

推荐 (维持)

家居建材流通渠道研究：变革时代，模式迭代

2018 年 08 月 01 日

重点公司

重点公司	EPS		评级
	2017	2018E	
帝欧家居	0.41	1.77	审慎增持
伟星新材	0.81	1.03	审慎增持

相关报告

《常州出台重点污染源强制减排方案，长三角水泥供给进一步收紧——非金属建材行业周报（2018.7.23-2018.7.29）》
2018-07-29

《华东水泥价格提前上涨，反弹继续优选基本面超预期个股——非金属建材行业周报（2018.7.16-2018.7.22）》
2018-07-22

《反弹窗口优选业绩超预期个股——非金属建材行业周报（2018.7.9-2018.7.15）》
2018-07-16

分析师：

李华丰

lihuafeng@xyzq.com.cn

S0190517050001

陈晨

chenchen90@xyzq.com.cn

S0190518070006

研究助理：

石峰源

shifengyuan@xyzq.com.cn

投资要点

- **家居建材市场万亿规模，低速增长，期待诞生一批伟大的家居建材企业。**我国家居建材市场规模超 4 万亿，未来地产增速趋缓，但受益二次装修放量、人均收入提高、城镇化水平提高等因素，对比美国，我国家居建材市场仍将保持低速增长，庞大的中国家装市场有望孕育出一批伟大的家居建材企业。
- **国内建材家居市场流通低效，商业模式持续迭代。**商品的流通核心是效率，建材家居品类大都属于半成品，需要产品的安装施工服务来完成最终的交付，因此其流通具有销售链条长、决策单元多、信息不对称等特征，流通效率普遍较低，同时主力消费群从 60-70 后向 80-90 后迁移，消费方式变化明显，两者共同推动了商业模式的持续迭代。
- **线下流通渠道丰富，线上流通尚起步。**线下流通中，工程市场受益精装房比例提升，近年来蓬勃发展，房产商话语权随之持续提升；零售市场则因受到房地产增速下滑、精装房及线上销售挤压等的影响，规模略有压缩。线上流通近年来发展迅速，但由于家居建材产品具有非标化明显、重安装施工等特点，占比仍有限。
- **零售渠道流量入口多样，趋于整合。**从流量入口角度看，工程端房地产商掌握了绝对话语权，零售端则较为散乱，家装公司、门店、工长、设计师等皆掌握部分流量，加大了家居建材企业对零售渠道的拓展及管控难度，并最终导致零售市场高度分散的现状，目前入口整合有所加速，新的模式不断涌现，最典型的如整装模式，它满足了 80-90 后消费者一站式的采购需求和提高了流通效率，在城市区域运营上突飞猛进，但在异地扩张上仍有较多难点需要解决。
- **身处行业变革期，品类各展其长。**各家居建材品类近年来纷纷上市，根据各渠道的痛点选择适合自身的发展方向。规模经济明显的品类在承接工程订单时具有优势，利用上市机遇把握精装修大发展时期，扩大自身规模，以便未来反哺零售；针对零售市场，企业应立足产品创新，坚持全渠道运营，持续提升品牌的美誉度，方可实现份额持续提升。
- **重点推荐目前全渠道运营领先的帝欧家居以及深耕零售市场的伟星新材，关注三棵树、蒙娜丽莎、友邦吊顶、惠达卫浴、东方雨虹。**

风险提示：房地产市场超预期下滑、精装修推进不及预期、经销渠道拓展不及预期等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



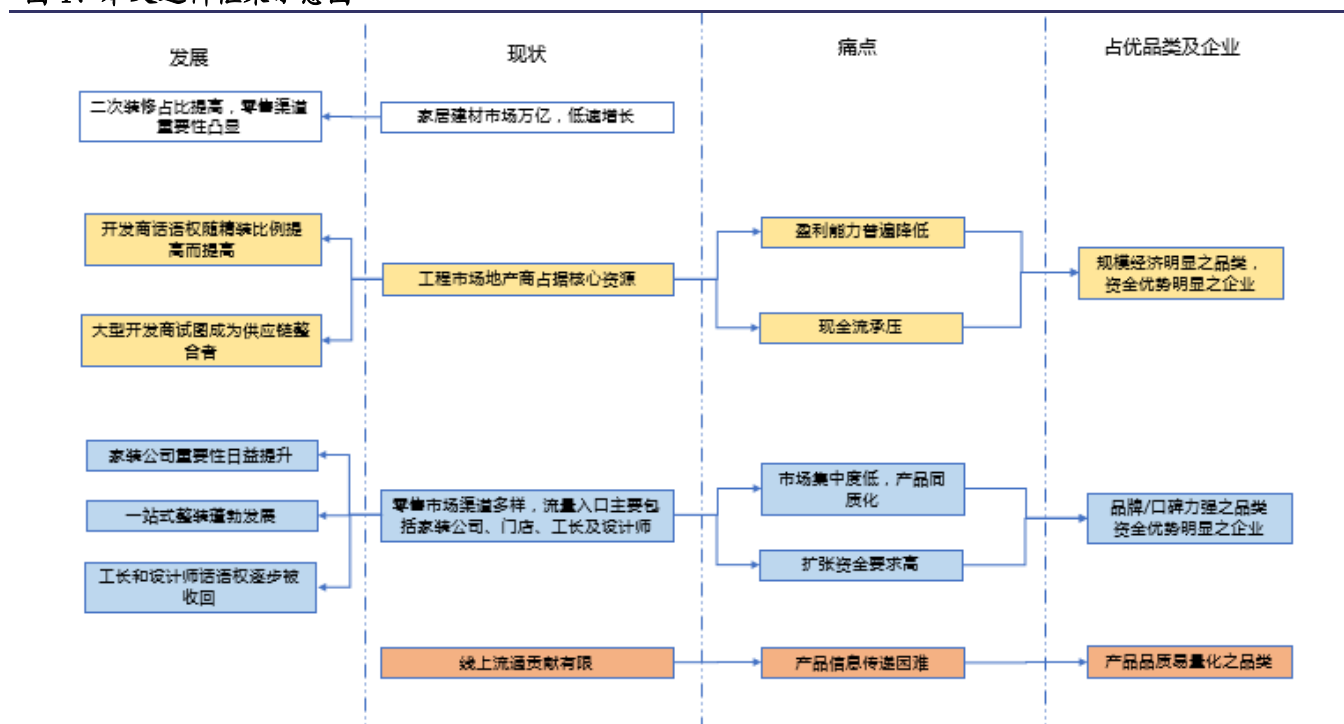
目 录

1、家居建材市场庞大	- 6 -
1.1、经济环境对需求起到有力支撑	- 6 -
1.2、家居建材市场万亿，低速增长	- 7 -
2、线下流通渠道	- 8 -
2.1、工程市场：地产商话语权居首	- 8 -
2.2、零售市场：渠道多样，规模略有压缩	- 14 -
3、线上流通：互联网应用各有不同	- 17 -
4、寻找家居建材流通市场的流量入口	- 19 -
4.1、精装房：地产商逐步成为供应链整合者	- 20 -
4.2、毛坯房及存量房改造：整装公司大有可为	- 22 -
4.3、多品类运作，扩大流量入口	- 30 -
5、渠道百花齐放，品类各展其长	- 32 -
5.1、直销渠道：规模经济及资金优势见长者乘势而上	- 32 -
5.2、经销渠道：面子看品牌、里子重服务	- 34 -
5.3、尚需探索的互联网渠道	- 39 -
6、投资建议	- 40 -
7、风险提示	- 40 -
图 1、本文逻辑框架示意图	- 4 -
图 2、我国商品房销售面积及增速	- 6 -
图 3、我国房屋施工面积及增速	- 6 -
图 4、我国常住人口及户籍人口城镇化率	- 6 -
图 5、全国居民人均可支配收入及实际增长	- 6 -
图 6、中国居民消费结构	- 7 -
图 7、我国家居建材市场规模及增速	- 7 -
图 8、2013-2017 年家居建材市场构成（单位：亿元）	- 7 -
图 9、我国装饰材料市场规模（单位：亿元）	- 7 -
图 10、我国装饰材料市场占比	- 7 -
图 11、全装修房屋占比	- 8 -
图 12、我国精装房规模及占当期竣工套数比	- 9 -
图 13、推进全装修发展相关政策	- 9 -
图 14、中国地产商 TOP10 及 TOP20 市占率	- 10 -
图 15、房地产商采购方式	- 11 -
图 16、精装修市场重点建材部品配置率	- 11 -
图 17、欧派家居工程与零售业务增速（万元）	- 12 -
图 18、欧派家居收入结构	- 12 -
图 19、志邦股份工程与零售业务增速（万元）	- 12 -
图 20、志邦股份收入结构	- 12 -
图 21、欧诺神工程与零售业务增速（万元）	- 12 -
图 22、欧诺神收入结构	- 12 -
图 23、工程业务供应商重要特征	- 13 -
图 24、家居建材零售渠道	- 14 -
图 25、不同地区家居家装消费者装修方式选择	- 15 -
图 26、金螳螂家采购模式	- 15 -
图 27、家居建材门店布局方式	- 16 -
图 28、家具、五金及装饰材料零售市场成交额及增速	- 16 -
图 29、我国建材家居卖场销售额及增速	- 16 -

图 30、连锁家居建材商店景气度下降	- 16 -
图 31、互联网家装市场规模走势	- 17 -
图 32、互联网家装用户年龄分布	- 17 -
图 33、中国互联网家装行业发展历程	- 17 -
图 34、惠达卫浴网络销售收入及占内销收入比例	- 18 -
图 35、家居建材线上门店购买力有限	- 19 -
图 36、住房装饰子行业增长情况	- 19 -
图 37、2017 年销售面积前五大地产商（单位：万方）	- 20 -
图 38、采筑平台服务内容	- 20 -
图 39、恒腾互联网服务收入（万元）	- 21 -
图 40、2016-2017 年北上广深二手房与新房成交量之比变化情况	- 22 -
图 41、家装公司发展趋势	- 23 -
图 42、金螳螂网络采购平台	- 24 -
图 43、一站式整装优势及痛点	- 24 -
图 44、东易日盛速美超级家业务营业收入及增速	- 25 -
图 45、PINGO 国际销售额	- 26 -
图 46、各企业大力拓展渠道	- 27 -
图 47、2016 年家居装饰及家具行业零售销售渠道分布（销售收入口径）	- 28 -
图 48、我国连锁家居装饰及家具商场零售销售额情况	- 28 -
图 49、品牌家居连锁卖场全国网点分布	- 29 -
图 50、2017 年家居建材企业经销商专卖店数	- 29 -
图 51、“虹哥汇”工长平台	- 30 -
图 52、大自然多品类业务发展	- 30 -
图 53、家居建材企业业务拓展	- 31 -
图 54、管材上市公司毛利率（%）	- 32 -
图 55、各企业经营活动产生的现金流量净额/营业收入（%）	- 33 -
图 56、工程端业务优点与痛点	- 33 -
图 57、工长/设计师选择品牌考虑因素	- 35 -
图 58、供应链管理对库存周转率影响度大	- 36 -
图 59、商家口碑影响消费者决策	- 37 -
图 60、“面子”产品注重广告宣传	- 37 -
图 61、家居家装消费者选择装修服务考虑因素 TOP3	- 38 -
图 62、伟星新材“星管家”服务	- 38 -
图 63、互联网渠道痛点	- 40 -
表 1、各国成品住宅渗透率	- 9 -
表 2、大型房产商精装修房比例	- 10 -
表 3、中国房地产开发企业 500 强首选品牌	- 13 -
表 4、不同群体选择装修方式	- 14 -
表 4、2017 年中国二手房销售情况	- 22 -
表 5、各家居建材类产品使用年限	- 23 -
表 6、定制家居企业品类拓展	- 26 -
表 7、部分上市公司 IPO 募投渠道情况	- 27 -
表 8、家居建材市场门店分布	- 28 -
表 9、直销渠道优势与痛点	- 32 -
表 10、经销渠道优势与痛点	- 34 -
表 11、各家居建材板块市场分散度高	- 34 -
表 12、各企业 IPO 单门店投资额	- 36 -
表 13、相关重点公司盈利预测与估值表（2018-7-30）	- 40 -
表 14、报告中提及的家居建材流通渠道代表企业	- 41 -

研究框架

图 1、本文逻辑框架示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

主要结论

- 1) 从现状来看，地产商集中度及精装房比例的提升，以及公建中对品牌质量重视度的提升，使得下游主要为工程客户的家居建材企业获得高速增长；而零售市场则由于受到房地产增速下滑、精装房及线上销售挤占市场份额等影响，整体市场规模自 2015 年起有所下滑。但长期看，庞大的中国家装市场是家居建材企业共同面对的红利。
- 2) 房地产成熟市场如美国，“家装后市场”占家装建材市场需求的 90%，因此零售市场长期来看将是企业争夺资源的主要战场。从家居建材市场门店营业面积、从业人员等指标来看，目前零售市场的低迷正迫使部分小企业退出市场，行业洗牌已经发生。
- 3) “集采”模式将是地产商甚至家装公司越来越多采用的方式。“集采”模式之所以可以实行，源自采购方话语权的提高：精装修挤压零售市场需求，地产商话语权提高，采用“集采”模式；消费升级导致家装公司代替零工模式，家装公司话语权提高，采用“集采”模式。其中收回的主要是工长及设计师的话语权，以及采取大客户战略后家装公司的部分话语权。总体趋势上，“集采”使得家居建材企业的下游集中于专业客户，将有利于质量稳定、高性价比的品牌

扩大市场份额。

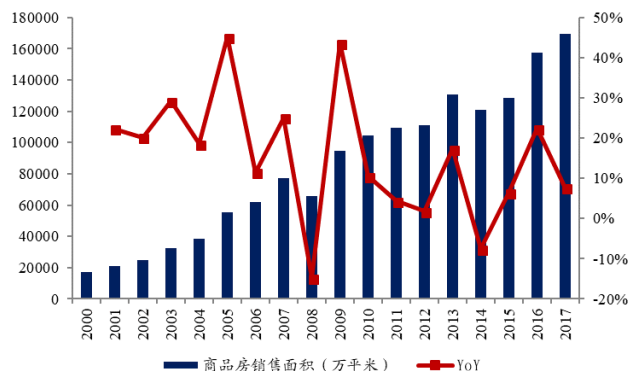
- 4) 直销渠道的痛点主要在于利润空间的压缩及资金流的压力，规模企业及上市企业在资金方面具有优势，且部分品类规模效益显著，虽价格受到挤压，盈利水平却可稳中有升。这类品类近年来搭乘精装房之风，实现高速增长，为后续发展零售业务做好品牌与规模的铺垫。
- 5) 经销的痛点主要在于产品同质化、渠道管控困难、以及扩张资金要求高几方面。渠道管控需要企业多年的经验积累，越早布局零售市场的企业普遍具有较强的先发优势；家居建材类门店投入资金较高，使得企业对新开门店补贴较大，平均每家门店补贴在5万元左右，规模企业及上市企业具有资金优势以铺设渠道。目前零售市场集中度十分低下，我们认为在消费升级的背景下，两类企业有望脱颖而出：品牌效应显著的“面子”产品（logo可见产品）及服务质量过硬的“里子”产品（隐蔽工程产品）。规模企业由于具有资金实力，在对品牌的广告投入、经销商的服务和施工人员的培训上都更具优势，有望逐步提高零售端的品牌集中度。
- 6) 基于流量入口考虑，未来一站式整装有望占据越来越多的家居装修市场份额。整装企业对家居建材，特别是对基础类家居建材提供商不仅在产品品质，更将在服务能力方面提出更高要求，加速行业洗牌。而与工程客户有过良好合作经验的品牌，也将受到整装公司更多的青睐。
- 7) 考虑到家居建材产品普遍具有非标化、半成品属性，网络渠道的发展具有一定瓶颈，目前更多起到导流作用。但标准化程度高、品质易量化的产品如智能马桶、五金卫浴，在线上渠道则大有可为。
- 8) 多品类运作是目前许多家居建材品牌发展的方向，不仅可以用已成熟的品牌带动其他产品，扩大企业的流量入口，还将抬高市场天花板，并且在一定程度上提高品牌知名度、提高客单价、分散经营风险等。虽然木作家具及材料企业在拓展方面具有先天优势，我们认为其他品类在各自专业领域的拓展空间仍十分可观。
- 9) 推荐标的：工程类占优企业近年来搭乘精装房之风，实现高速增长，为后续发展零售业务做好品牌与规模铺垫，重点推荐规模经济明显、资金实力突出的瓷砖行业工程业务龙头帝欧家居；零售类占优企业现金流质量高，盈利能力强，渠道壁垒明显，将显著受益于二次装修放量带来的市场回暖，以及消费升级带来的品牌聚集度提升，重点推荐PPR龙头伟星新材；关注三棵树、蒙娜丽莎、友邦吊顶、惠达卫浴、东方雨虹。

1、家居建材市场庞大

1.1、经济环境对需求起到有力支撑

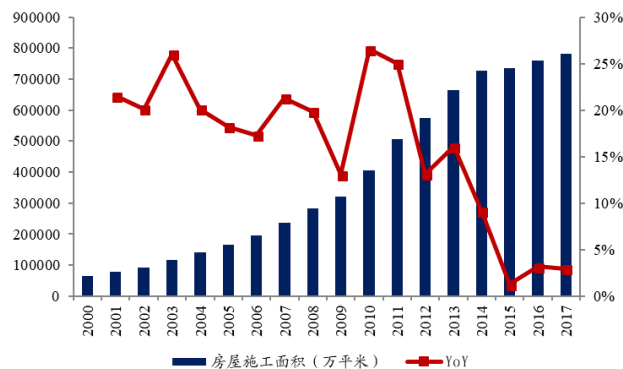
我国商品房销售面积及房屋施工面积增速分别在 2009 年及 2010 年达到高点后，逐步下降。进入 2017 年，商品房销售面积增速降低为 7.66%，房屋施工面积增速降低为 3%，但仍保持低速增长态势，为家居建材市场的需求起到有力支撑。

