

家用轻工行业深度研究报告

地产集采规模势起，家居企业挖掘新机遇

推荐（维持）

- **地产商集采逐渐成熟，市场空间持续扩大。**集中采购是指企业按照统一的分类标准，汇总采购需求，立足于公司整体层面向多个供应商进行综合考核统一择优采购，集采对房企来说拥有着整合集团资源、实现规模效益、改善供应链管理、提升服务水平等诸多优势。集中度方面，根据优采云平台监测的开发商招标数据，2018年与2019年上半年我国重点70城房企发布招标总量中百强房企发布招标数量占比分别为72.32%和83.59%，集中度呈提升趋势。集采产品类别方面，招中标涉及行业以土建类、精装修类、建筑部品类为主。2018年重点70城房企发布的招标中，招标数量排在前三位的分别是土建类（占比39.0%）、精装修类（占比17.2%）和建筑部品类（占比13.1%）；中标中排名前三的分别是土建类（占比36.7%）、建筑部品类（占比17.7%）和精装修类（占比17.5%）。根据优采云平台监测的开发商招中标数据，在全装修项目中品牌方面，一线品牌具有领先优势。
- **家具企业渠道变革加速，借整装模式挖掘集采领域新机遇。**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，从2017年至今，主要家具上市公司半年度收入增速逐步放缓，尤其以欧派家居、尚品宅配、索菲亚、为代表的龙头企业表现最为明显。在地产压制与行业竞争加剧压力下，家具企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主，但大宗业务占比上升趋势明显。为做好针对地产商、装修公司的业务，我国主要家具上市公司主动出击，目前主要有以欧派家居为代表的整装模式、以尚品宅配为代表的整装云&自营整装相结合模式和以索菲亚为代表的合资设厂模式。
- **建筑卫生陶瓷企业品牌力与产能拓展成为竞争核心，整体卫浴成行业新看点。**瓷砖行业已形成相对成熟的工程销售模式，目前我国上市的瓷砖企业如蒙娜丽莎已经与碧桂园、万科、保利、恒大、中海等著名房地产商具备多年良好合作关系。长期来看，随着产业集中化和环保压力导致的落后产能淘汰，中国陶瓷行业有望出现“强强联合、强弱整合”的趋势，品牌集中度将进一步加强，扩产能力成为建筑陶瓷企业竞争的核心。卫浴企业经过多年发展也已形成较为成熟的工程销售模式，以惠达卫浴为例，公司工程渠道采取直营+经销模式，大客户由公司直接对接，地方性的房地产商、养老公寓等小项目由经销商落地。与瓷砖企业不同，卫浴企业近年来在发展传统工程合作模式同时，纷纷积极探索整体卫浴领域来抢占新市场。
- **地产集采规范化扩大化趋势下，家居龙头有望获益。**我们认为随着精装房、装配式住宅等政策持续落地，家装产业链条料将更为规范化、集约化，而处于家装产业链中下游的家居企业面向地产商、装修企业等客户的TOB业务规模有望持续扩大，近期我们对家具销售渠道的草根调研也进一步验证这一趋势。品牌定制家具传统客流结构中自然进店客户占到绝大多数的现象在逐渐变化，家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。随着2018年下半年和2019年上半年家具渠道的深刻变化（装修公司推进整包，精装房占比提升），整装、精装房样板间、线上+线下非自然进店客户成为重要来源，不同企业之间因为渠道管理能力差异导致新渠道获客能力差异凸显。我们认为未来品牌力、渠道流量掌控力与生产能力领先的企业有望获益地产商、装修企业集采规模扩大。其中，家具龙头企业有望通过整装布局实现突破，瓷砖企业有望通过产能优势取得先机，而卫浴企业有望通过整体卫浴布局加快发展。
- **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)	69	1.87
总市值(亿元)	4,227.36	0.67
流通市值(亿元)	2,573.29	0.56

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	8.95	-6.84	6.95
相对表现	0.59	-13.5	-15.78


相关研究报告

《瓷砖龙头企业发展新机遇：精装房带来工程业务蓝海》

2019-03-27

《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（六）：“整装”引领家居渠道变革，龙头企业“渠道”优势凸显》

2019-06-30

目录

一、地产商集采逐渐成熟，未来市场空间料将持续扩大.....	5
(一) 地产商集采市场稳步发展，集中度持续扩大提升	5
1、地产商集采市场稳步发展，集中度提升	5
2、厨卫家居产品成全装修采购重点，一线品牌占据优势	6
(二) 受益住宅产业化、精装房政策等，地产商集采市场空间料将持续扩大	7
1、房地产集中度提升与住宅产业化加速推动地产集采发展	7
2、精装房政策持续推进扩大集采市场空间	8
二、家居企业主动出击，挖掘地产集采领域新机遇.....	10
(一) 家具企业通过整装模式挖掘 to B 业务	10
1、家具行业：强地产后周期行业，渠道变革加速，大宗业务占比提升	10
2、家具厂商：传统家具企业面对大型工程商，议价能力尚为有限	12
3、主动出击：整装模式崛起，家居企业纷纷应变	13
(二) 建筑卫生陶瓷企业品牌力与产能拓展为竞争核心，整体卫浴成新看点	18
1、瓷砖企业工程模式较成熟，产能拓展为竞争核心	19
2、卫浴企业积极布局整体卫浴，抢占新市场	21
三、地产集采规范化扩大化趋势下，家居龙头企业有望获益.....	24
四、风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 地产商采购材料大体分为战略采购和项目采购	5
图表 2: 全国重点城市房企发布招标数量对比	6
图表 3: 2018 年全国重点 70 城市行业招/中标数量统计	6
图表 4: 2018 重点 70 城全装修房企项目及中标供应商	6
图表 5: 2018 重点 70 城全装修项目部品应用占比 top10	6
图表 6: 2018 重点 70 城全装修橱柜应用品牌 top5	7
图表 7: 2018 重点 70 城全装修建筑陶瓷应用品牌 top5	7
图表 8: 2018 重点 70 城全装修地板应用品牌 top5	7
图表 9: 2018 重点 70 城全装修室内灯具应用品牌 top5	7
图表 10: 房地产行业市场集中度:销售金额:CR30 (%)	8
图表 11: 房地产行业市场集中度:销售面积:CR30 (%)	8
图表 12: 精装房相关政策梳理	8
图表 13: 2018 年房企精装采购单套价格假设 (单位: 元)	9
图表 14: 预计 2022 年房企精装采厨卫家居产品市场规模可达 3854 亿元	9
图表 15: 家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高	10
图表 16: 主要家具公司半年度收入增速呈下滑趋势	11
图表 17: 经销渠道收入占比	11
图表 18: 大宗业务收入占比	11
图表 19: 大宗业务收入规模 (万元)	12
图表 20: 前五大客户销售收入占营收比重	12
图表 21: 应收账款周转率比较 (单位: 次)	12
图表 22: 2018 年主要家具上市公司分渠道毛利率	13
图表 23: 住宅套数与客流量测算	14
图表 24: 整装市场规模测算	15
图表 25: 欧派家居整装模式	15
图表 26: 欧派家居部分合作家装公司	16
图表 27: 整装云采用 S2B2C 商业模式	16
图表 28: HOMKOO 整装云范围分布	17
图表 29: 尚品宅配整装云四大系统	17
图表 30: 整装云平台合作品牌举例	17
图表 31: 整装云平台去渠道化	17
图表 32: 各报告期末整装云会员数量 (个)	18

图表 33: 公司整装收入 (万元)	18
图表 34: 索菲亚产品工业布局 (2018 年)	18
图表 35: 建筑卫生陶瓷产业间关联度雷达图	19
图表 36: 我国陶瓷产销量与房屋竣工面积相关性强	19
图表 37: 蒙娜丽莎分渠道销售收入占比	20
图表 38: 东鹏控股分渠道销售收入占比	20
图表 39: 欧神诺分渠道销售收入占比	20
图表 40: 2016 年欧神诺前五大客户销售情况	20
图表 41: 科逸股份整体卫浴收入规模 (亿元)	21
图表 42: 科逸股份分渠道收入结构	21
图表 43: 科逸股份销售回款期设置	22
图表 44: 有巢氏整体卫浴产品示例	22
图表 45: 海鸥住工整体卫浴相关项目进展	22
图表 46: 上市公司、实际控制人、高管及苏州科逸前高管共同出资成立惠达住工	23
图表 47: 惠达卫浴整体卫浴产品示例	24
图表 48: 家具经销商反馈卖场自然进店客流占比下降	24
图表 49: 家具新营销渠道	24

一、地产商集采逐渐成熟，未来市场空间料将持续扩大

集中采购是指企业按照统一的分类标准，汇总采购需求，立足于公司整体层面向多个供应商进行综合考核统一择优采购，集采对房企来说拥有着整合集团资源、实现规模效益、改善供应链管理、提升服务水平等诸多优势。集中度方面，根据优采云平台监测的开发商招标数据显示，2018年与2019年上半年我国重点70城房企发布招标总量中百强房企发布招标数量占比分别为72.32%和83.59%，集中度呈提升趋势。集采产品类别方面，招中标涉及行业以土建类、精装修类、建筑部品类为主。2018年重点70城房企发布的招标中，招标数量排在前三位的分别是土建类（占比39.0%）、精装修类（占比17.2%）和建筑部品类（占比13.1%）；中标中排名前三的分别是土建类（占比36.7%）、建筑部品类（占比17.7%）和精装修类（占比17.5%）。根据优采云平台监测的开发商招中标数据，在全装修项目中品牌方面，一线品牌具有领先优势。

