

轻工制造行业

整装深度：全球整装龙头骊住的蜕变对国内的启示

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-11-17

核心观点：

● **骊住发展沿革：日本整装龙头整合家装全品类，供应整体解决方案**

骊住集团（LIXIL Group）作为日本领先的住房产品和生活解决方案供应商，业务覆盖厨卫、内外装建材的制造销售和房地产和金融服务，2018财年骊住营业收入达到 18,326 亿日元。公司发展共经历三个阶段：基础建立期（2002-2010）逐步整合五大建材品牌，布局家装全品类供应；快速发展期（2011-2017）不断收购高仪等优质品牌，并积极扩张海外业务和翻新业务，海外业务占比约 30%；收入稳定期（2018 以来）精简业务范围并优化组织结构，释放增长潜力。

● **骊住整装成长路径：整合供应链优化供给，扩张渠道释放需求增长**

骊住整装扩张的重点在于优化供给并扩大需求。从供给方面来看，骊住收购高仪等海内外优质品牌，并整合供应链发挥品牌协同作用。从需求方面来看，骊住与装修店合作扩张渠道，合作装修店超过 10,000 家，并扩张小额装修和翻新业务提高用户粘性，翻新产品销售占比达到 35%。根据公司官网，目前公司已启动新管理计划，通过削减成本、提升产品竞争力调整海外业务，希望在 2024 年核心利润率达到 8.3%（当前为 1.8%）。

● **对国内整装模式的启示：异曲同工，以销定产优化库存战略；因地制宜，拉动需求提高市占率**

近年中国二手房交易量占比和精装房渗透率上升，中日地产结构逐渐趋同，整装市场蓄势待发。复盘骊住突破整装增利瓶颈历程，国内企业可借鉴之处在于：1) 增强产品功能差异性，提高竞争壁垒；2) 采用以销定产，避免库存过剩或不足造成损失。不同之处在于：1) 国内“大行业小公司”特征明显，龙头企业营收仅百亿级别，距离国际龙头千亿收入尚有较大差距；2) 大规模收购并非品类整合最优解，企业还需优化整合方式。

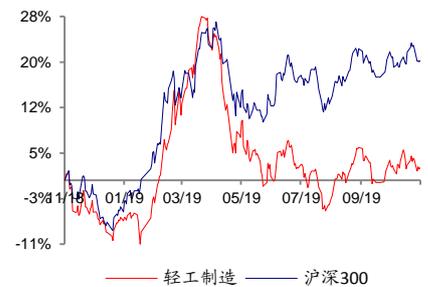
● **重点推荐整装模式发展显著的欧派家居、尚品宅配**

国内家装市场正处于行业变革时期，相比于传统家装公司（流量型）、互联网家装（垂直平台型），我们认为赋能型定制家具企业（赋能型）具备两点优势：一是解决产品端整合制造问题；二是吸取平台型与垂直整合型整装公司经验，以赋能为主，能有效避免直营模式上的风险。当前来看，整装企业中欧派家居与尚品宅配具有较大先发优势。**欧派家居**：预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 4.30、4.97、5.74 元/股，维持公司 2019 年合理价值 121 元/股，维持公司买入评级。**尚品宅配**：预计 2019-2021 年归母净利润分别为 5.5、6.2、6.8 亿元，维持公司合理价值 86.8 元/股，维持买入评级。

● **风险提示**

中日装修市场存在差异，对比借鉴存在一定局限性的风险；上游地产需求低迷的风险；整装商业模式调整遭遇瓶颈的风险；与传统装修渠道、家居零售渠道利益分配遭遇冲突的风险。

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

整装深度：定制龙头收入再次 2019-11-01

加速的第二增长极

家具裂变系列（三）：从价值 2019-08-20

链拆分，见集中度提升路径

家具裂变系列（二）：全球视 2019-08-11

角下如何打破渠道玻璃天花

板

联系人：

徐成

xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
欧派家居	603833.SH	RMB	104.00	2019/10/30	买入	121	4.30	4.97	24.2	20.9	19.2	16.2	19.3	18.2
尚品宅配	300616.SZ	RMB	70.95	2019/10/30	买入	86.8	2.76	3.10	25.7	22.9	22.2	18.6	15.7	15.3

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

本文核心逻辑	6
一、整装龙头骊住公司变迁壮大史：覆盖全品类布局整装，优化结构释放增长潜力	8
（一）基础建立期（2002-2010）：行业龙头强强联合，布局全空间产品服务	9
（二）快速发展期（2011-2017）：深度整合行业资源，协同发展实现利润增长	10
（三）收入稳定期（2018 以来）：深耕核心产品业务，结构扁平化提高效率	13
二、骊住整装模式的变革与痛点：减负装修释放市场空间，开源节流寻求利润突破	15
（一）整装流程：过程透明报价清晰，标准化施工确保服务质量	15
（二）整装成长：刺激需求扩大市场规模，优化供给提升整装效率	16
（三）盈利困局：内部成本偏高资产闲置，外部竞争挤压盈利空间	18
（四）盈利突破：整合供应链降低成本，差异化产品提升竞争力	20
三、中日整装模式异同与展望：以销定产灵活管理供应链，提高市占激发市场潜力	22
（一）他山之石：整装模式解决装修痛点，优化设计精确供应构筑竞争壁垒	23
（二）因地制宜：专注挖掘国内市场空间，积极优化品类整合模式	25
四、相关标的：定制家具企业以赋能模式切入整装市场	28
（一）欧派家居——整装大家居	28
（二）尚品宅配——整装云赋能	30
五、风险提示	34

图表索引

图 1: 骊住历史市值 (单位: 亿日元)	8
图 2: 骊住主要产品市占率超过 40%	8
图 3: 骊住营业收入增速的三个阶段	9
图 4: 骊住业务覆盖整个房屋生命周期	10
图 5: 骊住海外业务收入占比扩张	11
图 6: 骊住日本和海外业务核心利润稳步上升	11
图 7: LWT 和 LHT 贡献主要收入增长 (单位: 亿日元)	12
图 8: 骊住水事业核心利润率最高 (%)	12
图 9: 收购品牌促进公司营收增长	13
图 10: 收购高利润品牌促进营业利润增长	13
图 11: 现金循环周期明显下降 (单位: 天)	13
图 12: 销售成本和管理成本增速放缓 (单位: 亿日元)	13
图 13: 骊住整合生产销售转型轻资产模式	14
图 14: 骊住整装流程	15
图 15: 骊住《施工手册》	16
图 16: 骊住翻新产品销售占比逐年升高	17
图 17: 客户调查中再次使用骊住服务的概率达 85%	17
图 18: 骊住浴室品牌 SPAGE 整体装修方案设计	17
图 19: 骊住翻新店数量不断扩张	17
图 20: 骊住主营业务收入和营业利润	18
图 21: 骊住毛利率和净利率近年回落	18
图 22: 每年采购成本较上一年有不同程度上升	18
图 23: 主要原材料价格变化	18
图 24: 销售和行政费用占收入比有增长趋势	19
图 25: 研究发展费用及其占收入比增长	19
图 26: 骊住库存增加	19
图 27: 库存、应收账款和应付账款周转天数均增加	19
图 28: 骊住水事业和 TOTO 在日本的销售额	20
图 29: 产品定价对利润变化的影响 (单位: 十亿日元)	20
图 30: 泰国和越南工厂产量占比	20
图 31: 增加海外工厂数量发挥成本优势	20
图 32: 骊住 SKU 削减计划 (%)	21
图 33: 骊住统一设计平台	21
图 34: 中国和日本新竣工房屋数量对比	22
图 35: 中日一线城市二手房和新房销售比率趋同	23
图 36: 中国精装房渗透率持续快速增长	23
图 37: 装修门店营业收入构成	23
图 38: 骊住整装以功能性产品为主	24
图 39: 宜得利零售大店产品风格性较强	24

图 40: 骊住功能设计差异化产品.....	24
图 41: 国内企业开始重视设计研发.....	25
图 42: “产销结合, 以销驱动”模式前后端信息连通.....	25
图 43: “产销分离, 以产为主”模式下库存管理困难.....	25
图 44: 骊住营收远高于中国行业最高水平.....	26
图 45: 欧派家居整装大家居经销商和门店数(家).....	28
图 46: 欧派整装大家居客户群体.....	29
图 47: 欧派整装大家居赋能模式.....	29
图 48: HOMEKOO 整装云赋能平台.....	31
图 49: 整装云优势一览.....	32
图 50: 整装云 S2B 商业模式.....	32
表 1: 基础建立期骊住整合五大品牌布局全品类.....	9
表 2: 骊住日本公司“3+2”业务单元深度整合品牌资源.....	11
表 3: 骊住推进全球收购及战略合作.....	12
表 4: 新管理计划财务目标.....	14
表 5: 骊住特许经营加盟店和自主加盟会员店比较.....	16
表 6: 中日家居家装行业规模对比.....	26
表 7: 骊住收购投资回报期较长.....	27
表 8: 欧派家居整装业务增长测算.....	30
表 9: 尚品宅配整装业务增长测算.....	32
表 10: 可比公司估值表.....	33

本文核心逻辑

本文通过回顾了整装龙头骊住公司变迁壮大史，从流程设计、业务成长路径、盈利能力突破等角度，详细分析了骊住整装业务崛起的关键因素。

1. 全球整装龙头骊住发展沿革

骊住集团（LIXIL Group）作为日本领先的住房产品和生活解决方案供应商，有五大业务单元，覆盖厨卫、内外装建材的制造销售和房地产和金融服务。其发展历程可分为三个阶段：基础建立期（2002-2010）逐步整合五大建材品牌，布局家装全品类供应；快速发展期（2011-2017）不断收购高仪等优质品牌，并积极扩张海外业务和翻新业务，海外业务占比约30%；收入稳定期（2018以来）精简业务范围并优化组织结构，释放增长潜力。最新财年骊住营业收入达到18,326亿日元，毛利率达到29%。

2. 骊住整装模式的变革与痛点

从整装业务流程设计来看，骊住整装分为设计报价、签约施工和交付保修三个流程。设计报价阶段，骊住合作装修店免费上门估价，消费者可多方比较进行选择；签约施工阶段，骊住连锁装修店执行统一施工标准，保证质量；交付保修阶段，骊住承诺交付前无限保修，交付后定期回访。流程清晰，报价透明，解决装修痛点。

从公司业务成长路径来看，骊住从优化供给和扩大需求两方面提高收入。供给方面，不断收购优质品牌并整合供应链，发挥品牌协同作用；需求方面，与装修店合作拓宽渠道，扩大小额装修和翻新需求，翻新产品占比达到35%。但由于原材料和库存成本转高、行业竞争激烈压缩利润空间，骊住面临增收不增利的利润瓶颈。

从盈利能力突破角度，骊住从降低成本和提高产品竞争力两方面实现增利。成本方面，以销定产降低库存成本，并扩大成本较低的海外工厂产量，发挥成本优势；产品竞争力方面，提高产品设计差异性，并整合生产销售部门加速开发投产周期。

3. 对国内整装行业的启示

通过回顾全球整装龙头骊住的整装模式变革，我们认为，其对中国整装市场的发展、中国整装企业的成长有如下几点启示。

可借鉴之处：

A. 从单品销售向整体解决方案供应转型是门店增收的必由之路。我们认为消费者需求向整体装修解决方案转变背后的核心逻辑是两条：（1）门店数量和单店客流量提升困难，高客单价是门店收入的主要增长动力。住房装修产品及服务作为高价低频消费品，装修门店的单店客流量相对稳定，而门店扩张成本高、耗时长，门店收入必须依靠高客单价的支撑。（2）装修过程繁琐信息不透明，促使整装成为解决装修难题的最终选择。整体解决方案的出现为消费者减负，性价比更高，消费者倾向于将装修负担转移给可信度高的整体装修公司。因此整装模式未来可能替代掉大量的功能单品销售模式。

B. 从大规模同质化生产向差异化设计产品变革形成竞争壁垒。差异化产品系

列是整装模式的核心发动机，极大的考验组织的研发能力。骊住的成功经验表明，只有提高产品功能的不可替代性，才能形成竞争壁垒，最终实现收入放量与核心利润率的提升。国内企业增收普遍依赖于大量同质化生产带来的规模效应，难以迎合消费者日益多元的需求。未来设计软实力将成为企业产品竞争力重要因素，能够快速设计投产销售的品牌将形成一定的行业竞争壁垒。