图 2、我国商品房销售面积及增速



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

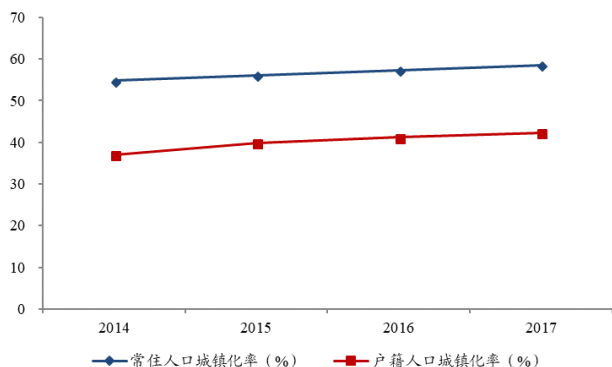
图 3、我国房屋施工面积及增速



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

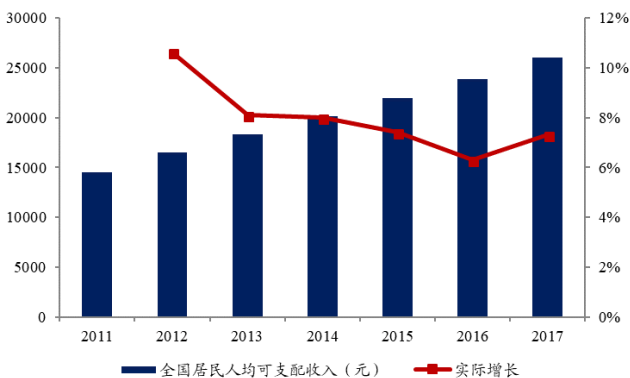
同时，我国城镇化水平及人均可支配收入近年来持续提升：户籍人口城镇化率从 2014 年的 37.10% 提高到 2017 年的 42.35%，常住人口城镇化率从 2014 年的 34.77% 提高到 2017 年的 58.52%；全国居民人均可支配收入从 2011 年的 14551 元提高到 2017 年的 25974 元，都为家居建材市场提供了消费保障。

图 4、我国常住人口及户籍人口城镇化率



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

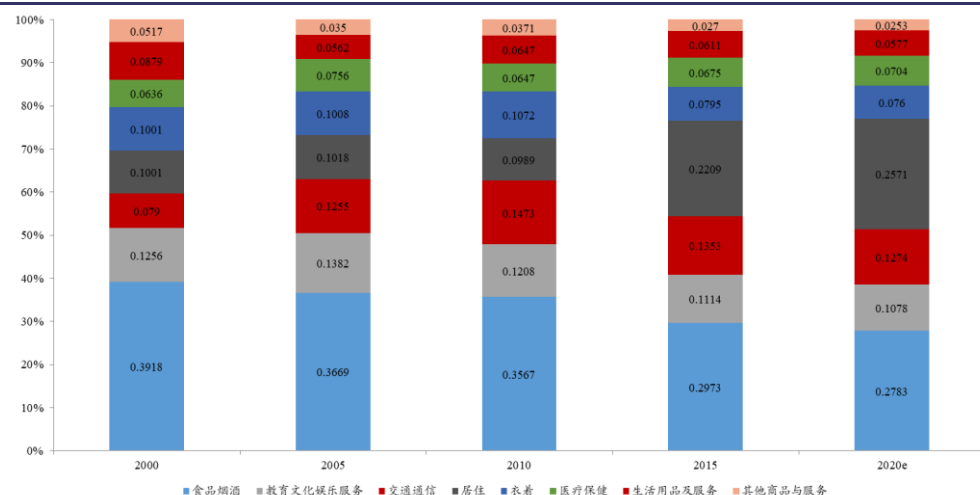
图 5、全国居民人均可支配收入及实际增长



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

除此之外，据亿欧智库统计，随人均可支配收入的提升，中国居民消费结构也发生了明显改变，居住等消费支出明显增加。2000 年城镇居民个人平均居住支出 500.49 元，2015 年个人平均居住支出达到 4726 元，占消费总支出 22.09%。据亿欧智库预计，2020 年居住支出比例将达到 25.71%。

图 6、中国居民消费结构



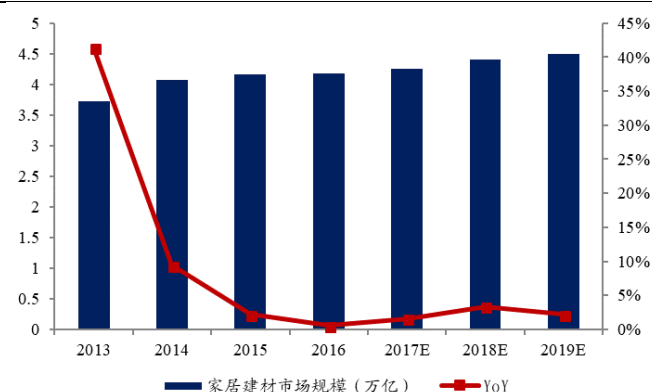
资料来源：wind、亿欧智库、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、家居建材市场万亿，低速增长

家居建材作为装修的必备材料，内涵十分丰富，如果按照硬装与软装分类，既包括天花板、瓷砖、门、窗、锁、玻璃、地板、涂料、管材、石膏板、开关筒射灯、橱柜、厨卫等硬装产品，也包括了如装饰灯、壁纸、地毯、窗帘、可动家具等软装产品。

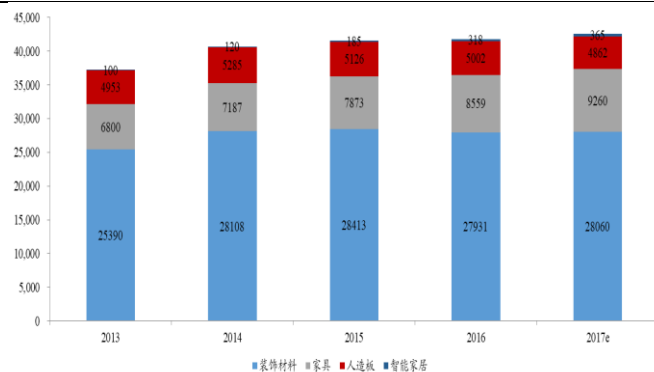
正因这种丰富的内涵，家居建材的市场规模十分可观：据亿欧智库统计，我国家居建材市场规模在2016年达到4.18万亿，预计在2019年将达到4.5万亿。其中，装饰材料规模2.8万亿元（陶瓷规模接近5000亿元，管材规模接近1000亿元，吊顶规模450亿元），家具规模9000亿元以上，人造板规模接近5000亿元。

图 7、我国家居建材市场规模及增速



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2013-2017 年家居建材市场构成（单位：亿元）



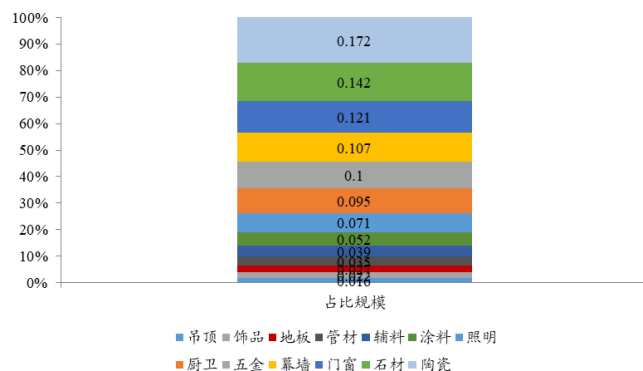
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、我国装饰材料市场规模（单位：亿元）

图 10、我国装饰材料市场占比



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

在家居建材庞大的市场中，从 2016 年开始，部分领军企业纷纷上市，借助资本的力量实现快速崛起。目前家居行业上市公司已经超过 30 家，新三板 90 余家，IPO 排队企业 20 余家。借助资本的力量，各企业快速扩张形成规模壁垒和品牌优势，同时消费升级、供给侧改革等现象也使得市场两极分化程度更为明显。企业的发展离不开其产品流通的渠道，能够把握流通市场发展方向的企业，将更有可能在此轮的扩张中获胜。

本文意从家居建材流通的角度，研究生产企业的下游市场的变化，探讨家居建材企业未来的竞争壁垒所在。

2、线下流通渠道

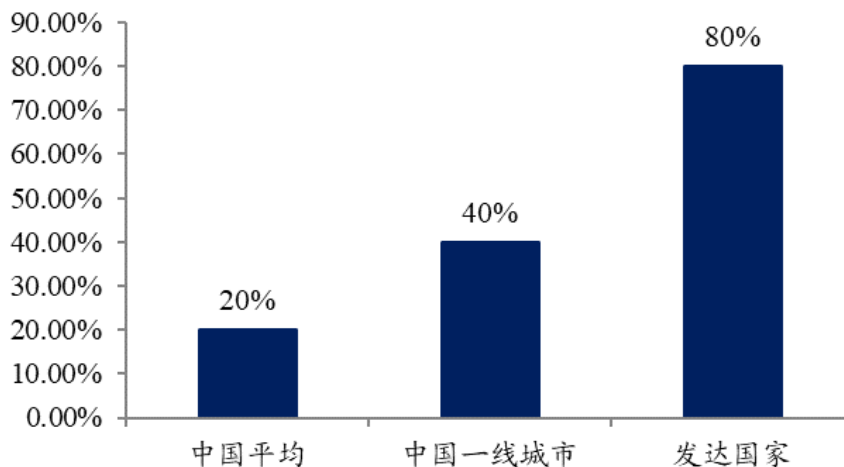
线下流通作为家居建材行业的传统流通方式，目前主要分为工程市场与零售市场。两个市场中的参与者各有不同，但都正在做出更加适应行业发展的改变。由于公建渠道的市场化程度相对较低，本文中对工程市场的讨论主要针对房地产市场。

2.1、工程市场：地产商话语权居首

早在半个世纪前，国外就已经开始推行商品住宅全装修的模式。目前韩国、日本、美国、法国、德国等主要发达国家由于环保、节能、减排、成本等方面的原因，除德国市场上仍有少量毛坯房出售外，其他国家已经不再允许毛坯房销售，并同时在装修及验收标准、节能材料应用、施工合同细则和纠纷解决机制等方面均做了极为详细的规定。尤其是日本，在住宅产业化的推动下，实现了住宅全装修的工业化，日本目前的全装修渗透率基本已经达到了 100%。

我国住宅全装修的历史较短，全装修住宅在我国住宅总量中的占比较低，目前全装修住房渗透率仅为 20%，与发达国家 80% 的比例相差甚远，而即便是北上深等一线城市，全装修住宅渗透率也仅为 30%-40%，未来提升空间巨大。

图 11、全装修房屋占比



资料来源：观研天下、兴业证券经济与金融研究院整理

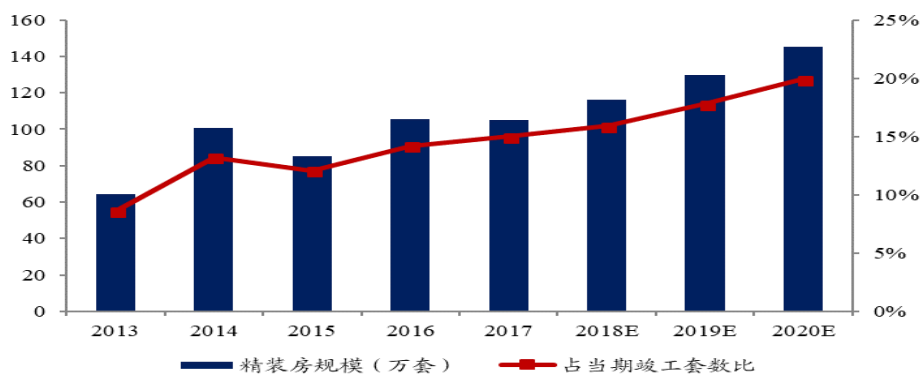
表 1、各国成品住宅渗透率

国家	中国	欧洲
兴起时间	20 世纪 90 年代	20 世纪 50 年代
成品住宅特点	逐渐标准化	简约化、生态节能
渗透率	15%	>80%

资料来源：观研天下、兴业证券经济与金融研究院整理

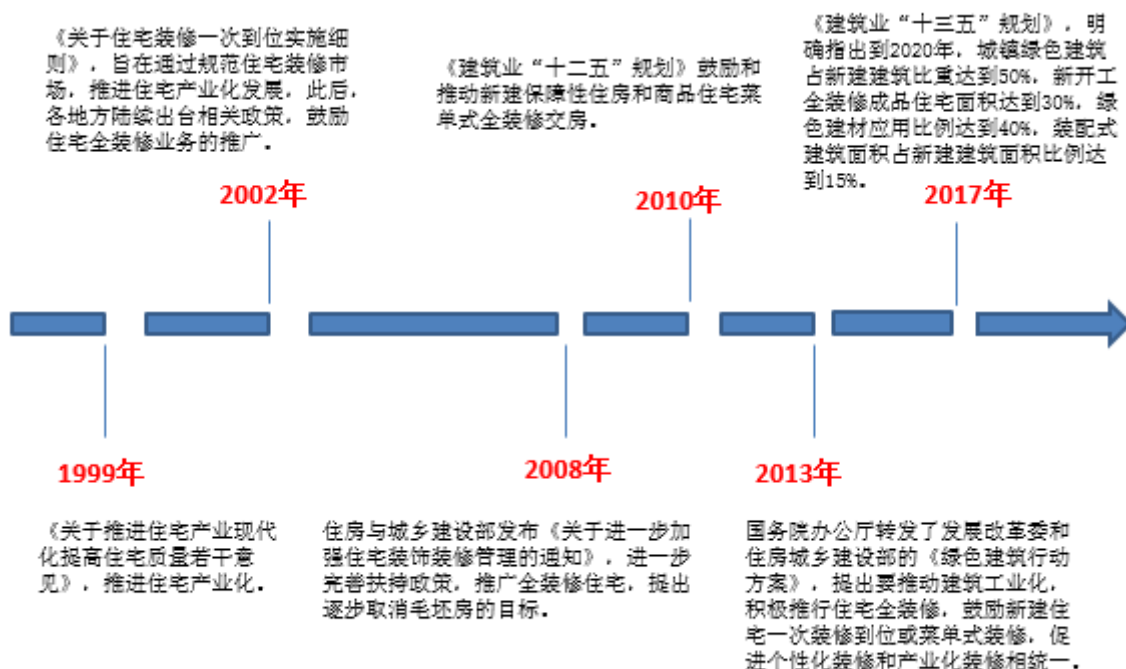
2017 年住房城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》提出，按照住房城乡建设事业“十三五”规划纲要的目标要求，到 2020 年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求、新开工全装修成品住宅面积达到 30%。同时，2017 年被称为“中国房地产市场租赁元年”，“租售同权”的提出将大力推动长租公寓市场的发展，长租公寓集中度高、标准化程度高，是十分适合精装修的房屋类型。我们预计未来在绿色化、住宅产业化的推动下，“毛坯房”有望逐步退出历史舞台。

图 12、我国精装房规模及占当期竣工套数比



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、推进全装修发展相关政策



资料来源：互联网资料、兴业证券经济与金融研究院整理

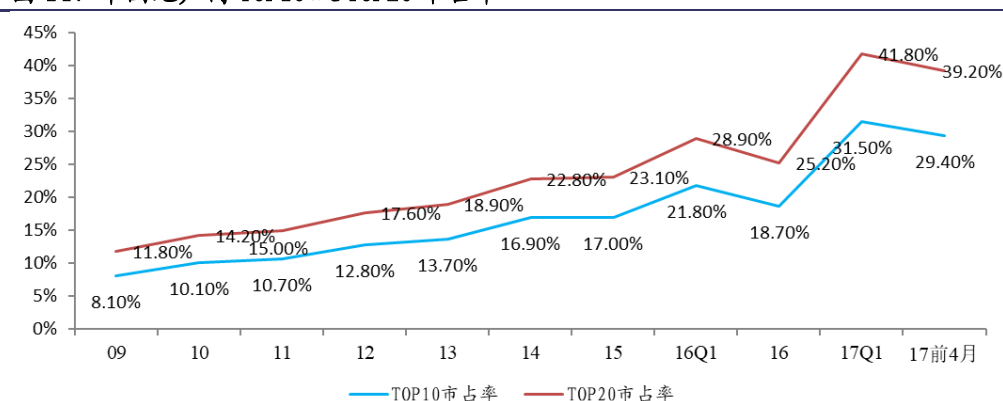
在精装房比例提升的同时，地产商的集中度也在持续提升。据中国指数研究院统计，2012-2017年，地产行业CR10从13%上升到24%，CR20从18%上升到33%，而经调研，大型房产商的精装修房比例普遍高于中小型地产商，两者叠加，国内精装房比例有望快速提高。

表 2、大型房产商精装修房比例

地产商	新房精装修比例
万科、恒大、碧桂园	接近 100%
绿城、华润、金地	50%-60%
其他大部分	较低

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、中国地产商 TOP10 及 TOP20 市占率

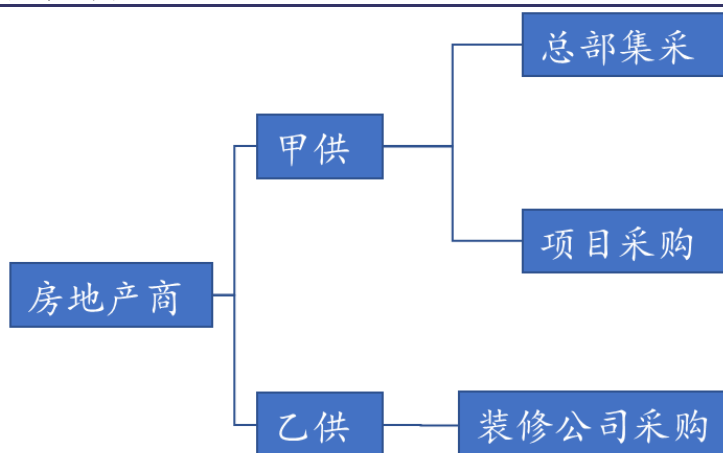


资料来源：搜狐新闻、兴业证券经济与金融研究院整理

在精装修中，目前主要的供应链模式为以房地产商作为资源整合牵头方，从上游采购家居建材，并安排中游如金螳螂、广田、亚厦、全筑等装修企业进行设计和

施工。部分中小型房地产商在安排装修公司进行精装房施工时，会将采购权交于装修公司，由装修公司实行采购。

图 15、房地产商采购方式



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

地产商在采购精装修房所需家居建材时，一般每种品类存在一个采购名录，包含 3-5 家供应商，在名录中的品牌通过招标方式选取，并符合地产商的供应商评价体系标准，一般每 2-3 年会进行一次招标，并签订合作框架协议。具体落实到采购环节，则一般分为总部集采模式，以及项目采购模式。