（一）地产商集采市场稳步发展，集中度持续扩大提升

1、地产商集采市场稳步发展，集中度提升

集中采购是指企业按照统一的分类标准，汇总采购需求，立足于公司整体层面向多个供应商进行综合考核统一择优采购。跨区域经营的大型房地产企业需要更加标准化的产品去实现规模化，从而匹配其迅速开拓全国市场的需要。同时集采对房企来说也拥有着整合集团资源，实现规模效益，改善供应链管理，提升服务水平等诸多优势。

根据不同的角度，地产商采购可以分为多种类型。如按照招标方式分类可分为公开招标、邀请招标和独家议标；按战略采购协议可分为集中采购协议和长期合作协议；按照战略采购实施主体可分为单个房企独自开展和多个房企形成采购联盟联合开展两种形式；按照战略采购协议适用的项目地域可分为区域性战略采购和全国性战略采购等。我们根据草根调研，将地产商物料采购按照实施主体分为战略采购和项目采购。

图表 1：地产商采购材料大体分为战略采购和项目采购

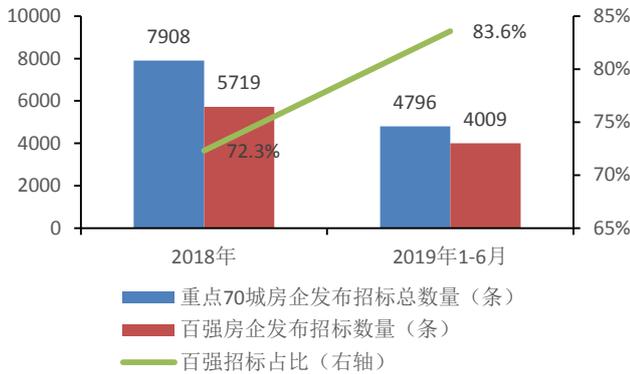
采购类型	主要地产商类型	招标采购时间点	材料预测准确率	签单时间
战略采购	万科恒大等大型地产商	一般在年尾，部分在6月份开始准备	一般在80%左右	不同地产商有所差异，有些在每年12月31日前签完下一年度采购合同，有些在每年3-5月份签完当年采购合同
项目采购	全国排名60名之后的开发商	设计方案满足项目利润率要求之后进行材料分解，然后进行采购招标	一般在90%左右	一般在拿地1.5年左右确定好供应商，建筑主体封顶后3个月左右装修材料进场

资料来源：华创证券调研整理

规模较大企业集采量大，集中度提升。根据优采云平台监测的开发商招标数据显示，2018年我国重点70城房企发布招标总计7908条，其中，百强房企发布招标5719条，在招标总量占比72.32%。2019年1-6月全国重点70城房企发布招标总计4796条，百强房企发布招标有4009条，在招标总量占比83.59%，集中度提升。

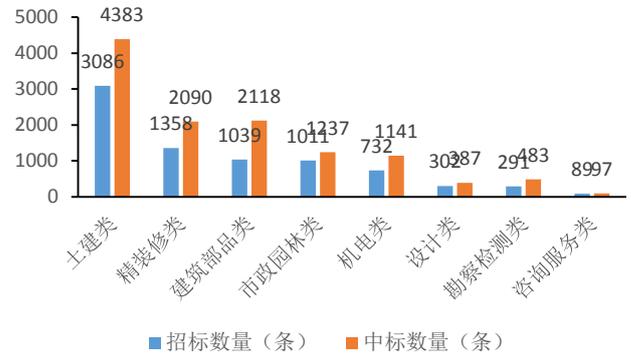
招中标涉及行业以土建类、精装修类、建筑部品类为主。2018年重点70城房企发布的7908条招标中，主要涵盖了机电类、精装修类、建筑部品类、设计类、土建类、市政园林类、勘察检测类、咨询服务类等8个大类，其中，招标数量排在前三位的分别是土建类3086条（占比39.0%）、精装修类1358条（占比17.2%）和建筑部品类1039条（占比13.1%）；2018年重点70城房企发布的11936条中标中，排名前三的分别是土建类4383条（占比36.7%）、建筑部品类2118条（占比17.7%）和精装修类2090条（占比17.5%）。土建类招标主要以总承包工程、桩基工程及消防工程为主；精装修类的招标集中在装修总包、活动家具、厨房电器等；建筑部品类有铝合金门窗、内外墙保温和涂料等行业。

图表 2: 全国重点城市房企发布招标数量对比



资料来源: 优采大数据《2018年全国重点70城工程市场年报》, 华创证券

图表 3: 2018年全国重点70城市行业招/中标数量统计

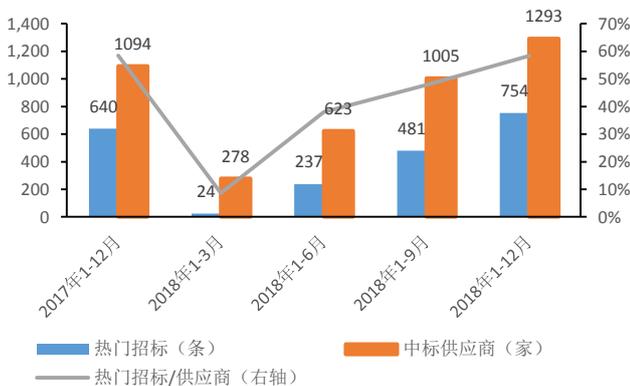


资料来源: 优采大数据《2018年全国重点70城工程市场年报》, 华创证券

2、厨卫家居产品成全装修采购重点，一线品牌占据优势

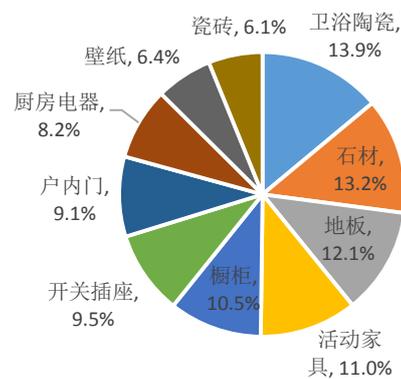
中标供应商数量呈增加趋势，厨卫产品成全装修采购重点。根据优采云平台监测的开发商招中标数据，2018年重点70城全装修项目应用的材料及部品主要包括石材、户内门、活动家具、橱柜、厨房电器、瓷砖、热水器等28个品类，共有225家开发商企业发布2090条中标。中标供应商企业总计1293家，同比增加18.19%。从全国重点70城全装修项目部品应用数量来看，2018年部品应用占比TOP10中（不含装修总包），卫浴陶瓷以13.9%占比居首位；石材次之，占比为13.2%；地板第三，占比为12.1%。此外，厨房和卫生间应用的橱柜、厨电、卫浴陶瓷部品占比合计32.6%，说明厨房、卫生间全装修备受居民关注，已成为全装修的重中之重。

图表 4: 2018重点70城全装修房企项目及中标供应商



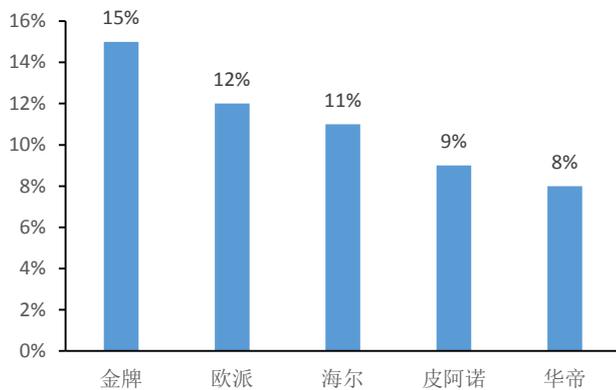
资料来源: 优采大数据《2018年全国重点70城工程市场年报》, 华创证券

图表 5: 2018重点70城全装修项目部品应用占比top10

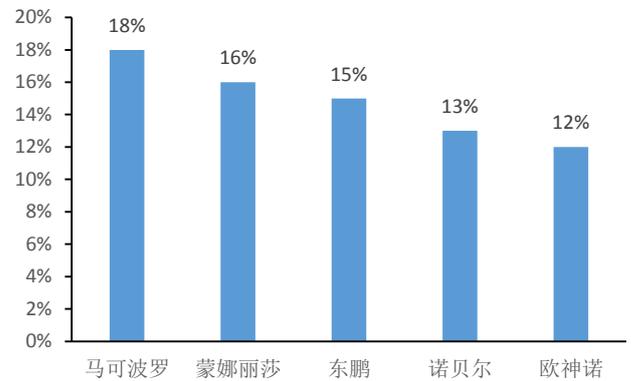


资料来源: 优采大数据《2018年全国重点70城工程市场年报》, 华创证券

全装修项目中标品牌中，一线品牌具有领先优势。根据优采云平台监测的开发商招中标数据，在全装修项目中标品牌方面，一线品牌具有领先优势。其中在橱柜类应用品牌方面，2018年重点70城橱柜应用品牌占比TOP5中，金牌以15%的占比居首位；欧派次之，占比为13%；海尔第三，占比为10%，前五位橱柜应用品牌占比合计55%，行业竞争激烈，具有绝对领导地位的品牌尚未形成，市场集中度有待提升。在建筑陶瓷类应用品牌方面，马可波罗以18%的占比居首位；蒙娜丽莎次之，占比为17%；东鹏第三，占比为14%，前五位建筑陶瓷应用品牌占比达到74%，高品质建筑陶瓷品牌走在了市场的前列，设计和风格受到了消费者的青睐，行业集中度不断提高。

