

## 定制家居深度研究：依赖“全渠道+全品类”穿越周期 向高效率的零售模式升级

证券分析师：史凡可

执业证书编号：S0600517070002

证券分析师：马莉

执业证书编号：S0600517050002

研究助理：傅嘉成

联系邮箱：shifk@dwzq.com.cn

二零一九年八月

## ■ 定制家居商业模式优秀，行业进入成长后半段：

2008年以来，在内需提振、中小户型占比提高、消费群体年轻化三重机遇刺激下，我国家具内销市场尤其是定制家具快速崛起。定制家具商业模式优质，以销定产实现零库存，先款后货现金流好，但个性化服务和柔性化生产能力对企业综合实力要求较高。从ROE、周转率、现金流多角度来看，定制家具各方面运营指标整体优于成品家具。随着优势企业陆续上市、地产&渗透率红利接近尾声，定制产业逐渐进入成长后半段，但我们认为优势企业能够通过供应链管理提升单品份额，并能够通过组织变革实现跨界扩张，从而实现突围。

## ■ 复盘海外家居龙头成长模式，总结国内龙头破局启示：

海外家居发展较为成熟，市场集中度高（美国CR4达35.7%，欧洲CR5接近50%）；龙头企业增长稳健，享受估值溢价（宜得利PE约30X）。我们复盘四家海外家居零售巨头发展历程并总结了成功之处：（1）**宜家**：卓越的成本管控能力和直营大店支撑低价+一站式多品类模式落地；（2）**宜得利**：家居饰品占比提升，变家居消费为高频消费，“流量+转化率+客单价”保障收入稳定增长；（3）**家得宝**：DIY模式领航，定位广阔中端市场，供应链成本控制能力强，渠道下沉充分；（4）**汉森**：多渠道+多品类打开天花板，O2O引流成为增长新驱动力。我们认为成为品牌零售巨头，产品定位应是市场广阔、高性价比、快周转；核心考察是供应链管理（成本管控，信息化投入等）；渠道是一整套服务的最终实现手段，符合消费者需求的产品和极致供应链管理的结果是全渠道布局更容易落地。

## ■ 家居企业如何穿越地产周期？

从宜得利和汉森的经验来看，提供高频次、场景化消费场景有助于穿越地产周期。我们认为：（1）**性价比策略行之有效**，其核心要义在于通过全柔性、大批量的规模化制造提升生产效率，从而更好的让利渠道和终端，从定价来看尚品宅配衣柜单价最低，志邦家居橱柜单价最低。（2）**多渠道整合**方面，传统零售应聚焦提高门店坪效；大宗渠道顺精装房大势可提升市场份额，但要保证利润率和资产周转；整装渠道产业链向前延伸，从前端截取客流；电商渠道打开流量入口持续向线下导流。**欧派家居和尚品宅配在多渠道融合方面持续走在行业前列**。（3）**重构消费场景**，增强顾客消费体验并增加消费频次，从而提升客单价和转化率。

## ■ 多维度比较国内龙头竞争力，首选欧派家居、尚品宅配、索菲亚：

从品类拓展实力、渠道效率、研发投入、盈利质量等多维度来看，**欧派家居**整装模式渐入佳境，多品类、多渠道雏形已现，积极补足信息化短板，成长具有强可持续性；**尚品宅配**第二代全屋定制领跑，互联网基因优秀，整装渠道持续探索，具有长期成长活力；**索菲亚**橱柜衣木多品类深度融合、高效引流，生产效率及成本优势突出，积极补足渠道短板，静待业绩好转。

## ■ 风险提示：地产调控超预期，品类拓展不达预期，渠道布局低于预期。

# 第一章：商业模式优秀，进入成长后半段



■ 定制家具的成长机遇

---

■ 定制家具的商业特征

---

■ 定制家具的发展阶段

---

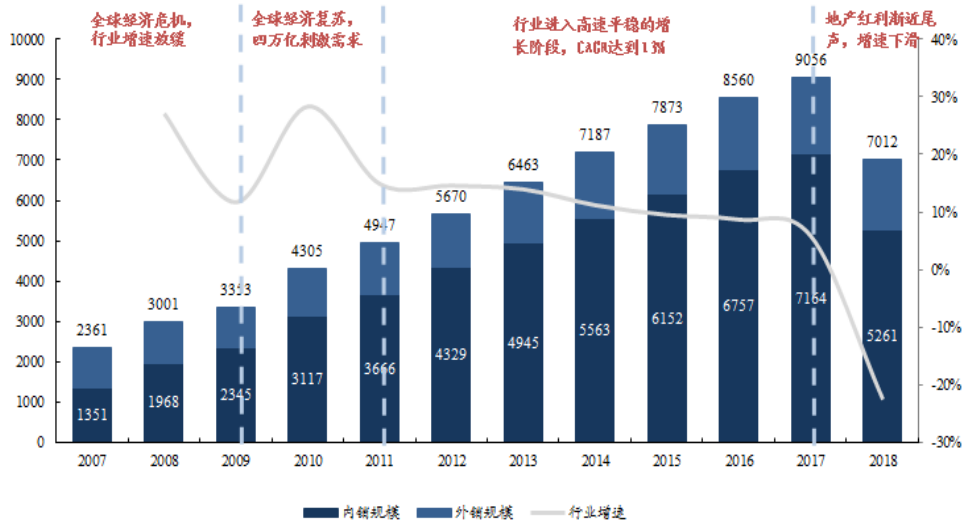
■ 定制家具的研究框架

---

# 1.1 成长机遇：内销红利vs消费模式升级

- **机遇1:** 2008年我国四万亿刺激内需，家居国内消费市场快速崛起（剔除18年，过去十年家具制造CAGR达14%、内销18%）。
- **机遇2:** 一二线城市小户型房屋销售比例扩大（07-17年新房销售的单套面积：北京由124平降至106平、上海由123平降至96平）。
- **机遇3:** 消费主体逐渐向年轻群体转化，个体购买需求相较之前单纯考虑性价比，更多的转化为设计感、便捷度、省时性等。

图表1：家具行业市场规模及增速（单位：亿元）

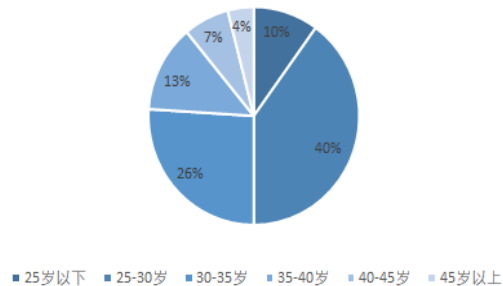


图表2：北京&上海单套成交面积（单位：平米）

|      | 北京单套成交面积 | 上海单套成交面积 |
|------|----------|----------|
| 2005 |          | 116.78   |
| 2006 |          | 108.02   |
| 2007 | 124.15   | 122.69   |
| 2008 | 109.49   | 119.85   |
| 2009 | 113.97   | 123.50   |
| 2010 | 106.36   | 100.46   |
| 2011 | 100.57   | 94.60    |
| 2012 | 100.81   | 96.66    |
| 2013 | 99.52    | 97.82    |
| 2014 | 90.61    | 93.49    |
| 2015 | 99.60    | 101.43   |
| 2016 | 107.53   | 103.56   |
| 2017 | 105.74   | 96.09    |

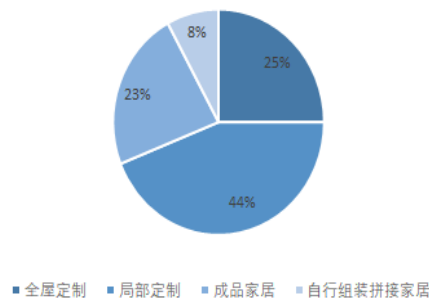
图表3：家具消费结构

25-35岁人群是家具消费主力



图表4：家具消费偏好

消费者选购家居偏好

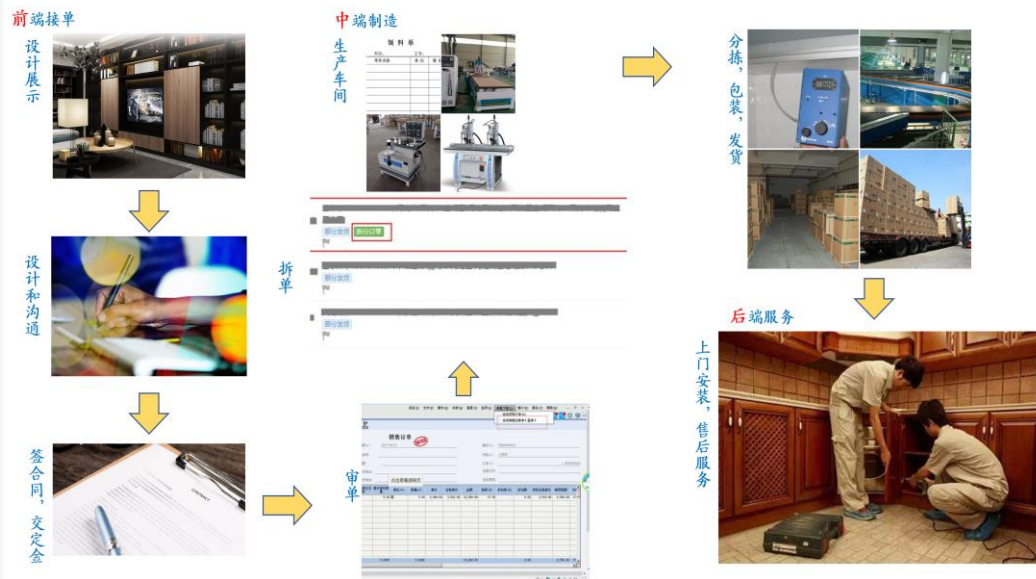


数据来源：Wind，产业信息网，东吴证券研究所

# 1.2 商业特征：零库存，资金占用少

- **以销定产零库存**：定制模式根据消费者需求量身定做，企业在前端接单后才进行生产，因此基本零库存，较成品家居的资金占用少（成品家居库存占比总收入的至少20%-30%）。
- **非标准化重服务**：服务链条长，包括“设计、生产、安装”的一整套服务流程，优势企业能够通过信息化能力充分提升设计研发能力、分析终端需求、保证产品交付和成功率，小企业做大做强较为困难。
- **柔性化高效生产**：后端能够通过提升自动化 / 柔性化制造实现标准化 / 规模化生产，从而通过规模效应提升制造环节的效率。
- **先款后货优现金流**：面对个人消费群体为主，一般采用先订金后上门设计和量尺服务的收费方式，现金流充裕、盈利质量高。

图表5：定制家居的服务流程



图表6：定制家居梯队划分



数据来源：Wind，产业信息网，东吴证券研究所

# 1.2 商业特征：零库存，资金占用少

## ■ 具体拆分定制的ROE情况：

- 销售净利率：由于产品本身具较强的非标属性，行业很难真正地进行“价格战”，理论净利率水平高。
- 资产周转率：相对成品家居有轻资产、高周转的比较优势，固定资产、存货、应收账款的周转率表现较好。
- 权益乘数：先款后货低资金占用，杠杆系数相对较低，现金流好、盈利质量高。

## ■ 定制家居的商业模式相对成品家居更为优质。

图表7：定制家居企业vs软体龙头的ROE分析

|      | 2018年  |        |       |      | 2017年  |        |       |      |
|------|--------|--------|-------|------|--------|--------|-------|------|
|      | ROE    | 销售净利率  | 资产周转率 | 权益乘数 | ROE    | 销售净利率  | 资产周转率 | 权益乘数 |
| 欧派家居 | 22.80% | 13.66% | 1.11  | 1.5  | 28.55% | 13.38% | 1.28  | 1.7  |
| 索菲亚  | 20.62% | 13.19% | 0.98  | 1.6  | 21.69% | 14.68% | 0.99  | 1.5  |
| 尚品宅配 | 16.84% | 7.18%  | 1.34  | 1.7  | 22.01% | 7.14%  | 1.59  | 1.9  |
| 志邦家居 | 15.28% | 11.22% | 0.90  | 1.5  | 19.80% | 10.86% | 1.07  | 1.7  |
| 好莱客  | 17.50% | 17.92% | 0.79  | 1.2  | 21.63% | 18.68% | 0.91  | 1.3  |
| 金牌厨柜 | 22.83% | 12.35% | 0.99  | 1.9  | 29.20% | 11.56% | 1.19  | 2.1  |
| 皮阿诺  | 14.65% | 12.58% | 0.76  | 1.5  | 15.95% | 12.49% | 0.83  | 1.5  |
| 我乐家居 | 12.96% | 9.41%  | 0.89  | 1.6  | 15.99% | 9.14%  | 1.11  | 1.6  |
| 顾家家居 | 22.80% | 10.97% | 1.08  | 2.0  | 22.12% | 12.47% | 1.13  | 1.6  |
| 敏华控股 | 22.38% | 12.27% | 1.01  | 1.9  | 27.92% | 15.35% | 1.19  | 1.5  |

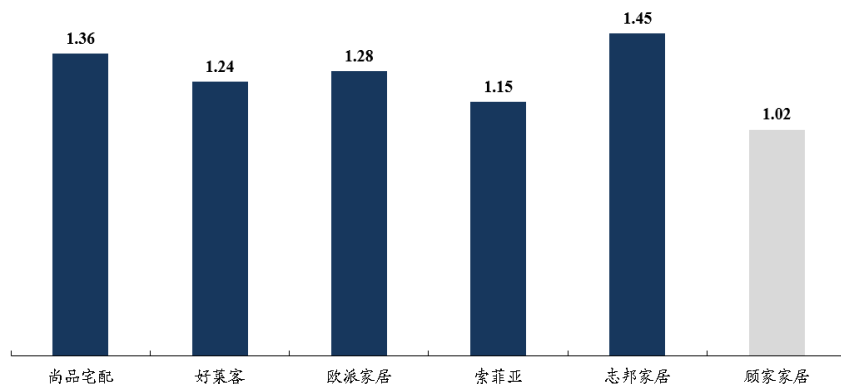
数据来源：wind、东吴证券研究所

## 1.2 商业特征：零库存，资金占用少

■ 定制企业的各方面营运指标整体优于成品，尤其在存货周转率、现金质量方面表现较为突出。

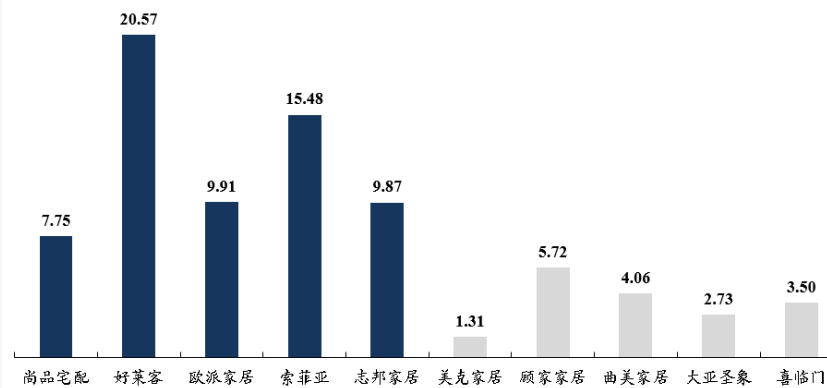
图表8：经营现金流/净利润

经营现金流/净利润



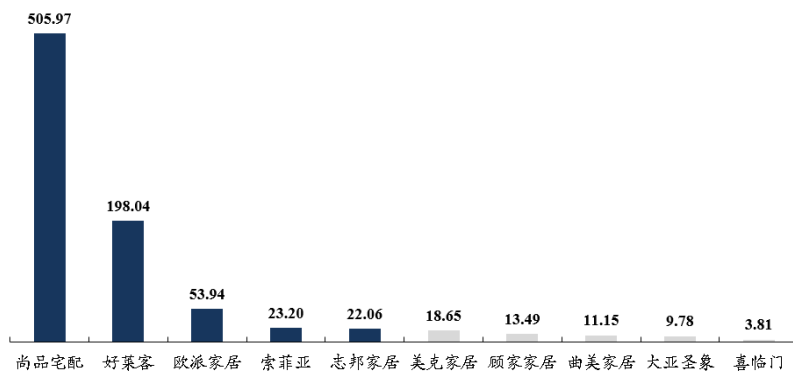
图表9：存货周转率

存货周转率



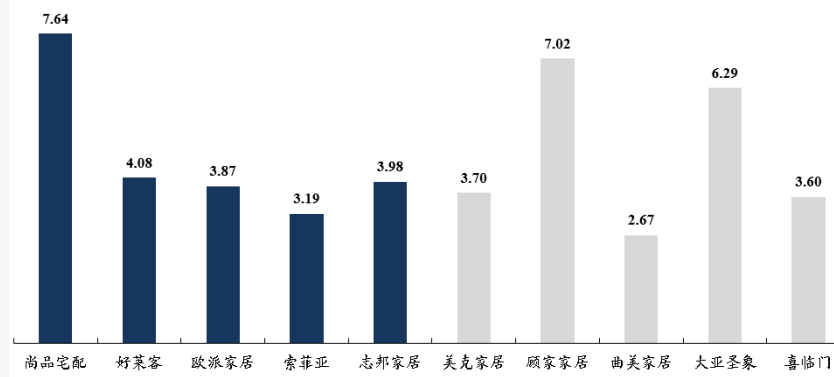
图表10：应收账款周转率

应收账款周转率



图表11：固定资产周转率

固定资产周转率



数据来源：Wind、东吴证券研究所



# 1.3 发展阶段：地产vs渗透率红利后半段

■ **地产红利和渗透率红利逐渐接近尾声：**我们通过假设大宗 / 零售的衣柜 / 橱柜的单套价格以及模拟渗透率，结合公开的地产销售及精装房销售数据测算得到行业大致市场规模，2018年橱柜、衣柜均为千亿级市场，其中定制橱柜/衣柜/系统柜规模约在900/450/370亿左右，但近年增速已经趋缓。

图表12：定制家具市场测算（单位：亿元）

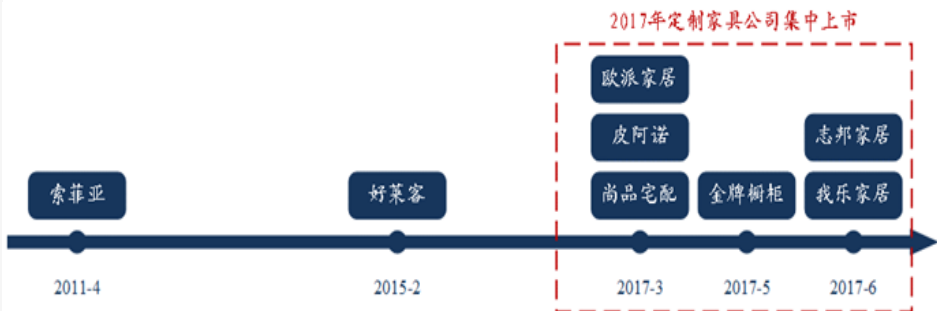
|              | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新房销售套数（万套）   | 882   | 914   | 945   | 1,105 | 1,010 | 1,058 | 1,310 | 1,379 | 1,409 |
| 其中：毛坯房（万套）   |       |       |       |       |       | 973   | 1,153 | 1,103 | 1,022 |
| 其中：精装修（万套）   |       |       |       |       |       | 85    | 157   | 276   | 387   |
| 二次装修套数（万套）   | 406   | 417   | 429   | 443   | 455   | 469   | 487   | 506   | 525   |
| 合计（万套）       | 1,288 | 1,331 | 1,373 | 1,548 | 1,466 | 1,527 | 1,797 | 1,885 | 1,934 |
| 零售橱柜出厂（元/套）  | 6,000 | 6,060 | 6,121 | 6,182 | 6,244 | 6,306 | 6,369 | 6,433 | 6,497 |
| 大宗橱柜出厂（元/套）  | 3,000 | 3,030 | 3,060 | 3,091 | 3,122 | 3,153 | 3,185 | 3,216 | 3,249 |
| 橱柜规模（亿元）     | 773   | 807   | 840   | 957   | 915   | 936   | 1094  | 1124  | 1131  |
| 定制渗透率（%）     | 43%   | 48%   | 53%   | 58%   | 65%   | 69%   | 73%   | 77%   | 80%   |
| 定制橱柜规模（亿元）   | 332   | 387   | 445   | 555   | 595   | 646   | 799   | 865   | 905   |
| YOY          |       | 16.5% | 15.0% | 24.6% | 7.2%  | 8.6%  | 23.7% | 8.3%  | 4.6%  |
| 零售衣柜出厂（元/套）  | 3,000 | 3,030 | 3,060 | 3,091 | 3,122 | 3,153 | 3,185 | 3,216 | 3,249 |
| 大宗衣柜出厂（元/套）  | 1,750 | 1,768 | 1,785 | 1,803 | 1,821 | 1,839 | 1,858 | 1,876 | 1,895 |
| 衣柜规模（亿元）     | 773   | 807   | 840   | 957   | 915   | 940   | 1103  | 1139  | 1152  |
| 定制渗透率（%）     | 18%   | 20%   | 23%   | 26%   | 30%   | 33%   | 35%   | 37%   | 39%   |
| 定制衣柜规模（亿元）   | 139   | 161   | 193   | 249   | 275   | 310   | 386   | 421   | 449   |
| YOY          |       | 16.0% | 19.8% | 28.7% | 10.4% | 13.0% | 24.4% | 9.2%  | 6.7%  |
| 零售系统柜出厂（元/套） | 2,000 | 2,020 | 2,040 | 2,061 | 2,081 | 2,102 | 2,123 | 2,144 | 2,166 |
| 大宗系统柜出厂（元/套） | 1,200 | 1,212 | 1,224 | 1,236 | 1,249 | 1,261 | 1,274 | 1,287 | 1,299 |
| 系统柜规模（亿元）    | 515   | 538   | 560   | 638   | 610   | 628   | 736   | 761   | 771   |
| 定制渗透率（%）     | 18%   | 20%   | 23%   | 26%   | 32%   | 35%   | 38%   | 43%   | 48%   |
| 定制系统柜规模（亿元）  | 93    | 108   | 129   | 166   | 195   | 220   | 280   | 327   | 370   |
| YOY          |       | 16.0% | 19.8% | 28.7% | 17.7% | 12.5% | 27.4% | 17.0% | 13.1% |

