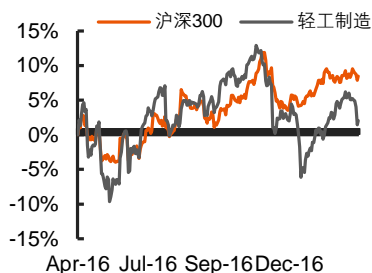


定制家具行业专题报告

定制家具，家具行业颠覆者

强于大市（首次）

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

何冰凌 投资咨询资格编号
S1060516070003
0755-33547557
HEBINGLING057@PINGAN.COM.CN

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
YANZHUBING290@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **定制家具是产品，更是商业模式创新：**定制家具是家具行业新商业模式，以消费者为中心，实现了个性化需求和规模化生产的统一。和传统成品家具和手工家具相比，定制家具大量应用现代信息技术，产品针对性更强、满足个性化需求，大大减少了库存和资金占用，比较优势突出，是家具行业颠覆力量。

■ **定制家具行业快速发展，品牌企业市占率提升空间大：**我国定制家具接受度不断提高，三个下游市场中的首次置业、旧房翻新需求旺盛，住宅精装修发展空间大。目前我国定制家具已进入快速发展期，在家具市场份额提升到 20%，我们预计主要品种定制橱柜和衣柜未来将分别以 15%和 20%复合增速增长，且定制家具品种和渗透率持续提升，未来发展前景良好。

定制家具行业现有竞争格局分散，品牌企业市场份额不高，发展较早的定制橱柜 2013 年全国性品牌市占率也仅不到 15%，由于定制家具具有品牌属性，预计未来品牌企业市占率提升空间大。

■ **定制家具是系统工程，知易行难：**定制家具是系统工程，对精细化运营管理要求高，核心环节包括设计、销售渠道和制造，具有很高的壁垒。产品设计特别是自主知识产权的产品设计是定制家具业务基础，目前品牌企业设立设计部门，建立较大规模设计师队伍服务客户，并申请专利保护，其中欧派家居专利数量居前。随着网购快速发展，品牌定制家具企业积极采用 O2O 模式，建立网上商城，同时不断拓展线下网络，并实施精细化管理，实现消费者、经销商和厂商共赢。定制家具制造信息化、技术含量高，品牌企业不断结合自身特点，借助工业 4.0，导入智慧制造元素，实现柔性生产，生产效率不断提升，建立较高壁垒。

■ **上市定制家具企业实施多品种战略，成长性好：**目前上市五家定制家具公司 2012~2016 年经营业绩快速增长，其中多数公司收入复合增速超过 20%，净利润复合增速超过 35%。大部分定制家具公司实施多产品战略，收入主要来自发展较早的定制橱柜和衣柜，未来或向全屋定制方向发展。

■ **首次给予行业“强于大市”评级：**定制家具是家具行业商业模式创新，代表了消费升级的方向，未来渗透率有望持续提升，成长空间广阔，龙头品牌企业将享受行业增长以及市占率提升的双重红利，我们首次给予定制家具行业“强于大市”投资评级。建议关注产品品类较丰富的欧派家居、盈利改善空间较大的尚品宅配。

■ **风险提示：**房地产行业波动、市场竞争、原材料价格波动等。

正文目录

一、定制家具是产品，更是全新的商业模式.....	5
1.1 定制家具以消费者为中心，个性化和规模化统一	5
1.2 定制家具分类方法	6
二、定制家具需求良好，品牌企业市占率有望提升.....	7
2.1 定制家具需求旺盛，市场接受度不断提高	7
2.2 渗透率提高+品类扩张，我国定制家具市场规模有望快速扩张	11
2.3 市场分散，品牌企业市占率提升空间大	13
三、定制家具是系统工程，知易行难.....	15
3.1 设计是定制家具的基础，品牌企业注重设计能力培养	15
3.2 O2O 模式受关注，经销商精细化管理重要性突出	16
3.3 工业 4.0 助力，定制家具制造进入智慧时代	19
四、上市定制家具公司多品类发展，成长性佳.....	21
4.1 收入规模差别较大，多数企业定制产品多元化	21
4.2 成长性良好，大部分公司毛利率和净利率水平相当	22
4.3 定制家具上市公司经营活动现金流良好	23
五、行业评级	23
六、风险提示	24
6.1 房地产行业波动的风险	24
6.2 市场竞争加剧的风险	24
6.3 原材料价格波动风险	24

图表目录

图表 1	木质家具是主流的家具品种	5
图表 2	定制家具比较优势较突出	5
图表 3	定制家具整体效果好，空间利用率高	6
图表 4	定制家具是以消费者为中心的全新商业模式	6
图表 5	定制家具分类示意图	7
图表 6	我国城镇居民恩格尔系数不断下降	8
图表 7	中国城镇居民人均可支配收入不断增长（元）	8
图表 8	未来中国中产阶级家庭占比持续扩大	8
图表 9	我国城镇化率持续提升	9
图表 10	80、90 后成为我国家具主要消费群体	9
图表 11	毛坯在房屋装修中占比最高	9
图表 12	2005~2025 年，上一轮“婴儿潮”出生人口进入集中婚育期	10
图表 13	2005 年以来，我国登记结婚数量维持较高水平（对）	10
图表 14	2005 年以来，我国商品房销售快速增长（亿平米）	11
图表 15	我国政府出台系列政策鼓励住宅精装修	11
图表 16	装修时最重视的空间	12
图表 17	定制衣柜和橱柜规模测算表	12
图表 18	定制橱柜在我国发展历史约二十年	13
图表 19	我国定制家具竞争主体主要有三类	14
图表 20	定制橱柜主要全国性品牌企业	14
图表 21	定制衣柜主要全国品牌企业	14
图表 22	定制家具是系统工程	15
图表 23	商品宅配设计师联盟	16
图表 24	好莱客聘请国际知名设计师为设计总顾问	16
图表 25	全国品牌企业注重设计知识产权保护	16
图表 26	我国网购市场规模快速增长	17
图表 27	定制家具不同渠道模式比较	17
图表 28	索菲亚网上商城设置多个栏目	18
图表 29	索菲亚网上商城有消费者参与设计的入口	18
图表 30	欧派家居具有完善的经销商管理体系	18
图表 31	工业制造的四个阶段	19
图表 32	工业 4.0 的战略框架	20
图表 33	代表性定制家具企业智慧制造模式比较	20

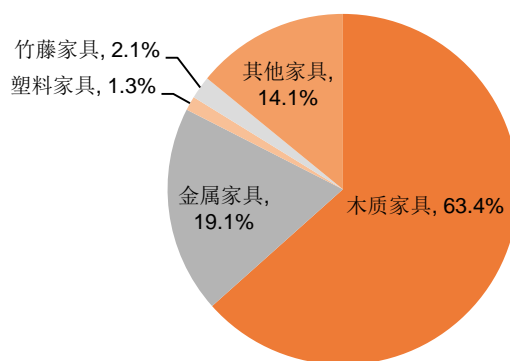
图表 34 上市定制家具企业收入规模差异较大（百万元）	21
图表 35 多数定制家具公司采取多产品战略.....	21
图表 36 上市定制家具公司成长性良好	22
图表 37 上市家具定制公司毛利率稳定较高水平	22
图表 38 上市定制家具公司净利率水平大体相当	22
图表 39 大部分上市定制家具公司期间费用率相当	23
图表 40 近年来，上市定制家具公司经营净现金流净额为正（百万元）	23
图表 41 近年来，上市定制家具公司经营现金流净额与净利润的比值大多大于 1	23
图表 42 上市定制家具公司 PE 估值	24

一、定制家具是产品，更是全新的商业模式

1.1 定制家具以消费者为中心，个性化和规模化统一

- 家具是指用木材、金属、塑料、竹、藤、玻璃、石材等材料制作的，具有坐卧、储藏、间隔等功能，可用于住宅、办公室、旅馆、学校、餐馆、医院、剧场、公园、车辆等诸多人类活动场所的产品。按照应用场所分为民用家具、商用家具和办公家具；按照材质分为木家具、软体家具、玻璃家具、竹藤家具、塑料家具；按照风格分为欧式家具、美式家具、中式家具、现代风格家具和后现代风格家具。