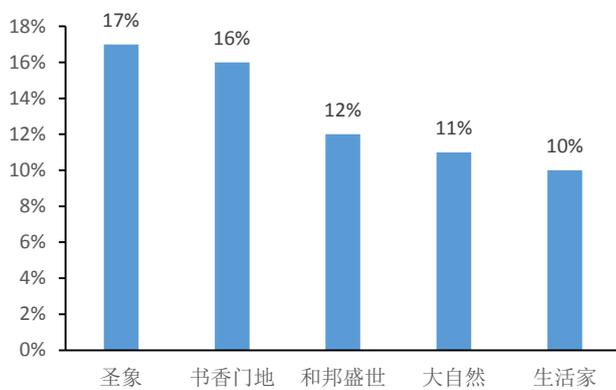
图表 6：2018 重点 70 城全装修橱柜应用品牌 top5


资料来源：优采大数据《2018 年全国重点 70 城工程市场年报》，华创证券

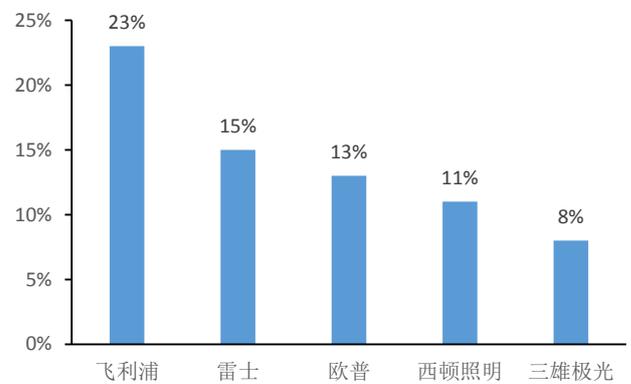
图表 7：2018 重点 70 城全装修建筑陶瓷应用品牌 top5


资料来源：优采大数据《2018 年全国重点 70 城工程市场年报》，华创证券

在地板类应用品牌方面，2018 年重点 70 城地板应用品牌占比 TOP5 中，圣象以 18% 的占比居首位；书香门地次之，占比为 16%；和邦盛世第三，占比为 14%，前五位地板应用品牌占比合计 66%，行业增长有所放缓，市场份额向优势品牌集中，行业集中度有待提升。在灯具类应用品牌方面，2018 年重点 70 城室内灯具应用品牌占比 TOP5 中，飞利浦以 23% 的占比居首位；雷士次之，占比为 17%；欧普第三，占比为 13%。前五位室内灯具应用品牌占比达到 70%，高品质灯具应用率越来越高，品牌分化日益明显，行业集中度不断提高。

图表 8：2018 重点 70 城全装修地板应用品牌 top5


资料来源：优采大数据《2018 年全国重点 70 城工程市场年报》，华创证券

图表 9：2018 重点 70 城全装修室内灯具应用品牌 top5


资料来源：优采大数据《2018 年全国重点 70 城工程市场年报》，华创证券

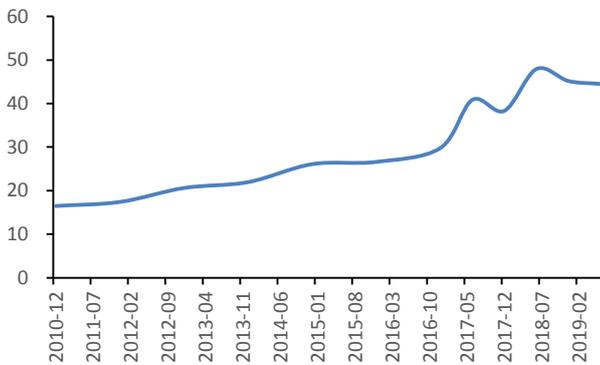
（二）受益住宅产业化、精装房政策等，地产商集采市场空间料将持续扩大

1、房地产集中度提升与住宅产业化加速推动地产集采发展

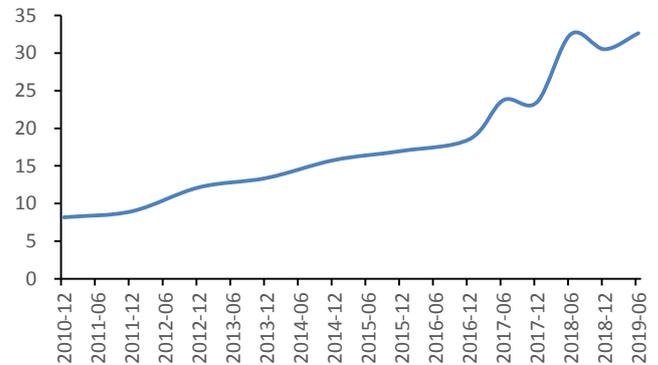
我国房地产行业集中度提升与住宅产业化加速，推动地产商采购模式由传统的分散采购模式向集中采购模式转变。其中，房地产行业市场集中度销售面积 CR30 从 2010 年的 8.17% 增长至 2019 年上半年的 32.63%，同期销售金额由 16.49% 提升至 44.5%。当前行业竞争加剧，融资收紧，政策管制等因素将导致行业继续处于深度整合期间，而如何管控成本提升效益、提高建筑质量、完善服务、提高效率和周转等将决定房地产企业的竞争力和持续发展能力。住

宅产业化主要解决了两方面的问题：一是降低部品和施工质量的不稳定性，提高住宅总体质量；二是通过提高施工技术水平，采用标准化部品等措施，缩短建筑施工周期，提高劳动生产率。

传统的分散采购模式具有成本较高、专业化程度低、信息孤立单一等缺点，同时潜在采购过程不规范可能会导致其效率低下及腐败现象的发生，其无法满足当下大型房企对于跨区域开拓市场，控制成本，提升质量等的要求。集中采购符合住宅产业化进程的要求应运而生进而成长为大型房企采购的主流方式，其优势主要为：1) 集中采购可发挥规模经济优势，利于房企管控成本，提高企业效益；2) 标准化、规范化的部件集中采购利于房企跨区域项目开拓的效率提升，提升周转速度；3) 与供应商签订长期战略合作协议可以为房地产企业保障稳定充足且可靠的产品供应，同时更加精细化的地产上下游供应企业的分工能为房企提供质量更高的产品和服务；4) 筛选出有实力的供应商来提供绿色环保的建材、部件、家居等产品符合当前建设绿色建筑的趋势，同时可以减少资源浪费、降低物耗能耗水平、提升建筑整体质量水平。

图表 10: 房地产行业市场集中度:销售金额:CR30 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 11: 房地产行业市场集中度:销售面积:CR30 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

2、精装房政策持续推进扩大集采市场空间

精装修市场的迅速推进要求房企实行集中采购。自 1998 年中央首提精装房概念开始，我国精装房市场逐步发展。2011 年《建筑业发展“十三五”规划》提出要鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房，新建住宅使用全装修迅速成为了行业共识。2017 年《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》提出，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积要达到 30%，进一步的对全装修房提出了更高的要求。中央对于全装房政策的陆续出台也推动了各地方省市对于全装修房的高度重视，各个省份也陆续推出因地制宜的地方政策来促进全装修房的更高程度的普及。

图表 12: 精装房相关政策梳理

发布时间	政策名称	主要内容	出台部门
1998/08/20	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。	建设部等八部委局
2002/07/18	《建筑业发展“十二五”规划》	逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房，规范装修市场；推行住宅装修工业化生产，提高现场装配化程度，使之成为工业化住宅建筑体系的重要组成部分。	建设部
2008/08/01	《绿色建筑行动方案》	1、要根据本地区实际，以治理野蛮装修、防止破坏房屋结构为重点，着力把好住宅装饰装修安全关；2、进一步完善本地区住宅装饰装修管理制度；3、完善扶持政策，推广全装修房。引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式，逐步达到取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房的目标。	住建部

发布时间	政策名称	主要内容	出台部门
2011/07/06	《建筑业发展“十三五”规划》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。	住建部
2013/01/01	《装配式建筑评价标准》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。	发改委和住建部
2017/04/26	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。	住建部
2017/12/12	《建筑业发展“十二五”规划》	装配式建筑必须采用全装修	住建部

