产的 3 个生产基地的情况

投资项目	预计总投资(亿元)	设备投入	预计完工/建设周期	产能	达产收入
清远生产基地（二期） 建设项目	10.81	5.05	第三年达产率 60%；第 四年达产率 100%	厨柜 5.8 万套、衣柜 60 万套	22.49
无锡生产基地（二期） 建设项目	8.35	5.63	第三年达产率 60%；第 四年达产率 100%	衣柜 58 万套、木门 55 万樘	23.165
成都欧派智能家居建设 项目	21.13	10.65	第三年达产率 60%；第 四年达产率 100%	厨柜 20 万套、衣柜 80 万套、 木门 40 万樘	46.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 尚品宅配——产能利用率高，无锡工厂投产后投资预计放缓

尚品宅配上市前产能利用率一直在 90%以上，上市后，主要是佛山维尚五厂逐步投入使用，而收入的增长是比较快的，所以我们计算出的产能利用率近两年逐步提升，2018 年达到 99.64%（2017-2018 年产能是我们计算值，此前为公告值）。

考虑到无锡工厂预计在 2019 年下半年投入使用，无锡工厂一期的总投资是 10 亿元，其中设备投资 4.5 亿元，根据测算全部达产可带来营业收入 20.2 亿元，从而增加产能 103 万件，当然一期工程也是未来几年分批次投入生产，每年对产能的增加是温和的。

表 4：尚品宅配产能利用率一直在 90%以上

时间	产能(件)	产量(件)	产能利用率	销量(件)	产销率	产值(出厂口径)万元	单件对应产值	设备新增(万元)
2014	696701	627932	90.13%	607008	96.67%			
2015	1048097	954921	91.11%	941208	98.56%	183700	0.1952	

2016	1420739	1280563	90.13%	1279814	99.94%	247248	0.1932	
2017E	1747951	1669465	95.51%	1671632	100.13%	329637	0.1972	14260
2018E	2001047	1993758	99.64%	1999146	100.27%	395728	0.1979	11030

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 5：公司目前在建工程，无锡工厂一期的总投资是 8.98 亿元

2018 年 在建工程（亿元）	预算数	期末余额	工程进度
维尚家具五厂建设项目	5.30	0.02	81.00%
无锡维尚工厂建设项目	30.00	2.62	8.75%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从尚品的投资规划来看，推进较快的主要是无锡工厂的建设，一期项目正在进行。成都的西南生产基地总投资是 10 亿元，但是用地还在招拍挂阶段，不会很快投入建设。

假设尚品无锡工厂一期在 2019 年达产，则 2019 年是公司固定资产新增的高峰期，之后随着产能压力的缓解，新增产能投资将逐渐放缓。

表 6：尚品的投资规划来看，进展较快的主要是无锡工厂的建设

项目	总投资（亿元）	设备投资（亿元）	进展
无锡维尚工厂建设项目一期	8.98	4.49	19 年下半年部分投产
成都西南研发生产基地	10	-	土地招拍挂

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 索菲亚——2017 年是固定资产新增高峰

索菲亚在年报中有公告自己的产能，近几年衣柜产能利用率逐步提升，2018 年达到 87.59%，橱柜 2018 年也提升到 54.3%。在建工程里，对产能有影响的主要是待安装固定资产，目前账面余额是 3.46 亿，建设进度到 85.9%，也就是说全部投产的话增加产值约 21.5 亿元，刚好匹配 19-20 年的收入增长需求。

表 7：索菲亚近几年衣柜产能利用率逐步提升，2018 年达到 87.59%，橱柜 2018 年也提升到 54.3%

产品	日期	产能（万单/年）	产能利用率
定制衣柜	2015	142.99	83.92%
	2016	225.00	80%
	2017	258.50	85.60%
	2018	296.88	87.59%
定制橱柜	2015	5.475	
	2016	6.3145	
	2017	7.811	41.83%
	2018	10.1105	54.30%

资料来源：公告年报，天风证券研究所

表 8：公司在建工程里，对产能有影响的主要是待安装固定资产，目前账面余额是 3.46 亿

在建工程（亿元）	预算数	期末余额	工程进度
待安装固定资产	10.22	3.46	85.90%
河南厂房办公楼	4.89	1.62	0.63%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

索菲亚这几年陆续公告了一些投资规划，市场有担心会不会过度投资，但是细分来看，

这些规划的建设周期都比较长，预计产能释放主要在 2021 年之后，索菲亚 2018 年产能相比 2015 年增长 107.6%，营业收入也增长了 128.7%，产能和收入增长一直匹配度较好，所以预计公司未来也会根据实际的销售计划，及时调整生产设备的投放节奏。

表 9：公司在建项目投资情况

公告时间	投资项目	预计总投资（亿元）	设备投入（亿元）	预计完工/建设周期
2018/12/18	华中生产基地(一期)扩产项目	6		2021 年 9 月
2017/8/14	华东生产基地三期-嘉善	8.02	4.5	4 年
2017/4/29	司米橱柜二场湖北黄冈	8.7		4 年
2017/3/27	崇州项目一期投资	4.67	2.57	
2017/1/17	恒大索菲亚河南兰考家居项目	12（一期 4 亿）	一期 1.76	5 年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：索菲亚全国生产基地分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 志邦家居——产能利用率较高，投资审慎