图表1 木质家具是主流的家具品种



资料来源：皮阿诺公告

- 定制家具（又称为整体家具）是按照商业模式划分的新兴的家具子行业，是相对手工制作家具、机械化、规模化生产的标准家具（又称为成品家具）而言。它是指在信息化、规模化基础上，根据房间户型、装修风格以及消费者的材料、功能、风格、价位等个性化需求提供的差异化家具产品，以达到提高空间利用、风格统一、提升生活舒适度和品味的目的。

定制家具是一种极具生命力的全新的商业模式，以客户的需求为中心，组织生产经营活动。和传统手工家具相比，保留了客户个性化需求，同时克服了手工家具质量不稳定、生产周期长、材料利用率低、存在环保隐患的问题。和成品家具相比，定制家具改变了成品家具以生产企业为中心的模式，产品更有针对性，满足个性化需求，大大减少了库存（甚至实现零库存）和资金占用，同时通过信息化、智能化生产技术应用，实现快速规模化生产。

图表2 定制家具比较优势较突出

项目	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	尺寸贴切空间、利用率高；个性化设计；价格较低	尺寸贴切、空间利用率高；个性化设计；材料高档、做工精美	形式美观，多种材质可选；标准化产品，即买即用；价格稍低	尺寸贴切、空间利用率高；个性化设计；工厂生产、安装简便；整体款式、风格统一；款式新颖、潮流
主要劣势	质量不稳定；欠缺美观；一般需油漆，材	价格较高	空间利用率低；风格、尺寸较难自由	生产周期较长；价格稍高；难以规模化生

料存在环保隐患

选择

产

资料来源：尚品宅配公告

图表3 定制家具整体效果好，空间利用率高



资料来源：欧派家居公告

图表4 定制家具是以消费者为中心的全新商业模式



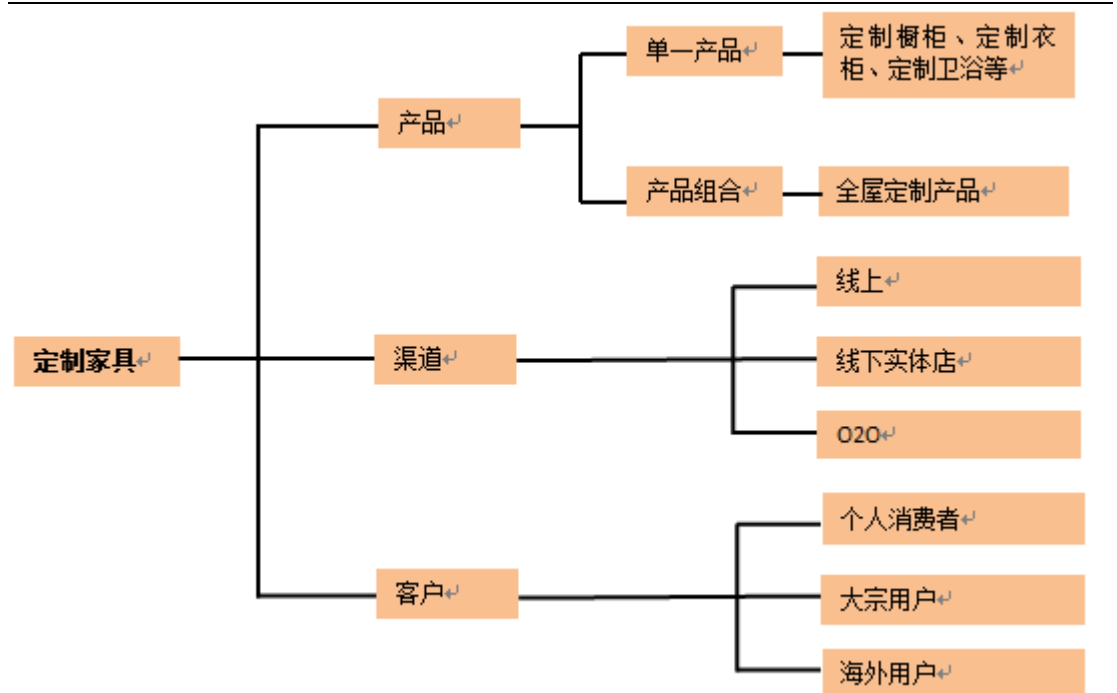
资料来源：尚品宅配公告

1.2 定制家具分类方法

定制家具分类方法有多种，按产品可分为单一定制家具产品如定制橱柜、定制衣柜等和组合全屋定制产品，目前单一定制产品较多，但全屋定制日益受到消费者以及厂家的关注；按渠道，定制家具可分为线上、线下和 O2O，由于定制家具对体验的要求较高，线下和 O2O 是定制家具主流渠道；

按照客户分，定制家具客户包括个人消费者、大宗用户（主要是地产公司）和海外用户，目前个人消费者是定制家具的主要客户群体。

图表5 定制家具分类示意图



资料来源：平安证券研究所

二、定制家具需求良好，品牌企业市占率有望提升

2.1 定制家具需求旺盛，市场接受度不断提高

■ 定制家具受益消费升级、城镇化以及家具消费人口结构变化

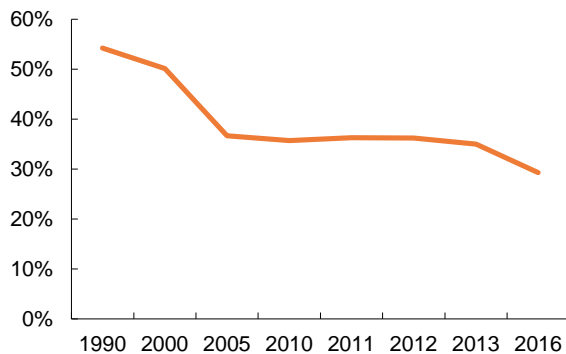
定制家具的需求包括首次置业需求、旧房翻新和住宅精装修三个方面，而这三个需求点又共同受到消费升级、城镇化以及家具消费人口变化三个因素推动，定制家具的接受程度不断提高。

（1）生活水平提升带动定制家具消费升级

随着经济的发展，我国居民的人均可支配收入水平不断提高，由 2005 年的约 1 万元增加到 2015 年的 3 万多元，中产阶级家庭占比将继续提高。收入提高带来人们生活水平提升，根据联合国粮农组织标准，恩格尔系数（食品支出占消费支出比率）50~59%为温饱型，2016 年我国恩格尔系数为 29.3%，大大低于该标准值，我国居民生活水平已经由温饱转变为小康，部分地区甚至实现了富裕。

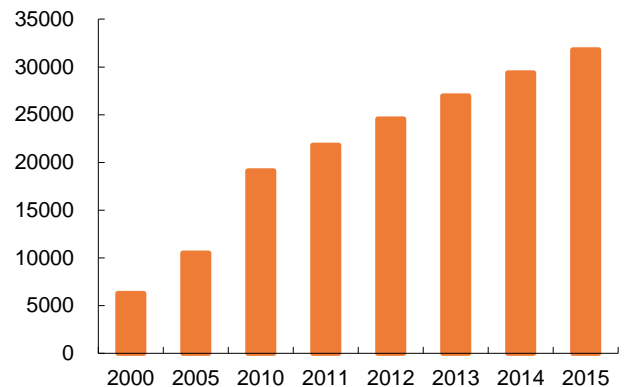
生活水平提高对家具消费理念产生了较大的影响，人们家居装修理念从最初讲究“实惠”、“实用”到注重格调品位和整体风格协调和效果转变，个性化装修需求越来越高。这为定制家具的发展奠定了良好基础，带动定制家具行业消费升级。

图表6 我国城镇居民恩格尔系数不断下降



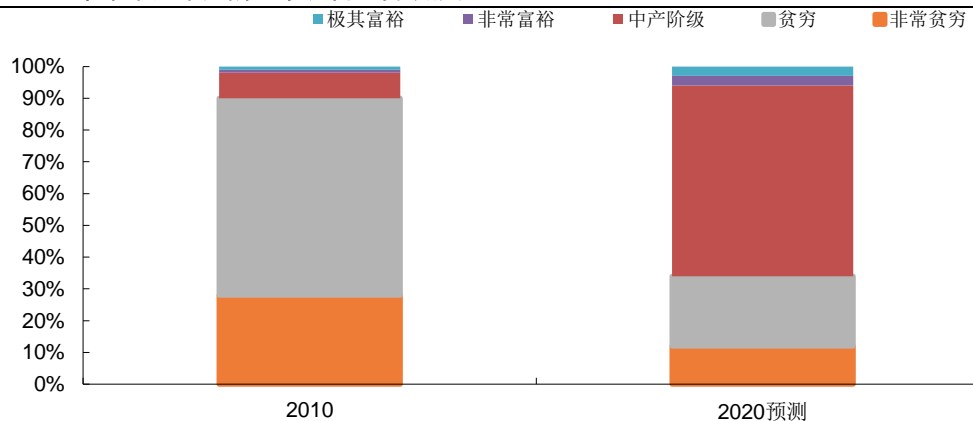
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表7 中国城镇居民人均可支配收入不断增长 (元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表8 未来中国中产阶级家庭占比持续扩大



