

# 轻工制造

证券研究报告  
2020 年 05 月 08 日

## 19Q4 定制板块持续回暖，短期疫情影响或逐步修复

**定制家居板块 19Q4 业绩持续回暖。**8 家定制上市公司单季度加权收入增速逐季回暖，增速分别为 9.49%/12.29%/13.51%/17.64%。**19 年扣非净利润增速高于收入增速，Q4 业绩回暖更为明显。**2019 年板块加权单季度扣非净利润增速分别为 5.32%/17.89%/6.03%/21.87%，业绩逐季回暖，从 18Q4 的 -4.0%回升至 19Q4 的 21.9%，利润增速高于收入增速。2020Q1 疫情短期对定制板块业绩造成一定冲击，Q1 定制板块收入/归母净利润/扣非归母净利润同比分别下滑 34.28%/214.88%/346.05%。

**随着 2020Q2 开始线上订单转化及线下家居消费回暖，Q2 开始业绩或将显著改善。**改善一方面受交房回暖带动，交房已经在回暖通道，在疫情压力下，20 年 3 月住宅竣工增速由负转正（同比增长 1.2%）；另一方面竞争格局也在改善，企业 CAPEX 下降，小企业加速退出，今年价格战减弱，三费控制加强，将带来业绩持续稳健增长。另外，2020 年大宗业务或持续扮演重要角色，一方面精装修渗透率依旧持续上升，另一方 2B 端市场集中度更高，品牌龙头家居更受益。

**从橱柜向衣柜拓展的企业增速更快。**19 年定制零售渠道承压，有个别企业出现同比低个位数增长或负增长。今年从橱柜向衣柜拓展的企业增速更快，定制龙头欧派家居 19 年经销收入增速 14.1%，公司整体衣柜/橱柜分别同比增长 24.6%/7.4%，另外志邦家居（+12.5%）、金牌厨柜（+12.5%）、皮阿诺（+10.5%）在经销渠道获得不错增速。

**大宗渠道均取得不错增速，二线定制企业在大宗业务领域弹性更大。**19 年索菲亚、欧派家居的大宗业务分别增长 58.1%/52.5%，志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺大宗业务分别同比增长 64.7%/149.3%/110.0%。皮阿诺工程占比最高，达到 43.7%（同比+16.1pct），欧派家居、索菲亚、金牌厨柜、志邦家居和我乐家居，占比分别为 15.98%（同比+3.7pct）、10.5%（同比+3.5pct）、23.8%（同比+11.9pct）、21.6%（同比+5.5pct）和 18.1%（同比+9.9pct）。

**19 各家同店增速有所下滑，主要的原因是：**1）各家过去一年对于效益不好的门店关店数量有增加，但由于数据缺乏，我们公式中没有考虑，实际存续下来的同店增速会好于我们计算值；2）消费渠道碎片化、渠道多元化竞争加剧等影响，零售门店的自然客流有一定下滑；3）过去一年招商情况较好，19 经销渠道收入虽然回暖，但门店数量同比有提升，所以同店压力较大。但从同店收入的绝对值来看，定制龙头同店收入绝对值明显高于其他企业，龙头的同店增速也好于行业平均，显示抗风险能力较强，集中度有所提升。

**19 定制家居企业的客单价继续稳健增长，通过大家居配套，客单价提升仍有空间。**19 尚品宅配终端售价的客单价约为 23416 元，同比增长 1.9%。索菲亚按照终端口径计算的客单价约为 23184 元，同比增长 5.9%。好莱客客单价约增长 7%至 27071 元。

**价格战趋缓，19H1 毛利率同比均有一定下滑，销售费用率普遍下降。**19H1 企业综合毛利率水平同比下行的企业较多。销售费用投入结构优化，更多向新媒体倾斜，收效更好，也使大部分企业销售费用率下行。

家居 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，19 年交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存、家装订单、建安投资等持续改善；由于 16-18 年精装修开盘量高增，精装修交付未来 2-3 年预计仍将加速，交房回暖存 2 年左右持续性。

长期逻辑是家居本质属性是消费，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍会持续增长。家居在耐用消费品中消费次序靠后，需求不会因地产被过度透支，未来将随人均可支配收入增加持续增长，市场当前对长期需求存过度悲观预期。

**投资建议：**依旧看好 20 年竣工持续回暖，疫情短期打断了家居需求，家居需求只会延迟不会消失，4-5 月企业订单也加速改善，叠加疫情期间 Q1 家居企业线上订单转化，Q2 业绩或持续修复，推荐欧派家居、尚品宅配、顾家家居、志邦家居、索菲亚，建议关注江山欧派、金牌厨柜、皮阿诺。