图 16、精装修市场重点建材部品配置率



资料来源：奥维云网、兴业证券经济与金融研究院整理

总部集采模式：大型地产商如万科、碧桂园、恒大等从多年前就已经开始推行产品标准化，并作为支撑其规模化扩张的重要手段，目前主要是实行总部或下属材料公司集采，即地产商或其材料公司直接与家居建材企业签订合作协议，统一采购或指定采购，在各地开发项目的分公司没有选择供应商的权利。万科有 81 类家居建材通过总部集采，且 2017 年设立采筑平台，在更大规模地扩大了集采范围的同时，协助中小型房地产商共同实现低价采购；恒大早在 2007 年即组建了专门负责材料采购的材料公司，实行“全球统一采购，全国统一配送”的模式；碧桂园的材料设备采购普遍通过统一采购的模式降低成本并实现连锁经营，实施“中央控制，门店执行”体系。

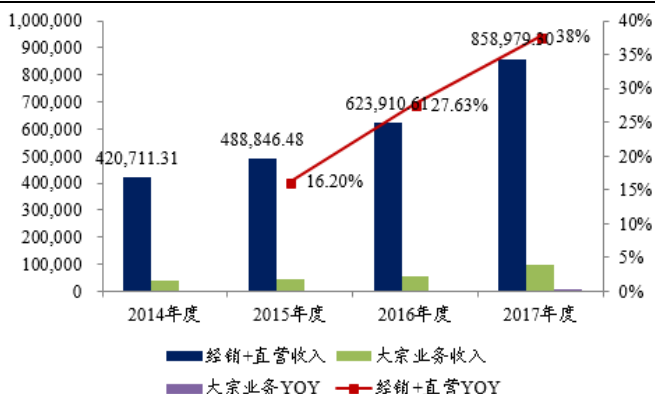
项目采购模式：中型地产商如新城、绿地等则是总部设立产品品牌名录，当地分公司根据在手精装修项目需要，从名录中选择品牌，向当地家居建材经销商进行采购，各分公司选择的大多为在该区域具有较强服务能力的品牌，委托当地经销商和装修公司完成设计和安装服务。

● 精装趋势推动行业洗牌

精装修的兴起对家居建材行业的供应链带来了深刻的影响，如瓷砖、地板、橱柜、厨房用品等在精装修房中标配的品种，目前随着精装修房的比例提升，工程端的销售收入增速普遍高于零售端，工程端收入比重逐步攀升。

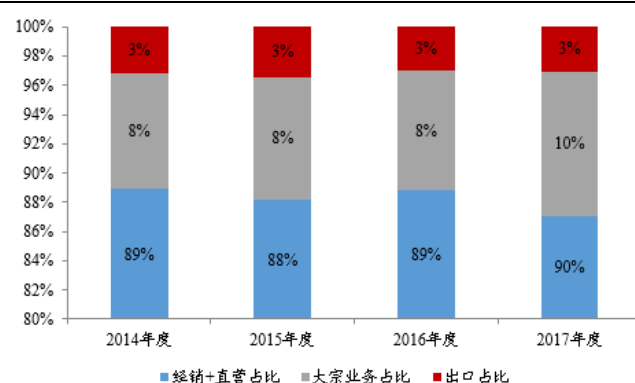
我们以橱柜企业欧派家居、志邦股份，以及瓷砖企业欧神诺为例。欧派家居大宗业务收入由2014年的3.76亿元上升到2017年的9.73亿元，复合增速达到37%，同时期经销及直营收入增长27%；志邦股份大宗业务收入2014-2017年CAGR=34%，直销及经销CAGR=25%；欧神诺2014-2017工程业务收入CAGR=17%，零售业务收入CAGR=11%。工程端市场受益精装房比例提升而获得较高增速的现象已经显现。

图 17、欧派家居工程与零售业务增速（万元）



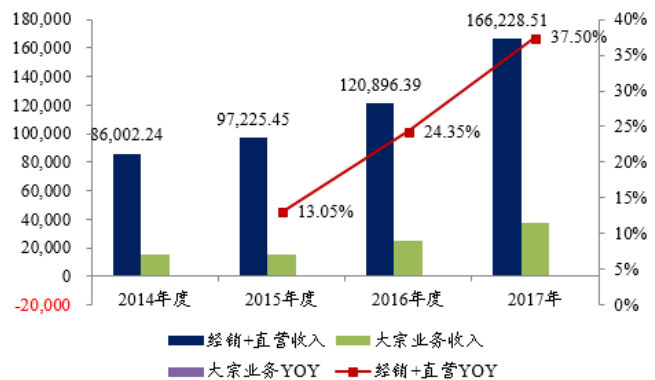
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、欧派家居收入结构



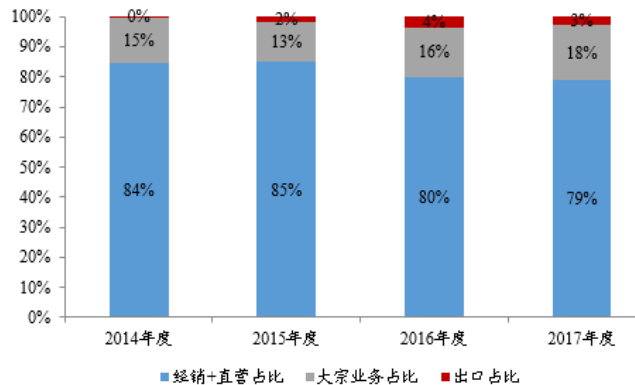
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、志邦股份工程与零售业务增速（万元）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

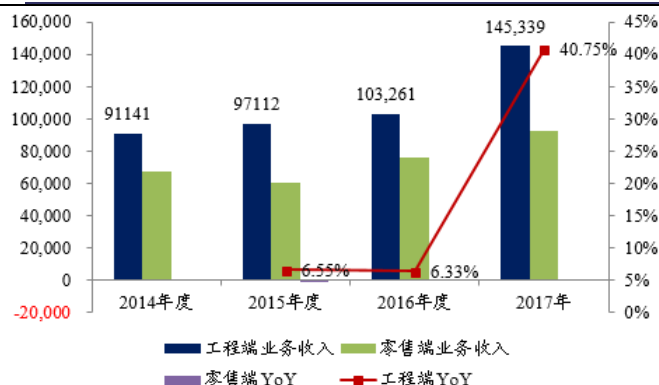
图 20、志邦股份收入结构



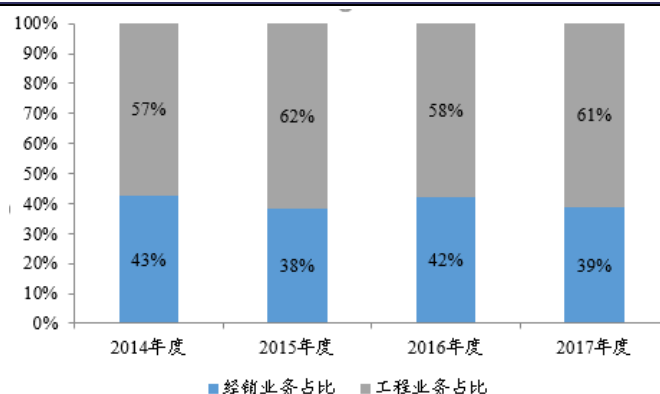
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、欧神诺工程与零售业务增速（万元）

图 22、欧神诺收入结构



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

相比传统的零售市场，房地产商对其供应商的要求更多在于供货的及时性（全国性的产能布局）、资金的垫付实力、产品质量的稳定性、服务响应及时性等方面，从而使具有较大规模、与开发商有过较丰富合作经验，业内具有良好口碑的家居建材企业，更易受到开发商的持续青睐。在 2016-2017 及 2017-2018 年度中国房地产开发企业 500 强首选品牌中，防水材料、涂料、建筑陶瓷、管件管材等家居建材类产品中前 3-4 名普遍为行业中知名度较高、规模较大的企业，且首选率普遍高于 10%。工程端市场的蓬勃发展，很大程度平滑了房地产增速换挡对家居建材需求的缩减。

因此我们认为相比零售市场，家居建材的工程市场集中度提升将更为迅速和明显。

图 23、工程业务供应商重要特征



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 3、中国房地产开发企业 500 强首选品牌

	2016-2017	2017-2018
防水材料		
东方雨虹	32%	25%
科顺	20%	19%
宏源	14%	19%
涂料		
立邦	21%	19%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

三棵树	17%	17%
亚士漆	17%	16%
多乐士专业	17%	14%
建筑陶瓷		
马可波罗	18%	19%
东鹏	14%	14%
蒙娜丽莎	12%	16%
欧神诺	11%	12%
管件管材		
联塑	21%	25%
伟星	16%	14%
日丰	7%	12%

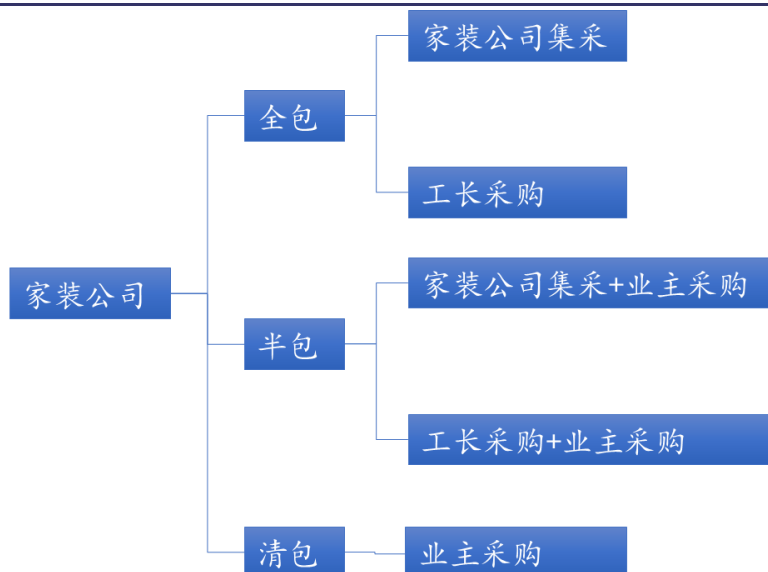
资料来源：新浪新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、零售市场：渠道多样，规模略有压缩

与精装房单纯 B2B 的形式不同，在毛坯房、二次装修等情况下，家居建材的流通包含 B2B 及 B2C 两种模式：目前业主在装修中，主要可以选择清包、半包、全包三种方式，从家居建材流通的角度看，无非是“家居建材生产商→经销→消费者”或“家居建材生产商→经销商→家装公司/工长/设计师→消费者”两种形式。我们把通过家居建材经销商的采购统一划分为家居建材的零售市场。

清包是指业主自行购买所有材料，找装饰公司或装修队伍来施工的一种工程承包方式；**全包**也叫包工包料，所有材料采购和施工都由施工方负责；**半包**是指介于清包和全包之间的一种方式，主料由业主采购，如地板、洁具、瓷砖、地砖、涂料、橱柜、锁具、五金件等，施工方负责施工和辅料的采购，辅料包括如沙子、钉子、水泥等。三种方式中，半包是目前业主选择的主流装修方式，在亿欧智库和美团点评家居对 13 个一、二线城市近一年装修过的部分消费者的调研中，采用半包形式在各收入群体中普遍占到 50% 以上。采用清包形式的消费者在各收入群体中占比普遍在 20% 以下。

图 24、家居建材零售渠道



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

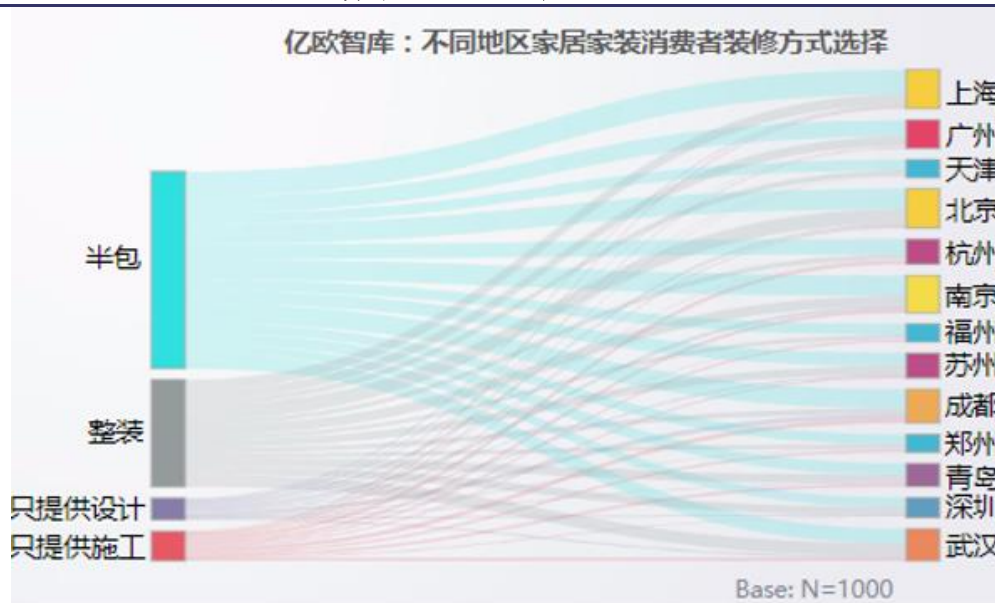
表 4、不同群体选择装修方式

全包	半包	清包
----	----	----

单身贵族	31.3%	62.7%	6.0%
小康家庭	19.60%	65%	15.4%
改善型家庭	26.4%	55%	18.6%
中产家庭	38.9%	49.4%	11.7%
富裕家庭	42.9%	51.2%	6.0%

资料来源：亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、不同地区家居家装消费者装修方式选择

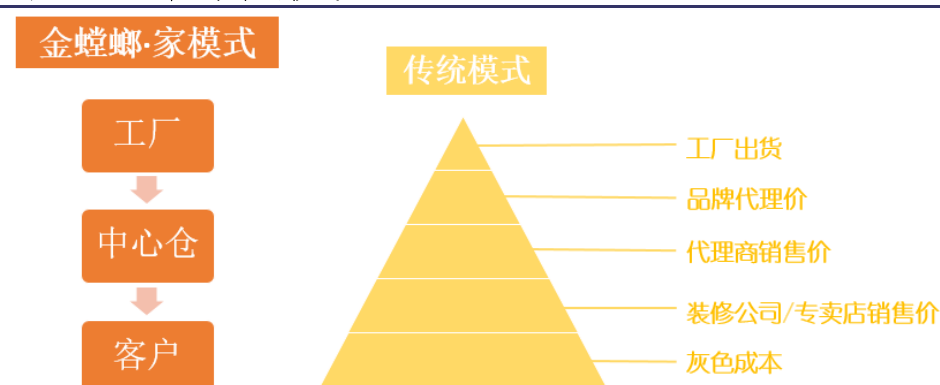


资料来源：亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

根据装修公司规模的不同，其与经销商或厂家的合作形式也不尽相同。

大型装修公司一般和大型经销商或厂家合作，采用直采模式。如金螳螂·家，采用 F2C 全球网络集采模式，降低材料成本。其家装的主辅材采用集中采购，定制品橱柜等采用区域采购，一些通用的辅材公装业务一起采购。借助金螳螂与优质品牌厂商的长期合作关系，公司采购建材的价格一般低于厂家给一级经销商的价格。

图 26、金螳螂·家采购模式



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

规模略小的装修公司，由于设计师拥有“设计主导权”，工长与客户直接接触，装修公司一般将家居建材采购的权利交于设计师或工长。

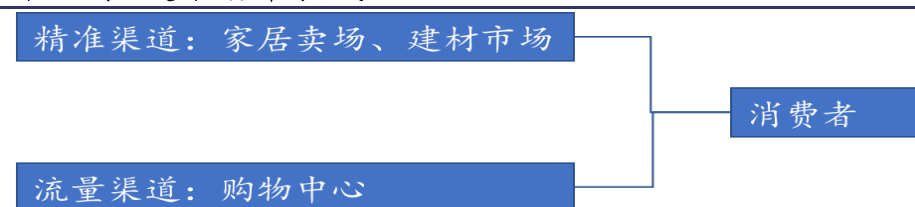
设计师的工作贯穿了整个装修过程，在充分了解客户需求后，将企业的产品设计

到图纸中，客户再根据情况调整，此时客户已经先入为主知道了该品牌的产品和效果，从而很有可能促成购买。目前这种渠道让不少企业和经销商取得了不错的成效，各个企业也竞相模仿，甚至用高于竞争对手的返点方式来争夺设计师，争夺订单。

工长在装修公司都是挂靠的形式，装修公司分包活给工长，中间要扣除诸多提成，包括设计师提成（除设计费外，拿装修款 5 个百分点左右的提成）、装修公司管理费（大的装修公司大概为装修款 12% 左右），税金 3.4%，另外装修公司的大工长一般不直接干活，要拿走 5 个点后分包给小工长。这种模式由于利益流通环节过长，层层抽取分成后，真正到工长手中的利润十分有限，只能靠增项和偷工减料赚钱，也成为家居行业中最被诟病的一环。

业主直接采购通过家居建材门店。家居建材分为经销与直营两种模式，企业传统布店方向基本都是建材城或红星美凯龙、居然之家这类家居卖场和较为精准的获客渠道。近年来，也有越来越多的企业尝试在购物中心、商超中布店，这些选址流量较大，起到广告宣传作用的同时，通过提高与消费者的接触频率，拉近与其距离。