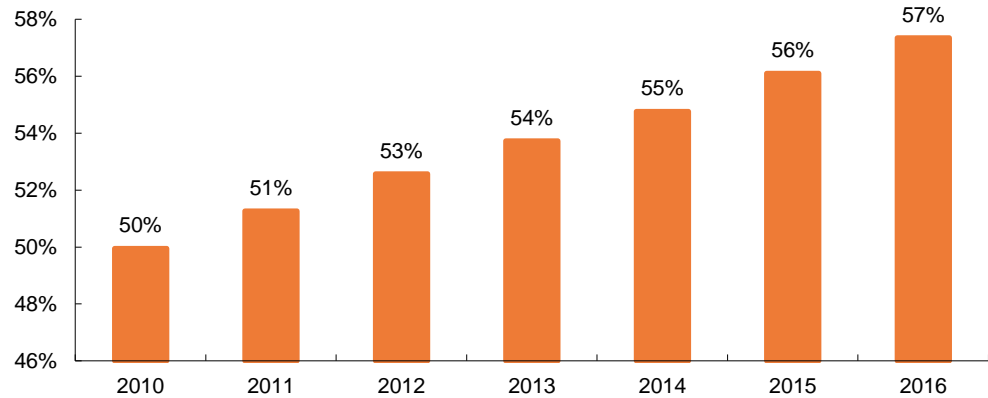
资料来源: 麦肯锡、经济学人

(2) 城镇化率提高有利于定制家具发展

我国经济社会发展带动人口流向城镇,城镇化率不断提高。2016 年我国城镇化率达到 57%,而根据国务院发布的《国家新型城镇化规划(2014-2020)》,预计到 2020 年城镇化率将达到 60%,未来城镇化率将以年均 1 个百分点提高,城镇人口数量将持续增长。

城镇化有利于定制家具的发展。首先、城镇人口收入水平较高,消费能力较强,购置新房添置家具的需求增加;其次、城镇人口更愿意接受新鲜事物,对流行时尚更加敏感,家具更新更快,更愿意了解和接受定制家具。

图表9 我国城镇化率持续提升

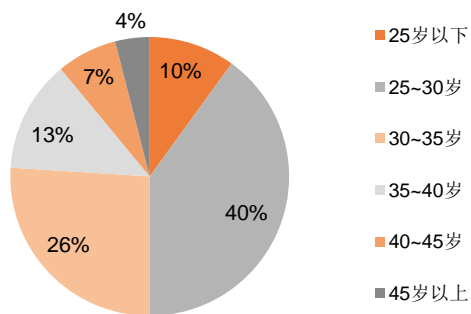


资料来源: WIND、平安证券研究所

(3) 定制家具受益家具消费人口结构变化

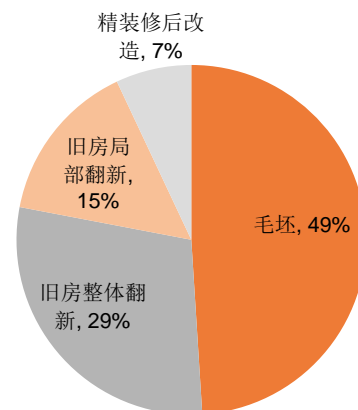
目前我国家具消费人口结构也在发生变化,80、90后成为了家居消费的主力。根据搜房网统计,25~35岁消费者在家居消费占比高达到66%。由于相比父辈,80、90后成长环境较优越,在家具产品选择上,除了注重功能外,更注重家具产品的多元化、个性化和质量水平、环保等,而定制家具正好契合诉求,增加了装修的整体感和艺术感,在年轻人接受程度高,成为家具消费人口年轻化的受益者。

图表10 80、90后成为我国家具主要消费群体



资料来源: 搜房网、好莱客公告

图表11 毛坯在房屋装修中占比最高



资料来源: 搜房网、好莱客公告

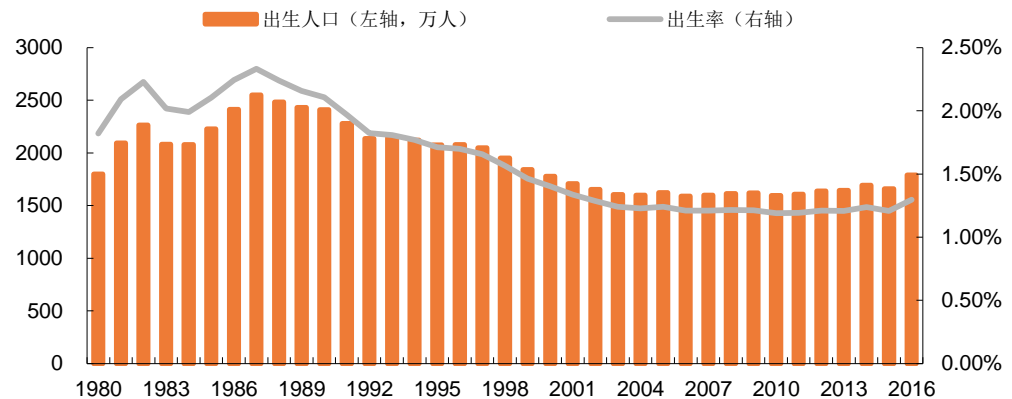
■ 定制家具三个下游市场需求旺盛

(1) 受益“婴儿潮”,我国未来首次置业需求仍较旺盛

定制家具一个主要市场是首次置业。上世纪 80 年代到 90 年代初，我国经历了一次“婴儿潮”，其中上世纪 80 年代出生率保持在 2% 较高水平，上世纪 90 年代初出生率出现下降，但仍高于 1.8%。相应 1981~1997 年出生人口均超过 2000 万人，1987 年峰值出生人口超过 2500 万人。

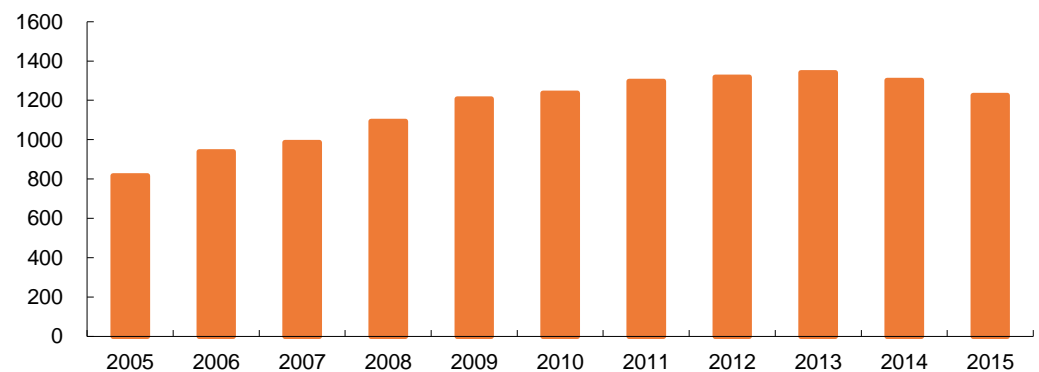
按 25~35 岁为结婚主要年龄预估，上轮“婴儿潮”结婚时间段集中在 2005 年~2025 年，从民政部统计看，自 2005 年以来，我国登记结婚数量保持较高水平。预计未来我国婚育人口数量仍较大，首次置业需求旺盛，且他们对定制家具接受程度较高，首次置业的定制家具需求前景良好。

图表12 2005~2025 年，上一轮“婴儿潮”出生人口进入集中婚育期



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表13 2005 年以来，我国登记结婚数量维持较高水平（对）