数据来源：国信房地产信息网、奥维云网，东吴证券研究所整理

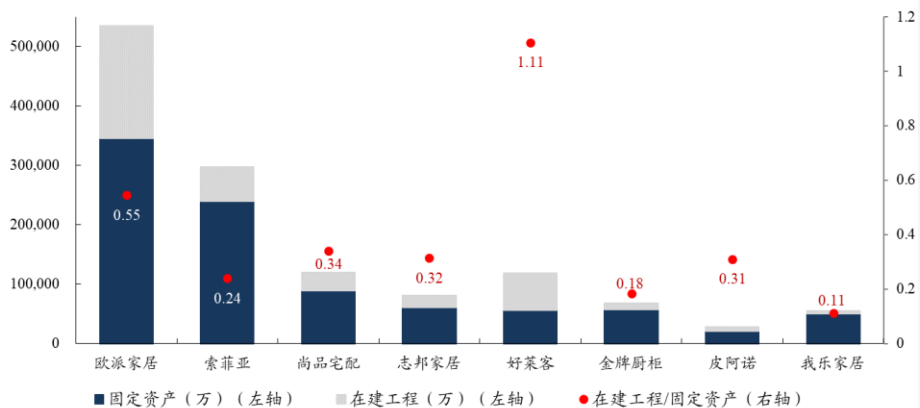
# 1.3 发展阶段：地产 vs 渗透率红利后半段

■ **优势企业密集上市进入盛宴后半段：**随着行业发展，2011年索菲亚率先上市后、随后2017年优势的细分赛道企业纷纷登陆资本市场，借助资本的力量扩张产能。从行业的供需角度分析，定制产业已经逐渐进入成长的后半段。

图表13：定制家具企业2017年密集上市



图表14：定制家具企业2018年在建工程/固定资产比值



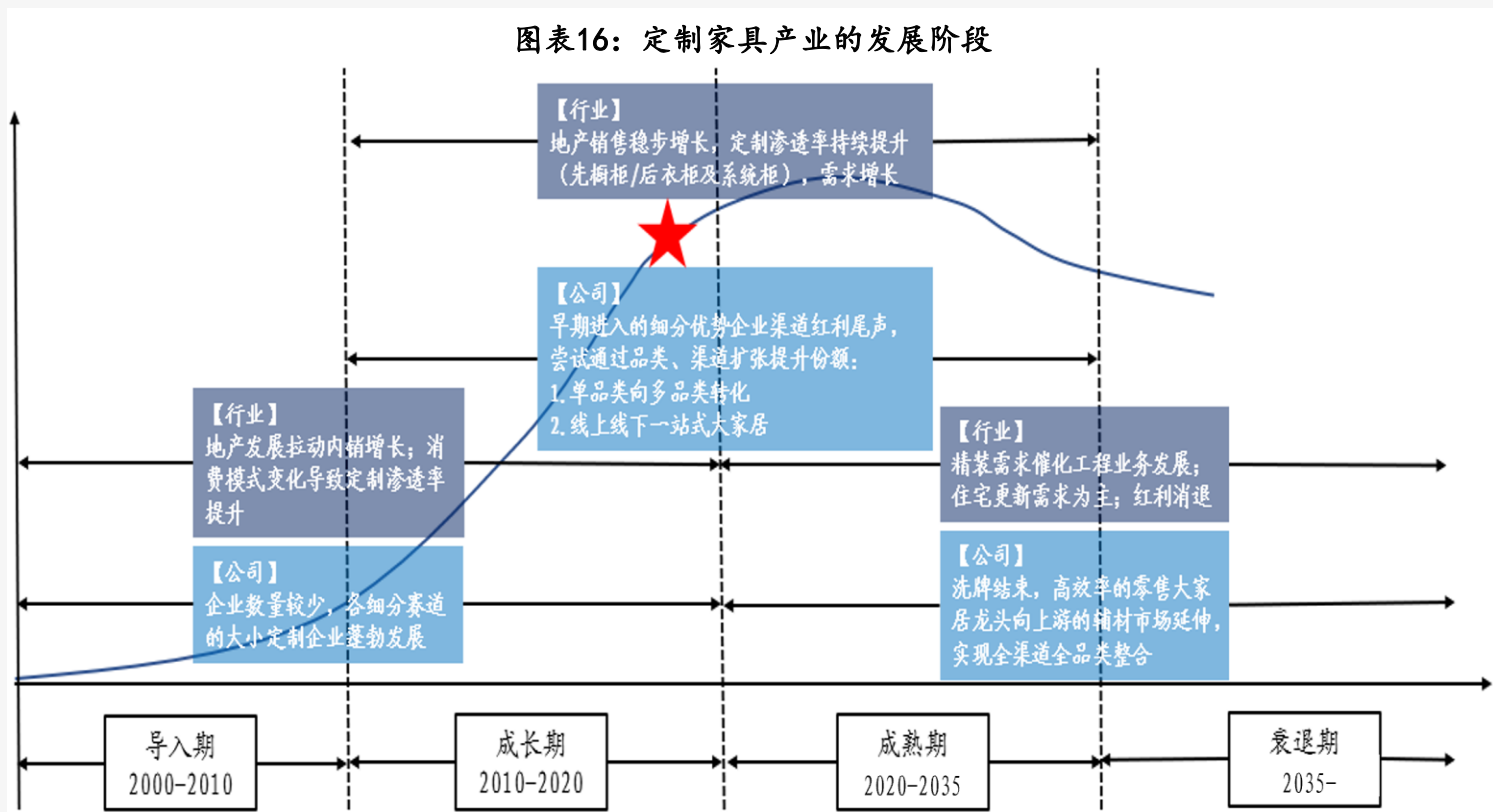
图表15：定制家具企业产能投放梳理

|      | 2017年   | 2018年   | 2019年以后  |
|------|---|---|--|
| 索菲亚  | 橱柜:7.8万套/年<br>衣柜:4106万平方米/年<br>木门:4.48万樘/年                | 橱柜:10.1万套/年<br>衣柜:4664万平方米/年<br>木门:7.34万樘/年               | 橱柜:12.6万套/年<br>衣柜:5550万平方米/年<br>木门:45万樘/年(索菲亚华鹤若顺利达产)                      |
| 欧派家居 | 橱柜:61.8万套/年<br>衣柜:122.3万套/年<br>卫浴:22.5万套/年<br>木门:37.1万樘/年 | 橱柜:66.1万套/年<br>衣柜:144.7万套/年<br>卫浴:29.7万套/年<br>木门:46.9万樘/年 | 橱柜:80万套/年(广州、天津生产线建设)<br>衣柜:150万套/年<br>卫浴:40万套/年<br>木门:75万樘/年(年产60万樘生产线建设) |
| 尚品宅配 | 定制家具:185万套/年  | 定制家具:221.4万套/年  | 定制家具:388.5万套/年(2020年佛山基地建设)  |
| 志邦家居 | 橱柜:27.86万套/年<br>衣柜:7.25万套/年                               | 橱柜:25.9万套/年<br>衣柜:13.47万套/年                               | 橱柜:47.86万套/年(整体橱柜建设项目)<br>衣柜:19.25万套/年(定制衣柜建设项目)                           |
| 好莱客  | 衣柜:942万平方米/年  | 橱柜:0.25万套/年<br>衣柜:1090万平方米/年<br>木门:0.54万樘                 | 衣柜:1300万平方米/年  |
| 金牌橱柜 | 橱柜:19.6万套/年<br>衣柜:1.07万套/年                                | 橱柜:22.8万套/年<br>衣柜:5.11万套/年<br>木门:0.015万樘/年                | 橱柜:32.5万套/年  |
| 我乐家居 | 橱柜:8.4万套/年<br>衣柜:2.26万套/年<br>全屋定制:1.13万套/年                | 橱柜:8.4万套/年;<br>衣柜:2.26万套/年;<br>全屋定制:2.67万套/年              | 全屋定制:相对于17年新增产能174万平方米(生产线建设)  |

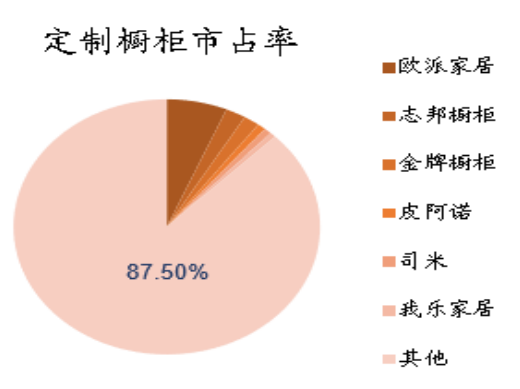
数据来源：Wind，公司年报，招股说明书，东吴证券研究所整理

# 1.3 发展阶段：地产 vs 渗透率红利后半段

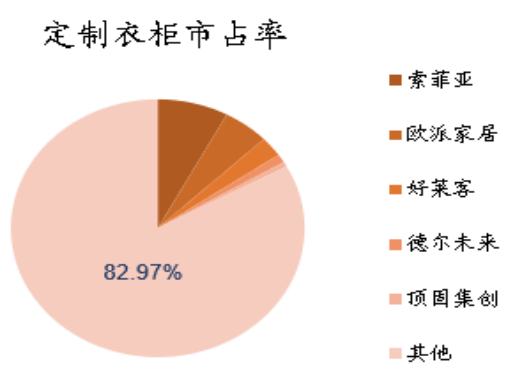
■ **龙头家居企业最好的成长阶段：**目前细分赛道的行业均还有很大的提升空间。虽然短期较难一家独大，但是优势企业能够通过供应链管理提升单品份额，并能够通过组织变革实现跨界扩张，从而实现突围。



图表17：定制橱柜市占率（营收口径）



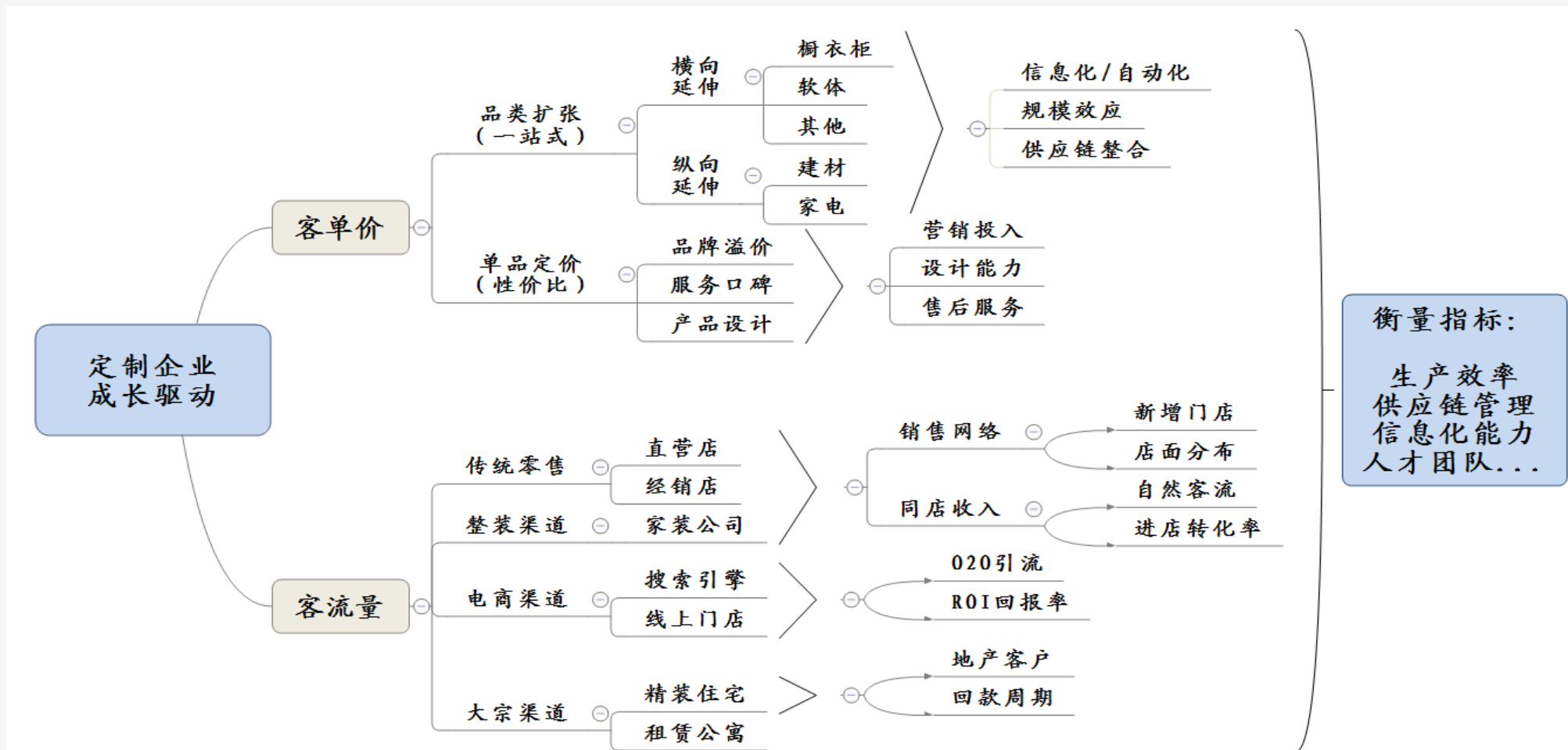
图表18：定制衣柜市占率（营收口径）



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所整理

# 1.4研究框架：渠道质量是核心

■ **渠道质量很重要：** 由于渠道承担了更重的服务属性，渠道质量是判断优势企业能否实现跨品类跨渠道扩张的核心。



## 第二章：海外重点公司案例分析



■ 案例1: 宜家成长复盘

---

■ 案例2: 宜得利成长复盘

---

■ 案例3: 韩国汉森成长复盘

---

■ 案例4: 韩国汉森成长复盘

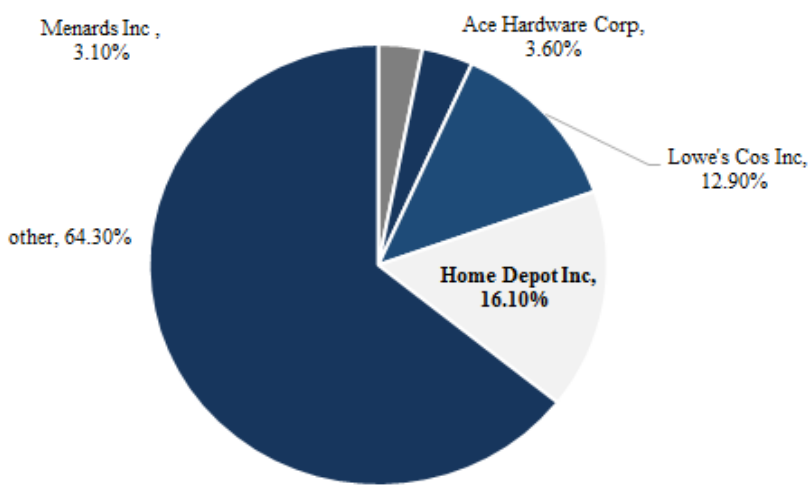
---

# 海外成熟市场孕育巨头，高集中度

**成熟市场整体集中度较高：**

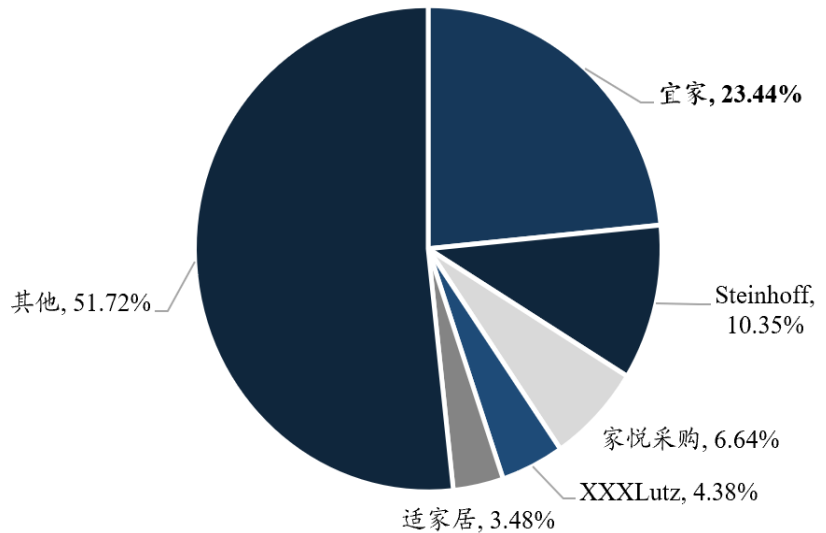
- 美国：**从行业空间看，根据欧睿国际，2017年美国家具全行业销售额719亿美元。前4大龙头Home Depot（家得宝）、Lowe's（罗氏）、Ace Hardware、Menards市场份额分别为16.1%、12.9%、3.6%和3.1%，合计35.7%，整体集中度较高。从产品细分赛道来看，床垫行业龙头CR5超过75%、沙发行业龙头CR10超过50%。
- 欧洲：**2017年欧洲家具全行业销售额约960亿欧元，其中宜家一家独占23.44%（仅计算宜家在欧洲的收入），CR5接近50%。细分品类来看，厨房家具市场CR5高于35%、卫浴行业CR8高于60%，龙头集中度较高。

图表19：2017年美国家具市场竞争格局



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图表20：2017年欧洲家具市场竞争格局



数据来源：furniture today，东吴证券研究所

# 海外龙头进入稳定增长期，享估值溢价

## ■ 成熟企业实现稳健增长:

- 宜家、宜得利、家得宝等海外家居零售巨头收入、业绩保持高单位数复合增速，进入稳定增长期。汉森不断扩品类、做多品牌，增长仍处于扩张时期。

## ■ 估值较单品享受溢价:

- 从历史的PE来看，家得宝在20X左右，宜得利在30X左右，14-17FY的汉森也在30X左右，相比lazboy等单品家居公司15X左右享有一定估值溢价。

图表21：海外家居类上市公司业绩增长及估值情况

|               |      | FY 2011 | FY 2012 | FY 2013 | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | FY 2017 | FY 2018          |
|---------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
| 宜家<br>(亿欧元)   | 收入   | 252     | 276.3   | 285.1   | 292.9   | 326.6   | 329     | 341     | 388 (¥3045亿)     |
|               | yoy  | 7.20%   | 9.60%   | 3.20%   | 2.80%   | 11.50%  | 0.73%   | 3.65%   | 13.78%           |
|               | 净利   | 29.7    | 32      | 33.2    | 33.3    | 35      | 42      | 25      | 14.7             |
|               | yoy  | 10.00%  | 7.80%   | 3.60%   | 0.40%   | 5.10%   | 20.00%  | -40.48% | -41.20%          |
|               | 净利率  | 11.80%  | 11.60%  | 11.60%  | 11.40%  | 10.70%  | 11.90%  | 7.33%   | 3.79%            |
| 宜得利<br>(十亿日元) | 收入   | 331     | 348.8   | 387.6   | 417.3   | 458.1   | 513     | 572.06  | 608.13(¥371亿)    |
|               | yoy  | 5.30%   | 5.40%   | 11.10%  | 7.70%   | 9.80%   | 11.97%  | 11.52%  | 6.31%            |
|               | 净利   | 33.5    | 35.8    | 38.4    | 41.5    | 47      | 60      | 64.22   | 68.2             |
|               | yoy  | 8.80%   | 6.70%   | 7.30%   | 7.90%   | 13.30%  | 27.74%  | 7.03%   | 6.17%            |
|               | 净利率  | 10.10%  | 10.30%  | 9.90%   | 9.90%   | 10.30%  | 11.70%  | 11.23%  | 11.21%           |
|               | ROE  | 20.90%  | 18.60%  | 16.80%  | 14.80%  | 14.60%  | 15.20%  | 14.54%  | 13.63%           |
|               | 年均市值 | 418.80  | 403.23  | 468.40  | 637.93  | 1054.03 | 1271.40 | 1774.98 | 1973.30          |
|               | PE   | 12.50   | 11.26   | 12.20   | 15.37   | 22.43   | 21.19   | 27.64   | 28.94            |
| 汉森<br>(十亿韩元)  | 收入   | 709.30  | 783.20  | 1006.90 | 1325.00 | 1710.50 | 1934.50 | 2062.51 | 1928.46 (¥118亿)  |
|               | yoy  | 13.70%  | 10.40%  | 28.60%  | 31.60%  | 29.10%  | 13.10%  | 6.61%   | -6.50%           |
|               | 净利   | 39.3    | 39.5    | 61.3    | 86.7    | 114.7   | 127.5   | 96.0    | 90.0             |
|               | yoy  | 34.10%  | 0.40%   | 55.40%  | 41.30%  | 32.30%  | 11.20%  | -24.76% | -6.23%           |
|               | 净利率  | 5.50%   | 5.00%   | 6.10%   | 6.50%   | 6.70%   | 6.60%   | 4.65%   | 4.67%            |
|               | ROE  | 20.70%  | 18.90%  | 25.60%  | 28.80%  | 29.70%  | 26.10%  | 18.91%  | 15.66%           |
|               | 年均市值 | 381.30  | 334.40  | 909.40  | 2070.10 | 4185.40 | 3597.80 | 3173.30 | 1188.20          |
|               | PE   | 9.8     | 8.7     | 14.8    | 23.9    | 36.5    | 28.2    | 33.1    | 13.2             |
| 家得宝<br>(亿美元)  | 收入   | 703.95  | 747.54  | 788.12  | 831.76  | 885.19  | 945.95  | 1009.04 | 1082.03 (¥7258亿) |
|               | yoy  | 3.53%   | 6.19%   | 5.43%   | 5.54%   | 6.42%   | 6.86%   | 6.67%   | 7.23%            |
|               | 净利   | 38.83   | 45.35   | 53.85   | 63.45   | 70.09   | 79.57   | 86.30   | 111.21           |
|               | yoy  | 16.33%  | 16.79%  | 18.74%  | 17.83%  | 10.46%  | 13.53%  | 8.46%   | 28.86%           |
|               | 净利率  | 5.52%   | 6.07%   | 6.83%   | 7.63%   | 7.92%   | 8.41%   | 8.55%   | 10.28%           |
|               | ROE  | 21.11%  | 25.42%  | 35.55%  | 58.09%  | 89.64%  | 149.44% | -       | -                |
|               | 年均市值 | 648.08  | 924.77  | 1159.53 | 1383.32 | 1676.77 | 1633.31 | 2213.23 | 1940.75          |
|               | PE   | 16.7    | 20.4    | 21.5    | 21.8    | 23.9    | 20.5    | 25.6    | 17.5             |