C. 从“产销分离，以产为主”向“产销结合，以销驱动”变革优化库存管理。

产销结合以销驱动是整装模式实现产品定制、优化库存的保证，需要企业设计销售系统的信息化和柔性生产能力大幅提升。骊住采用以销定产的方式自下而上管理供应链，控制库存和销售成本。中国家装风格审美差异大，企业更需要制订合理的生产SKU战略与库存战略，深层调整组织架构使产销部门有效连接，并兼顾生产效率，避免产品供应不及时损失销售机会。

应区别对待之处：

A. 相比于骊住海外扩张，国内企业更应专注提高国内市占率。中国家装行业存在“大行业，小公司”的局面，公司普遍市占率较低，企业有大幅提升市占率的空间。

B. 相比于骊住通过收购整合品类，国内企业更应寻找品类整合更优解。骊住大规模收购在增收的同时造成供应链管理困难，对海外公司管控颇为不易，国内企业还需谨慎选择品类整合方式。

目前，国内的整装参与者可分为3类：传统家装公司（流量型）、互联网家装（垂直平台型）、赋能型定制家具企业（赋能型）。我们认为，与流量型和垂直平台型整装公司相比，赋能型定制家具企业具有两大显著优势：一是解决产品端整合制造问题；二是吸取平台型与垂直整合型整装公司经验，以赋能为主，能有效避免直营模式上的风险。

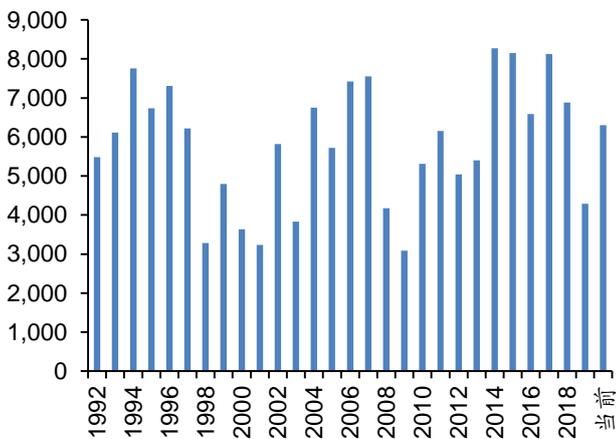
欧派家居：欧派主要与地区头部的大型装修公司合作开展整装业务。其整装模式分工明确，深耕自身产品优势，专注于空间设计以及产品研发。欧派为家装公司提供硬实力（定制产品、供应链产品、电商引流）以及软实力（品牌影响力、IT系统、管理体系）的支持，而由于家装落地的复杂性，落地交付、施工则交给当地专业家装企业。欧派以赋能交换流量入口的卡位，而装修公司则获得品牌以及流量加持，助力线下成交率进一步提升，实现共赢。我们持续看好公司整装业务模式逐步拓展合作城市、深化合作模式。

尚品宅配：尚品宅配的整装云平台主要服务于销售额集中在500-1500万的中小型装修企业，通过会员缴纳会员费、会员下单采购主辅材来获取收入。整装云是以大数据为基础开发用于精细化运营的赋能平台，通过平台集采优势节省中间商差价，能够以更优惠的价格向整装云会员企业提供主辅材，同时给予会员在设计软件上、管理整合上的软件支持。我们持续看好公司“第二代全屋定制”精准定位客户需求、推动客单价以及成交率提升。

一、整装龙头骊住公司变迁壮大史：覆盖全品类布局 整装，优化结构释放增长潜力

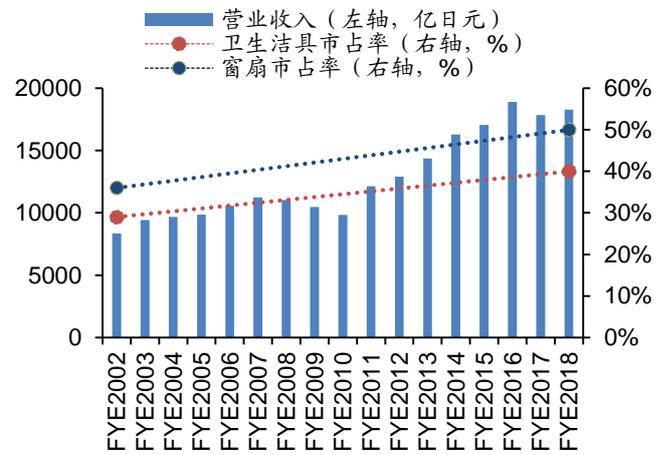
骊住集团（LIXIL Group）是日本领先的住房产品和生活解决方案供应商。2011年骊住由五家日本最成功的建筑材料和住宅公司（通世泰Tostem、伊奈INAX、新日轻Shin Nikkei、三维浦SUNWAVE、庭思Toyo Exterior）合并成立，成为当时日本最大的全面房屋和建筑材料供应商。集团名称由两个“LI”组成，分别代表“LIVING”和“LIFE”两个高度概括公司业务理念的单词。成立以来，公司通过兼并收购和战略合作完成了家装建材全品类布局，并积极改善组织结构释放增长潜力。

图1：骊住历史市值（单位：亿日元）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图2：骊住主要产品市占率超过40%

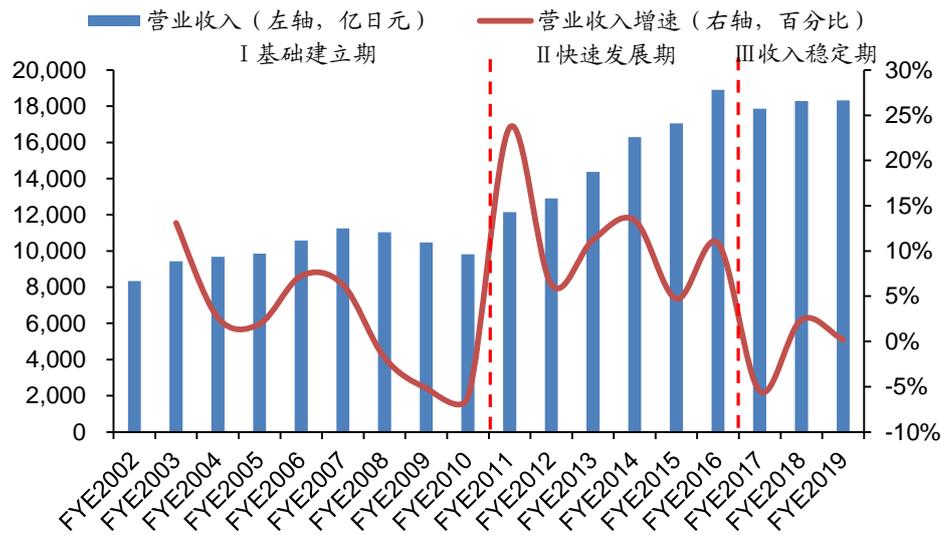


数据来源：Bloomberg、公司年报、广发证券发展研究中心

目前骊住市值约为6300亿日元，2018财年营业收入达到18,326亿日元，其中日本业务占比约70%，为13,100亿日元。骊住凭借整体家居解决方案供应优势，不断提高市占率。根据公司最新年报，骊住主要产品卫生洁具和窗扇在日本市占率分别达到40%和50%，业务已覆盖超过150个国家，拥有17个行业领先的品牌和6个住房服务品牌，服务超过10亿人口的日常生活，成为全球住房问题解决方案供应商，在行业内确立了整装公司龙头的地位。

以公司收入增速划分，骊住集团自2002年合并以来的发展共经历三个阶段：基础建立期（2002-2010），快速发展期（2011-2017）和收入稳定期（2018以来）。

图3: 骊住营业收入增速的三个阶段



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(一) 基础建立期 (2002-2010): 行业龙头强强联合, 布局全空间产品服务

骊住合并行业内领先的品牌和公司, 布局全屋装修产品和服务。但由于品牌间协同效应尚未形成, 收入较低, 稳定在10,000亿日元左右; 收入增速较缓, 年增长率不足5%。

强强联合扩张品类, 实现全屋产品供应。骊住从2002年合并通世泰和伊奈两大品牌, 到2010年合并三维浦和新日轻, 产品已囊括厨卫设备、门窗、外装和高层建筑建材, 为从零售向整体方案供应的转型蓄势。在合并企业的选择上, 集团的收购标的均为行业领先、具有创造力和良好口碑的公司, 强强联合形成品牌间协同效应, 建立全屋装修的产品供应基础。

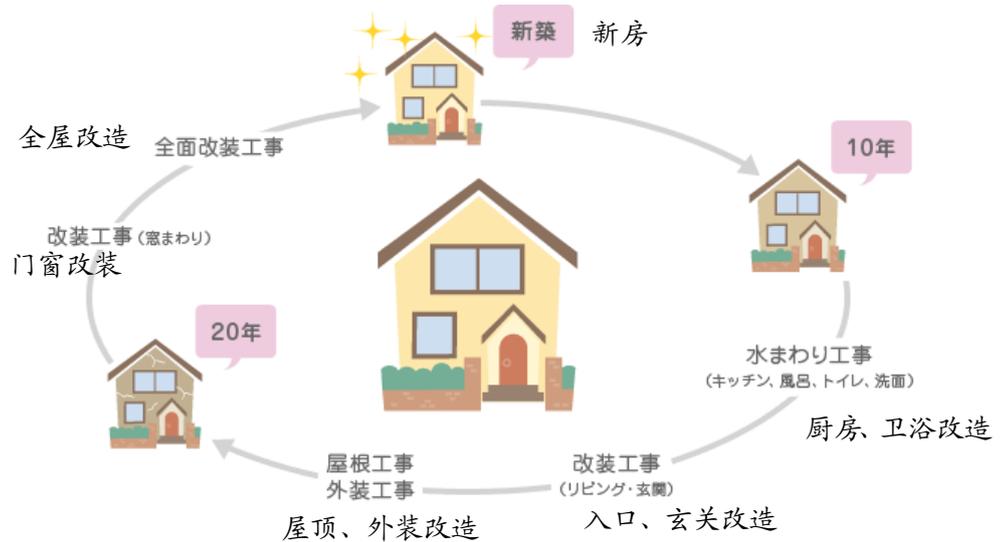
表1: 基础建立期骊住整合五大品牌布局全品类

TOSTEM 通世泰		INAX 伊奈	
1971	TOYO 门窗建材公司通过合并成立	1924	Ina Seito 公司成立, 生产瓷砖和陶瓷管
1974	成立 TOYO Exterior 公司开始外装业务	1945	开始生产卫生洁具
1977	成立 VIVA 家居公司开始家居购物中心业务	1967	开发第一个日式整体化淋浴马桶
1984	开始建设房屋建筑特许经营链	1968	开始整体浴室单元生产
1992	TOYO 建材公司更名为通世泰 Tostem 公司	1985	更名为伊奈 INAX 公司
2001	LIXIL 通世泰和伊奈合并成立通世泰伊奈控股公司 (骊住前身)		
2004	通世泰伊奈控股公司更名为 JS 集团		
2009	JS 供应公司成立, 整合集团采购和分销运营 美国标准亚太分部加入 JS 集团		
2010	三维浦集团、新日轻有限公司并入 JS 集团 伊奈和三维浦合并销售和营销部门		
2011	通世泰、伊奈、新日轻、三维浦整合成立 LIXIL 公司		

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

连通制造销售装修各环节，垂直扩展服务领域。除品类扩张外，骊住还在房屋建筑周期的各个阶段满足客户需求，包括新房建筑、二手房屋翻新、住房维护搬迁和房地产业务等；同时为中小建筑商赋能，为其提供品牌产品和设计平台，形成连锁建筑商网络。渠道方面，开设一站式建材商店Ken Depot，将“产品研发和制造-客户获取和销售-装修服务与维修”上下游连通，扩大渠道流量。