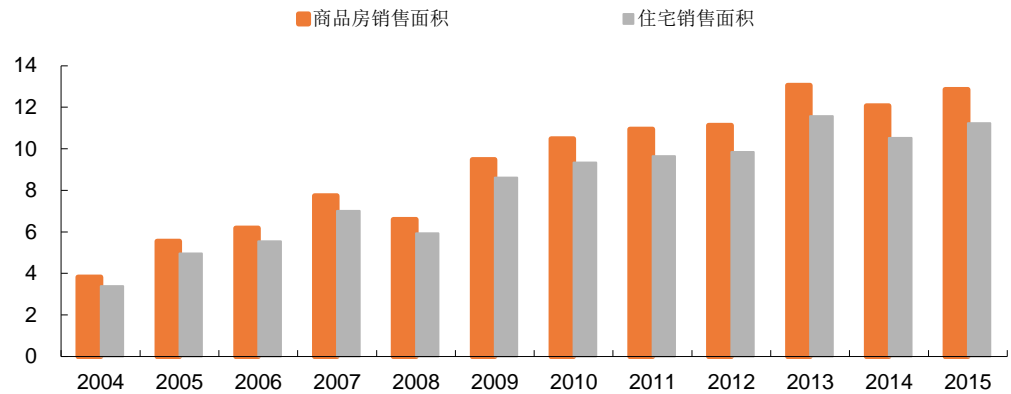


资料来源：民政部

（2）未来我国旧房翻新市场空间大，定制家具受欢迎

根据国家统计局的数据，目前我国城镇家庭户数约 2.66 亿户，一般而言，家具的更新周期为 10 年，我国城镇潜在需更新的家具的家庭数超过 2600 万户。以目前时间点倒推十年，2005 年销售的商品房进入家具更新周期，而 2005 年以来十年又是我国商品房销售快速增长，销售面积大幅增加的十年，可以预计未来我国旧房家具更新的需求巨大，且早期房子结构合理性较差，定制家具能弥补缺陷，提高利用率和美观度，人们选择定制家具的概率较高。

图表14 2005 年以来，我国商品房销售快速增长（亿平米）



资料来源：WIND

（3）住宅精装修将成为定制家具潜在增长点

住宅精装修是相对毛坯房而言，根据由建设部制定的《商品住宅装修一次到位实施导则》，精装修住宅在交房交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成。

在我国住宅精装修尚处于起步阶段，但政府积极引导鼓励，出台了住宅精装修的细则规范发展，同时提出长期目标是逐步取消毛坯房。目前，我国住宅精装修的比率还很低，不到 10%，而发达国家如日本、法国、美国精装修住宅的占比则超过 80%，未来我国住宅精装修具有较大的发展空间，住宅地产龙头企业万科就在积极推动精装修交房。住宅精装修基本上采用定制家具，因此未来住宅精装修领域将成为定制家具的潜在增长点。

图表15 我国政府出台系列政策鼓励住宅精装修

时间	政策
1999年	建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，首次提出一次性装修概念
2002年	建设部颁布了《商品住宅装修一次到位实施细则》，全国推广住宅商品房精装修
2008年	住房和城乡建设部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式，要求各地根据实际情况，科学规划，分步实施，逐步取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房的目标
2011年	住房和城乡建设部颁布《建筑业“十二五”规划》，提出鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房

资料来源：皮阿诺公告

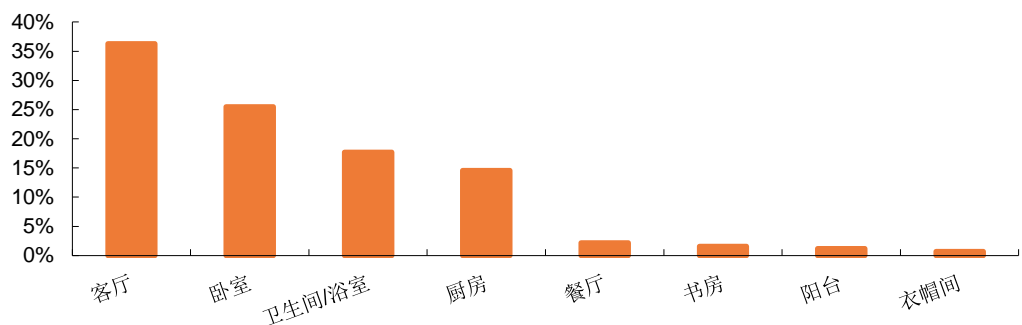
2.2 渗透率提高+品类扩张，我国定制家具市场规模有望快速扩张

目前定制家具在我国获得了较快的发展，根据相关数据，定制家具在家具行业市场份额约为 20%，远低于发达国家定制家具超过 60% 份额。

品类看，定制家具品类主要集中在定制橱柜和衣柜，其中前者的渗透率约为 60%、后者渗透率约 30%，这主要是因为厨房、卧室布局差异性大，消费者对提高空间利用率需求迫切，且定制橱柜和衣柜由国外引入的时间也比较早所致。预计未来定制橱柜和衣柜的渗透率仍将不断提高，根据我们测算，目前定制橱柜终端市场规模约 1000 亿元，预计未来将以 15 % 左右复合速度增长；定制衣柜的终端市场规模为 500 亿元，预计以约 20% 复合增速增长。

根据中国建筑装饰协会厨卫工程委员会报告，除了橱柜和衣柜外，消费者对空间关注度高的还有客厅、卫生间和卫浴，而餐厅、书房、阳台等关注则相对较少。我们认为未来随着生产技术提高以及定制家具日益深入人心，定制家具领域将从厨房、卧室扩展到客厅、卫生间和卫浴，并最终延伸到餐厅、书房等，为此，全屋家具定制是未来定制家具的发展方向。随着现有品类渗透率提高以及新品类的拓展，定制家具在我国家具市场份额仍有很大的提高空间，未来定制家具市场规模有望继续保持快速增长。

图表16 装修时最重视的空间



资料来源：中国建筑装饰协会厨卫工程委员会

图表17 定制衣柜和橱柜规模测算表

定制家具规模测算	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
住宅竣工套数合计（百万套）	7.05	7.19	7.33	7.48	7.63	7.78
更新家具存量住宅比率	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.50%	6.55%
更新家具的存量住宅数量（百万套）	10.40	11.70	13.00	14.30	15.60	16.90
装修房套数合计（百万套）	17.45	18.89	20.33	21.78	23.23	24.68
定制衣柜						
渗透率	30%	33%	36%	39%	41%	43%
衣柜个数（个/套）	2	2	2	2	2	2
单价（元/套）	5000	5250	5513	5788	6078	6381
市场规模（亿元）	524	655	807	983	1158	1355
市场规模增速（YOY）		25%	23%	22%	18%	17%

定制橱柜						
渗透率	60%	62%	63%	64%	65%	66%
个数（个/套）	1	1	1	1	1	1
单价（元/套）	10000	10500	11025	11576	12155	12763
市场规模（亿元）	1047	1230	1412	1614	1835	2079
市场规模增速（YOY）		17%	15%	14%	14%	13%

资料来源：平安证券研究所

2.3 市场分散，品牌企业市占率提升空间大

在我国定制家具发展时间较短，是较为“年轻”的新兴行业，最先出现在橱柜和衣柜领域，其中定制橱柜形成于上世纪 90 年代中期，发展历史约 20 年；整体衣柜在本世纪初兴起，发展历史仅十余年；而全屋定制发展历史则更短。从行业生命周期看，我国定制家具行业总体上从导入期进入到发展期。

图表18 定制橱柜在我国发展历史约二十年

所处阶段	政策及发展情况
起步阶段	从 1980 年国家提出住房制度改革开始，我国房地产业开始发展，带动了我国橱柜行业的崛起
形成阶段	建设部在 1989 年针对性地明确提出“厨房革命”，到上个世纪末，我国橱柜行业已经初具规模
快速发展阶段	2000 年，国家住房制度改革的全面推行，为橱柜行业的发展提供了快速增长的市场条件。2002 年，建设部第 108 号令《住宅室内装饰装修管理办法》以及《商品住宅装修一次性到位实施细则》等文件公布实施，加快了橱柜业发展