资料来源：住建部，华创证券

预计2022年房企精装采厨卫家居产品市场规模可达3854亿元。2019H1我国商品房住宅销售面积同比下滑1.0%，我们以此为基准增长率粗略估算2019-2022全年住宅销售面积；假设精装房渗透率从2017年的20%起假设以每年3%速度增长；单套精装采购价格按照具体大类粗略统计价格约为72540元每套，并假设每年以5%的速度增长；房企精装采购市场规模故等于每套采购单价*精装修房套数，由此可得出房企精装集中采购的市场规模。经测算，预计2022年房企精装采厨卫家居产品市场规模可达3854亿元。

图表 13：2018年房企精装采购单套价格假设（单位：元）

精装房采购部品	单价（元）	数量（套）	采购金额（元）
户内门	1,600	4	6,400
橱柜	3,000	1	3,000
卫浴陶瓷	2,000	2	4,000
室内灯具	400	5	2,000
家具	30,000	1	30,000
地板	80元/平米	108平米	8,640
厨房电器	10,000	1	10,000
洗衣机	1,500	1	1,500
空调	2,000	2	4,000
电视	3,000	1	3,000
合计			72,540

资料来源：华创证券假设

图表 14：预计2022年房企精装采厨卫家居产品市场规模可达3854亿元

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
商品房住宅销售面积（万平方米）	144,788.77	147,929.42	146,450.13	144,985.62	143,535.77	142,100.41
同比增速（%）	5.3%	2.2%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
住宅平均面积（平方米）	108.36	108.36	108.36	108.36	108.36	108.36
住宅成交套数（万套）	1,336.18	1,365.17	1,351.51	1,338.00	1,324.62	1,311.37
精装房渗透率（%）	20.0%	23.0%	26%	29%	32%	35%
精装修房套数（万套）	267	314	347	394	438	479
房企精装采购单套价格估算（元）			72,540.00	76,167.00	79,975.35	83,974.12
房企精装采购市场规模（亿元）			2,549.01	2,955.43	3,389.98	3,854.25
房企精装采购市场规模增速				15.9%	14.7%	13.7%

资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

二、家居企业主动出击，挖掘地产集采领域新机遇

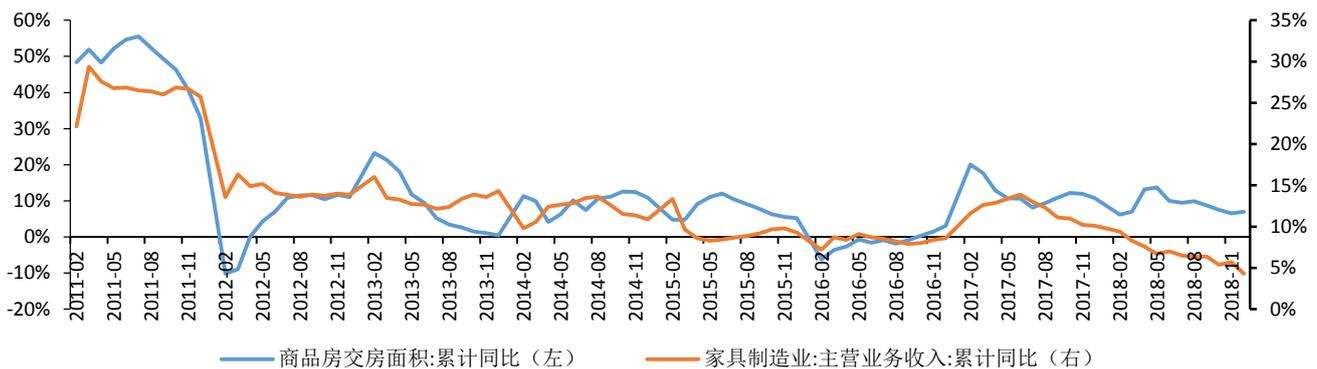
（一）家具企业通过整装模式挖掘 to B 业务

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，从 2017 年至今，主要家具上市公司半年度收入增速逐步放缓，尤其以欧派家居、尚品宅配、索菲亚、为代表的龙头企业表现最为明显。在地产压制与行业竞争加剧压力下，家具企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主，但大宗业务占比上升趋势明显。为做好针对地产商、装修公司的业务，我国主要家具上市公司主动出击，目前主要有以欧派家居为代表的整装模式、以尚品宅配为代表的整装云&自营整装相结合模式和以索菲亚为代表的合资设厂模式。

1、家具行业：强地产后周期行业，渠道变革加速，大宗业务占比提升

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。

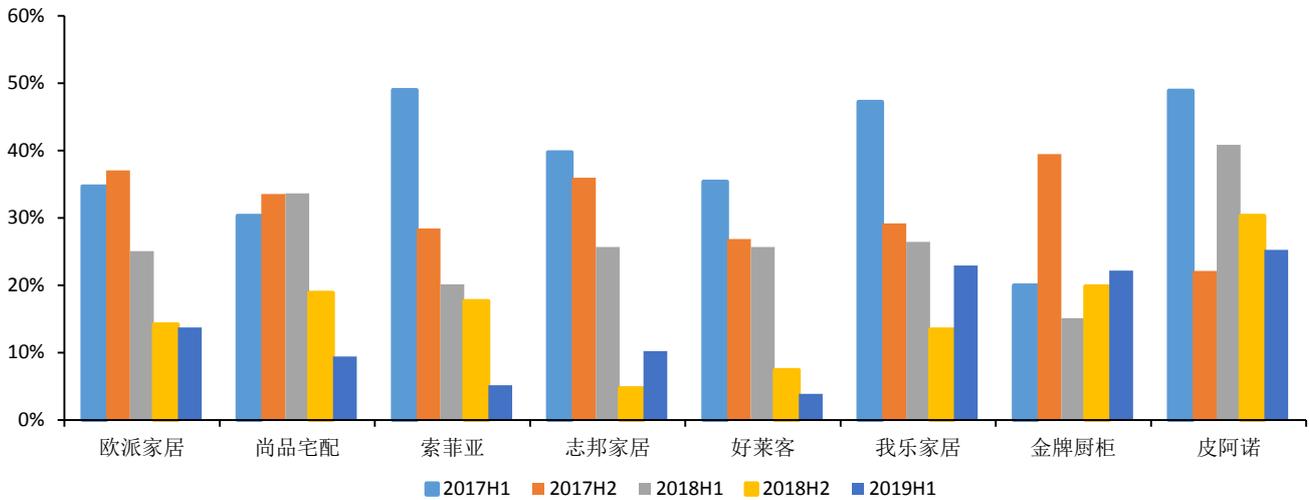
图表 15：家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高



资料来源：Wind，华创证券

上市公司层面，从 2017 年至今，主要家具上市公司半年度收入增速逐步放缓，尤其以欧派家居、尚品宅配、索菲亚、为代表的龙头企业表现最为明显。

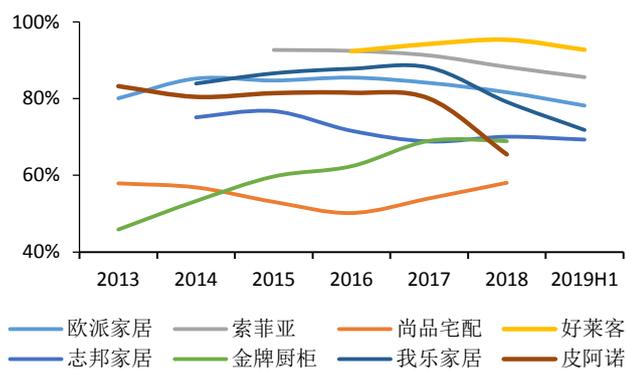
图表 16: 主要家具公司半年度收入增速呈下滑趋势



资料来源: Wind, 华创证券

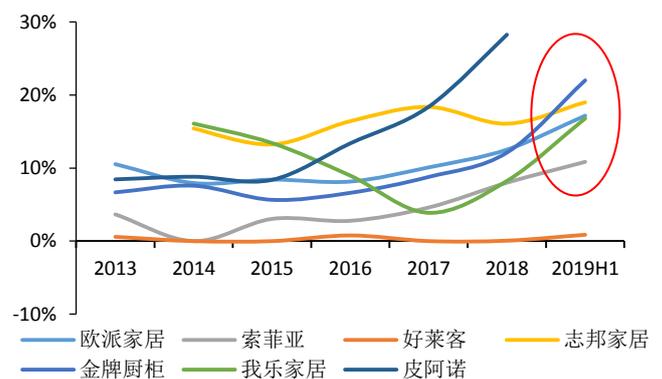
在地产压制与行业竞争加剧压力下, 家具企业纷纷寻求渠道变革, 将获取流量的时间节点向前推移, 目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主, 但大宗业务占比上升趋势明显。整体来看, 我国主要定制家具上市公司以经销为主, 经销商渠道收入占比在 50% 以上, 其中好莱客经销渠道收入占比在 90% 以上, 其次为索菲亚, 在 88%-93% 之间, 欧派家居在 80% 左右, 志邦家居和金牌厨柜在 70% 左右。近两年, 除好莱客以外, 主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势, 2018 年皮阿诺大宗业务占比达到 28%, 其次为志邦家居, 大宗占比 16.06%, 欧派家居与金牌厨柜大宗收入占比也超过 10%, 分别达到 12.51% 和 12.10%。2019 年上半年欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居大宗业务占比进一步提升, 分别达到 17.16%、10.84%、18.98%、21.99% 和 16.78%。