图4：骊住业务覆盖整个房屋生命周期



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

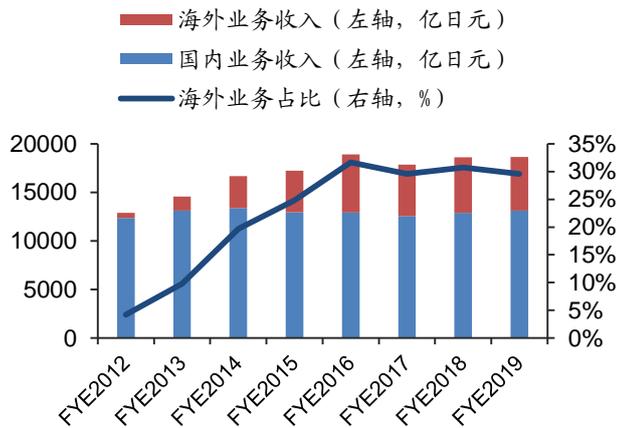
（二）快速发展期（2011-2017）：深度整合行业资源，协同发展实现利润增长

收入和利润快速增长阶段，骊住完成国内业务结构转型和海外业务扩张，并优化供应链管理降低各项成本，使营业收入迈入新台阶，年平均增长率约10%。

1.2.1 海内外同步开辟新市场，业务重组深化整合

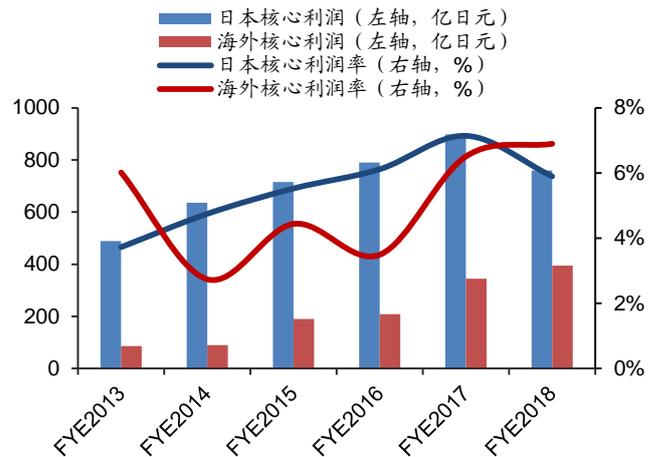
开拓国内翻新市场，海外业务高速扩张。受日本新增人口减少和房地产开发增速下降的影响，2011年骊住调整了国内外业务占比，业务重心从以国内业务为主的制造业务，转变为以全球市场为目标的住房解决方案供应。国内业务方面，通过扩大翻新业务比例促进业务结构改革，以应对国内房地产市场的下滑；海外业务方面，收购海外品牌和生产线，成为全球领先的生活和住房解决方案供应商。2012到2016年，公司海外业务占比快速上升，2016年后稳定在30%左右。海内外业务同步垂直渗透和横向扩张，核心利润率均稳步上升，营收和盈利同步增长。

图5: 骊住海外业务收入占比扩张



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图6: 骊住日本和海外业务核心利润稳步上升



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

重组“3+2”业务单元，深度整合品牌资源。 骊住日本公司于2015年将业务重组为“3+2”运营模式：三项产品业务骊住水事业(LWT)、骊住房屋事业(LHT)、骊住建筑事业(LBT)涵盖各品牌产品设计研发、原材料采购和产品制造；两项服务业务为分销零售业务(D&R)和住房服务业务(H&S)，建立骊住的销售渠道。其中，分销零售业务提供家居用品和建材的一站式购物场所；住房服务业务为有二手房购买等需求的消费者提供房地产经纪和金融服务。两项服务业务有效支持了日本国内整装和翻新业务的扩张和销售增长。

表2: 骊住日本公司“3+2”业务单元深度整合品牌资源

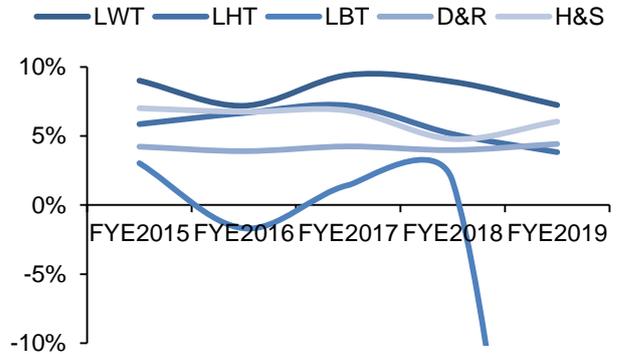
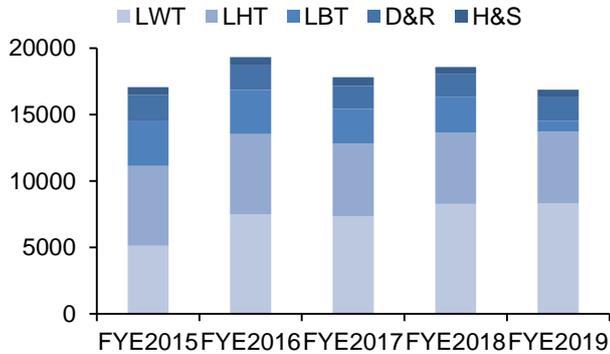
业务领域	主要产品及商品	主要品牌
骊住水事业	卫浴设施: 淋浴设施、马桶、水龙头配件、洗手盆、浴缸、智能产品、住宅室内砖、外墙砖 厨房设施: 整体厨房	伊奈、高仪、美国标准、COBRA、DXV、Jaxson、RICHELLE、SPAGE、SATO
骊住房屋事业	金属建材: 住宅窗扇、入口门、车棚、扶手、栏杆 木制室内建材: 窗框、建筑材料 其他建材: 壁板、石材、屋顶 室内面料: 窗帘等 其他: 其他太阳能发电系统等	通世泰、Interio、exsior、SUPER WALL、川岛纺织、Asahi Tostem
骊住建筑事业	金属建材: 幕墙、建筑物和商店窗扇	Permasteelisa Group
分销·零售业务	家庭中心: 日用品、DIY物品、建筑材料 通用建材中心: 建筑材料、工具、五金	LIXIL VIVA、SUPER VIVA HOME、VIVA HOME
住房·服务业务	住房解决方案: 施工店特许展览、施工承包、地面勘察和改善 房地产: 土地、建筑物、房地产管理，支持特许经营施工店的发展 公寓业务: 公寓维护 金融服务: 抵押贷款等	LIXIL住宅研究所、Eyeful Home、GL Home、LIXIL REALITY

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

骊住的五项业务中，骊住水事业的收入占比最多，在2019年已超过8000亿日元，利润率最高，约为7%。房屋事业营业收入较稳定，在5500亿日元左右。建筑事业收入占比随着公司战略的调整逐渐缩小，利润率较低甚至出现亏损。分销零售业务和住房服务业务的营收占比均在10%以下，利润率稳定在5%左右。

图7: LWT和LHT贡献主要收入增长 (单位: 亿日元)

图8: 骊住水事业核心利润率最高 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

1.2.2 兼并合作开疆辟土，优化组合促成品牌效应

2011年骊住合并五大品牌成立以来，积极寻求海内外兼并收购和战略合作，将众多行业领先、口碑出众的品牌纳入旗下，扩大业务领域的同时形成品牌之间的协同作用。

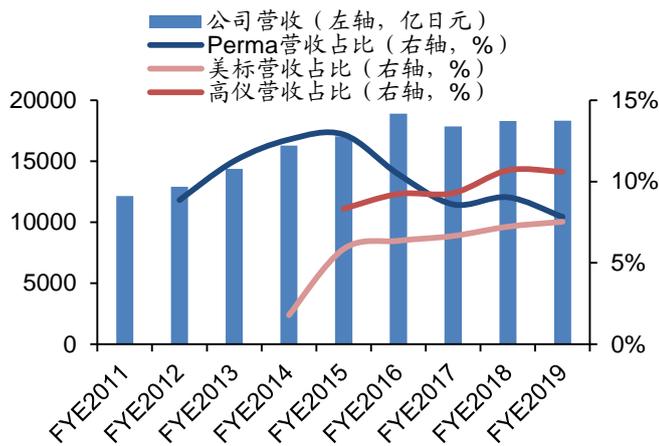
表3: 骊住推进全球收购及战略合作

时间	对象	备注
2011	川岛纺织有限公司 Permasteelisa 集团 与海尔集团成立合资企业 HIVIC 木制建材 上海美特幕墙	世界领先的幕墙项目公司 骊住-海尔房屋产品(青岛)有限公司
2013	收购美国标准(美国控股)	2009年收购美国标准亚太地区生产线
2015	Star 铝制窗扇(印度) 高仪集团 GROHE Group S.A.R.L.成为合并子公司 收购 GROHE DAWN 水科技控股公司	2014年成为权益法附属公司, 2015年正式并表

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

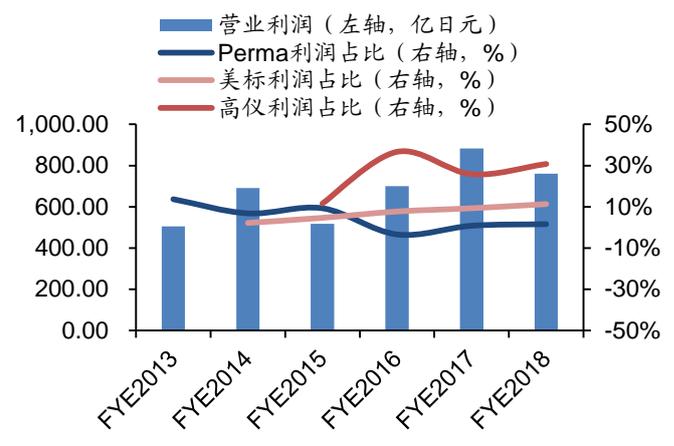
骊住在2011到2017年完成了多个收购项目和战略合作，为公司带来收入和利润增长点。收入方面，2011年骊住收购Permasteelisa Group，海外营业收入增长近200亿日元；2013收购美国标准美国控股，扩大海外市占率，营业收入增长超过100亿日元；2015年收购的高仪对公司营业收入的贡献也逐年增长。利润方面，高仪营业利润占骊住总营业利润比一度超过30%，促进公司2016和2017年营业利润连续增长。

图9: 收购品牌促进公司营收增长



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图10: 收购高利润品牌促进营业利润增长

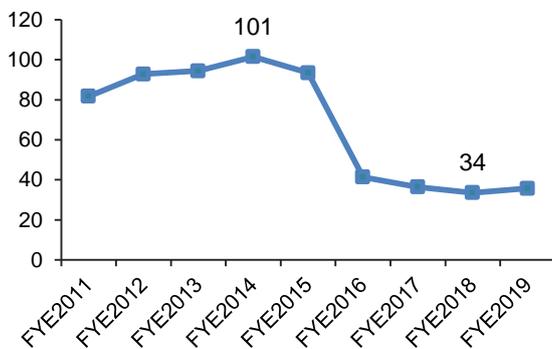


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

1.2.3 供应链管理发挥协同作用, 成本、利润、效率全面优化

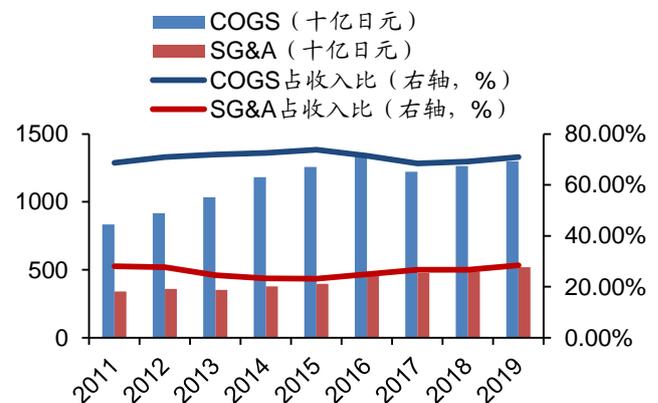
2014年起骊住加强了供应链管理, 优化采购、生产、物流和存货管理各环节。通过减少原材料和产品库存, 骊住的现金循环周期显著缩短, 从101天下降至34天, 物流明显改善; 集中各品牌原材料采购, 发挥规模优势, 销售成本增速放缓, 占收入比下降至70%以下; 此外还整合了下游的品牌展示店, 扩张装修店网络, 加快了产品从制造工厂到供应给各销售渠道的流程。

图11: 现金循环周期明显下降 (单位: 天)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 销售成本和管理成本增速放缓 (单位: 亿日元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 收入稳定期 (2018 以来): 深耕核心产品业务, 结构扁平化提高效率

2018年起由于海外业务亏损, 国内新增住房减少和原材料成本提高, 骊住的收入增长放缓, 利润率增长困难。为突破利润率瓶颈, 公司制定了新的中期经营计划和管理计划, 从产品、供需和管理结构入手提高产品附加值。骊住还提出了新管理计划下的财务目标, 通过降低成本和扭转海外业务亏损, 到2024年实现超过8%的营业利润率和超过6%的净利润率。