资料来源：全国工商联家具装饰商会

定制家具较为良好的市场前景吸引了大量的主体参与其中。代表性产品定制衣柜方面，2014 年我国具有一定规模的定制衣柜企业超过 100 家，主要集中在广东、北京、上海、四川等省市。定制橱柜方面，在 2012 年末，我国整体橱柜的品牌企业就已超过 500 家。由于行业处于发展期，参与主体多，我国定制家具总体市场集中度低，以橱柜为例，2013 年全国性品牌整体橱柜的市占率仅在 10~15% 之间。

从竞争主体构成看，我国现有的定制家具企业主要包括三个层次：全国性的品牌、区域性品牌和小规模厂商，其中，全国性品牌定制家具企业定位中高端市场，销售及网络市场覆盖全国，品牌、渠道、服务、管理等多方面均处于领先；小规模厂商定位低端市场，主要凭价格优势获得客户；区域性品牌介于二者之间。

由于定制家具面向消费者，具有品牌属性，在未来发展过程中，品牌企业尤其是全国性品牌企业将获得更多的认可，享受行业高增长和市场占有率持续提升的发展红利，呈现“强者恒强”态势。

图表19 我国定制家具竞争主体主要有三类

品牌	市场地位	品牌知名度	销售网络	品质和服务	价格
全国性品牌	中高端	高	全国	高	较高
区域性品牌	中低端	较高	区域市场	中等	中等
小规模厂商	低端	低	所在地	低	低

资料来源：平安证券研究所

图表20 定制橱柜主要全国性品牌企业

公司名称	简要情况
德国柏丽厨具	德国柏丽厨具成立于1945年，是欧洲最大的橱柜生产企业之一。1997年正式进入中国，中国总部位于上海市，致力于为中国的高端家庭带来一种生活方式的改变与提升
欧派家居	欧派家居成立于1994年，业务包括整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品。截至2015年12月31日，公司已经发展经销商2813家，专卖店4139家，直营店16家
科宝·博洛尼	科宝·博洛尼成立于1992年，总部位于北京市。1999年进入整体橱柜行业，定位于国内的高端品牌，突出品牌文化建设和生活方式推广，以产品风格设计见长，采取与高端整体家装相结合的营销路线
志邦橱柜	志邦橱柜股份有限公司成立于1998年，总部位于安徽省合肥市，是集产品研发、生产、销售为一体的专业化橱柜企业。2015年营业收入11.88亿元，净利润1.32亿元。截至2015年12月31日，共有经销商921家，专卖店1146家，直营店14家
金牌橱柜	厦门金牌橱柜股份有限公司成立于1999年，总部位于福建省厦门市，致力于为消费者提供高品质的整体橱柜、厨房电器、厨具产品和厨房食品。目前在全国700多个大中城市设有近1000家品牌专卖店，有厦门、北京、上海、广州、深圳等13个直营分公司

资料来源：各公司公告

图表21 定制衣柜主要全国品牌企业

公司名称	简要情况
索菲亚	索菲亚家居股份有限公司成立于2003年，总部位于广东省广州市，是一家专注于定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售的高新技术企业，于2011年4月在深圳证券交易所上市。2016年营业收入45.30亿元，净利润6.64亿元。截至2016年12月31日，“索菲亚”全屋定制产品拥有经销商1000多位，全部店面超过1900家。
欧派家居	成立于1994年，业务包括整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品。截至2015年12月31日，公司已经发展经销商2813

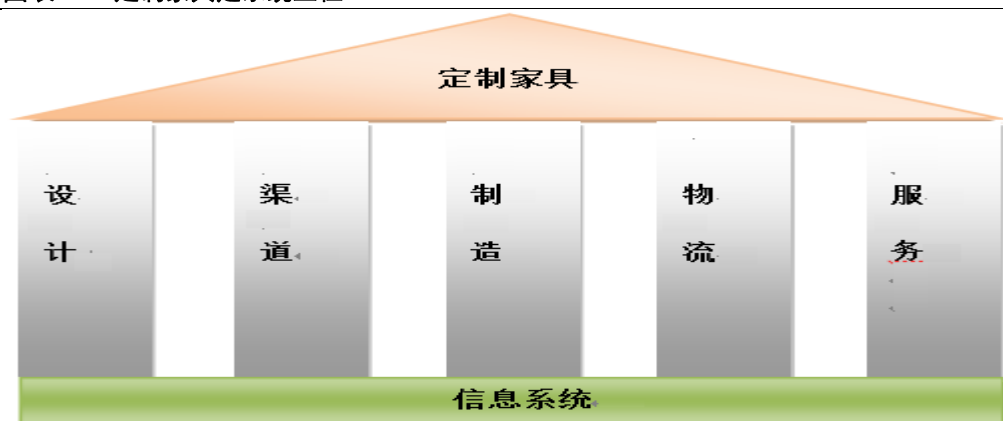
	家，专卖店4139家，直营店16家
顶固集创	广东顶固集创家居股份有限公司成立于2002年12月，总部位于广东省中山市，主要产品包括五金、门业、衣柜，在全国拥有北京、中山、成都、昆山四个制造基地。2016年营收7.25亿元，净利润4042万元，截至2015年12月31日，共有标准化终端门店1023家
好莱客	广州好莱客创意家居股份有限公司成立于2002年，总部位于广东省广州市，致力于整体衣柜领域的发展，于2015年2月在上海证券交易所上市。2016年营业收入14.33亿元，净利润2.52亿元。截至2016年12月31日，公司共有经销商近1000家，经销商专卖店近1300家
尚品宅配	广州尚品宅配家居股份有限公司成立于2004年，总部位于广东省广州市，是一家引入全新数码技术和独特营销模式的整体定制家居企业，产品包括厨柜、衣柜、书柜等定制家具。2016年营收40.26亿元，净利润2.56亿元。截至2016年12月31日，拥有加盟店1081家，直营店76家

资料来源：各公司公告

三、定制家具是系统工程，知易行难

定制家具虽然提供产品，但本质上是对传统家具运行模式的颠覆，各定制家具企业之间商业模式上并没有本质上的差异，但该模式对精细化运营要求高，各参与主体实际运营效果可能存在较大的差距，“知易行难”的特征突出。定制家具建立在信息化基础上，主要由设计、渠道、制造、物流、服务等环节组成，只有各个环节均有效管理和控制，方能形成竞争力，并在市场竞争中获胜。由于目前大部分企业的物流和安装服务由经销商承担，定制家具核心环节主要有设计、渠道、制造。

图表22 定制家具是系统工程



资料来源：平安证券研究所

3.1 设计是定制家具的基础，品牌企业注重设计能力培养

随着人们生活水平提高，对定制家具的要求越来越高，除了功能性外，还需满足舒适性、美观性、环保性、个性化等要求。相应设计产品要将材料、加工工艺、人体工程学、色彩学、平面构成、立体构成以及装饰风格进行综合考虑，对定制家具生产企业的设计能力有较高的要求。从某种意义上说，产品设计尤其是自主设计能力是开展定制家具业务的基础，是定制家具企业的核心竞争力之一。

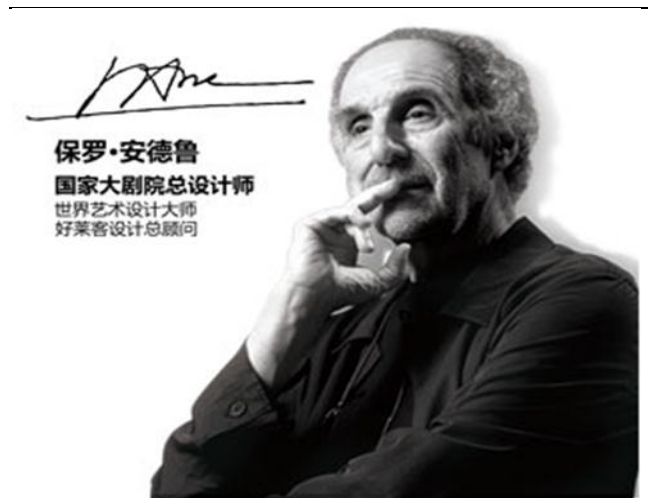
由于我国定制家具行业目前以中小企业为主，大部分企业设计能力有限，产品缺乏创新性，部分企业未结合中国国情，一味照搬国外设计，甚至存在模仿、抄袭等侵犯知识产权的行为。而品牌尤其是全国性品牌定制家具企业，已经成立专门设计部门，组建了具有相当规模的设计师队伍，积累了大量设计数据，部分企业聘请了国际知名的设计师为公司设计出谋划策。如索菲亚各层级设计师队伍约 1.6 万人，并聘请国际知名设计师保罗·安德鲁为设计总顾问；尚品宅配组建了 2 万名设计师组成的设计师联盟，服务客户，并积累了上万个楼盘、数十万个户型数据。同时品牌企业注重知识产权保护，对包括外观专利、实用新型、发明专利等设计成果申请专利，避免设计成果被侵犯，造成经济利益损失。其中，龙头企业欧派家居申请并获得专利权数量最多，截至 2016 年底达 133 项。

