

## 家具裂变系列（三）

### 从价值链拆分，见集中度提升路径

#### ● 通过家具产业链价值拆解洞悉行业集中度提升路径

本篇报告为家具裂变系列之三，我们从不同类型定制家具企业生产端效率、产品差异化对比及渠道端多元化梳理为切入点，推演定制家具行业在龙头企业成长、集中度提升、产品全屋化和渠道多元化趋势下，行业集中度提升可能出现的三个阶段。

#### ● 阶段一：提升供应链效率

2017 年之前定制家具头部企业采用供应链效率提升缩短与地方大厂单位成本差距，就工厂生产前后端供应链而言，未来行业竞争必然建立在后端工厂智能化生产与前端设计服务紧密衔接基础上，以低成本生产为前端产品价格竞争提供强有力支撑。按照我们对行业内四类典型代表企业生产端拆分，以索菲亚为代表的 799/899 套餐促销直接带动定制家具行业头部企业在一二线城市核心卖场碾压地方大厂，但对四五线及以下城市存在的大量前店后厂模式小厂，供应链提升存在天花板，并不能形成有效竞争。

#### ● 阶段二：改进渠道效率

渠道效率提升可以让产品以更高效低价的方式触达消费者，这是现阶段进一步提升市占率的核心手段。流量的分散化代表部分消费者对原有传统卖场提供的服务和价格的不满。其中加价率高可以通过优化渠道效率来解决，一方面要布局更有效率的渠道，例如整装、大宗、电商等渠道，更低的加价率代表着更高的渠道传导效率；另一方面要提升原有传统卖场渠道效率。因此可在原有传统渠道进一步争夺同价格带小品牌竞争对手市场空间，使得终端价格进一步向地方大厂靠拢，提升行业集中度。

#### ● 阶段三：优化服务效率显性产品质量

当供应链效率和渠道效率足够高，价格距离小厂终端价格更近时，预计三线品牌和地方大厂生存已经艰难，此时头部品牌可以运用市场影响力通过营销活动将服务显性化和质量优势前置，降维打击小厂，通过突出板材、五金产品质量，标准化服务流程等方面深化与小厂产品间差异。例如空调行业在 2000-2005 年价格战期间，格力将质保服务前置化，通过高质量产品获得溢价，抢占市场占有率，参与空调行业国标制定进一步深化质量领先标签，行业国标大幅提升行业门槛和材料可比度。由于定制家具产品非标属性，偏好超高端、实木等风格，或对产品环保质量要求较低的消费者需求很难同时满足，对头部品牌而言，在大众产品市场中获得较高市场份额已足够。

#### ● 投资建议：看好具备后端供应链优势，前端具备整合能力的定制龙头

通过对生产端、渠道以及消费者需求三方面价值链拆分剖析，我们认为国内定制家具行业正处于集中度提升第二阶段。在渠道效率以及服务效率提升仍存在较大空间，看好具备后端供应链优势，前端具备整合能力的定制龙头：欧派家居在渠道管理能力和产品系列广度优势明显，整装大家居与整装公司合作获取前端流量，提升客单转化率与客单值；尚品宅配渠道运营技术驱动能力突出，整装云平台依靠信息系统解决方案和供应链体系为中小家装公司赋能，通过优化渠道端价值链提升产业效率；索菲亚供应链管理效率较强，可提供高性价比产品。

#### ● 风险提示

房地产市场调控超预期紧缩导致家具行业景气度低迷；原材料价格大幅上涨或行业竞争加剧影响公司盈利；家具新品类拓展和盈利不达预期；文中部分信息来自家具卖场草根调研，存在样本数据偏差风险。

行业评级

买入

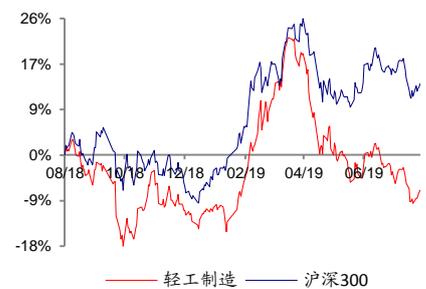
前次评级

买入

报告日期

2019-08-20

#### 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

分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

- “新烟时代”系列报告之一： 2019-08-05
- 新消费赛道起步，电子烟的黄金时代
- 轻工制造行业：关注 Q3 景气度向上的细分行业方向 2019-08-04
- 轻工制造行业：轻工板块 2019-07-21
- 2019Q2 公募基金持仓分析

**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	111.78	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	24.90	20.51	17.30	13.84	20.0	19.5
尚品宅配	300616.SZ	RMB	88.80	2019/4/23	买入	105.35	3.01	3.72	29.50	23.87	26.07	18.31	17.0	17.9
索菲亚	002572.SZ	RMB	17.84	2019/4/26	买入	24.00	1.20	1.40	14.87	12.74	13.57	11.43	18.6	17.8

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

1 本文逻辑与投资要点 .....	5
2 生产端：规模化、信息化降低生产成本 .....	7
2.1 龙头公司在生产端各项成本中均存在比较优势 .....	7
2.2 各类型定制家具企业生产端成本对比 .....	10
2.3 受益供应链成本优化，索菲亚率先实现渠道下沉及渗透率提升 .....	12
3 销售渠道：由传统经销向多元化方向发展 .....	14
3.1 传统经销商渠道受客流下滑影响较大 .....	14
3.2 整装渠道整合产业链上游资源，提高签单率增大客单值 .....	15
3.3 精装修房趋势下大宗渠道快速放量 .....	16
3.4 电商及新渠道出现有效抓取新消费群体流量 .....	17
3.5 渠道效率提升有望引领定制家具进入集中度提升第二阶段 .....	20
4 消费者：显性产品质量并优化服务效率满足其需求 .....	22
4.1 消费者更关注家具产品的环保以及产品性价比 .....	22
4.2 提升产品质量显性价值，教育消费者提升家具购买识别能力 .....	22
4.3 服务前置化并优化服务效率，降低售后服务价值占比 .....	23
5 投资建议 .....	25
6 风险提示 .....	26

## 图表索引

图 1: 未来定制家具产业链渠道向多元化方向演变方向 .....	6
图 2: 定制家具企业生产端成本主要由原材料、制造费用及人工三部分组成 .....	7
图 3: 索菲亚衣柜材料单价存在规模采购优势 (元/平方米) .....	8
图 4: 2016 年板材采购价格对比 (元/平方米) .....	8
图 5: 2016 年五金采购价格对比 (元/套) .....	8
图 6: 索菲亚信息化生产三个发展阶段 .....	9
图 7: 索菲亚衣柜板材利用率逐年提升 .....	9
图 8: 主要上市公司衣柜产品单位人工成本对比 (元/平方米) .....	10
图 9: 索菲亚定制衣柜单位制造费用随新产能投产下降 (元/平方米) .....	10
图 10: 定制衣柜企业制造费用对比 (元/平方米) .....	10
图 11: 索菲亚与好莱客衣柜单位板材成本 (元/张) .....	11
图 12: 头部企业拥有更高人均产出 .....	12
图 13: 定制衣柜生产企业人工成本对比 (元/平方米) .....	12
图 14: 索菲亚不断推动渠道下沉, 县级市收入占比提升 .....	13
图 15: 装修流量流向导图 .....	14
图 16: 定制家具行业传统经销商专卖店分类 .....	15
图 17: 2018 年公司自营整装工地交付 849 个 .....	16
图 18: 尚品宅配整装云会员已达 1516 家 (截至 2019 年 5 月 6 日) .....	16
图 19: 中国精装修市场规模及渗透率 .....	17
图 20: 索菲亚电商渠道客流来源比例快速增长 .....	18
图 21: 好莱客“这就是原生态 style”挑战赛 .....	19
图 22: 顾家家居“寻找世界上最好的家”挑战话题 .....	20
图 23: 2015 年后奥克斯营业收入快速增长 .....	21
图 24: 奥克斯电商渠道收入占比快速提升 .....	21
图 25: 消费者最关心的家庭装修问题体现在材质及环保性 (2017 年) .....	22
图 26: 好莱客原生态板组成 .....	23
图 27: 家具板材环保等级示意图 .....	23
图 28: 2000-2005 年间空调品牌数量迅速缩减 .....	24
图 29: 价格战过程中行业 CR3 不断提升 .....	24
表 1: 龙头家具企业上游产业链延伸 .....	8
表 2: 定制家具企业五金配件采购价格 (单位: 元) .....	11
表 3: 家具企业部分设备购置价格 (单位: 万元) .....	12
表 4: 尚品宅配门店形态对比 .....	18
表 5: 定制家具公司质保承诺情况 .....	23
表 6: 2000-2004 年空调价格战期间格力电器的主要对策 .....	24

## 1 本文逻辑与投资要点

本篇报告为家具裂变系列之三，前两份报告分别从房地产与家具行业关系（家具裂变系列之一：《家具龙头的成长何时穿越周期》）以及渠道力构建（家具裂变系列之二：《全球视角下如何打破渠道玻璃天花板》）角度阐述行业龙头成长逻辑，本文主要从价值链角度解析龙头公司成长路径。

消费品行业的重要三力是：产品力、渠道力，品牌力，本文主要从价值链拆解角度阐述家具产业链价值分配走向，生产端价值控制能力、渠道端价值发现能力、服务端理念传输能力最优化后，最终可实现家具品牌力的最大化和差异化，产品品牌力实现贯穿于家具产业链各个环节。我们从不同类型定制家具企业生产端效率、产品差异化对比及渠道端多元化梳理为切入点，推演定制家具行业在龙头企业成长、集中度提升、产品全屋化和渠道多元化趋势下，行业集中度提升可能出现的三个阶段。

**我们认为：1) 生产端效率提升引发行业集中度提升第一阶段：**定制家具产品单位成本可随规模化、信息化逐步降低，并体现头部企业与其他参与者比较优势，缩小与非上市地方大厂间的成本差距提升市占率。索菲亚在成本管理、系统优化投入较早，供应链管理优势在其2015年推广的“799/899套餐”营销方案中成效显著，价格套餐带动头部品牌在一、二线城市核心卖场压制地方大厂，逼迫其转型小众轻奢等风格，但行业进入门槛低，无法从生产端对小作坊类型参与者构成冲击，且产品非标属性突出，即便龙头企业市占率不断提升也很难达到类似空调等白电行业的集中度。