根据志邦的公告，公司橱柜产能利用率一直较高，2018 年为 94.34%，衣柜的产能利用率逐步攀升，2018 年达到 95.22%。

在新产能建设方面，“年产 20 万套整体厨柜建设项目”工程进度达 64%，预计很快能投产，但是总投资额不大。法兰菲 180 工厂和志邦木业配套产业园项目已经在建设，两个项目总投资 22 亿，预计能满足未来 3-4 年的生产需求。志邦标准柜制造项目还未开工建设，该项目主要是为工程类项目配套产能。

表 10: 志邦橱柜产能利用率一直较高, 2018 年为 94.34%, 衣柜 2018 年达到 95.22%

产品名称	时间	产能 (套)	产量 (套)	产能利用率
整体橱柜	2014 年度	120000	126710	105.59%
	2015 年度	150000	145634	97.09%
	2016 年度	200000	217284	108.64%
	2017 年度		286989	
	2018 年度	320000	301876	94.34%
全屋定制	2015 年度	20000	6078	30.39%
	2016 年度	30000	25037	83.46%
	2017 年度		61614	
	2018 年度	200000	190441	95.22%

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

表 11: 公司在建工程进度情况

项目名称	预算数 (亿元)	期末余额 (亿元)	工程进度	产能
年产 20 万套整体橱柜 建设项目	3	0	64.00%	20 万套/年整体橱柜
法兰菲 180 新厂项目	10	1	19.00%	28 万套/年整体衣柜
志邦木业配套产业园 项目	12	0.89	9%	50 万套/年木门及家居 配套

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司主要有三大生产厂区投入生产, 都在安徽省, 包括双墩厂 (占地面积 11.8 万平方米)、荷塘路厂 (占地面积 1.96 万平方米)、连水路厂 (占地面积 5.8 万平方米)。另有三个在建厂区: 木业厂、180 厂、标准柜厂。

表 12: 公司在建项目产能及投资情况

投资项目	预计总投资 (万元)	产能
志邦木业配套产业园项目-安徽长丰	12	木门及家居配套 50 万套
法兰菲 180 新厂项目-安徽长丰	10	28 万套整体衣柜
标准柜制造项目-安徽庐阳	7	产家居 4 万套、卫浴柜 4 万套和整体衣帽间 6.5 万套定制家居

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.5. 好莱客——产能利用率较高

好莱客 2014 年之前有公告产能的情况, 之后的年份我们根据其生产设备的新增进行估算, 发现近几年产能利用率已经超过 100%。但是考虑到公司 2018 年底有较多的在建工程, 且一些项目完成进度较高, 可能一些虽然没有转固, 但是已经可以贡献产能。我们测算在建工程可以贡献产能 430 万平米, 用 2018 年产量/考虑在建工程后的产能, 则产能利用为 72.6%, 当然公司 2019 年产量还会增长, 而且在建工程中还有一部分是橱柜、木门的产线, 所以 2019 年衣柜的产能利用率肯定会高于 72.6%。

表 13: 公司近几年产能利用率较高, 考虑在建工程项目投产后依然保持较高水平

时间	产能 (万平米)	产量 (万平米)	销量 (万平米)	产能利用率	产销率	收入 (万元)	每万平米对应收入	设备新增
2011	180	157	157	87.4%	99.7%			
2012	220	189	189	85.9%	100.2%			
2013	302	270	268	89.6%	99.3%			
2014	363				100.5%	90100		2470

2015E	448	461	461	103.0%	100.0%	108200	235	4165
2016E	528	633	619	119.8%	97.8%	143300	231	3980
2017E	762	848	849	111.3%	100.1%	186300	219	11540
2018E	921	981	982	106.5%	100.1%	213300	217	7850

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 14：公司几个在建工程已经接近完成

在建工程	预算数(亿元)	期末余额(亿元)	工程进度
惠州好莱客厂区三期扩建项目	1.37	1.25	95%
从化好莱客定制家居智能生产建设项目	2.3	1.2	60%
设备调试工程（多项）	1.51	0.9	90%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从公司规划的产能投资计划来看，从化生产基地的一期已经开工，投资是 2.3 亿，已经完成了 60% 的建设，其增加的产能已经考虑在上文提到的 430 万平方米中。湖北汉川的生产基地一期规划投资是 7.75 亿元，主要靠可转换债募集资金投入，从开工到完成预计需要 2-3 年时间，用以保障未来几年的生产需求。

表 15：公司在建项目投资及产能情况

项目	总投资（亿元）	设备投资（亿元）	产能
定制家居智能生产建设项目（从化）	5.5	2.78	
好莱客（湖北汉川）工业 4.0 制造基地项目	20		衣柜 1,000 万平方米，厨柜 10 万套，木门 40 万樘