表4: 新管理计划财务目标

	FYE2019		FYE2024 新管理计划		关键比率
	绝对值	占收入比重	绝对值	占收入比重	
销售收入 (亿日元)	18236	100%	20000	100%	年化增长率 2%
营业利润 (亿日元)	601	3.3%	1650	8.3%	营业利润>8% 核心业务盈利>10%
总部和 IT 部门合并调整项 (亿日元)	473	2.6%	400	2.0%	总部费用减少 20%, 目标费率占销售收入 2%
净利润 (亿日元)	128	0.7%	1250	6.3%	净利润 6%或更高, 包括 Permasteelisa

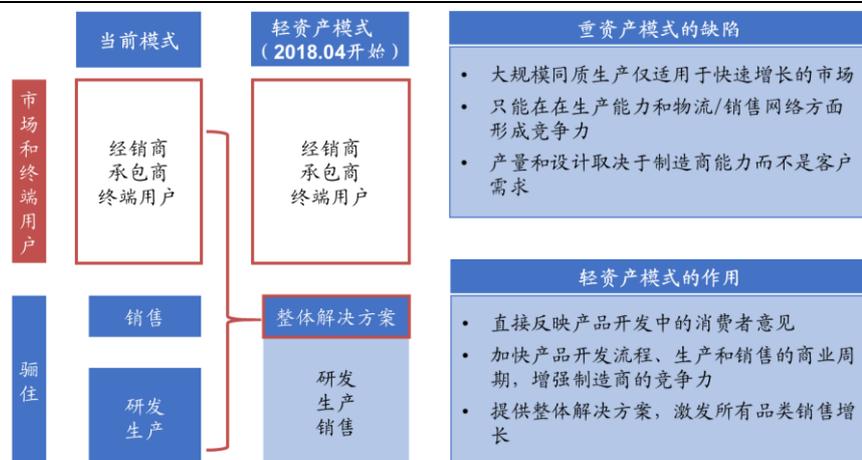
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

以用户为中心, 提高产品差异化水平。 驹住计划以设计建立产品竞争壁垒, 提高产品区分度和附加值。驹住指出将通过五个维度提高产品差异性: 创新、品牌、设计、质量和加速发展-生产-销售流程, 以满足不断变化的消费者需求和喜好。此外, 驹住重视数字化改革, 和创新企业合作贡献全球信息网络, 利用数字化追求机遇。

聚焦核心业务强化核心优势, 推动新业务创造全新需求增长。 2016年至2018年公司通过转让和投资活动对业务领域进行大幅调整, 以在市场竞争中保持高利润率。在供给端精简原有业务, 包括转让上海美特幕墙、Permasteelisa, 终止亏损业务运营; 与之相对, 公司在泰国、越南、墨西哥增加陶瓷制品生产线, 收购多米尼加陶瓷生产线等, 发挥低成本生产基地价格优势。另一方面在需求端, 公司创造新的需求增长, 包括推行“短时间、小范围、小金额翻新”的PATTO改革, 推广零净能耗房屋 (Zero Energy House, ZEH) 产品。精简供给和创造需求两方面结合, 创造新收入增长点。

管理组织扁平化, 生产销售垂直整合。 驹住提出转型轻资产模式, 将“研发-设计-生产-销售”整合为整体解决方案, 加快新产品投入市场的周期。新型轻资产模式更能满足公司中期经营计划中提高产品独特性和差异性的目标, 有针对性地分配更多管理资源给设计开发部门, 开发有吸引力的产品并快速投放到市场, 实现高盈利。

图13: 驹住整合生产销售转型轻资产模式



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

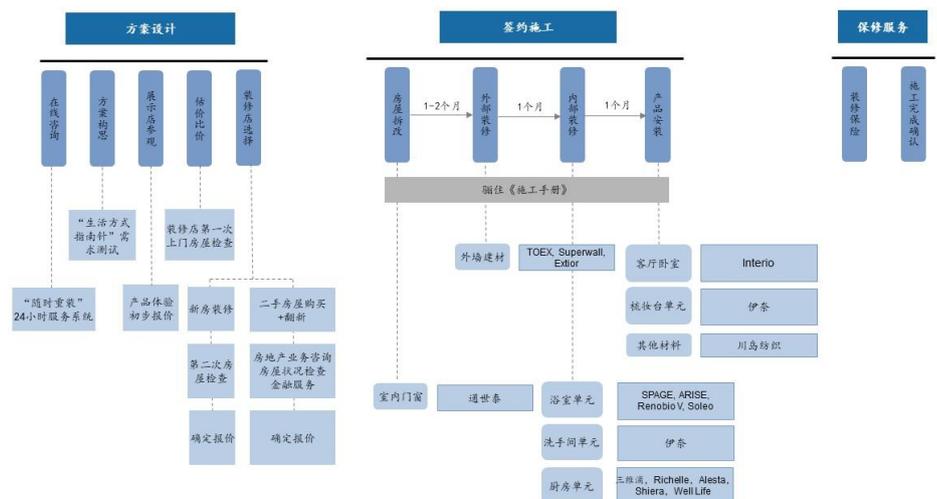
二、 驹住整装模式的变革与痛点：减负装修释放市场空间，开源节流寻求利润突破

驹住整装模式减轻用户挑选产品和监督施工等各方面的不便，提高房屋翻新渗透率扩大销售。但随着各项成本升高和行业竞争者增加，驹住面临增收不增利的盈利困局。为突破利润瓶颈，驹住从成本控制和提高产品竞争力出发，开源节流以寻求新的利润增长点。

（一）整装流程：过程透明报价清晰，标准化施工确保服务质量

驹住改变了原有“报价不透明、耗时不准确、流程不清晰”的装修行业现状，减轻消费者装修痛苦，促进整体装修和小范围改装需求增长。驹住的整体装修流程明确，分为设计报价、签约施工和交付保修三个流程。与传统装修模式不同，驹住整体装修以提出满足用户个性化需求的设计方案为重点，增强方案设计阶段用户参与；与之相对的，用户在施工和交付过程中参与程度低，极大地提高了用户体验。

图14：驹住整装流程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

费用透明化实现精准报价，多方比价提供最佳选择。驹住整装报价模式简单，为产品价格和安装费用总和；同时联合装修商店网络提供免费上门房屋检查和初步估价，为用户提供多种方案选择和价格参考，减少消费者因对建材价格不了解产生的损失。

建立装修店合作网络，保证装修和服务品质。驹住于2012年开始整合旗下品牌装修店形成合作网络，提高大众对房屋翻新的认知。驹住合作的装修商店分为特许经营重装店（特许加盟店）和驹住支持的装修店网络（自主加盟店），驹住为装修店供应产品并给与设计方案的帮助。截至2019年3月，驹住加盟装修店约570家，会员装修店超过10000家。

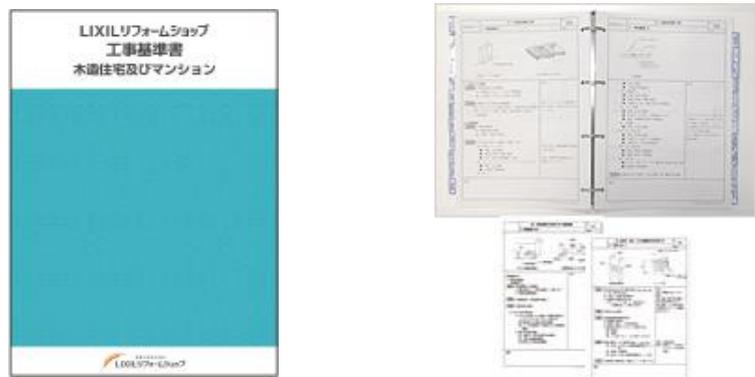
表5: 骊住特许经营加盟店和自主加盟会员店比较

	特许经营加盟	自主加盟
		
筛选标准	资质合格、专业水平高、客户评价高、具备丰富案例经验	无
公司数量	570	10,000+
认证方式	翻新接待员每年认证	Meister认证
施工标准	骊住《施工手册》	无
合同责任	承担	不承担

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

施工流程标准化, 确保施工和服务质量。 骊住依据《建筑标准法》为施工的所有情况制定了业内首个详细的《施工手册》, 保证施工质量。目前骊住全部特许经营加盟店均采用这一施工标准。依据这份施工手册和施工主管经验可以解决现场的各种问题, 及时在现场应答客户的要求。骊住还设立了33个日常工作质量检查标准, 包括每天与客户进行沟通、按工期完成任务等, 保持并提高施工团队的工作质量。

图15: 骊住《施工手册》

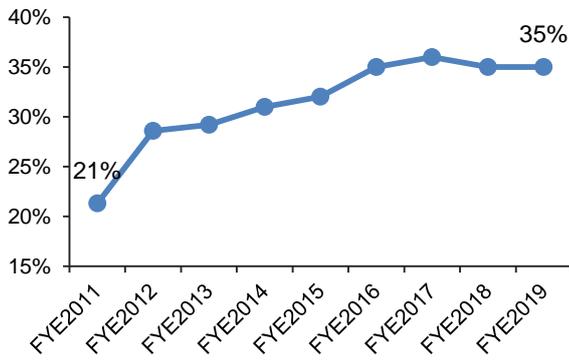


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(二) 整装成长: 刺激需求扩大市场规模, 优化供给提升整装效率

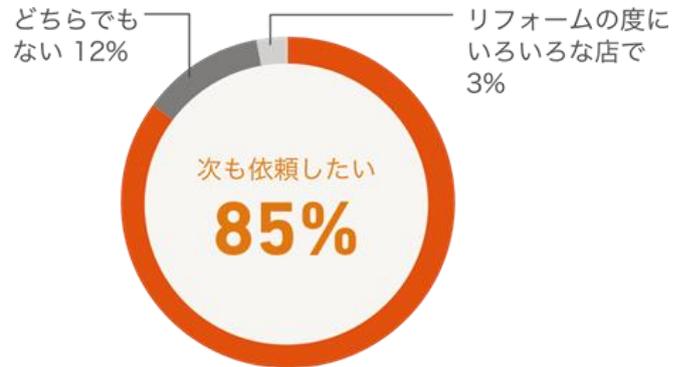
覆盖长尾小额翻新业务, 提高二次销售率。 由于价格不透明和流程复杂, 日本翻新业务增长速度较慢, 然而小额翻新需求潜力巨大, 占总翻新需求的40%。因此2016年10月骊住推出了PATTO改革服务刺激翻新需求, 以优质的服务吸引客户进行更大规模的翻新改造。尽管PATTO改革利润较薄, 但为骊住建立了良好口碑, 增加客户再次使用翻新服务的概率。

图16: 骊住翻新产品销售占比逐年升高



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图17: 2019年客户调查中再次使用骊住服务的概率达85%



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

加强品牌整体供应能力, 空间组合提升整装效率。 骊住各品牌内部深度整合, 向提供整体解决方案转型。骊住品牌如伊奈、SPAGE、Richelle等均可提供整体浴室、整体厨房的解决方案, 为设计师和用户提供了方案设计和产品选择的便利。全屋整体装修设计可由各空间整体设计方案组合, 而不须挑选每一个产品搭配, 大幅提高了方案设计的效率。

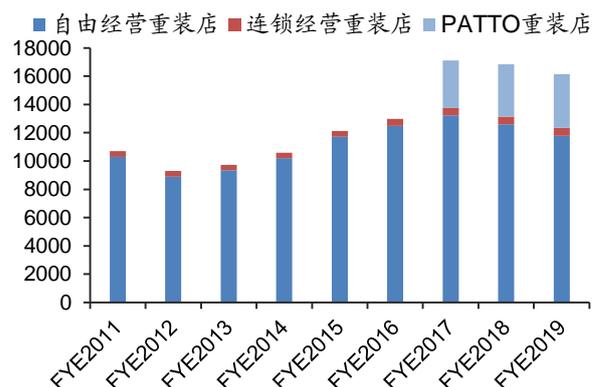
以装修店网络为渠道, 连接产品与用户。 骊住装修店是用户决定的“影响者”, 承担装修方案设计、产品销售和施工安装三个环节, 将用户端与产品端联系起来。骊住和装修店联系密切, 装修店为骊住产品销售吸引流量, 骊住为装修店提供产品安装和方案设计的协助, 实现双赢。装修店网络作为用户进入装修流程的入口, 其承上启下的服务模式起到了枢纽作用。