图 27、家居建材门店布局方式



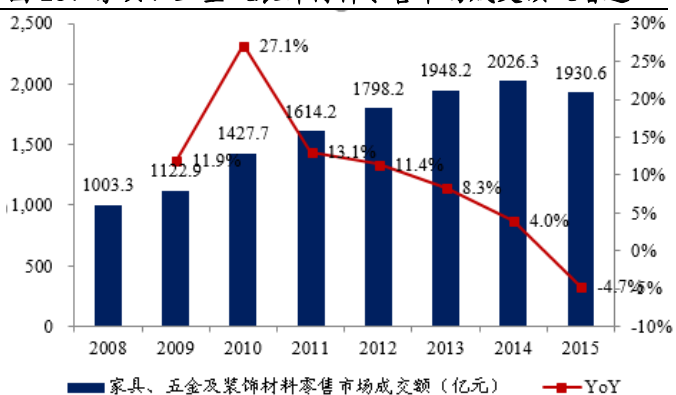
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

● 零售市场近年来增长承压

家居建材零售市场（统计家具、五金及装饰材料）成交额增长率自 2011 年来逐渐下降，并在 2015 年首次出现负增长，成交规模 1930 亿元。建材家居卖场作为零售市场的主要渠道，销售额也从 2014 年开始出现负增长，2017 年更是在 2016 年 9% 的增长后，出现 23% 的下滑，零售市场已基本进入存量博弈阶段。在这种存量博弈下，家居建材零售市场的集中度得以提升，连锁建材商店门店总数、营业面积、从业人数都在 2005 年达到高点后持续下降。

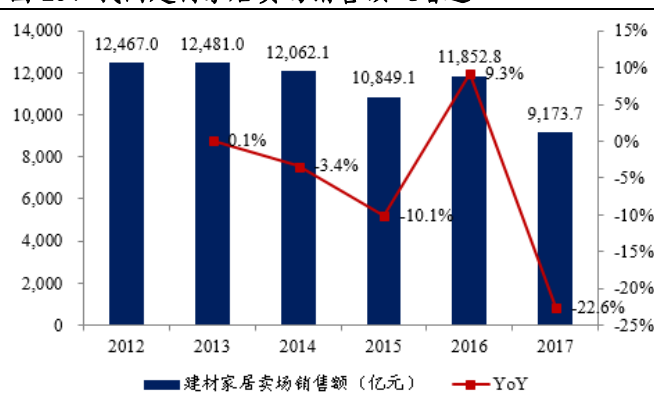
家居建材零售市场的收缩，一方面源自房地产增速的下降，另一方面则因受到精装房和集采趋势、以及线上消费的挤压。考虑到这两大因素在短期内难有逆转，我们判断零售市场的相对低迷也将在短期内持续，促使部分小企业主动收缩甚至退出市场，市场集中度有望得到提升。

图 28、家具、五金及装饰材料零售市场成交额及增速



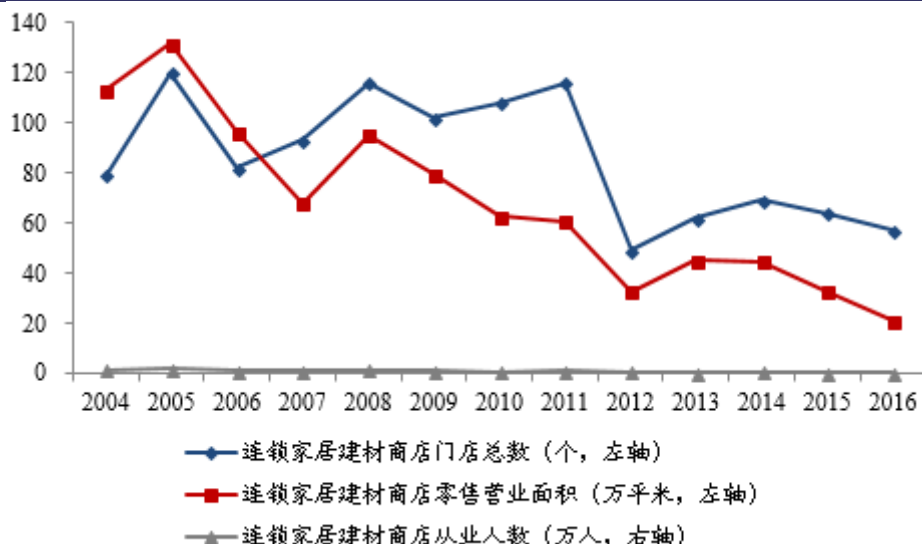
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、我国建材家居卖场销售额及增速



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、连锁家居建材商店景气度下降

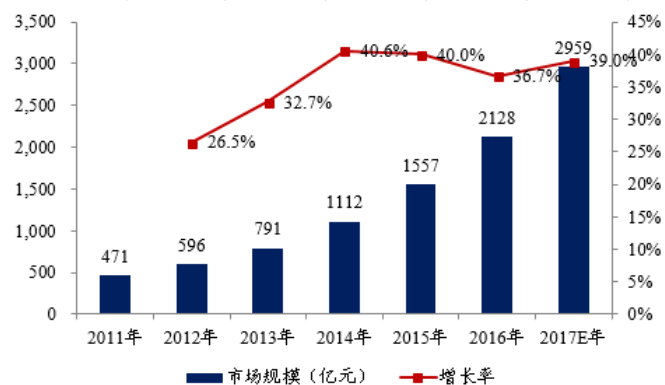


资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

3、线上流通：互联网应用各有不同

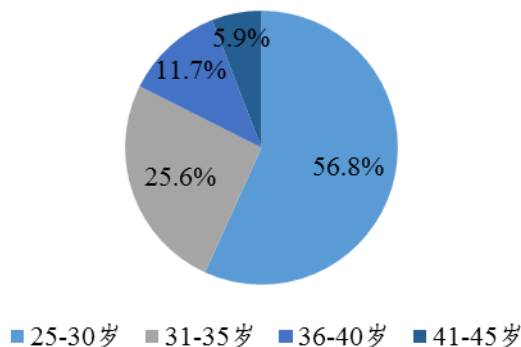
随着 80、90 后逐渐成为家装市场消费的主力军，互联网在家装中的渗透逐年提高。据速途研究数据，2011 年，互联网家装市场规模仅为 471 亿元。在经历转型和探索后，互联网家装市场规模自 2013 年起开始加速增长，2014 年市场规模首次突破千亿元人民币，较上一年增长 32.7%。到 2016 年市场规模达到 2128 亿元，预计 2017 年市场规模达到近 3000 亿。

图 31、互联网家装市场规模走势



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

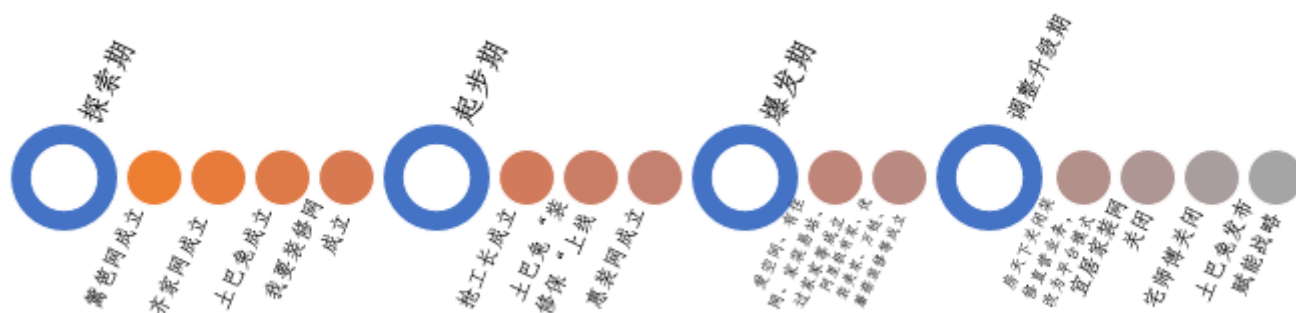
图 32、互联网家装用户年龄分布



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

随着互联网家装的普及，不仅出现了一批如土巴兔、齐家网等互联网家装企业，许多房地产商和家装公司也纷纷布局互联网家装，例如绿地集团创建的绿地诚品家、碧桂园旗下的橙家家装、金螳螂自建的金螳螂家、广田股份与腾讯成立腾广科技、宜华木业和海尔家居共同打造的有住网等。同时，近年来出现了一些地区型的辅材 B2B 采购平台如上海的小胖熊、砖家，北京的好材到家，南京的工头帮等。此外，各家居建材厂商纷纷在网上开设店铺，一定程度上丰富了家居建材的流通渠道。

图 33、中国互联网家装行业发展历程



资料来源：亿欧智库、兴业证券经济与金融研究院整理

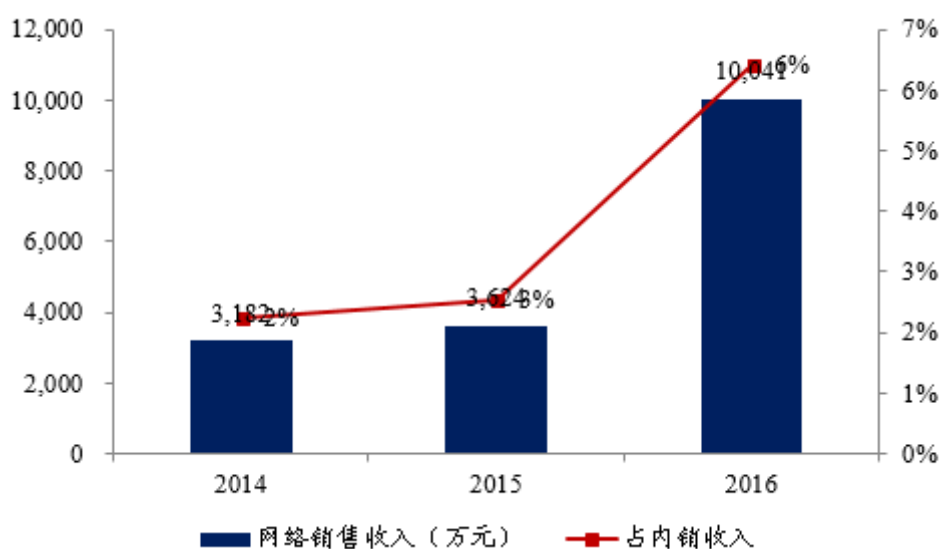
线上家装平台以及辅材 B2B 采购平台，采购家居建材的方式大多为集采，与传统线下家装公司的采购方式类似，预计将对家居建材的品牌集中度提升起到一定的积极作用，在此不做赘述。对于家居建材企业来说，网络直销则为一种区别于线下的流通形式。

1) 标准化产品受益明显

目前，伟星新材、欧神诺瓷砖、马可波罗瓷砖、三棵树、惠达卫浴等一众民族品牌已在天猫开设官方旗舰店，销量逐年攀升。不过由于家居建材标准化程度较低，网络销售的优势并不明显，只有在某些标准化建材家居品类中，网络销售的优势才更为突出。

以卫浴产品为例，相比其他建材产品，本身半成品属性较低，标准化程度较高，需要的施工服务较为简单。惠达卫浴近年来大力拓展网络销售，2015 年网络销售收入 3624 万元，占内销收入 3%，2016 年网络销售收入 1 亿元，占内销收入 6%，收入增速及占比皆快速增长。对惠达卫浴线上销售品类进行拆分，可见智能马桶销量居高，分析其原因，智能马桶相比其他卫浴产品更加注重功能属性，产品品质更易量化，因此在线上的销售更能被消费者接受。九牧卫浴 17 年网络渠道销售额达到 15 亿元，主要销售品类为五金卫浴，同样为标准化程度高、品质易量化的品类。

图 34、惠达卫浴网络销售收入及占内销收入比例

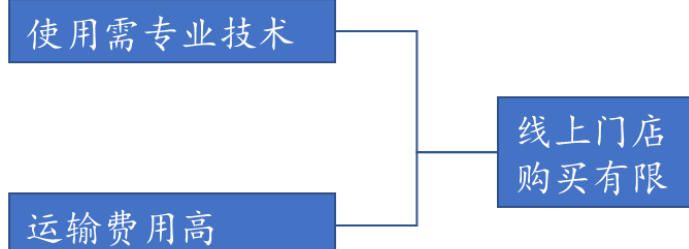


资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2) 线上服务驱动线下销售

家居建材类产品通常在使用时需要较高的专业水平，如瓷砖的铺贴、涂料的涂抹、板材的锯裁等，消费者在网上购买后需自行寻找专业人士进行处理，一定程度上使得消费者直接选择线下购买；同时由于产品普遍重量较高，运输费用高昂，导致线上店铺辐射范围有限，家居建材线上店铺的作用更多是为线下门店引流。在家居建材线上店铺中普遍有设计师或客服与业主对话，在了解业主的需求后为业主对接当地经销商，“从做产品走向做品牌，用服务驱动销售”。

图 35、家居建材线上门店购买力有限



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

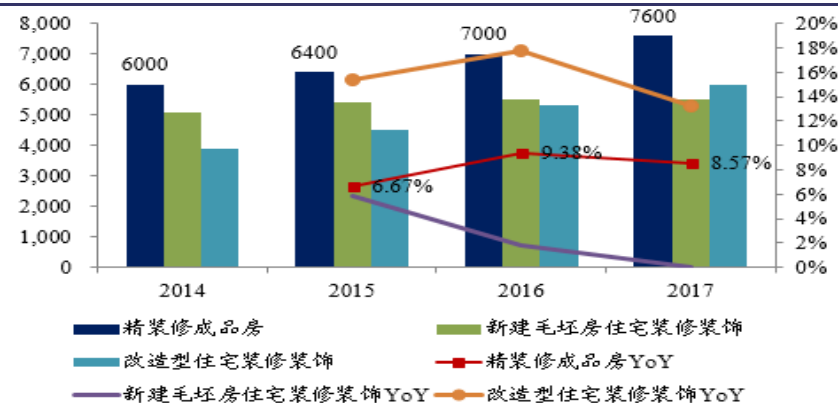
3) 拓宽加深促销活动

部分家居建材企业还利用线上平台与线下门店同时进行事件营销，拓宽了公司的促销区域，也扩大了活动影响力。如 2017 年天猫双 11 狂欢节上，兔宝宝凭借全渠道优势，实现线上线下全国联动，参与活动门店达 261 家，设立全国线下分会场 10 个，活动参与人数多达 55,000 人次，当天兔宝宝天猫旗舰店销售额达到 5,522 万元，整个活动 7 天时间线上销量突破 1 亿元。

4、寻找家居建材流通市场的流量入口

家居建材主要应用于住房装饰，从住房装饰的子行业看，家居建材主要应用于精装房、新建住宅毛坯房、以及改造型住宅装饰三大板块。其中精装修房装修产值在国家政策的推动下稳步扩大，2014-2017 产值 CAGR 达到 8.2%，相对应的，毛坯房装修的产值则趋于平稳，2014-2017 的产值 CAGR 仅 2.5%，随着存量房市场的改造需求逐渐放量，改造型住宅装饰工程装修产值也快速扩大，2014-2017 的 CAGR 达到 15.4%。随着这一趋势的延续，精装房和改造型装饰与毛坯房装修的需求差距将逐步扩大，我们预计未来家居建材的市场将主要来自精装修和存量房的改造。

图 36、住房装饰子行业增长情况



资料来源：中装新网、兴业证券经济与金融研究院整理

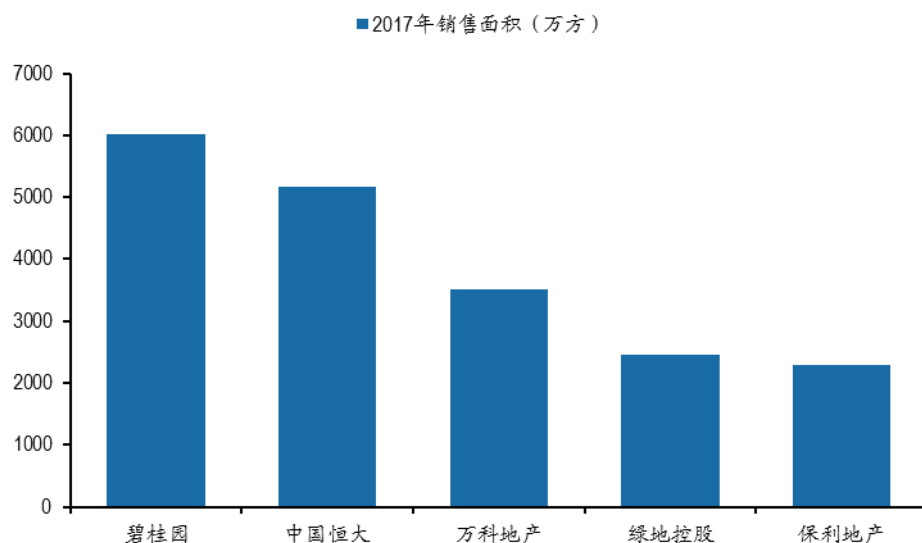
家居建材作为低频的消费产品，相对高频消费品，具有商家知名度较低、产品专

业性较强的特征。消费者大多需要现场的试用或体验，而非一味迷信品牌，因而把握流量入口十分重要。

4.1、精装房：地产商逐步成为供应链整合者

工程端对家居建材的市场需求主要来自新建住房，随新房中精装房比例提高，地产商话语权持续提高。地产供应链上较为明显的痛点包括“交易环境不透明”、“产品质量不稳定”、“供应链管理效率低”、“资金成本压力大”等四大难题，大型房地产商扮演着链条上具有核心话语权的角色，近年来纷纷开始利用自身的优势进行模式创新，力争成为家居建材的供应链服务商，攫取更大利益份额。2017年我国销售面积前三大房地产商中，恒大和万科都成立了集采平台。

图 37、2017 年销售面积前五大地产商（单位：万方）



资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

采筑平台：2017 年底，万科、中城投资、中天集团等联合发起成立的采筑电商平台，是以建筑材料设备采购商城为主体的综合性服务平台。目前，基于万科在地产及建筑供应链多年的资源积累，采筑电商平台已汇集 2000 多家优质供应商，70000 多个 SKU，覆盖 80 个行业品类，年成交量超过 400 亿人民币。