**2) 生产端与渠道端提升空间对比，渠道效率提升有望引领定制家具行业进入集中度提升第二阶段：**

生产端与渠道端提升空间对比：相较于生产端，在保证产品质量和环保前提下，定制家具产品在渠道端可优化及提升空间更大。单纯产品降价对提升市占率意义有限，并不能从产品价格方面打败市场所有竞争对手。

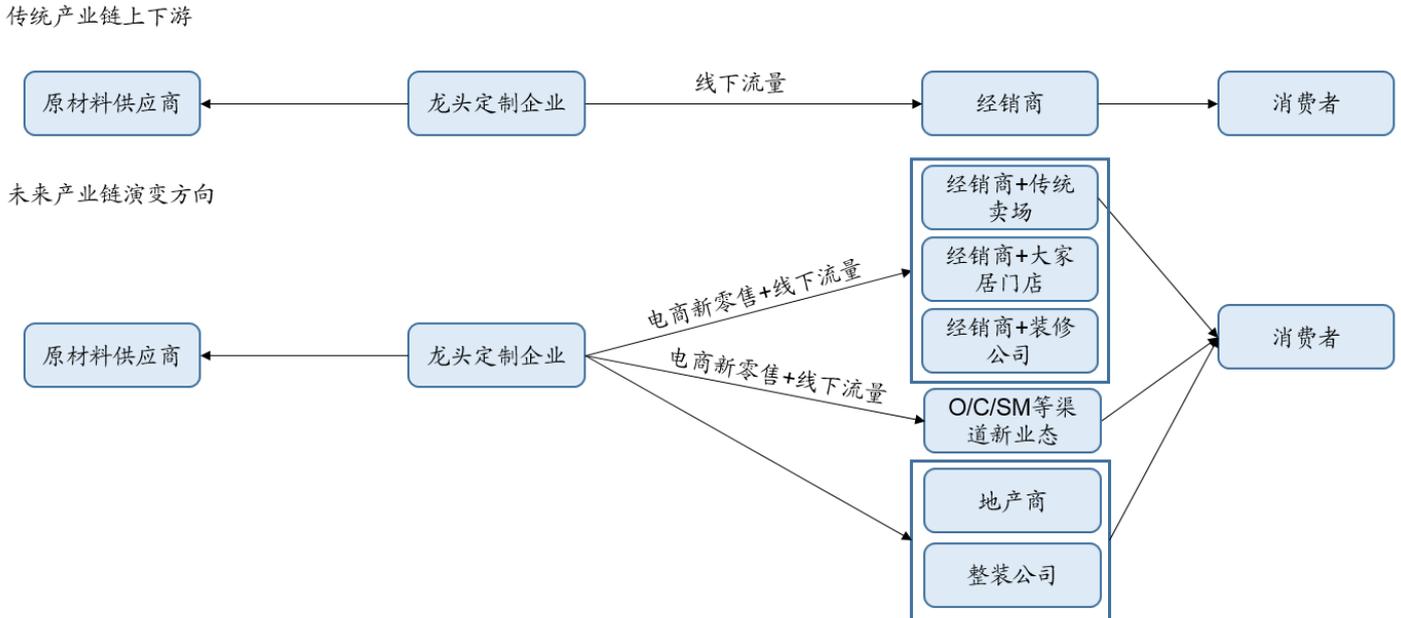
渠道效率提升让家具产品以更高效低价的方式触及消费者，实现头部企业市占率提升的第二阶段。产品全屋化及渠道多元化倒逼龙头定制家具企业转变传统单品类经销模式，一方面向家居产业上游开拓地产商、整装、装修公司渠道流量以及电商新零售流量，另一方面通过多品类运营做大客单价，并向下游渠道延伸，弥补零售短板，增强终端掌控力。渠道效率提升也为未来定制家具行业潜在价格竞争腾挪空间，奥克斯空调2015年后线上渠道快速成长带动市占率提升即为渠道效率提升带动市占率增长典型案例。

**3) 进一步展望，在渠道效率提升基础上，优化服务效率、显性产品质量有望带动定制家具集中度提升进入第三阶段。**头部品牌可以运用市场影响力通过营销活动将服务显性化和质量优势前置，降维打击小厂，通过突出板材、五金产品质量，标准化服务流程等方面深化与小厂产品间差异。例如空调行业在2000-2005年价格战期间，格力将质保服务前置化，通过高质量产品获得溢价。由于定制家具产品非标属性，偏好超高端、实木等风格，或对产品环保质量要求较低的消费者的需求很难同时满足，对头部品牌而言，在大众产品市场中获得较高的市场份额已经足够。

**4) C端价格套餐促销并不一定会引发价格战出现。**短期可以建立在提升优化渠

道效率基础上，中长期可以通过多品类大家居运营和终端渠道掌控力延伸实现，终端产品降价并不一定最终影响家具厂商净利润率。参照宜家模式，加快产品周转效率，增加家居产品消费频次，最终形成厂商产品渠道管理优势。B端通过政策推动下的地产精装房基整装渠道发展，实现品牌系列产品快速植入，借助B端强渠道提升品牌美誉度，进而提高流量转化效率。

图1：未来定制家具产业链渠道向多元化方向演变方向



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

**5) 投资建议：看好具备后端供应链优势，前端具备整合能力的定制龙头。**通过对生产端、渠道以及消费者需求三方面价值链拆分割析，我们认为国内定制家具行业正处于集中度提升第二阶段，头部企业纷纷开展整装、大宗电商等渠道拓展，优化渠道端价值链，提升行业效率，未来有望通过多元渠道流量聚拢，获得市占率进一步提升。

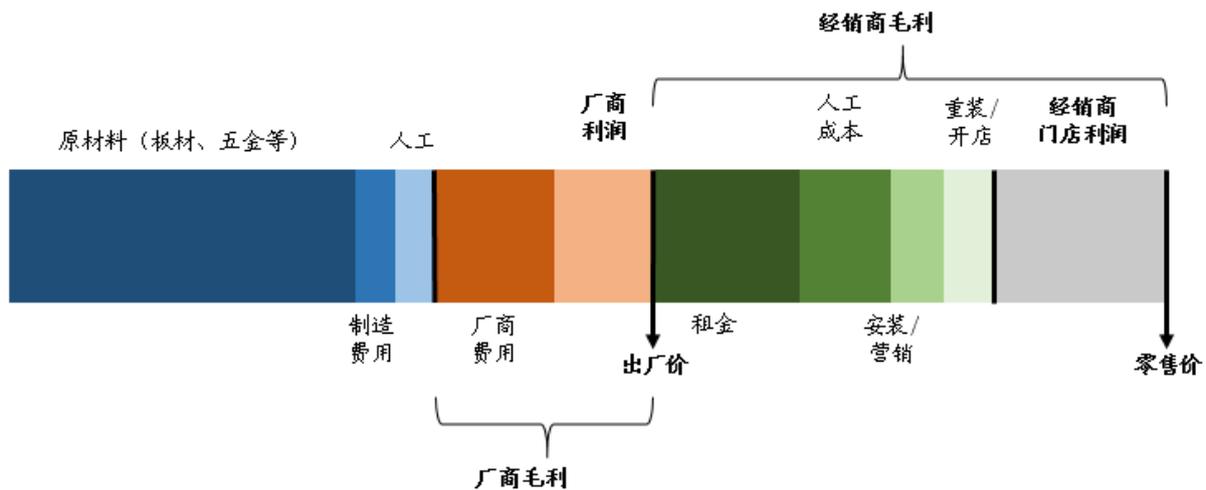
欧派家居整装大家居渠道拓展借助整装经销商与地方优质整装公司合作，与整装公司合作获取前端流量，客单转化率更高、客单值更大，加速提升渠道效率。公司拥有较高的品牌知名度、强大的营销网络以及丰富的定制化生产经验，整装大家居渠道有望打开公司新的流量入口。尚品宅配整装云平台依靠信息系统解决方案和供应链体系为中小家装公司赋能，通过优化渠道端价值链提升产业效率，随着平台企业数量增加，集采优势可有效降低原材料采购成本，为消费者提供更高性价比产品。索菲亚供应链效率提升突出产品高性价比，良好的成本控制维持了公司行业领先的盈利水平及产品竞争优势，形成产品高性价比口碑。

## 2 生产端：规模化、信息化降低生产成本

定制家具因兼具收纳及装饰功能，在产品生产方面具有很强非标属性，非标准化导致生产环节规模采购及效率提升空间存在天花板，但信息化、自动化建设持续投入通过技术革新降低生产成本，形成生产端比较优势。定制企业生产成本对应板材五金原材料等直接原料成本、人工成本、包含折旧在内的生产制造成本。从定制衣柜及定制橱柜分别来看，上市企业中头部品牌较其他上市品牌存在：规模采购优势、上游产业链延伸增强供应管控能力、工厂信息化自动化投入降低单位成本。

定制家具企业市场集中度提升第一阶段为生产端引发。索菲亚在成本管理、系统优化投入较早，供应链管理优势在其2015年推广的“799/899套餐”营销方案中成效显著，价格套餐带动头部品牌在一、二线城市核心卖场压制地方大厂，逼迫其转型小众轻奢等风格，相比之下，前店后厂模式仍存在于广大五六线城市及农村市场。因此就工厂生产前后端供应链而言，未来行业竞争必然建立在后端工厂智能化生产与前端设计服务紧密衔接基础上，以低成本生产为前端产品价格竞争提供强有力支撑。

图2：定制家具企业生产端成本主要由原材料、制造费用及人工三部分组成



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

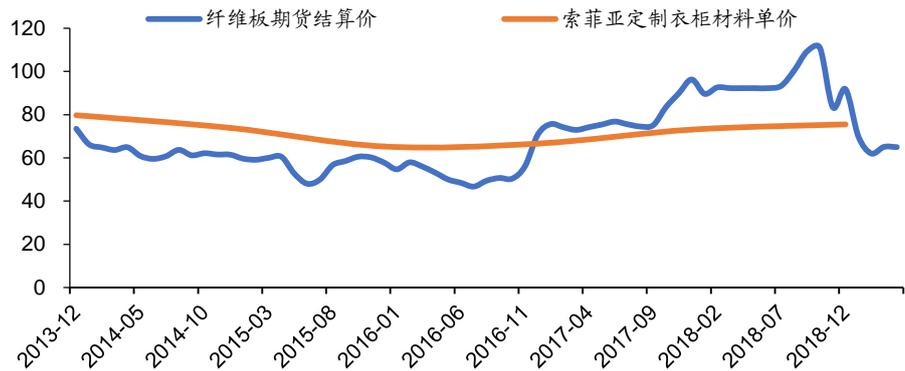
### 2.1 龙头公司在生产端各项成本中均存在比较优势

#### 2.1.1 上游原材料采购存在规模效应

规模化采购一定程度上帮助企业抵御原材料价格波动风险。定制家具原材料采购环节存在明显规模效应，由于龙头企业采购量大、议价能力强，其原材料采购成本较中小厂商存规模优势，原材料价格波动对其影响相对较小。