图表23 商品宅配设计师联盟



资料来源：尚品宅配官网

图表24 好莱客聘请国际知名设计师为设计总顾问



资料来源：好莱客官网

图表25 全国品牌企业注重设计知识产权保护

公司名称	设计师队伍（人）	专利数量（项）
欧派家居	-	133（截至2016年年末）
索菲亚	1.6万	80（2014、2015年两年累计）
好莱客	-	37（截至2015年2月）
尚品宅配	2万	35（2017年2月）
皮阿诺	-	86（2017年2月）

资料来源：各公司公告、官网

3.2 O2O 模式受关注，经销商精细化管理重要性突出

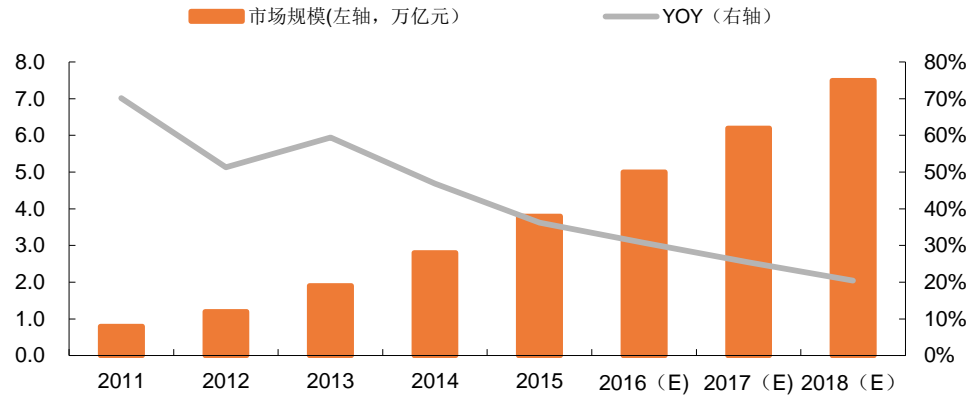
■ 定制家具行业作为一种新的商业模式，对消费者的关注程度远高于传统的成品家具，如何广泛接触客户，并深入沟通，就成为另一个核心问题。

定制家具传统接触消费者的方式主要是经销商渠道，但随着互联网的普及，网络购物正在改变人们的消费行为。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）数据，截至 2015 年 12 月，中国网民规模达

6.88 亿人，其中网购用户规模达到 4.13 亿，比例高达六成。艾瑞咨询报告也显示，近年来，我国网购市场规模快速增长，2015 年达到 3.8 万亿元，预计 2018 年将达到 7.5 万亿元。由于定制家具并非标准品，线下的产品体验、产品方案的修改也是交易的重要部分，因此，领先定制家具企业更倾向于采用 O2O（线上线下结合）模式。

目前全国品牌企业均积极介入定制家具 O2O 模式，纷纷设立网上商城，在线上平台进行产品展示、推广、在线设计、消费者与设计师及消费者之间互动，吸引消费者参与设计，产生购买行为。

图表26 我国网购市场规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询

图表27 定制家具不同渠道模式比较

项目	大规模定制家具	O2O模式下的大规模定制家具
市场形态	碎片化细分市场	客户需求为导向
价值载体和交付方式	企业向消费者交付家具或者方案	客户体验为王，共创价值
消费者角色	部分参与设计	积极主动，深度参与
产销格局	消费者适应企业固有的供应链	客户需求驱动价值网运作
定制流程	客户去店定制	网络预订+设计师上门+实体店看方案
支付方式	实体店支付	线上支付或线下支付

资料来源：CNKI

图表28 索菲亚网上商城设置多个栏目



资料来源：索菲亚网上商城

图表29 索菲亚网上商城有消费者参与设计的入口



资料来源：索菲亚网上商城

■ 线下渠道是 O2O 模式支撑环节，消费者最终方案修改确定、定制家具配送、安装等服务仍需要在线下实体店（主要是经销商实体店）完成，并且实体店自身也承担线下客户的业务开拓职能。精细的经销商管理体系有助于增强定制家具公司品牌形象，执行公司市场策略，激励经销商积极高效拓展业务。经销商管理体系包括了经销商资格的认定、分级、店面选址及装修、价格体系维护等，目前全国性品牌企业经销商管理体系日趋完善，如欧派家居就建立一套系统化的经销商管理体系，实现厂家和经销商的共同发展，对经销商吸引力不断提高。

图表30 欧派家居具有完善的经销商管理体系

项目	大规模定制家具
经销商资格认定	对经销商加盟申请人的文化程度、行业经验、个人履历、团队现状、资金实力、店面现状及社会资源等进行综合评价。公司将全国区域划分为九级，不同级别区域市场的经销商最终由不同层级人员商议确定。经销商等级变更也有相关规定
专卖店店面管理	公司一般要求经销商在该城市的主要建材市场，如居然之家、红星美凯龙、乐安居等知名建材城及行人流量密集街道设立专卖店。统一采用欧派标准店面设计方案，以欧派品牌主导风格为经销商的销售终端塑造品牌形象。店面每2~3年必须进行全新装修。指导经销商梳理工作流程、构建组织架构、组

	建销售团队
经销商培训支持	制定经销商培训相关管理办法。公司成立了优秀的培训师队伍、模拟训练场所等为经销商、专卖店员工提供强大的培训服务支持
经销商经营管理综合评估	对经销商经营业绩绝对值、经营业绩增长率、专卖店营业面积、专卖店设计装修、促销活动执行情况、客户遗留问题发生率、顾客满意度调查、顾客投诉率等方面设定不同的权重，并根据上述权重对经销商进行综合评分
产品结算价格的定价机制	主要是根据产品的分类、结构、组成，确定单位产品直接制造成本，再依据单位产品直接制造成本乘以各种调节系数，确定公司产品的标准销售价格。依据当年排名情况确定经销商下一年度结算折扣系数
经销商销售价格管理	对不同种类、不同风格产品的最高定价、最低销售折扣价及处罚措施都做出了明确规定
经销商返利	主要采用每年对经销商进行排名进而调整下一年度结算折扣系数的激励方式。此外，公司在年度经销商大会上会对业绩排名靠前的经销商，颁发奖状及奖品