采筑平台通过包括万科在内的多家开发商联合招标，低价签订合同。在保证低价的基础上，采筑平台对供应商产品的质量、供应商服务管理等都进行统一的监控。在方便和利好开发商的同时，采筑平台为供应商降低获客成本，平台的在线交易方式也为供应商带来更高的订单效率。

图 38、采筑平台服务内容

**在线交易**

vvupup.com已支持线上挑选、下单、支付、收发货，方便快捷。

**联合招标**

平台支持多家开发商，包括同万科一起，联合发起招标，拿到低价。

**天网**

万科天网为商城提供精确到SKU的质量检测数据。

**技术标准**

万科所有用材的技术标准，在采筑公开、供同行参考。

**供应商管理**

采筑平台对供应商从商品质量到交易行为实行严格到监控与管理。

**税务服务**

采筑联合喜盈佳，为买卖双方提供一站式税务服务

**供货保障**

平台对供应商产能及平台订单进行监控，保障供货及时与稳定。

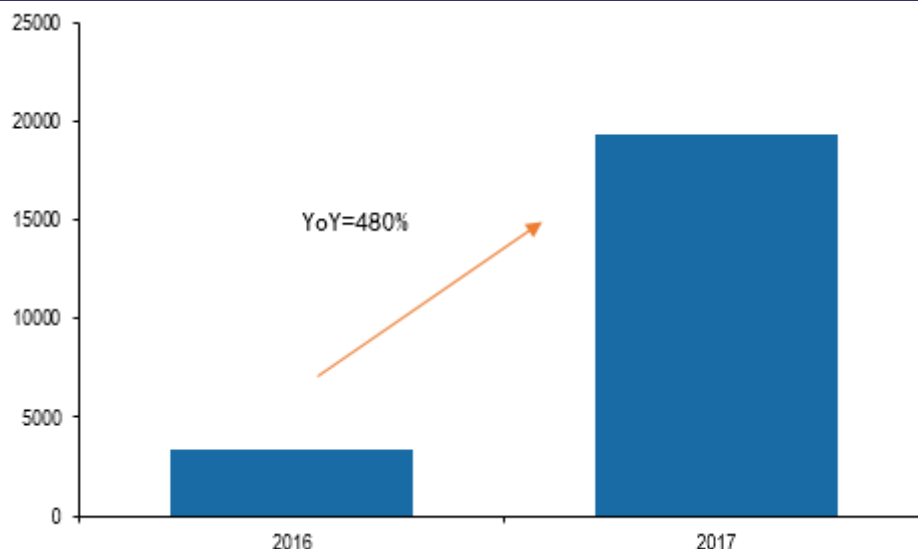
**超级产品**

采筑平台定期发布万科最新采用对创新产品及供应商爆款促销产品。

资料来源：采筑官网、兴业证券经济与金融研究院整理

恒腾网络：2015年成立、2016年开展互联网服务的恒腾网络，背靠中国恒大和腾讯两大股东，目前拥有互联网家居、互联网材料物流、智慧社区三大业务板块。其中2017年下半年推出的互联网材料物流业务，是面向中小型房企、装修企业、家装公司，打造的建材采供平台。公司计划2018年引进200家建材品牌，实现建材产品SKU数量破万，并在华南、华东、华北、华中、西南全国五大区域设立仓储物流中心。

图 39、恒腾互联网服务收入（万元）



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计未来随精装房比例持续提高，房地产商在供应链中的话语权也将持续提高。大型房地产商在家居建材供应链的主动介入，使得原本分散采购的中小型地产商的采购也更为集中；更为严格的质量、服务评判标准，改善了家居建材行业曾有的“劣币驱逐良币”状况，在精装房比例持续提升的背景下，提高了各家居建材细分行业的集中度，与龙头地产商有着长远合作关系的家居建材供应商将优先受益。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4.2、毛坯房及存量房改造：整装公司大有可为

4.2.1、家装后市场蓬勃发展

随着存量住房规模的扩大，二手房逐渐从原先新房的补充地位转为市场中相对更加重要的地位。对一线城市而言，新房高端化和郊区化使得部分刚需群体通过二手房满足基本需求；对其他城市而言，二手房所处市中心的地段优势将吸引更多消费者。在一些人口体量相对大、土地稀缺、新房供应量有限的城市，二手房也将成为满足住房市场需求的主要途径。

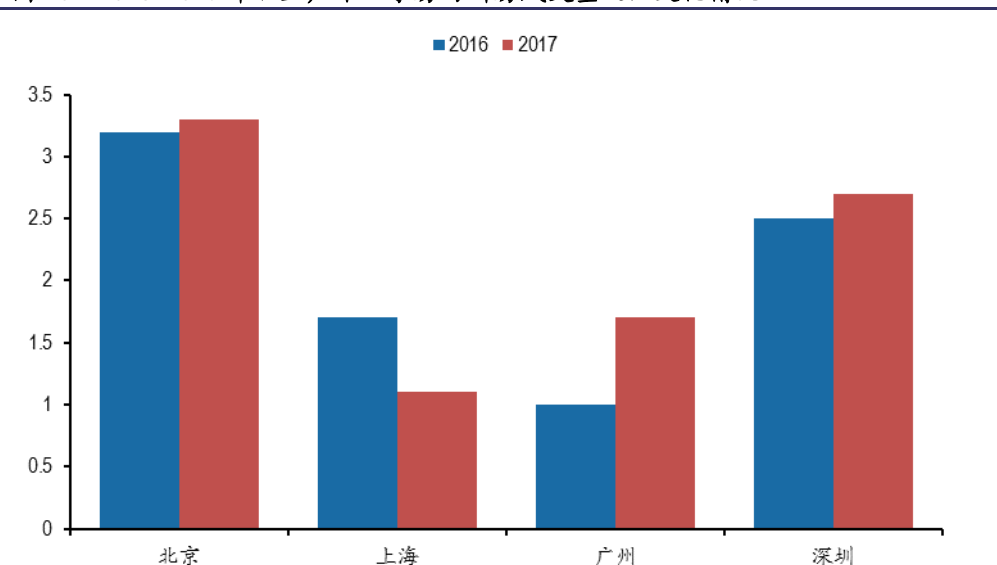
2017年，我国二手房交易额占全国房地产成交额比例达到35.3%，受政策调控影响，较2016年略有下降。但从整体来看，二手房市场的深度和广度都在进一步提升：一线城市二手房占比进一步提高，越来越多的二线城市二手房交易占比超过新房，进入存量房时代。2017年共计有24座城市二手房成交套数超过新房。

表4、2017年中国二手房销售情况

2017年中国二手房销售情况	
销售数量	386万套
销售额	5.8万亿
成交额占比	占全国房地产成交额 35.3%

资料来源：亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2016-2017年北京上海广深二手房与新房成交量之比变化情况



资料来源：亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，发达国家的“家装后市场”占家装建材市场需求的90%，而我国家装后市场仅占家装建材市场的20%左右。2016年全国居民人均住房建筑面积为40.8平方米，按2017年总人口13.9亿推算，当前全国存量住房建筑面积达到567亿平米。一般来讲，住宅装修周期较短8-12年需要重新装修，公共建筑像一些宾馆饭店、写字楼的装修周期为6-8年，娱乐场所和商务用房的装修周期更短。据亿欧智库估计，我国每年有至少10%的旧房需要改造，2018年家装后市场空间有望突破8000亿元。随着我国二手房交易量的持续提升，既有住宅整体和局部的更新改造服务需求预计不断扩大，二手房和存量房的装修有望进入加速释放期。

对家装后市场/毛坯房组成的家居建材零售端市场而言，我们判断，整装公司和家居建材门店将是最直接的流量入口。

表 5、各家居建材类产品使用年限

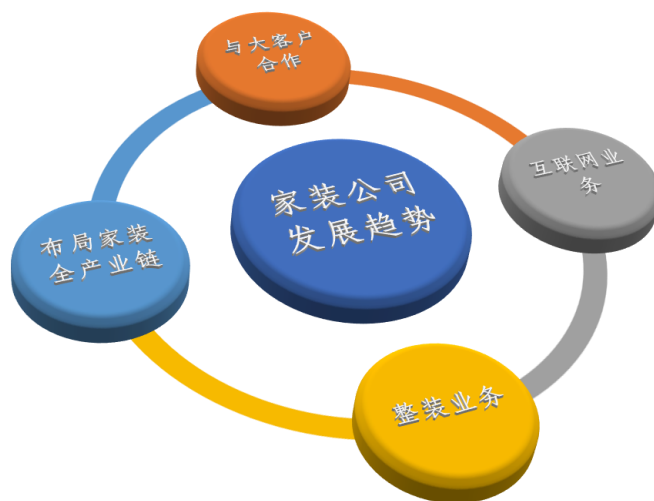
产品分类	使用年限（保质期）
卫浴产品-马桶	8 年
人工煤气/天然气/液化石油热水器	6 年/8 年/8 年
卫浴产品-淋浴房	8-10 年
厨房/非饮用水龙头	5 年/6-8 年
板材/涂料/胶的	5-8 年
空调	8-10 年

资料来源：互联网资料、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.2、大客户战略和全产业链延伸是家装公司的发展趋势

无论毛坯房，二手房，还是存量房改造，家装公司都是业主不可绕过的一环，因此，家装公司在发展上的趋势直接影响到上游家居建材市场的流通形式。观察目前家装公司的发展趋势，主要集中在几个方面：一是顺应精装房及长租房的趋势，加大与地产商及长租房企业的合作；二是布局家装全产业链，承揽“设计”、“采购”、“施工”三大环节；三是对互联网家装业务的探索；四是拓展整装业务。

图 41、家装公司发展趋势



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

1) 与大客户合作

在精装房和长租房的趋势下，装饰企业未来在首次和改造房装修市场上都会更多面向如房地产商、长租房企业等大客户，各装修公司也已经在纷纷布局大客户业务。

我们以东易日盛及广田集团为例。东易日盛早先设立精工装事业部，已具备多年从事大批量房产精装木作一体化装修的经验和能力；并在 2017 年设立长租公寓事业部，积极拓展长租业务，同时与链家、世联行等企业深入合作，获取订单入口。广田集团在 2017 年提出聚焦“高端客户”，着手组建大客户管理部，在加强与其第一大客户恒大集团战略合作关系的基础上，重点开拓其他大型房地产商业务。

家装公司与大客户的合作，使得家居建材的采购权更多流向话语权更高的房地产商以及长租房企业，侵蚀设计师及工长等的零散采购份额。与这类企业合作关系密切、合作时间长的家居建材提供商，将更有可能在此变化中受益。

2) 全产业链承揽

业主对装修施工的满意度较低一直是家装公司的痛点之一。这种较低的满意度，主要来自于报价的不透明性、施工拖沓且质量不确定性、价格增项过多、材料质量不可靠等。家装公司的痛点，则主要体现在主辅材加价环节多、施工过于依赖人、获客成本高等方面。针对这些情况，有实力的家装公司越来越多地布局家装全产业链，承揽包括“设计”、“采购”、“施工”等一系列环节。

如金螳螂在 2013 年初收购全球最大酒店室内设计公司 HBA70% 股权，大幅增强公司设计能力；搭建供应商网络采购平台，供应商在平台注册且通过审核后成为合格供应商，根据金螳螂发布的项目所需材料参与相应招投标，形成规模采购；并在 2017 年发布 BIM 产品，对物料、成本、工期、限产进行追踪管理，加强施工的精细化管理。

这些改变都使得家装公司的采购端更多集中于家装公司本身，而非工长与建材供应商之间的对接，使得整个采购链条更为规范，利于质量优良、品牌口碑较好的家居建材公司提高市场份额。

图 42、金螳螂网络采购平台

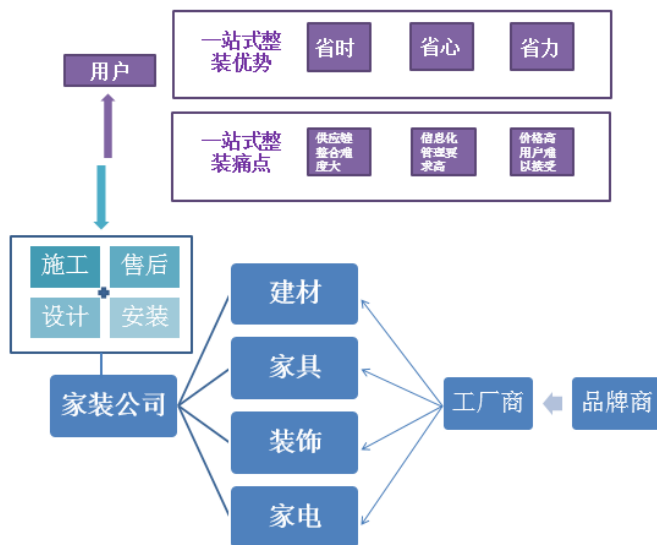


资料来源：金螳螂官网、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.3、一站式整装是先天的流量入口

作为家装公司，掌握家装要素的组织权和设计主导权，才能够掌握消费的流量入口。目前行业内流行的全屋定制兴起于 2013 年，主要是针对家装里面所有的柜类产品定制，包括整体衣柜、整体书柜、酒柜、鞋柜、电视柜、步入式衣帽间、入墙衣柜、整体家具等。与之不同的整装概念，则是包括“基装-硬装-软装”三部分，是对供应链深度整合的“拎包入住”模式，也可以看成是从毛坯房到精装房的变迁过程。可见整装的形式，先天具有家装流量入口的特征。

图 43、一站式整装优势及痛点

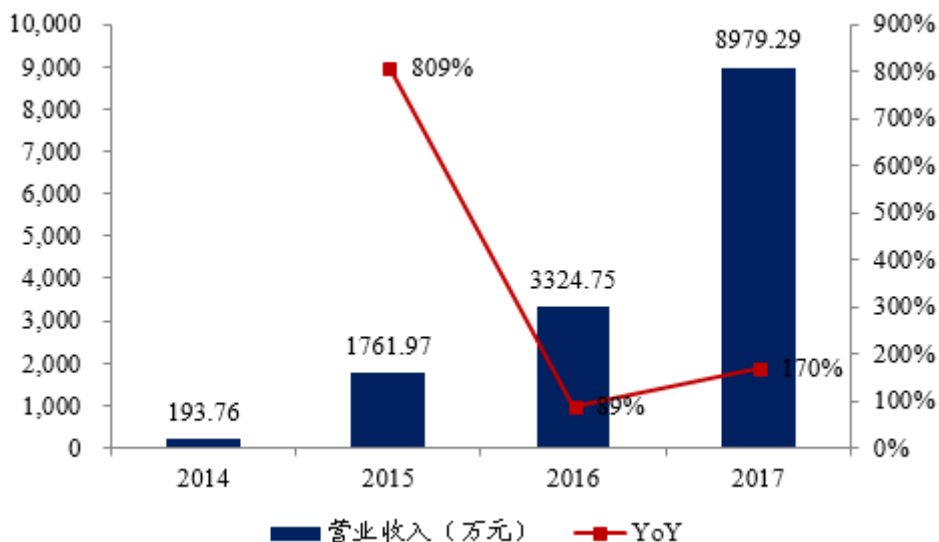


资料来源：亿欧智库、兴业证券经济与金融研究院整理

纵观近几年装修公司的发展趋势，家装企业在向前端硬装业务拓展的同时，工装企业也在打造自己的家装品牌，一站式整装成为各装修公司力争发展的方向。但家装行业目前非标准化和非工业化属性太高，使得整装对于各家装修公司来说很难实现。目前行业较为流行的解决方式，是采取“硬装标准化、软装个性化”。

家装龙头拓展工装：东易日盛以家装业务起家，2015年推出的速美超级家，是通过互联网打造的整体家装，以“DIM+数字化设计系统”进行用户可参与的方案设计，用户可以在一定范围内选择个性化模块。装修流程包括收房并选择装修公司、签订装修合同后，拆改阶段、泥瓦工程、木工工程、油漆工程等。近年来该业务发展迅速，2017年收入接近9000万元，2015-2017年收入增速CAGR达到126%。

图 44、东易日盛速美超级家业务营业收入及增速



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

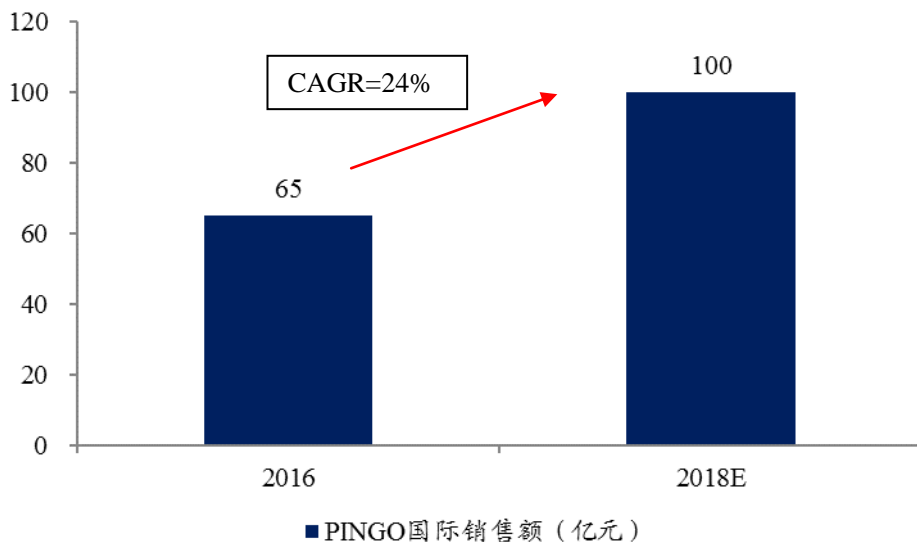
工装龙头布局家装：金螳螂 2015 年设立金螳螂·家，布局家装电商市场。并于 2018 年 1 月推出全屋定制 4.0，为客户提供家庭装修（硬装），家居装饰（软装）、家居智能、家居健康、家居舒适五大系统。

整装公司异军突起。我国整装公司最初起步于 90 年代，大多成立于 2010 年左右。整装概念和实践在家装行业运作了多年，但始终不温不火，未能成为市场的主流。

由于整装需要企业具有供应链管理、施工服务、售后服务等多项能力，且客单价普遍在 10 万元左右，我们认为整装企业在过去缓慢的发展，与整装公司成熟度的欠缺，以及消费者消费力的不足有一定的关系。近年来随整装公司经验的累积，以及新一代 90 后业主对一站式整装的需求，叠加消费升级的推动，整装公司在家装领域中异军突起。