索菲亚衣柜材料单价体现板材价格上涨周期中的规模优势。以索菲亚为例，根据公司定制衣柜年销售量及材料成本金额计算衣柜平均材料成本，与2013年末上市的纤维板活跃合约结算价格比对发现，2016年下半年以来的价格上涨周期中，公司定制衣柜单位材料成本上涨幅度小于材料真实价格涨幅。

图3: 索菲亚衣柜材料单价存在规模采购优势 (元/平方米)



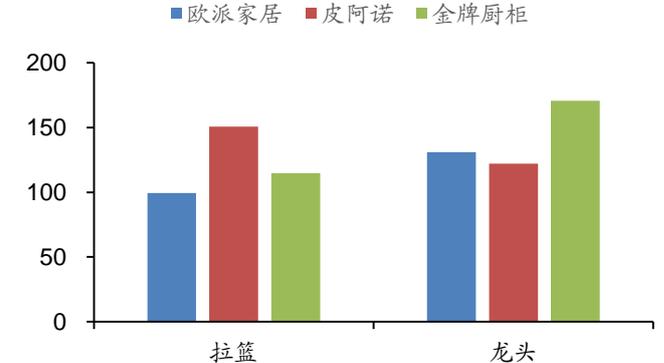
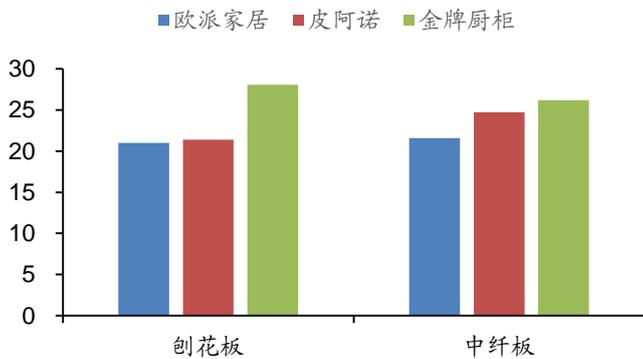
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

定制橱柜产品直接材料种类及产品类型多于定制衣柜, 橱柜大厂在实现规模采购优势的同时, 可以通过不同系列产品满足消费者差异化需求, 因此数据体现大厂单位橱柜直接材料成本要高于其他橱柜上市企业。根据各公司招股说明书, 欧派家居直接材料成本明显高于其他橱柜上市企业。除直接原材料差异外, 不同品牌厨电配套率也导致龙头公司单位橱柜直接材料成本更高。

将原材料成本细化为板材及五金件价格, 依然体现龙头企业采购规模优势。采购价格数据来自公司招股说明书中对主要原材料的采购情况披露, 其中板材以2440\*1220\*18mm规格进行张与平方米之间的换算。板材方面, 欧派家居在刨花板、中纤板都有较低的采购平均单价; 五金方面, 欧派家居在拉篮上有更大的采购规模效应, 龙头的购买中虽价格略高于皮阿诺但仍处于较低价位。

图4: 2016年板材采购价格对比 (元/平方米)

图5: 2016年五金采购价格对比 (元/套)



数据来源: 上市公司招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源: 上市公司招股说明书、广发证券发展研究中心

### 2.1.2 龙头公司可通过多种方式实现提高对上游供应商议价能力并增强供货稳定性

龙头企业通过股权或自建生产基地方式实现上游产业链延伸, 以提高原材料议价能力和供货稳定性。为规避原材料价格上涨风险、加速生产流程、减少交易费用等原因, 部分定制家具龙头企业向板材、铝材、五金配件等上游行业延伸, 通过参股上游生产厂商, 企业可以有效整合供应链, 降低风险和增加供货稳定性。

表1: 龙头家具企业上游产业链延伸

公司	产业链延伸方式	采购产品类型
----	---------	--------

索菲亚	通过子公司持有广州丰林集团5.69%的股份	采购纤维板、刨花板产品
宜家集团	收购Swedwood集团用于建立自己的生产基地	负责生产木制家具和木制家具配件

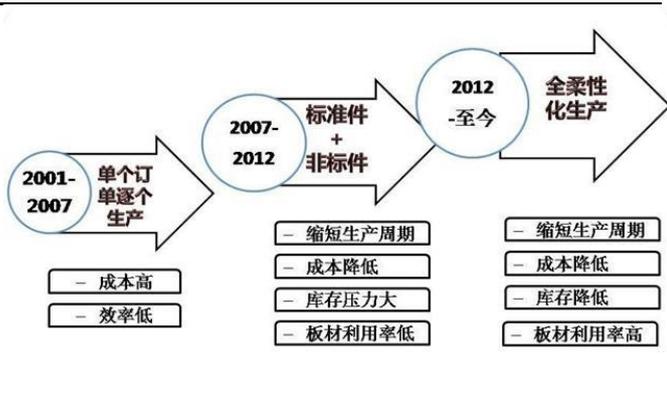
数据来源：wind 资讯、宜家集团官网、广发证券发展研究中心

企业可通过上游产业链延伸建立生产和产品标准。以海外家具龙头宜家收购 Swedwood 集团用于建立自己的生产基地为例，龙头家具企业向上游产业链拓展是长期发展必经之路，宜家通过自有工厂为其他产品供应商树立生产和产品标准，带动产业链生产及管理效率提升，在整体销售收入持续增长情况下，入围供应商不断减少，单个供应商订单额增长有效降低固定成本摊销。

### 2.1.3 信息化生产建设带动板材利用率提升，降低单位产品材料成本

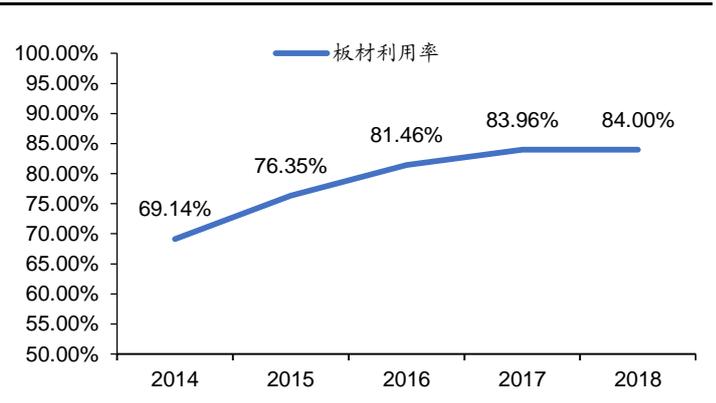
龙头公司信息化建设效果直接体现在板材利用率提升。索菲亚公司2012年在增城工厂实现全亚洲第一条柔性生产线投产，2013年引进德国豪迈柔性生产线，成为世界生产能力最大的柔性生产线大大缩短生产周期，板材利用率至2017年已提升到84%左右，一次性安装成功率达到90%。

图6：索菲亚信息化生产三个发展阶段



数据来源：索菲亚公司年报、广发证券发展研究中心

图7：索菲亚衣柜板材利用率逐年提升



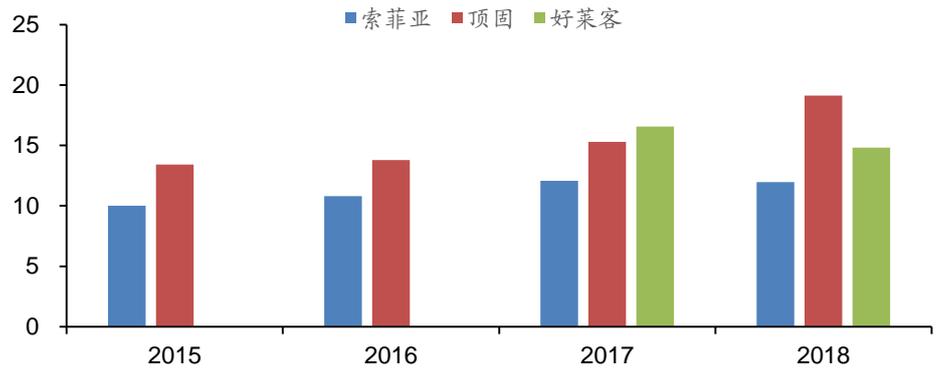
数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

信息化处理能力可通过优化生产管理流程，减少工厂出错率，降低返厂成本支出，从而达到成本控制目的。定制家具生产企业可通过精细化管理信息系统，达到流程精简、库存合理、效率提升、准确及时、生产精准和交货及时等各方面要求。全流程信息化，工厂端发单错误率显著下降，有效降低产品返厂补单造成的重新排产影响，渠道端一次安装成功率提升，降低多次上门带来的额外成本支出。

### 2.1.4 规模效应及工厂信息化自动化提升生产效率，摊薄各项非材料成本

衣柜上市公司中，索菲亚较竞品存在明显单位人工成本优势。人工成本在定制家具上市公司生产成本占比普遍集中在12%-15%，索菲亚公司在管理信息化、产线自动化升级改造进程中引领行业发展，黄冈工厂率先实现定制家具行业工业4.0，单位人工成本较竞品有明显优势。

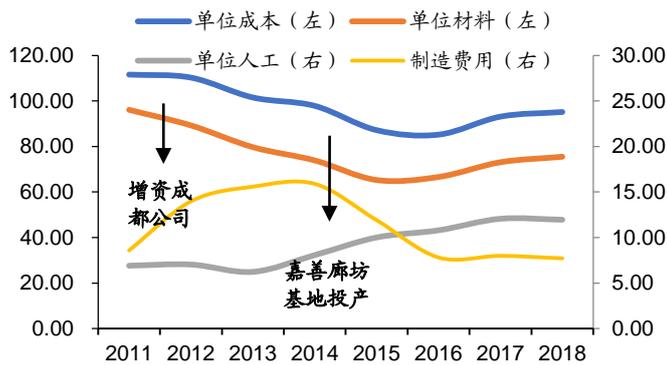
图8: 主要上市公司衣柜产品单位人工成本对比 (元/平方米)