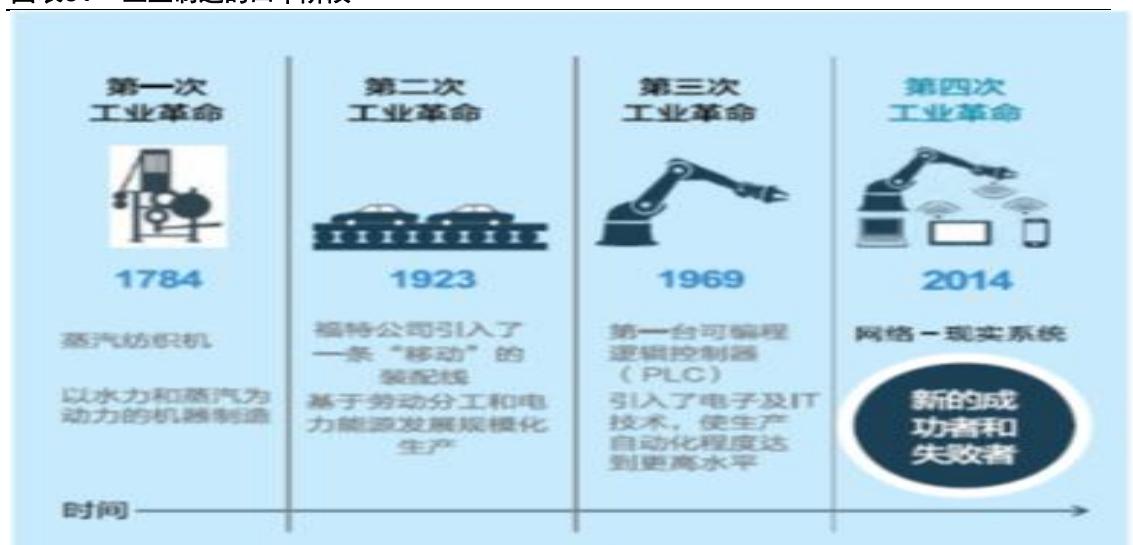
资料来源：欧派家居公告

3.3 工业 4.0 助力，定制家具制造进入智慧时代

■ 定制家具的特点是个性化，难以进行规模化生产，但随着工业 4.0 兴起，领先定制家具企业导入了智慧制造的要素，大规模定制生产不但成为可能，而且具有极高的效率。

工业 4.0 最先由德国提出，它是目前为止工业制造的最高阶段，应用信息技术、智能技术、数字化技术，基于信息物理系统（CPS），实现人与人、人与机器、机器与机器之间对话协同和深度融合，实现智慧制造。这种模式下，生产由集中转变为分散，规模效应不再是工业生产的关键因素；产品由趋同化向个性化转变，甚至能进行自动化、个性化的单件制造；用户由部分参与向全程参与转变，用户不仅出现在生产流程的两端，而且广泛、实时参与生产和价值创造的全过程。

图表31 工业制造的四个阶段



资料来源：CNKI

工业 4.0 的战略框架主要包括 1 个网络、4 大主题、3 个集成、8 项优先行动，是一套全新、复杂的生产体系和模式，定制家具企业要结合行业特征、自身软硬件条件、管理模式推进实施，高效运作具有很大的难度。

图表32 工业 4.0 的战略框架

项目	内容
1个网络	指CPS(信息物理网络系统);CPS 的任务是将物理设备连接到互联网上,让物理设备具有计算与通信、准确控制、远程协作和自治等功能
4大主题	智能工厂、智能生产、智能物流、智能服务,其中智能工厂是基础设施的重要部分,着力实现智能化生产系统及互联网分散生产的实现;智能生产主要是将人机互动、3D 打印等顶尖技术应用于工业生产过程,实现灵活性与个性结合的工业互联网制造
3个集成	横向集成、纵向集成、端到端集成;3个集成能让通信设备通过信息物理网络系统建立智能网络,使人与人、人和机器、机器与机器以及服务和双方交互联通,达到横向、纵向及端对端的高度集成,集成是实现工业 4.0 的重点也是难点
8项优先行动	标准化及参考架构、复杂系统的管理、一套综合的工业宽带基础设施、安全和保障、工作的组织和设计、培训和持续的职业发展、监管框架、资源利用效率

资料来源: CNKI

■ 目前品牌定制家具企业广泛采用智慧生产的理念和技术,虽然和工业 4.0 标准相比,还存在较大差距,但也取得了显著的效果。如根据尚品宅配官网信息,采用智能化生产模式后,公司日生产能力提高 6~8 倍,材料利用率由过去的 85%提高到 93%以上,出错率由过去的 30%下降到 3%以下,成品基本零库存,交货周期也大大缩短。

从上市定制家具公司信息披露看,大多结合公司业务特点,开发了排产系统,对订单进行拆分,形成加工信息,指导后续生产,如索菲亚将订单拆分为标准件和非标准件,对前者实行规模化生产,后者实行柔性化生产;尚品宅配对同一板材风格的一定数量订单,通过虚拟制造技术,将订单所需要的板材在信息技术系统中拆分成独立的各种部件,为各个部件生成尺寸和加工要求等数据信息,并在信息技术系统中生成一系列生产指令并进行排产,实现个性化家具产品的多订单混合生产。

预计未来品牌企业将不断深入推进智慧制造,智慧制造能力将成为定制家具企业重要核心竞争力。

图表33 代表性定制家具企业智慧制造模式比较

项目	内容
欧派家居	以一个批次的生产容量为单位,不限类型和尺寸,为同批次板材制定科学的裁板方案
索菲亚	标准件批量化生产,非标件柔性化生产
好莱客	将订单区分为标准件和非标件进行加工
尚品宅配	前端设计方案确定时同步生成后端加工信息,标准件和非标件在同一条流水线上加工

资料来源: 尚品宅配公告

四、上市定制家具公司多品类发展，成长性佳

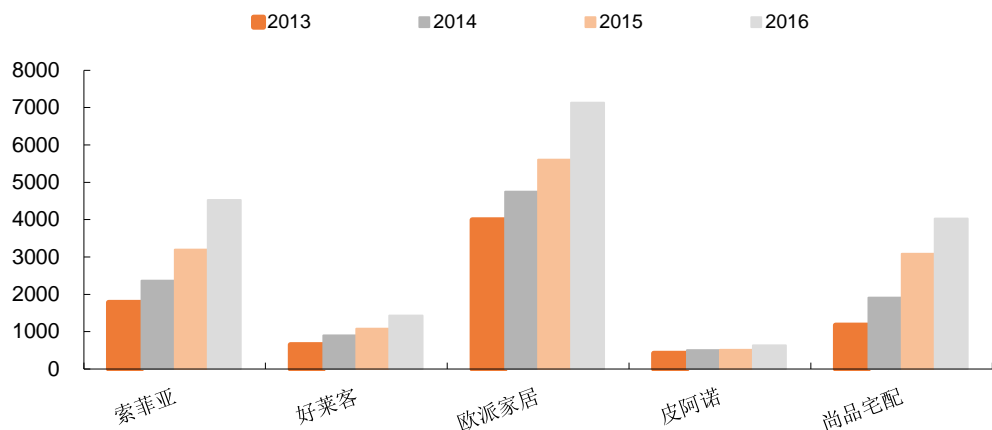
目前 A 股上市的定制家具企业包括欧派家居(603833)、索菲亚(002572)、好莱客(603898)、尚品宅配(300616)、皮阿诺(002853)五家公司。

4.1 收入规模差别较大，多数企业定制产品多元化

目前五家上市定制家具企业销售收入规模差异较大，其中 2016 年收入规模超过 50 亿元，仅欧派家居一家；收入规模在 10~50 亿元有索菲亚、尚品宅配、好莱客三家公司；皮阿诺收入规模最小，仅 6.3 亿元。

分品类看，好莱客产品较单一，主要是定制橱柜，其余公司品类多元化，其中欧派家居产品包括了定制衣柜、定制橱柜、定制卫浴和定制木门；尚品宅配提供全屋定制产品；索菲亚在定制衣柜的基础上，拓展定制橱柜产品；皮阿诺定制家具产品主要有定制橱柜和衣柜。收入贡献方面，由于定制橱柜和衣柜是目前定制家具的主要产品形态，也是上市定制家具企业收入的主要来源。预计未来随着定制家具品类拓展，上市定制家具企业品类还将增加，并向全屋定制方向发展。

图表34 上市定制家具企业收入规模差异较大（百万元）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表35 多数定制家具公司采取多产品战略

公司名称	2016年收入构成
欧派家居	整体橱柜 62.23%、整体衣柜 28.80%、整体卫浴 3.45%、定制木门 2.96%
索菲亚	定制衣柜 86.66%、定制橱柜 9.12%
好莱客	整体衣柜及配件 100%
尚品宅配	全屋定制家具 81.64%、配套家具产品 14.73%
皮阿诺	定制橱柜 81.95%、定制衣柜 18.06%

资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

4.2 成长性良好，大部分公司毛利率和净利率水平相当

上市的五家定制家具公司近年成长性良好，所有公司历年的收入和净利润均为正增长。除皮阿诺外，其他四家公司 2012~2016 年收入复合增速超过 20%，其中尚品宅配收入复合增速最高，约为 53%。五家公司 2012~2016 年的净利润复合增速均高于 35%，其中欧派家居净利润复合增速最高，达到约 49%水平。