我们以目前整装行业龙头 PINGO 国际为例，PINGO 国际成立于 2010 年，目前旗下拥有 4 大品牌、5 大渠道、7 大仓储基地，300 多家工厂及品牌（与其合作，整合家居产品制造和供货资源），以及 1400 家合作网点，其中属于整装体系的有 900 家，并与 3 万多名工人达成长期合作。考虑到一线城市竞争激烈，PINGO 国际主要走“农村包围城市”路线，目前公司 95% 的业务量来自二三四线城市。2016 年 PINGO 国际实现了 65 亿销售规模，2018 年有望实现百亿，收入复合增速 24%，在行业低迷的时期仍保持较高速的成长。同时，2015 年开始，PINGO 国际启动租赁全国各大仓储物流中心，并于 2017 年启动“千城万店”全国招商，一系列的动作表明公司全国布局的决心，也在一个侧面反应出整装公司的春天或将来临。

图 45、PINGO 国际销售额



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

除装修公司外，各大定制家具企业也都开始拓展自己的业务线条，力争在整装领域率先发力。如索菲亚 2015 年设立广州宁基智能系统有限公司，实施定制家工业 4.0 战略，并在 2016 年投入 OEM 和实木新品，开启“全屋定制”时代；2010 年，欧派家居拓展定制木门业务，目前欧铂尼木门独立的经销商已达 556 家，并于 2017 年推出“欧铂丽全屋定制”。

虽然现在具有整装能力的企业数目仍很小，我们预计未来随各企业技术和业务的规范，整装有望成为家装消费的终极形式。而相比成品化程度较高的产品如衣柜、卫浴，整装对于基础建材如涂料、瓷砖、防水材料企业的要求将更高。基础类建材由于对其质量的最终体现对施工依赖度高，整装企业对供货商产品除了质量的要求，更将加重了对工程服务能力方面的要求。我们认为整装形式的兴起，将进一步促进家装零售市场（经销市场）的集中度向产品质量优、服务能力强的龙头企业提升。而目前与工程企业合作较为密切的家居建材供应商，由于服务体系已磨练多年，或将成为日后整装企业首选的合作品牌。

表 6、定制家居企业品类拓展

公司	品牌	发布时间	主营产品
----	----	------	------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

索菲亚	索菲亚衣柜	2001	定制衣柜及其配套定制家具
	司米整体橱柜	2014	橱柜业务，发展大家居概念，向全屋定制家具转变
	米兰纳木门	2017	定位为追求高品质生活的 80 后，90 后年轻消费群体
尚品宅配	易福诺地板	2011	木地板、木制品
	尚品宅配	2004	定制家具及配套家居产品
	维意定制	2006	定制家具及配套家居产品
志邦股份	圣诞鸟	2015	床垫
	志邦橱柜	1998	整体橱柜
	志邦衣柜	2015	定制衣柜
好莱客	法兰菲定制家居	2016	定制家居整体居住空间解决方案
	IKHOUSE	2017	年轻品牌形象，迎合互联网趋势及年轻化需要
	好莱客衣柜	2002	定制衣柜
欧派家居	好莱客橱柜	2017	整体橱柜
	好莱客整体木门	2017	定制木门
	欧派衣柜	2005	整体衣柜业务
欧派家居	欧派卫浴	2003	搪瓷卫生洁具制造；金属制厨房器具制造等
	欧铂尼木门	2010	定制木门，已发展欧铂尼木门独立经销商 556 家
	欧铂丽全屋定制	2017	年轻消费群体的中端品牌

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.4、门店是吸引流量的直接单元

门店作为与消费者接触的最前端，是最直接的流量入口。虽然目前家装零售市场受到一定挤压，在房地产增速换挡的背景下，把握二次装修市场的重要性日益凸显，因此我们可以看到家居建材企业在上市后，都利用资金积极拓展和下沉渠道。

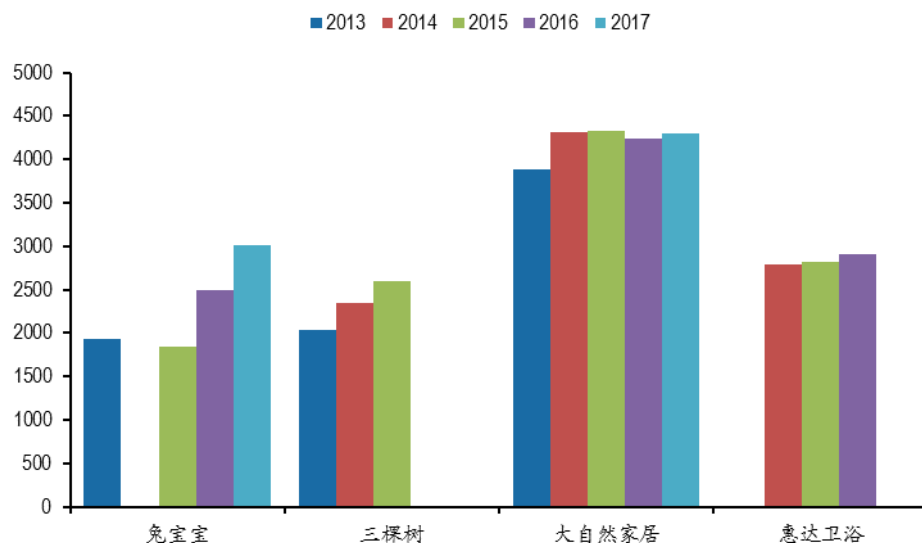
表 7、部分上市公司 IPO 募投渠道情况

公司名称	门店铺设
惠达卫浴	IPO 募资 1 亿元用于营销网络扩建及品牌建设，拟在 3 年内新开 1059 家专卖店
蒙娜丽莎	IPO 募资 1 亿元用于营销渠道升级及品牌建设，拟在 10 个重点城市建立 16 个直面客户的体验中心
帝欧家居	IPO 募资 3299 万元用于营销网络扩建，拟新增销售网点 540 家

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

与全国家居建材门店数近年来持续下降相反，各家居建材企业上市公司的门店数量逐年迅速增长，2013 到 2017 年间，兔宝宝专卖店总数从 1930 家扩大到 3103 家，大自然家居专卖店数从 3880 家扩大到 4299 家，我们认为这也在一个侧面反映出各品类集中度的提升。渠道铺设的速度与质量是当前家居建材企业零售端市场份额能否扩大的关键因素。

图 46、各企业大力拓展渠道

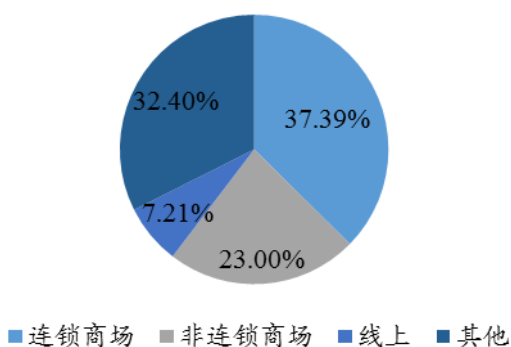


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

1) 入驻连锁家居卖场大势所趋

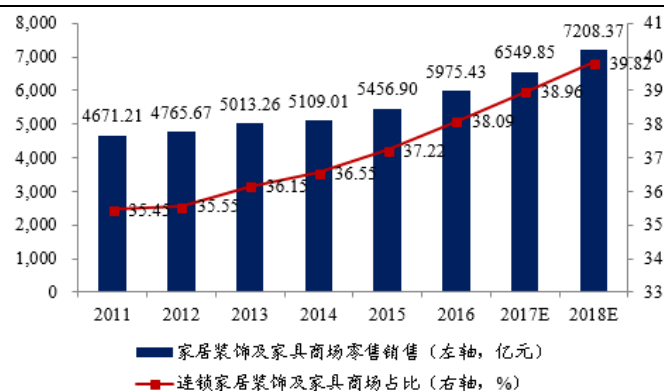
根据 Frost&Sullivan 统计，2016 年我国家居通过连锁家居卖场销售占比达到 37.39%，且该比例自 2011 年起持续提高，已成为家居零售的主要销售渠道。连锁家居卖场大多全国性布局，红星美凯龙 259 个网点触及全国 28 个省市，居然之家 223 个门店直达全国 29 省。各家居建材品牌与红星美凯龙、居然之家签订合作协议，有利于品牌通过跟店随家居卖场进行全国性布局，拓展销售渠道。

图 47、2016 年家居装饰及家具行业零售销售渠道分布（销售收入口径）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、我国连锁家居装饰及家具商场零售销售额情况



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、家居建材市场门店分布

品牌名	发家城市	全国门店数	分布省市
集美家居	北京	10 家	北京、厦门
红星美凯龙	上海	259 家	28 个省
月星家居	上海	15 家	5 个城市
欧亚达	武汉	50 家	9 个城市
城外诚	北京	1 家	北京
好百年家居	深圳	5 家	3 个城市
宜家	瑞典/上海	27 家中国门店	19 个城市
居然之家	北京	223 家	29 个省市
百安居	英国/上海	40 家	北上广深等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

富森美	成都	15 家	四川省
第六空间	杭州	14 家	11 个城市
华美立家	北京	11 家	10 个城市
简爱家居	中山市	9 家	珠三角

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、品牌家居连锁卖场全国网点分布

“12家品牌家居连锁卖场”全国网点分布排行

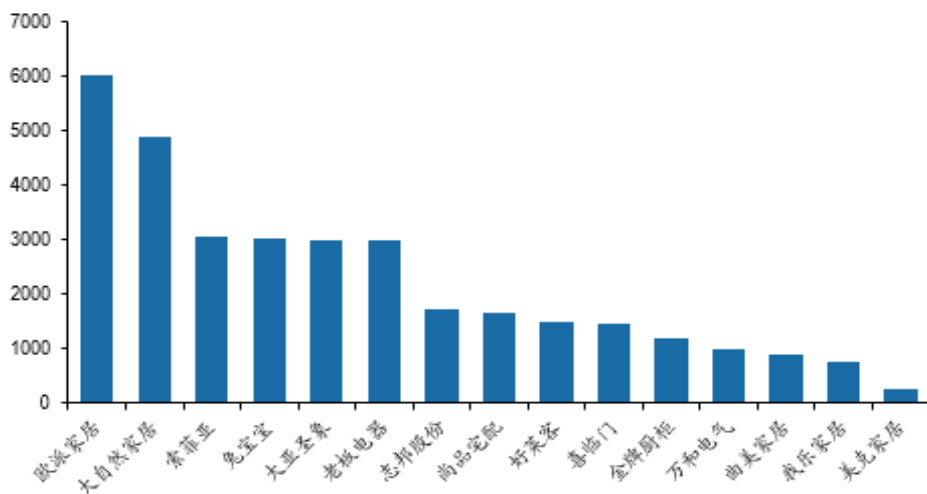


资料来源：互联网资料、兴业证券经济与金融研究院整理

2) 门店拉动瓶颈渐显

同时应该注意到的是，我国目前拥有 2854 个县级行政区划单位，按照每个行政单位拥有一家门店计算，拥有 4000 家左右门店或代表企业的门店渠道铺设已较为成熟。截至 2017 年，欧派家居、大自然家居、索菲亚、兔宝宝、大亚圣象等企业门店总数均已达到 3000 家及以上，渠道继续拓展对企业收入的拉动或将出现瓶颈。在门店渠道下沉带来的流量增长有限的情况下，各企业开始拓展品类，带动新的业绩增长。

图 50、2017 年家居建材企业经销商专卖店数



资料来源：亿欧智库、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.5、工长和设计师是现阶段的特有流量入口

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

短时间内，由于规范性缺乏，在家居建材的零售市场，家装公司、工长、设计师掌握流量的现象预计将持续，而把握住这些入口的生产企业，将有望在零售端扩大市场份额。

东方雨虹的“虹哥汇”就是典型的把握工长流量入口的产品。2013年，公司为发展民建渠道，为广大工长量身打造工长系统，推出的线上平台“虹哥汇”，推送公司产品信息的同时，为工长提供沟通平台，提高工长对公司产品的粘性。目前雨虹已通过虹哥汇汇聚了150多万工长，为其民建渠道的发展起到很大的推动左右。欧普照明于2017年推出“欧普到家”平台也是基于掌握流量的一种业务创新。通过该平台，消费者在门店购灯后，可通过欧普到家APP选择水电工师傅免费上门安装。该平台成功对接了社会上的水电工资源及终端消费者，目前“欧普到家”平台上注册的水电工师傅已超过3万名，对欧普产品的推广起到积极作用。

图 51、“虹哥汇”工长平台



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

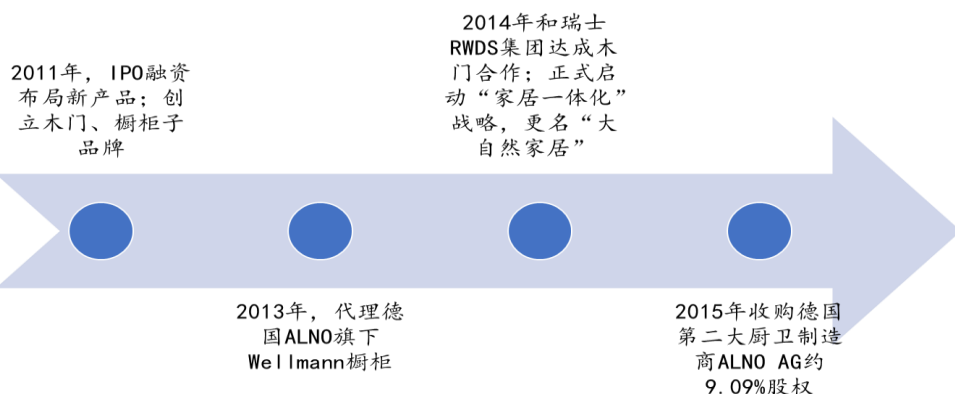
4.3、多品类运作，扩大流量入口

随80、90后消费者逐渐成为家装消费的主流群体，消费者对一站式采购的需求越来越突出。针对这一需求，无论家居建材企业，还是定制家具企业，都在拓展自己的业务线条、扩大品牌势能。相对而言，由于木作家具在家装中占比高，木作家具或材料生产商如定制家居、木门、板材等企业在拓展品类方面可选择范围更广，多品类运作的起步也较早。

目前国内家居建材企业跨界的方式主要有三种：一是资本入股，在差异化品类开拓时，因为没有相关的生产基础，资本入股往往可以在节约成本的基础上进入一个新的领域；二是代理模式，通过代理可以直接获得品牌的影响力和市场效果，如果是海外市场做的份额较大的品牌，还可以借合作的机会，带原来的产品走进国际市场；三是自主运营和独立生产，这种方式更容易打造有特色的差异化品牌，要承受更多的成本考验，同时也拥有更大的市场可能性。

大自然采用合作模式，通过资本入股及代理，从地板生产企业逐步发展成为布局地板、木门、橱柜三大产品的“大家居集团”。2011年公司于港交所上市之际，就开始布局多元化家居业务。IPO融资11亿港元，除了整合渠道、强化生产、并购森林以外，将融资的10%用于新产品开发；2011年底，大自然创立子品牌“大自然德森堡”和“大自然温莎堡”，分别经营木门和橱柜的生产；2013年代理德国ALNO旗下Wellmann橱柜；2014年和瑞士RWDS集团达成木门合作，并正式启动“家居一体化”战略，布局地板、木门、橱柜三大产品，并更名“大自然家居”；2015年收购德国第二厨卫制造商ALNO AG约9.09%股权，成为其第三大股东。

图 52、大自然多品类业务发展



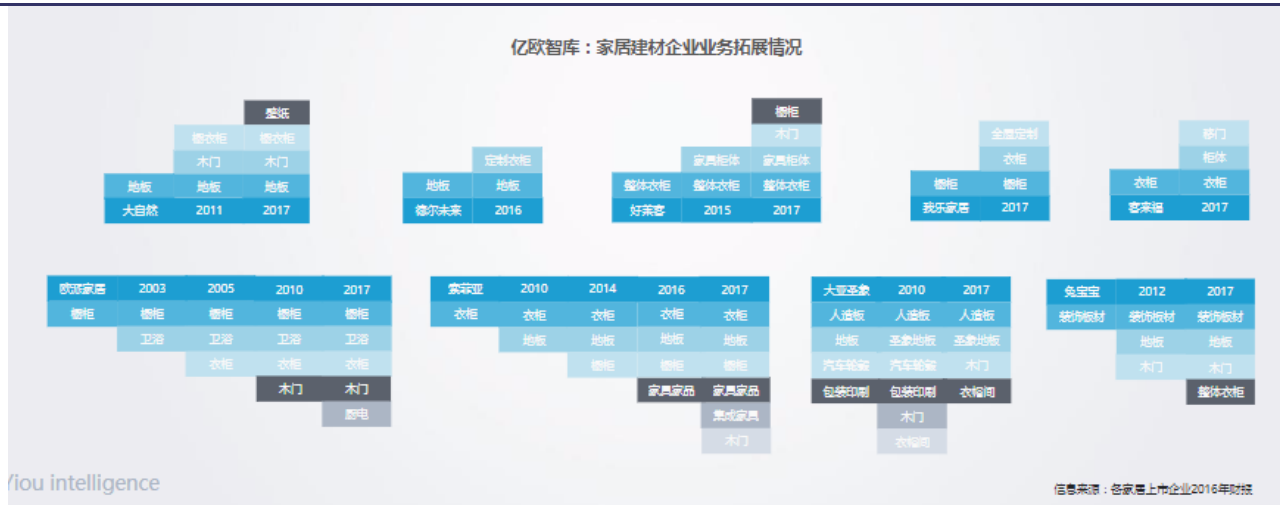
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