图18: 骊住浴室品牌SPAGE整体装修方案设计



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 骊住翻新店数量不断扩张



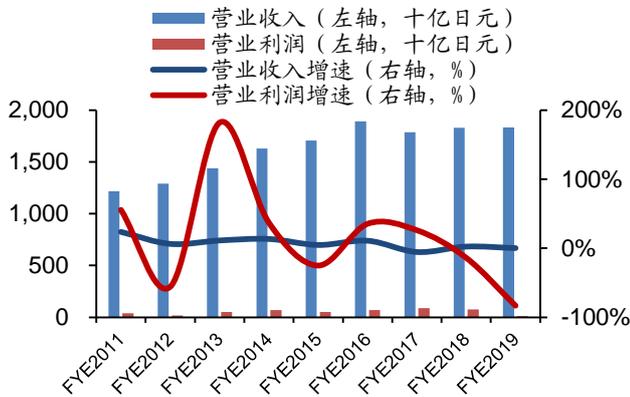
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

供应链管理自下而上, 打破前后端沟通障碍。 骊住日本公司借鉴丰田的生产线管理模式, 以产品为导向自下而上拉动生产, 即由产品销售情况决定上游库存调配、产品生产和原材料采购, 从而降低库存成本, 实现准时生产。同时合并供应链, 包括合并运营生产物流基地和产品海运、使用通用零件和材料、共享技术和专业知识等以获得协同效应。

（三）盈利困局：内部成本偏高资产闲置，外部竞争挤压盈利空间

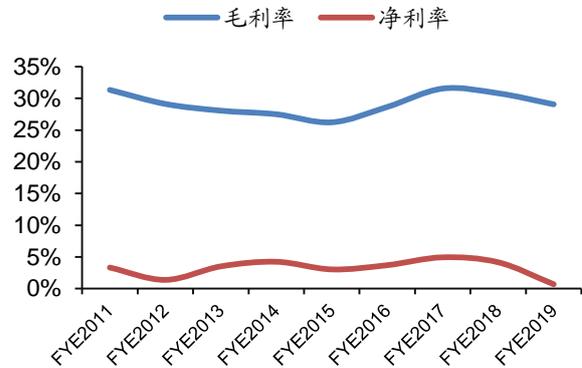
步入成熟期后，由于产品成本上涨和同业竞争压力增大，加上骊住对海外子公司业务控制困难，利润增长受到局限，形成了收入增长但利润率难以增长的利润瓶颈，毛利率和净利率在2018年和2019年均有所回落。

图20：骊住主营业务收入和营业利润



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

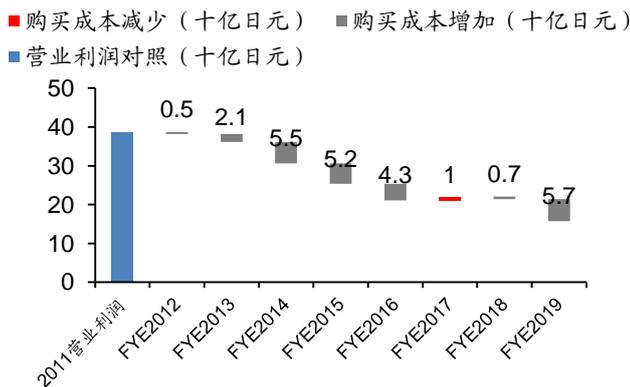
图21：骊住毛利率和净利率近年回落



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

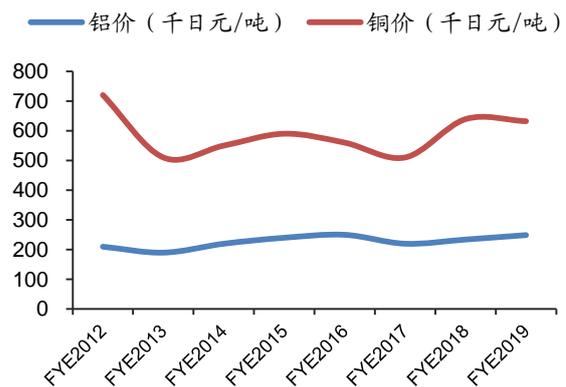
原材料成本上升，管理制造费用高企。骊住产品利润受原材料价格波动影响较大，其中住房事业受影响最为明显。历史数据显示，除2017年铝建材价格低位时采购成本下降贡献了当年营业利润增长，其余年份的采购成本均较上一年有不同程度上升。尽管2016年开始的成本削减计划取得了一定成效（图12），销售成本的增速放缓，但受近几年铝、铜等主要原材料价格高位的影响，采购和产品制造成本仍处于较高水平。

图22：每年采购成本较上一年有不同程度上升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

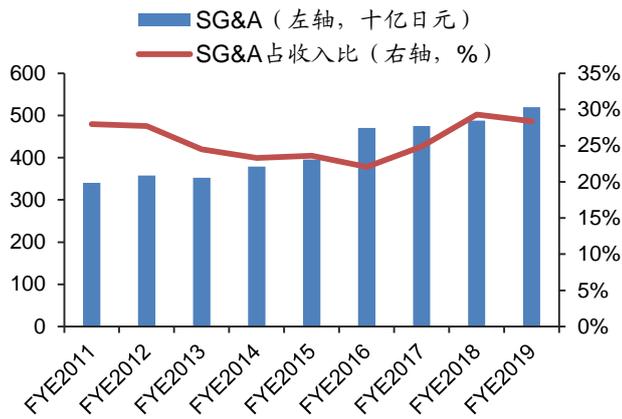
图23：主要原材料价格变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

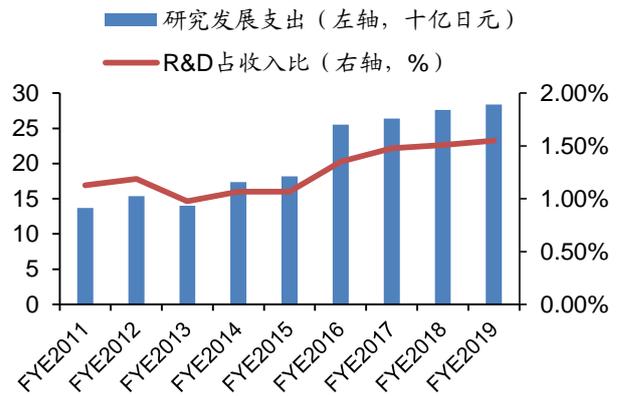
骊住的销售和管理成本占收入比例自2016年开始居高不下，到2018年已接近30%，主要来自于行政管理人员的薪资、营销费用和IT系统折旧费用的增长。2015-2016年骊住收购管理费用较高的高仪，导致管理费用跳跃增长；2016年公司更新维护核心IT系统，提高了研发支出。

图24: 销售和行政费用占收入比有增长趋势



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

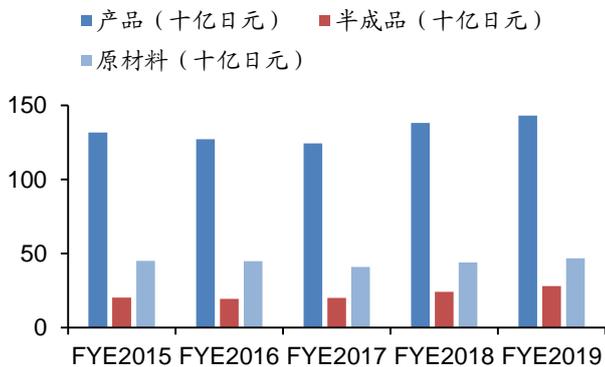
图25: 研究发展费用及其占收入比增长



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

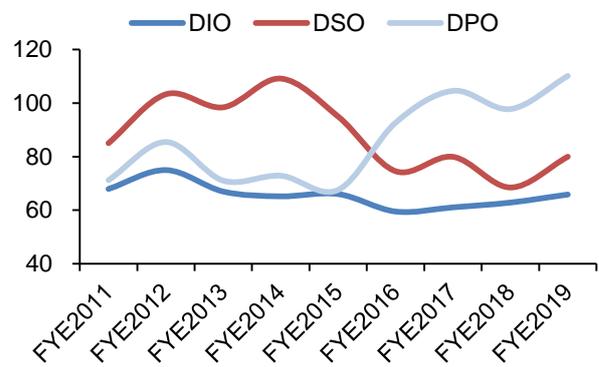
资产利用率有限，库存与销量配比不当。近三年累积的产成品、半成品和原材料库存全面增加，库存和应收账款周转天数也有上升趋势。主要由于公司对生产量和存货的管理不完善，畅销产品供应不及时损失了部分销售机会，而销售较慢的尾端产品库存过剩导致费用增加。

图26: 累积库存增加



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

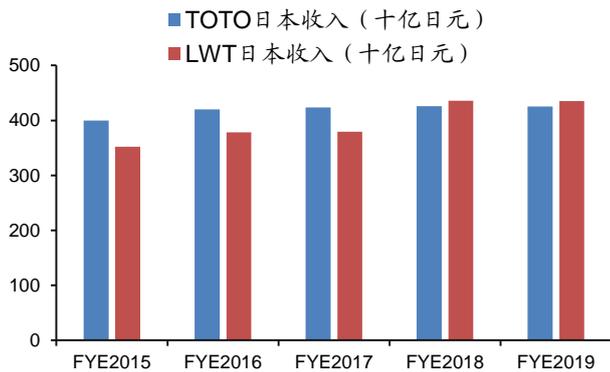
图27: 库存、应收账款和应付账款周转天数均增加



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

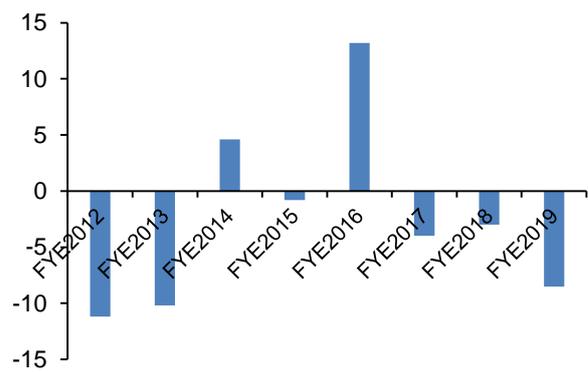
同业竞争激烈，压缩利润空间。骊住各业务市场占有率均受到行业竞争冲击。以骊住水事业的主要竞争者之一TOTO为例，两品牌销售额近几年几乎持平；其他竞争者众多，包括科勒，乐家，汉斯格雅，马斯柯，松下等，行业竞争压力较大，导致利润空间缩小，难以提高单品价格。骊住年度财务数据显示，近十年内除2013年和2015年合并美国标准和高仪两大高盈利品牌提高利润，其他年份的产品定价均导致利润下降，主要由于骊住降价返现和捆绑销售等营销手段压缩利润空间。

图28: 骊住水事业和TOTO在日本的销售额



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图29: 产品定价对利润变化的影响(单位: 十亿日元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

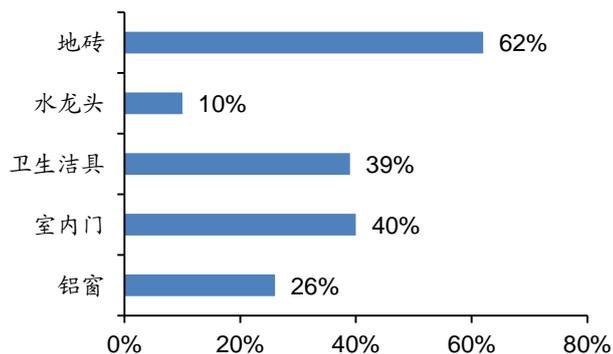
(四) 盈利突破: 整合供应链降低成本, 差异化产品提升竞争力

为突破利润率瓶颈, 骊住提出新管理计划和中期发展目标, 从削减成本和提高产品竞争力两方面寻求盈利空间的增长。针对过高的产品制造成本和管理成本, 公司提出灵活的管理人员调用计划, 合并生产基地和供应链; 针对行业竞争, 公司计划通过独特的产品设计增强产品的差异性, 以在市场竞争中保持市场占有率。