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

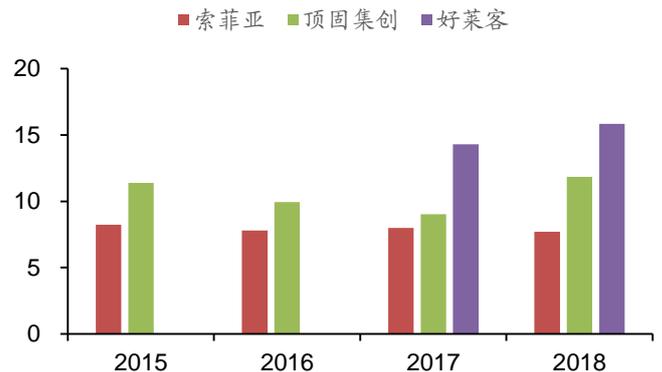
龙头企业设备进口昂贵, 折旧摊销增加制造费用, 但数字化与信息化伴随新基地产能投产提升生产效率, 有效降低制造费用。索菲亚上市时间较早, 借助资本力量早期进行生产流程的信息化与数字化的改革, 定制衣柜单位制造费用随嘉善、廊坊新产能投产下降, 其衣柜制造费用显著低于其他定制家具生产企业。

图9: 索菲亚定制衣柜单位制造费用随新产能投产下降 (元/平方米)



数据来源: 上市公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图10: 定制衣柜企业制造费用对比 (元/平方米)



数据来源: 上市公司招股说明书、广发证券发展研究中心

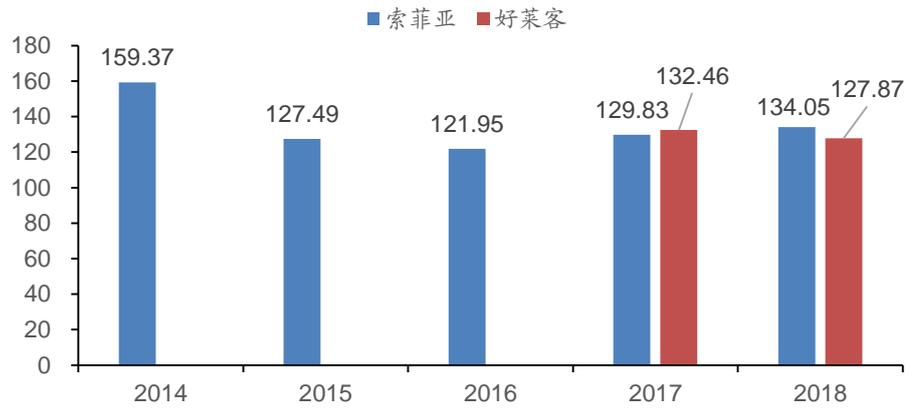
## 2.2 各类型定制家具企业生产端成本对比

根据定制家具行业不同企业规模, 我们将定制行业参与者分为头部品牌、其他上市公司、地方大厂、小作坊四类。以定制衣柜为例, 对比不同类型定制企业各项生产成本, 前店后厂模式作坊综合生产成本明显低于头部品牌; 地方大厂虽然人员管理效率、制造费用等成本较头部品牌均存劣势, 但人力成本缴税、国产设备采购折旧摊销更低, 综合成本略低于头部品牌; 不考虑自动化、信息化进程差别, 头部品牌与其他上市品牌各项成本综合基本持平。定制橱柜由于直接原材料涉及种类较多, 大厂产品定位更高, 与小作坊产品相比价差高于定制衣柜。

### 2.2.1 板材相关成本: 除小作坊外, 其余市场参与者板材成本差别较小

品牌企业及地方大厂板材均选用国标E0级别或其他更加环保板材, 价格差别不大, 小作坊板材往往环保不合格, 采购成本显著低于大厂。索菲亚过去五年间的平均单位板材成本为134.54元/张。小作坊采购板材环保级别低于大厂, 单价更低。

图11: 索菲亚与好莱客衣柜单位板材成本 (元/张)



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

板材利用率各类型企业差别有限,小作坊板材利用率甚至高于大厂。头部品牌拥有更先进自动化、信息化生产设备,板材利用率高于地方大厂,但前店后厂模式作坊由于板材切割方式、边角余料充分利用等原因,综合板材利用率甚至高于大厂,且小厂对边角料的利用可以通过胶粘方式完成,用在背板、滑道等方面很难发觉。

### 2.2.2 五金配件成本: 不同类型企业五金成本差别较大

进口与国产五金配件的价格差别较大,大厂常从采购进口五金配件,非头部企业往往搭配采购国产五金配件,小作坊采购五金件品质更低。根据公司招股说明书及年报信息,索菲亚从法国 SOGAL 公司和德国海蒂诗公司采购五金配件,并设立合资公司,欧派家居从奥地利百隆公司和德国海蒂诗公司采购五金配件。非头部品牌五金配件大多为国内供应商采购。以铰链和伸缩气动杆为例,普通不锈钢阻尼铰链价差较大,根据京东商城市场价格信息以及上市公司招股说明书,进口百隆铰链 30 元左右,保障 5 万次开关寿命,无品牌产品价格为 0.15-5 元不等;大厂采购橱柜伸缩气动杆国产价格为 70-80 元,进口价格为 100 元以上,而小作坊的采购的价格仅为 7-8 元。

表 2: 定制家具企业五金配件采购价格 (单位: 元)

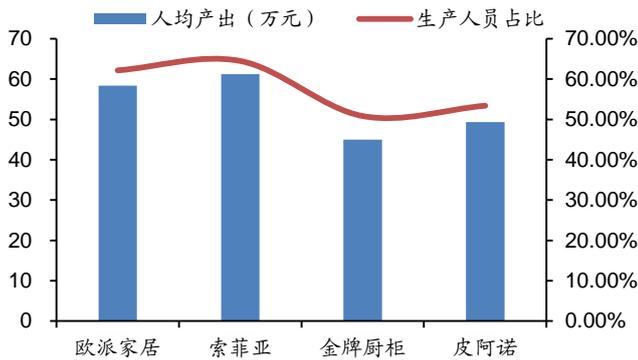
	索菲亚	顶固集创	好莱客	尚品宅配
铝材 (支)	42-61	18-22	15-18	16-17
小型配件 (件)	3.72-3.79	0.91-1	0.41-0.52	0.42-0.47

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

### 2.2.3 人工费用: 上市企业显著高于非上市企业

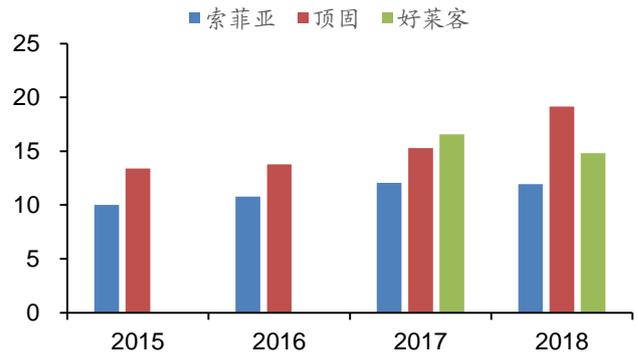
上市企业由于工厂所属地工资水平、缴纳五险一金等支出及淡季正式人员编制维持等因素影响,人工成本显著高于非上市企业。另一方面,定制行业上市公司品类多样化进程中机构部门之间内耗较大,信息化投入隐形成本体现在人工费用中,故大厂的人工费用较高。即便考虑机器设备差异导致的生产效率不同,小作坊人工费用仍具有明显优势。

图12: 头部企业拥有更高人均产出



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 定制衣柜生产企业人工成本对比 (元/平方米)



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

### 2.2.4 制造费用: 小作坊 < 头部企业 < 其他上市公司 < 地方大厂

制造费用包含折旧、水电、场地等费用，由于大厂的生产设备价格更贵，折旧与维护成本更高，小厂的制造费用低于大厂。根据上市公司招股说明书，定制家具企业设备往往为进口品牌，使得大厂的摊销和折旧费用比小厂高。在封边质量方面，廉价、带精修的封边机配合质量好的颗粒胶可以让小厂生产出与大厂几乎无差别的板子。

工厂场地成本可忽略，水电费用与大厂相同，机器设备折旧费用考虑更新换代频次更快，但工厂管理人员少，家族企业效率很高，无跑冒滴漏情况。

表 3: 家具企业部分设备购置价格 (单位: 万元)

	欧派家居	金牌厨柜	志邦家居
开料锯	140	42-392	147
除尘系统	400	162	600
直线封边机	100	90	120-1119
推台锯	9	9.2	9
四端封边机	500	1246	1074

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

### 2.3 受益供应链成本优化, 索菲亚率先实现渠道下沉及渗透率提升

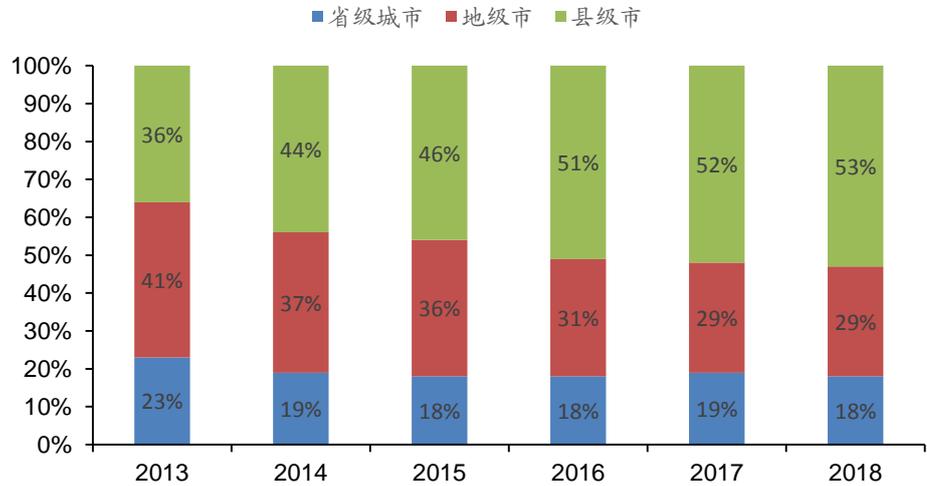
索菲亚信息化建设显著提升生产效率。公司2013年起从德国豪迈公司先后引入22条柔性化生产线，投资超过十个亿，实现全柔性化生产。2014年公司成立“信息与数字化中心”，大幅提升板材利用率及生产效率。2015年公司开始进一步推动数字化转型，优化管理成本。2015-2017年公司生产核心KPI板材利用率分别为73%、80%、84%，生产效率逐年提高，公司前期在生产和信息化领域的投入开始产生效果。