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所



## 2.1 案例1：宜家之极致供应链管控

### ■ 全球化最大的家居产品零售商：

- 宜家是全球最大的家具和家居用品零售商于 1943 年创建于瑞典，1948 年开始销售家居产品，1955-1959 年开始独立设计家具，并在瑞典取得成功，1959 年至今，在世界范围内不断开办宜家商场，实现全球化。
- 目前拥有家居、办公用品、厨卫等约 10000 种产品，是全球最大的家居产品零售商。定位青年、中年消费群体，高性价比。
- 宜家体系主要由两家独立公司运营：**英特宜家**负责主要负责供应链管理，实现特许经营（零售门店授权）、产品开发和供应（供应链管理）、部分木材家居制造；**宜家集团**负责经营零售业务，运营全球422家宜家商场；分工明确、职责清晰（**英特宜家**和**宜家集团**同属**宜家集团**，**英特宜家**是**宜家集团**中负责房地产等的公司、**宜家家居**负责零售）。

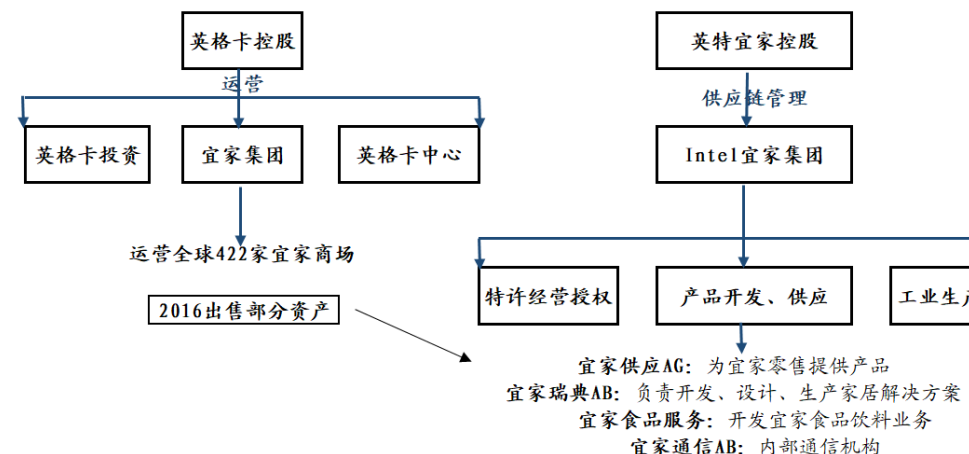
图表22：宜家发展历程简单叙述

### 发展历史

- 1943年：成立宜家。
- 1947年：开始生产家具。
- 1955年：开始设计家具，进行平板化包装，降低产品成本。
- 1958年：成立第一家宜家商场。
- 1998年：中国开办第一家宜家商场。
- 2016年：英特宜家以 52 亿欧元的价格购买宜家集团主要子公司，接管宜家全部产品开发和供应链管理。
- 2017年：收购互联网家政服务 TaskRabbit，关注送货上门服务及开发线上门店。
- 2018年10月：中国网上商城上线，将中国网购范围扩展至149个城市。
- 2018年11月，中国首家市中心体验店落地北京，增加食品区儿童乐园区，剥离仓储功能。
- 2018年11月：与小米达成战略合作，智能照明接入小米平台。

数据来源：公司年报、创头条等，东吴证券研究所

图表23：宜家组织架构及职能



数据来源：宜家官网，东吴证券研究所

## 2.1 案例1: 宜家之极致供应链管控

### ■ 营收、净利率稳步增长:

- **营收:** 2012-2018财年宜家总收入CAGR为5.8%，其中2018年营业收入388亿欧元（约3045亿人民币），同比增长13.78%。2016财年同比增速较低主要是由于宜家集团当期出售供应链业务至英特宜家所致（作价52亿美金）。
- **盈利:** 2012-2016财年间净利润、毛利率持续增长，2017-2018财年出现下滑，主要原因（1）将旗下产品开发、供应链管理的子公司出售给英特宜家；（2）发力电商渠道及投资市中心店，成本相应提高。2018财年实现净利润14.7亿欧元（约合113亿元人民币），净利率3.79%。

图表24: 2012-2018宜家财务数据一览

|           | 2012FY | 2013FY | 2014FY | 2015FY | 2016FY | 2017FY  | 2018FY  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 总收入 (亿欧元) | 276.28 | 285.06 | 292.93 | 326.6  | 329    | 341     | 388     |
| yoy       | 9.75%  | 3.18%  | 2.76%  | 11.49% | 0.73%  | 3.65%   | 13.78%  |
| 线上收入      |        |        |        | 10.77  | 14     |         |         |
| yoy       |        |        |        |        | 30.00% |         |         |
| 毛利率       | 43.09% | 44.62% | 44.11% | 44.21% | 46.06% | 34.60%  |         |
| 净利润       | 32.02  | 33.17  | 33.29  | 35     | 42     | 25      | 14.7    |
| yoy       | 7.96%  | 3.59%  | 0.36%  | 5.14%  | 20.00% | -40.48% | -41.20% |
| 净利率       | 11.86% | 11.89% | 11.60% | 10.97% | 12.28% | 7.33%   | 3.79%   |
| 经营费用率     | 30.49% | 30.50% | 31.16% | 31.81% | 33.24% |         |         |
| 存货周转率     |        | 6.39   | 6.37   |        |        |         |         |
| 应收账款周转率   |        | 12.5   | 12.1   |        |        |         |         |
| ROE       |        | 11.33% | 10.98% |        |        |         |         |

2018财年指2017.9.01-2018.8.31

数据来源: 宜家官网、东吴证券研究所

## 2.1 案例1: 宜家之极致供应链管控

### ■ 成功之处一: 渠道强大——线下直营大店高坪效, 线上电商逐步发力

- 2018年宜家全球开设422家全资直营店, 另有48家特许经营店, 商场访问量达到9.57亿人次, 较17年的8.17亿人次增长17%; 单店收入8462万欧元(+5%), 坪效高达3000+欧元/平米(近¥3万元)。
- 2017年推出线上购物APP, 2018年宜家中国网上商城正式上线, 将网购范围扩展至149个城市; IKEA.COM 访问量连年增长, 2016 财年21 亿次网站访问量转化为 14 亿欧元的销售收入。

### ■ 成功之处二: 产品优势——覆盖梯度全面, 高频次性价比提高周转

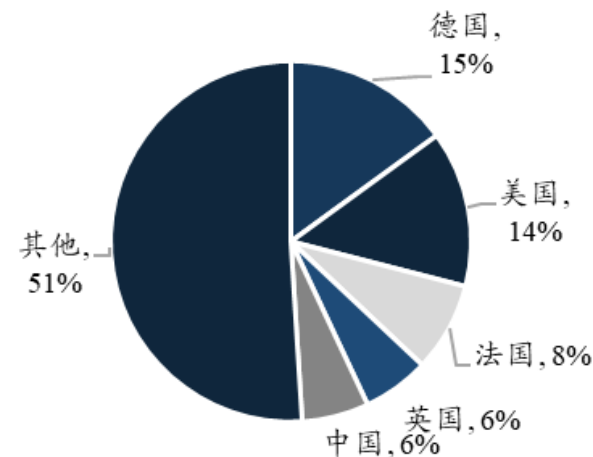
- 品类: 涵盖家居修缮、厨卫、婴幼儿用品等近10000余种产品, 每年推出2500+新产品;
- 价格: 注重性价比, 扁平包装运输降低成本以兼顾质量同时降低价格, 供应链极致管控;
- 品牌: 产品设计风格多样, 包括伊娃、帕克思等多种系列, 2019年荣获七项红点设计大奖。

图表25: 宜家门店状况

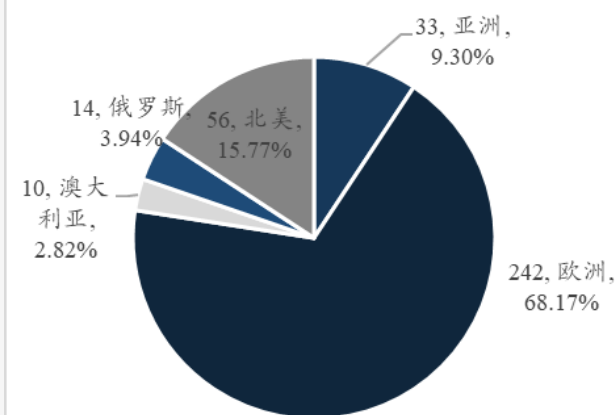
|           |               | FY 2012                       | FY 2013 | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | FY2017 | FY2018 |
|-----------|---------------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 直营店&特许经营店 | 全资直营店(家)      | 298                           | 303     | 315     | 328     | 340     | 355    | 422    |
|           | 特许经营店数(家)     | 42                            | 46      | 46      | 51      | 62      | -      | 48     |
|           | 平均单店面积        | 中国区多在4万平米以上, 其他国家在1.8万-2.8万平米 |         |         |         |         |        |        |
| 提货中心      | 提货中心数(家)      | 0                             | 0       | 3       | 19      | 22      | 24     | -      |
|           | 平均单店面积(平米)    | -                             | -       | -       | 1950    | 1950    | -      | -      |
|           | 单店收入(百万欧元/家)  | 79.41                         | 79.94   | 79.5    | 80.15   | 80.66   | -      | 84.62  |
|           | 坪效(欧元/平方米)    |                               |         |         |         |         |        |        |
|           | (按2.8万单店面积计算) | 2849.3                        | 2868.3  | 2852.5  | 3009.4  | 3040.8  | -      | -      |

数据来源: 宜家官网、年报, 东吴证券研究所

图表26: 2017财年宜家销售收入分布



图表27: 2017财年宜家销售门店分布



数据来源: 宜家官网, 东吴证券研究所 19

## 2.1 案例1: 宜家之极致供应链管控

### ■ 成功之处三: C2B营销——基于消费者调研的场景化营销

- 在策略上追求未来的发展将能够整合休闲、娱乐的生活方式;
- 开创中国家居样板间的先例,样板间设计等注重生活场景;
- 在每个所在的城市都建立数据库并全球共享,判断消费者需求变化。

### ■ 成功之处四: 供应链优势——设计生产与销售精细化分工

- 2016年宜家将其负责产品研发、家居解决方案的子公司出售给英特宜家,自己单独负责运营部分;
- 英特宜家设计研发完成后,采购部门从全球采购加工并存储产品,销售则交由宜家零售完成;
- 2017年在12个国家和地区共设有24个提货和订货中心,保障商品从生产到渠道再到消费者手中周期最短化。

图表28: 宜家全球采购前五大国家

| Country | 2012FY | 2013FY | 2014FY | 2015FY | 2016FY |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国      | 22%    | 23%    | 25%    | 25%    | 26%    |
| 意大利     | 8%     | 8%     | 7%     | 8%     | 8%     |
| 立陶宛     | 4%     | 4%     | 4%     | 5%     | 5%     |
| 波兰      | 18%    | 18%    | 18%    | 19%    | 18%    |
| 瑞典      | 5%     | 6%     | 5%     | 5%     | 5%     |

数据来源: 宜家年报, 东吴证券研究所

图表29: 宜家样板间示意



数据来源: 宜家官网, 东吴证券研究所

## 2.2 案例2: 宜得利之高频次场景消费

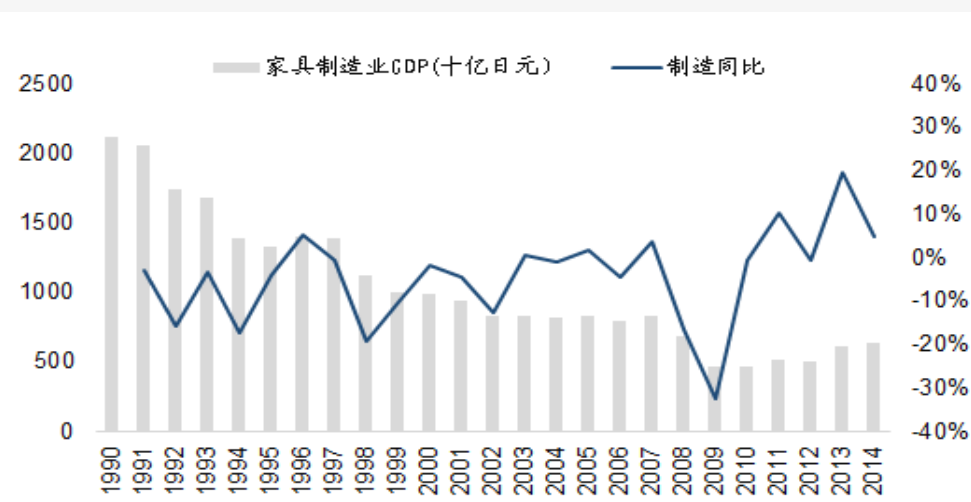
### ■ 日本家具行业整体下滑，宜得利逆势上行:

- 日本家居行业受制于整体经济低迷和传统零售业的冲击，近年处于不断萎缩的状态，但是宜得利却逆势上行，2001FY至2019FY收入复合增长率达到13.4%。2019财年实现6081.3亿日元销售额（人民币371亿元）、681.8亿日元利润（人民币41.64亿元）。

### ■ 日本最大的家居用品零售商，已经逐步建立海外布局:

- 宜得利1967年成立于北海道，是日本最大的连锁家具/家居用品企业，按2014年口径宜得利在日本的市场份额超过60%；产品涵盖家具、橱柜、家居杂货、厨卫用品等生活杂类。门店布局方面，1993年公司全国化布局，2007年从台湾开始海外开店，目前公司在日本本土门店数达505家，海外店数71家。

图表30: 日本家居制造业规模&同比增速 (十亿日元)



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图表31: 宜得利近年财务状况 (十亿日元)

|       | FY 2013 | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | FY 2017 | FY2018 | FY2019 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入  | 348.80  | 387.60  | 417.30  | 458.10  | 513.00  | 572.06 | 608.13 |
| yoy   | 5.40%   | 11.10%  | 7.70%   | 9.80%   | 11.97%  | 11.52% | 6.31%  |
| 营业成本  | 156.17  | 185.95  | 198.95  | 214.60  | 234.68  | 257.28 | 276.7  |
| yoy   | 6.18%   | 19.10%  | 7.00%   | 7.90%   | 9.40%   | 9.63%  | 7.55%  |
| 毛利    | 192.60  | 201.70  | 218.30  | 243.50  | 278.30  | 314.78 | 331.42 |
| 毛利率   | 55.20%  | 52.00%  | 52.30%  | 53.20%  | 54.20%  | 55.03% | 54.50% |
| 营业开支  | 131.10  | 138.60  | 152.00  | 170.50  | 192.50  | 221.40 | 230.64 |
| 营业利润  | 61.60   | 63.10   | 66.30   | 73.00   | 85.80   | 93.38  | 100.78 |
| 营业利润率 | 17.60%  | 16.30%  | 15.90%  | 15.90%  | 16.70%  | 16.32% | 16.57% |
| 净利润   | 35.80   | 38.40   | 41.50   | 47.00   | 60.00   | 64.22  | 68.18  |
| 净利率   | 10.30%  | 9.90%   | 9.90%   | 10.30%  | 11.70%  | 11.23% | 11.21% |
| 存货周转率 | 5.49    | 4.88    | 4.77    | 4.97    | 5.06    | 4.79   | -      |
| ROE   | 18.60%  | 16.80%  | 14.80%  | 14.60%  | 15.20%  | 14.54% | 13.63% |

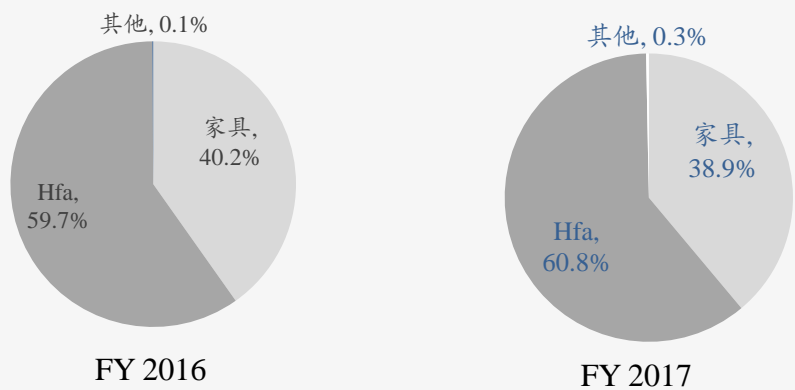
注: 宜得利FY2019为2018年2月21日至2019年2月20日

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

# 2.2 案例2: 宜得利之高频次场景消费

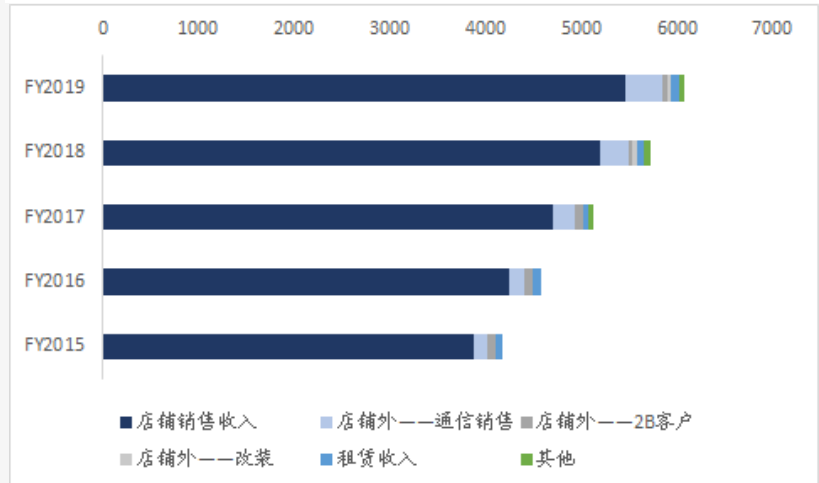
- 聚焦C端，线上业务逐渐发力**
  - 按收入来源看，公司2C线下零售业务占比在90%左右，其次为2C线上零售业务，2B业务目前占比较小；
  - 公司线上销售17-19FY的增速分别为33%、35%、27%，占比由4.4%提高至6.4%，贡献近年增速。
- 成功之处一：主打性价比、高频次消费模式，提高客流转化率**
  - 宜得利成立之初主要做耐用家具，1990年来开始将发展重心转移至更消费频次更高的家居饰品类产品。目前收入构成中家具类占比仅40%左右，60%的家居饰品类产品则包括餐具、床上用品、窗帘、地毯、装饰品等。
  - 宜得利的产品以低价著称，产品加价倍率不到2倍。

图表32: 16FY、17FY收入产品结构图 (Hfa指家居饰品类产品)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图表33: 宜得利渠道结构 (单位: 亿日元)



数据来源: 公司公告, Bloomberg, 东吴证券研究所

图表34: 宜得利高性价比产品



数据来源: 公司网上商城, 东吴证券研究所

## 2.2 案例2: 宜得利之高频次场景消费

### ■ 成功之处二: 渠道布局卡位大流量入口, 向全球开店稳步迈进

- 开店模式: 渠道模式类宜家, 采取直营大店模式, 单店面积在4000平方米以上, 坪效约28万日元/平米(1.8万元);
- 开店策略: 宜得利侧重于将新开门店选址在人流密集的银座等购物中心地带, 配合其高频消费的品类, 取得显著的成效, 17FY、18FY 同店客流量增长显著。
- 开店节奏: 日本本土市场自11年开始推出1000平左右的Deco home店, 定位“每天都来转转”, 主要销售小件的家居生活必需品, 目前进入迅速开店阶段; 13年开始加快了海外开店的步伐, 19年FY海外店面增至71家, 中国大陆、台湾、美国开店稳步推进, 同店平均保持高单位数增长, 17FY、18FY店铺客流量大增。
- 开店目标: 拓展全球化事业, 公司计划到2022年共计开店1000家, 到2032年共计开店3000家。

图表35: 宜得利渠道拆分

|              | FY 2012   | FY 2013   | FY 2014   | FY 2015   | FY 2016   | FY 2017   | FY2018  | FY2019  |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 营业收入(百万日元)   | 331,015   | 348,788   | 387,604   | 417,285   | 458,140   | 512,958   | 572,060 | 608,131 |
| 期末店铺数(家)     | 268       | 300       | 331       | 373       | 420       | 471       | 523     | 576     |
| 其中: 日本       | 258       | 286       | 312       | 346       | 383       | 428       | 467     | 505     |
| 宜得利门店        | 254       | 278       | 295       | 317       | 344       | 377       | 405     | 427     |
| Deco home店   | 4         | 8         | 17        | 29        | 39        | 51        | 62      | 78      |
| 海外           | 10        | 14        | 19        | 27        | 37        | 43        | 56      | 71      |
| 台湾           | 10        | —         | 17        | 20        | 24        | 27        | 27      | 31      |
| 中国大陆         | —         | —         | —         | 2         | 8         | 11        | 24      | 37      |
| 美国           | —         | —         | —         | 5         | 5         | 5         | 1       | 3       |
| 单店收入(百万日元/家) | 1,235     | 1,163     | 1,171     | 1,119     | 1,091     | 1,089     | 1,094   | 1,056   |
| 总面积(平方米)     | 1,275,121 | 1,390,711 | 1,478,205 | 1,568,596 | 1,678,835 | 1,806,666 | —       | —       |
| 平均单店面积(平方米)  | 4,758     | 4,636     | 4,466     | 4,211     | 4,283     | 3,980     | —       | —       |
| 坪效(百万日元/平方米) | 0.260     | 0.251     | 0.262     | 0.274     | 0.272     | 0.279     | 0.279   | 0.279   |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表36: 宜得利同店收入及客流量增速

|        | 销售收入   | 客流量    |
|--------|--------|--------|
| FY2/09 | 1.70%  | 4.80%  |
| FY2/10 | 7.40%  | 16.20% |
| FY2/11 | -1.80% | 4.60%  |
| FY2/12 | -4.10% | -2.90% |
| FY2/13 | 0.10%  | -2.40% |
| FY2/14 | 4.40%  | -0.10% |
| FY2/15 | 1.60%  | -2.00% |
| FY2/16 | 3.20%  | 2.00%  |
| FY2/17 | 5.50%  | 5.50%  |
| FY2/18 | 2.90%  | 4.80%  |
| FY2/19 | 2.70%  | 0.80%  |

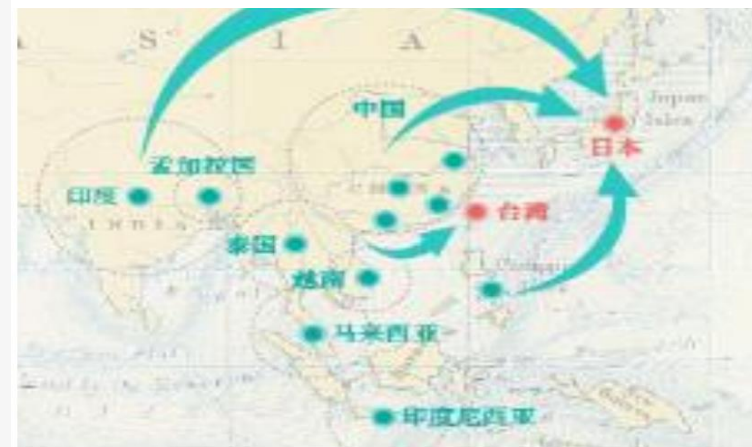
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2 案例2：宜得利之高频次场景消费

### ■ 成功之处三：“制造+物流+终端零售”精细化管理

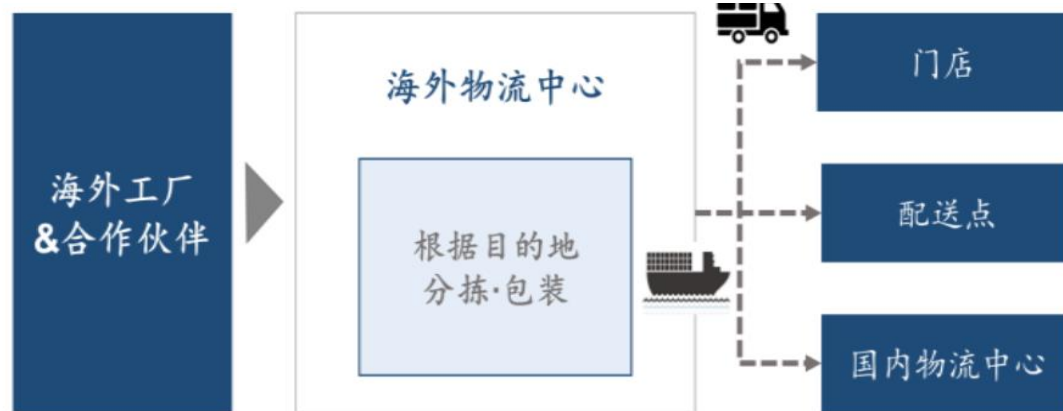
- **原材料采购：** 根据产品价格推算原料成本， 全球调研采购；
- **生产制造：** 制造端和18个国家和地区超过740家厂商保持合作关系，生产集中在劳动力等成本较低的东南亚、 中国等，海外生产比例超过 90%；
- **海外物流：** 汇集海外生产和采购的产品，根据目的地进行分拣包装， 然后统一进口， 最终配送至门店、配送网点、日本国内的物流中心。
- **国内物流：** 目前宜得利在日本国内共有十个大型的自建物流中心，负责全国门店的整体调度和配送。

图表38：宜得利采购网络



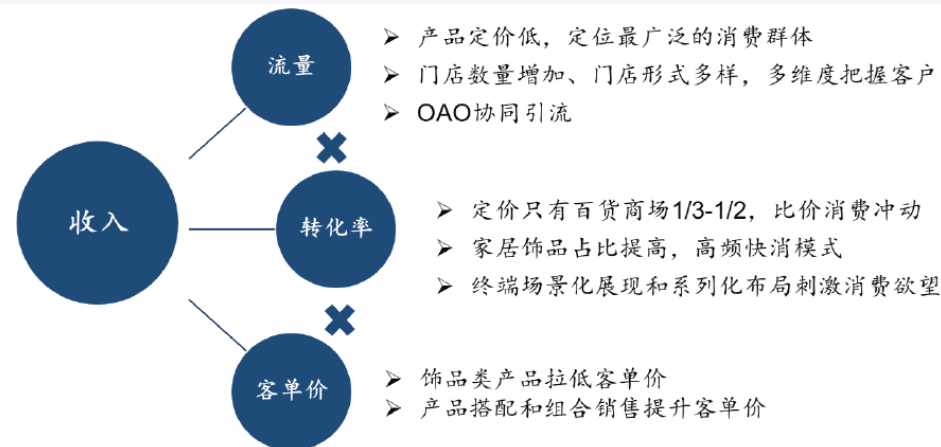
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表37：宜得利海外物流体系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表39：宜得利增长驱动因素总结



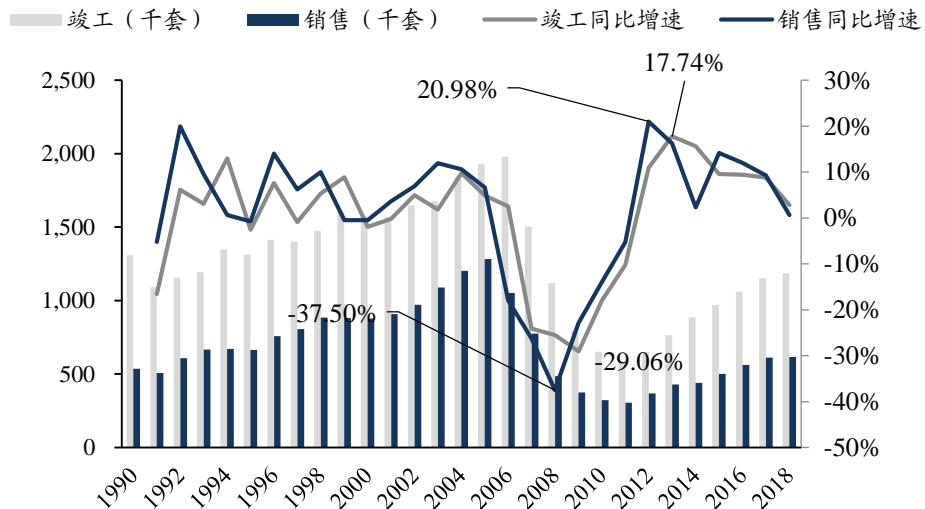


## 2.3 案例3: 家得宝之综合零售代表

### ■ 美国家具是典型的地产后周期市场:

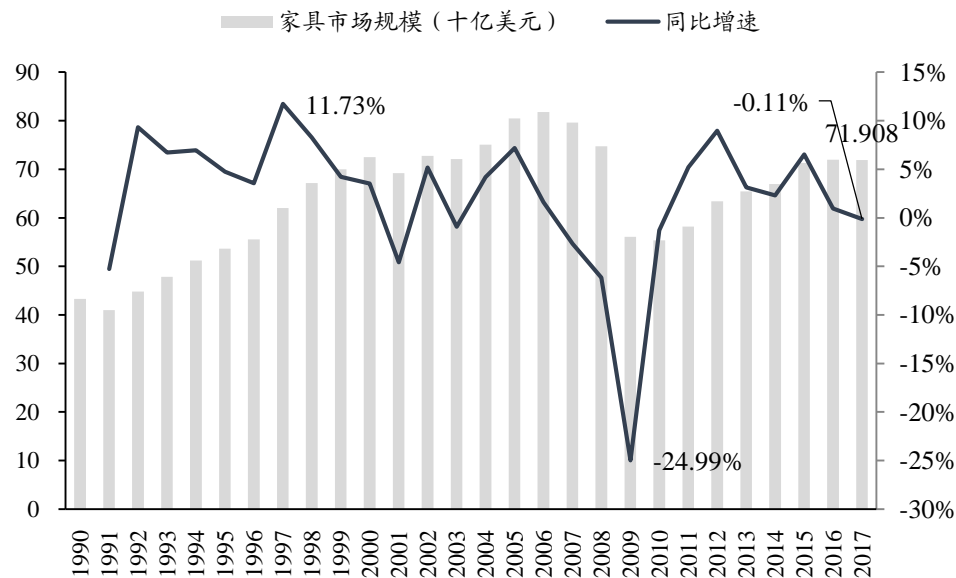
- 1990-2006年, 美国房地产市场蓬勃发展, 对应家具市场规模由432.8亿美元增长至818.02亿美元, 基本实现翻倍;
- 2008年受金融危机影响, 美国房地产套数同比下降37.5%, 对应2009年家具市场规模下滑24.99%, 滞后期约1年;
- 至2012年后伴随地产回暖家具市场开始缓慢恢复, 2017年美国家具市场规模达到719亿美元 (-0.11%)。

图表40: 1990-2018年美国房地产竣工及销售套数



数据来源: U.S. Bureau of Census, 东吴证券研究所

图表41: 美国家具市场规模、增速



数据来源: Fred economic research, 东吴证券研究所

## 2.3 案例3: 家得宝之综合零售代表

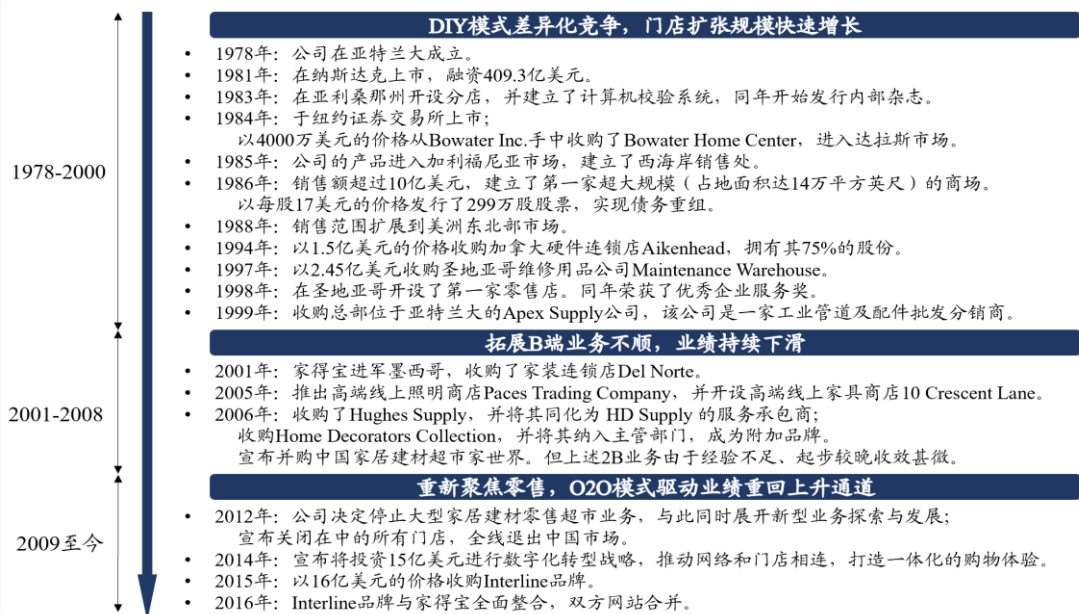
### ■ 领跑综合型家居零售巨头，多元化布局驱动市值快速增长

- 家得宝 (Home Depot) 成立于1978年，是全球第一大家居零售商。2018财年综合实现营收1082亿美元 (人民币7258亿元, +7.23%)、净利润111.21亿美元 (人民币746亿元, +28.86%)。2009年公司市值底部约300亿美元，截止19年7月14日市值已达到2400亿美元。

### ■ 综合零售企业之王，家得宝稳居第一

- 2017年美国家具市场中第一、第二大龙头家得宝 (Home Depot) 和罗氏 (Lowe's Cos) 的市场份额分别达到16.1%、12.9%，合计占据美国接近40%的市场份额，且遥遥领先于行业的第三名。

图表42: 家得宝发展历程一览



图表43: 家得宝总市值走势复盘

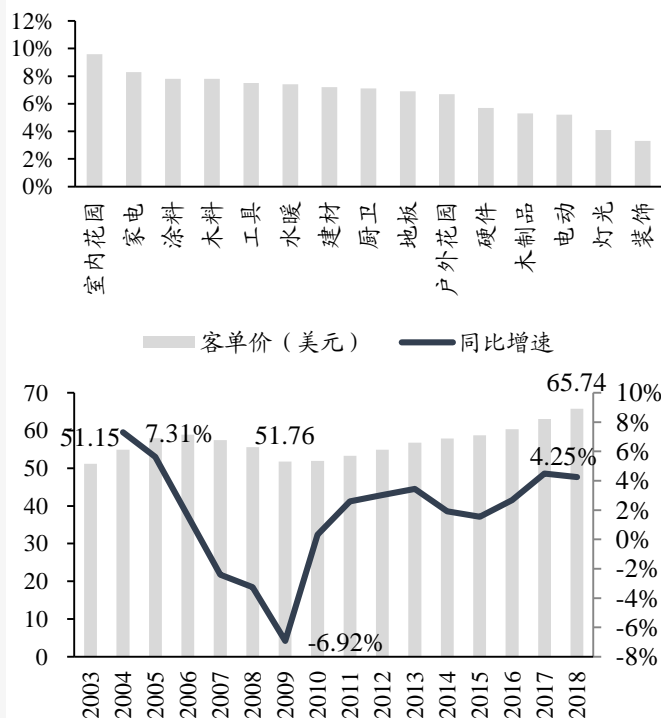


## 2.3 案例3: 家得宝之综合零售代表

### ■ 成功之处一: 满足消费者多品类一站式购齐需求, 客单价稳步提高

- 将整装乃至后端的家电业务交由消费者自主选择和采购, 为消费者打造一站式购齐和DIY体验。
- 产品结构涵盖了家具、家电、建材等15类产品, 且各类产品收入占比均不超过10%。针对自主装修的普通房主、第三方装修的房主、专业人员三类客户提供差异产品。

图表44: 家得宝产品结构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表45: 家得宝重点财务数据一览

| 亿美元      | 2008    | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015    | 2016    | 2017    | 2018     | 2019Q1   |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入     | 712.88  | 661.76 | 679.97 | 703.95 | 747.54 | 788.12 | 831.76 | 885.19  | 945.95  | 1009.04 | 1082.03  | 263.81   |
| YOY      | -7.84%  | -7.17% | 2.75%  | 3.53%  | 6.19%  | 5.43%  | 5.54%  | 6.42%   | 6.86%   | 6.67%   | 7.23%    | 5.75%    |
| 营业成本     | 472.98  | 437.64 | 446.93 | 461.33 | 489.12 | 514.22 | 542.22 | 582.54  | 622.82  | 665.48  | 710.43   | 173.64   |
| 毛利率      | 33.65%  | 33.87% | 34.27% | 34.47% | 34.57% | 34.75% | 34.81% | 34.19%  | 34.16%  | 34.05%  | 34.34%   | 34.18%   |
| 销售管理费用   | 178.46  | 159.02 | 158.49 | 160.50 | 165.21 | 166.29 | 163.02 | 168.00  | 171.32  | 178.64  | 195.13   | 49.40    |
| 财务费用     | 6.24    | 6.76   | 5.30   | 6.06   | 6.32   | 7.11   | 8.30   | 9.19    | 9.72    | 10.57   | 10.51    | 2.88     |
| 销售管理费用率  | 25.03%  | 24.03% | 23.31% | 22.80% | 22.10% | 21.10% | 19.60% | 18.98%  | 18.11%  | 17.70%  | 18.03%   | 18.73%   |
| 财务费用率    | 0.88%   | 1.02%  | 0.78%  | 0.86%  | 0.85%  | 0.90%  | 1.00%  | 1.04%   | 1.03%   | 1.05%   | 0.97%    | 1.09%    |
| 归母净利润    | 22.60   | 26.61  | 33.38  | 38.83  | 45.35  | 53.85  | 63.45  | 70.09   | 79.57   | 86.30   | 111.21   | 25.13    |
| YOY      | -48.58% | 17.74% | 25.44% | 16.33% | 16.79% | 18.74% | 17.83% | 10.46%  | 13.53%  | 8.46%   | 28.86%   | 4.53%    |
| 净利率      | 3.17%   | 4.02%  | 4.91%  | 5.52%  | 6.07%  | 6.83%  | 7.63%  | 7.92%   | 8.41%   | 8.55%   | 10.28%   | 9.53%    |
| 经营性现金流净额 | 55.28   | 51.25  | 45.85  | 66.51  | 69.75  | 76.28  | 82.42  | 93.73   | 97.83   | 120.31  | 130.38   | 45.75    |
| 投资性现金流净额 | -17.29  | -7.55  | -10.12 | -11.29 | -14.32 | -15.07 | -12.71 | -29.82  | -15.83  | -22.28  | -24.16   | -6.88    |
| 资本开支     | -18.47  | -9.66  | -10.96 | -12.21 | -13.12 | -13.89 | -14.42 | -15.03  | -16.21  | -18.97  | -24.42   | -6.81    |
| ROE      | 12.71%  | 13.72% | 17.67% | 21.70% | 25.51% | 43.00% | 68.06% | 110.97% | 183.64% | 593.54% | -592.17% | -117.27% |
| ROIC     | 7.49%   | 9.13%  | 11.57% | 13.55% | 15.84% | 19.29% | 23.60% | 25.89%  | 28.64%  | 30.59%  | 39.86%   | 9.40%    |

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.3 案例3: 家得宝之综合零售代表

### ■ 成功之处二: 高效大店模式提高坪效, 强供应链服务能力

- 门店模式: 仓储式家居超市, 单个门店面积10.4万平方英尺(约合9000+平米), 相比单品类店更容易做高坪效。截止2018财年, 公司共拥有2287家门店, 单店收入约在4731万美元, 坪效高达448美元/平方英尺(3万+), 高于竞争对手罗氏30%以上。
- 采购体系: 主要经营模式为买断自营, 在全球35个国家近800家工厂进行采购, 享受集采优势, 也为公司性价比策略奠定基础。
- 物流体系: 2018年, 家得宝表示计划在未来五年投资12亿美元, 打造“一条供应链”, 重点投资于供应链的下游环节, 将产品配送至客户家中或工作场所, 可以实现隔天或者当天送达的配送能力。

### ■ 成功之处三: O2O模式线上线下互通, 渠道变革提高效率

- 公司2010年推出移动APP, 完善线上购物相关配套设施, 并于2014年宣布投资15亿美元数字化转型, 一方面可将客户引流到就近的显门店; 另一方面支持客户在线下单并提供上门配送货服务, 且在1000多家门店中推出了到店自提服务, 强化终端零售竞争力。2018财年, 家得宝在线销售额同比增长26.2%, 占总收入的7.88%。

图表46: 家得宝与罗氏渠道质量对比

|             | Home Depot | Lowe  |
|-------------|------------|-------|
| 总收入(百万美元)   | 108203     | 71309 |
| 门店数目        | 2287       | 2015  |
| 单店收入(百万美元)  | 47.31      | 35.39 |
| 单店面积(万平方英尺) | 10.40      | 10.37 |
| 总面积(百万平方英尺) | 448        | 209   |

数据来源: wind、公司年报, 东吴证券研究所

图表47: 家得宝线上渠道细项一览

|             | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017   | 2018   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 总收入(百万美元)   | 74754 | 78812 | 83176 | 88519 | 94595 | 100904 | 108203 |
| 门店数目        | 2256  | 2263  | 2269  | 2274  | 2278  | 2284   | 2287   |
| 单店收入(百万美元)  | 33.14 | 34.83 | 36.66 | 38.93 | 41.53 | 44.18  | 47.31  |
| 总面积(百万平方英尺) | 235   | 236   | 236   | 237   | 237   | 237.4  | 237.7  |
| 单店面积(万平方英尺) | 10.42 | 10.43 | 10.40 | 10.42 | 10.40 | 10.39  | 10.39  |
| 坪效(美元/平方英尺) | 319   | 334   | 352   | 371   | 391   | 417.02 | 448.46 |

数据来源: wind、公司年报, 东吴证券研究所

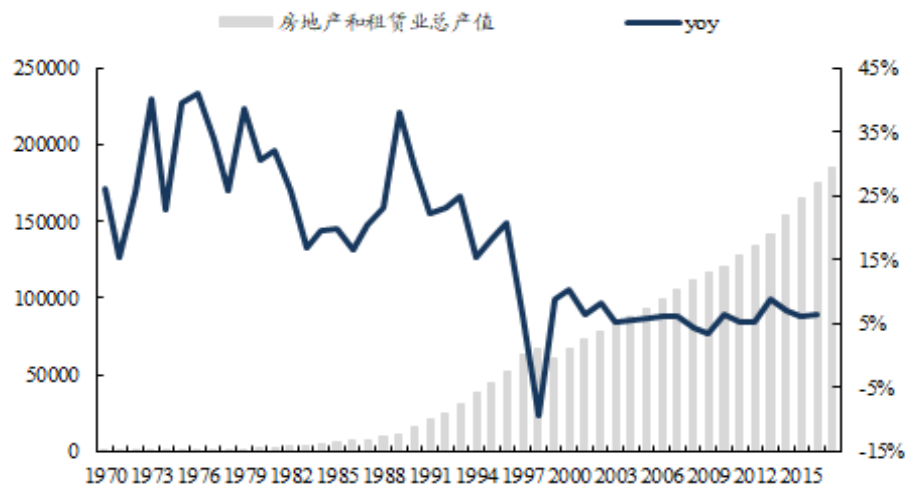
## 2.4 案例4: 韩国汉森成功整装模式

### ■ 韩国家居市场发展与地产密切相关，已进入中单位数低速增长期:

- 1990-1997期间韩国地产高速增长，CAGR达到22.07%，同期家居行业年均增速为7.30%;
- 1997年亚洲金融危机爆发，韩国地产行业增速骤降，家居行业受到波及增速下降为-9.2%;
- 2000年后地产逐渐复苏，但增速放缓至5%水平，家居行业也进入中单位数低速增长时期。

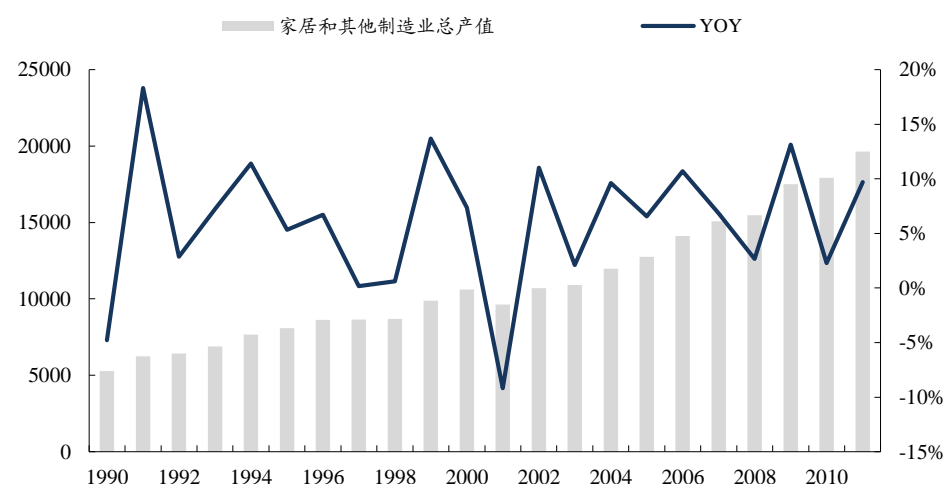
### ■ 汉森实现逆势增长，2010-2018收入CAGR15.1%，18FY收入19284亿韩元（¥118亿），在韩国家居市场占有率约15-20%（其中在橱柜领域份额43%左右）。

图表48: 韩国地产与租赁业总产值（单位：十亿韩元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表49: 韩国家居和其他制造业总产值（单位：十亿韩元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.4 案例4: 韩国汉森成功整装模式

### ■ 橱柜起家，品类扩张顺利，同时进军工装渠道，大家居布局完善

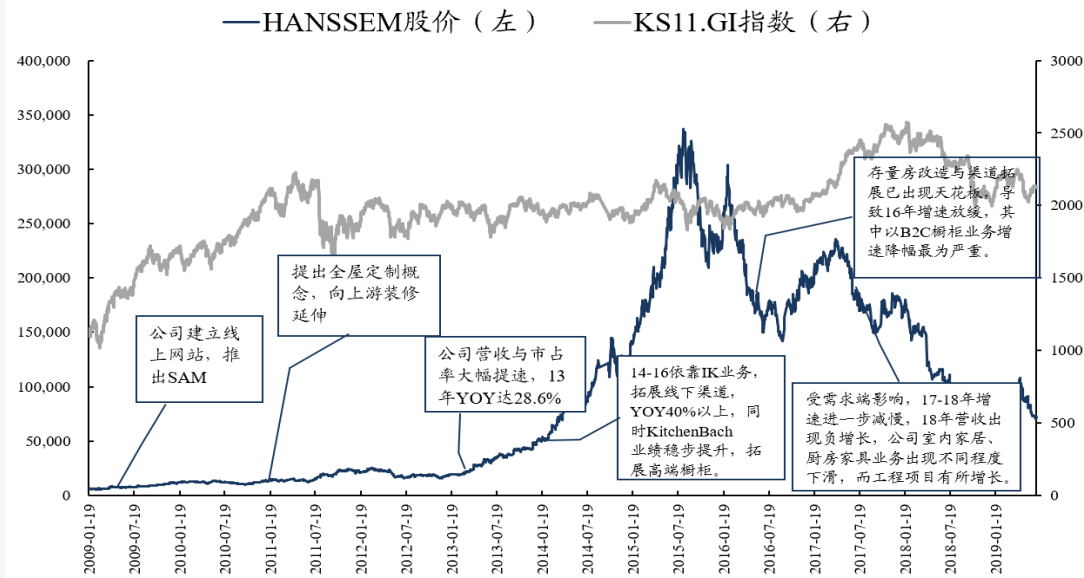
- **扩张品类:** 1970年成立并开始引入现代橱柜理念，1986年成为韩国厨房家具龙头并维持至今，1997年推出多元化经营战略，拓展卧室、书房、儿童房等家具，2007年开始差异化经营，推出名品橱柜和中低端品牌IK;
- **布局渠道:** 2011年推出“全屋定制概念”并对接工装渠道，自2013年开放线上商城成功实现O2O，做了整装渠道的相关整合。
- **股价复盘:** 多元化布局驱动公司市值由11年之前的3000+亿韩元迅速增长至15年巅峰40000+亿韩元，15年后随增速放缓、业绩下滑，市值回落至19年的10000亿区间。

图表50: 韩国汉森发展历程



数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

图表51: 韩国汉森股价复盘



数据来源: bloomberg, 东吴证券研究所

## 2.4 案例4: 韩国汉森成功整装模式

### ■ 成功之处一: 扩品类打开增长天花板, 高中低端全面开花

- 公司做好橱柜的基础上, 进军定制衣柜、定制衣帽间等室内家居品。2018年公司**室内家居**销售5754亿韩元(约35亿人民币), 占比29.84%; B端工程需求下兼售建材, **建材材料**收入1831亿韩元(约11亿人民币), 占比9.5%。
- 汉森采取差异化战略, 橱柜和卫浴领域分别推出**中低端品牌IK + MILAN**、**高端品牌KITCHENBACH + Euro**、**奢侈品牌MAISTRI + HIBATH**, 对不同消费能力的顾客进行全方位渗透, 取得了不错的效果。

图表52: 汉森收入拆分

| 十亿韩元                   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019Q1 |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入                   | 623.90 | 712.84 | 783.24 | 1006.95 | 1325.04 | 1710.54 | 1934.55 | 2062.51 | 1928.40 | 425.00 |
| YOY                    |        | 14.26% | 9.88%  | 28.56%  | 31.59%  | 29.09%  | 13.10%  | 6.61%   | -6.50%  | -9.00% |
| 国内                     | 593.1  | 676.2  | 728.6  | 960.8   | 1266.6  | 1637.7  | 1865.2  | 1988.9  | 1872.9  | -      |
| 占比                     | 95.06% | 94.87% | 93.03% | 95.42%  | 95.59%  | 95.74%  | 96.42%  | 96.43%  | 97.12%  | -      |
| 橱柜业务                   | 168.6  | 228.2  | 276.1  | 363.2   | 484.7   | 720.9   | 813.8   | 869.8   | 773.3   | 156.2  |
| 橱柜零售店(包括Kitchen&Bach等) | 102.5  | 134.6  | 173.3  | 217.7   | 272.0   | 402.8   | 451.5   | 458.6   | 415.3   | 94.5   |
| Rehaus Network(原IK)    | 66.1   | 93.6   | 102.8  | 145.5   | 212.7   | 318.1   | 362.3   | 411.2   | 358.0   | 61.7   |
| 室内家居(衣柜、衣帽间等)          | 225.5  | 290.7  | 297.7  | 371.3   | 461.4   | 559.4   | 649.4   | 669.2   | 575.4   | 158.5  |
| 旗舰店                    | 80.9   | 103.8  | 123.0  | 146.0   | 184.9   | 233.2   | 270.1   | 240.4   | 214.3   | 45.6   |
| 加盟店                    | 104.3  | 114.6  | 96.2   | 131.4   | 177.3   | 204.2   | 215.3   | 228.3   | 176.6   | 60.9   |
| 在线商城                   | 40.3   | 72.3   | 78.5   | 93.9    | 99.2    | 122.0   | 164.0   | 200.5   | 184.5   | 52.0   |
| 建筑材料                   | 50.6   | 43.7   | 52.4   | 78.3    | 102.3   | 127.4   | 212.8   | 215.4   | 183.1   | 46.5   |
| 工程项目                   | 112.6  | 86.9   | 80.0   | 115.0   | 190.5   | 181.4   | 179.0   | 219.4   | 316.1   | 63.8   |
| 其他                     | 35.8   | 26.7   | 22.4   | 33.0    | 27.7    | 48.6    | 10.2    | 15.1    | 25.0    | -      |
| 海外                     | 30.8   | 36.6   | 54.6   | 46.1    | 58.4    | 72.8    | 69.3    | 73.6    | 55.5    | -      |
| 占比                     | 4.94%  | 5.13%  | 6.97%  | 4.58%   | 4.41%   | 4.26%   | 3.58%   | 3.57%   | 2.88%   | -      |
| 中国                     | 7.8    | 15.8   | 31.0   | 25.9    | 29.8    | 43.4    | 38.9    | 43.6    | 29.0    | -      |
| 美国                     | 23.0   | 20.8   | 23.6   | 20.2    | 28.6    | 29.4    | 30.4    | 30.0    | 26.5    | -      |
| 毛利率                    | 26.31% | 29.15% | 31.25% | 30.37%  | 30.79%  | 30.72%  | 30.95%  | 29.01%  | 26.54%  | -      |
| 净利润                    | 29.33  | 39.31  | 39.47  | 61.24   | 86.69   | 114.72  | 127.53  | 95.94   | 89.96   | -      |
| YOY                    |        | 34.05% | 0.41%  | 55.14%  | 41.57%  | 32.33%  | 11.17%  | -24.77% | -6.23%  | -      |
| 净利率                    | 4.70%  | 5.51%  | 5.04%  | 6.08%   | 6.54%   | 6.71%   | 6.59%   | 4.65%   | 4.66%   | -      |

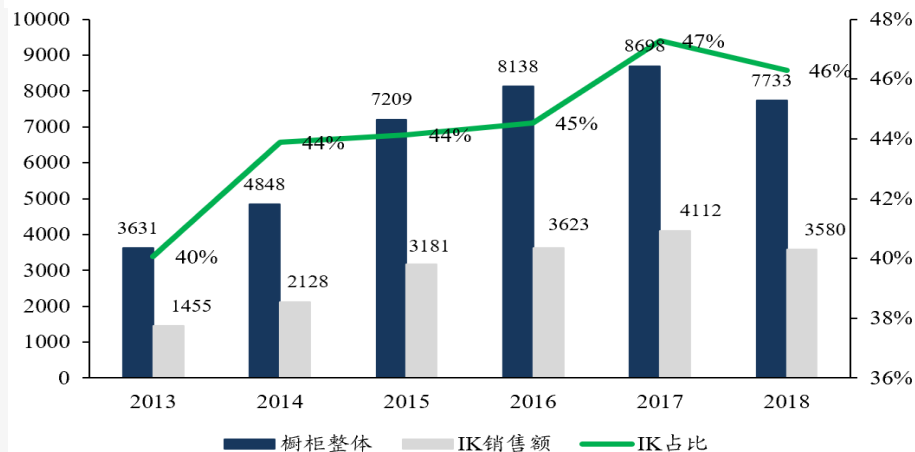
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.4 案例4: 韩国汉森成功整装模式

### ■ 成功之处二: 全渠道管控, 整装合作提供范式

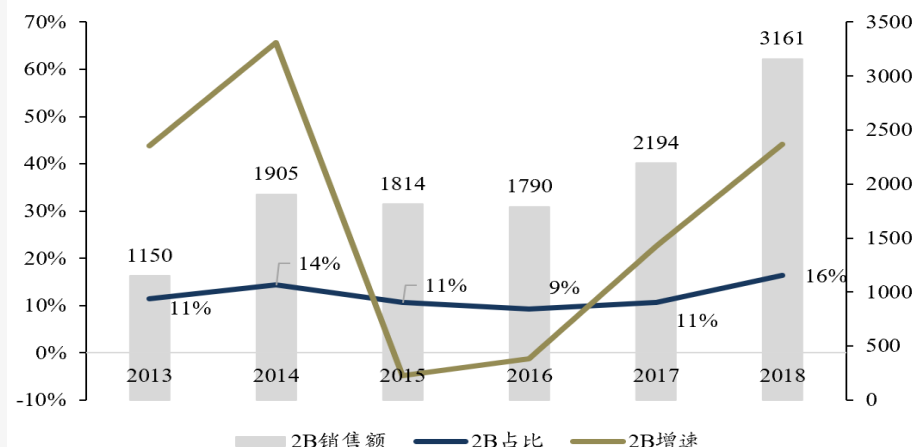
- **直营旗舰店强化品牌效应:** 汉森在1997年开设第一家旗舰店, 目前有旗舰店12家, 大店模式提供直观体验。2018年直营店收入2143亿韩元(约¥13亿), 10-18年CAGR为12.95%。
- **O2O引流成为增长新驱动:** 2008年推出在线商城进行O2O交互, 引流客户到旗舰店消费; 2016年形成宜家式一站购物品牌, 成功开拓电商渠道。2018年收入1845亿韩元(约¥11亿), 10-18年CAGR为20.9%。
- **中小店适配及整装大家居:** 公司除了传统的经销渠道, 拓展中低端品牌IK(现Rehaus)合作中小型店铺和家装公司进行扩张, 截至2017年底门店数量已超过3000家, 2014-2016年IK业务营收增长达41.54%、46.19%、49.55%, 提供整装范式。
- **建筑公司合作奠定销量增长:** 公司为公寓及住宅等B端客户提供厨房家具, 橱柜, 及相关产品和设备并进行装修整修服务以及全屋定制服务。2018年销售额3161亿韩元(约¥18.5亿), 占比为16.39%(2013年为11%)。

图表53: 汉森IK销售占比提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表54: 汉森2B销售占比提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



# 海外巨头成长的核心启示总结

## ■ 宜家：卓越的成本管控能力和直营大店支撑低价+一站式多品类模式落地

- 宜家模式的本质是产品低价定位最广阔的大众消费人群，品类齐全提供一站式消费；
- 落地核心因素一：全球供应链精细化管理下，从设计、采购、物流、组装等环节严控成本，保证走量的同时也有高毛利；
- 落地核心因素二：渠道超级大店支持多品类、一站式、场景化，直营加强终端管控、贴近消费者，降低库存加快周转。

## ■ 宜得利：家居饰品占比提升，变家居消费为高频消费，“流量+转化率+客单价”保障收入稳定增长

- 产品主打性价比，受众广泛，多样化门店与OAO协同引流，提高客流量；
- 低价策略吸引客户购买，家居饰品促进高频消费，场景布局刺激消费欲望，提升转化率；
- 多样化产品组合搭配提升客单价。

## ■ 家得宝：全球最大零售商，定位中端市场广阔，供应链成本控制能力强，渠道下沉充分

- 满足消费者多品类一站式购齐需求，客单价稳步提高；
- 高效大店模式提高坪效，强供应链服务能力；
- O2O模式实现线上线下互通，渠道变革提高效率

## ■ 汉森：多渠道+多品类打开天花板，O2O引流成为增长新驱动力

- 汉森可以成为巨头核心在于成功的品类扩张，包括橱柜的多品牌和其他定制、成品家居的品类扩张。
- 多品类模式落地成功核心因素在于原本有橱柜作为单一优势品类且渠道下沉情况好，对其他品类的带动作用巨大。
- 线上与线下的协同效果已经充分显现，对线下的引流成功拉动收入增长进入新阶段。

总结：成为品牌零售巨头，**产品定位**都是抓住广阔市场同时消费者所需求的高性价比、快周转的商品；**核心考察**是供应链管理（成本管控，信息化投入等）；**渠道**是一整套服务的最终实现手段，**符合消费者需求的产品和极致供应链管理的结果是全渠道布局更容易落地。**

## 第三章：如何能够穿越地产周期？



■ 方式一：高性价比的销售策略

---

■ 方式二：渠道力vs流量整合的思考

---

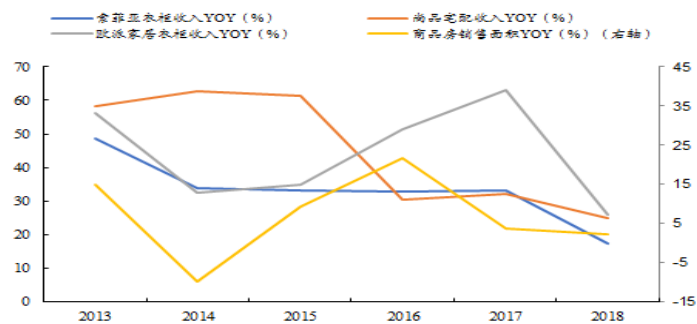
■ 方式三：消费体验vs一站式购物

---

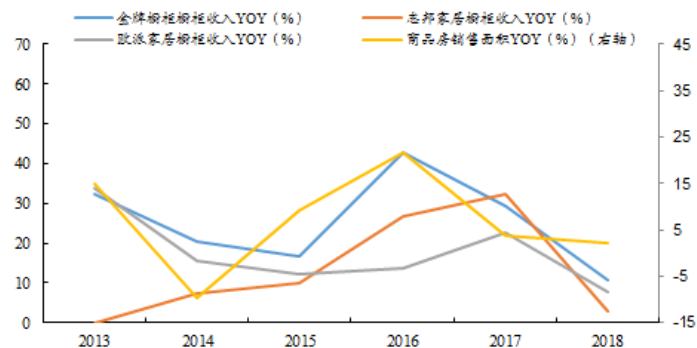
# 地产后周期特征显现，估值调整到位

■ **地产后周期：**根据几家定制企业的分项收入拆分，2014年橱柜增速已经与当时的地产增速高匹配，本轮衣柜增速也出现周期特征。随着渗透率提升逻辑、单品类门店红利渐近尾声，定制家居优势企业本轮估值调整基本结束。

图表55：定制衣柜龙头企业收入增速 vs 地产增速



图表56：定制橱柜龙头企业收入增速 vs 地产增速



图表57：索菲亚2014年股价跑赢vs本轮股价跑输

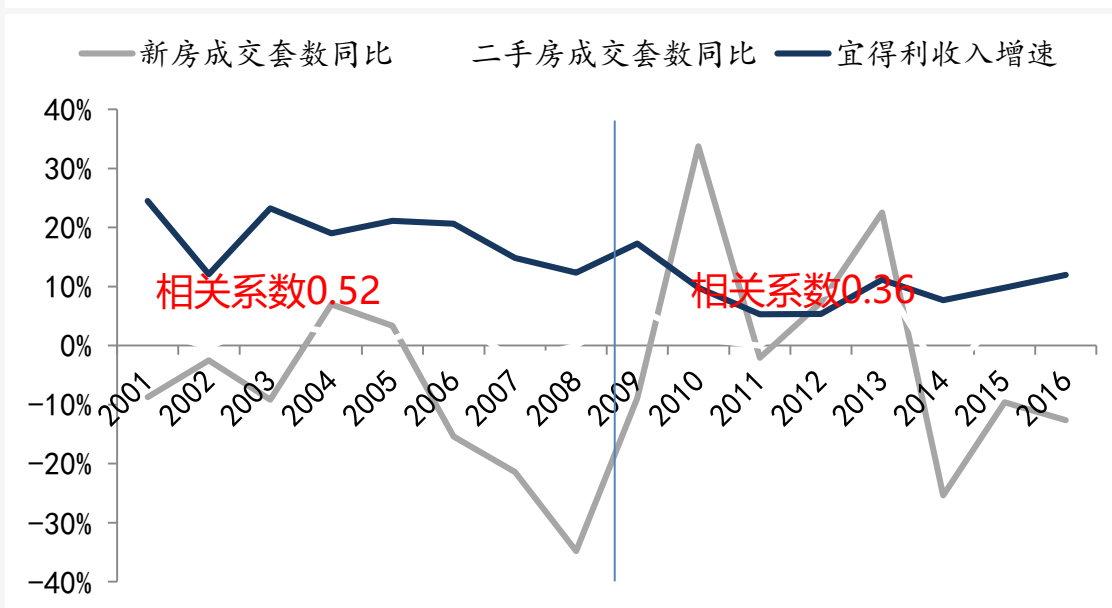


数据来源：wind、东吴证券研究所

# 他山之石，如何能够穿越周期？

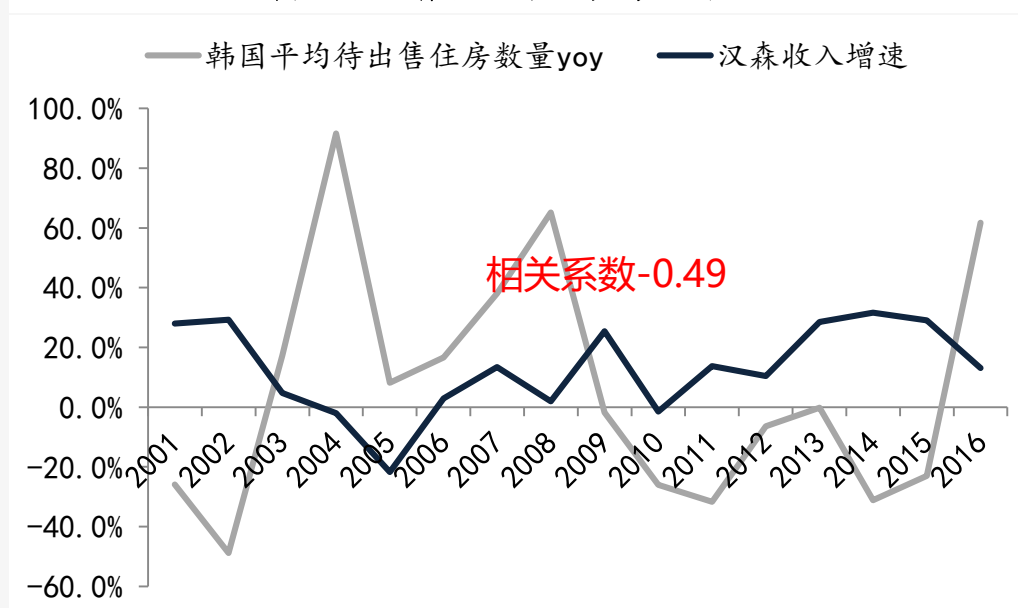
- **日本宜得利：**2011年之前，宜得利收入增速与日本二手房成交套数相关系数为0.52，中度相关；11年之后二者相关性大幅降低。原因在于11年后宜得利的销售份额中家居饰品迅速提升（家居类仅4成）。
- **韩国汉森：**汉森收入增长与地产中度相关，其与待售房屋数量的相关系数为-0.49。汉森一直以橱柜、衣柜等家具作为主要收入来源，低价的家居饰品比重低，消费频次和房屋需求的相关性较大。
- **可见，具备高频次、场景化消费特征的零售型家居企业相对拥有穿越地产周期的能力。**

图表58：宜得利收入增速与地产的相关性



数据来源：Bloomberg、wind、东吴证券研究所

图表59：汉森收入增速与地产的相关性

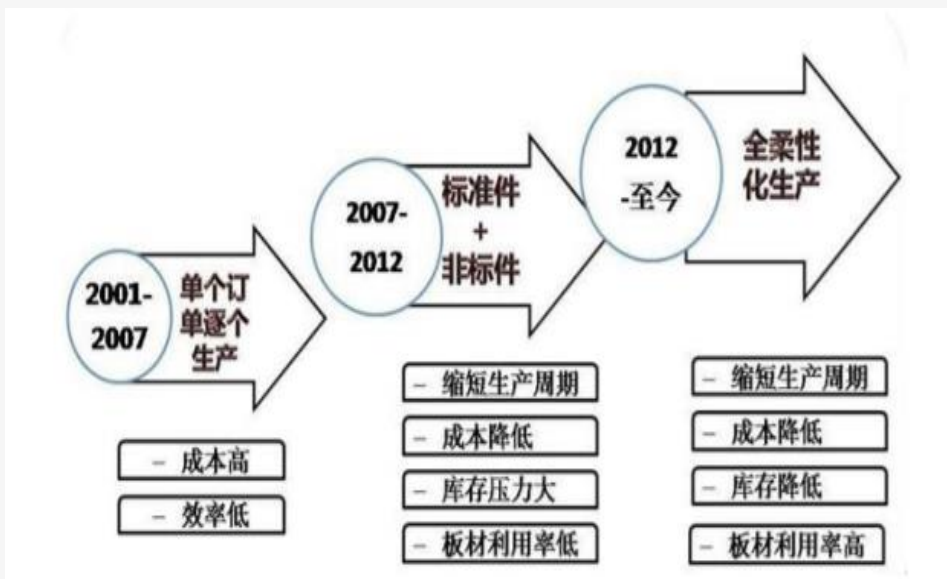


数据来源：Bloomberg、wind、东吴证券研究所

# 3.1 思考1：性价比策略行之有效

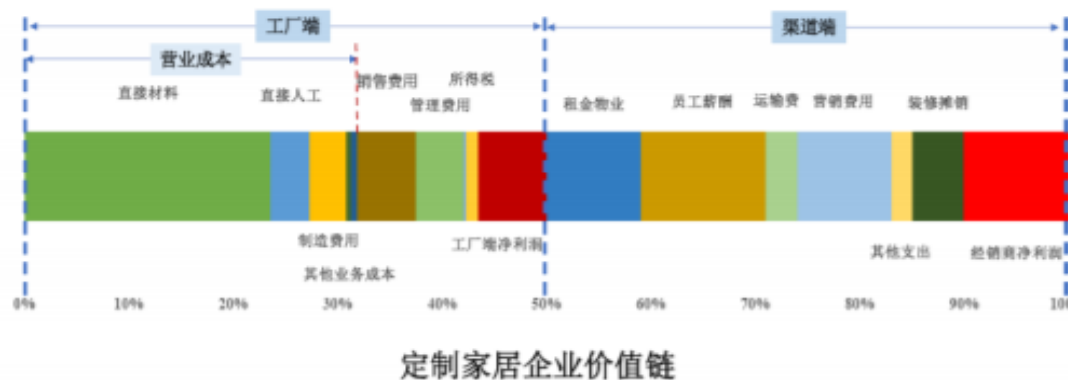
■ 所谓低价策略的核心要义在于通过全柔性、大批量的规模化制造提升生产效率，从而更好的让利渠道和终端。我们认为这个手段对于同梯队的定制产品行之有效，但是行业的非标属性决定了价格战不是完全有效的洗牌手段。

图表60：定制的生产模式概览

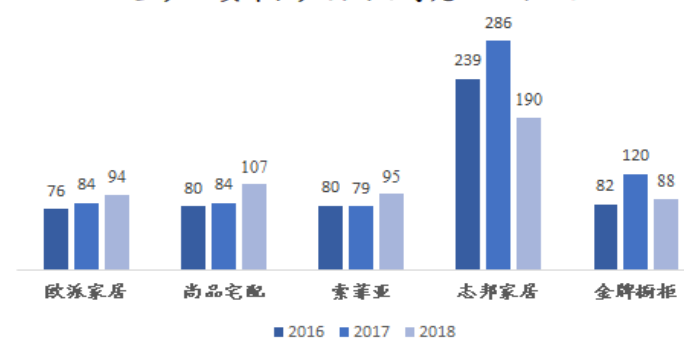


数据来源：索菲亚2018年报、东吴证券研究所

图表61：定制的产业链价值 vs 优势企业生产效率



图表62：生产人员单位产出（不考虑OEM）：万



数据来源：Wind、公司年报、东吴证券研究所

## 3.1 思考1：性价比策略行之有效

- **单品类产品价格：**上市公司的出厂单价均呈下降趋势，说明行业增量瓶颈后，优势制造企业能够通过让利渠道和终端获取份额。
- **产品价格的含义：**上市公司报表的出厂价格体现的是企业在该品类中的定价能力，以及通过生产效率可以让渡的盈利空间。
- **产品价格的梯队：**1) 衣柜：好莱客 > 索菲亚 > 尚品宅配（尚品宅配追求极致性价比）；2) 橱柜：欧派 > 金牌 > 志邦。

图表63：衣柜企业的单位价格拆分

|      |                 | 衣柜业务   |        |        |        |
|------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|      |                 | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
| 欧派家居 | 单位收入<br>(元/套)   | 3146   | 3075   | 2855   | 3053   |
|      | yoy             | -4.46% | -2.24% | -7.16% | 6.93%  |
|      | 毛利率             | 33.43% | 36.84% | 34.74% | 41.97% |
| 索菲亚  | 单位收入<br>(元/平方米) | 142    | 141    | 155    | 148    |
|      | yoy             | -9.37% | -0.75% | 9.91%  | -4.16% |
|      | 毛利率             | 38.60% | 39.53% | 39.87% | 39.23% |
| 好莱客  | 单位收入<br>(元/平方米) | 231    | 229    | 216    | 213    |
|      | yoy             | -6.93% | -0.92% | -5.69% | -1.41% |
|      | 毛利率             | 37.78% | 39.65% | 39.63% | 40.94% |
| 尚品宅配 | 单位收入<br>(元/件)   | 3150   | 3023   | 3031   | 3070   |
|      | yoy             | 4.79%  | -4.04% | 0.25%  | 1.30%  |
|      | 毛利率             | 45.91% | 47.22% | 46.12% | 45.74% |

数据来源：Wind、公司年报，东吴证券研究所

图表64：橱柜企业的单位价格拆分

|      |               | 橱柜业务   |         |         |         |
|------|---------------|--------|---------|---------|---------|
|      |               | 2015   | 2016    | 2017    | 2018    |
| 欧派家居 | 单位收入<br>(元/套) | 9736   | 9556    | 9557    | 9558    |
|      | yoy           | -4.12% | -1.85%  | -4.93%  | 0.01%   |
|      | 毛利率           | 32.03% | 38.14%  | 36.70%  | 39.81%  |
| 索菲亚  | 单位收入<br>(元/单) | 11567  | 8904    | 10207   | 9728    |
|      | yoy           | -      | -23.02% | 14.63%  | -4.69%  |
|      | 毛利率           | 9.33%  | 6.30%   | 23.03%  | 28.07%  |
| 志邦家居 | 单位收入<br>(元/单) | 7912   | 6975    | 6316    | 6127    |
|      | yoy           | -1.54% | -11.85% | -9.45%  | -2.99%  |
|      | 毛利率           | 38.76% | 39.30%  | 38.80%  | 36.78%  |
| 金牌厨柜 | 单位收入<br>(元/单) | 9880   | 8558    | 7558    | 6441    |
|      | yoy           | -6.70% | -13.38% | -11.68% | -14.79% |
|      | 毛利率           | 37.35% | 36.64%  | 38.29%  | 39.89%  |

数据来源：Wind、公司年报，东吴证券研究所

### 3.1 思考1：性价比策略行之有效

- **定制模式的渠道承担了较重的服务环节，因此产业链后端的价值量更重，前端制造有规模优势的企业为后端留有盈利空间。**
- **优势企业：**综合成本表现，除了尚品外其他上市的品牌家居制造企业均在生产端表现出一定的规模化优势。

图表65：衣柜企业的单位成本拆分

|      |                 | 衣柜业务   |        |        |        |
|------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|      |                 | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
| 欧派家居 | 单位成本<br>(元/套)   | 2094   | 1942   | 1863   | 1771   |
|      | yoy             | -10.7% | -7.3%  | -4.1%  | -4.9%  |
|      | 其中：材料           | 1480   | 1359   |        |        |
|      | 其中：人工           | 280    | 267    |        |        |
|      | 其中：制造费用         | 335    | 317    |        |        |
| 索菲亚  | 单位成本<br>(元/平方米) | 87     | 85     | 93     | 89     |
|      | yoy             | -10.9% | -2.3%  | 9.3%   | -4.4%  |
|      | 其中：材料           | 65     | 67     | 73     | 76     |
|      | 其中：人工           | 10     | 11     | 12     | 12     |
|      | 其中：制造费用         | 12     | 8      | 8      | 8      |
| 好莱客  | 单位成本<br>(元/平方米) | 144    | 138    | 130    | 126    |
|      | yoy             | -8.45% | -3.89% | -5.65% | -2.88% |
|      | 其中：材料           |        |        |        | 96     |
|      | 其中：人工           |        |        |        | 15     |
|      | 其中：制造费用         |        |        |        | 16     |
| 尚品宅配 | 单位成本<br>(元/套)   | 1795   | 1682   | 1723   | 1762   |
|      | yoy             | 3.86%  | -6.33% | 2.46%  | 2.29%  |
|      | 其中：材料           | 1118   | 1099   | 1044   | 1010   |
|      | 其中：人工           |        |        |        |        |
|      | 其中：制造费用         | 677    | 583    | 336    | 281    |

数据来源：Wind、公司年报，东吴证券研究所

图表66：橱柜企业的单位成本拆分

|      |               | 橱柜业务   |        |        |        |
|------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|      |               | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
| 欧派家居 | 单位成本<br>(元/套) | 6617   | 5912   | 5913   | 5914   |
|      | yoy           | -8.3%  | -10.7% |        |        |
|      | 其中：材料         | 5385   | 4728   |        |        |
|      | 其中：人工         | 688    | 665    |        |        |
|      | 其中：制造费用       | 544    | 519    |        |        |
| 金牌橱柜 | 单位成本<br>(元/套) | 6032   | 5296   | 4584   | 3917   |
|      | yoy           | -5.4%  | -12.2% | -13.4% | -14.5% |
|      | 其中：材料         | 5061   | 4523   | 3970   | 3361   |
|      | 其中：人工         | 252    | 400    | 355    | 318    |
|      | 其中：制造费用       | 454    | 373    | 259    | 238    |
| 志邦橱柜 | 单位成本<br>(元/套) | 4680   | 4184   | 3961   | 3785   |
|      | yoy           | -2.0%  | -10.6% | -5.3%  | -4.4%  |
|      | 其中：材料         | 3960   | 3543   | 3312   | 3128   |
|      | 其中：人工         | 184    | 168    | 172    | 196    |
|      | 其中：制造费用       | 531    | 473    | 477    | 461    |
| 索菲亚  | 单位成本<br>(元/单) | 10488  | 8343   | 7857   | 6998   |
|      | yoy           | -47.2% | -20.4% | -5.8%  | -10.9% |
|      | 其中：材料         | 7531   | 6899   | 6525   | 5941   |
|      | 其中：人工         | 1010   | 630    | 577    | 535    |
|      | 其中：制造费用       | 1947   | 814    | 755    | 521    |

数据来源：Wind、公司年报，东吴证券研究所



## 3.2 思考2：渠道整合之传统零售

- **成长驱动由开店向同店进行转化：**从17-18年线下零售门店的综合表现来看，除尚品宅配之外的定制龙头优势品类的开店数目都有趋缓，因此未来传统零售渠道的增长动力转化为同店表现，暨如何提升**客单价、客流量、进店转化率**。
- **坪效是衡量渠道效率的核心指标：**坪效梯队来看，**欧派家居**的橱衣柜、**索菲亚**的衣柜、**尚品宅配**的直营不仅效率好且有提速。说明这些公司在该品类及模式下卡位了相对优质的经销商及资源，也相对具有更好的可持续开店能力。

图表67：四家优势定制家居企业的门店、单店及坪效对比

|      |                        | 2015年       | 2016年       | 2017年       | 2018年       |      |                        | 2015年       | 2016年       | 2017年       | 2018年       |
|------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 欧派家居 | 期末门店数量(个)              | 2010        | 2088        | 2150        | 2276        | 尚品宅配 | 期末门店数量(个)              | 994         | 1081        | 1557        | 2100        |
|      | 有效门店数量(个)              | 1972        | 2049        | 2119        | 2213        |      | 有效门店数量(个)              | 948         | 1038        | 1319        | 1829        |
|      | 橱柜 收入(万元)              | 384501      | 436940      | 535444      | 576522      |      | 加盟店 收入(万元)             | 157412      | 196755      | 270000      | 360000      |
|      | 单店收入(万元)               | 195         | 213         | 253         | 261         |      | 单店收入(万元)               | 166         | 190         | 205         | 197         |
|      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>0.97</b> | <b>1.07</b> | <b>1.26</b> | <b>1.30</b> |      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>0.55</b> | <b>0.63</b> | <b>0.68</b> | <b>0.66</b> |
|      | 期末门店数量(个)              | 1054        | 1394        | 1842        | 2113        |      | 期末门店数量(个)              | 79          | 76          | 85          | 101         |
|      | 有效门店数量(个)              | 993         | 1224        | 1618        | 1978        |      | 有效门店数量(个)              | 74          | 78          | 81          | 93          |
|      | 衣柜 收入(万元)              | 133704      | 202203      | 329557      | 414796      |      | 直营店 收入(万元)             | 139109      | 190152      | 230000      | 260000      |
|      | 单店收入(万元)               | 135         | 165         | 204         | 210         |      | 单店收入(万元)               | 1,893       | 2,454       | 2,857       | 2,796       |
|      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>0.67</b> | <b>0.83</b> | <b>1.02</b> | <b>1.05</b> |      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>2.59</b> | <b>3.36</b> | <b>3.91</b> | <b>3.83</b> |
| 索菲亚  | 期末门店数量(个)              | 261         | 600         | 720         | 822         | 志邦家居 | 期末门店数量(个)              | 841         | 933         | 1335        | 1487        |
|      | 有效门店数量(个)              | 166         | 431         | 660         | 771         |      | 有效门店数量(个)              | 827         | 887         | 1134        | 1411        |
|      | 橱柜 收入(万元)              | 8,666       | 41,300      | 59,020      | 70,852      |      | 橱柜 收入(万元)              | 112003      | 141892      | 187647      | 192818      |
|      | 单店收入(万元)               | 52          | 96          | 89          | 92          |      | 单店收入(万元)               | 135         | 160         | 165         | 137         |
|      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>0.26</b> | <b>0.48</b> | <b>0.45</b> | <b>0.46</b> |      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>0.90</b> | <b>1.07</b> | <b>1.10</b> | <b>0.91</b> |
|      | 期末门店数量(个)              | 1600        | 1900        | 2220        | 2510        |      | 期末门店数量(个)              | 103         | 153         | 395         | 726         |
|      | 有效门店数量(个)              | 1525        | 1750        | 2060        | 2365        |      | 有效门店数量(个)              | 52          | 128         | 274         | 561         |
|      | 衣柜 收入(万元)              | 307,380     | 408,441     | 544,417     | 639,377     |      | 衣柜 收入(万元)              | 2244        | 9120        | 22471       | 43000       |
|      | 单店收入(万元)               | 202         | 233         | 264         | 270         |      | 单店收入(万元)               | 44          | 71          | 82          | 77          |
|      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>1.01</b> | <b>1.17</b> | <b>1.32</b> | <b>1.35</b> |      | 坪效(万元/m <sup>2</sup> ) | <b>0.29</b> | <b>0.47</b> | <b>0.55</b> | <b>0.51</b> |

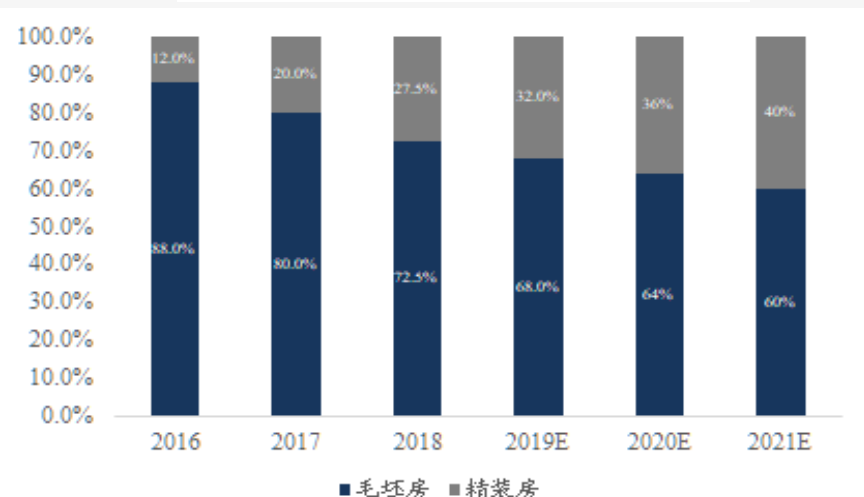
注：有效门店数=期初期末门店数平均值

数据来源：wind，公司年报，东吴证券研究所

## 3.2 思考2：渠道整合之大宗渠道

- **精装房渗透率提升趋势确立**：据奥维云网数据，2018年新开盘精装修、全装修商品住宅达276万套（同增75%）；且预测2019年精装修市场保持高速增长势态，全年精装修市场规模将达到387万套，市场渗透率将达到32%。
- **工程业务需要保证良好周转**：对于定制企业来说，大宗渠道有利于市场份额的快速提升，但需要密切跟踪利润率和资产周转的变化。

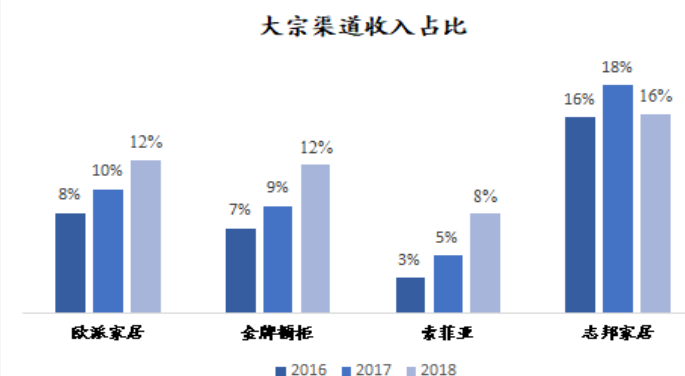
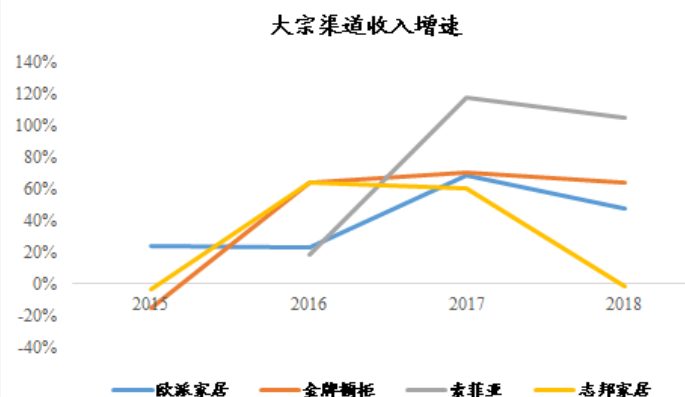
图表68：精装房渗透率持续提升（%）



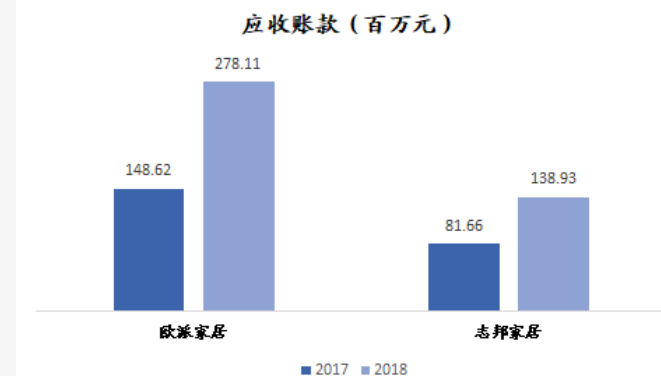
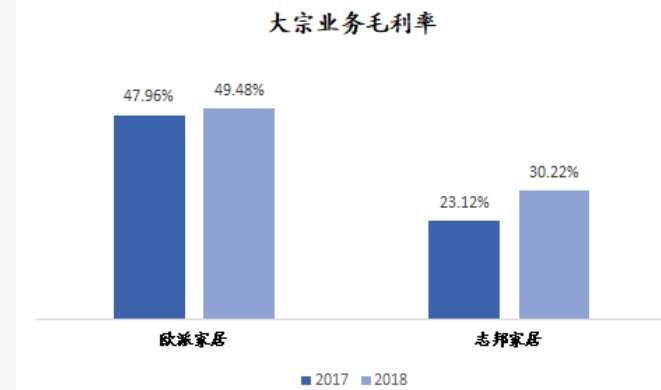
| 恒大    | 万科   | 碧桂园   | 金地   | 旭辉   | 鸿坤   | 绿城   |
|-------|------|-------|------|------|------|------|
| 近100% | 100% | 近100% | 51%  | 60%  | 20%  | 50%  |
| 富力    | 华润   | 中赫置地  | 中国中铁 | 中海地产 | 中国铁建 | 中国电建 |
| 80%   | 60%  | 90%   | 50%  | 57%  | 较低   | 较低   |

数据来源：奥维云网、公司年报、东吴证券研究所

图表69：大宗逐渐成为渠道重要的增长动力



图表70：欧派 vs 志邦大宗质量



数据来源：wind、公司年报、东吴证券研究所

## 3.2 思考2：渠道整合之整装渠道

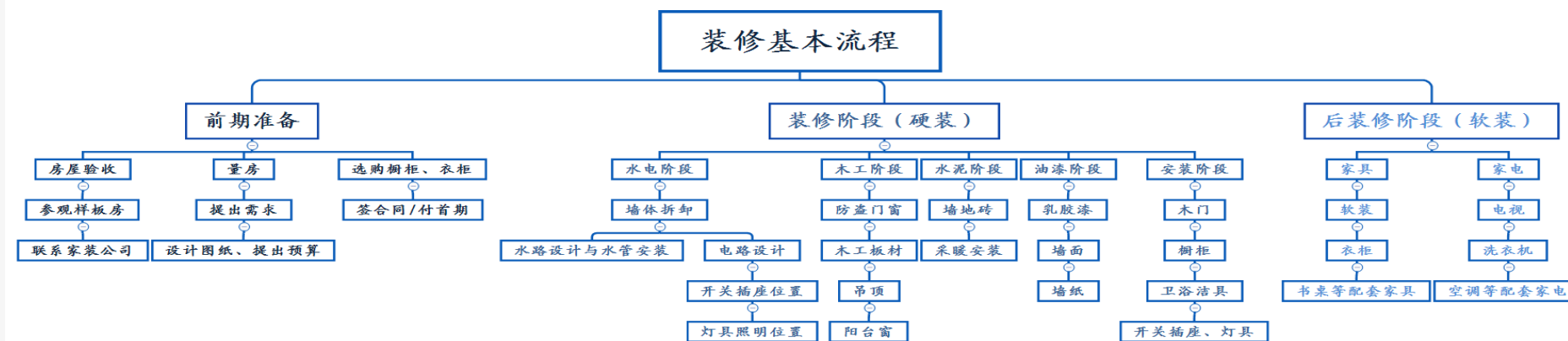
### ■ 整装趋势的商业逻辑：

- 1) 消费者一站式服务和个性化需求推动整装模式发展，倒闭装修的全产业链条进行融合；
- 2) 定制企业随着零售市场步入存量时代，有诉求向上游延伸截留客户流量，扮演主辅材整合者和定制软装供应者的角色；
- 3) 家装企业依赖有一定品牌力的定制企业更好的进行产业链配套，目的在于提升客单价及转化率。

### ■ 装修全产业链的价值分配：

- 全住宅装修的市场合计2万亿规模以上，终端客单价预计可达到16-20万。

图表71：装修基本流程



数据来源：房天下网，公司年报，东吴证券研究所

## 3.2 思考2：渠道整合之整装渠道

- **欧派家居整装大家居：**通过让渡品牌强势整合优势家装公司进入自身的经销渠道，切入家装公司的整装包套餐并提供软装服务，目前A+B模式试点的宜宾、后升级纯B模式的长沙等地均已验证成功并在全国范围充分复制，至目前全国门店达到200+，预期19全年实现6-8亿收入。公司18Q3开始整装大家居探索，已经放量，是其渠道力和品牌力的有效验证。
- **尚品宅配整装云平台：**17下半年提出整合家装渠道流量的构想，业内首家。建立云平台系统为中小型家装企业提供销售设计、BIM虚拟装修、供应链管理系统，并通过主辅材集采实现贸易收入。同时公司建立广州、佛山、成都自营整装提供范式。
- **目前来看欧派整装19上半年已经实现2.2亿的收入规模，尚品整装18A实现1.94亿收入模式尚在完善过程之中。**

图表72：整装渠道的发展思路

| 公司   | 整装进展   |
|------|--|
| 欧派家居 | 2018年下半年开始推行整装大家居，已经在22个城市设立门店，2018年整装接单额过3.5亿。                        |
| 尚品宅配 | 2017年下半年开始推行云平台，并在成都、广州、佛山三地设立新居整装；截至2018年底，自营整装工地交付数849个，整装业务营收1.94亿。 |
| 索菲亚  | 鼓励经销商去与家装企业合作，并给予经销商该部分的返点；公司层面和橙家、爱空间等全国家装企业合作。                       |
| 志邦家居 | 与整装公司合作，探索整装客户的定制部品及服务。  |
| 好莱客  | 与齐屹科技（齐家网）成立合资公司，打造整装品牌。   |

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表73：尚品宅配整装模式

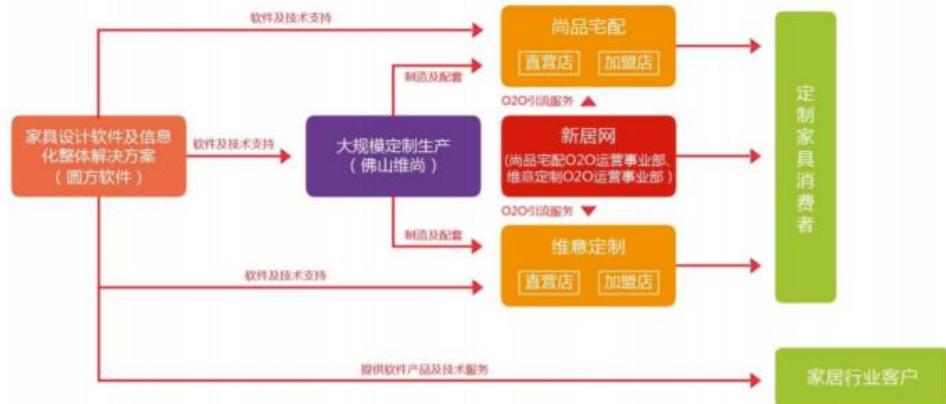


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 3.2 思考2：渠道整合之电商渠道

- **电商渠道优势选手：**尚品宅配流量和入口思维领先，最初以圆方软件起家，创建购物中心店和O2O直营大店的店面模式并实现了迅速崛起。尚品商业模式能够成功的本质在于公司的线上引流能力较强（新居网、社交网站、搜索引擎、家装社区等），这是由公司的基因决定的。
- **电商占比逐渐提升：**截至18年底，我们预期索菲亚的电商客流达到16%、欧派家居达到20%、尚品宅配以他O2O服务收入倒推（将流量导入线下经销商门店、一旦成交可以获取8-12%的费用提成）收入占比大约在30%左右。

图表74：尚品宅配商业模式



图表75：家居企业线上商城

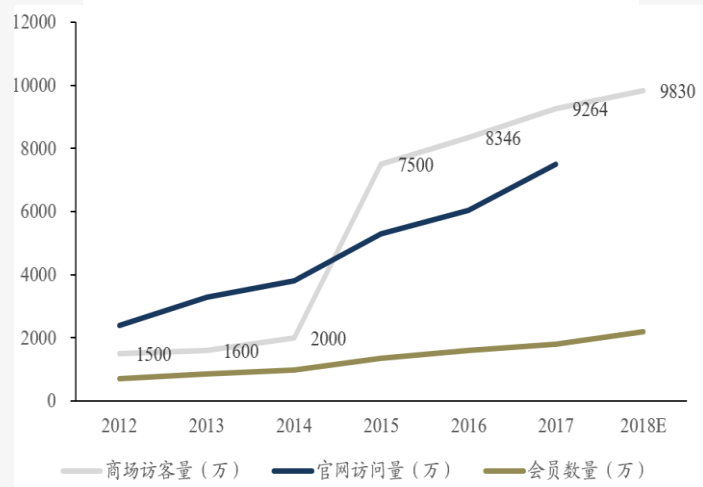


数据来源：公司招股说明书，公司官网，公司年报等，东吴证券研究所

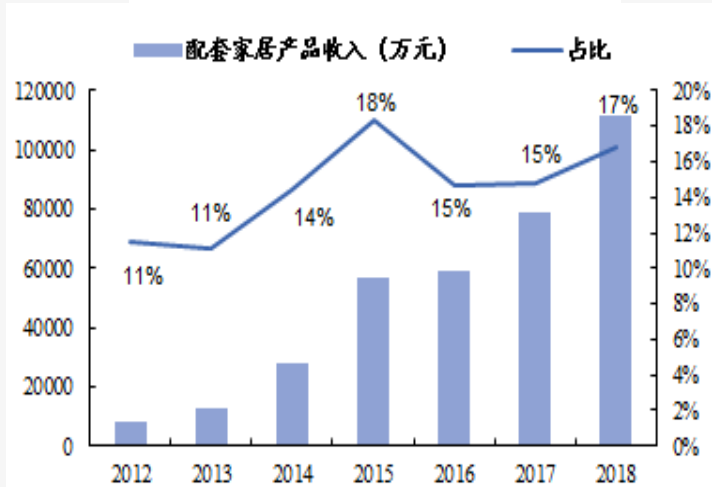
### 3.3 思考3：消费场景的重构能力

- **为什么大家都爱逛宜家？**（1）宜家提供给高性价比的产品，品类齐全（现有2万+种产品），并融入餐饮等混合业态（2016年餐饮收入占总销售额近10%），为消费者提供一站式购物体验；（2）宜家始终坚持C2B营销模式，基于消费者调研在每个所在的城市都建立数据库并全球共享，判断消费者需求变化，样板间设计注重生活场景，将宜家打造成了一个好吃、好玩、好看的家居生活空间。
- **尚品宅配经营思路的核心在于场景化的购物体验、高消费频次及高周转：**基于互联网的基因，尚品宅配始终秉性差异化的门店选址（购物中心、O2O直营办公楼店等），且从成立之初便强调全屋定制消费场景的一站式消费模式，因此公司的**配套家居品**占比始终较重（18年收入占比17%）。18年4月公司在上海缤纷天地设立首家C店、其后在北京落地，店面植入12HOURS COFFEE、PHOENIX、泰笛、友宝等多个合作品牌，将平台化品牌运营的方向和发展思路进一步落地，为家居行业的发展导入新零售概念。

图表76：宜家中国客流量的近年变化



图表77：尚品宅配的配套品占比



图表78：尚品宅配的门店实拍



数据来源：亿邦动力网，Wind，公司官网等，东吴证券研究所

### 3.3 思考3：消费场景的重构能力

■ **优势上市公司纷纷探索线上线下新零售，探索提供多频次、场景化的消费体验：**简单理解家居新零售，暨通过线上线下赋能，加强家具及其配套的具有较高消费频次的日用配套品的融合，呈现场景化布局并打造极致的一站式购物体验，本质在于推动客单价和转化率的提升。

图表80：场景化消费模式受到上市公司的重视

图表79：家居新零售门店



|       | 满屋家居   | 高品宅配  | 曲美家居  | 索菲亚  |
|-------|--|---|---|--|
| 新零售门店 | 满屋研选   | “超集店”（C店）   | “曲美·京东之家”                                   | “全屋定制生活体验馆”  |
| 创始人   | 陈经超，浙江大学毕业，曾任金地集团浙江地区高管  | 李连柱、周淑毅，华南理工大学机械专业毕业，共同创办魔方软件   | 赵瑞海，硕士学历，中国家具行业协会副理事长                       | 江淦钧，全国工商联家具装饰业商会衣柜专业委员会会长                                    |
| 产品定位  | 一站式整屋家居新零售   | 诠释“家居、时尚、艺术、社交”共为一体的慢生活体验   | “整装+定制+成品+软装+生活”家居零售新物种                     | “有空生活”新体验，无人化门店  |
| 门店面积  | 8000+m <sup>2</sup>  | 3000+m <sup>2</sup>   | 12000+m <sup>2</sup>                        | 2000+m <sup>2</sup>  |
| 地理位置  | 杭州市古墩路707号城市发展大厦下沉广场   | 上海市徐汇区东安路562号绿地缤纷城  | 北京朝阳区，临近北五环建材灯饰广场、红星美凯龙、居然靓屋灯饰软装城           | 北京北四环千鹤家园  |
| 开业时间  | 2018年5月1日  | 2018年4月15日上海店、7月21日北京店  | 2018年6月19日第一家、9月28日第二家                      | 2018年8月26日   |
| 跨界合作  | 体验馆内分为9大空间格局：典子空间、生命周期样板房、极物区、咖啡区、花艺区、设计师单品区、精品区、睡眠中心、ins网红红拍空间。 | 咖啡、花艺、文创、家电、无人零售等场景模式，引入12HOURS COFFEE、PHOENIX、泰笛、友宝以及互联网家装品牌爱空间、iColor等多个合作品牌。 | 一层高频生活百货（如咖啡馆、京东艺术、小玩物等）、二层家居及配套品、三层家装及智能家居 | 将室内布置成了“有空玩乐”、“有空陪伴”、“有空学习”三大主题体验区，包括阅读、电影、展览、益智、烘焙、收纳等多种区域。 |
| 发展计划  | 宁波、武汉、南京、苏州等华东区域多个城市   | 北京、上海、深圳、广州等一线城市  | 目前仅在北京布局                                    | 目前仅在北京布局   |

图片



数据来源：亿欧网，网易家居，得意家居等，东吴证券研究所

## 第四章：国内龙头多维度竞争力比较





■ 产品力：综合衡量制造效率及设计服务

---

■ 渠道力：入口思维和渠道质量缺一不可

---

■ 品牌力：尚处持续强化的过程之中

---

■ 综合定制家居的多维度对比，我们建议重点关注：欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居。

图表81：各公司2018年综合情况概述

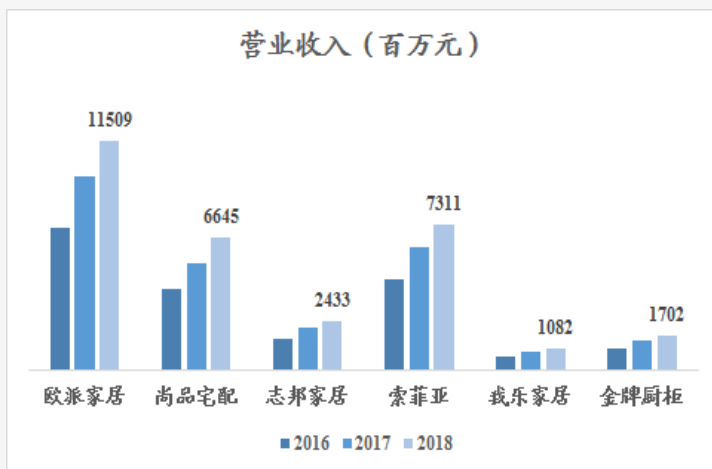
|              | 索菲亚  | 欧派家居   | 尚品宅配  | 志邦家居   |
|--------------|--|--|---|--|
| 2018年销售额（亿元） | 73.1   | 115.09   | 66.45   | 24.33  |
| 产品占比（%）      | 衣柜及其配套家具：87.46%<br>定制厨柜及其配件：9.69%<br>木门：2.16%        | 整体厨柜：50.09%<br>整体衣柜：36.04%<br>整体卫浴：3.94%<br>定制木门：4.12%               | 定制家具：75.51%<br>配套家居：16.83%<br>整装行业：2.92%<br>O2O引流与软件服务：3.48%  | 整体厨柜：79.25%<br>定制衣柜：17.67%<br>木门：0.32%             |
| 品类扩张进程       | 成立以来从事衣柜业务；<br>014年成立“司米厨柜”进军定制厨柜市场；<br>2017年涉足定制木门。 | 成立以来从事厨柜业务；<br>2003年起开始经营定制卫浴；<br>2005年起开始经营定制衣柜；<br>2010年起开始经营定制木门。 | 1994年家具IT软件业务起家；<br>2004年进入定制和配套家居领域；<br>2017年拓展整装和HOMKOO云平台。 | 定制厨柜业务起家；<br>2015年拓展衣柜业务；<br>2018年开拓木门业务。          |
| 渠道占比（%）      | 经销渠道88.24%<br>直营渠道3.21%<br>大宗渠道7.99%<br>其他渠道0.57%    | 经销渠道81.64%<br>直营渠道2.67%<br>大宗渠道12.51%<br>其他渠道3.18%                   | 经销渠道54.17%<br>直营渠道39.12%<br>电商渠道：6.71%                        | 经销渠道70.06%<br>直营渠道6.44%<br>大宗渠道16.06%<br>其他渠道7.44% |
| 店铺数量（家）      | 衣柜门店2510家<br>司米厨柜门店822家<br>定制木门门店288家                | 厨柜门店2276家<br>衣柜门店2113家<br>卫浴门店559家<br>木门门店825家                       | 直营门店101家<br>加盟门店2100家   | 厨柜门店：1487家<br>衣柜门店：726家<br>木门门店：88家                |
| 单店收入（万元）     | 定制衣柜：254.73万元<br>定制厨柜：86.19万元<br>定制木门：54.92万元        | 整体厨柜：253.30万元<br>整体衣柜：196.31万元<br>整体卫浴：81.10万元<br>定制木门：57.54万元       | 直营店：2574.26万元<br>加盟店：171.43万元                                 | 整体厨柜：129.67万元<br>整体衣柜：59.23万元<br>木门：8.85万元         |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

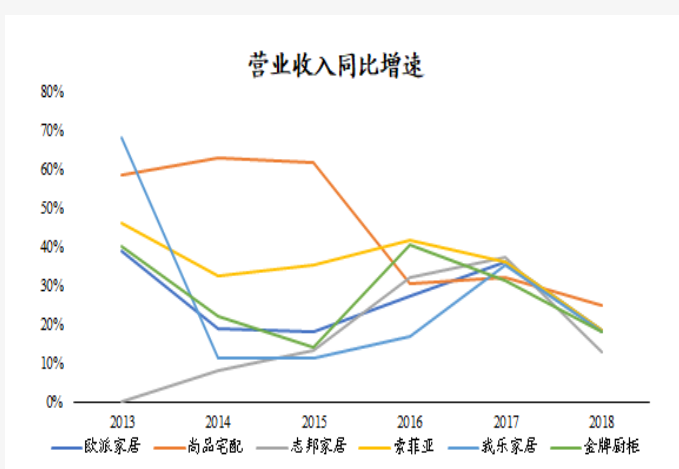
# 营收规模以欧派家居为首

- **营收规模:** 市场份额的排序是欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居。2018年欧派家居的收入规模115亿位居行业首位。营收增速的表现来看，18年整体承压。
- **净利规模:** 欧派家居2018年的净利润突破15亿，且2013-2018年净利润同比增速始终处于行业前列（均高于20%）。
- 值得注意的是部分企业的净利率18年出现下滑我们认为这是由于价格策略、大宗渠道占比提升综合导致的结果。

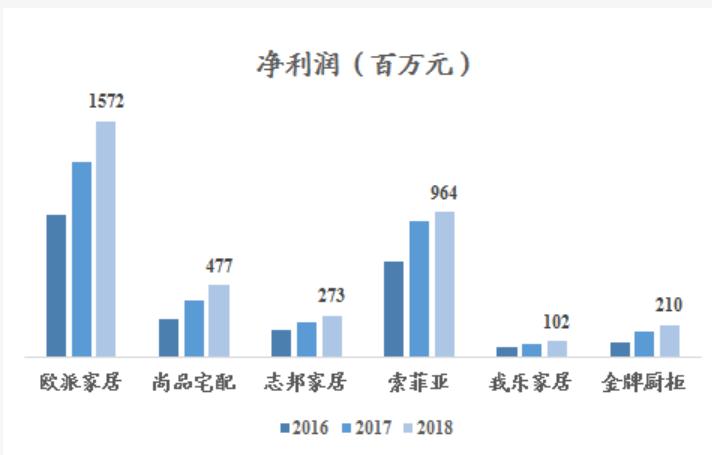
图表82: 营业收入 (单位: 百万元)



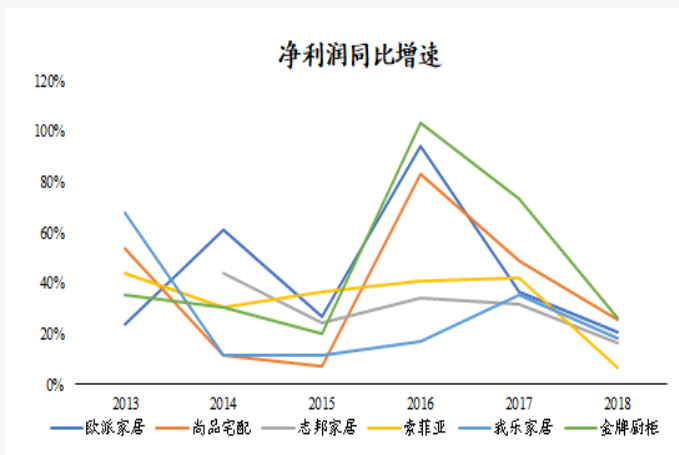
图表83: 营业收入同比增速



图表84: 净利润 (单位: 百万元)



图表85: 净利润同比增速



# 优质企业具有品类/渠道拓展实力

■ 四家龙头企业的品类、渠道持续丰富，其中欧派家居品类拓展做的最好，尚品宅配渠道相对丰富。

图表86: 各公司品类结构

| 单位: 百万元 | 2015年   | 2016年    | 2017年    | 2018年    |          |
|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 欧派家居    | 总营收     | 5607.09  | 7134.13  | 9710.18  | 11509.39 |
|         | 整体橱柜    | 3845.01  | 4369.4   | 5354.44  | 5765.22  |
|         | 收入占比    | 68.57%   | 61.25%   | 55.14%   | 50.09%   |
|         | 整体衣柜    | 1337.04  | 2022.03  | 3295.57  | 4147.96  |
|         | 收入占比    | 23.85%   | 28.34%   | 33.94%   | 36.04%   |
| 定制木门    | 121.37  | 208.43   | 321.4    | 474.67   |          |
|         | 收入占比    | 2.16%    | 2.92%    | 3.31%    | 4.12%    |
| 整体卫浴    | 148.19  | 241.65   | 303.23   | 453.35   |          |
|         | 收入占比    | 2.64%    | 3.39%    | 3.12%    | 3.94%    |
| 尚品宅配    | 总营收     | 3087.73  | 4026     | 5323.45  | 6645.39  |
|         | 定制家具    | 2399.98  | 3277.57  | 4280.59  | 5017.83  |
|         | 收入占比    | 77.73%   | 81.41%   | 80.41%   | 75.51%   |
|         | 配套家居    | 565.23   | 591.50   | 785.23   | 1,118.71 |
|         | 收入占比    | 18.31%   | 14.69%   | 14.75%   | 16.83%   |
| 020引流服务 | 113.15  | 145.36   | 202.37   | 231.52   |          |
| 收入占比    | 3.66%   | 3.61%    | 3.80%    | 3.48%    |          |
| 整装业务    | -       | -        | 2.28     | 194.22   |          |
| 收入占比    | -       | -        | 0.04%    | 2.92%    |          |
| 索菲亚     | 总营收     | 3195.74  | 4529.96  | 6161.44  | 7310.89  |
|         | 定制衣柜及配套 | 3,073.80 | 4,084.41 | 5,444.17 | 6,393.77 |
|         | 收入占比    | 96.18%   | 90.16%   | 88.36%   | 87.46%   |
|         | 定制橱柜及配件 | 86.66    | 413.00   | 590.20   | 708.52   |
| 收入占比    | 2.71%   | 9.12%    | 9.58%    | 9.69%    |          |
| 木门收入    | -       | -        | 73.07    | 158.17   |          |
| 收入占比    | -       | -        | 1.19%    | 2.16%    |          |
| 志邦家居    | 总营收     | 1,188.42 | 1,569.99 | 2,156.88 | 2,432.99 |
|         | 整体橱柜    | 1,120.03 | 1,418.92 | 1,876.47 | 1,928.18 |
|         | 收入占比    | 94.25%   | 90.38%   | 87.00%   | 79.25%   |
|         | 定制衣柜    | 22.44    | 91.20    | 224.71   | 430.00   |
| 收入占比    | 1.89%   | 5.81%    | 10.42%   | 17.67%   |          |
| 木门收入    | -       | -        | -        | 7.79     |          |
| 收入占比    | -       | -        | -        | 0.32%    |          |