2.4.1 降低生产成本, 释放利润空间

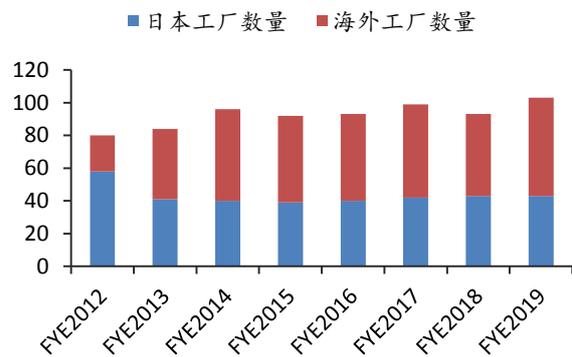
整合全球生产基地, 发挥全球采购协同效应。 骊住采用混合供应链战略, 利用全球枢纽和区域生产基地, 在保证高产量的同时降低生产成本。骊住将制造网络中最具成本效益的工厂——泰国和越南工厂开发为全球供应中心, 并提高其生产能力; 并整合了多个地区的材料采购, 利用全球规模实现成本和质量优势。2018财年, 骊住水事业在日本以外的总销售额增长中, 产品开发的协同效应贡献了34%, 相当于121亿日元, 产品开发整合已初见成效。

图30: 泰国和越南工厂产量占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图31: 增加海外工厂数量发挥成本优势

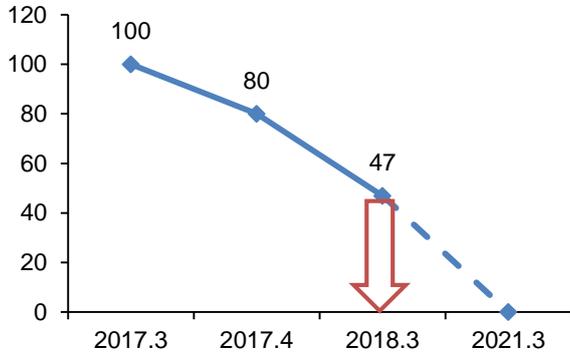


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

非直接部门人员重新部署, 减少行政管理成本。 骊住推行“HQ-FIT计划”, 将人员从总部重新部署到面向客户的职位, 削减非直接部门成本。通过将人员由分析部门重新部署到行动部门, 充分利用资源, 形成更灵活的组织结构。

减少SKU优化库存管理，降低生产销售费用。2018年起，骊住减少了住房事业超过50%的库存单元（Stock Keeping Units），进一步推行以销定产优化库存；并合并核心产品的生产平台，共用产品零件，以减少产品开发时间使生产线效率提升。

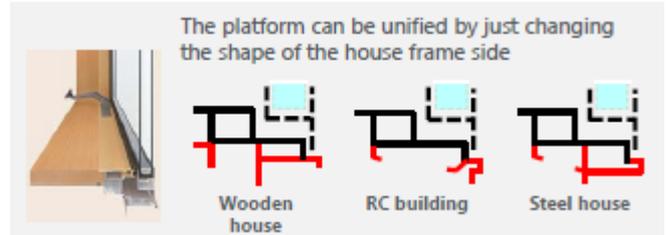
图32: 骊住SKU削减计划-库存计划情况 (%)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：以2017年3月库存为100%，计划2021年3月实现零库存

图33: 骊住统一设计平台



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2.4.2 设计主导提升产品差异性，加快研发周期形成竞争壁垒

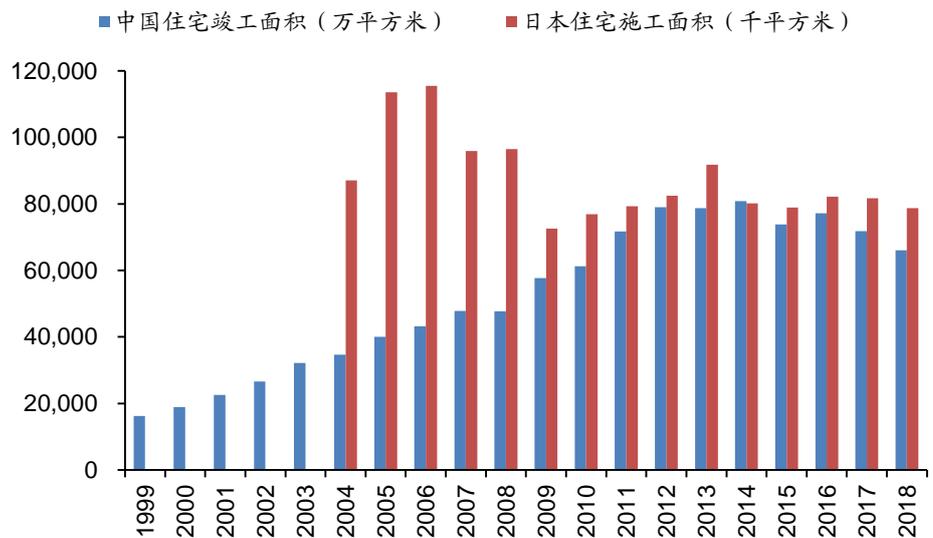
加快产品研发，提高无形资产利用率。为了在市场竞争中保持市占率，建立竞争壁垒，骊住将“以设计为主导，提高产品差异性”作为新管理计划最核心的战略，提高用户忠诚度和产品竞争力。骊住每年在全球提交约1100项产品设计专利，不仅对产品外观设计精益求精，更重视产品功能和用户体验。骊住让普通用户、设计师、安装工人和管理人员通过体验产品的形式参与到产品设计中，不断完善产品功能，提高用户粘性。

数字化实时报价技术给“影响者”赋能，削减成本简化设计流程。骊住的数字化报价系统K-engine拥有独特的数据库，可以进行实时报价和提案，简化了设计师报价的流程。物料交付流程已实现数字化管理，订单信息可实时传递到生产部门。骊住还开发了统一的产品设计平台，实现产品定制化设计。数字化设计和实时报价缩短了产品设计时间，加速产品研发周期。

三、中日整装模式异同与展望：以销定产灵活管理供应链，提高市占激发市场潜力

家装向整装模式转型的外部动力来自于房地产结构转型。日本2009年后新住房增速放缓，旧住房翻新和二手房交易量共同增长带动整装需求增长。2016年中国新竣工住宅面积增长放缓，标志着家装行业作为房地产的后周期消费逐步由增量向存量阶段过渡，因此家装的业务变革方向对存量时代国内装企的转型有重要参考意义。

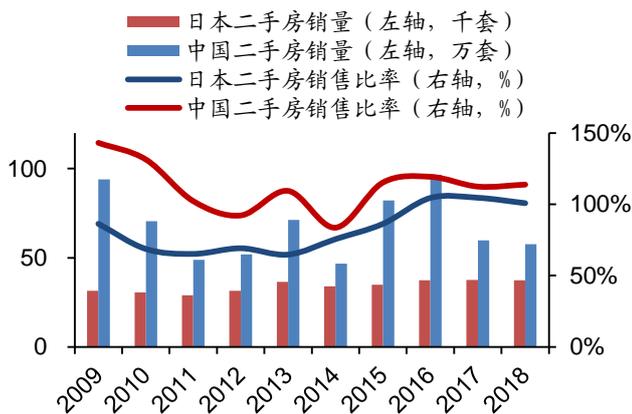
图34：中国和日本新竣工房屋数量对比



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

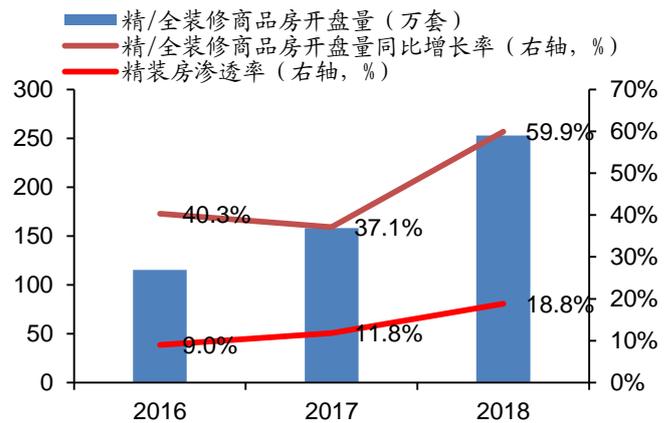
2016年起，中国四大一线城市二手房销售量已超过商品房销量，以二手房销售量与商品房销售量之比计算，二手房销售比率超过100%，并且在2018年有再次抬升的趋势。同时，精装房开盘量连年大幅提升，以精装房开盘套数和住宅竣工套数的比值计算，精装房渗透率在2018年已达到18.8%。二手房和精装房占比增加为整装提供了充足的市场空间。

图35: 中日一线城市二手房和新房销售比率趋同



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图36: 中国精装房渗透率持续快速增长



数据来源: 奥维云网、国家统计局、广发证券发展研究中心

(一) 他山之石: 整装模式解决装修痛点, 优化设计精确供应构筑竞争壁垒

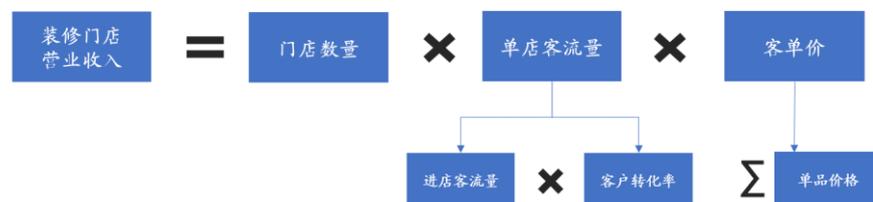
在消费者需求和装修门店增收要求的共同拉动下, 装修服务有向整体装修方案转型的动机和趋势。但整装模式下企业需提高设计和供应链管理能力, 才能形成竞争壁垒。

3.1.1 消费者偏好促进单品零售向整体装修解决方案变迁

从单品销售向提供整体装修解决方案的转变是家装门店增收的必由之路。我们认为消费者需求向整体装修解决方案转变的背后的核心逻辑是两条:

(1) 门店数量和单店客流量提升困难, 高客单价是门店收入的主要增长动力。住房装修产品及服务作为高价低频消费品, 装修门店的单店客流量相对稳定, 而门店扩张成本高、耗时长, 门店收入必须依靠高客单价的支撑。整装相对于零售性价比更高, 更容易吸引客户提高客单价。

图37: 装修门店营业收入构成



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

(2) 装修过程繁琐信息不透明, 促使整装成为解决装修难题的最终选择。传统家装模式消费者负担较重, 容易因信息不对称蒙受损失。而整体解决方案的出现为消费者减负, 性价比更高。当市场出现客户信任度高的、能够提供整体解决方案的公司时, 消费者倾向于将装修负担转移给装修公司, 因此整装模式很可能是功能性品类单品零售模式的终结者。

未来装修门店模式可能会形成“整装门店+零售大店”的互补模式，整装门店提供功能性品类整体装修服务，如硬装和整体厨房卫浴等；风格化差异性比较强的品类，如室内装饰品，通过类似宜得利的大店零售模式进行品类和渠道上的补充，提高客流量。

图38: 骊住整装以功能性产品为主



数据来源: 骊住官网、广发证券发展研究中心

图39: 宜得利零售大店产品风格性较强



数据来源: 宜得利官网、广发证券发展研究中心

3.1.2 市场竞争促使大规模同质化生产向差异化设计产品变革

差异化产品系列是整装模式的核心发动机，极大的考验组织的研发能力。从骊住多年探索路程可以发现，单纯的跨界并购品牌或渗透多层渠道都难以驱动整装健康发展。为了塑造品牌效应、提高产品竞争力，骊住在新发展规划中确定了差异化产品研发的核心地位。不仅是风格的差异化，更是功能实现的差异化。只有提高功能的不可替代性，才能在众多竞品中形成更鲜明的品牌定位，最终实现收入放量与核心利润率的提升。