生产效率提升降低供应链成本，提升产品性价比压制地方大厂，为行业集中度提升第一阶段主要特征。产品单位生产成本随规模化、信息化逐步降低，并体现头部企业与其他参与者比较优势，缩小与非上市地方大厂间的成本差距提升市占率。索菲亚在成本管理、系统优化投入较早，供应链管理优势在其2015年推广的

“799/899套餐”营销方案中成效显著，价格套餐带动头部品牌在一、二线城市核心卖场压制地方大厂，逼迫其转型小众轻奢等风格。在三四线城市以产品更优质性价

比获得更大市场份额，公司县级市收入占比由2013年36%提升至2018年的53%。但行业进入门槛低，无法从生产端对小作坊类型参与者构成冲击，且产品非标属性突出，即便龙头企业市占率不断提升也很难达到类似空调等白电行业的集中度。

图14: 索菲亚不断推动渠道下沉，县级市收入占比提升



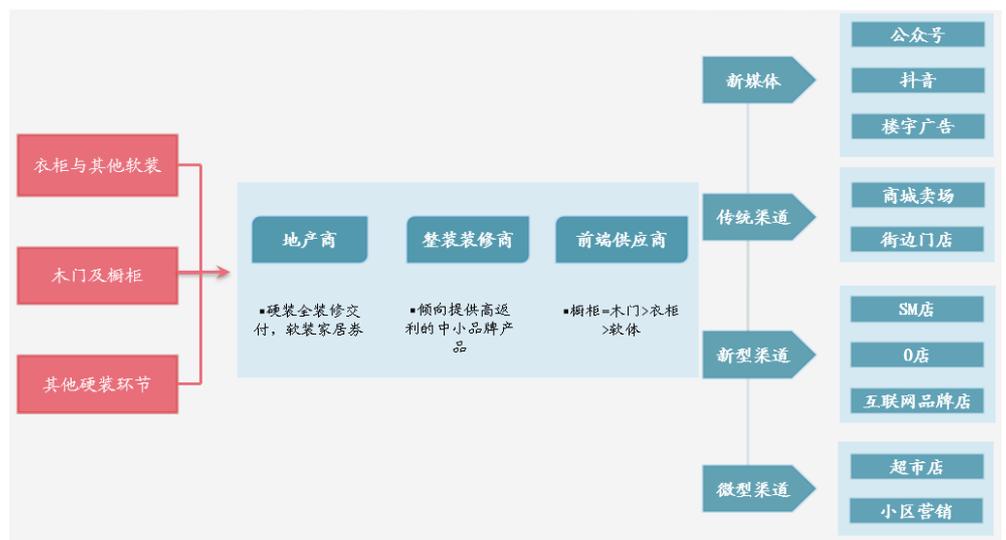
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

### 3 销售渠道：由传统经销向多元化方向发展

生产端与渠道端提升空间对比，渠道效率提升有望引领定制家具行业进入集中度提升第二阶段。当前定制家具正处于此阶段，以空调行业奥克斯借助线上渠道实现跨越式发展为例，其在2000-2004年价格战期间实现近8倍增长并跻身行业前三后长时间沉寂，2015年起凭借线上渠道收入快速增长，内销市场份额由2015年的4.3%提升至2018年的11.6%，外销市场份额从2015年的4.7%提升至2018年的8.5%，成为三大白电龙头以外的佼佼者。

以流量为导向，定制家具行业渠道由传统经销商向多元化方向发展，装修流量入口多元化，传统线下流量被层层截流。定制企业过去获取的流量大部分来自在线下卖场或街边店渠道，渠道模式以传统经销商做市为主。自2017年起，家具行业的高毛利和良好的现金流模式吸引各方参与者入局，线下流量开始被装修产业链前端参与者分段多元化截流（房地产企业、整装公司、靠前的硬装产品提供商），留存到定制企业环节的流量也在以更多元化的方式被感知（微信、电商、抖音等）。一站式装修便利需求，场景消费需求和产业链利益重构需求迫使上市公司做出调整，纷纷加速全渠道全流量布局，推动渠道多元化方向发展。

图15：装修流量流向导图



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

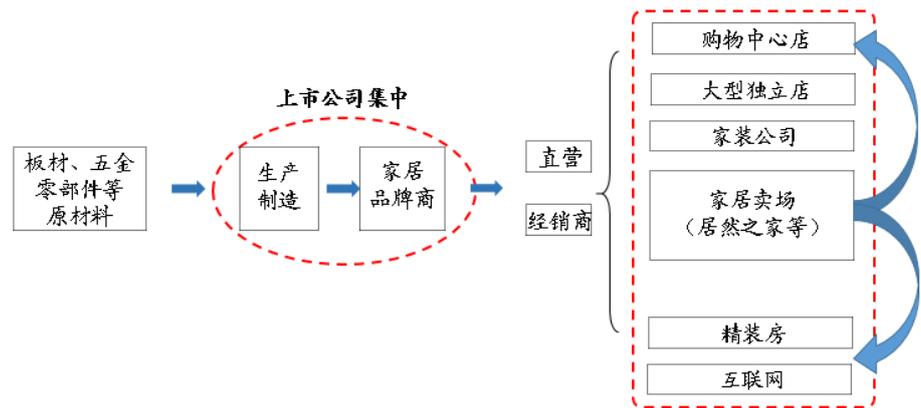
从不同渠道价值链拆解来看，欧派整装大家居门店由于上市公司及整装经销商均需补贴零售经销商，目前提货价格较高，但与整装公司合作获取前端流量，客单转化率更高、客单值更大；上市公司大宗工程渠道由于运输、安装等期间费用较高，毛利率高于传统经销商渠道，净利润率水平与传统经销商渠道基本一致。

#### 3.1 传统经销商渠道受客流下滑影响较大

根据定制家具企业经销商职责划分，将其成本拆解为固定成本、弹性成本和店面装修相关成本，与门店提货额动态调整即可推导经销商盈亏平衡加价率。定制家具经销商专卖店利润来源于其门店零售价与工厂批发价差额，门店提货额为其营业成本，费用主要包含租金等固定成本、安装费用等弹性成本，以及重装费用等店面相关成本。

经销商专卖店经营所需固定成本包括门店租金相关费用、水电费、门店员工的固定工资支出等，其中占比最高为门店租金费用和固定人工成本，因此传统渠道盈利能力在当前客流量下滑趋势下明显下滑。因开店场所不同，一般定制家具行业经销商专卖店主要分为购物中心店、大型独立店、家装公司店及家居卖场店。弹性成本主要包括安装费、营销投入费用、员工销售提成和奖金等，营销投入等费用占销售额比例会随着销售额的提升而下降。店面相关成本主要包括重装费用和开店任务所需投入成本，店面相关成本占比会随经销商规模提升而下降。

图16: 定制家具行业传统经销商专卖店分类



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

### 3.2 整装渠道整合产业链上游资源，提高签单率增大客单值

与传统家具销售渠道相比，整装渠道向产业链上游延伸，更大程度上解决客户装修需求，提高签单率和客单值，节省客单引流费用，并通过做大门店客单量及客单值，摊薄租金、固定人员开支等固定费用支出。切入落地模式可分为整装公司合作、自营整装及互联网平台整装。头部定制家具企业欧派家居、尚品宅配、索菲亚在整装渠道探索路径各不相同。

#### 3.2.1 欧派家居整装渠道以整装经销商开拓模式为主

欧派家居整装渠道拓展以地方优质整装公司合作为主。2018年公司试点推进整装大家居业务，公司与各地龙头家装公司直接合作，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。2018年全年整装业务贡献接近1亿元，截至2019年4月整装渠道超过200家，预计全年超过300家，整装开店速度持续处于高位。

欧派整装合作模式为各地新开拓渠道，在推广过程中存在原有零售经销商抵触情况，目前主要通过上市公司和整装经销商共同补贴原有零售商方式解决。从渠道价值链拆分角度来看，首先由于欧派全屋家具进入地方头部家装公司与其形成品牌强强联合，增强客户认可度；其次由于家具产品进入整装渠道摊薄原有渠道租金、人工、水电等固定成本，产品售价低于传统经销商渠道，有助于提高客户签单率。整装大家居店覆盖区域的传统零售商收入情况无大变化，但加上整装销售贡献增量

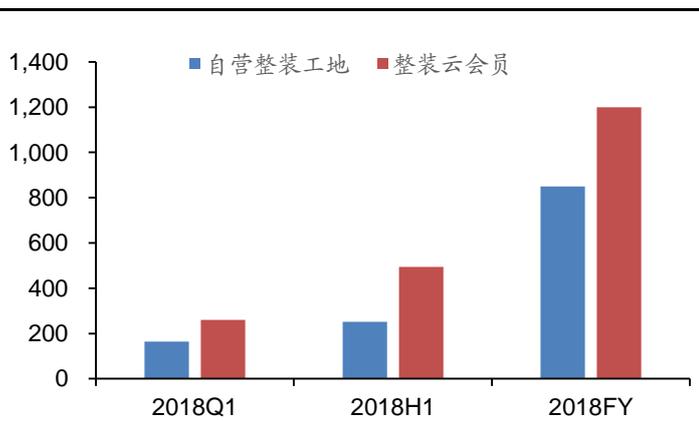
收入，针对传统经销商的抵触情绪，目前上市公司与整装渠道共同对原有零售商进行补贴。

### 3.2.2 尚品宅配：信息系统解决方案+供应链体系赋能中小家装公司

尚品宅配整装模式分为自营整装和整装云会员模式两种，针对直营模式公司推出整装品牌“新居整装”，主要在广州、成都、佛山直营店推广。公司持续深化整装交付技术，推出了标准门、数字化墙面地面顶面设计施工模式、BIM施工指导书等，并研发了《整装销售设计系统》，提升客户体验，确保了自营整装客户交付。2018年公司自营整装工地交付数为849个，全年实现回款1.2亿元，自营整装毛利率高于整装云平台，但人员开支及安装服务成本较高。

整装云平台依靠信息系统解决方案和供应链体系为中小家装公司赋能。整装云会员客户均为小家装公司，公司通过免费软件使用解决家装公司整装销售设计系统需求，并提供主辅材、定制家具、其他配套品采购的供应链支持。公司通过主辅材合作对象搭建集采团购平台，随着平台企业数量增加，集采优势可有效降低原材料采购成本。借助自营整装落地带来的发展经验，公司将自身研制出的所有工作方法赋能给整装云平台家装公司，实现未来其他家装公司与尚品更强的联系，达到一站式满足消费者需求的目标，2018年公司整装云平台收入约为0.7亿元，属于低毛利率低净利率收入，主要费用为软件研发和人力资源费用。