图表87: 各公司渠道结构

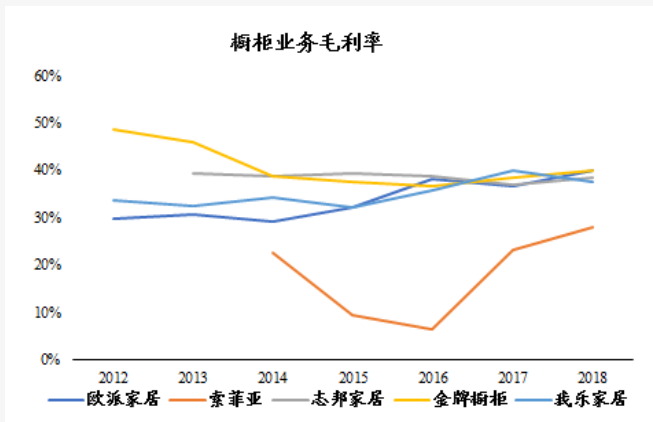
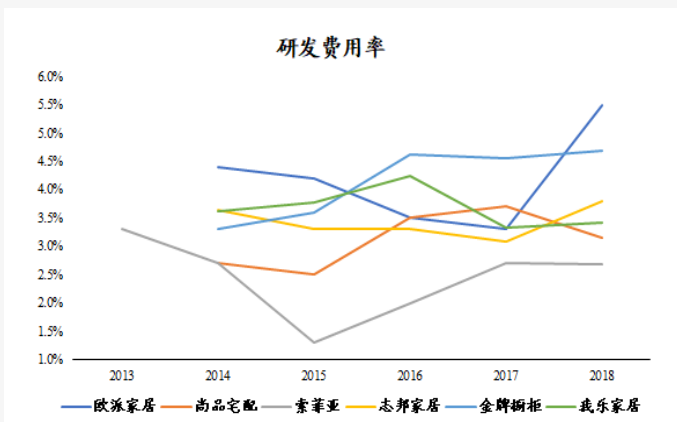
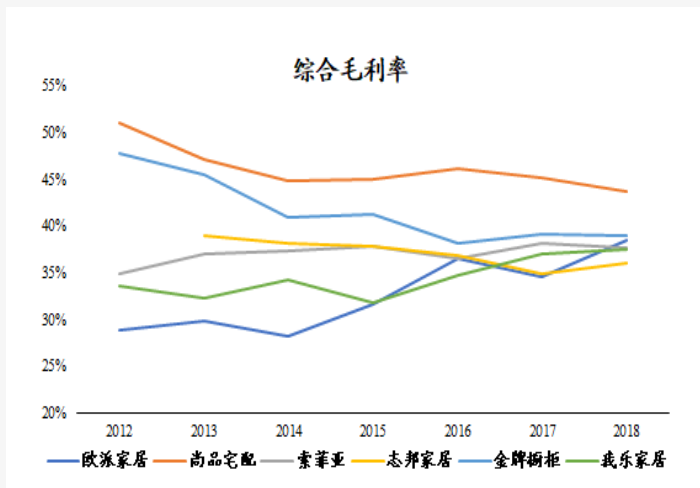
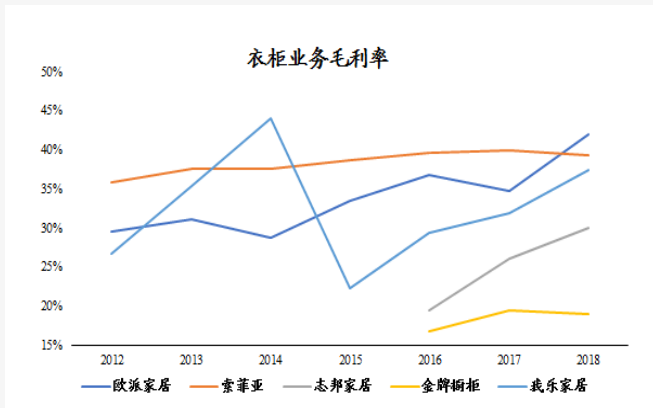
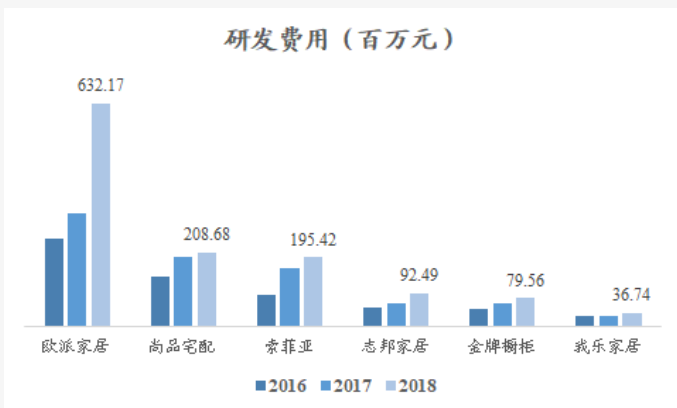
| 百万元  | 2015年  | 2016年   | 2017年   | 2018年   |          |
|------|--------|---------|---------|---------|----------|
| 欧派家居 | 总营收    | 5607.09 | 7134.13 | 9710.18 | 11509.39 |
|      | 经销渠道   | 4696.63 | 6001.6  | 8040.60 | 9250.71  |
|      | 收入占比   | 83.76%  | 84.13%  | 82.81%  | 80.38%   |
|      | 直营渠道   | 191.83  | 237.5   | 257.85  | 302.53   |
|      | 收入占比   | 3.42%   | 3.33%   | 2.66%   | 2.63%    |
|      | 大宗渠道   | 466.36  | 572.27  | 964.11  | 1417.62  |
| 收入占比 | 8.32%  | 8.02%   | 9.93%   | 12.32%  |          |
| 其他渠道 | 189.91 | 210.57  | 300.27  | 360.32  |          |
| 收入占比 | 3.39%  | 2.95%   | 3.09%   | 3.13%   |          |
| 尚品宅配 | 总营收    | 3087.73 | 4026    | 5323.45 | 6645.39  |
|      | 经销渠道   | 1574.12 | 1901.52 | 2700    | 3600.00  |
|      | 收入占比   | 50.98%  | 47.23%  | 50.72%  | 54.17%   |
|      | 直营渠道   | 1391.09 | 1967.55 | 2300    | 2600.00  |
|      | 收入占比   | 45.05%  | 48.87%  | 43.21%  | 39.12%   |
|      | 020渠道  | 113     | 145     | 202     | 232      |
| 收入占比 | 3.66%  | 3.61%   | 3.80%   | 3.48%   |          |
| 整装渠道 | -      | -       | 2       | 194     |          |
| 收入占比 | -      | -       | 0.04%   | 2.92%   |          |
| 其他渠道 | 122.52 | 156.93  | 323.45  | 445.39  |          |
| 收入占比 | 3.97%  | 3.90%   | 6.08%   | 6.70%   |          |
| 索菲亚  | 总营收    | 3031.76 | 3925.71 | 5157.15 | 6060.61  |
|      | 经销渠道   | 2809.40 | 3628.3  | 4705.06 | 5347.88  |
|      | 收入占比   | 92.67%  | 92.42%  | 91.23%  | 88.24%   |
|      | 直营渠道   | 112.04  | 167.53  | 185.61  | 194.55   |
| 收入占比 | 3.70%  | 4.27%   | 3.60%   | 3.21%   |          |
| 大宗渠道 | 92.20  | 109.09  | 236.87  | 484.24  |          |
| 收入占比 | 3.04%  | 2.78%   | 4.59%   | 7.99%   |          |
| 志邦家居 | 总营收    | 1188.42 | 1569.99 | 2156.88 | 2432.99  |
|      | 经销渠道   | 876.6   | 1081.39 | 1468.59 | 1704.44  |
|      | 收入占比   | 73.76%  | 68.88%  | 68.09%  | 70.06%   |
|      | 直营渠道   | 95.65   | 127.57  | 159.92  | 156.74   |
| 收入占比 | 8.05%  | 8.13%   | 7.41%   | 6.44%   |          |
| 大宗渠道 | 151.03 | 247.71  | 395.90  | 390.75  |          |
| 收入占比 | 12.71% | 15.78%  | 18.36%  | 16.06%  |          |
| 其他渠道 | 19.19  | 53.43   | 116.59  | 181.06  |          |
| 收入占比 | 1.61%  | 3.40%   | 5.41%   | 7.44%   |          |

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

# 4.1 产品力验证：研发投入 vs 综合盈利

- 研发能力：欧派家居逆势增加研发费用支出，2018年总支出额达6.32亿行业居首（加强信息化系统建设）。
- 综合盈利：毛利率水平综合体现定价水平及生产效率，橱柜的毛利率欧派家居最高、衣柜的毛利率水平趋同。

图表88：各公司毛利率、研发费用率一览

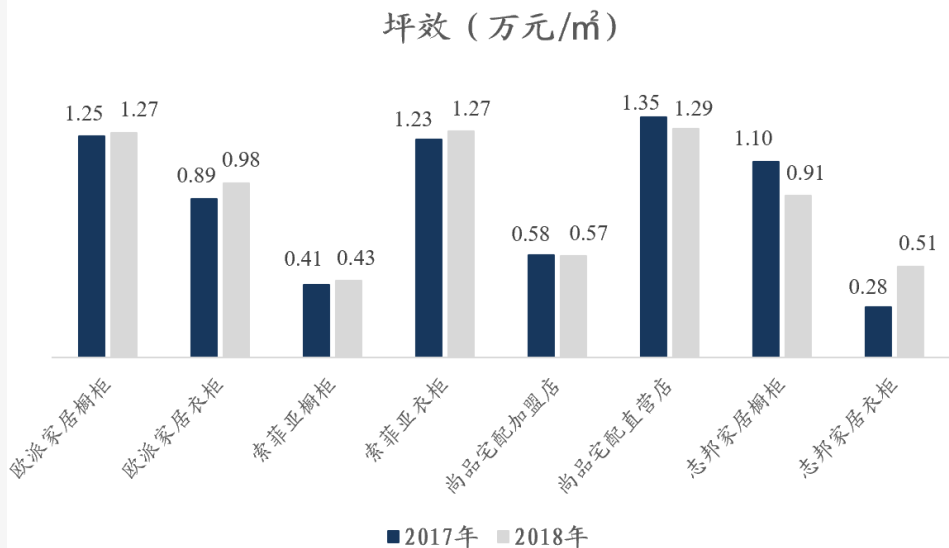


数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

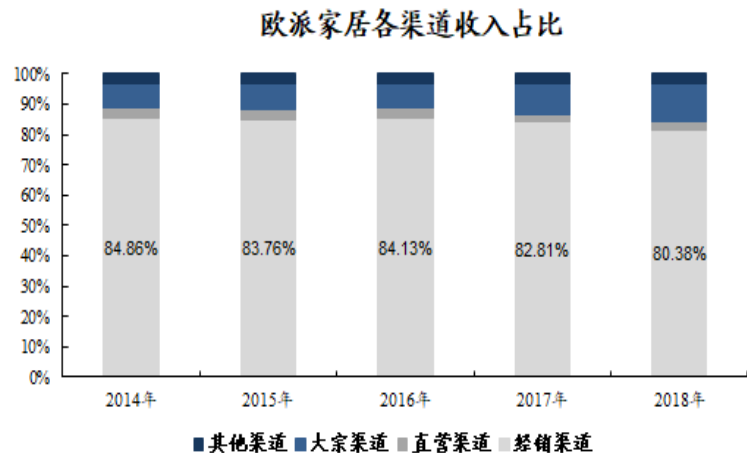
## 4.2 渠道力验证：坪效决定扩张能力

- **门店效率：所谓的“渠道质量”！**
  - 欧派家居在衣柜、橱柜均有较高的门店效率，且18年均处于提升状态，保障门店持续扩张的能力。
  - 索菲亚在衣柜赛道有较高的门店效率、尚品宅配的直营门店效率相对偏高。
- **渠道结构：欧派家居和尚品宅配相对丰富。**

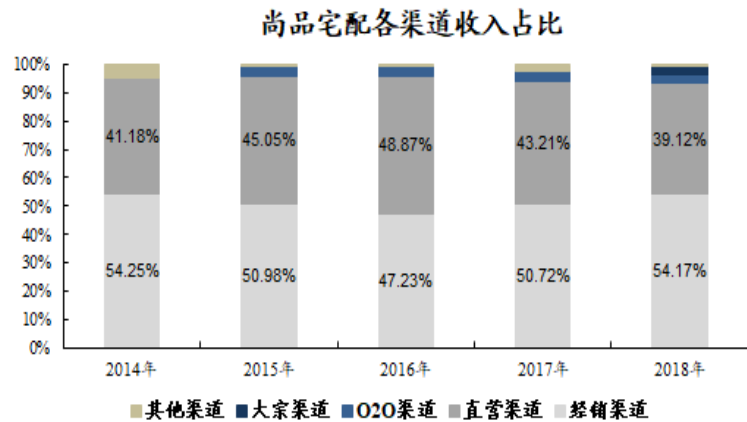
图表89：坪效（单位：万元/m<sup>2</sup>）



图表90：欧派家居各收入渠道占比



图表91：尚品宅配各渠道收入占比

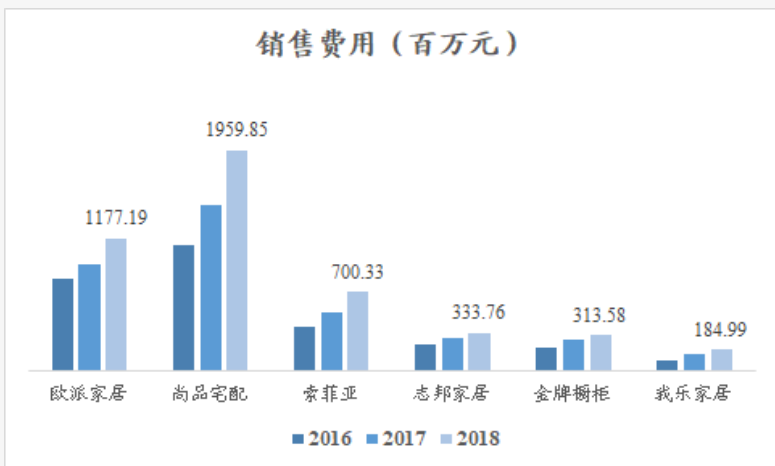
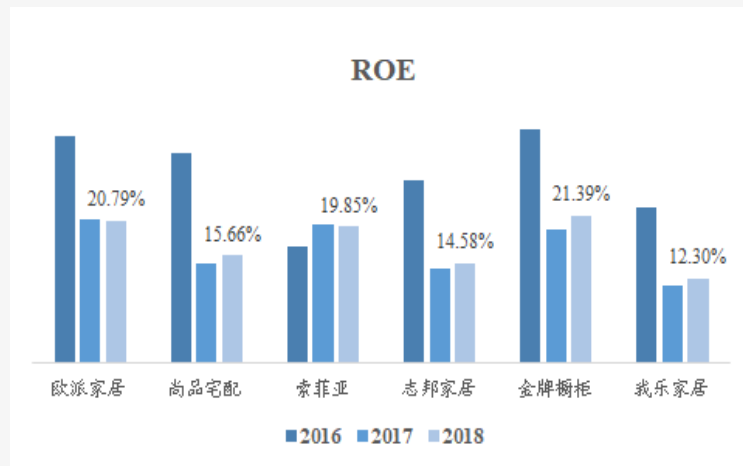
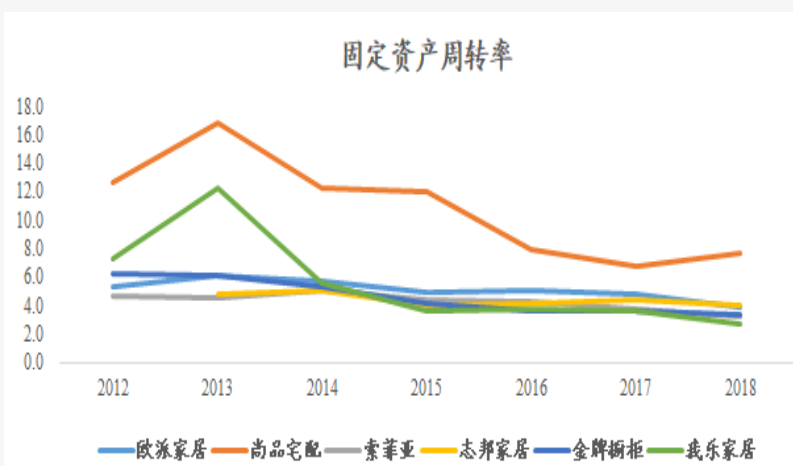
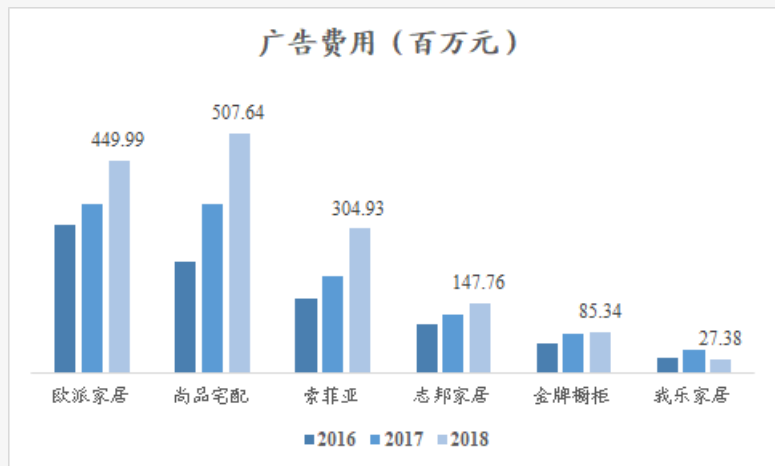


数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

## 4.3 品牌力验证：营销投入利于品牌建设

■ **营销投入：**尚品宅配逆势增加广告费用支出，2018年总支出额达5.08亿行业居首。

图表92：各公司营销投入&效益一览



| 经营性现金流/净利润 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 欧派家居       | 1.98 | 3.07 | 2.35 | 1.28 | 1.58 | 1.44 | 1.28 |
| 尚品宅配       | 1.38 | 1.90 | 3.20 | 3.26 | 2.81 | 2.31 | 1.36 |
| 索菲亚        | 1.16 | 1.39 | 1.07 | 1.84 | 1.87 | 1.37 | 1.14 |
| 志邦家居       |      | 1.72 | 1.58 | 1.21 | 1.67 | 1.69 | 1.36 |
| 金牌橱柜       | 2.63 | 3.33 | 2.01 | 4.00 | 2.59 | 2.14 | 1.55 |
| 我乐家居       | 0.56 | 1.43 | 1.50 | 1.43 | 2.12 | 2.67 | 1.29 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 第五章：投资建议与风险提示



## 5.1 投资要点

- 总结国外巨头成长经验，多维度比较国内龙头竞争力，首选欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居：
  - ✓ 欧派家居整装模式渐入佳境，多品类、多渠道雏形已现，积极补足信息化短板，成长具有强可持续性；
  - ✓ 尚品宅配第二代全屋定制领跑，互联网基因优秀，整装渠道持续探索，具有长期成长活力；
  - ✓ 索菲亚橱衣木多品类深度融合、高效引流，生产效率及成本优势突出，积极补足渠道短板，静待业绩好转；
  - ✓ 志邦家居橱柜高性价比、衣柜/木门高速扩张，全屋定制稳步落地，大宗渠道贡献重要增长点，低估值优质品种。

图表93：定制龙头估值对比

|      | 股价    | 总市值/亿  | 净利润/亿 |        |       |        | PE    |       |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
|      |       |        | 2019E | YOY    | 2020E | YOY    | 2019E | 2020E |
| 欧派家居 | 98.05 | 412.00 | 18.85 | 19.90% | 22.34 | 18.60% | 21.86 | 18.44 |
| 尚品宅配 | 77.49 | 153.96 | 6.00  | 25.70% | 7.29  | 21.60% | 25.66 | 21.12 |
| 索菲亚  | 17.00 | 156.98 | 10.74 | 11.90% | 12.10 | 12.70% | 14.62 | 12.97 |
| 志邦家居 | 17.68 | 39.49  | 3.23  | 18.20% | 3.89  | 20.60% | 12.22 | 10.15 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5.2 风险提示

- **地产调控超预期：**家居行业为典型的地产后周期行业，若房地产行业政策调控收紧，将导致地产竣工、成交数据增速下滑，进而对家居市场销售造成不利影响，可能拖累龙头的收入表现。
- **品类拓展不达预期：**跨品类大家居模式是龙头打开成长天花板的重要路径，也是提供消费者一站式购齐服务的核心。若家居企业开拓新品类不顺、仅依赖于单一品类，则增长空间有限。
- **渠道布局低于预期：**传统渠道开店增速不达预期可能拖累营收增长；新渠道方面若整装、新零售、家装渠道整合进度低于预期，可能难以抵抗精装趋势下的零售客流下滑。

# 东吴证券财富家园