**风险提示：**商品房交付低于预期、价格竞争激烈程度超预期、新冠肺炎疫情影响或延续、渠道拓展风险等

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

范张翔 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁 联系人  
weipengjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业专题研究:轻工行业一季报综述》2020-05-06
- 2 《轻工制造-行业研究周报:5 月看好烟草产业链补库存和家居线下重启订单转化》2020-05-05
- 3 《轻工制造-行业研究周报:竣工回暖+线下重启，二季度看好家居消费持续改善》2020-04-26

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2020-05-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603833.SH	欧派家居	105.11	买入	4.38	5.04	6.07	7.24	24.00	20.86	17.32	14.52
002572.SZ	索菲亚	19.45	买入	1.18	1.25	1.36	1.45	16.48	15.56	14.30	13.41
300616.SZ	尚品宅配	68.10	买入	2.66	3.07	3.54	4.01	25.60	22.18	19.24	16.98
603801.SH	志邦家居	23.59	增持	1.48	1.67	1.94	2.20	15.94	14.13	12.16	10.72
603898.SH	好莱客	13.59	增持	1.18	1.37	1.53	1.69	11.52	9.92	8.88	8.04

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 定制家居板块 2019 年经营情况回顾.....	5
1.1. 19 收入稳步提升，Q4 业绩回暖明显.....	5
1.2. 工程保持较高增速，零售渠道承压，龙头依旧具备优势.....	6
1.3. 从橱柜向衣柜拓展的企业增速更快，全品类推进初显成效.....	8
1.4. 家居配套品受基数影响，增速快慢不一.....	9
2. 经营层面数据透视.....	9
2.1. 开店——净开店有所放缓，大家居开店提速.....	9
2.2. 同店——19H1 同店收入普遍下降.....	11
2.3. 客单价——19 年稳健增长，索菲亚康纯板产品提升客单价.....	12
3. 财务数据透视经营成果.....	13
3.1. 价格战观察——品类扩展下毛利率承压，销售费用投放控制较好.....	13
3.2. 研发投入——欧派绝对值最高，金牌厨柜占比最高.....	14
3.3. 盈利质量——受工程影响，应收账款有所提升.....	15
4. 定制家居年报总结和投资建议.....	16

## 图表目录

图 1：定制家居板块 19 业绩开始回暖，Q4 回暖趋势明显.....	5
图 2：各定制企业 2019 年收入、净利润及扣非净利润增速.....	5
图 3：2019 各家企业经销渠道收入（亿元）和增速情况.....	6
图 4：2019 各家企业工程渠道收入（亿元）和增速情况.....	6
图 5：定制衣柜收入增速仍略高于定制橱柜.....	8
图 6：19H1 欧派、索菲亚家居配套品增长较快（亿元）（欧派为其他主营业务收入）.....	9
图 7：19 定制龙头开店基本符合预期.....	10
图 8：欧派家居门店数量变化情况.....	10
图 9：尚品宅配门店数量变化情况.....	10
图 10：索菲亚门店数量变化情况.....	10
图 11：好莱客门店数量变化情况.....	10
图 12：志邦家居门店数量变化情况.....	11
图 13：金牌厨柜门店数量变化情况.....	11
图 14：大部分企业 19 同店增速承压.....	11
图 15：定制家居企业客单价仍稳步增长（单位：元，按终端售价口径）.....	12
图 16：19 毛利率与销售费用率普遍下降.....	13
图 17：定制企业 19 研发费用相对变化较平稳.....	14
图 18：18-19 各企业应收账款及应收票据/大宗收入占比.....	15
图 19：除索菲亚、金牌厨柜、皮阿诺外，经营活动现金流净额/净利润普遍下滑.....	16
表 1：定制板块 17Q1~19Q4 单季度收入增速比较.....	5

表 2: 定制扣非净利润增速 3 季度产生回落.....	6
表 3: 17-19 定制家居企业分渠道收入.....	7
表 4: 定制家居企业 19 分产品收入及同比增长 .....	8
表 5: 各家企业 17~19 年分品类收入增速 .....	9
表 6: 各家企业经销渠道同店收入及增速 .....	12
表 7: 17~19 定制家居企业单季度毛利率比较.....	14
表 8: 17~19 定制家居企业单季度销售费用率比较.....	14
表 9: 应收账款和应收票据有所提升, 但绝对数额都不大 .....	15