图17：2018年公司自营整装工地交付849个



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

图18：尚品宅配整装云会员已达1516家（截至2019年5月6日）



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

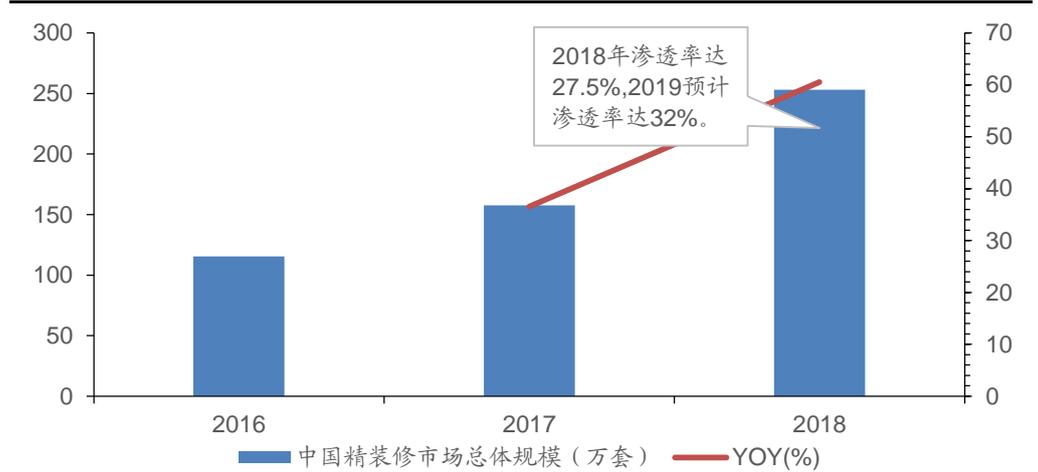
### 3.2.3 索菲亚：司米橱柜开辟家装整装渠道

索菲亚公司旗下司米橱柜正式宣布开辟家装整装渠道，在该渠道上，司米橱柜区别于代理商渠道，采取“一城一商”的运营模式，保证了代理商的利益的同时，也降低零售和家装冲突。

## 3.3 精装修房趋势下大宗渠道快速放量

政策导向带动精装修市场快速增长。住建部于2月18日发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，提出新建住宅应全装修交付，即厨房与卫生间等所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，排水、供暖、通风和空调、燃气、照明供电等系统基本安装到位，达到基本使用标准。江苏省、北京、上海、海南省和浙江省自2010年以来逐步发布相关政策影响住建部。根据奥维云网数据，2018年中国精装修市场渗透率达到27.5%，预计到2019年有望达32%。

图19: 中国精装修市场规模及渗透率



数据来源: wind 资讯、奥维云网、广发证券发展研究中心

**定制橱柜家具厂商工程渠道快速增长。**与传统经销商渠道先款后货模式对比,大宗地产商渠道采购及付款方式导致定制家具企业对B端新渠道的议价能力明显下降,B端渠道扩张导致定制企业现金流质量下降,增加对企业运营资金占用,长期可能增加企业财务成本。欧派家居与房地产开发商或工程承包商签订产品供应与安装合同,工程经销商作为项目履约实际操作人,负责相关产品的设计、运输、安装和售后等具体业务,公司与工程经销商签订供货协议,由公司负责供货,监督工程经销商履约项目。

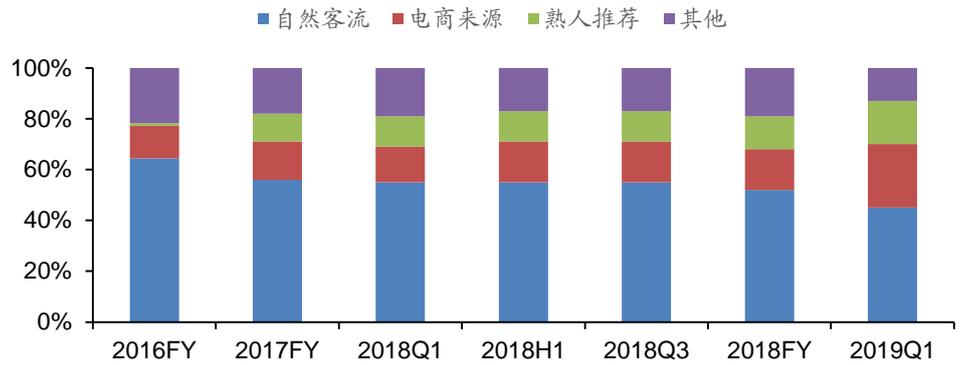
不同地产商对产品交付状态及安装售后要求不同,导致大宗渠道毛利率及净利率差别较大。以江山欧派木门产品主要合作地产商伙伴为例,根据江山欧派招股说明书,万科供货合同以项目为签订单位,毛利率往往达到35%-40%,但由于安装服务及产品交期跨度较长,增加人工、运输及安装成本支出。恒大供货合同由总部统一签订,产品运抵项目楼盘即可,不需负责后续安装环节,整体盈利能力差别不大。

### 3.4 电商及新渠道出现有效抓取新消费群体流量

#### 3.4.1 索菲亚模式将线上平台流量直接转交经销商落地

电商渠道已成为定制家具行业重要引流获客渠道,2018年电商渠道在补充传统经销商渠道流量缺口的同时,体现其高效转化率。索菲亚出于成本考虑由公司统一完成电商引流,互联网流量线下转化率持续提升,从2016年14%提升到19Q1的16%,若经销商未能完成16%转化率目标,则由公司支付这部分电商流量费用,公司全国客户来源占比中电商来源逐步攀升,2019Q1提升至25%,已成为公司第二大客户来源。2018年好莱客公司在天猫整体流量排名大幅攀升,订单转化率超过10%且呈现持续攀升趋势。

图20: 索菲亚电商渠道客流来源比例快速增长



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

以索菲亚天猫线上平台近一个月数据流量信息为例测算, 电商渠道费用率约为**1.08%**, 较传统经销商渠道**2.5%**左右固定营销费用率导流效率更高。根据《天猫2019年度各类目年费软件服务费一览表》, 天猫线上平台对全屋定制类产品收费采取保证金+软件服务费模式, 保证金固定为3万元, 软件服务费收取比例为剔除产品退货后成交额的2%, 若年销售额超过18万元, 则保证金可用于100%抵扣软件服务费。以2019年5月7日至6月5日共30天内成交数据测算, 剔除尾款专用类成交单数影响, 共成交全屋定制类产品26513单, 橱柜类产品44单, 按总交易额及交易规则推算30天共需支付服务费628万元。参照公司2018年10939元/客户定制衣柜单价, 及9721元/套定制橱柜单价, 假设终端加价倍率为100%, 计算可得天猫电商渠道流量对应销售收入5.81亿元, 渠道费用率1.08%。

### 3.4.2 尚品宅配线上流量通过直营O/C店或经销商门店落地

新居网作为尚品宅配线上流量主要来源。在满足直营O/C店的同时, 部分流量由经销商渠道承接落地, 公司向经销商收取引流服务费, 2019年服务费收取模式调整为固定流量费用+变动流量提成模式, 改变此前收取固定提点模式。

SM/O/C店等线下实体门店打破传统建材市场局限。SM店最早为尚品宅配引入市场, 模式运营成熟。SM店即为开在购物中心 (Shopping Mall) 的店, 店面平均300平米, 店面运营成本、租金成本翻倍, 但客流量更大、广告效果好。2018年SM店占比46%, 非SM店占比54%。一二线城市遍布数量占比23%, 三四五线城市占比77%, 加盟收入一二线大城市占比35%, 三四五线城市占比65%。

O/C店主要或可来源均为线上引流。O店为开在写字楼 (Office) 的店, 平均面积为2000平米, 客流量主要来源于O2O线上平台新居网及微信公众号。C店包括咖啡、花艺、手作、无人零售、电器服务多重消费业态, 让即使当前没有家具消费需求的群体, 也能进店找到可以消费的业态, 并通过店内布局吸引客户关注线上活动, 由线下反辅线上从而有效培养和转化潜在客户。

表4: 尚品宅配门店形态对比

门店形态	店面大小	流量来源	特点
SM店 (Shopping mall)	300 平	购物中心自然流量	人流量大, 广告效果好, 但客户针对性不强, 转化率低

O店 (Office)	2000 平	自然人流较少，主要将 O2O 线上营销平台新居网及其运营的微信公众号的客户引流到线下	展示空间更大，客户体验更好；将非常低频的消费转变为中高频的集聚消费者；可以在新居网上实时咨询、免费预约量尺、与设计师互动并享受免费的设计方案，然后根据消费者所在地区的旗舰店、标准直营店或加盟店人员提供线下的上门量尺、方案再设计、成品配送和上门安装等服务
C店 (Collection)	3000 平以上	购物中心自然流量和通过新居网吸引客户引到线下店面	包括咖啡、花艺、手作、无人零售、电器服务多重消费业态，让即使当前没有家具消费需求的群体，也能进店找到可以消费的业态，并通过店内布局吸引客户关注线上活动，由线下反辅线上从而有效培养和转化潜在客户

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

综合考虑门店租金、人员开支及引流获客成本，SM/O/C店渠道净利润率低于传统经销商渠道，但突破传统建材市场门店渠道并实现良好的品牌宣传却是传统渠道不能比拟的。

### 3.4.3 新渠道打造差异化优势，精准投放助力定制家具产品营销

互联网多渠道精准投放打造差异化优势。好莱客原创“住家 Pai” IP，经过一年运营沉淀大量优质内容，形成微信自媒体、抖音为主，小红书、知乎为辅的多渠道综合分发体系，创意、口碑、制作以及互联网精准投放有效结合，覆盖腾讯、抖音、网易等关键渠道，并冠名好莱客专属高铁列车，品牌曝光度较以往年度显著增加。2018 年好莱客联合抖音举行“这就是原态 style”挑战赛，活动上线期间，“这就是原态 style”抖音挑战赛产生创意视频 25251 个，总播放量高达 5738+ 万次，点赞比心 184 万个，新增粉丝 20+ 万个。