图表 17: 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 18: 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

龙头企业在大宗业务方面规模领先。从近几年家具企业大宗业务收入规模绝对数来看, 龙头企业依托品牌力、供货能力等获取更多大宗业务订单, 收入规模也处于领先水平。2018 年, 欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入分别为 14.18 亿、4.84 亿、3.91 亿和 2.03 亿。

图表 19: 大宗业务收入规模 (万元)

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
欧派家居	41,845	37,561	46,636	57,227	96,411	141,762	92,935
索菲亚	6,303	-	9,220	10,909	23,687	48,424	27,625
志邦家居	-	15,702	15,103	24,771	39,590	39,075	21,133
金牌厨柜	3,745	5,200	4,425	7,259	12,373	20,253	17,269
我乐家居	-	8,368	7,768	6,056	3,543	8,907	8,831
皮阿诺	3,520	4,387	4,219	8,300	14,829	30,645	-

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司半年报, 华创证券

2、家具厂商: 传统家具企业面对大型工程商, 议价能力尚为有限

结合前文述及主要上市家具公司大宗业务占比以及公司对前五大客户销售收入占营收比重及公司运营能力数据得出: 公司大宗收入占比与前五大客户销售收入占营收比重越高, 公司应收账款周转率越低, 营运资金更多的在应收账款上, 公司资金周转相对慢。

图表 20: 前五大客户销售收入占营收比重

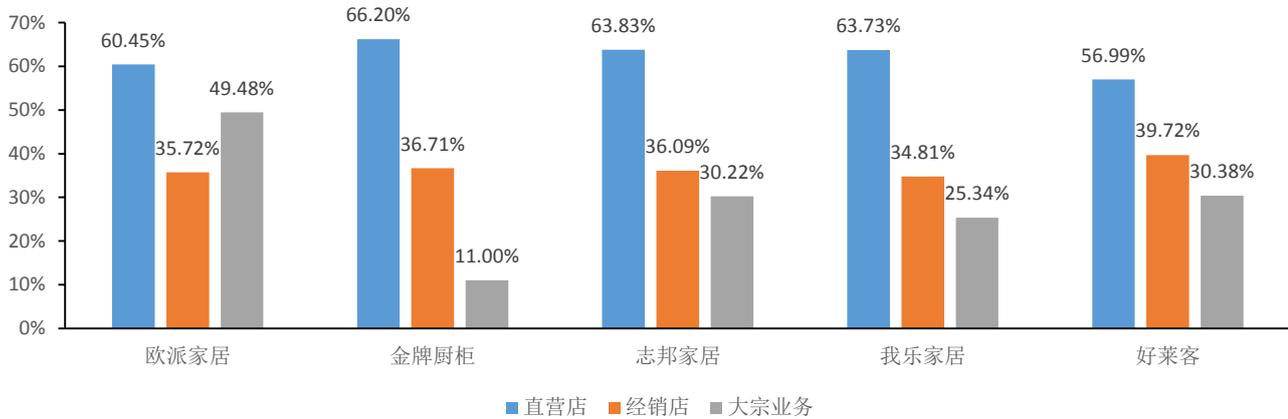

资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 21: 应收账款周转率比较 (单位: 次)


资料来源: 公司年报, 华创证券

从上市公司年报数据来看, 家具企业主要面对的大宗客户为恒大、万科、碧桂园等全国性大型地产商以及地方性房地产商、装修公司。由于地产商和装修公司处在流量入口上游, 且能够批量采购, 故家具企业在与地产商、装修公司合作时议价能力尚为有限, 盈利能力方面, 除欧派家居以外, 其他主要上市公司大宗业务毛利率普遍低于直营店和经销店毛利率水平。

图表 22: 2018 年主要家具上市公司分渠道毛利率



资料来源: 公司年报, 华创证券

3、主动出击: 整装模式崛起, 家居企业纷纷应变

为做好针对地产商、装修公司的业务, 我国主要家具上市公司主动出击, 目前主要有以欧派家居为代表的整装模式、以尚品宅配为代表的整装云&自营整装相结合模式和以索菲亚为代表的合资设厂模式。

我们在 2019 年 6 月 30 日发布报告《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》, 通过对家居行业渠道变革梳理、规模测算等得出, 未来渠道管理能力将成为企业取胜关键:

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料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, 不断出台相关支持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 联手合作的《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》, 80 后为近一年内有家居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。

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，美凯龙招股说明书，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

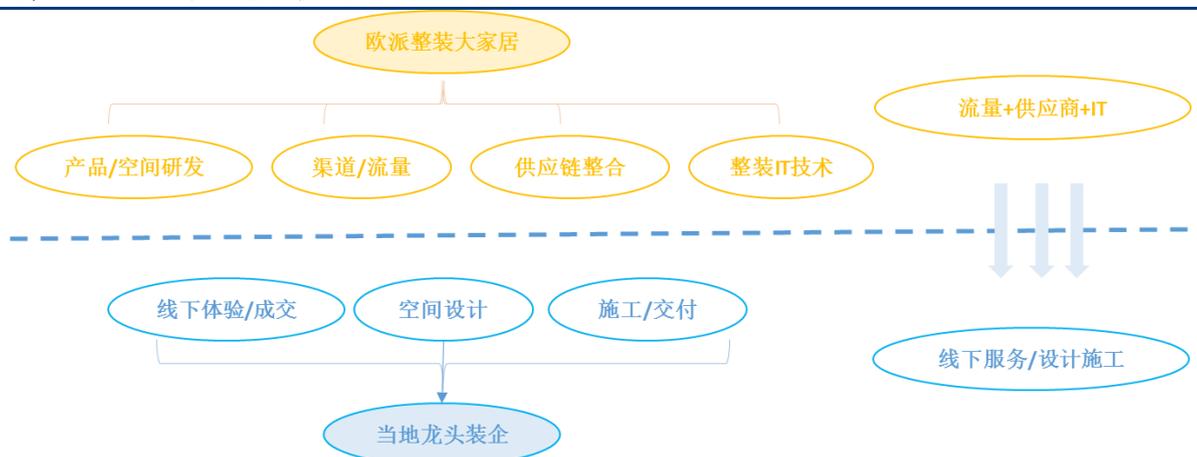
资料来源: 国家统计局, 美凯龙招股说明书, 华创证券预测

(1) 欧派整装大家居模式

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 年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 25: 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设展区面积不小于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 26: 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&自营整装相结合模式

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 27: 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 28: HOMKOO 整装云范围分布



资料来源: 整装云官网

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 30: 整装云平台合作品牌举例



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 年上半年公司自营整装交付数达到 708 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 年上半年, 公司整装业务收入约 1.55 亿元, 同比增长约 230%。

图表 29: 尚品宅配整装云四大系统



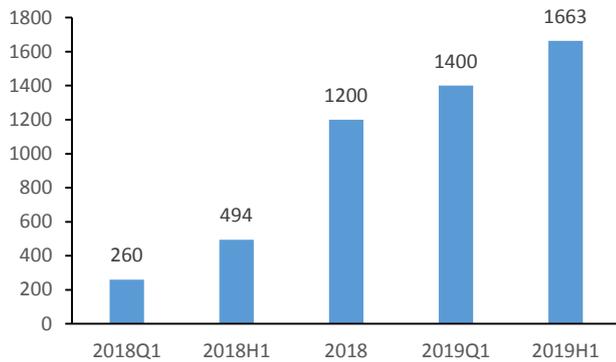
资料来源: 尚品宅配官网

图表 31: 整装云平台去渠道化



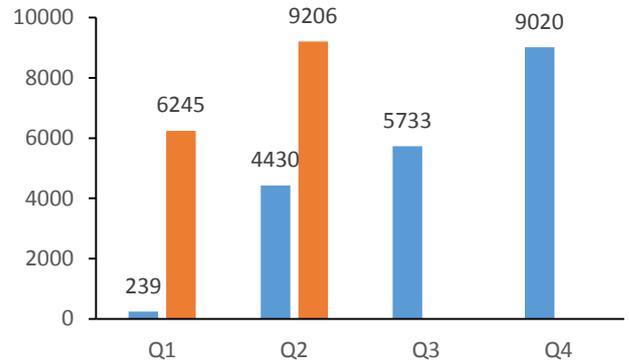
资料来源: 整装云官网, 华创证券

图表 32: 各报告期末整装云会员数量 (个)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 33: 公司整装收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

(3) 索菲亚与地产公司共同设厂模式

除切入整装以外, 一些家具制造商通过与地产公司共同投资等方式来经营 to B 的生意, 以索菲亚为例, 2017 年 1 月公司公告河南恒大与索菲亚拟共同设立家居产品生产企业, 合资公司名称为“河南恒大索菲亚家居有限责任公司”, 注册资金 1 亿, 其中河南恒大出资 40%, 索菲亚出资 60%。计划总投资 4 亿元 (基础工程建设投资 2.24 亿, 设备投资 1.76 亿) 计划新建总建筑面积 10.17 万平方米。将建设年产 34 万套定制衣柜及配套家居产品, 包括家具贴面板、趟门、柜身及抽芯; 2017 年 2 月合资公司领取了兰考县工商行政管理局颁发的《营业执照》。该项目已于 2018 年试产。截至 2018 年底, 公司已经形成华南、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, 产品运输半径快速扩大。

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

(二) 建筑卫生陶瓷企业品牌力与产能拓展为竞争核心, 整体卫浴成新看点

瓷砖行业已形成相对成熟的工程销售模式, 目前我国上市的瓷砖企业如蒙娜丽莎已经与碧桂园、万科、保利、恒大、中海等著名房地产商具备多年良好合作关系。长期来看, 随着产业集中化和环保压力导致的落后产能淘汰, 中国陶瓷行业有望出现“强强联合、强弱整合”的趋势, 品牌集中度将进一步加强, 扩产能力成为建筑陶瓷企业竞争的核

心。卫浴企业经过多年发展也已形成较为成熟的工程销售模式，以惠达卫浴为例，公司工程渠道采取直营+经销模式，大客户由公司直接对接，地方性的房地产商、养老公寓等小项目由经销商落地。与瓷砖企业不同，卫浴企业近年来在发展传统工程合作模式同时，纷纷积极探索整体卫浴领域来抢占新市场。我们在2019年6月4日发布报告《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》，通过对中国整体卫浴行业发展环境和特点进行梳理，我们认为中国整体卫浴行业蓝海空间广阔，竞争格局分散，具有先发优势的卫浴龙头有望在行业爆发期占据优势地位。

1、瓷砖企业工程模式较成熟，产能拓展为竞争核心

瓷砖行业已形成相对成熟的工程销售模式，目前我国上市的瓷砖企业如蒙娜丽莎已经与碧桂园、万科、保利、恒大、中海等著名房地产商具备多年良好合作关系。

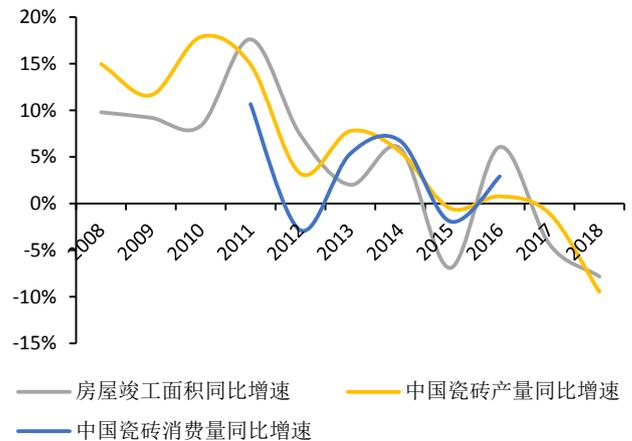
行业层面，房地产市场的快速发展为建筑陶瓷的发展提供了较强的动力。我国大力鼓励和支持住宅精装修的发展，并提出发展住房租赁市场特别是长期租赁、推动“租售并举”等政策，加强了房地产行业的长效机制建设。同时，随着城镇化推进带来的购房需求、家庭规模小型化释放的改善性住房需求和棚户区、旧城拆旧改造的需求进一步扩大，预计在未来仍会使住宅装修装饰市场的需求保持较为稳定的增长速度，有助于陶瓷行业保持长期、健康发展。装修装饰行业也一直保持较快增长的良好趋势，自1998年房地产市场化改革以来，房地产行业高速发展，形成了大量的、不断增长的存量房产，其中家庭住宅随着装修耐用年限逐步到期，相应的翻新装修需求逐步释放，这对装修装饰行业的持续增长带来了重要的支撑和越来越明显的推动力，有望成为建筑与卫生陶瓷的重要需求增长点。

图表 35：建筑卫生陶瓷产业间关联度雷达图



资料来源：东鹏控股招股说明书，华创证券

图表 36：我国陶瓷砖产销量与房屋竣工面积相关性

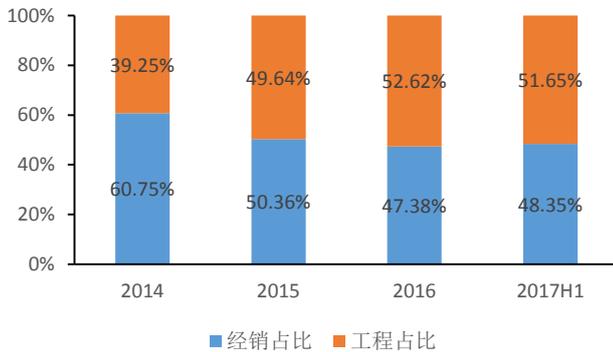


资料来源：Wind，华创证券

蒙娜丽莎销售主要分为经销模式和工程模式：（1）经销模式通过密集渠道直到终端客户，并通过终端店面进行品牌宣传；通过驻店设计师开展个性化设计，适应个性化需求，并提升产品价值。（2）工程模式通过与工程客户直接签订协议进行销售，其中与主要客户碧桂园、万科、保利、恒大、中海等著名房地产商具备多年良好合作。公司经销业务和工程业务收入均逐年增加，工程业务占比提升。随着公司积极拓展房地产企业客户，经销业务占比由2014年的61%逐年降低到2017年上半年的48%，工程业务占比由2014年的39%逐年增加到52%。

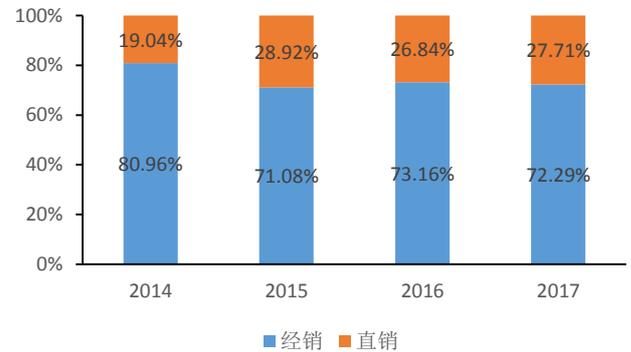
东鹏控股销售主要分为经销模式和直销模式：（1）经销模式主要是公司与经销商签订合同，给予经销商在特定区域销售其产品的权利，由企业向其供货，并允许其使用统一的商标、品牌等，经销商通过销售门店展示公司产品并销售给最终消费者。（2）直销模式是以公司为主体进行销售，主要面向工程客户、直营零售客户、家装渠道客户、OEM客户和网络客户进行销售。收入规模方面，2015年开始公司经销业务和直销业务收入均逐年增加；结构上公司经销与直营结构相对稳定，目前公司经销模式收入占比约70%，直销模式占比约30%。

图表 37: 蒙娜丽莎分渠道销售收入占比



资料来源: 蒙娜丽莎招股说明书, 华创证券

图表 38: 东鹏控股分渠道销售收入占比

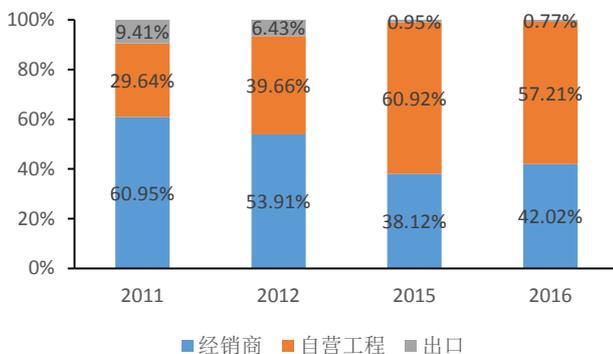


资料来源: 东鹏控股招股说明书, 华创证券

欧神诺主要分为经销商、自营工程和出口模式: (1) 经销商模式是以经销商作为销售渠道, 欧神诺直接与经销商签订买断式的销售合同, 经销商先付款后再提货, 并由经销商负责货物的后续运输、仓储、加工、销售、结算、售后服务等相关事宜。(2) 欧神诺的自营工程类客户主要分为房地产开发商。欧神诺一般与自营客户签署年度框架合同, 由自营工程客户在双方约定的框架合同内, 根据自营客户的实际需求给公司下订单, 并由欧神诺在客户约定的时间内完成货物的装卸、运输、售后服务等相关事宜。2016 年公司经销模式收入占比约 42%, 自营工程模式占比约 57%。

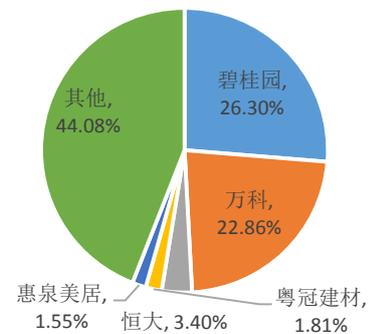
2016 年欧神诺的前五大客户中, 前三大客户均为工程客户, 为碧桂园控股、万科和广州恒大, 其中, 碧桂园销售金额为 4.77 亿元, 占营业收入比 26.30%, 万科销售金额为 4.15 亿元, 占比 22.86%, 恒大销售金额为 0.62 亿元, 占比 3.4%。