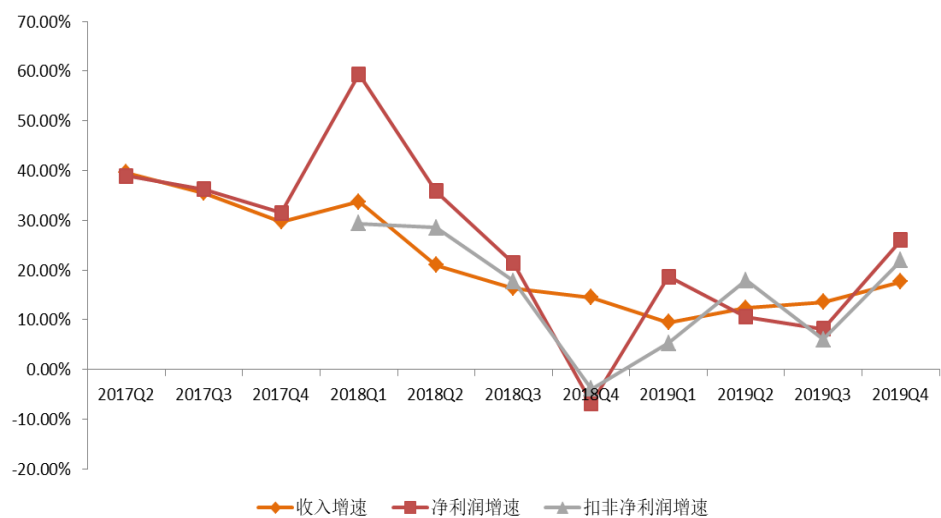
## 1. 定制家居板块 2019 年经营情况回顾

### 1.1. 19 收入稳步提升，Q4 业绩回暖明显

**定制家居板块 19Q4 业绩持续回暖。**受 18 年交房下滑影响，板块收入利润增速持续下行，随着 19 年下半年以来地产竣工逐步回暖，家居行业收入端也逐渐显现回暖趋势，行业加权平均收入增速在 19Q1 下行后缓慢回升，19Q4 回升至 17.6%，扣非净利润增速从 18Q4 的 -4.0% 回升至 19Q4 的 21.9%，业绩回暖显著。

我们认为，改善一方面受 19 年交房回暖带动，尤其下半年趋势更明显，19 年全国住宅商品房销售面积 15.01 亿方，同比增长 1.5%，住宅竣工面积 6.8 亿方，同比增长 3%，20 年一季度在疫情的影响下，3 月住宅竣工增速由负转正（同比增长 1.2%），另一方面竞争格局也在改善，企业 CAPEX 下降，小企业加速退出。

图 1：定制家居板块 19 业绩开始回暖，Q4 回暖趋势明显



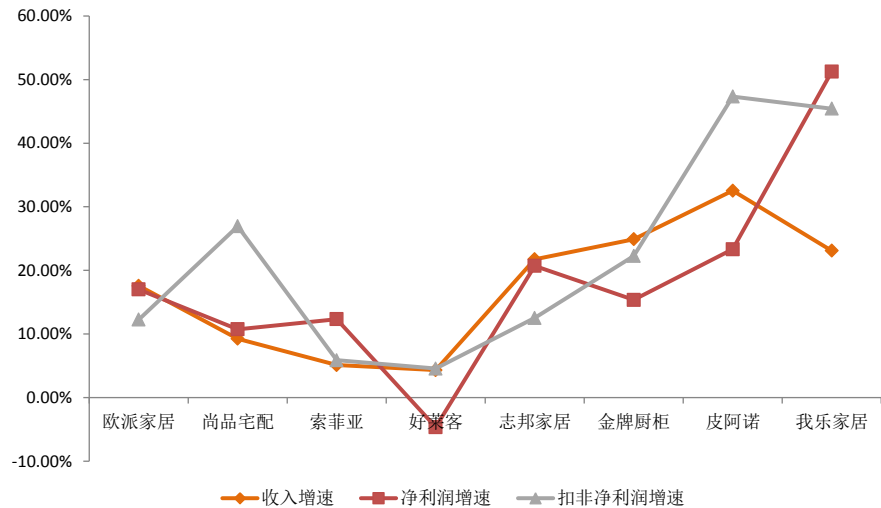
资料来源：公司公告，天风证券研究所，选取了：欧派家居、尚品宅配、索菲亚、好莱客、志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺、我乐家居