图表36 上市定制家具公司成长性良好

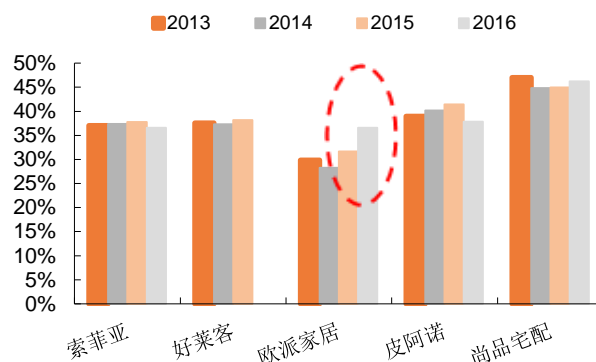
公司	收入（亿元）			净利润(百万元)		
	2012年	2016年	复合增速	2012年	2016年	复合增速
欧派家居	28.79	71.34	25.47%	193.83	949.56	48.77%
索菲亚	12.22	45.30	38.77%	173.20	664.02	39.93%
好莱客	4.55	14.33	33.20%	60.26	252.27	43.04%
尚品宅配	7.42	40.26	52.63%	76.04	255.51	35.39%
皮阿诺	3.07	6.30	19.67%	25.97	87.54	35.49%

资料来源：WIND、平安证券研究所

从毛利率看，大部分公司毛利率较为稳定，且保持在 35~40%较高水平。而欧派家居此前毛利率稍低，但随着规模扩大和品牌影响力的增加，2016 年综合毛利率提升到 37%，和其他可比公司相当。尚品宅配近年毛利率水平高于其他公司，保持在 45%以上，这可能是因为和其他公司相比，尚品宅配直营店渠道收入比重较大。

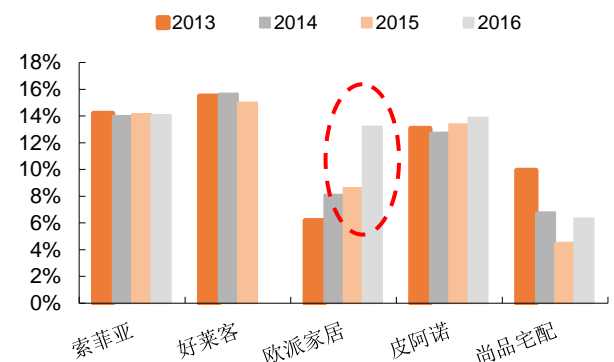
除尚品宅配外，其余四家定制家具公司毛利率及期间费用率相当，因此净利率水平相当，稳定在 13~16%水平。尚品宅配尽管毛利率水平较高，但全国直营布局也使得期间费用率较高，为此，公司净利率水平低于 10%，逊于可比公司，未来或有改善空间。

图表37 上市家具定制公司毛利率稳定较高水平



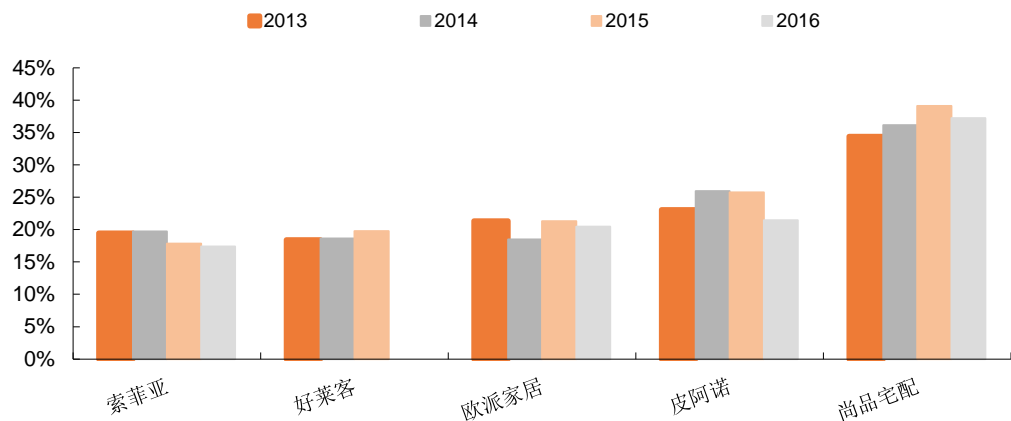
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表38 上市定制家具公司净利率水平大体相当



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表39 大部分上市定制家具公司期间费用率相当

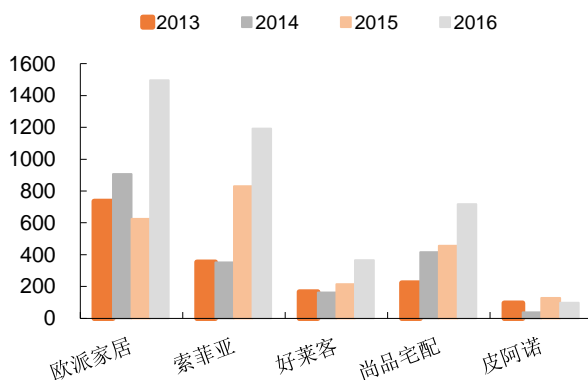


资料来源: WIND、平安证券研究所

4.3 定制家具上市公司经营活动现金流良好

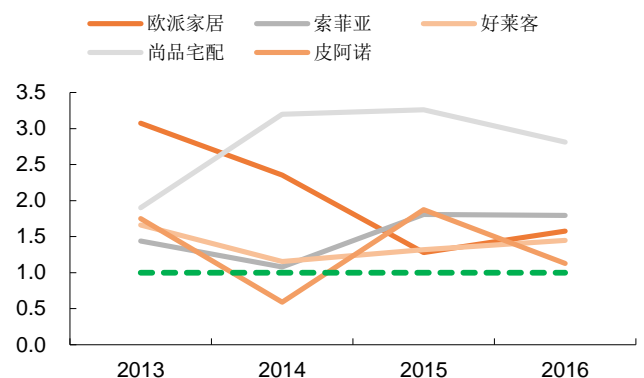
由于上市定制家具公司对经销商或终端消费者普遍采用“先款后货”的结算方式,经营活动现金流良好,净额均为正数,且大部分年份经营活动现金流净额和净利润的比值大于1,显示上市定制家具公司较高的经营质量。

图表40 近年来,上市定制家具公司经营净现金流净额为正(百万元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表41 近年来,上市定制家具公司经营现金流净额与净利润的比值大多大于1



资料来源: WIND、平安证券研究所

五、行业评级

定制家具是家具行业商业模式创新,代表了消费升级的方向,未来渗透率有望持续提升,成长空间广阔,龙头品牌企业将享受行业增长以及市占率提升的双重红利,我们首次给予定制家具行业“强于大市”投资评级。

目前上市定制家具公司 2017 年 PE 估值均在 30 倍以上，反应了市场对成长性的认可，其中尚品宅配 PE 估值约 50 倍，高于可比公司，或主要是因为尚品宅配采用直营店销售比重较大，盈利水平低于可比公司，未来存在改善预期所致。建议关注产品品类较丰富的欧派家居、盈利改善空间较大的尚品宅配。

图表42 上市定制家具公司 PE 估值

公司名称	PE (倍)			
	2016A	2017E	2018E	2019E
欧派家居	49.83	34.25	25.39	-
索菲亚	47.39	35.72	26.68	18.95
好莱客	43.36	31.97	23.57	17.24
尚品宅配	64.21	48.62	35.41	26.54

资料来源：WIND、平安证券研究所 备注：PE 对应股价为 2017 年 4 月 7 日收盘价

六、 风险提示

6.1 房地产行业波动的风险

定制家具行业属于家具行业新兴的细分领域，目前正处于快速发展阶段，市场容量较大，行业增速较快，短期内受房地产行业宏观调控、房地产市场波动及房地产投资增速下滑等因素的影响尚未明显显现。如果未来宏观调控、经济发展环境导致我国房地产市场持续低迷，定制家具行业仍将会受到一定的影响。

6.2 市场竞争加剧的风险

定制家具行业属于新兴细分行业。由于定制家具行业市场前景广阔，已有部分传统家具制造企业转型整体家居市场，此外包括瓷砖、地板在内的不少企业亦看好整体家居行业的市场前景，纷纷涉足该行业，这些因素导致行业竞争将从起始的价格竞争进入到品牌、渠道、研发、服务、人才、管理等复合竞争层级上来，市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率下降。

6.3 原材料价格波动风险

定制家具生产所需的原材料主要包括刨花板、中纤板、功能五金件、石英石板材及外购的部分电器。直接材料价格对定制家具公司生产成本的影响较大。近年来，部分原材料价格存在一定的波动，若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对定制家具公司经营产生负面影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033