圣象地板在跨领域上则选择自主研发道路。2008年，集团投资2.1亿元筹建木门全自动生产线，首次在全国推行“标准化木门”；集团的家居事业部设立于江苏丹阳大亚工业园区内，下辖江苏合雅木门有限公司、江苏美诗整体家居有限公司、镇江大亚家居有限公司，旗下产品有圣象木门、圣象衣柜、圣象橱柜等品牌；2013年圣象将整体厨房作为圣象大家居品牌战略项目之一，将整体厨房的核心，包括研发、运营和营销等部门，独立设立于广州，基本完成了产品线从地板到木门、衣柜、整体厨房的跨越。

其他品类如防水龙头东方雨虹近年来拓展涂料业务，PPR龙头伟星新材拓展防水及净水器业务，帝欧家居预计将拓展陶瓷卫浴业务等，皆处于稳步发展的初期阶段。虽然木作家具及材料企业在拓展方面具有先天优势，考虑到家居建材产品品类差异大、专业性强等特点，我们认为其他品类在各自专业领域的拓展空间仍十分可观。

多品类的运作，不仅可以用已成熟的品牌带动其他产品，扩大企业的流量入口，还将抬高市场天花板，并且在一定程度上提高品牌知名度、提高客单价、分散经营风险等，预计将会是家居建材企业持续发力的方向。

图 53、家居建材企业业务拓展



资料来源：亿欧智库、兴业证券经济与金融研究院整理

5、渠道百花齐放，品类各展其长

家居建材流通渠道的多样性源自整个产业链的复杂性。上游的建材细分行业，前期地产高速发展催生的小企业众多，现状仍大多处于“大行业，小公司”的阶段；中游的家装公司地域性明显，涉及到的利益群体之多，使得全国性的家装公司迟迟难以出现；终端的业主环节则对个性化要求很高，且地域性的偏好明显，同样加剧了家居建材市场的分散性。

目前，各类渠道百花齐放，总体趋势上，我们判断短期内以房地产为主导的集采模式占家装建材市场需求的份额将持续提高；长期考虑到我国房地产已进入增速换挡期，当二次装修的拉动成为主要需求驱动力，各类零售渠道在家装建材市场中的份额将逐步回升，并最终达到与发达国家“家装后市场”占家装建材市场需求 90% 相近的水平。我们从不同品类家居建材生产商的角度，来讨论其应对渠道之变的做法。

5.1、直销渠道：规模经济及资金优势见长者乘势而上

地产商及家装公司的集采，如上文所述将利于家居建材的龙头企业与下游绑定，中标获取订单，挤占小企业生存空间，最终提高市场份额。但同时，这种模式也使得集采方在谈判中的话语权大幅提高，压价、拖款等情况屡有发生，导致供应商面临利润空间压缩、现金流承压等局面。

表 9、直销渠道优势与痛点

优势	痛点
<ul style="list-style-type: none"> 提高市场份额 形成规模效应 	<ul style="list-style-type: none"> 利润空间压缩 现金流承压

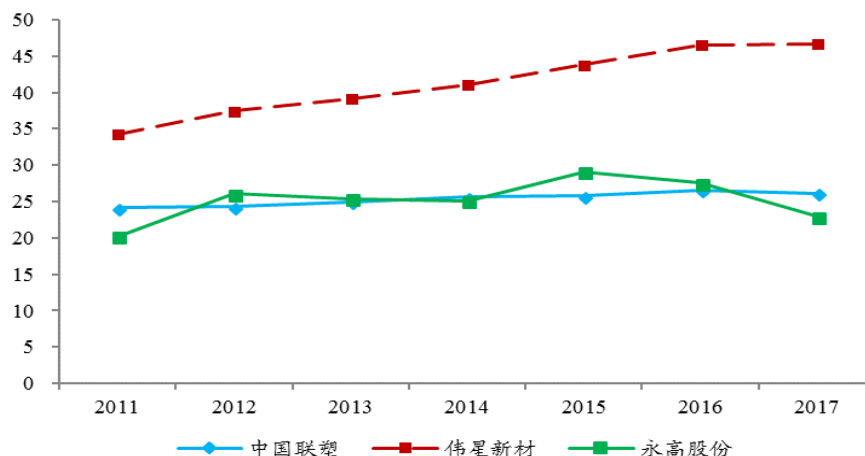
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

➤ 痛点 1：利润空间压缩

集采方式以大额采购量吸引供应商以低价投标，供应商因此而面临利润空间的压缩。

对比管材类上市公司，中国联塑及永高股份的下游大多为市政、地产等工程类业务，伟星新材则以零售业务见长，前两者的毛利率明显低于后者，体现出在与工程客户的合作中供应商定价话语权的缺失。

图 54、管材上市公司毛利率（%）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

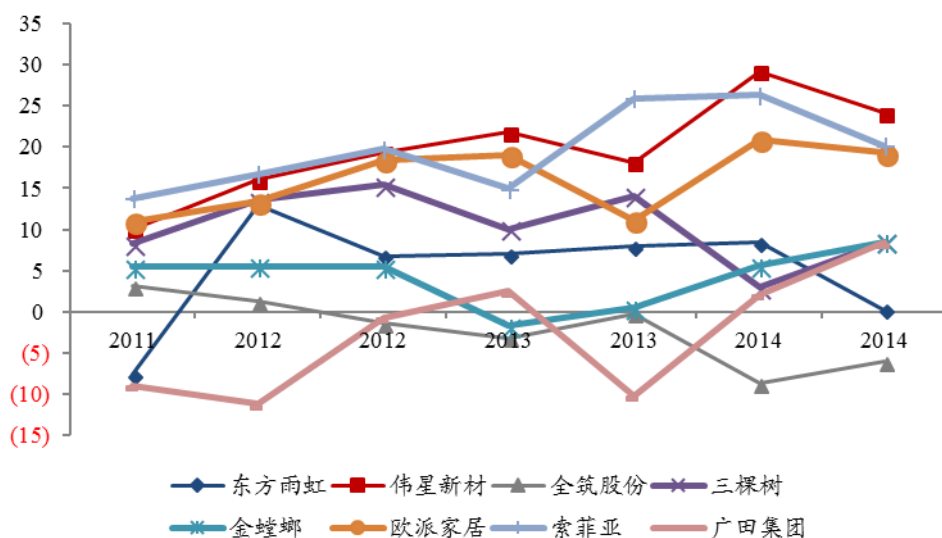
► 痛点 2: 现金流承压

地产商与供应商的结算周期通常较长,根据工程的完成进度分期结算,并大多以商票形式付款,对供应商的资金占用情况较为严重。我们以“经营活动产生的现金流量净额/营业收入”指标作为衡量现金流质量的指标,观察地产产业链各企业近年来该指标的变化。

伟星新材、索菲亚等零售销售占比较高的企业,该指标近年来稳定在 20%-25% 间;三棵树的直销份额从 2013 年的 6% 上升到 2016 年的 17%,可以看到现金流质量的明显下滑,指标值从 15.42% 下滑到 8.53%;相反,金螳螂在 2015 年创立“金螳螂·家”,大力发展家装业务,指标值从 0.44% 上升到 8.46%,现金流质量有了明显的改善;而全筑股份一直从事与地产商合作的精装修工程业务,现金流则始终承压。

正因如此,直销(工程)业务占比高的企业,近年来普遍积极拓展经销业务,提高现金流质量,一是为把握将要到来的二次装修爆发期,二是为提高自身“造血”能力。

图 55、各企业经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)



资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

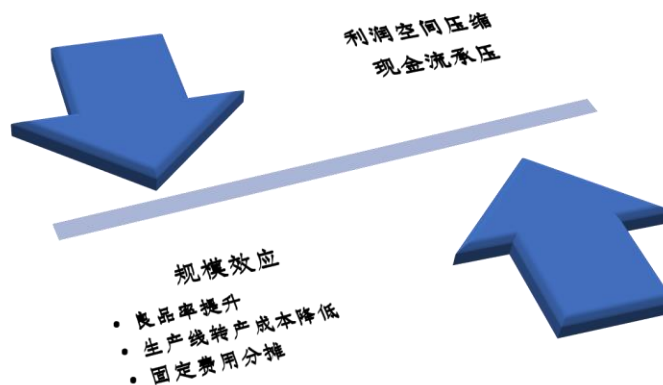
► 规模经济与资金实力打造工程巨擘

工程业务具有利润空间压缩和现金流承压等两大痛点,因此总体看来,产品生产规模效应明显,且自身资金实力较强的家居建材品类制造商,在承接工程订单时更具优势。

以瓷砖类生产企业为例,零售产品常备 SKU 较工程产品高出上百倍,由于大规模生产降低产线转产次数,在提高良品率、生产效率方面作用显著,一定程度上可抵消低价带来的利润损失。若工程业务规模足够大,盈利水平普遍略高于零售业务。相对而言,管材生产企业成本端的规模效应则较弱,导致工程类主导企业无法将“量”的优势转化为“利”,如上文提到的永高股份及中国联塑,虽收入规模远高于伟星新材,盈利能力却与后者相差甚远。

据此我们判断,适合在直销渠道乘势而上的品类,需具有较为明显规模经济,以保持其在价格受到挤压时一定的盈利水平,同时需具有较强的资金优势,以适应自身扩张的速度。综合以上两点,在家居建材类上市公司中,我们认为瓷砖类生产企业将最为明显地受益于目前直销渠道下游的集中,并在较短时间内完成工程端业务的格局划分,前几大品牌集中度快速提升。

图 56、工程端业务优点与痛点



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

5.2、经销渠道：面子看品牌、里子重服务

与直销方式相对应，经销方式通过经销商或与下游客户接触，家居建材企业只与经销商存在利益上的往来。

在经销方式中，家居建材企业与经销商具有相对平等的地位，通常采取“先款后货”的形式，因此企业普遍具有良好的现金流。除此之外，企业的出厂价可控，一定程度上锁定了自身的利润空间，且运费由经销商承担，降低了企业的费用。但同时，经销方式相比直销，具有包括经销商、门店、家装公司、工长、设计师、业主等诸多参与方，为企业带来新的痛点。

表 10、经销渠道优势与痛点

优势	痛点
<ul style="list-style-type: none"> • 现金流优异 • 利润空间相对可控 • 扩大品牌知名度 	<ul style="list-style-type: none"> • 产品同质化，获客成本高 • 涉及利益方多，链条长，渠道管控难度大 • 扩张资金要求高

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

➤ 痛点 1：同质化竞争严重，获客成本高

家居建材市场品牌诸多、质量良莠不齐，在直销时，由于地产商和家装公司具有严格的质量把控体系，产品质量低下的品牌被直接筛出，很大程度上减少了竞争者的数量。但在经销渠道，由于终端客户缺乏对质量的判断能力，甚至一味对比价格，而市场上不同品质的产品繁多，且大多数为小作坊生产，成本端本身具有一定的优势，曾一度出现“劣币驱逐良币”的现象。近年来由于消费者品牌意识的提高，优质品牌的产品逐步受到青睐，市场份额得到提高。但总体看来，零售市场的家居建材依旧同质化竞争严重，企业普遍面临获客成本高昂的问题。

表 11、各家居建材板块市场分散度高

建筑装饰	我国建筑装饰行业处于充分竞争状态。2016年我国从事建筑装饰行业的企业总数在13.2万家左右，稳居第一的金螳螂实现收入仅196.01亿元，市场份额低于1%。2005年装饰行业百强企业的总产值占比仅为4.45%，2014年产值占比约为10%左右。
吊顶	集成吊顶的发展程度、普及程度都只是初级阶段。目前现存的大小集成吊顶品牌仅仅开发并占据了10%-15%左右的国内市场，还有近90%的市场尚未挖掘。

防水材料	2017年整个行业规模在2000亿元左右，实际防水企业有3000家左右，东方雨虹收入规模100亿，市场份额不到1%。防水行业由于生产门槛较低，有生产许可证的防水企业仅约1500家，行业格局仍处于一个产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段。
管 材	目前国内较大规模的塑料管道生产企业3000 家以上，塑料管道行业集中度越来越高，但前二十位的销售量仅达到行业总量的44%，行业仍有集中趋势。
门 窗	2016年，我国门窗行业规模以上企业有3915家；2017年门窗行业市场规模达到6605亿元。门窗市场品牌众多，依然是“大市场，小企业”的局面。
瓷 砖	瓷砖行业格局为“大行业，小企业”，行业集中度较低。2016年1-10月，我国1777家规模以上建筑卫生陶瓷企业主营业务收入约为2792.99亿元。目前知名度较高的企业包括东鹏控股、欧神诺和蒙娜丽莎等，仅东鹏营业收入超过50亿，市场占有率均不足1.87%。
涂 料	我国涂料行业属于完全竞争行业，企业数量众多，与全球涂料行业比，集中度较低。2015年我国CR8为12.5%，全球涂料行业CR10为29.8%。

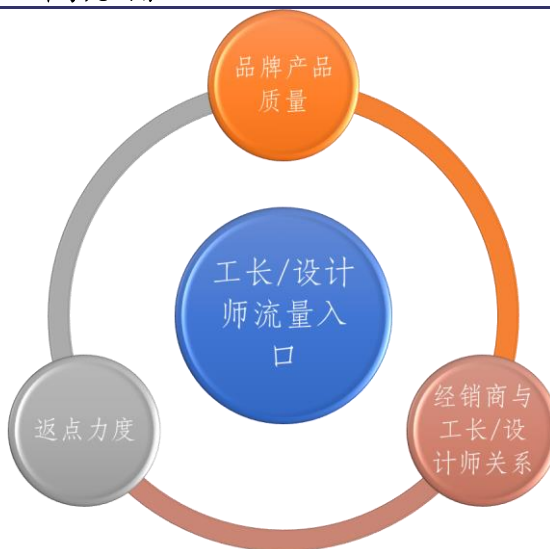
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 痛点 2：渠道管控难度大

随着企业门店的增多，公司对产品在终端销售的管控难度越来越大，主要反应在终端价格的控制、终端信息的反馈，以及终端服务质量的控制上。

- ◆ **终端价格控制。**工长或设计师在推荐家居建材品牌时，考虑的关键因素在于品牌的质量、当地经销商与工长/设计师的关系，以及经销商或门店对工长/设计师的返点力度。因此，经销商在定价时普遍会将设计师和工长的回扣计入其中，这部分金额占到成交价格的10%-15%左右，因地域而不同。这样的方式，一方面为经销商带来了流量，完成了厂商分配的销售目标，另一方面，则有可能由于价格偏高而失去部分消费者，最终导致品牌市场份额的下降。另外，采用多级经销商的厂商，由于经销商层层加价，若对终端价格体系管理不到位，将倒逼公司出厂价格的调整受限，从而降低公司自身盈利能力。针对终端价格，许多家居建材企业实行终端市场指导价，允许经销商在指导价的上下进行调节，但不可超出一定范围。并定期走访，对经销商的定价进行检查，权衡价格与销量。再者，许多企业选择采用扁平化的经销商渠道，降低渠道加价的同时，提高对终端销售情况的掌控。

图 57、工长/设计师选择品牌考虑因素



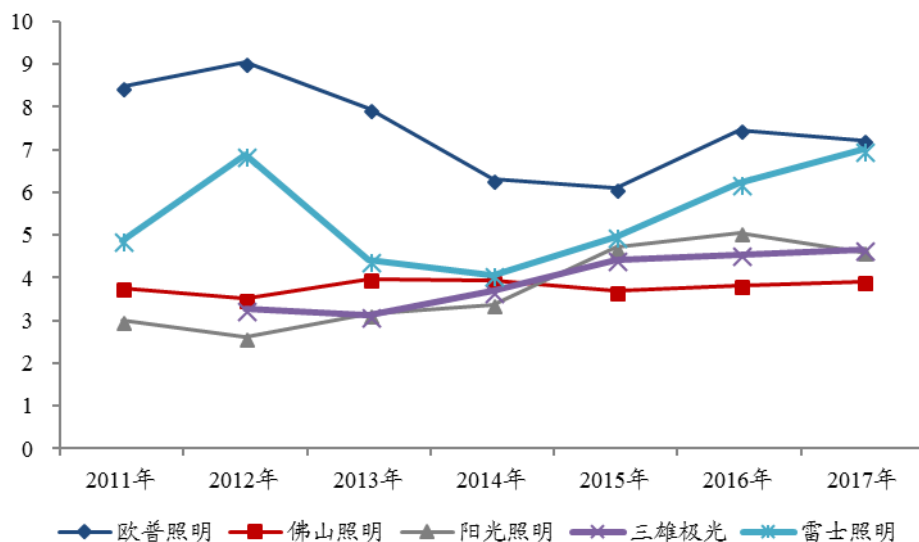
资料来源：兴业证券经济与金融研究院

- ◆ **终端信息反馈。**终端信息反馈的滞后，往往导致生产端产品线调整的滞后，并最终影响企业的现金流、库存周转率等指标。因此，以零售为主的家居建

材企业往往注重供应链渠道扁平化和信息化系统的建设，以及时响应市场的变化。

以欧普照明为例，供应链信息化系统是公司的核心竞争力之一，通过对经销商分级体系以及经销商管理系统的持续优化，逐步提高渠道运营的信息化管理水平。公司推出的“欧管家”管理平台在 2017 年基本实现 95% 以上经销商及运营商的系统覆盖，掌握各节点的库存情况。公司对供应链管理的重视及投入使得其库存周转率在同行业中始终处于领先地位。

图 58、供应链管理对库存周转率影响度大



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

◆ **施工质量管控。**由于大多家居建材如防水材料、瓷砖等属于家装半成品，产品最终呈现的效果与施工质量关系较高，越来越多的消费者对于家居建材企业的服务有了一定的要求。这种服务包括售前的量房设计、售中的安装指导、物流配送、售后的退换货、材料保养等。其中大多的服务环节由当地经销商完成，要求企业有较为完备的经销商管理体系，对施工质量管控到位。目前瓷砖品牌如东鹏、欧神诺等的部分产品已经在部分地区提供上门铺贴服务，防水材料龙头品牌东方雨虹的“虹哥汇”也是针对施工质量痛点的创新。