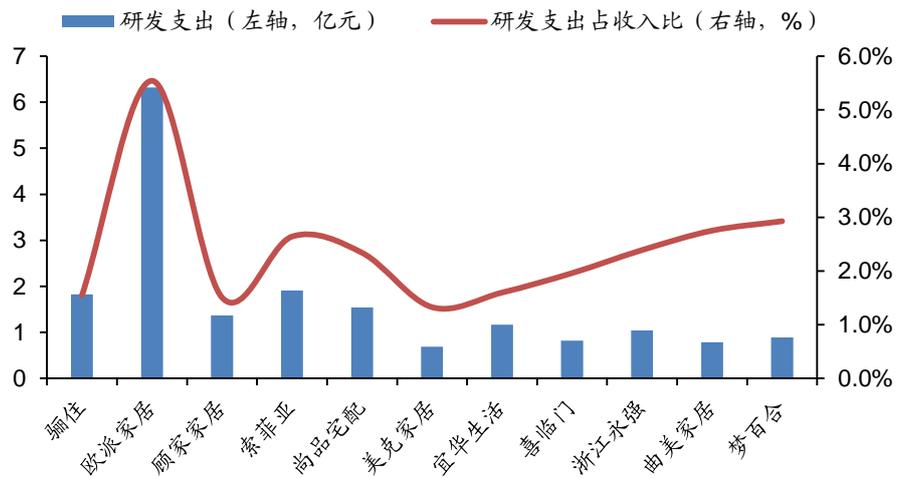
图40: 骊住功能设计差异化产品



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

国内企业过去普遍缺乏产品原创能力，产品增收依赖于大量同质化生产带来的规模效应。产品功能单一、缺乏设计感，难以迎合消费者日益多元的需求，因此企业在提升用户忠诚度和品牌认可度方面还有很大空间。从产品研发投入来看，2018年国内营收排名前十的家居公司研发支出占收入比普遍高于2%，开始重视产品研发。未来设计软实力将成为形成企业产品竞争力重要因素，能够快速设计投产销售的品牌将形成一定的行业竞争壁垒。

图41: 国内企业开始重视设计研发

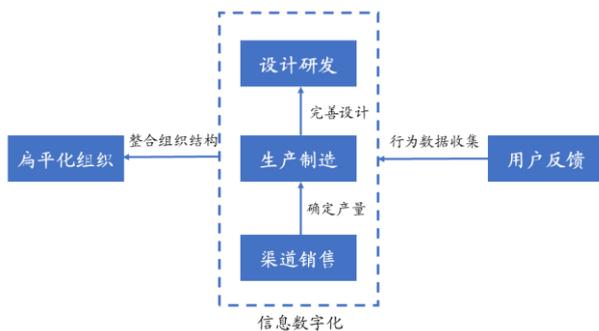


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

3.1.3 从“产销分离，以产为主”向“产销结合，以销驱动”变革

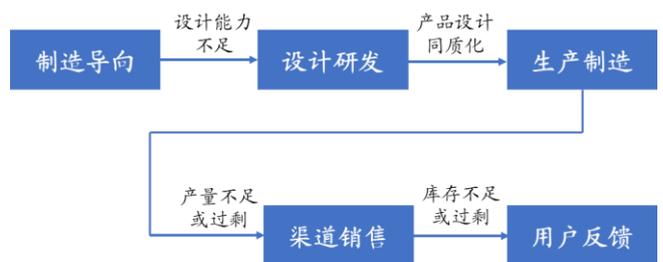
产销结合以销驱动是整装模式实现产品定制、优化库存的保证，需要企业设计销售系统的信息化和柔性生产能力大幅提升。骊住采用以销定产的方式自下而上管理供应链，控制库存和销售成本。中国家装风格审美差异大，对产品的多样化要求更高，库存管理难度增加。中国企业更需要制订合理的生产SKU战略与库存战略，深层调整组织架构使产销部门有效连接，以客户为中心并通过产品销售反馈调整生产方案，并兼顾生产效率，避免产品供应不及时损失销售机会。

图42: “产销结合，以销驱动”模式前后端信息连通



数据来源: 骊住官网、广发证券发展研究中心

图43: “产销分离，以产为主”模式下库存管理困难



数据来源: 宜得利官网、广发证券发展研究中心

国内家居企业基因普遍以制造为主，偏重生产且产销分离。产品设计和产量定制以制造商能力为导向，和消费者需求不匹配，导致库存成本上升。从制造转向零售思维需要以组织结构变化为支撑，打通销量和用户反馈等信息到达生产端的路径。销售信息的反馈也对企业信息化数字化能力提出了新的要求，未来企业内部各生产部门的沟通需要更多依赖数字化系统，实现销售信息实时共享。

(二) 因地制宜: 专注挖掘国内市场空间，积极优化品类整合模式

与骊住不同，中国家装行业集中度不高，企业可专注于深耕国内市场提高市占

率。骊住频繁的外延收购也是一把双刃剑，打开海外市场的同时增加了管理难度，中国企业需要结合自身情况探索整合方式的更优解。

3.2.1 人口基数大市场广阔，可专注国内市场开拓

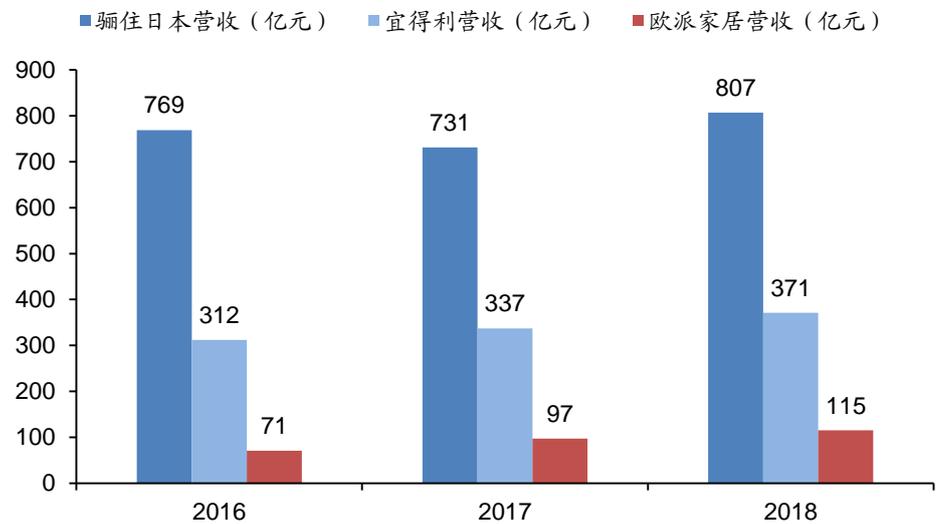
中国家装行业“大行业，小公司”的格局明显，企业市值和营业收入还有很大提升潜力。尽管受日本国内房地产增速低迷的影响，骊住仍然保持了国内高渗透率。而国内家装企业普遍营业收入和市占率较小，市场较分散，企业有扩大规模提高市占率的潜力。骊住扩展海外市场使供应链管理难度增大，对海外子公司的管控颇为不易。因此国内企业可以从深耕国内市场提高产品渗透率起步，相比海外扩张整合难度更低，更容易形成规模效应。

表6: 中日家居家装行业规模对比

	日本（骊住）	中国（欧派家居）
人口（亿）	1.29	13.95
上年新增住房（万平方米）	2,364	153,352
龙头企业营收（亿元）	807	114
龙头企业市值	6300亿日元	459亿元

数据来源：亿欧家居、广发证券发展研究中心

图44: 骊住营收远高于中国行业最高水平



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：图中币种均为人民币

3.2.2 覆盖全品类重在整合，品类整合方式仍有待商榷

整装模式使企业需整合的产品品类成几何式增长，极大考验企业协调外部品类资源的能力。骊住以兼并收购的方式整合品类，但协同作用的发挥需以供应链和组织结构整合为基础，投资回报期较长。且品类间整合比品牌内部整合难度更大，难以实现规模效应。

表7: 骊住收购投资回报期较长

	Permasteelisa	美国标准	高仪
收购成本 (亿日元)	608	305	801
上年净利润 (亿日元)	-415	61	193
投资回报期 (年)	(暂时亏损)	约5-6年	约4年
上年利润率 (%)	-28.92%	4.42%	9.93%

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

骊住大量外延收购模式是一把双刃剑, 增收的同时也增加了管理层级和成本费用, 因此国内企业需探索更高效的品类整合方式。未来在企业能以高效方式整合品类资源的情况下, 依据骊住新管理计划对利润率的预测, 整装的核心净利润率可能达到骊住管理计划中8%的目标。

四、相关标的：定制家具企业以赋能模式切入整装市场

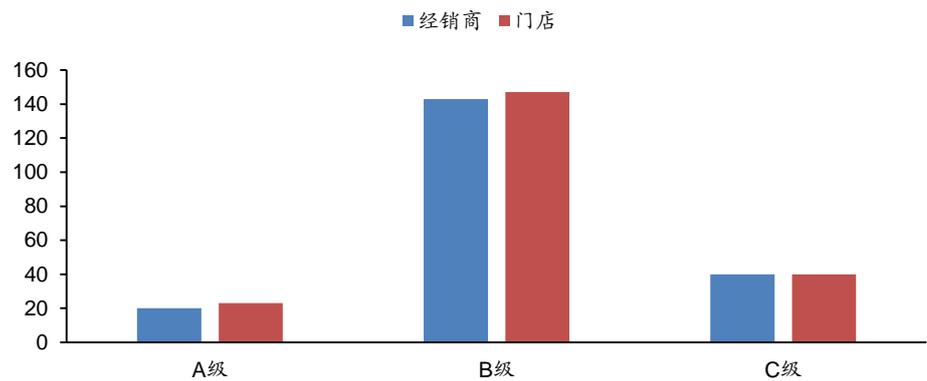
我们在前期报告《整装深度：定制龙头收入再次加速的第二增长极》中，将国内的整装参与者分为 3 类：传统家装公司（流量型）、互联网家装（垂直平台型）、赋能型定制家具企业（赋能型）。

与流量型和垂直平台型整装公司不同的是，定制家居企业为产品端出身，一是解决产品端整合制造问题，二是吸取平台型与垂直整合型整装公司经验，以赋能为主，仅参与产业链中一部分，能有效避免直营模式上的风险。

（一）欧派家居——整装大家居

随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售客流削弱明显，而家装公司作为产业链前置入口，流量话语权较强，因此为拓展客户资源，欧派家居于 2018 年开始试点推进整装大家居业务。欧派整装大家居包括欧派整装大家居、欧铂丽整装大家居和整装大客户三大业务模块。截止 2019 年 6 月 30 日已有整装大家居店面 210 家，大客户 43 家。

图45：欧派家居整装大家居经销商和门店数（家）



数据来源：欧派家居 2019 中报、广发证券发展研究中心

欧派整装大家居主要有 A 和 B 两种模式，分别为服务独立的欧派整装大家居客户（加盟）的 A 模式，以及装修公司店中店引流客户的 B 模式。A 模式是通常为上千平米的零售大店，可选品类包括橱柜、衣柜、卫浴、木门、铝合金、墙纸、窗帘、家配，但至少需要销售三个品类（如橱柜衣柜木门、橱柜衣柜卫浴、橱柜木门卫浴），一般客单价水平约为 5-8 万元。B 模式是装修公司的店中店，公司直接选择与各地规模较大、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。B 模式中，原则上规定至少销售欧派 1 个品类，与零售经销商产品上有所差异，且不能单独出售欧派产品，必须为装修客户，同时在利益分配上，也会考虑到零售商的利益。

图46: 欧派整装大家居客户群体



数据来源: 欧派家居业绩发布会、广发证券发展研究中心

落地分工明确，赋能实现共赢。欧派整装模式分工明确，欧派深耕自身产品优势，专注于空间设计以及产品研发，为家装公司提供硬实力（定制产品、供应链产品、电商引流）以及软实力（品牌影响力、IT系统、管理体系）的支持，而由于家装落地的复杂性，落地交付、施工则交给当地专业家装企业。欧派以赋能交换流量入口的卡位，而装修公司则获得品牌以及流量加持，助力线下成交率进一步提升，实现共赢。

图47: 欧派整装大家居赋能模式



数据来源: 欧派家居业绩发布会、广发证券发展研究中心

1) 整装业务趋势以及收入测算

收入端依靠品类扩张、网点扩张不断提升。供应链产品占比不断提升（客单价提升）：目前配套品仅占15%，参考家装行业供应链产品占比平均水平，未来配套品有望提升至50%，囊括所有装修材料。参考公司现有整装业务水平，对于15万元大众装修标准，所有产品终端客单价总和大约为10万元，公司回款约5万元。门店数量提升：每个月以15-20家的速度进行招商。单店容量不断提升：新店逐步成熟，大家居门店客流增加+成单率提升。（头部家装公司A类门店一般200单/年，一般门店100单/年）展望未来，假设欧派现有3000多家经销商所处的城市中，仅有一半符合整装布局条件，约为1500个城市，参考10万元客单价水平，若每个城市的大装修公司都有1000-2000套客户，达成30-50%的转化率，则未来公司整装业务空间有望达到450-700亿元。