图表 39: 欧神诺分渠道销售收入占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 40: 2016 年欧神诺前五大客户销售情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

行业在产能方面的洗牌将持续, 陶瓷企业扩产壁垒加大。监管层面, 中国建筑材料联合会 2017 年 6 月 1 日出台《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》, 提出淘汰落后产能的标准。实践中, 河南地区环保严打, 年产量约 400 万件的 8 家卫生陶瓷企业受到波及; 禹州市卫浴企业已有半数以上企业因环保不达标, 进入了停产整顿状态。我国卫生陶瓷新规《绿色产品评价-卫生陶瓷》(GB/T 35603-2017)已于 2017 年 12 月获国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会批准, 并于 2018 年 7 月 1 日施行, 进一步加强了卫生陶瓷行业监管力度, 倒逼小规模、不达标企业退出。

长期来看, 随着产业集中化和环保压力导致的落后产能淘汰, 业内领先企业的市场份额将不断扩大, 并将各自通过转型、升级、整合等战略举措, 推动企业规范化和规模化变革, 给中小品牌企业留下的生存空间和利润空间将越来越小, 中小品牌会加速被淘汰。中国陶瓷行业有望出现“强强联合、强弱整合”的趋势, 品牌集中度将进一步加强,

扩产能力成为建筑陶瓷企业竞争的核心。与此同时，大型房地产商在选择下游瓷砖供应商时，基本上以行业一线品牌为主。在未来的市场竞争中，将会有更多的房地产巨头与瓷砖一线品牌强强联合，以形成更大的市场优势，挤压小而散的中小企业和品牌市场份额。

2、卫浴企业积极布局整体卫浴，抢占新市场

卫浴企业经过多年发展也已形成较为成熟的工程销售模式，以惠达卫浴为例，公司工程渠道采取直营+经销模式，大客户由公司直接对接，地方性的房地产商、养老公寓等小项目由经销商落地。与瓷砖企业不同，卫浴企业近年来在发展传统工程合作模式同时，纷纷积极探索整体卫浴领域来抢占新市场。我们在2019年6月4日发布报告《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》，通过对中国整体卫浴行业发展环境和特点进行梳理，我们认为中国整体卫浴行业蓝海空间广阔，竞争格局分散，具有先发优势的卫浴龙头有望在行业爆发期占据优势地位。

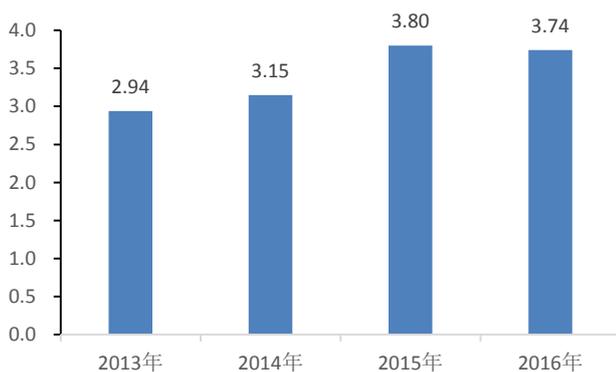
目前我国整体卫浴行业格局分散，其中公寓、酒店、地产等项目中主要竞争品牌有禧屋、海鸥有巢氏、远铃、科逸、鸿力、一天、海尔等；保障房、回迁房项目中主要品牌有和能人居、科逸等。上市公司方面，新三板的科逸股份已于2017年退市，A股海鸥住工2016年起陆续收购苏州有巢氏股权，至2018年1月，完成100%控股；惠达卫浴于2018年成立惠达住工，切入整体浴室领域，一期产线于2019年投产。

（1）苏州科逸：我国整体卫浴领先企业之一，具有成熟的 TOB 销售体系

苏州科逸是整装卫浴行业的领军企业，公司自2006年成立以来，一直致力于推动中国住宅产业现代化的发展，并在2012年成为住建部“国家住宅产业化基地”。科逸以整体浴室、整体厨房为起点，研发和生产优质的住宅内装部品，向用户提供住宅工业化内装整体解决方案。公司于2015年登陆新三板，后因经营和发展战略调整需要2017年退市。

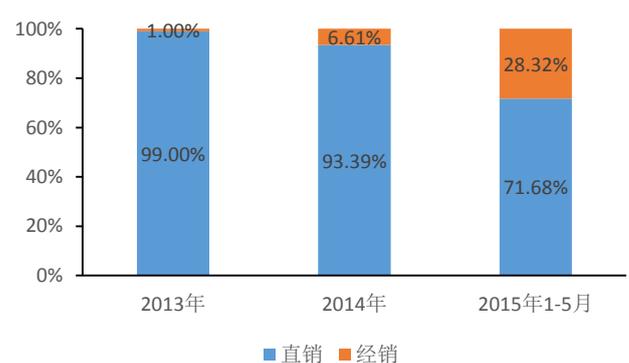
公司采取直销为主经销为辅的销售模式，其中直销模式下，由销售部直接负责向终端客户销售；经销为公司委托经销商向终端客户销售的情形，公司经销模式为买断销售。

图表 41：科逸股份整体卫浴收入规模（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 42：科逸股份分渠道收入结构



资料来源：Wind，华创证券

公司已经形成成熟的销售回款体系，其中针对酒店及其他客户，公司签订销售合同时预收20%-30%款项，产品发货收取款项至70%-90%左右，安装并经客户验收完成后基本完成收款90%-100%；针对房地产客户公司签订销售合同时预收10%-30%款项，货到现场后收款至40%-60%，安装并验收后收款至95%，其余5%质保金留至1-3年后缴付。在经销模式下，公司收款后方可发货。

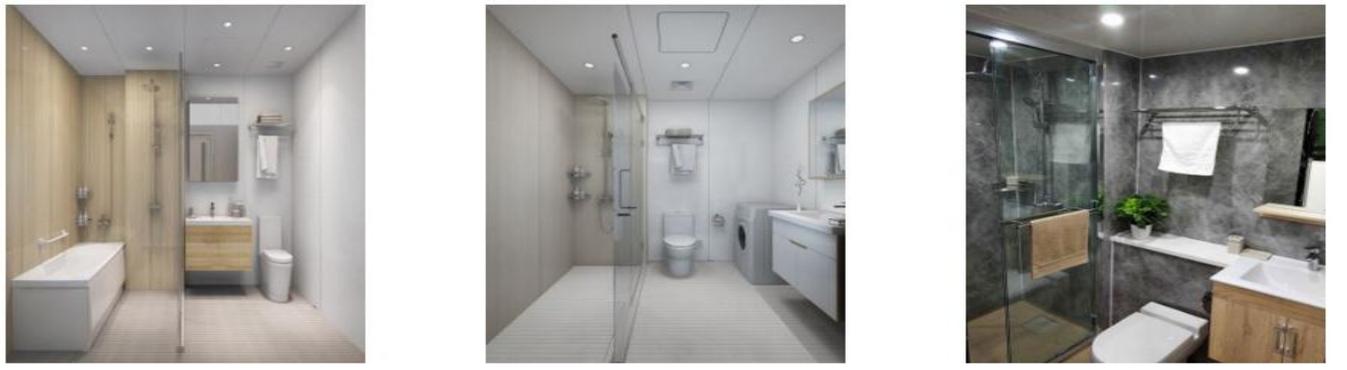
图表 43: 科逸股份销售回款期设置

销售模式	客户类型	签订销售合同时	产品发货/货到现场	安装并经客户验收	备注
直销模式	酒店及其他	预收 20%-30%款项	收取款项至 70%-90%	基本完成收款 90%-100%	
	房地产客户	预收 10%-30%款项	收款至 40%-60%	收款至 95%	其余 5%质保金留至 1-3 年后缴付
经销模式	-	-	-	-	公司收款后方可发货

资料来源: 科逸股份公开转让说明书, 华创证券

(2) 海鸥住工与惠达卫浴积极切入整体卫浴领域, 探索 to B 新市场

海鸥住工主要从事高档水龙头零组件、排水器、温控阀、地暖系统、浴缸、淋浴房、陶瓷洁具等定制整装卫浴空间内的部品部件的研发、生产。公司在第一主业“卫浴”领域, 大力提升自主设计、配套服务、整体卫浴等高增值的全面制造服务能力, 提高全面竞争优势; 在第二主业“节能”领域, 分别进入智能家居和工业节能领域。

图表 44: 有巢氏整体卫浴产品示例


资料来源: 有巢氏官网, 华创证券

2018 年海鸥住工完成收购苏州有巢氏股权的布局, 全面切入整装卫浴。公司定制整装卫浴拥有苏州和青岛两大生产制造基地, 主要为高端 SMC、彩钢板整体卫浴和瓷砖复合整体卫浴产品的研发、制造, 整体卫浴间产品年设计产能超过 20 万套, 并已在北京、上海、济南、郑州、杭州、合肥、西安、大连、广州、重庆、武汉、长春、太原等重点城市区域建立了营销中心, 在住宅、公寓、连锁酒店、医疗等行业得到广泛应用。公司 2018 年报首次披露整体卫浴营业收入 6779 万, 占全部营业收入 3.05%, 营业成本 5254 万, 占全部营业成本 2.94%, 毛利率为 22.50%, 高于公司整体毛利率水平。