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.6. 金牌厨柜——未来产能计划投资量不大

根据我们测算，2018 年公司橱柜的产能利用率已经达到 94.75%，而且近 5 年都在 94% 以上，目前公司在建工程量不大，泗阳二期项目建设进度达到 75%，主要是同安四期项目未来投资较大，但也要分比较多年建设。

表 16：2018 年公司橱柜的产能利用率已经达到 94.75%（2018 年产能利用率为测算值，此前为公告值）

日期	产能（万套）	产能利用率	橱柜产量（万套）	产销率	橱柜收入（万元）	每万套对应产值	设备新增
2014 年	6.9	94.49%	6.48	99.45%			
2015 年	8.45	94.76%	7.93	99.36%	78400	9887	
2016 年	13.5	94.81%	12.84	100.34%	109900	8559	
2017 年	19.8	94.00%	18.58	99.72%	138600	7460	
2018 年	22.8	94.75%	21.6		153600	7111	4900

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 17：在建项目工程进度

在建工程	预算数(亿元)	期末余额(亿元)	工程进度
同安四期项目	5	0.07	1.48%
泗阳二期项目	1.6	0.46	75.87%
泗阳三期项目	0.29		0.07%

资料来源：公告年报，天风证券研究所

未来的投资规划方面，公司拟投的项目主要集中在福建和江苏两省，总体投资规模不大，泗阳二期已经建设大半，主要是同安四期项目未来陆续投产，预计也是随着公司营收的增长而逐步增加，保持较高的产能利用率。

表 18：未来产能计划投资量不大

投资项目	预计总投资（亿元）	设备投入（亿元）	预计产生收入（亿元）	产品
同安四期项目 1-4 厂房建设项目	4.00	1.78	7.50	本项目拟新建压贴车间、零售厨柜车间、木门车间等厂房及其配套设施。
江苏泗阳二期项目 3、5 厂房建设项目	1.79	1.21	4.15	本项目拟新建压贴车间、钢烤车间、工程厨柜、木门车间等厂房及其配套设施。

资料来源：公告年报，天风证券研究所

2.7. 我乐家居——生产基地主要集中在南京

我乐家居 2016 年之后没有公布产能的情况，我们假设 2016 年综合产能利用率为 92%，2016 年之后只有一个项目在建设，就是投资 4.15 亿的全屋定制智能家居系统项目，该项目完全投产后，预计增加产值 9.02 亿元，根据 wind 一致预测，2019 年营收为 13.45 亿，则对应产能利用率为 81.7%。

表 19：公司 14-16 年产能及产能利用率情况

	产能（套）	自主产量（套）	产能利用率	销量（套）	产销率
整体橱柜					
2014 年	94500	81119	85.84%	76429	94.22%
2015 年	93000	71327	76.70%	74254	104.10%
2016 年	72580	65708	90.53%	70945	107.97%
定制衣柜					
2014 年	3000	2950	98.33%	3063	103.83%
2015 年	15000	10665	71.10%	11104	104.12%
2016 年	22600	21810	96.51%	21168	97.06%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 20：公司目前唯一的在建项目即将完工

在建工程（亿元）	预算数(亿元)	期末余额(亿元)	工程进度
全屋定制智能家居系统项目	4.15	0.48	83%

资料来源：公告年报，天风证券研究所

公司目前投产和规划中的共有两大生产基地，分别位于江苏省南京市江宁区 and 溧水区，其中江宁工厂占地面积 3.3 万平方米，溧水厂区总占地面积 9.6 万平方米。目前公司规划在建设的項目只有“全屋定制智能家居系统项目”这一个，可见公司未来的投资是比较谨慎的，而且生产基地都在江苏省境内。

表 21：全屋定制智能家居系统的投入/产出情况

投资项目	预计总投资（亿元）	设备投入（亿元）	预计完工/建设周期	产值（亿元）
全屋定制智能家居系统项目	4.15	2.05	2019 年	9.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

从定制家居行业的供给侧角度来看，首先当前上市公司产能利用率都较高，历史上产能释放和营收增长的匹配度一直较好，未来的投资规划也都比较温和。行业投资看，木质家具行业固投过去几年增长确实较快，但也是由于消费需求旺盛所致，这几年投资增速持

续在下台阶，行业格局并未观察到过度拥挤的情况，定制家具产品没有存货，也不容易直接比价，所以我们预计行业的整合会是一个渐进的过程，既不会有集中度快速的提升，也不会有利润率的大幅下滑。

19 年上半年来看，竣工交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃库存、家装等年初有所改善，1-6 月家居精装修订单增速较快，预示下半年精装房交付会较多，所以下半年整体交房回暖仍可期待。企业层面，由于去年下半年企业订单和业绩基数都很低，今年价格战减弱，三费控制加强，减税影响二季度开始体现，预计不改全年业绩逐季回暖的趋势。长期角度推荐综合实力强、大家居布局领先的【欧派家居】、【尚品宅配】；需求回暖、业绩改善角度，推荐弹性较大的【索菲亚】、【志邦家居】、【好莱客】等；贸易战预期改善、原材料价格下降角度推荐【顾家家居】；精装修渗透率提升，企业业绩加速角度建议关注【江山欧派】、【惠达卫浴】。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com