利润率随着供应链产品的增多而逐步降低。参考公司现有零售业务，假设自有品类毛利率维持35%左右，供应链产品毛利率10%左右，通常装修主辅材中，厨衣卫门窗约占50%。如果地板瓷砖建材等全部由供应链提供，公司业务占比刚好50:50，长期毛利率预计在20%左右。相应的，对标目前公司零售业务净利水平，净利率也会降低至10%左右。

表8: 欧派家居整装业务增长测算

	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	7	17	29	47
客单价 (万元) -回款	2.94	3.57	4.17	5.00
自产产品	2.5	2.5	2.5	2.5
供应链产品	0.4	1.1	1.7	2.5
客单价中各品类占比 (%)				
自产产品	85%	70%	60%	50%
橱衣柜	63%			
木门	11%			
卫浴	11%			
供应链产品	15%	30%	40%	50%
客户数 (人)	23800	47600	70300	94500
YoY		100%	48%	34%
整装店 (家)	360	560	740	900
新增		200	180	160
单店容量 (人)	66.1	85	95	105

数据来源: 欧派家居 2018 年年报、广发证券发展研究中心

2) 投资建议

公司作为行业领军者，积极探索渠道变革方式，其摸索出的整装大家居模式已经初步取得一定成果。随着业务流程不断打磨、各方协作不断顺畅，整装渠道将帮助公司打破行业瓶颈，打开新的市场空间。预计公司2019-2021年EPS分别为4.30、4.97、5.74元/股。根据公司三季报经营数据，零售渠道数据好转反映公司整装渠道取得成效，与同行公司逐步拉开差距，公司未来业绩的不确定减少、持续增长能力得到支撑，因此维持公司2019年合理价值121元/股，对应2019年PE约28倍，维持公司“买入”评级。

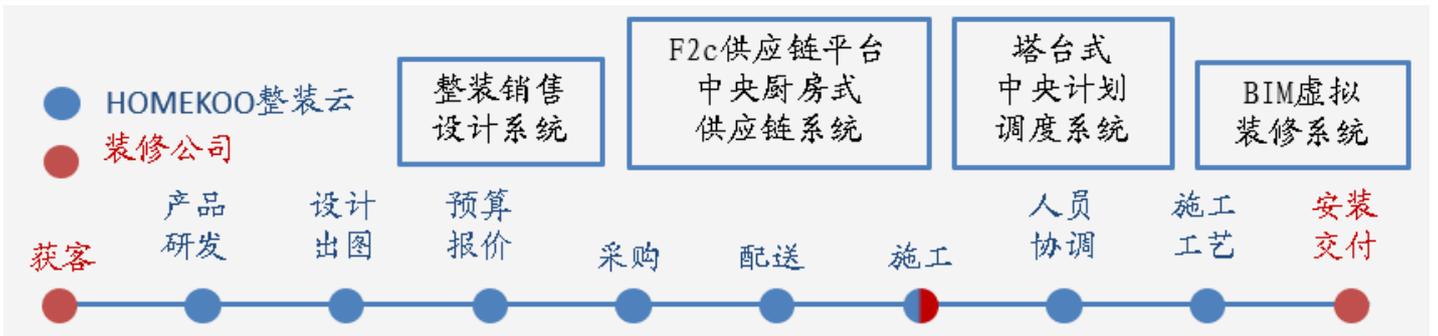
(二) 尚品宅配——整装云赋能

尚品宅配在定制行业内率先提出整装赋能，目前整装分为两部分 to C 业务自营整装和 to B 业务整装云。刚起步的整装业务发展势头强劲，2019 年上半年实现收入约 1.5 亿元，同比增长 230%，整装云会员较一季度增长约 263 家至 1663 家，

自营整装交付数达到 708 个，较一季度增加 392 个，整装业务持续加速。

两大模式双管齐下，积极探索整装业务。尚品宅配的自营整装模式类似于金螳螂与东易日盛，为垂直家装模式，前端主辅材产品主要通过整装云平台进行集采，公司可自行生产柜体以及采购软装配套品，实现全装修流程覆盖，自营体系下，一般硬装客单价在 10-11 万左右，软装及配套产品在 5-6 万左右。整装云平台是以大数据为基础开发用于精细化运营的赋能平台，通过平台集采优势节省中间商差价，能够以更优惠的价格向整装云会员企业提供主辅材，同时给予会员在设计软件上、管理整合上的软件支持，主要服务于销售额集中在 500-1500 万的中小型装修企业，收入来自于会员费以及会员在平台上下单采购主辅材的收入，从下单数量来看，目前活跃会员和非活跃会员占比各一半。

图48: HOMEKOO整装云赋能平台



数据来源：尚品宅配投资者交流 ppt、广发证券发展研究中心

整装云——凭借自身优势解决家居行业现存问题。整装云为尚品宅配结合软件技术优势所打造的差异化整装行业切入方式，为中小家装企业实现赋能：**1) 管理赋能**，目前整装云免费为装修公司提供数字化系统，可实现硬装软装一体化设计、多工地管控、供应链整合、自动化管理等功能；**2) 供应链赋能**，以优惠的价格为装修公司提供全屋定制家具、配套产品和主辅材等所有供应链材料，将品牌植入销售环节，实现规模效应；**3) 信息系统赋能**，基于尚品过去在工厂信息系统的的能力，扩展到供应链信息系统，助力中小家装企业 SKU 管理能力提升；**4) 销售赋能**，通过自身的制造能力优势，让整装云会员企业可以通过公司平台直接向客户提供定制家具和配套产品，获得提供整体化家装的能力，解决消费者一站式配齐需求，助力客单价提升。总结来看，尚品宅配提供的是“供应链+信息化系统”的方案，做整体商业模式的输出，为整装云会员赋能核心竞争力，保证其综合毛利和交付效率的提升，在产业中创立一种新型的代理关系。

图49: 整装云优势一览

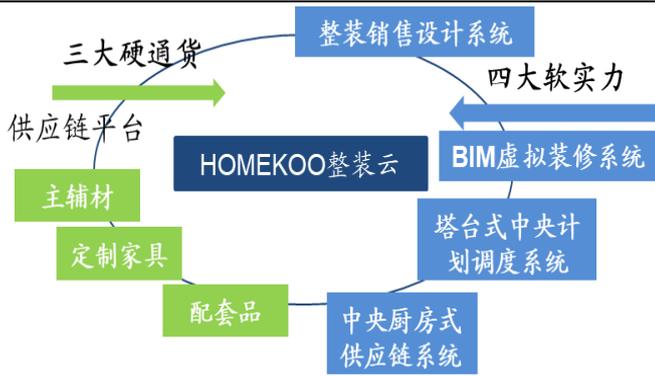
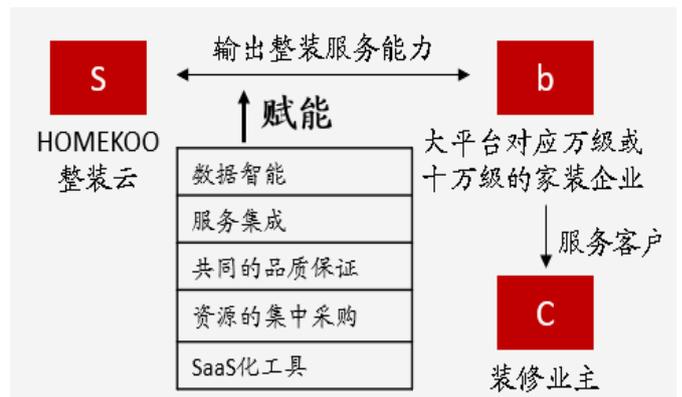


图50: 整装云S2B商业模式



数据来源: HOMKOO 整装云战略布局解析 ppt, 广发证券发展研究中心

数据来源: 尚品宅配投资者交流 ppt, 广发证券发展研究中心

1) 整装业务趋势以及收入测算

自营整装熟练度不断提升、整装云会员扩容助力收入增长。尚品整装收入主要分为直营整装以及整装云会员收入。直营整装收入预计随着新业务不断磨合, 整体获客能力以及项目处理上限提升, 有望持续高速增长。此外, 直营城市已有门店也为自营整装提供客流保障, 故假设直营城市未来3年将持续增长。

整装云部分业务增长未来主要依托于会员数量的增加, 以及单个会员在整装云下单金额的提升。整装云会员大多年收入体量在500-1500万元的小型家装企业, 截至2019年上半年, 公司拥有整装云会员1663家, 会员数增长较快, 考虑到2016年行业内企业合计约13.2万家, 会员数量增长空间较大, 预计未来3年会员数将维持高速增长。同时, 随着整装云不断为小装企赋能, 助力会员企业成交率以及客单价增长, 最终推动会员下单金额提升, 因此假设单会员收入未来每年小幅增长。

供应链效率提升助力净利水平改善。由于整装业务开展时间不长, 且同时拥有直营业务, 导致短期公司整装业务盈利压力较大。但随着整装业务供应链端不断磨合提效, 以及直营整装运营效率提升, 公司整装净利润水平有望逐步扭亏为盈。

表9: 尚品宅配整装业务增长测算

	2019E	2020E	2021E	2022E
整装业务收入 (百万元)	610.8	973.0	1309.2	1635.6
yoy	214.5%	59.3%	34.6%	24.9%
自营整装 (百万元)	152	266	399	559
yoy	90%	75%	50%	40%
整装云 (百万元)	458.8	707.0	910.2	1077.0
yoy	136.3%	54.1%	28.8%	18.3%
整装会员个数	2700	4000	5000	5800
新增会员个数	1500	1300	1000	800
单会员收入 (万)	17	18	18	19
yoy	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%

数据来源: 尚品宅配 2018 年年报、广发证券发展研究中心

2) 投资建议

我们持续看好公司“第二代全屋定制”精准定位客户需求推动客单价以及成交率提升，直营城市开发加盟助力市场分割快速提升，无锡生产基地保障未来产能投放，整装业务打开收入增长空间，费用控制得力以及研发费用资本化助力净利润保持增长。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 5.5、6.2、6.8 亿元，考虑到过去一年公司平均 PE (TTM) 为 31.5 倍，由于今年行业竞争持续加剧，看好明年新业务与新理念持续落地，给予 2020 年 28xPE 合理估值，对应合理价值 86.8 元/股，维持买入评级。

表10: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	当前股价 (RMB /USD/JPY)	EPS (RMB/USD/JPY)			PE		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603833.SH	欧派家居	104.00	3.74	4.30	4.97	28	24	21
300616.SZ	尚品宅配	70.95	2.40	2.76	3.10	30	26	23
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
HD.N	家得宝	237.29	9.73	10.11	10.89	24	23	22
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
5938.JT	骊住	2038.00	-98.21	54.69	99.27	-	37	21

数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 欧派家居、尚品宅配股价和 EPS 单位为人民币元, 家得宝股价和 EPS 单位为 USD, 骊住股价和 EPS 单位为 JPY

注: 骊住 2019 会计年度为 2018 年 4 月-2019 年 3 月, 以此类推

五、风险提示

中国与日本装修市场存在一定差异，可能导致相关经验在借鉴时需要具体对待。日本住宅建筑相对标准化程度更高，装修审美风格较一致，因此在进行整装产品开发、设计软件研发时更能体现规模优势；国内市场住宅建筑标准化程度较低，各地区各楼盘房屋构造差异较大，装修审美风格多元，因此国内市场整装空间设计、整装产品生产需要更高的柔性化能力。除此之外，日本装修店规模小数量多，龙头公司整合装修店渠道较容易；国内大装修公司有渠道优势合作成本高，小施工队不规范难以管理，渠道扩张存在局限。

上游地产景气度不及预期等方面。房地产行业政策调控力度加大，地产公司融资偏紧，地区成交热度快速下行，地产库存累积高于预期等，将会直接影响新房的整装需求总量。

整装行业竞争加剧的风险。目前国内多方参与者都在瞄准整装市场，如互联网家装公司（土巴兔、齐家网等），传统家装公司（东易日盛、金螳螂等），赋能型定制家具企业（欧派家居、尚品宅配等），行业竞争加剧可能导致公司业务推荐不及预期，或合作成本、获客成本高于预期。

商业模式调整遭遇瓶颈的风险。随着整装模式的不断推动，相应参与者的商业模式也会积极调整，可能存在发展到某一阶段遭遇瓶颈的风险。

与传统渠道利益分配难以达成共识的风险。整装渠道的发展，势必要抢占一部分传统家居零售渠道的市场份额，整装企业如何协调不同渠道之间的利益分配，也是重要的问题。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：资深分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。