图 21：好莱客“这就是原态 style”挑战赛



数据来源：中华橱柜网、广发证券发展研究中心

尚品宅配打造千万级短视频矩阵，2018 年通过抖音、快手、火山、西瓜等短视频平台全网增粉 7000 多万，其中 1000 万粉丝级别账号 1 个，600 万粉丝级别 2 个，百万级粉丝账号共 18 个；目前新营销从增粉到变现都在稳步增长，实现月获

客 2000+。除此之外，多个品牌推出抖音挑战赛。索菲亚推出“一起抓钱吧”挑战赛；欧派家居推出首届抖音短视频大赛；顾家家居邀请林宥嘉发起“寻找世界上最好的家”挑战话题。

图22: 顾家家居“寻找世界上最好的家”挑战话题



数据来源: 中华橱柜网、广发证券发展研究中心

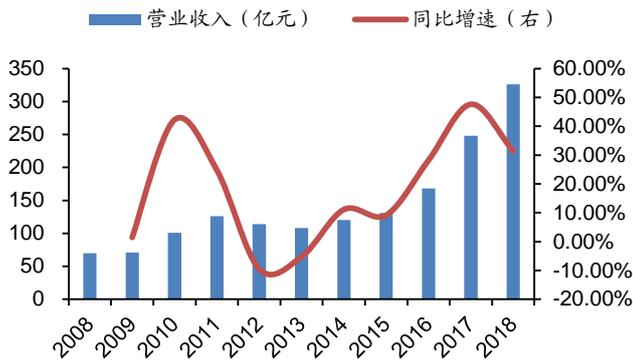
### 3.5 渠道效率提升有望引领定制家具进入集中度提升第二阶段

**生产端与渠道端提升空间对比:**相较于生产端,在保证产品质量和环保前提下,定制家具产品在渠道端可优化及提升空间更大。单纯产品降价对提升市占率意义有限,并不能从产品价格方面打败市场所有竞争对手。按照我们从生产到销售环节的成本利润测算,通过龙头定制家具公司产品全屋化和渠道多元化降低固定成本摊销,提升渠道效率,龙头品牌可通过服务前置化宣导产品质量、环保等消费者最关注问题,将对1-2亿规模左右地方性定制家具品牌造成直接冲击。

**渠道效率提升让家具产品以更高效低价的方式触及消费者,实现头部企业市占率提升的第二阶段。**产品全屋化及渠道多元化倒逼龙头定制家具企业转变传统单品类经销模式,一方面向大家居产业上游开拓地产商、整装、装修公司渠道流量以及电商新零售流量,另一方面通过多品类运营做大客单价,并向下游渠道延伸,弥补零售短板,增强终端掌控力。渠道效率提升也为未来定制家具行业潜在价格竞争腾挪空间。传统渠道可进一步通过效率提升碾压同价格带地方品牌竞争对手,定制家具终端价格持续向小厂价格带靠拢。

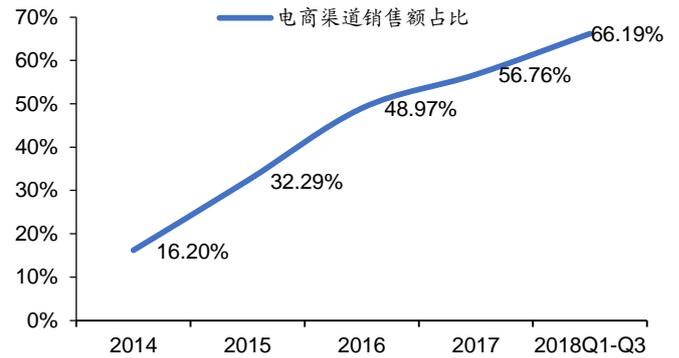
**渠道效率提升对市占率提振效果明显。**以空调行业奥克斯借助线上渠道实现跨越式发展为例,其在2000-2004年价格战期间实现近8倍增长并跻身行业前三后长时间沉寂,2015年起凭借线上渠道收入快速增长,电商收入占比由2014年16.2%提升至2018年前三季度的66.19%。线上市场集中度更低,有更多整合空间,龙头出于平衡线下经销商利益考虑,不能全力发力线上;此外,龙头近年来零售均价中枢上行,高端产品比重提升也为低端市场留下了更多空间。在线上渠道快速增长带动下,奥克斯内销市场份额由2015年的4.3%提升至2018年的11.6%,外销市场份额从2015年的4.7%提升至2018年的8.5%,成为三大白电龙头以外的佼佼者。与此类似的是小米早期线上渠道崛起,也是利用渠道效率提升实现弯道超车。

图23: 2015年后奥克斯营业收入快速增长



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图24: 奥克斯电商渠道收入占比快速提升



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

**C端价格套餐促销并不一定会引发价格战出现。**短期可以建立在提升优化渠道效率基础上，中长期可以通过多品类大家居运营和终端渠道掌控力延伸实现，终端产品降价并不一定最终影响家具厂商净利润率。参照宜家模式，加快产品周转效率，增加家居产品消费频次，最终形成厂商产品渠道管理优势。**B端**通过政策推动下的地产精装房基整装渠道发展，实现品牌系列产品快速植入，借助**B端**强渠道提升品牌美誉度，进而提高流量转化效率。

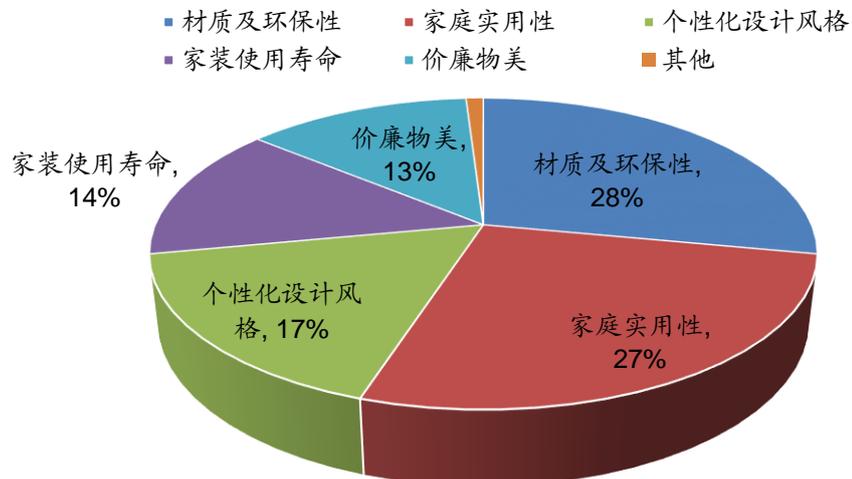
## 4 消费者：显性产品质量并优化服务效率满足其需求

进一步展望，在渠道效率提升基础上，围绕消费者展开的优化服务效率、显性产品质量等软实力提升有望带动定制家具集中度提升进入第三阶段。当供应链效率和渠道效率足够高，价格距离小厂终端价格更近时，预计三线品牌和地方大厂生存已经艰难，此时头部品牌可以运用市场影响力通过营销活动将服务显性化和质量优势前置，降维打击小厂，通过突出板材、五金产品质量，标准化服务流程等方面深化与小厂产品间差异。例如空调行业在2000-2005年价格战期间，格力将质保服务前置化，服务贯穿于售前、售中和售后，将高质量产品匹配高质量服务，行业内中小厂迅速被市场淘汰。由于定制家具产品非标属性，偏好超高端、实木等风格，或对产品环保质量要求较低的消费者需求很难同时满足，对头部品牌而言，在大众产品市场中获得较高的市场份额已经足够。

### 4.1 消费者更关注家具产品的环保以及产品性价比

消费者最关心的家庭装修问题体现在材质及环保性，大厂存在比较优势。根据新浪家居《2017年中国家居家装消费调查报告》数据，消费者最关心的家庭装修问题前三位分别是材质及环保性(28%)、家庭实用性(27%)、个性化设计风格(17%)，其次是使用寿命(14%)和价廉物美(13%)。进一步证明，相较于追求低廉的价格和个性化的设计，消费者更加关心购买定制家具产品的质量、实用性和材质的环保性。因此，提升家具产品质量的显性价值，主打实用性和环保概念将成为未来的趋势。随着消费者教育逐渐推广开，龙头品牌在质量上的优势将更加明显。

图25：消费者最关心的家庭装修问题体现在材质及环保性（2017年）



数据来源：新浪家居、广发证券发展研究中心

第三阶段行业市占率提升阶段为大厂与小厂间的竞争，消费者更关心的环保和性价比问题，我们认为可通过显性产品质量和优化服务效率两方面落地实现：

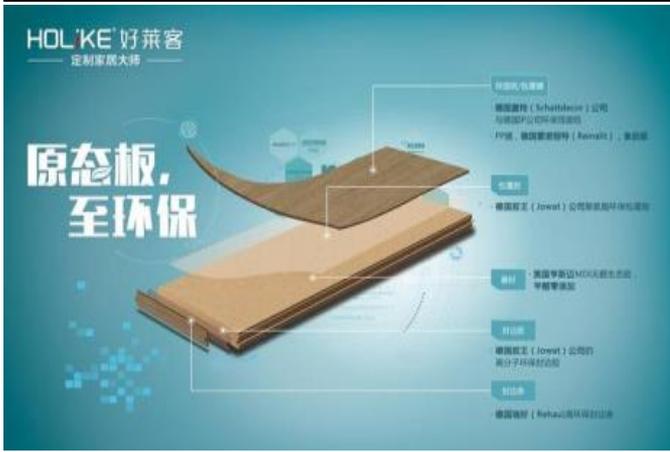
### 4.2 提升产品质量显性价值，教育消费者提升家具购买识别能力

定制大厂产品可以从环保、零甲醛等方面进一步提升产品性能，获得更多消费者认可。为避免消费者无法分辨板材优劣，大厂产品质量优势无法体现，品牌企业通过门店现场展示、环保认证等方式教育消费者分辨板材质量，并通过营销推广等一系列方式展示产品质量特征，提升产品质量显性价值。小型厂商往往不具备提升

产品性能的能力。

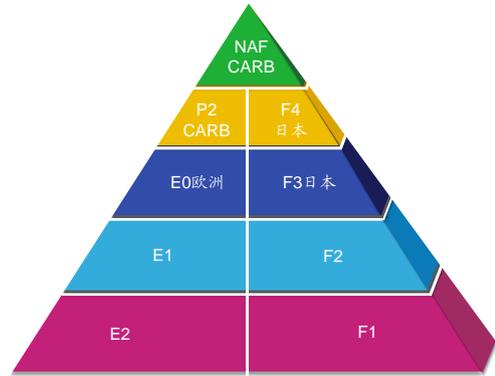
以好莱客为例，其原态产品主打环保特色，产品价格较其他类型板材有一定溢价。2012年好莱客就已提出“低醛环保的原生态制造”理念，推出用不含甲醛的MDI生态胶生产的人造板，即“原态板”。原态板从内到外均遵循无醛工艺，具有较好的生态、环保性能。