图表 45: 海鸥住工整体卫浴相关项目进展

承诺投资项目和超募资金投向	投资总额 (万元)	截至 2018 期末进度	项目达到预定可使用状态日期
收购苏州有巢氏 90% 股权	5,400	100.00%	2018 年 02 月 07 日
苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	14,835	39.57%	2020 年 12 月 31 日
浙江年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	16,709.9	7.09%	2020 年 07 月 31 日
收购整体卫浴生产设备项目	1,500	100.00%	2018 年 09 月 03 日

资料来源: 海鸥住工年报, 华创证券

惠达卫浴是一家以满足消费者对高品质卫浴家居产品的需求为目标, 通过产品的设计、研发、生产和销售, 为消费者提供一站式卫浴产品综合解决方案的企业。公司目前拥有“惠达”、“杜菲尼”两大自有核心品牌。公司通过强大的设计研发、丰富的产品组合、敏捷的供应链管理、全面的营销网络布局以及精准的品牌定位等, 在国内外卫浴行业中树立了良好的品牌形象。

2017 年 11 月 14 日, 国家住建部发布《住房城乡建设部办公厅关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函》,

认定惠达卫浴为第一批装配式建筑产业基地的企业之一，住建部对于公司的建筑信息模型（BIM）应用能力、自主研发能力、程建设能力和规范管理能力和给予认可。多年来惠达针对装配式卫浴行业技术积累深厚，通过整合各方资源，形成统一的利益主体和技术的集成，以整体卫浴促进预制装配式建筑产业的发展。

2018年5月25日，惠达卫浴公告对外投资暨关联交易的公告，惠达卫浴、上市公司实际控制人、高管以及整体卫浴行业内专家共同出资4000万元成立惠达住宅工业设备（唐山）有限公司。此次成立合资公司，公司高管集体参与，惠达卫浴发力整装卫浴行业并寄予厚望，绑定公司全体高管利益。同时，合资公司中有两名原苏州科逸的高管，公司引进专业人才积极开拓整装卫浴市场前景逐渐清晰。

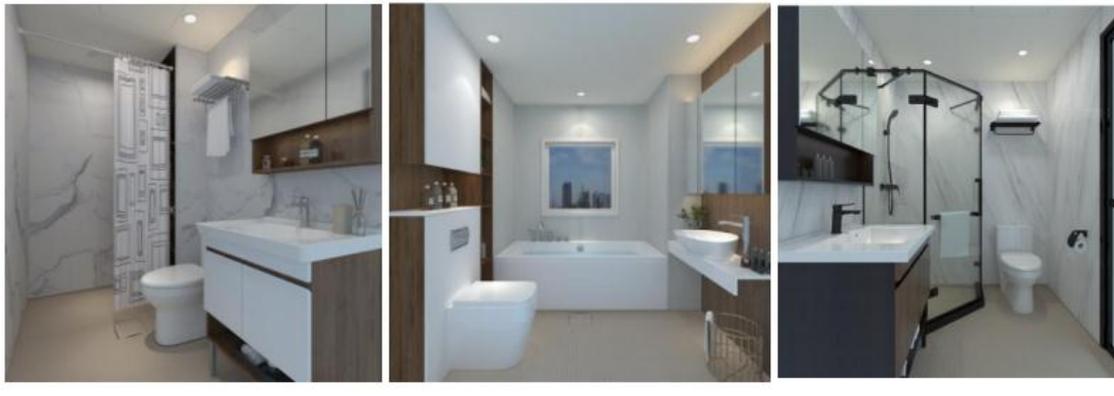
图表 46: 上市公司、实际控制人、高管及苏州科逸前高管共同出资成立惠达住工

惠达住工股东		惠达住工股东身份	股权比例
上市公司及实际控制人	惠达卫浴	上市公司	41%
	王惠文	惠达卫浴实际控制人之一	10%
	王彦庆	惠达卫浴实际控制人之一	11%
	王彦伟	惠达卫浴实际控制人之一	6.5%
	董化忠	惠达卫浴实际控制人之一	2.75%
上市公司高管	殷慷	惠达卫浴主管营销副总经理	3.5%
	杨春	惠达卫浴副总经理，唐山艾尔斯经理	2%
	张春玉	惠达卫浴董事会秘书	1.5%
	王佳	惠达卫浴财务总监	1%
	杜国锋	惠达卫浴副总经理	1%
	张剑文	惠达卫浴副总经理	1%
	薛勇	惠达卫浴副总经理	1%
	宋子春	惠达卫浴副总经理	1%
	吴萍萍	惠达卫浴副总经理	1%
	邢锦荣	惠达卫浴副总经理	1%
整体卫浴行业专家	黄旭升	原苏州科逸副总经理	3%
	黄克敏	原苏州科逸技术骨干，原来泰州科逸总经理	3%
	其他非关联方		8.75%

资料来源：惠达卫浴公告，惠达卫浴年报，苏州科逸公告，华创证券

惠达住工的主营业务包括整体卫浴设备在内的住宅工业化产品的研发、设计、生产、销售及安装服务，初期主要产品计划为整体卫浴产品，整体卫浴产品的推广具有良好的市场前景和社会效益。惠达住工的整体卫浴产品，则采用工业化的生产方式，在现场去除了湿作业转而直接组装部件最快4个小时即可完工，相对于传统施工14-16天左右的工期明显缩短，产品甲醛排放量低，整体节能减排达到60%左右，即符合社会需求与国家倡导的环保理念，又具有良好的市场前景。公司计划分期投资10亿元，完成年产50万套整体卫浴产品的产能建设，其中首期唐山基地计划投资3亿元，建成后将形成年产15万套整体卫浴产品的产能，一期产线已于2019年5月投产。

图表 47: 惠达卫浴整体卫浴产品示例

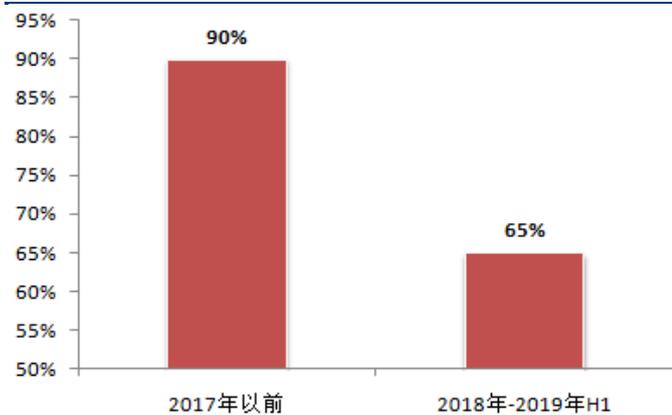


资料来源: 惠达卫浴年报, 华创证券

三、地产集采规范化扩大化趋势下, 家居龙头企业有望获益

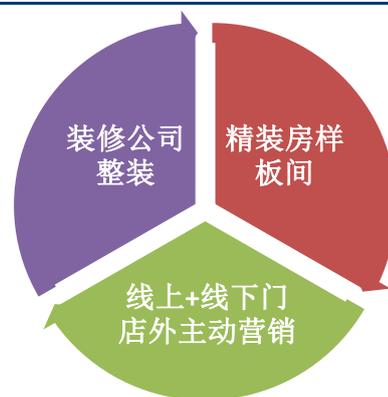
长期来看, 我们认为随着精装房、装配式住宅等政策持续落地, 家装产业链条料将更为规范化、集约化, 而处于家装产业链中下游的家居企业面向地产商、装修企业等客户的 TO B 业务规模有望持续扩大, 近期我们对家具销售渠道的草根调研也进一步验证这一趋势(详见我们于 2019 年 9 月 5 日发布的报告《家具行业跟踪报告: 渠道变革加速, 流量获取能力成取胜内核》)。“变”字是我们跑完渠道后的核心感受: 品牌定制家具传统客流结构中自然进店客户占到绝大多数的现象在逐渐变化, 家装公司作为前置入口, 对客流的分流作用较大。随着 2018 年下半年和 2019 年上半年家具渠道的深刻变化(装修公司推进整包, 精装房占比提升), 整装、精装房样板间、线上+线下非自然进店客户成为重要来源, 不同企业之间因为渠道管理能力差异导致新渠道获客能力差异凸显。

图表 48: 家具经销商反馈卖场自然进店客流占比下降



资料来源: 渠道调研, 华创证券

图表 49: 家具新营销渠道



资料来源: 渠道调研, 华创证券

我们认为未来品牌力、渠道流量掌控力与生产能力领先的企业有望获益地产商、装修企业集采规模扩大。其中, 家具龙头企业有望通过整装布局实现突破, 瓷砖企业有望通过产能优势取得先机, 而卫浴企业有望通过整体卫浴布局加快发展。

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
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@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	zhangjian@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