➤ 痛点 3：扩张资金要求高

由于产品普遍具有单位价值重量高、需要展厅展示等特点，家居建材门店拓展成本较高，企业普遍采用补贴经销商的方式促进其开店，导致扩张资金要求很高。以帝王洁具、惠达卫浴、蒙娜丽莎、东鹏控股 IPO 募投项目为例，帝王洁具投资 4299 万元（IPO 募集 3299 万元）进行营销网络扩建，包括斥资 2460 万元与经销商共建销售网点 540 家（旗舰店 90 家，精品店 240 家，品牌店 210 家），1439 万元建设 20 家办事处，400 万元升级信息管理系统；惠达卫浴投资 6049 万元，补贴经销商建设销售网点 1059 家；平均每个销售网点需补贴经销商 5-6 万元。蒙娜丽莎 IPO 募资 1.03 亿投资自建 16 个客户体验中心，平均自建成本 644 万元；东鹏控股 IPO 募资 3589.5 万元，补贴经销商建设智能化展厅 150 个，平均每个高端店面（智能化展厅）补贴 24 万元。

在这种普遍的高投入下，具有资金实力的企业将更易进行多地区甚至全国布局，渠道下沉的同时提高品牌影响力，推动零售市场的集中度提升。

表 12、各企业 IPO 单门店投资额

企业	IPO 募投项目	平均单店/体验中
----	----------	----------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

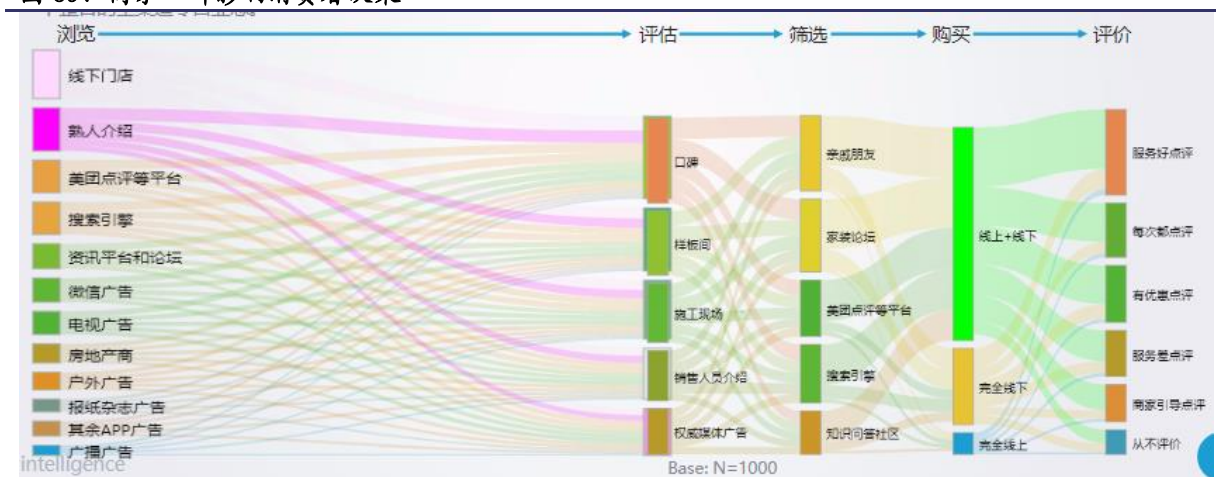
心投资额		
帝王洁具	2460 万元与经销商共建销售网点 540 家	4.6 万元
惠达卫浴	6049 万元补贴经销商建设销售网点 1059 家	5.7 万元
蒙娜丽莎	1.03 亿投资自建 16 个客户体验中心	644 万元
东鹏控股	3589.5 万元补贴经销商建设智能化展厅 150 个	24 万元

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 面子产品看品牌，里子产品重服务

据亿欧智库对影响消费者决策的因素分析，商家口碑是影响消费者决策的重要因素。我们认为对于 logo 明显可见的“面子”类家居建材产品，口碑主要靠品牌效应塑造，如卫浴、厨房电器等；相对应的，隐蔽工程类产品如涂料、瓷砖、管材等的口碑则更多需要服务的支撑。

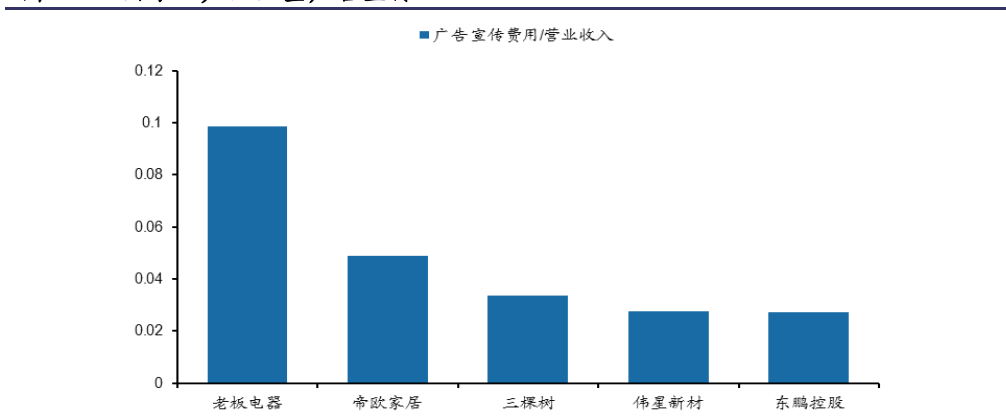
图 59、商家口碑影响消费者决策



资料来源：亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

我们选取以经销为主要渠道的几个家居建材品类制造商，对比广告宣传费用投入占营业收入比重。老板电器及帝欧家居（2017 年报表数据仅为卫浴业务）作为装修时的“面子”产品，广宣费用占比明显较高；三棵树、伟星新材、东鹏控股作为“里子”产品，由于品牌效应在消费者选择时起到的左右有限，各企业对广宣的投入也相对较少。

图 60、“面子”产品注重广告宣传



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“里子类”家居建材半成品属性明显，且普遍属于隐蔽工程，“服务”对于产品最终带给消费者的体验有直接的关系，从而在经销渠道中对口碑的塑造起到重要作

用。据亿欧智库消费者调查数据显示，施工质量、装修设计 and 售后承诺是消费者选择装修服务 TOP3 考虑因素。

图 61、家居家装消费者选择装修服务考虑因素 TOP3



资料来源：亿欧智库、兴业证券经济与金融研究院整理

近年来，各品牌企业逐步认识到施工品质在家居建材产业链上的重要性，陆续推出了针对施工服务这一痛点的解决方案。以三棵树和伟星新材为例，三棵树推出“马上住”O2O平台向服务综合服务商转型，力争逐步打开一二线市场。在客户预约成功后，公司免费上门勘测，并提供一对一服务，施工时客户可通过微信随时查看装修进度，无需现场监工。截至2017年底，三棵树的“马上住”服务网点数超过250个，遍布30个省份，提高客单价的同时，提高公司的品牌力和美誉度。伟星新材在2012年推出“星管家”服务，为消费者提供水压测试、产品真伪鉴定、管路图拍摄、安装隐患扫描等多方面服务，采取“产品+服务”的营销模式，提高了公司品牌的定位。

我们认为在消费升级的背景下，两类企业有望在零售端脱颖而出：品牌效应显著的“面子”产品及服务质量过硬的“里子”产品。规模企业由于具有资金实力，在对品牌的广告投入、经销商的服务和施工人员的培训上都更具优势，有望逐步提高零售端的品牌集中度。

图 62、伟星新材“星管家”服务




伟星“星管家” 安全管道家

星管家服务流程



星管家服务项目

- ① 免费鉴别产品真伪
- ② 免费拍摄数码管路图
- ③ 免费专业水压测试
- ④ 告知安全注意事项

50年质保, 实力见证



PICC 伟星新材

形象代言人 

图行天下 www.photophoto.cn No. 20150504030233674076

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

5.3、尚需探索的互联网渠道

传统的线下家居建材流通，对各参与方来说皆存在较为明显的痛点：

- 1) 对终端消费者而言，由于信息不对称，对家装公司缺乏信任感；家装知识欠缺，对产品质量无从判断，一味对比价格；服务体验差，增项、拖延工期的情况屡有发生。
- 2) 对家装公司而言，营销成本及人员成本太高；由于家装门槛很低，市场竞争激烈；涉及到人员和项目较多，工程管理困难。
- 3) 对经销商而言，产品同质化严重，恶性的价格竞争、返点、窜货现象同时压榨利润空间；厂家压库与工程项目拖款导致运营成本高、资金压力大。
- 4) 对厂家而言，过长的链条导致难以及时把握终端信息；出厂价被终端价格反指导，利润被层层经销商压榨；对终端的管理难度较大等。

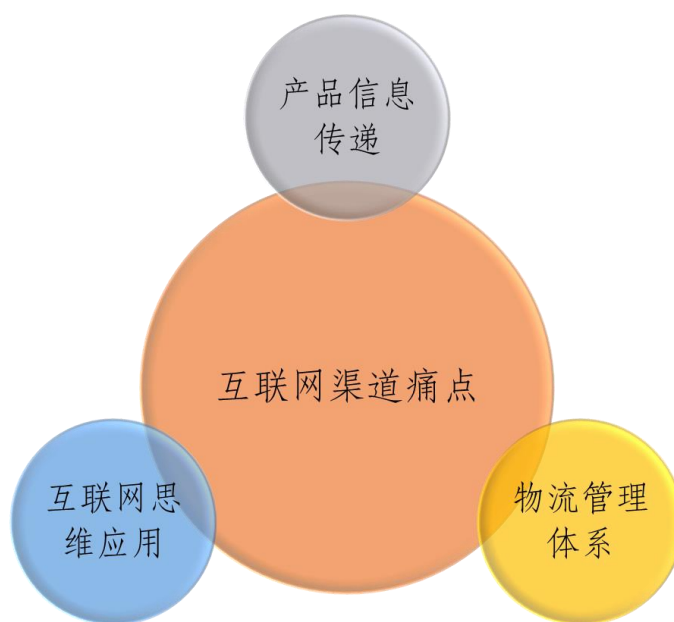
相比较而言，线上渠道的优势体现在信息透明、去中介化、购买便捷等方面。但这种方式对厂家来说，也存在几个明显的痛点：

一是产品信息的传递。由于家居建材产品具有明显的线下属性，如何在线上将产品信息尽可能全方面地展示，是家居建材厂商面临的一大问题。欧神诺的 3D 云设计系统目前已在全国门店推广，使得业主可以亲眼看到装修的效果；未来如果将这种技术应用在互联网端，或将一定程度上提高产品信息传递的质量。

二是互联网思维的应用。绝大多数家居建材企业从实体店起家，缺乏互联网基因，如何真正利用互联网实现销售上的突破，也是各家都需要考虑和解决的问题。

三是物流管理。网店的配送方式通常分为自营物流配送和第三方物流配送，家居建材产品单位重量通常对应的货值较低，选择第三方物流配送的方式，将使企业承担较高的物流成本；如果选择自营物流，则需要建立较为完善的物流配送系统，都是企业需要考虑的问题。

图 63、互联网渠道痛点



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

6、投资建议

工程类占优企业近年来搭乘精装房之风，实现高速增长，为后续发展零售业务做好品牌与规模铺垫，重点推荐规模经济明显、资金实力突出的瓷砖行业工程业务龙头帝欧家居；零售类占优企业现金流质量高，盈利能力强，渠道壁垒明显，将显著受益于二次装修放量带来的市场回暖，以及消费升级带来的品牌聚集度提升，重点推荐 PPR 龙头伟星新材；其他材料类企业关注三棵树、蒙娜丽莎、友邦吊顶、惠达卫浴、东方雨虹。另外，建议关注线下渠道龙头美凯龙、线上渠道龙头齐屹科技。

表 13、相关重点公司盈利预测与估值表（2018-7-31）

公司	股价	归母净利润（亿元）			EPS（元）			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
帝欧家居	28.94	0.55	4.00	5.94	0.41	1.77	2.62	80	19	13
伟星新材	16.32	8.21	10.43	12.82	0.81	1.03	1.27	22	17	14

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

7、风险提示

房地产市场超预期下滑、精装修推进不及预期、经销渠道拓展不及预期

表 14、报告中提及的家居建材流通渠道代表企业

	覆盖城市	主营产品	运营模式	经营情况	规模	成立	融资
家居连锁商场							
红星美凯龙	覆盖177个城市	家居建材、家具等全品类	“自营+委管”模式：自营模式深耕一二线，委托模式拓展三四线	2017年收入规模109亿元，归母净利40.78亿元	共经营 256 家红星美凯龙商场，经营面积1514万平方米。商场品牌库拥有的产品品牌数量超过 19000 个。为超过 350 个品牌提供集中送货及物流服务，仓储面积超过 55000 平方米。	1994年，常州	2015年港股上市；2018年A股上市
居然之家	涵盖了全国 28 个省、直辖市、自治区，且在北京、东北三省、山西、内蒙古等区域保持了较强的竞争优势。	家居建材、家具等全品类	收购、加盟、加盟加托管模式	2017年市场销售额超过600亿元，2017Q1-3收入65亿元，归母净利8亿元	截至2017年，门店总数233家。截至2017年6月，商场数量163家、经营面积（仅指实际对外出租面积）合计约686.3 万平方米。	1999年，北京	2018年与阿里巴巴、泰康集团、加华伟业资本、云锋基金，共同签订了投资额高达130亿元的股权投资战略协议，
房地产商集采平台							
采筑	-	建筑材料全品类	背靠万科的B2B第三方采购交易平台。提供包括在线交易、联合招标、供应商管理等一系列服务。	年成交量超过400亿人民币。	采筑电商平台已汇集2000+优质供应商，70000+SKU，覆盖80个行业品类。	2017年	-
恒腾网络	-	建筑材料全品类	背靠中国恒大和腾讯的互联网材料物流业务。面向中小型房企、装修企业、家装公司，打造的建材采供平台。	-	计划2018年引进200家建材品牌，实现建材产品SKU数量破万	2017年	-
互联网家装平台							
齐家网	覆盖全国250多个城市。	建筑材料全品类	业务涵盖装修平台、自营装修业务、齐家特许经营网络、供应链等多个子生态。	2017年收入4.79亿元，调整后持续经营业务亏损8932万元。	截至2018年3月共拥有5020万月独立访客，生态体系包括6680家装修公司	2007年，上海	2010年12月完成A轮融资，2015年4月完成B轮融资，2018年3月完成C轮2230万美元融资。目前赴港IPO
土巴兔	已开通282个城市分站	建筑材料全品类	提供包括“装修保”、“设计本”、“图满意”等多项互联网装修服务	累计服务超2400万中国家庭，近一年平均月度覆盖人数超2000万，居互联网家装企业第一。	汇聚全国近8万多家正规装修公司、100万名室内设计师	2008年，深圳	2015年获得红杉资本、经纬创投等机构的C轮2亿美元投资
B2B辅材采购平台							
小胖熊	上海、苏州、杭州、合肥等长三角区域	各类辅材	为装修队工长、装修公司等客户，提供装修设计、辅材、主材等建材采购、配送及售后服务。采用厂家直采、自营仓库、统一配送。平台盈利来源主要为建材销售、配送以及安装和售后服务等。	注册用户量已达4万，下单用户数累计超过3万，占据上海地区50%的市场份额。2017年全国销售额近4亿元。	平台在库的SKU达6000多种，涵盖上百个建材品牌，自营仓库面积15000多平米，配送车辆300多辆	2013年，上海	近期完成近千万美元A轮融资，经纬创投领投
中装速配	主要分布在三四线城市、华东华南地区	各类辅材	定位为建材供应链F2B采购平台，专注于全屋整装建材供应链，为家装企业提供一站式的输出材料供应链，覆盖家装前端设计到后端全屋材料，以及 IT 技术系统。	对接服务的装修公司已超过 300 多家，注册用户超过 1000 多家，复购率达 30%	通过城市服务商加盟的形式，在全国将近 60 个城市设立服务商，这些服务商作为平台的一员，为装修公司提供产品设计、材料配送、安装售后等落地服务。	2017年，厦门	近日完成 800 万元天使轮融资，资方为东方富海
砖家	APP于7月11日上线，现在业务只覆盖到上海嘉定区和闵行区	现有货品包括水管、电线、泥沙石、板材、油漆涂料五大类，SKU在300多。此外，还切入主材市场中的部分瓷砖领域，品类占据瓷砖市场的30%。	为家装公司提供F2B的一站式采购平台，配送采用“Uber+货的”，采用中转型仓库	平台上有900多家下游B端客户，日均交易上百单，客单价为1200元左右，复购率在72%。	已经和10家建材生产厂商直接进行合作	2015年，上海	正在寻求Pre A轮融资
爱建材	江浙沪地区，上海地区已全面覆盖	轻钢龙骨、人造板等两大辅材品类为主，逐渐扩大品类规模	聚焦于买卖、采购、供应链的环节，定位B2B装饰建材在线交易平台，整个交易在App端完成，上游对接建材工厂、下游对接中小零售商	目前平台约有2000家会员，平均客单价1万+，复购率在90%以上。2018年销售预期是通过上海地区的成长及江浙沪地区的开拓，交易额突破10亿元；2019年向全国其他地区扩张，销售额达到30亿元	上海地区已达到全覆盖，目前自由仓库5个，配送中心(也叫加盟仓)三十个左右，合作货车近百辆	上海	公司正在准备新一轮的千万级融资。
好材到家	北京	各类辅材	从装修工长端切入，为工长提供辅材选购、辅材仓储和辅材物流服务；平台的上游供应商包括厂家和一级经销商，目前主要抢占二级经销商利润，接下来抢占一级经销商，做贴牌，毛利可以达到40%。	日单量在50单左右，客单价按单个工程总量（4-6次采购）平均在6000-7000元。	目前好材在西南三环自建有800平米的仓储中心，SKU好材平台上大概有一千多种，	2015 北京	2015年7月，好材获得由开物资本投资的300万人民币天使轮融资
工头帮	长三角	主要提供水电、油漆涂料、板材、五金、木门、地板、吊顶、橱柜等系列产品	一边对接建材五金用品的一级代理商，一边对接对此有需求的小B类商户，如包公头。	-	30个产品大类、200多个产品品牌、超过2万SKU	2015 南京	曾获得天正集团产业基金上千万天使轮融资，以及硅谷银行领投的数千万A轮融资。去年12月获得数千万元A+轮融资，由正和磁系投资基金领投

数据来源：互联网资料、兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn