

家装家居行业：从内部整合到产业升级，产品量变与服务质变重塑竞争力

——定制企业的三阶成长道路

2019年10月09日

看好/首次

轻工制造 | 行业报告

研究员	刘畅	电话：010-66554032	邮箱：liuchang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	魏鹤翀	电话：010-66554044	邮箱：weihch@dxzq.net.cn	

投资摘要：

地产后周期的增量趋尽，存量翻新推动需求结构性变化。消费升级叠加渗透率提升，家居逐步转入成长型消费的存量市场。内部竞争加剧，倒逼家居业在产品端和服务端的效率提升。渠道红利减弱，当前行业分散度高、消费者体验不佳。下一阶段竞争的重点将聚焦在产品和服务的效率之争，龙头开启三阶成长路径，全方位整合提升集中度，最终形成弱寡头格局。

- **第一步：拓品类，增坪效，拉开体量差距：**从单品发展走向大家居战略。在产业增量市场消失殆尽的当下，企业总客流增长困难重重。通过拓宽经营品类，提高单店坪效能够有效利好定制产能利用率，并拉开公司体量的差距。
- **第二步：提效率，控费用，增价格竞争力：**在产业内竞争中，提效降费是制造业永恒的主题之一。具体到家居行业，精简渠道以降低中间加价倍率，推进信息化、产业精细管理建设以降本提效，成本竞争力修炼的重要一环。
- **初步结果：强竞争，促集中，弱寡头垄断形成：**品类布局和成本的改进将拉开企业间在产能、产品质量以及终端性价比上的差异，促使目前数量众多的中小作坊退出市场竞争，最终形成初步划定梯队的两极分化、弱寡头垄断格局。

产业内整合无法修正产业根本痛点与天花板，家装家居产业互通融合是未来最大看点。家居业内部整合难以突破自身客流下滑、转化与服务质量瓶颈的问题。家装业工程模式+重人力资本属性下，“家装恐惧症”多年未解决，亟需规范化品牌化赋能。两者具备共建一站式服务商的基础，产业整合互融的同时，有望从根本上改善消费体验，打开产业发展天花板。

- **融合前提：**装修消费低频高客单、产品与服务并重，但割裂的产业链造成消费体验不善、产业效率低下。
- **第三步：拓产业、重体验、共建一站式服务商：**通过产业前向延伸，家居或将通过品牌赋能到产品赋能，与家装业融合以突破自身渠道地域性限制、前端截获客流降低获客成本，最大化发挥后端制造的规模效应，形成新量级的规模性企业。

投资建议：从产品量变到服务质变，产业升级下家居业龙头的成长道路明确。借鉴韩国家居龙头汉森的发展经验，我们认为在产品端实力最强、整装业务具有先发优势的欧派家居与具备互联网基因的尚品宅配或将成为最大受益者。

- **欧派家居：全品类之王，整装先行者。**当前家居市场占有率第一，积极推进整装业务，引领行业进步方向。公司有望借助定制全品类矩阵的布局支持新一轮的高速增长，与行业其他企业进一步拉开规模差异。
- **尚品宅配：赋能小B，云平台显整合雏形。**公司脱身于设计软件赋予公司互联网基因，信息化建设水平领先于行业，同时背靠整装云平台对家装资源的积累，在橱衣定制产品基础上实现了囊括全屋全品类的整装套餐。公司准确的服务商定位有望支持公司客户转化率和客单价的提升，增厚业绩。

风险提示：存量市场发展不及预期，整装家居接受度不及预期，宏观经济下行风险，产业间整合进度不及预期等

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
欧派家居	3.74	4.52	5.38	6.32	32.67	27.02	22.71	19.33	5.62	强烈推荐
尚品宅配	2.40	2.95	3.60	4.33	25.31	26.50	21.74	18.09	5.35	未评级
索菲亚	1.04	1.17	1.34	1.54	16.13	14.04	12.27	10.71	3.79	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 两大变化：从发展史来看，家居行业的野蛮成长时代即将落幕	6
1.1 行业属性的变化：地产后周期转向成长消费	6
1.1.1 地产后周期的尾声：增量红利趋尽，地产成为短期扰动因素	7
1.1.2 成长消费的开端：渗透率空间仍大，消费升级推动长期成长	8
1.2 竞争格局的变化：竞争整合成为主旋律	10
2. 产品量变：存量竞争下家居业的竞与争	11
2.1 品类拓展：单品走向大家居，拉开体量差距	11
2.2 产线改造：聚焦制造到分销，追求控费提效	14
2.2.1 战场转变，由渠道转向产品与服务	14
2.2.2 提效控费，信息化精细化管理武装	15
2.3 内部整合：中小作坊加速淘汰，走向弱寡头格局	16
2.3.1 营销战是价格竞争的侧面表现	16
2.3.2 家居寡头垄断格局难现，全国龙头与区域精品并存	18
2.4 未来展望：产品量变之后，产业痛点限制服务与规模的质变	19
3. 服务质变：整体视角下产业链的互通整合	20
3.1 割裂产业链下服务缺位，流量竞争拖累成长性	20
3.2 整合起源：家居寻求流量，家装寻求服务规范化	21
3.2.1 一切再从消费行为说起：低频率、高单值	21
3.2.2 装修消费行为的特征，决定服务与产品并重	22
3.2.3 一体化需求下，产业融合下共赢的强烈预期	22
3.3 整合趋势：一站式服务提供商应运而生	24
3.3.1 方向：一站式服务提供商，巧妙整合三方诉求	24
3.3.2 端倪：现行整装是一站式服务提供商的雏形	24
4. 画沙聚米：互通整合的未来	26
4.1 产业升级：整体产业规模与规范化双突破	26
4.2 汉森模式：产业升级方向的经验借鉴	27
5. 标的推荐	30
5.1 推荐逻辑：三阶道路下寻找最具成长企业	30
5.2 重点公司推荐	31
5.2.1 欧派家居：全品类之王，整装先行者	31
5.2.2 尚品宅配：赋能小B，云平台显整合雏形	31
6. 风险提示	32
相关报告汇总	33

表格目录

表 1:消费结构的变化带动家居消费升级.....	9
表 2:全国精装修政策逐步推进.....	10
表 3:主要国家家具行业集中度概况.....	11
表 4:各品牌店面数量增长放缓.....	12
表 5:欧派家具信息化成果.....	16
表 6:欧派家具信息化成果.....	16
表 7:定制企业促销套餐对比.....	17
表 8:主要上市定制企业盈利情况未受显著影响.....	17
表 9:家居与家电对比.....	18
表 10:当前的整装模式.....	25
表 11:索菲亚与汉森全屋定制品类对比.....	29

插图目录

图 1:家装家居上市企业营收对比.....	5
图 2:家居建材市场规模及结构分解.....	6
图 3:参与者分布图.....	6
图 4:家居行业增速跟随地产走势滞后 1 年.....	7
图 5:地产销售数据见顶.....	8
图 6:40 大中城市销售面积回落，一线城市尤为明显.....	8
图 7:中美韩定制家居渗透率相差较远.....	8
图 8:定制家居细分市场渗透率差距大.....	8
图 9:存量房翻新需求助力市场扩容.....	9
图 10:翻新需求带来结构型需求.....	9
图 11:精装修销售套数及渗透率提升（单位：万套）.....	10
图 12:全装修住宅购买意愿加强.....	10
图 13:A 股市场家居企业上市数量.....	11
图 14:橱柜业务发展情况.....	12
图 15:衣柜业务发展情况.....	12
图 16:定制企业品类拓展时间轴.....	13
图 17:定制企业成长的第一阶段.....	13
图 18:家具企业梯队初步形成.....	14
图 19:索菲亚经销商渠道占比.....	14
图 20:欧派经销商渠道占比.....	14
图 21:家居企业的渠道构成复杂.....	15
图 22:唐人居手工家具.....	18
图 23:梵几家具.....	18

图 24:家居发展展望：第二阶段.....	19
图 25:“装修恐惧症”痛点重重.....	20
图 26:消费分类.....	21
图 27:装修客单价.....	21
图 28:个性化的需求.....	21
图 29:事前准备时间.....	21
图 30:家装市场规模.....	23
图 31:21 家上市家装公司市值.....	23
图 32:产品与服务的良性循环.....	23
图 33:一站式服务商的进化道路.....	25
图 34:家居企业的成长道路-第三阶段.....	27
图 35:定制公司的规模优势.....	27
图 36:汉森业务发展时间轴.....	28
图 37:汉森营业收入情况.....	28
图 38:汉森净利润情况.....	28
图 39:汉森营业收入拆分.....	28
图 40:索菲亚与汉森对比.....	30
图 41:尚品宅配与汉森对比.....	30
图 42:韩国地产市场.....	30
图 43:中国地产市场.....	30

家和装修，是与人们生活最息息相关、却又是最雾里看花的行业。每每提及装修，大家的脑海中普遍会浮现出“复杂”、“水很深”，但又不得不亲力亲为的去学习和了解。“家装恐惧症”的根源，不仅在于装修产业本身涉及到产品和服务的双重属性，而且在于产业发展过程存在大量的历史遗留问题、限制了前进的脚步。我们希望通过本系列文章的探讨，阐明家装家居产业的本质属性，跟随地产的成长道路及现在面临的重重困境，找寻产业未来升级和变革的发展方向。

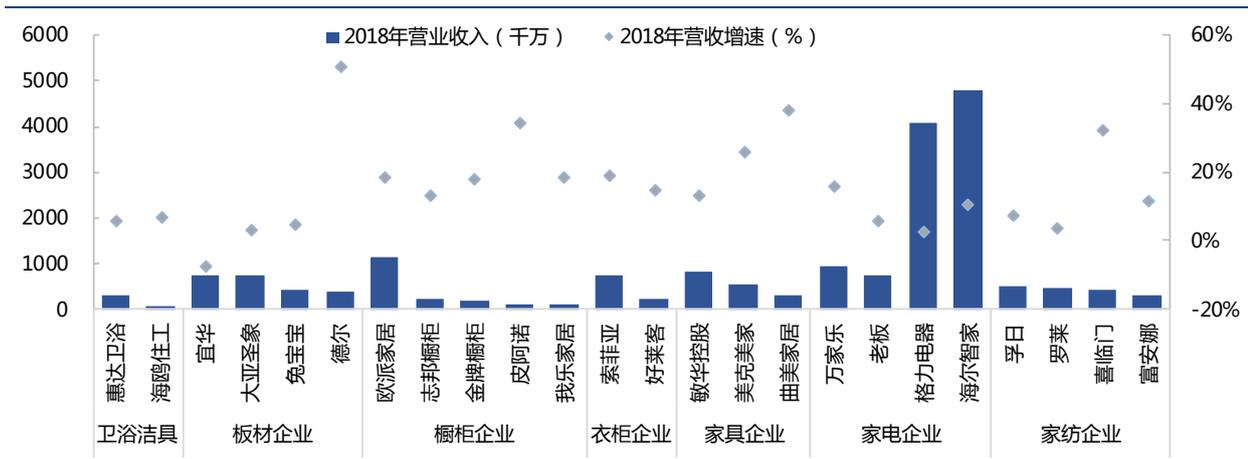
一个完整装修流程的消费可能发生在3大场景中。其中，家装、家具都属于典型的房地产后周期板块，家具卖场则是平台型的零售业态。此外建材处于产业链的上游环节，消费者直接参与的程度相对较低；家电属于纯产品的制造业，涉及的服务较少，标品属性下主要品牌已经建立市场认知度。因此我们对于装修产业的讨论，主要集中在家装、家居及卖场三个主体上。

- ◆ 家装：偏服务的工程业，装修流程的第一环节，客流的天然入口。
- ◆ 家居：定制家居介于硬装和软装环节之间，属于偏产品的制造业，非标品且包含测量、设计、安装等服务环节；成品家居类似家电，标品属性的制造业。
- ◆ 家居卖场：连接产业链全环节的平台型零售业态。

在过去跟随地产繁荣的二十年历史中，装修产业形成了庞大的市场。据亿欧统计，2017年装修建材市场达2.806万亿，家具市场达0.93万亿，此外还包括0.49万亿的人造板和365亿元智能家居，合计共同组成了高达4.26万亿的装修市场。但从集中度的角度而言，由于较低的准入门槛，家装家居行业内企业数量较多，竞争异常激烈；行业标准化程度较低，品牌效应不强，造成企业难以实现规模量化生产、扩张能力有限，企业普遍较小、大部分体量不足百亿收入，龙头市占率仍处于较低水平。

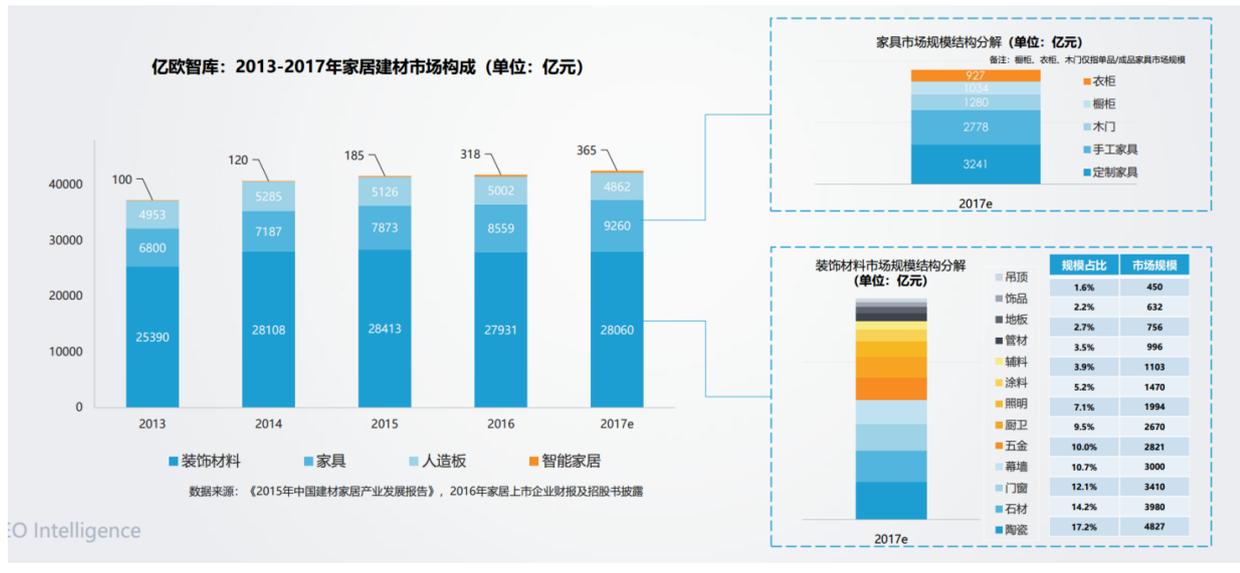
而如今，经历了地产红利期的野蛮生长，家居随着政策的降温逐渐告别了依靠渠道扩张实现规模效应的盲目。伴随着家居业正式转入以成长消费为根本特点的存量竞争市场，渠道红利减弱，当前行业分散度高、消费者体验不佳的行业弊病亟待根除。下一阶段竞争的重点将聚焦在产品和服务的效率之争，龙头开启三阶成长路径，全方位整合提升集中度，最终形成弱寡头格局。

图 1:家装家居上市企业营收对比



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

图 2:家居建材市场规模及结构分解



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

图 3:参与者分布图



资料来源：东兴证券研究所

1. 两大变化：从发展史来看，家居行业的野蛮成长时代即将落幕

1.1 行业属性的变化：地产后周期转向成长消费

经过几十年的住房制度改革，我国住房市场已从增量市场转为以存量市场为主的新常态，大量的老旧存量房改造将成为家具板块稳定的需求来源。存量翻新在总体需求中的占比逐年提升，将逐步削弱家具板块地产后的周期属性，体现出居民生活改善愿望下的消费升级属性。

1.1.1 地产后周期的尾声：增量红利趋尽，地产成为短期扰动因素

家居行业紧跟地产发展 20 年。中国家装家居产业是改革开放的产物，并随着房地产经济兴起、政策调整、经济社会繁荣、城镇化的快速推进经历了从无到有、从分散到集中的过程。作为地产后周期行业，家装家居紧跟地产发展。家居制造企业的业绩与地产销售息息相关，企业营收与地产数据始终保持同向波动，业绩传导的滞后期在 2Q-4Q 的范围，符合下单到确认收入的工期。

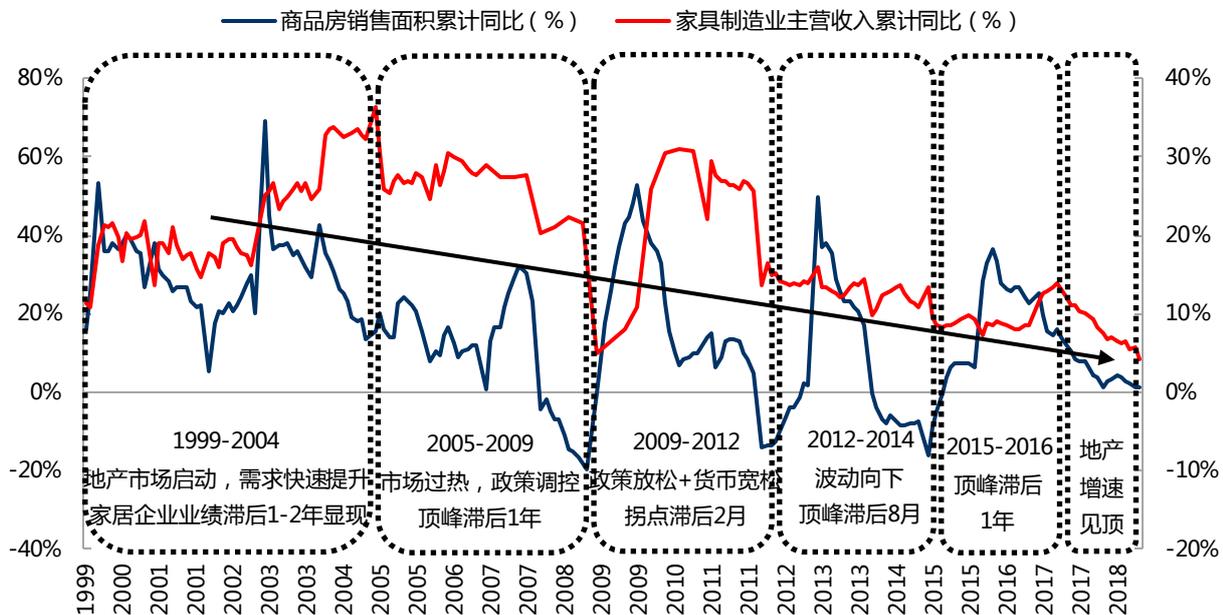
(1) 1999-2012：宏观经济与地产高增下的 20+时期

初步发展期，需求红利驱动行业高增。宏观经济繁荣，居民收入水平快速提升；房改启动，刺激了改革开放前几乎为空白的建筑装饰装修材料和家居等的生产、流通、消费发展，打开房地产的广阔市场。行业红利释放，家具制造业市场规模得以持续稳定增长，增速区间保持在 20%-40%。

(2) 2012-2016：加速渗透与赛道扩张下的 10+时期

消费力提升，单品业务助定制企业跑赢行业。地产增速放缓，整体家具制造业企业的增速区间进入 10%-20% 的区间。但在地产大周期之下，居民收入和消费能力的提升形成个性化和定制化的需求，推动定制业务的快速普及。以定制橱柜或定制衣柜为代表的单品业务，帮助定制家居企业快速累积规模，跑出超过整体的增速。

图 4:家居行业增速跟随地产走势滞后 1 年



资料来源：wind、东兴证券研究所

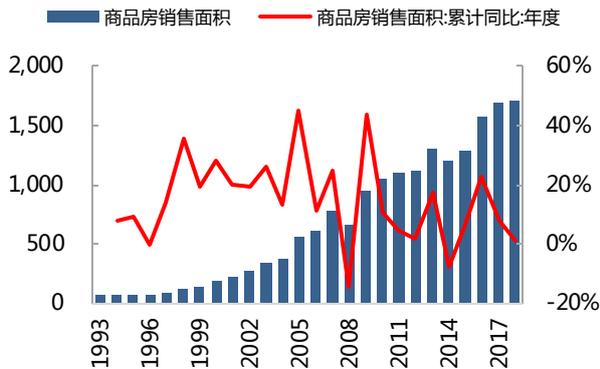
(3) 2016-至今：规模红利渐近尾声的 0-10 时期。

地产增速见顶，中枢下移。经历四轮收紧政策调控后，地产销售增速明显下滑，一二线城市表现最为明显。2016 年商品房销售面积同比增长 22.36%，2017 年、2018 年增速分别降至 5.27% 和 2.17%。地产增速中枢逐步下移，宏观经济迈入新常态，新旧需求双杀下家居行业的业绩也应声回落至 10% 以下，18 年

定制家居板块整体业绩承压，走下 30+ 的台阶。

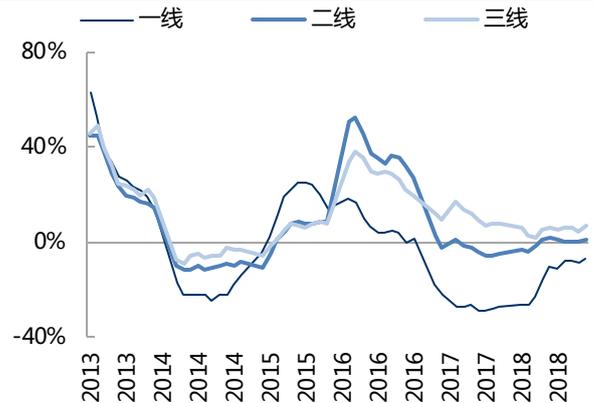
长期来看，在人口结构转型及“房住不炒”的政策导向下，地产销量增速或已到达历史顶峰。普涨高增的火爆市场短时间内也难以重现。对于整个后周期板块，也将告别大量新增需求带来的扩张时代。低增速的时代，家居行业也将逐步从增量逻辑转向“低增速、稳增长”的存量竞争模式。

图 5: 地产销售数据见闻



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 6: 40 大中城市销售面积回落，一线城市尤为明显

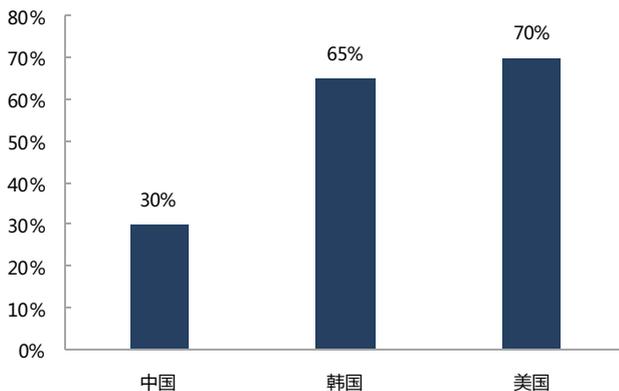


资料来源: wind、东兴证券研究所

1.1.2 成长消费的开端：渗透率空间仍大，消费升级推动长期成长

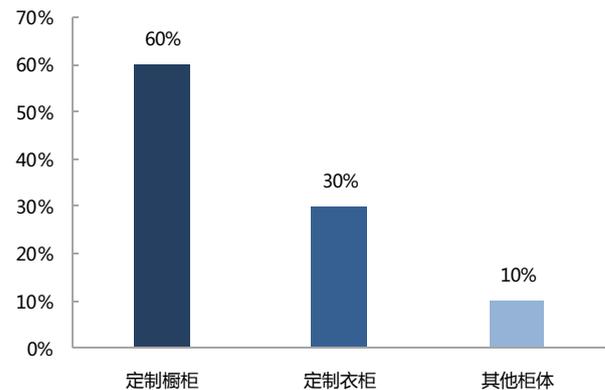
增速放缓并不等于总体规模已经饱和，翻新市场渗透率的提升将成为未来的主要驱动力。城镇化的进程延续，中国家居市场仍有一定的增量空间。但从整体来看，人均收入水平提升带来的品质化、品牌化消费导向使得对定制类产品的需求不断提升，无论是在新房或存量房市场，定制家居都已逐渐成为主流选项。当前国内定制家居渗透率约为 30%，对比美韩等成熟市场 60%-70% 的水平，仍处于渗透率提升的周期初期，未来仍有很大空间。而从细分品类的渗透率来看，定制橱柜（62%）>定制衣柜（35%）>其他柜体（不足 10%），细分市场之间差异巨大，增长潜力不一。

图 7: 中美韩定制家居渗透率相差较远



资料来源: 中国产业信息网、东兴证券研究所

图 8: 定制家居细分市场渗透率差距大



资料来源: 中国产业信息网、东兴证券研究所

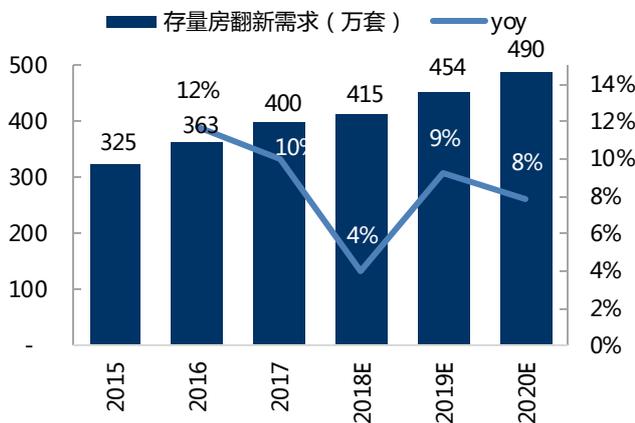
(1) 存量翻新：结构与比例共振下的快速成长市场

渗透率的提升依赖于存量的需求。家装家居需求主要来自于增量和存量两个方面，地产红利趋紧、增速下滑的现状奠定了前者当前的发展空间有限，因此渗透率的提升主要依赖于存量房的需求，包括在住房翻新和二手房交易两个方面。

在住房翻新市场进入长期增长区间。新房在入住 3-5 年后就存在各类翻新需求，小到家具的安装、维护、维修，大到局部空间的拆改、翻新、改造等，装修后续服务不可避免。近几年，对比地产走向低迷、新房成交数量惨淡的境况，按 10-15 年作为一个住房翻新的周期来计算，目前中国房地产市场有大量老旧房屋已经达到了“换新”年限，伴随而来的是巨大的旧房翻新装修需求。存量房翻新在规模和增速上都已经且将长期呈现增长的态势，预计到 2020 年将会相较 2017 年同比增长 22.5% 至 490 万套左右。

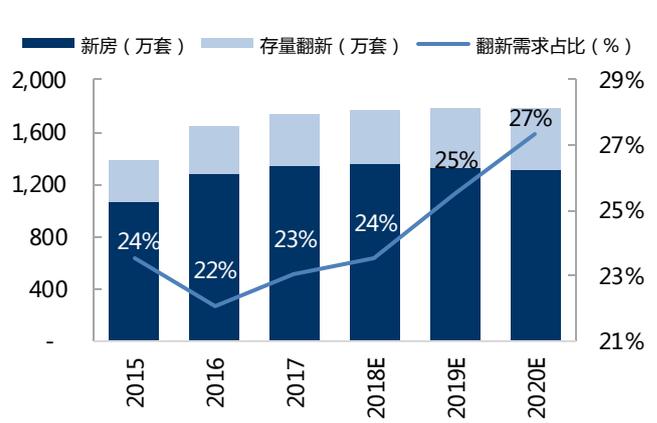
存量需求结构性变化：行业景气度与地产进一步脱钩。自 16 年以来二手房整体交易量上升，市场呈现出回暖迹象。叠加旧房翻新、租房装修需求，将带来家居需求的结构性机会。翻新需求占整体市场的比例有望由 22% 提升至 27%，其中一线城市的占比更高。随着消费升级，未来存量房二次装修和翻新房的比例将逐渐提升，由此带来的市场需求将驱动行业扩容，从而弱化新房销售的影响。综上，根据柜体平均 10 年翻新时间与软体家居平均 8 年翻新时间估算，未来稳定的家居翻新需求将使得行业景气度与地产进一步脱钩。

图 9: 存量房翻新需求助力市场扩容



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10: 翻新需求带来结构型需求



资料来源：wind、东兴证券研究所

消费升级刺激定制家居需求与价格同步上涨。人均收入水平逐年提升，国内中产阶级将成为家居市场消费升级的主要动力。高端消费者更注重消费品质、个性和体验，趋向于选择全屋定制的智能、科技化产品，从而推动家居配套向高端化、品质化方向发展。这往往能够有效带动客单价的提升。因此，家居行业要高度把控家居市场消费特征，提升消费者服务体验，挖掘到行业全新成长机会，实现单个客户的获取价值最大化。

表 1: 消费结构的变化带动家居消费升级

消费阶层	消费特征	配套趋势	主流装配
高端消费者	追求新科技、新技术	全屋定制、智能化、科技化产品	9 千元/m ² 以上
中产消费者	注重生活品质提升	定制橱/衣柜、净水器、空调、新风系统、等	4-5 千元/m ²
大众消费者	满足基本需求	硬装必需产品，厨电三件套、橱柜、卫浴产品等	2-3 千元/m ² 以下

资料来源：中国产业网、东兴证券研究所

(2) 精装房新蓝海：推升渗透率的另一主力

政策支持力度逐步加强，产业链整合加速。2017年住建部发布了《建筑业发展“十三五”规划》，提出“到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%”，从2016年开始，浙江、上海、江苏等地颁布政令，在2020年至2025年前“毛坯房”将逐步退出房地产市场，新建住宅将实现100%全装修和成品交付。

表 2:全国精装修政策逐步推进

时间	地区	内容
2017	全国	提出《建筑业发展“十三五”规划》，到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%
2014.11	江苏	2025年江苏50%以上新房以成品房交付。
2016.10	浙江	全省中心城区，出让或划拨土地上的新建住宅，100%全装修
2017.1	上海	新建住宅，外环线内100%，外环线外50%
2017.7	海南	全省，新建住宅100%全装修
2018.1	山东	2020年新建高层、小高层住宅100%全装修
2020	四川	全省新建住宅50%全装修

资料来源：中国产业网、东兴证券研究所

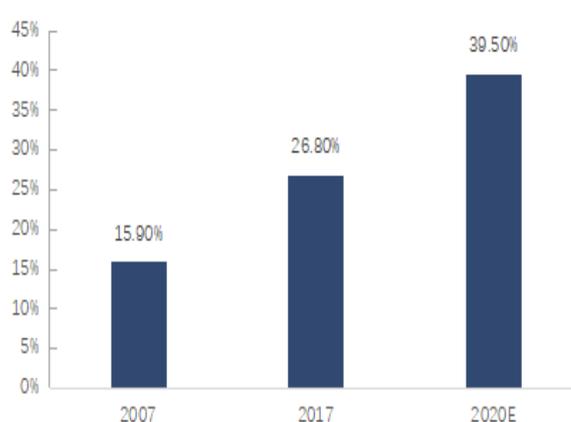
精装修比例分线提升，推进工程业务市场容量快速增长，并进一步推升定制渗透率。我国精装修的推进从一二线开始，占比已相对较高，目前正逐步向三四线延伸，在三四线城市，精装修率均在10%以下，甚至接近于零，存在很大提升空间，根据过去5年数据推算，预计2020年我国精装修房渗透率将达到30.49%，销售套数提高到约482万套，主要配套家居部品市场规模每年将以超20%的同比增速分别增长至997亿元。

图 11:精装修销售套数及渗透率提升（单位：万套）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12:全装修住宅购买意愿加强



资料来源：wind、东兴证券研究所

1.2 竞争格局的变化：竞争整合成为主旋律

定制企业集中上市，板块内竞争加剧。2017年，定制家居企业集中上市，A股上市数量多达11家，包括定制家居龙头企业欧派家居、金牌橱柜等。资本大量涌入定制家居市场，家居企业产能扩张加速，但市场需求规模正逐渐缩减，导致行业竞争加剧。

图 13:A 股市场家居企业上市数量


资料来源：wind、东兴证券研究所

竞争格局还未稳定，家居业 CR5 具备较大提升空间。目前，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、顾家家居等前十行业龙头公司市占率不足 15%，单家公司市占率大多在 2% 以下，市场比较分散。对比韩国家具市场，CR5 市占率接近 50%，龙头汉森市占率达到 28%，市场集中度极高，行业格局已形成。随着家居行业逐渐进入品牌化时代，国内龙头企业优势将凸显；渠道方面，龙头公司在 C 端卖场份额提升，同时在 B 端房地产积累较多渠道资源，将助力家居市场进一步向龙头集中。

表 3:主要国家家具行业集中度概况

	2017 年家具业 CR5	YOY
日本	22.3%	5.20%
美国	15.7%	1.30%
英国	16.8%	-1.20%
德国	14%	0
中国	6.8%	23.6%

资料来源：中国产业网、东兴证券研究所

2. 产品量变：存量竞争下家居业的竞与争

在家居市场正式从增量市场转向存量竞争，行业发展压力加剧的格局下，我们认为家居产业竞争的主要领域将聚焦于产品端。产业将经历产品品类拓展以增收，精简渠道、精细化管理以降费的竞争力提升过程，并经过价格端的竞争排除大量中小企业，形成两极分化格局。

2.1 品类拓展：单品走向大家居，拉开体量差距

大家居战略是新增需求渐缓下提升收入的必由之路，本质上是定制企业拓宽产品线的一站式销售策略。

大家居是通过增加家居业企业生产销售的家具品类，让消费者能够一次性满足所有购物需求的策略。在新增门店数、门店客流量增长乏力的阶段，通过增加品类不仅提高客单价，更将有效提振坪效、提高渠道效率。大家居更是对企业产能的进一步利用，符合定制家居的一站式趋势。

表 4:各品牌店面数量增长放缓

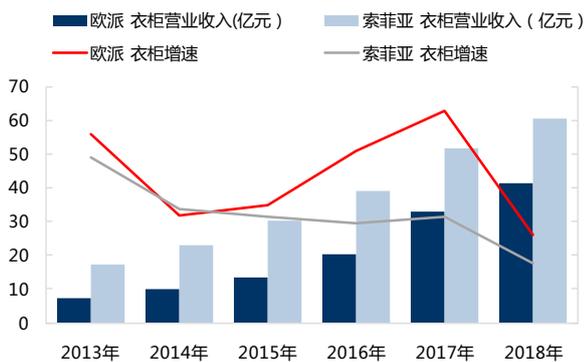
	2015	2016	2017	2018	2017 年同增	2018 年同增
橱柜龙头（经销）	4139	5422	6311	6708	889	397
志邦家具（经销）	1100	1265	1730	2334	465	604
金牌橱柜（经销）	689	792	1250	1759	458	509
皮阿诺（经销）	864	954	1103	1256	149	153
我乐家居（经销）	787	731	1062	1283	331	221
尚品宅配（加盟+直营）	1073	1157	1642	2201	485	559
好莱客（经销）	1174	1300	1500	1745	200	245
索菲亚（经销）	2000	2500	3035	3558	535	523

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

大家居的基础是基于信息化与供应链管理的高效产业链。由拳头单品向全品类延伸对企业生产线提出极高要求。为了打破品类边界，企业必须能从前端的设计师效率、客单转化率出发，全面提升自身生产效率以满足相应产生的巨大需求，并在此基础上形成自己的整合发展优势。

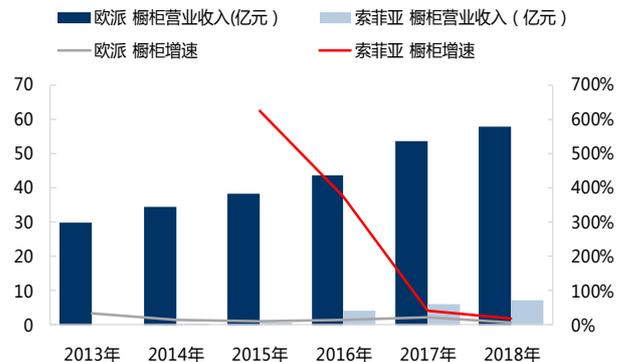
品类拓展，由橱柜向衣柜延伸比反向更为顺畅。从装修的流程出发，由于橱柜装修往往先于衣柜购置，因此在品类拓展早期，消费者更容易在购置橱柜时选取配套的衣柜。同时，橱柜生产的技术门槛导致橱柜企业生产端的技术储备和能力相对更强，切入衣柜市场的阻力自然也更小。从发展情况来看，欧派家居从 14 年起发展衣柜业务，至 18 年已实现营收达 41.48 亿元；而同期索菲亚的橱柜业务线仅为 7.09 亿规模。

图 14:橱柜业务发展情况



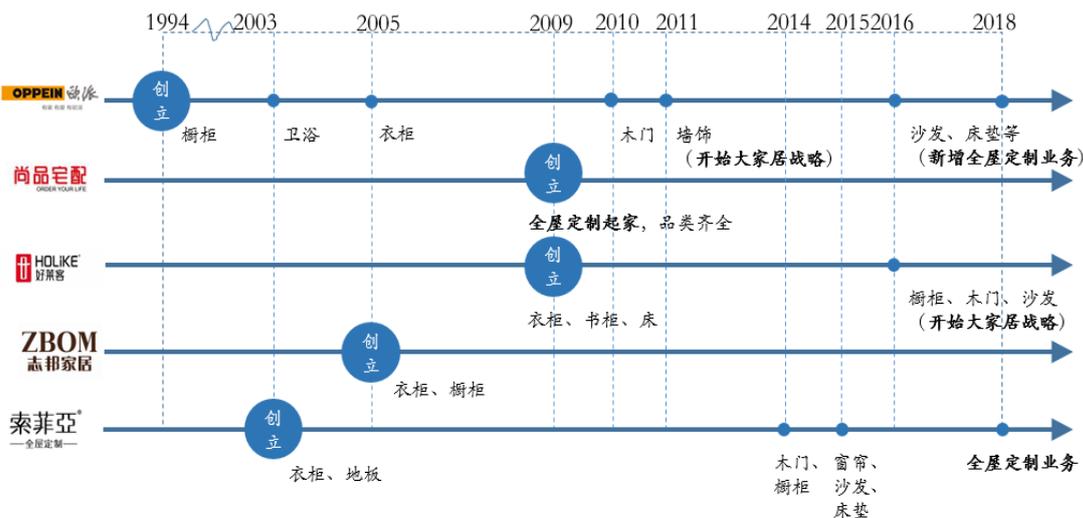
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15:衣柜业务发展情况



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16:定制企业品类拓展时间轴



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

品类拓展给行业内带来初步的规模差异，产品端的规模优势和服务端的质量差距将成为下一阶段的竞争重点。家居行业一二梯队格局初步形成，目前市值超过 100 亿的第一梯队仅欧派、顾家、索菲亚和尚品宅配四家，相对万亿的整体市场，头部公司的规模可提升空间仍然巨大。

图 17:定制企业成长的第一阶段

			现状 粗放增长基本结束	产业内整合：产品端竞争 第一步 品类拓展，拉开体量差距
			营业收入	客单价
客单	定价由品牌定位框定	多品牌战略： 发展副牌，覆盖全价格区间		
订单量	门店	门店数量接近饱和		品类拓展带动单店坪效提升
	单店客流	地产景气度下滑，单店自然客流下滑		
	转化率	转化率非关注重点		

资料来源：东兴证券研究所

图 18:家具企业梯队初步形成



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 产线改造：聚焦制造到分销，追求控费提效

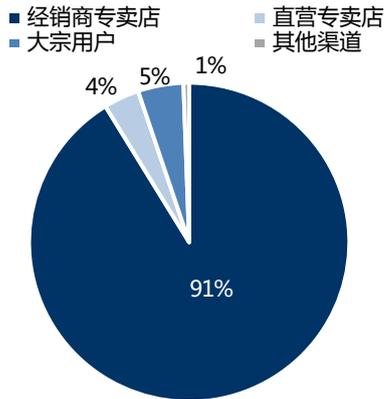
产品拓展带来的竞争力提升终究有尽头。依旧在总体市场规模有限的条件下，通过提效降费改善产品的终端价格与毛利率对企业竞争力的重要性也是不言而喻的。家居业目前降本去费的焦点在于生产流通过程中精简渠道、引入信息化、精细化管理之上。

2.2.1 战场转变，由渠道转向产品与服务

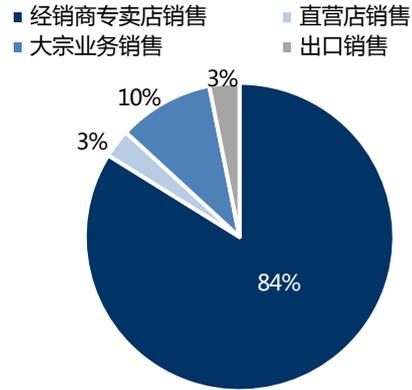
渠道，过去式家居业的第一竞争环节。早年国内城镇化水平较低，物流体系尚不发达，经销商渠道成为将大件产品分销到消费者手中关键的一环。广大的中小家装企业之所以能够长期存在，地区性的渠道优势是其中重要的原因。在定制家居领域，经销商渠道收入占比平均在 75%左右，比如欧派家居的经销商收入占比高达 84%；索菲亚的比例达到 91%。

图 19:索菲亚经销商渠道占比

图 20:欧派经销商渠道占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

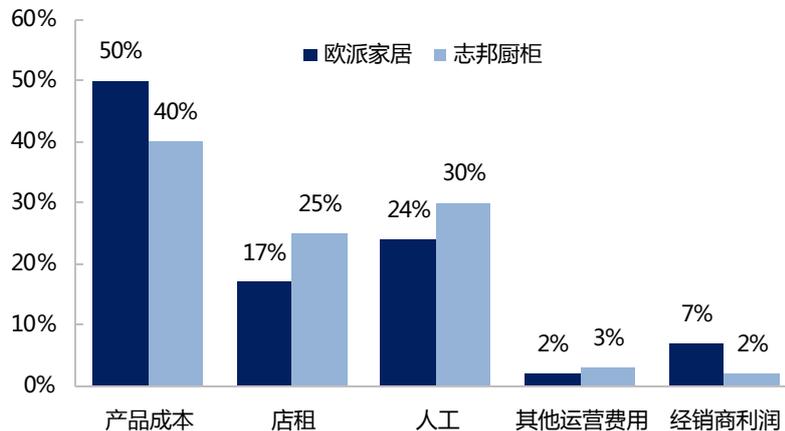


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

新一轮竞争将聚焦产品与服务的提效提质。地产红利期进入尾声，定制企业间将不再是单纯依靠渠道排除竞争，竞争将发生产品、服务与效率的多维综合能力比拼上。在产业加速淘汰的关键阶段，产品的质量关系到品牌形象，直接影响复购；产品的价格关乎品牌定位，在保持定位的同时提供最具性价比的定价，直接影响消费者决策；产品的生产效率关乎企业服务的质量与能力，直接影响企业竞争力。

精简渠道是产品与服务减损降费目前的主要课题。在产业转入存量驱动后，只有在渠道费用管控上领先的企业，才能真正拥有成本上的优势，在未来的竞争中占据先机。信息化建设与精细化管理是渠道变革的两大方向。

图 21:家居企业的渠道构成复杂



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2.2 提效控费，信息化精细化管理武装

信息化建设是从成本到产能的全产业飞跃。企业信息化建设通过信息化打通前端设计销售、中端生产、后端服务等全部流程，使得各个环节更自动化以及柔性生产多 SKU 成为可能。信息化能搞极大程度地降低传统生产环节对人力资本的过度依赖，如设计成稿、库存管理等，大幅降低成本；同时，信息化不仅能够满足人们增长的定制需求，而且随着 5G 和人工智能技术的逐渐发展，不同场景和需求下家具的设计需求也更为多样化，这也从客观上要求家居企业必须实现信息技术的嵌入和柔性化生产的成熟应用，在未来的市场上利用产能优势占据更大的主动权。

表 5:欧派家具信息化成果

欧派橱柜业务	2015		2016	
	金额（元）	变动幅度	金额（元）	变动幅度
单位产品价格	9735.53	-4.12%	9555.86	-1.85%
单位产品成本	6616.81	-8.26%	5911.62	-10.66%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

精细化管理，摆脱渠道成本价值占比过高的现状。渠道变革的来源在于传统渠道分销层级过多，效率低下且远离一线的消费者。企业强化对分销环节的管理能力，打破原有价值分配体系，降低产品的加价倍数。以欧派家居为例，假设品牌每售出一单位产品的净利润、产品成本都不变，仅中间费用与渠道方加价倍数发生相应的变化以模拟产业链上费用的缩减对终端产品价格的影响。当三项费用同步缩减 2%、渠道商加价倍数下降到 1.85 倍，总体终端售价将下降 5.3%。渠道管控能力将成为企业控制成本、保持性价比竞争力的重要一环。

表 6:欧派家具信息化成果

欧派家居单产品模型	整体橱柜	占比	成本/费用 下调百分比	调整后成本	占比	备注
原材料费用	4728	26%	-	4728	27%	以一套产品为例
直接人工	665	4%	-	65	0%	
制造费用	519	3%	-	519	3%	
产品成本	5912	32%	-	5912	34%	
销售费用	1110	6%	-2%	1088	6%	
管理费用	889	5%	-2%	871	5%	
其他费用	13	0%	-2%	12.7	0%	
期间费用	1986	11%		1946	11%	
制造总成本	7898	43%		7740	44%	即出厂价
产品净利润	1658	9%	-	1,658	10%	
品牌方售价	9556	52%	-	9,398	54%	即品牌零售价
品牌加价倍数	1.21	-	-	1.21	-	品牌售价/制造成本
渠道方售价	18377	48%		17404	46%	即终端零售价
渠道加价倍数	1.92	-	-	1.85	-	渠道售价/品牌售价
降价百分比				5.3%		

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.3 内部整合：中小作坊加速淘汰，走向弱寡头格局

2.3.1 营销战是价格竞争的侧面表现

企业基于产品力与效率的竞争差距逐日扩大，将通过终端产品性能、价格直接体现。尽管大部分品牌并不承认，但促销形式的价格竞争是实实在在存在的现象：2017-19 年，欧派家居 19800 元套餐的覆盖面

积从 18 平米上升至 22 平米，子品牌欧铂丽推出 19980 元可买 20 平方米柜子（按投影面积计算）再送 7 米橱柜的套餐，其折算价格甚至低于部分三线品牌。可见“价格战”是切实存在的现象，而营销套餐则是其直接的表现形式。

表 7:定制企业促销套餐对比

公司	年份	套餐内容
欧派家居	2017	全屋定制：19800 元，18 平米
	2018	全屋定制：19800 元，18-22 平米；23800 元，18 平米； 26800 元，20 平米；36800 元，20 平米
	2019	全屋整装：69800、11980 元高端全屋整装套餐（设计施工安装及橱、衣、木、卫+主材全套产品）、1198 元/平整装套餐
索菲亚	2017	全屋定制：19800 元，13、16、22 平米三类套餐
	2018	欧铂丽：19800 元，22 平米+送 7 平米"
	2019	衣柜：799/平米
尚品宅配	2017	衣柜：799/平米
	2018	全屋定制：1111/平米、1599 元/平米康纯板"
	2019	衣柜：799/平米

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

促销并不会建立在龙头家居企业大幅降利的基础上。从 2017-2018 年度主要家居生产商的盈利情况出发，在地产下行、厂家纷纷推出各式促销活动的同时，定制家具头部企业的净利率与毛利率并未受到显著影响。终端产品的价格下行，更多的是削减中间零售商利润、释放制造端规模效应带来的让利。利润率发生较大变化的企业多是因为产品结构调整所导致的。

表 8:主要上市定制企业盈利情况未受显著影响

	综合毛利率			净利率		
	2017	2018	变动	2017	2018	变动
欧派家居	34.52%	38.38%	3.86	13.38%	13.66%	0.28
志邦家居	34.90%	35.96%	1.06	10.86%	11.22%	0.36
金牌厨柜	39.14%	39.00%	(0.14)	11.56%	12.35%	0.79
皮阿诺	34.45%	35.95%	1.50	12.49%	12.58%	0.09
我乐家居	36.97%	37.40%	0.43	9.14%	9.41%	0.27
尚品宅配	45.11%	43.68%	(1.43)	7.14%	7.18%	0.04
好莱客	38.34%	39.56%	1.22	18.68%	17.92%	(0.76)

资料来源：wind、东兴证券研究所

品牌效应与规模效应下，龙头具备在服务质量与产品成本上的极大优势。随着家居正式进入的存量驱动的竞争态势，家居企业在下游面临强大的引流与转化压力，全国性家居品牌随着渠道的进一步完善进入长期缺少竞争的市场。广大缺乏规模效应的中小作坊不仅难以满足体验升级的需求，同时缺失规模经济难以具备性价比优势。

另一方面，5G 时代的到来对家具性能、设计上提出的全新要求。由于研发实力有限，5G 又对家居的交互性、实时性要求极高，消费者产生的智能家居需求进一步加速中小作坊的淘汰。份额挤压下，当前数

量庞大的尾部企业必然会发生洗牌，进一步加速淘汰。

2.3.2 家居寡头垄断格局难现，全国龙头与区域精品并存

尽管家居在价格战下头部集中度大大提高，但由于渠道的地域性以及产品流通能力的限制，头部企业数量并不会呈现显著的寡头特征。我们认为，行业最终将形成两极分化的格局：头部梯队掌握产品、渠道、品牌端的极大优势；尾部则由满足差异化需求的小而美品牌组成。

流通壁垒的存在阻碍寡头垄断格局出现。由于流通半径有限，导致家居产品的渗透带有强烈的区域性。在超出流通壁垒的地区，品牌拥有的规模经济优势将很难在地方厂家的流通成本优势下产生足够的吸引力，竞争力也相对有限。

◆ **流通壁垒背后的思考：引流成本高企是拓展受阻的核心原因。**家居业接触新增客流的主要方式为拓展渠道，以提高企业不同地区的渗透率。然而，单纯的渠道拓展面临规模化竞品相似的战略、地方品牌渠道成本优势、家装企业导流等多重竞争，导致单位新增流量成本高企，企业难以快速扩张形成规模效应，自然也就难以在产业中脱颖而出。

借鉴家电经验，非标程度更高、制造端规模效应有限也将阻碍寡头格局再现。与家电发展路径不同的主要原因之一在于家居行业的产品规范化程度有限，在产品SKU较多，供应链管理较为复杂，标品属性缺失的现状下，产品的流通能力无法支撑快速的规模化扩张。家电之所以能够快速通过价格端竞争形成产业集中，重要的促进因素是其规模效应更加明显，且新兴玩家很难快速切入产业链中形成竞争，而家居的低规范程度导致其规范件相对较少，相对的低规模效应下，寡头的成长也将受限。

表 9:家居与家电对比

	家电	厨电	定制衣柜	定制橱柜
前端规模效应	有	有	设计人效在提升，但不如家电	设计人效在提升，但不如家电
后端规模效应	有	有	有	有
规范化程度	规范	规范	从衣柜到全屋后，非标件提升	柜体、台面、门板三块较为规范化
服务、体验需求	弱	中	强	中
整体规模效应	强	强	弱	中

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

从独立品牌出发：个性化差异需求下长尾市场将长期存在。从整体万亿市场的视角出发，差异化的需求依然能够满足小而美的品牌生存发展的需要。唐人居通过手工作坊满足人们对中国传统四大家具流派之一“晋作家具”为代表的古风家具需求。梵几则是国内设计师的独立品牌，代表朴素简约下的中式禅意。这类小而美的品牌将作为市场的另一极始终存在。

图 22:唐人居手工家具

图 23:梵几家具



资料来源：公司官网、东兴证券研究所



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

2.4 未来展望：产品量变之后，产业痛点限制服务与规模的质变

在粗放增长进入尾声的存量竞争市场，产业内的竞争将聚焦于产品流通端的全品类布局与生产端的提效降费之上。头部企业将逐步拉大竞争优势，完成成长的第二阶段。

图 24:家居发展展望：第二阶段

		现状 粗放增长基本结束	产业内整合：产品端竞争		
			第一阶段 品类拓展，拉开体量差距	第二阶段 内部整合，格局初步形成	
营业收入	客单价	品类	单品类为主	全品类布局： 单品-全屋定制-大家居	
		客单	定价由品牌定位框定	多品牌战略： 发展副牌，覆盖全价格区间	价格战： 提升流通效率，形成价格优势
	订单量	门店	门店数量接近饱和	品类拓展带动单店坪效提升	零售能力战： 精细管理，提升销售服务能力
		单店客流	地产景气度下滑，单店自然客流下滑		
		转化率	转化率非关注重点		

资料来源：东兴证券研究所

头部企业若想进一步突围，服务质量将是下一步的重中之重。产品的质量与生产效率带来了行业集中度的显著提升以及头部企业规模的快速扩张。然而，旧有的家居渠道端弊病决定了行业内极难产生如家电般的寡头格局。同时，服务属性在此阶段的改进空间十分有限，这是因为家居的服务属性建立在产业上下游共同决定的基础之上，消费者一站式需求与家装家居割裂的产业脱节。若仅局限在家居业内部的视角，服务体验仍举步不前。旧有模式的瓶颈明显，行业整体增速趋缓、客流分散的现状将倒逼企业重整商业模式。从整体产业链视角出发，克服根本行业割裂现状，改善消费者体验的产业互通或将是最好的选择。

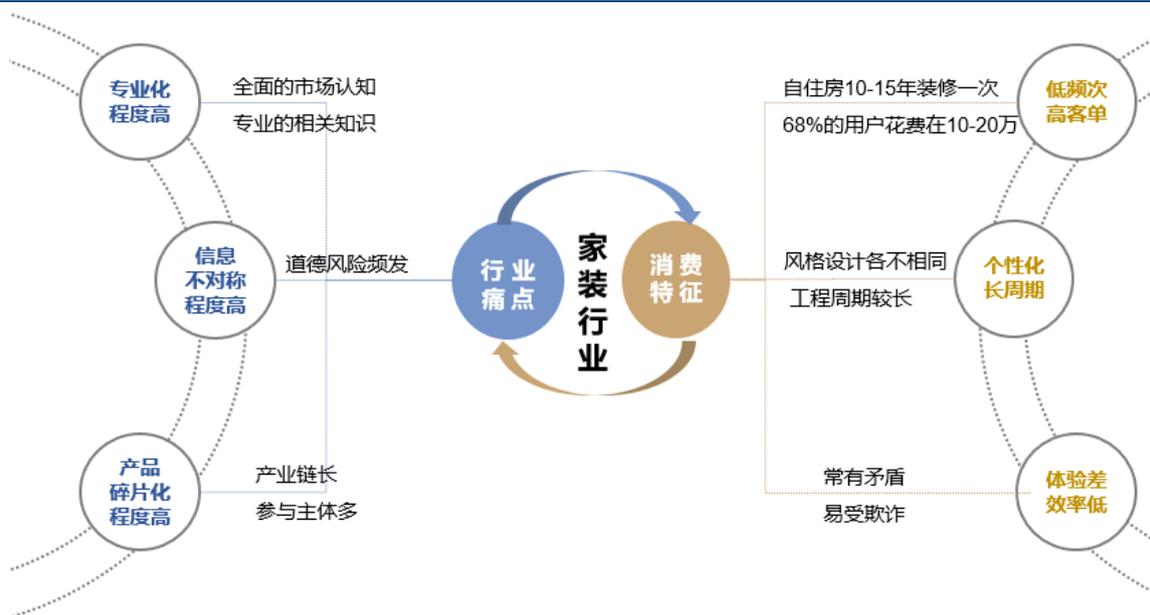
3. 服务质变：整体视角下产业链的互通整合

3.1 割裂产业链下服务缺位，流量竞争拖累成长性

家装业中另一重要组成的装修行业整体规范缺位，消费体验较差。家装行业产业链冗长，流程庞杂且严重缺乏规范的特点造成了消费者在装修过程中面对行业报价、工期延期、材料偷换、附加收费、施工质量监管仲裁等问题烦恼不断。整个装修过程虽耗价昂贵、用时漫长，但消费者体验不佳，最终结果随机性很大，效率低下。总结而言，消费者体验的缺失来源于：

- ◆ **装修过程的专业知识门槛高。**家装行业属于低频消费而且透明度差，流程复杂难懂，中间环节过多，而工程量大涉及到找设计、找施工队、采购主材、安装、验收服务等诸多环节。要根据自身的实际情况进行甄别需要全面的市场认知和专业的相关知识，然而大多数消费者往往一知半解，缺少装修的知识和经验。
- ◆ **信息不对称程度高，坑蒙拐骗是常态。**在选择装修公司时，各公司报价不同而且没有统一对比规范，各项细节费用不透明。签订合同进入装修环节后，工程质量参差不齐、责任问题划分不清等问题时有发生。家装公司可能依托自己在信息等因素的领先优势下，用增项、漏项等手段增加利润，并且缺乏对装修质量的把控，道德风险频发。
- ◆ **产品碎片化程度高，消费过程割裂现象严重。**在装修房子的过程中，消费者需要在事前挑选装修公司、比较各类不同产品和服务的性价比及与自身需求的匹配度，并仔细规划并安排流程事项，装修过程中要频繁往返于建材市场、装修公司、新房等，同时劳心劳力与多层商户对接、反复沟通推进房屋的装修，事后还要寻求售后服务。整个过程需要花费大量时间，沟通成本较高，效率低下。

图 25：“装修恐惧症”痛点重重



资料来源：东兴证券研究所

在流量竞争中，家装由于在产业链的前端位置具有天然的优势，进一步加大家居引流竞争压力。由于家装过去重服务轻产品的产业发展逻辑，在获客、转化上天然具备发展根基。同时，家装的设计指导属性决定了其往往先于家居业接触到消费者，在消费者的决策中发挥更早、更决定性的作用，因此，家装对家居业的流量影响力极强，在导流中家居有天然的劣势，这进一步加大家居业的引流成本与竞争难度。

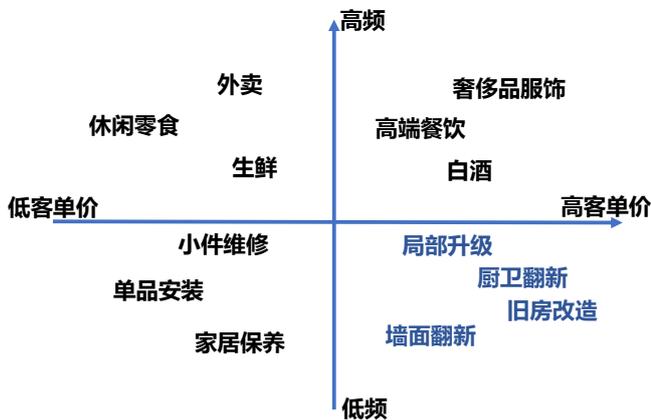
3.2 整合起源：家居寻求流量，家装寻求服务规范化

家居业面临的发展痛点部分上来源于装修业整体产业链，尤其是家装业的规范化缺失带来的流量成本高昂。为了实现规模效应，家居需要家装的流量加持。然而，在从整体产业链的角度出发，我们发现家装业正在寻求的下行业规范化与家居的诉求恰逢其会。在解决自身小散乱的发展痛点的同时，家装和家居间的整合将形成双赢的局面。

3.2.1 一切再从消费行为说起：低频率、高单值

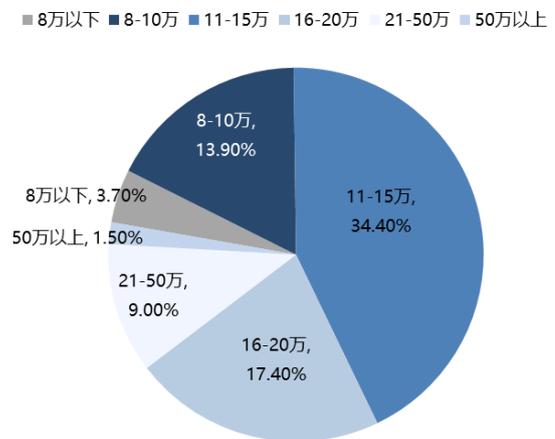
装修是低频次、高客单的消费行为。装修属于低频消费场景，自住房一般 10-15 年进行一次装修，租房或投资性用房更新周期更长。装修需求在客户群体中多呈现低密度特征，平均 30 人中才产生一个消费需求，需求客户的低密度分布使得客户的转化率成为决定企业兴衰的关键因素。同时，装修消费的客单值很高，消费者更注重品质与性价比。从亿欧智库的数据来看，68%的用户装修花费在 10-20 万元。

图 26:消费分类



资料来源：亿欧、东兴证券研究所

图 27:装修客单价

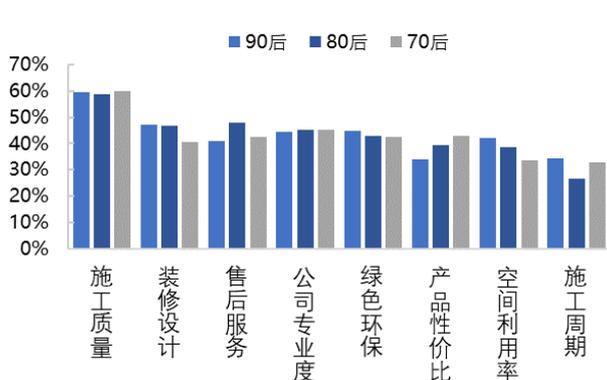


资料来源：亿欧、东兴证券研究所

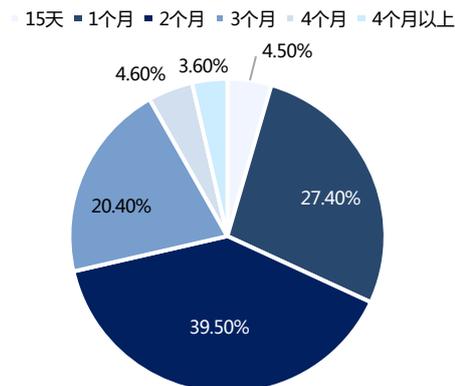
装修是个性化的需求、长周期的过程。家居家装构成的装修市场面对的消费者需求个性化极强，根据年龄、职业、教育层次形成了对装修风格、装修质量的不同需求。其中，以 90 后为主的新时代的消费人群对性价比的要求相对较低，对空间利用率的要求较高，反映了不同时代人们的诉求变化。同时，装修的周期非常之长，根据 Wind 数据显示，事前准备在 1 个月以上的消费者占总体的 60%以上，如果考虑装修的全流程耗时，其周期之长可以想象。

图 28:个性化的需求

图 29:事前准备时间



资料来源：亿欧、东兴证券研究所



资料来源：亿欧、东兴证券研究所

3.2.2 装修消费行为的特征，决定服务与产品并重

消费低频高附加值特性下，客户进店转化率成为关键，服务将成为核心竞争力。随着企业的新增自然客流逐渐枯竭，提高既有客流的转化率自然成为了家居业对抗周期的主题。提升转化率就意味着要提高体验和服務的质量，包括设计师的水平、安装成功率、展示技术、服务态度和体验效果等等。正是这些优秀的服务才能有效吸引客户消费，将访客变成潜在买家，将咨询转化成下单，提高转化率，从而发展成后续的转化和提升。

产品质量是服务质量和口碑的基础。家居家装业的消费属性决定了客户的主导权，同时，由于家装行业有低频次高客单价的特点，消费者在做选择时会更加谨慎、多方面考虑，只有不断优化产品质量才能提高消费者的忠诚度，吸引回头客，实现成本比较低的“口碑传播”，拓展新的消费点和可能。产品质量、用户口碑是新的市场条件下拓展用户的利器，可以有效拓宽用户流量渠道。

而当前服务质量低下的情形，导致家装家居产业品牌效应不强。消费者选择公司时更多在意的是性价比、方便程度等因素，较少考虑品牌。服务质量低下导致企业无法形成品牌价值的积累。

3.2.3 一体化需求下，产业融合下共赢的强烈预期

(1) 家居：客流的吸引与转换是竞争关键

由于缺乏品牌效应，产品差异的辨识度较弱，家居业的龙头企业很难通过品牌建设和产品质量享受相应的溢价。而提升客单价、降低效率本质上都需要进一步提高客单量以满足规模效应，因此对客流的吸引和转换是当前市场背景下决定企业兴衰的关键。根据前述讨论，在流量端具备天然优势的家装业在新增流量几乎枯竭的存量市场或许是家居业最好的选择。

(2) 家装：工程属性导致小散乱，行业亟需规范化

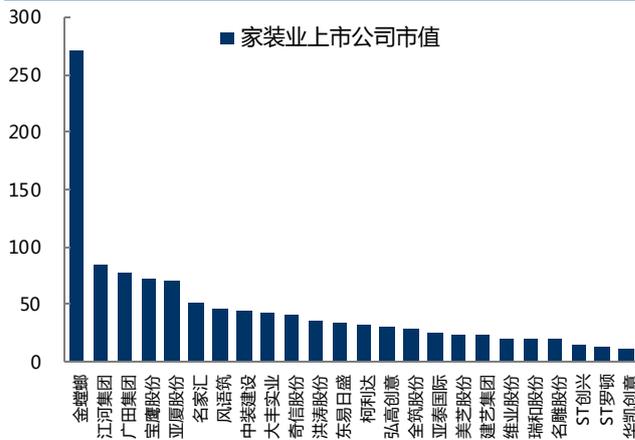
重人力资本运作，规模效应极弱。家装产业链严重依赖于人，具备典型的重服务属性。同时，运作的工程性较强，产品性较弱，制度、体系、工艺、技法很难全部规范化，甚至于互联网的加持下，家装业未完成规模化模式的建立，无法实现快速扩张。工程属性决定了市场中充斥小规模企业、工作室甚至个体户的现状。

小散乱市场下，亟待外界赋能下的规范化整合。家装行业乱象频生、饱受规范化缺失之苦。与上游产业

链互通，接受其规模性企业在品牌、产品、服务等领域的赋能或许是家装业规范化整合的下一契机。

图 30:家装市场规模


资料来源：产业信息网、东兴证券研究所

图 31:21 家上市家装公司市值


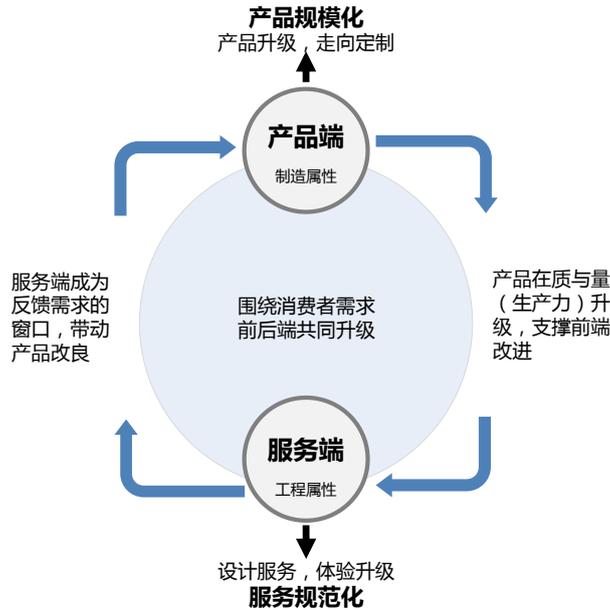
资料来源：wind、东兴证券研究所

(3) 互通融合的逻辑可行性：产业整体的良性闭环

产品与服务同升级带动产业升级。当产品将在材质、生产能力上的升级完成后，对消费者体验的重视下将前向带动服务环节走向规范化。随着消费者由体验升级到需求升级时，前端的设计服务将需求趋势向后反馈，进而带动产品的改良——**此良性循环下，产品与服务间的断层将不断缩小，合力形成产业升级：产品端将更高的规模经济，服务端提升品牌溢价。**而这一过程需要整体的产业视角、而非单独的家居一方或是家装一方即可实现。服务与产品的共同升级将促进产业间融合。

从历史经验角度出发，当家居市场步入规模化市场竞争阶段时，家装市场也从“马路游击队”转向正规装修公司；当家居逐步进入整装大家居的存量市场竞争阶段，家装业也几乎同期进入了整合硬装与设计的整装推广期。同时，家装与家居间的合作也愈发紧密，从最开始的完全割裂到交流频繁、合作共赢。

图 32:产品与服务的良性循环



资料来源：东兴证券研究所

3.3 整合趋势：一站式服务提供商应运而生

家装和家居的整合是实现双赢的绝佳契机，进一步从割裂业态和消费者体验提升的出发，我们认为家装和家居的整合最终将以一站式服务提供商的形式实现，而目前的整装正是一站式服务提供商的前身与基础。

3.3.1 方向：一站式服务提供商，巧妙整合三方诉求

家居一体化设计，一站式购齐，一揽子服务。整合后，家装作为导流入口，与家居建立长期合作关系，获得订单后直接按家居生产能力进行一体化设计，将需求反馈至家居生产端并迅速通过物流将产品发至消费者指定地点。同时，整合后的服务商还将向上打通硬装材料、装修施工，向下建立完整的标准化比较体系和追责体系，为消费者提供从设计、施工到验收售后的一体化服务。

满足消费者的一体化需求，提升消费体验。消费者只需在家装公司（一站式家装服务商）即可完成决策、量房、主辅材购买、定制橱柜/衣柜、家具选购的全过程，由于有家居品牌商作为背书，消费中原本存在的制造能力、产品品质、偷工减料等问题都将得到解决，消费者可以充分享受一站式服务带来的便捷。行业整体体验提升有助于提高消费频次，培养新消费习惯，进一步扩大市场规模。目前阻碍消费者考虑翻新家居等装修需求的一大因素就是整体消费过程的体验极差。而随着行业整体的消费服务水平取得突破，成功培养消费者更频繁、更乐观的消费意愿，存量市场的规模有望进一步扩大，利好整体行业。

3.3.2 端倪：现行整装是一站式服务提供商的雏形

整装顺应三方诉求产生，是当前家居拓展品类、打通产业链的主要途径。但目前家装与家居的整装并非整体产业链角度上的整合，家居聚焦多品类，家装聚焦上游材料与设计方案的打包。从公司调研以及目前家装家居提供的“整装套餐”产品细节考察，当前主要家居公司如索菲亚的整装套餐以聚焦于将多品

类打包出售来提升客单价为主；家装公司则更注重将装修材料购置与设计打包，降低产品成本同时提高客单价，增强竞争力。目前的所谓“整装”，尚未上升至全产业链的高度。

◆ **第一阶段：渠道整合，合作返点模式。**整装发展的初期，行业旧有渠道尚待整合，因此此阶段仍将基于既有渠道，向外逐步拓展与家装合作的可能。期间，由于部分代理商的能力有限，加上家居公司的合作返点优惠，会有一些行业尾部的家装代理商成为新的渠道，提供相应的流量入口。当前欧派、索菲亚、志邦家居等都已推出了整装商业计划。以欧派为例，公司于2018年开始试点推进整装大家居业务，当年整装接单业绩即突破3.5亿，带动了行业的整装热潮。

◆ **第二阶段：品牌赋能，规范化经销商模式。**初步的渠道整合后，定制企业对家装进行品牌的赋能，以自身品牌向消费者保证家装的规划服务和良好体验，将提升家装公司品牌影响力，提高引客和转化的能力；产品赋能，将降低终端价格，提升规模化能力规范化的品牌经销商模式。地区的家装公司将成为定制企业吸引客流的前哨战，本质上执行经销商的职责。

表 10:当前的整装模式

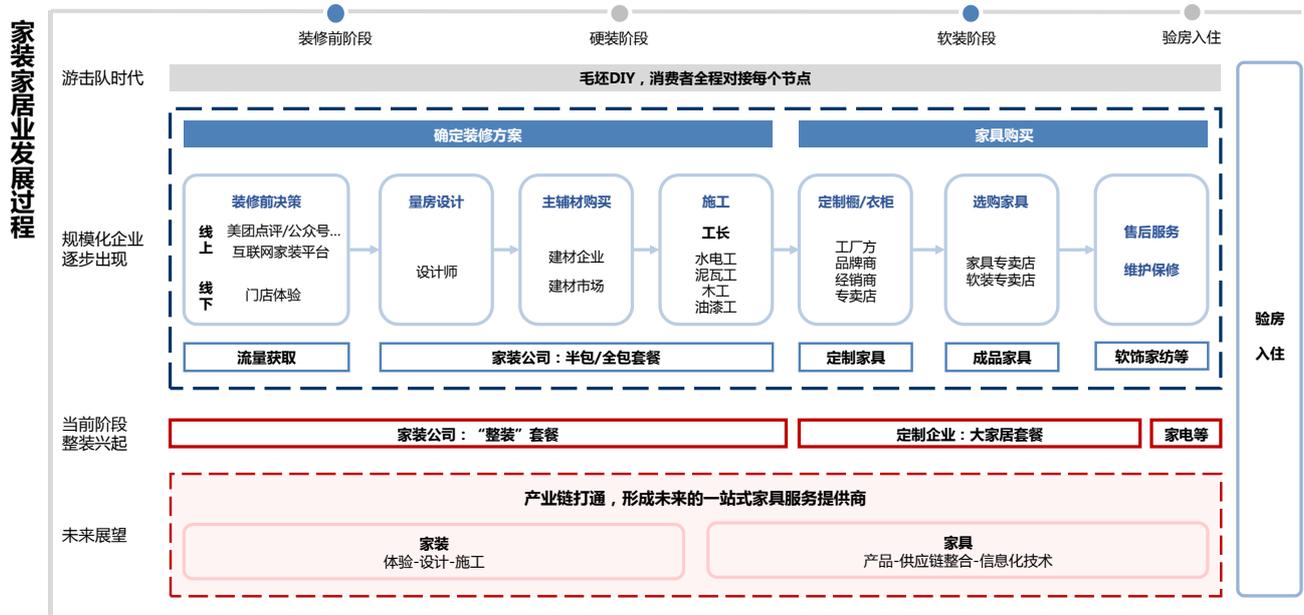
当前整装模式		
	优势	挑战
对家居公司	家装公司销售定制家具的边际成本较低 家居公司的话语权显著提升 引流、渠道成本显著降低，产品获得价格优势	定制家具品牌商需要担任更多的服务职能，在信息化、客户售后服务的规范化制度建设上面临挑战。 如何吸引家装企业，形成稳定体系
对家装公司	家居公司以品牌赋能，提升企业品牌影响力，提高规模化扩张能力、客流吸引与转化能力 与家居公司合作降低中间成本，赋予产品价格 端竞争力	产品不成体系，受家装固定合作关系影响，影响家装整体效果 中小家装公司承担整体设计安装服务，压力较大
代表企业	尚品宅配、欧派家居、索菲亚、好莱客、志邦家居等	

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

未来的整装将在当前基础上形成全产业链整合。上述割裂的形式势必在服务规模、品牌赋能上相较打通整条产业链的整装模式相去甚远。最终的整装，应当是在前端提供设计服务、整合家装流量，后端利用开发家居定制产能、多品类生产能力的“全产业链”整合。当前逐步发生的渠道整合、合作模式将成为全产业链打通的坚实基础，是产业互通整合大方向下的前奏。

图 33:一站式服务商的进化道路

装修流程&参与角色



资料来源：东兴证券研究所

4. 画沙聚米：互通整合的未来

家装与家居的融合在理论与现实基础的双重支持下，趋势日益明朗。互通整合毫无疑问将直接利好企业业绩。然而，具体的融合路径与形式仍然存在大量的未知性，因此，本部分将分别从家装的特性与海外的发展经验出发，具体论述对合并形式可能性的看法和预测。我们认为，由于家装在规模效应上的劣势，未来的产业整合将由家居主导；汉森家居代表的韩国家居产业链整合路径对我国的发展现状具有极强的指导意义，产品与服务一体化将是产业整合的出发点与主题。

4.1 产业升级：整体产业规模与规范化双突破

家装家居走向产业升级，一站式体验提升积累品牌溢价。装修业在从最本质的特性上出发，是以服务业为主要表现形式的产业。而对于服务业而言，消费者的体验是一切运作的基础。一站式服务下，客户只需在家装端口进行一次性操作，便可以获得从设计成稿、家居定制、整房装修的全部服务。装修的体验还可获得家居公司直属经销商规范的评价，消费者真正成为消费中的主导者。相应的，整合行业资源后的领先企业将获得显著的竞争优势，更大规模的业内巨头公司呼之欲出。

头部家居企业营收规模突破。家装带来的流量入口，使得头部家居真正得以更低成本地接近消费者，同时获取更覆盖面更广，深度更佳的客户群。在此基础上，服务与产品质量具备优势的企业得以进一步获取、转化客流，使得规模经济得以成真，实现良性闭环。规模化赛道上的企业间差距会随着竞争不断扩大，潜在的龙头或将实现规模的跨越式发展。

家装优质企业模式转变，加速落后竞争者退出。对家装企业而言，获取了家居企业的实现能力背书，有助于企业间摆脱野蛮竞争，建立行业的可比规范，极大改善服务难规模化带来的业务扩张阻力。同时，

整体行业对产业链的管控力将大大提升，最终将消费者的体验提升至新的维度，这也意味着大小家装公司间的服务质量、产品品质差异将进一步扩大，加速落后企业退出市场竞争。

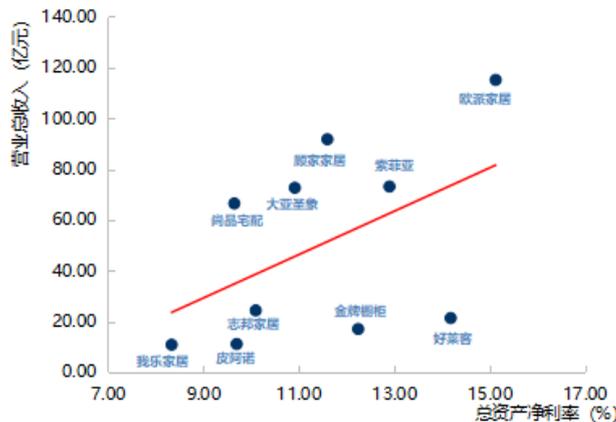
图 34:家居企业的成长道路-第三阶段

		现状 粗放增长基本结束	产业内整合：产品端竞争		产业间互通：服务端质变	
			第一阶段 品类拓展，拉开体量差距	第二阶段 内部整合，格局初步形成	第三阶段 产业互通，突破客流限制	
营业收入	客单价					
	品类	单品类为主	全品类布局： 单品-全屋定制-大家居		提供全品类矩阵和产品设计研发上的支持	
	客单	定价由品牌定位框定	多品牌战略： 发展副牌，覆盖全价格区间	价格战： 提升流通效率，形成价格优势	依靠品牌溢价，提升定价	
	订单量	门店	门店数量接近饱和	品类拓展带动单店坪效提升	零售能力战： 精细管理，提升销售服务能力	业务拓展，提高门店效率
		单店客流	地产景气度下滑，单店自然客流下滑			自然客流+家装客流
转化率	转化率非关注重点				一站式消费体验	

资料来源：东兴证券研究所

由于家装的工程属性的天然弊端，家居大概率是未来产业整合的发起方。家居业的制造业属性致使随着订单增加，产业在供应链，生产固定成本摊销，上游原材料获取上可以实现成本的压缩，最终带来规模效应。从下图可见，营收规模最大的欧派家居规模效应十分明显，以唯一超过 15% 的资产净利率傲视群雄，最好地诠释了规模效应。家居业更容易在未来孕育出相当规模的企业，为未来的产业融合更有可能在家居主导下进行。产业升级、业务拓展，家居企业第三阶段的成长道路明晰。

图 35:定制公司的规模优势



资料来源：wind、东兴证券研究所

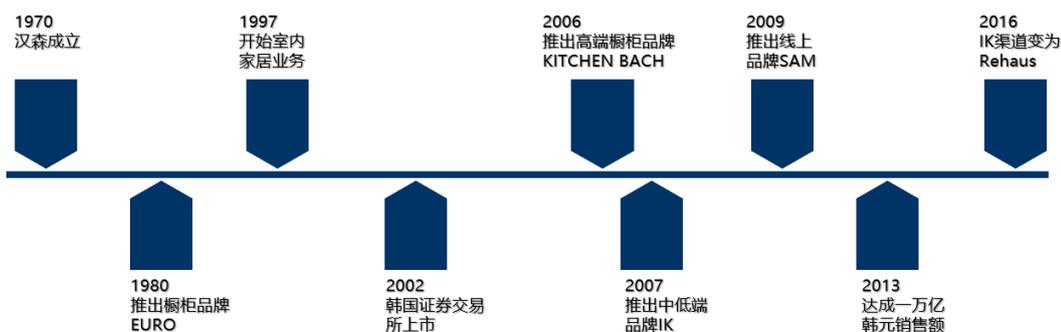
4.2 汉森模式：产业升级方向的经验借鉴

发达国家如欧美日韩已经走过了家居与家装的整合阶段，形成了适应其市场特点的业态。其中，由于上世纪九十年代的韩国在消费习惯、宏观形势以及装修业态上与当代中国国情有极高的相似度，其家居业

的发展过程格外值得我们借鉴。汉森家居，就是在产业互通中脱颖而出，实现一站式家装服务的典范。

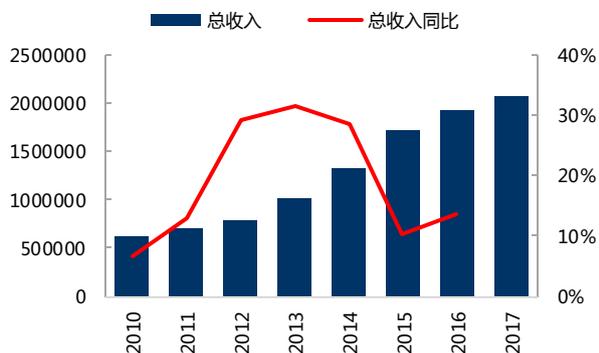
汉森是韩国橱柜行业的引领者，韩国最大的家居生产商。深耕橱柜行业，积极拓展业务，汉森将自身的业务范围扩大至室内家居、家装市场。2016年，汉森实现营收1.94万亿韩元（约117.6亿元人民币），同比增长13.1%，其中，汉森的室内家具、厨房家具、工程业务三大板块分别实现占公司主营收入的33.6%、42.1%以及9.3%；实现净利润1275亿韩元（约7.7亿元人民币），同比增长11%。2018年汉森家居市场渗透率超过60%，享受18xPE。

图 36:汉森业务发展时间轴



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 37:汉森营业收入情况



资料来源：wind、东兴证券研究所

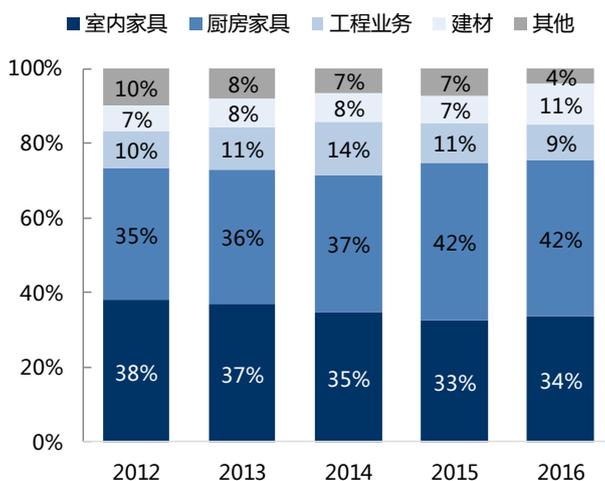
图 38:汉森净利润情况



资料来源：wind、东兴证券研究所

“大家居+多品牌+全渠道”，由产品向服务拓展做大规模。1999年开始，随着韩国家居市场进入激烈的竞争淘汰阶段，汉森提出大家居战略，由橱柜转向整体室内家居，向后端软装环节延伸，实现产品一体化；2008年起，随着韩国地产逐渐步入存量市场，汉森又切入家装市场，推出IK业务。即与家装公司合作，以类似整装的模式同时提供家居产品与家装服务。直至目前，汉森已经达到厨房业务、室内及家具、工程业务板块齐头并进的局面。通过整合产业链，汉森实现了由产品端向服务端的拓展，通过产业前伸在把握流量入口的同时，发展成为韩国家居的绝对霸主。

图 39:汉森营业收入拆分



资料来源：wind、东兴证券研究所

从汉森看中国：品类、效率与产业集中度三维提升空间巨大。在产品上，汉森提供包括衣柜、橱柜、书柜、餐桌、床、床垫、沙发以及家居饰品等全屋产品，建立了目前国内尚缺的全球产业链，显示了国内大家居战略仍在供应链建设、品类拓展与销售能力上存在成长空间。

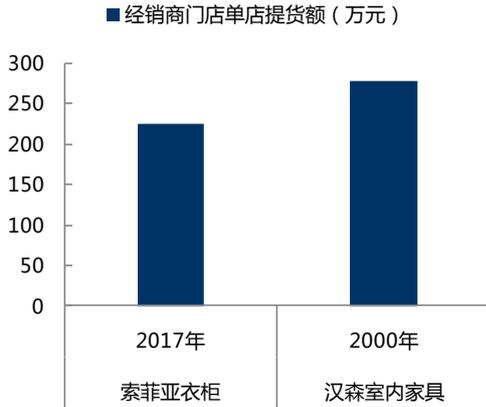
表 11: 索菲亚与汉森全屋定制品类对比

品类	汉森全屋	索菲亚全屋	品类	汉森全屋	索菲亚全屋
书房家具	√	√	照明	√	
卧室家具	√	√	家电	√	
餐厅家具	√	√	浴室用品	√	
厨房家具	√	√	园艺	√	
餐/厨具	√		家居服装/装饰	√	
客厅家具	√	√	健康/运动/美容	√	
儿童房	√	√	婚礼/蜜月	√	
门窗	√	√	宠物用品	√	

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

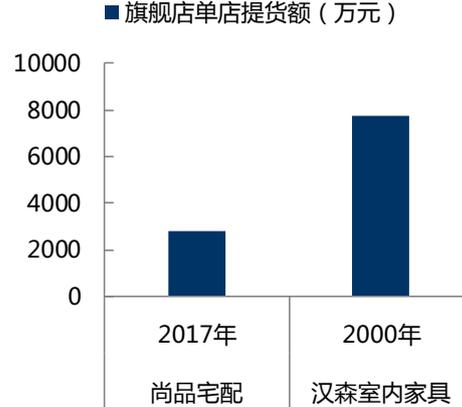
我国家居业与汉森在产品和服务上的差距，最终直接体现在家居经销商的单店提货额上：索菲亚 2017 年的提货额相较汉森 17 年前实现的数额仍有差距，尽管部分原因在于韩国地域狭隘，门店相对密度较小，竞争激烈程度存在差异，但大家居的优越性以及国内厂家的产品服务提升之路的漫长仍然可见一斑。

图 40:索菲亚与汉森对比



资料来源：wind、东兴证券研究所

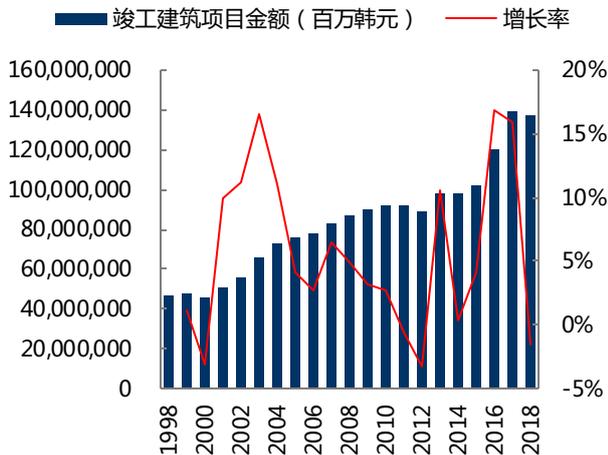
图 41:尚品宅配与汉森对比



资料来源：wind、东兴证券研究所

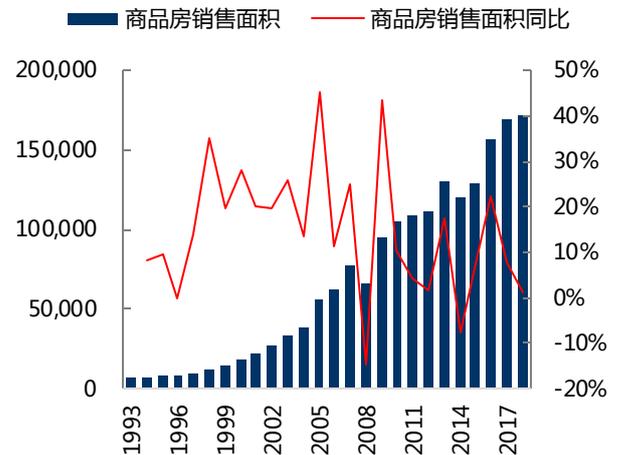
汉森模式的中国借鉴价值：相似时代背景下的一站式服务商发展之路。汉森快速发展的时代（2003-2005年）正值韩国国内地产增速放缓、消费升级降速的下行区间，产业内则表现为单品类多品牌的野蛮生长末期。通过从品类拓展带动渠道的二次扩张，汉森最终转变为了服务与产品一体的家居家装整体商户。尽管中韩两国在家居地区性格局、市场规模上均有很大的不同，但是，汉森模式所展示的诸如拓宽品类把握消费者习惯变迁、通过品类进一步细分的大家居战略扩大受众以抵御产业增长放缓、消费经济下滑的思路仍值得国内品牌借鉴。考虑到欧派家居的市占率与汉森的巨大差距（8.8% vs 28%），未来受产品与服务一体化浪潮影响下，中国家居新龙头的诞生过程或将与汉森有十足相似之处。

图 42:韩国房地产市场



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 43:中国房地产市场



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 标的推荐

5.1 推荐逻辑：三阶道路下寻找最具成长企业

家居龙头发展走过三阶道路，全方位整合提升集中度。我们从产业内、产业间两个角度分析了家居业在未来存量竞争市场的竞争发展重点和可能性。我们认为，单就家居业内部讨论，未来整体行业将走过拓品类、提效率、产业内整合的发展道路，完成产品端的量变升级。然而，由于服务质量等产业根本痛点并非家居业内调节可以解决，我们提出了未来产业整合的可能性以及具体形式，即未来将形成以家居业为主导的一体化家装服务商。

- ◆ 第一步：拓品类，增坪效，拉开体量差距
- ◆ 第二步：提效率，控费用，增价格竞争力
- ◆ 第三步：拓产业、重体验、共建一站式服务商

从产品量变到服务质变，产业升级下家居业龙头的成长道路明确。借鉴韩国家居龙头汉森的发展经验，我们认为在产品端实力最强、整装业务具有先发优势的欧派家居与具备互联网基因的尚品宅配或将成为最大受益者。借鉴韩国家居龙头汉森的发展经验，我们认为家居业在拓品类、提效率和产业间整合上发展空间仍然巨大。在一站式服务商产生的强烈预期下，当前在整装业务、信息化建设以及规模效应上领先的行业龙头企业值得关注。

5.2 重点公司推荐

5.2.1 欧派家居：全品类之王，整装先行者

公司成立于1994年，主要从事全屋定制产品的设计、研发、生产、销售到安装，为消费者提供一站式家居设计方案。2018年公司主营业务收入113.31亿元，同比增长18.49%；归母净利润实现15.72亿元，同比增长20.90%。作为家居行业内首家营业收入破百亿的企业，欧派的营业收入占定制家居行业上市公司的比重稳定在33%左右，奠定龙头地位。

定制全品类矩阵布局齐全，大家居战略顺利推进。公司业务由定制橱柜起步，逐步向定制衣柜、定制木门、整体卫浴、金属门窗等品类延伸。当前橱柜业务规模处于行业第一、衣柜业务规模处于行业第二；凭借研发和制造的后端优势，新品木门和卫浴培育进展顺利。主品牌“欧派”定位中高端，子品牌“欧铂丽”定位大众刚需，多品牌战略助力公司覆盖各层级市场。公司形成厨衣木卫四大产品线，率先实现定制全品类矩阵的布局，为大家居战略推进奠定坚实的产品基础。

渠道变革先行一步，业务拓展初现端倪。公司传统经销商渠道推行狼性文化管理，实行每年5%的末位淘汰机制，形成“10+1”经销商帮扶体系，降负让利+差异化考核遴选出一批具备优质的头部经销商，稳固的大商资源成为公司传统渠道的护城河。顺应竞争趋势，公司率先开始推行整装试点，目前仍以赚取整装渠道的红利为主，主要采取与各地规模较大、口碑较好的优质家装公司直接合作的模式，公司层面上以产品、品牌和服务赋能。

5.2.2 尚品宅配：赋能小B，云平台显整合雏形

公司前身为1994年创立的家居设计软件起家，自2004年起切入家具行业，主要发展C2B+O2O模式的定制家居业务，并在2018年开始尝试S2B2C模式的“整装云”业务，发展至今已栖身定制一线品牌之列。2018年公司实现营业收入66.45亿元，较上年增长24.83%；实现归属于母公司所有者的净利润4.77亿元，较上年增长25.53%。

互联网基因助公司走在信息化建设前列。脱身于设计软件赋予公司互联网基因，信息化建设水平领先于

行业，沿着从后端制造、供应量到前端设计的信息化改造路径，公司有望持续提升每个环节的经营管理效率。基于信息化打通的基础，公司有望实现围绕消费者需求提供个性化定制服务，打造出差异化的以需求定设计和生产的 C2B 模式。

信息化技术强化整装 2.0 套餐，业务革新再进一步。在信息化的基础上，公司背靠整装云平台对家装资源的积累，于 18 年下半年推出第二代全屋定制，将东鹏瓷砖、TATA 木门等众多国内知名的主辅建材导入套餐，在橱衣定制产品基础上加入了家装材料、背景墙、淋浴间、灯饰吊顶、窗帘饰品等全屋全品类，突破家装家居的界限。公司的第二代套餐在服务层面的效率显著提升，最大限度的满足消费者一站式购齐需求，带来客户转化率和客单价的提升。

多元渠道积极布局，传统渠道改革推进。渠道方面公司以直营为主，并开创性开设购物中心店、写字楼店和超集店，多元渠道覆盖各类流量入口。近期公司在直营城市开放加盟，将经销商的职责更加明确在获客和转化等前端环节，安装、物流等服务环节由直营分公司实现。这一体系下，经销商将成为销售的前哨站，公司逐步向集提供服务、制造生产于一体的中后端服务商转型。公司重新梳理每个节点的角色，各司其职下将有效实现产业链纵向的降本提质。

6. 风险提示

存量市场发展不及预期，整装家居接受度不及预期，宏观经济下行风险，产业间整合进度不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	中顺洁柔（002511）：浆价下行助推业绩，渠道强化品类优化提供中期下沉长期扩品逻辑	2019-08-08
公司	好莱客（603898）：渠道优化叠加品类拓展，绑定齐家网探索泛家居成长道路	2019-04-17
公司	欧派家居（603833）：全品类布局+多元渠道引流奠定龙头地位，整装大家居战略成为增长新亮点	2019-04-11
公司	志邦家居（603801）：深耕厨柜发力多品类，优化大宗业务提升盈利能力	2019-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为规范定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为规范定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。