图 26: 好莱客原态板组成



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图 27: 家具板材环保等级示意图



数据来源: 中华橱柜网、广发证券发展研究中心

格力电器显性产品质量在白电价格战期间直击中小厂低价竞争痛点。空调行业 2000-2005 年价格战期间，面对市场“螺丝刀工厂”遍地开花的局面，格力通过“开膛破肚”式的售前质量营销策略，请消费者看“心脏”，公司高管与技术专家亲临现场，为消费者讲解空调压缩机的质量高低优劣，并将格力使用的五种进口压缩机与其他国产压缩机做性能、价格上的全面解剖和评估，与低价竞争小厂差异化竞争。此类宣传在随后一年多时间内无厂商跟进，源于公司过硬的材料和质量。

参与空调行业国标制定进一步深化格力质量领先标签，同时行业国标推出大幅提升行业门槛和材料可比度。1999 年格力参与《房间空气调节器安装规范》（国标 GB17790），该标准的制定和强制执行规范行业低质低价竞争乱象。2017 年 11 月，公司正式成为美国和加拿大空调国家标准的制定者，中国企业第一次参与美国和加拿大国家标准的制定，为打破产品出口的技术贸易壁垒、增强全球技术竞争领域的话语权奠定了重要基础，同时也彰显公司优秀的质量把控能力。

### 4.3 服务前置化并优化服务效率，降低售后服务价值占比

定制家具大厂质保与小厂相比无明显差异。根据各公司官网信息，定制家具龙头大厂的质保期限一般为 5-10 年，未与小厂质保期限拉开差距，甚至存在部分小厂承诺终身保修的情况。

表 5: 定制家具公司质保承诺情况

公司	质保期限
索菲亚	5 年
欧派家居	5 年
好莱客	5 年
金牌桔衣柜	10 年

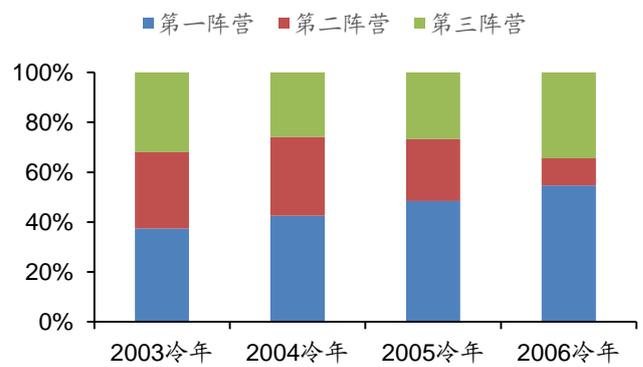
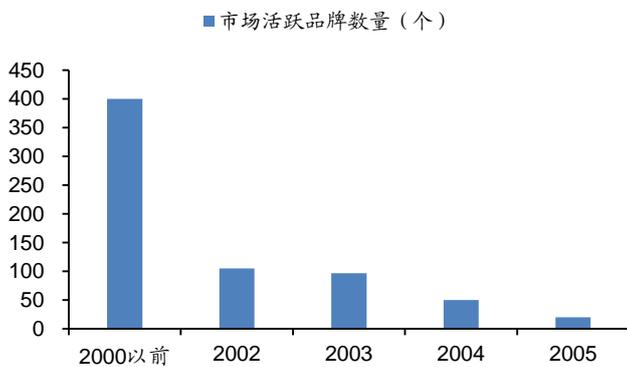
数据来源：相关公司官网、广发证券发展研究中心

定制家具行业与空调类似，售前门店导购/设计师沟通，售中产品排期生产、上门安装，售后质量保障均存在主观判断成本，消费者口碑建立需要在服务软实力提升基础上，参照空调行业全流程服务体系，应构建服务前置化流程，并优化服务效率，降低售后服务价值占比。以索菲亚为例，2018年成立服务中心，将服务作为独立板块，与制造、营销平级运营，着力提升服务能力。为提升经销商服务质量，公司在各个分厂成立培训学校，并根据经销商层级规模、营运特点进行专门培训。另外公司开设消费者评价系统，在经销商层面推动CSI指数评价，评价标准包括一次安装成功率、物流、消费者满意度等，消费者可以通过系统进行服务反馈，所有的数据都可到达公司服务中心，服务中心进而根据数据评价采取相应的奖惩措施。公司这一举措等同于将销售所做的后台工作变为了前台工作，通过服务前置化提升品牌企业显性价值。

**显性产品质量+售前、售中、售后一体式服务效率提升无惧价格战潜在冲击。**2000-2005价格战期间，格力通过产品质量宣传、结构调整及服务一体化等方面调整，承受住巨大的竞争压力，最终实现份额不断提升。从竞争格局来看，根据Gfk统计，2000年以前全市场空调品牌有400家，终端价格下滑叠加大宗原材料价格上涨的双重压力使得多数品牌陆续退出，到2005年底市场剩余品牌不超过20家，春兰等部分传统优势品牌在此轮竞争中完全掉队。2019年“618”电商促销前夕，格力发布举报信，称其产品与其宣传、标称的能效值差距较大，能效比等指标检测结论不合格，质量标准成为打击低档产品竞争的杀手锏，根据中商情报网数据，2019年618空调全网网络零售数据奥克斯销量降至第二位。

图28: 2000-2005年间空调品牌数量迅速缩减

图29: 价格战过程中行业CR3不断提升



数据来源：Gfk、广发证券发展研究中心

数据来源：格力电器2007年增发说明、广发证券发展研究中心

表6: 2000-2004年空调价格战期间格力电器的主要对策

策略	具体行动
产品质量宣传	根据格力空调材质好、工艺要求高、质量优等特点，加强品质宣传 在《北京晨报》《北京晚报》同时打出广告：“真金不怕火炼，格力空调，请消费者看‘心脏’！”，在深圳、北京将格力空调拆分，为消费者讲解空调压缩机的质量高低优劣
产品结构调整	先后推出高技术含量的空调“健康2000”、“变频健康2000”，销售增长迅速，在江苏张家港等地同比增长达到300% 适时推出低成本分体机蜂蝶系列、低成本柜机411D系列

依据公司的技术研发技术，2002年以螺杆式冷水机组为先锋进军中央空调行业，创造新的利润增长点

抓住淡季市场总体销量不大，居民购买力相对较弱，而集团消费以工程机为主的特点，要求经销商勤跑市场，加大工程机推介力度

#### 销售策略调整

对销量不大、利润较低的窗机系列作适当价格调整，借此带动利润相对较高的分体机、柜机系列的销售

开拓海外市场，1994年走进欧洲和日本市场；1996年通过国际标准质量体系的复审；1998年进入美国空调市场；1999年在巴西投产建设年产20万台的生产基地

数据来源：《棋行天下》、《行棋无悔》、广发证券发展研究中心

**售后质量监督摆脱传统服务模式，消费者需求为出发点树立售后保障服务理念。**为了创造和保住客户，格力将服务工作由被动向主动转变：曾制作“格力空调由你监督”广告，通过奖励鼓励消费者对于服务人员加以监督；在珠海总部设立了24小时投诉热线电话；从1999年开始，率先在行业内发起“800万用户大回访”、“1000万用户大回访”、“3000万用户大回访”活动，从用户找上门向企业送上门进行转化；2000年在销售旺季发起“优质服务，由你监督”大型活动；除此之外，格力采取强有力的措施，严格各地服务网点的管理和考核。服务前置从源头缓解售后压力，主动售后为格力添加人情味“筹码”，售前、售中、售后的一体式“超值服务”为格力树立了良好的信用形象和客户口碑。

## 5 投资建议

**看好具备后端供应链优势，前端具备整合能力的定制龙头。**通过对生产端、渠道以及消费者需求三方面价值链拆分割析，我们认为国内定制家具行业正处于集中度提升第二阶段，头部企业纷纷开展整装、大宗电商等渠道拓展，优化渠道端价值链，提升行业效率，未来有望通过多元渠道流量聚拢，获得市占率进一步提升。

**欧派家居：**1) 整装大家居渠道拓展借助整装经销商与地方优质整装公司合作，提升渠道端运营效率，公司渠道管理采用“树根理论”与经销商分享利益，渠道执行力强。与整装公司合作获取前端流量，客单转化率更高、客单值更大，加速提升渠道效率。2) 公司重塑产品体系，产品系列更加丰富，在客流碎片化背景下，以差异化产品定位锁定各类目标人群。3) 看好公司拥有较高的品牌知名度、强大的营销网络以及丰富的定制化生产经验，整装大家居渠道有望打开公司新的流量入口。预计公司2019-2021年实现营收138.75、162.62、191.15亿元，归母净利润分别为18.88、22.92、27.87亿元。

**尚品宅配：**1) 整装云平台依靠信息系统解决方案和供应链体系为中小家装公司赋能，通过优化渠道端价值链提升产业效率，随着平台企业数量增加，集采优势可有效降低原材料采购成本，为消费者提供更高性价比产品。2) 传统渠道方面，公司通过线上线下不同维度吸引客户到店，触发服务，再结合消费者需求提供商品，最终实现用户到客户的转化。3) 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，加盟店比例不断提高改善费用率，在直营城市拓展加盟渠道可进一步拓展公司渠道覆盖广度，充分发掘高效渠道价值。预计2019-2021年实现营收82.31、100.23、120.07亿元，归母净利润分别为归母净利润分别为5.98、7.40、8.80亿元。

**索菲亚：**1) 供应链效率提升突出产品高性价比，良好的成本控制维持了公司行业领先的盈利水平及产品竞争优势，形成产品高性价比口碑。2) 公司旗下司米橱柜

正式宣布开辟家装整装渠道，在该渠道上，司米橱柜区别于代理商渠道，采取“一城一商”的运营模式，保证了代理商的利益的同时，也降低零售和家装冲突。3) 持续推动大家居战略，渠道下沉加密奠定收入增长基础。随着销售网点拓展、橱柜业务改善、新营销手段推进，预计公司2019-2021年实现营收86.43、102.10、120.43亿元，归母净利润为11.07、12.89、14.98亿元。

## 6 风险提示

房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧；文中部分信息来自家具卖场草根调研，存在样本数据偏差风险。

## 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。