表 1：定制板块 17Q1~19Q4 单季度收入增速比较

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
欧派家居	20.5%	44.9%	40.5%	33.5%	31.6%	21.1%	10.7%	18.0%	15.6%	12.5%	20.1%	20.7%
尚品宅配	27.6%	32.0%	32.6%	34.3%	38.8%	30.6%	22.7%	15.7%	15.7%	5.6%	8.4%	9.8%
索菲亚	48.3%	49.4%	35.5%	22.6%	30.3%	13.8%	20.1%	15.4%	-4.7%	12.2%	2.4%	7.7%
好莱客	35.2%	35.5%	25.6%	28.0%	30.9%	22.7%	15.4%	0.5%	5.2%	3.0%	0.6%	8.8%
志邦家居	37.6%	40.9%	30.7%	41.5%	38.3%	19.1%	5.5%	4.0%	5.2%	13.3%	16.9%	43.7%
金牌厨柜	42.8%	9.6%	34.9%	22.2%	26.2%	8.6%	19.2%	20.4%	6.2%	33.1%	23.5%	29.2%
皮阿诺	51.2%	47.8%	30.2%	15.9%	73.8%	24.2%	39.4%	22.4%	16.3%	31.5%	35.6%	39.2%
我乐家居	103.3%	27.9%	36.0%	24.3%	26.0%	26.7%	25.5%	4.0%	22.6%	23.1%	25.6%	21.0%
行业平均	32.9%	39.6%	35.5%	29.7%	33.7%	20.9%	16.3%	14.5%	9.5%	12.3%	13.5%	17.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：各定制企业 2019 年收入、净利润及扣非净利润增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

19 年扣非净利润增速高于收入增速，19Q4 业绩回暖更为明显。由于单季度非经常性损益影响较大，看扣非净利润增速更能反映实际经营情况，扣非净利润增速 18Q4 最差（没有商誉影响），19Q1、Q2 逐步回升，但 Q3 又产生回落，部分企业又出现负增长情况。值得注意的是，到了 Q4 普遍显著提升，行业加权平均扣非利润增长 21.9%。

表 2：定制扣非净利润增速 3 季度产生回落

指标	单季度归母净利润增速						单季度扣非净利润增速					
	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
公司												
欧派家居	22.6%	4.5%	25.1%	13.5%	14.7%	24.1%	21.3%	17.7%	21.0%	15.0%	10.5%	10.4%
尚品宅配	21.0%	5.8%	31.6%	18.9%	1.4%	4.8%	1.7%	3.6%	42.0%	29.2%	25.4%	-0.8%
索菲亚	14.7%	-19.3%	3.7%	6.8%	1.9%	33.8%	18.9%	-23.3%	-18.3%	7.7%	-9.8%	33.6%
好莱客	9.2%	-39.3%	8.2%	-24.2%	-10.5%	36.7%	1.9%	-40.5%	6.1%	-0.3%	-9.1%	34.2%
志邦家居	20.1%	-12.7%	4.9%	21.4%	13.1%	39.0%	11.6%	-2.5%	-5.9%	29.4%	3.0%	19.5%
金牌厨柜	30.5%	19.5%	2.7%	18.7%	7.5%	21.4%	23.1%	19.7%	-90.7%	49.5%	21.3%	31.1%
皮阿诺	51.8%	21.2%	16.1%	24.7%	20.2%	28.6%	38.8%	64.4%	-15.0%	76.3%	27.1%	76.9%
我乐家居	67.4%	-19.3%	116.2%	89.1%	12.2%	59.3%	55.9%	-17.0%	-7.7%	79.5%	10.1%	66.2%
行业平均	21.3%	-6.8%	18.7%	10.6%	8.2%	26.0%	17.7%	-4.0%	5.3%	17.9%	6.0%	21.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

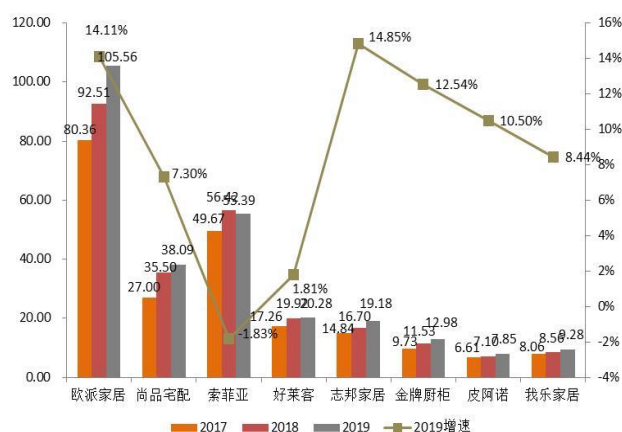
## 1.2. 工程保持较高增速，零售渠道承压，龙头依旧具备优势

经销渠道是公司长期发展的保障，其增长也是我们最看重的：19 年定制零售渠道承压，有个别企业出现同比低个位数增长或负增长。从橱柜向衣柜拓展的企业今年增速更快，定制龙头欧派家居 19 年经销收入增速 14.1%，衣柜/橱柜分别同比增长 24.6%/7.4%，另外志邦家居（+14.9%）、金牌厨柜（+12.5%）、皮阿诺（+10.5%）在经销渠道也获得不错增速。

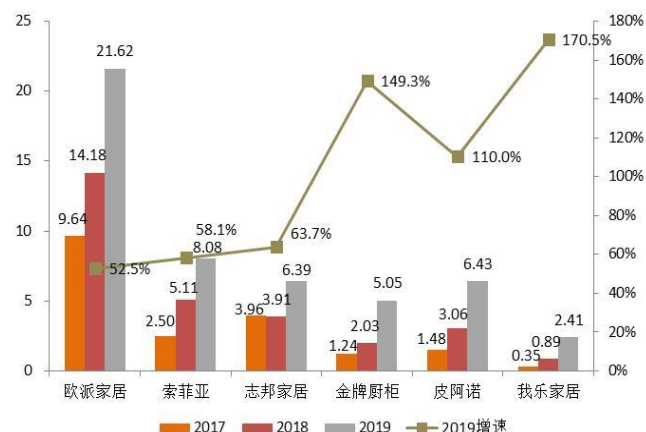
二线定制品牌发力工程业务，拉动总收入增长。19 年索菲亚、欧派大宗业务分别增长 58.1%/52.5%，志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺大宗业务分别同比增长 63.7%/149.3%/110.0%。从工程占比情况来看，皮阿诺工程占比最高，达到 43.7%（同比+16.1pct），欧派家居、索菲亚、金牌厨柜、志邦家居和我乐家居，占比分别为 15.98%（同比+3.7pct）、10.5%（同比+3.5pct）、23.8%（同比+11.9pct）、21.6%（同比+5.5pct）和 18.1%（同比+9.9pct）。

图 3：2019 各家企业经销渠道收入（亿元）和增速情况

图 4：2019 各家企业工程渠道收入（亿元）和增速情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：17-19 定制家居企业分渠道收入

分渠道收入（亿元）	2017	18H1	2018	19H1	2019
欧派家居					
经销	80.36	38.82	92.51	42.34	105.56
增速	34%	20%	15%	9%	14%
工程	9.64	6.03	14.18	9.29	21.62
增速	69%	79%	47%	54%	53%
直营和其他	5.58	2.64	6.63	2.53	6.48
增速	24%	16%	19%	-4%	-2%
索菲亚					
经销	49.67	22.85	56.42	23.36	55.39
增速	37%	13%	14%	2%	-2%
工程	2.50	2.41	5.11	2.96	8.08
增速	129%	188%	104%	23%	58%
直营和其他	2.28	1.09	2.41	0.97	2.58
增速	21%	11%	6%	-10%	7%
尚品宅配					
经销	27.00	15.65	35.50	16.95	38.09
增速	37%	48%	31%	8%	7%
直营	23.00	11.42	26.00	11.29	
增速	21%	17%	13%	-1%	
好莱客					
经销	17.26	8.36	19.92	8.54	20.28
增速	32%	26%	15%	2%	2%
志邦家居					
经销	14.84	7.37	16.7	7.72	19.18
增速	37%	23%	15%	5%	14.9%
工程	3.96	1.70	3.91	2.11	6.39
增速	60%	47%	-1%	24%	64%
直营和其他	2.77	1.06	3.38	1.31	3.73
增速	53%	15%	22%	24%	11%
金牌厨柜					
经销+直营	12.73	5.58	14.21	5.89	15.35
增速	27%	14%	12%	6%	8%



工程	1.24	0.71	2.03	1.73	5.05
增速	71%	55%	64%	143%	149%
海外	0.44	0.14	0.5	0.23	0.6
增速	63%	-36%	14%	64%	9%

## 我乐家居

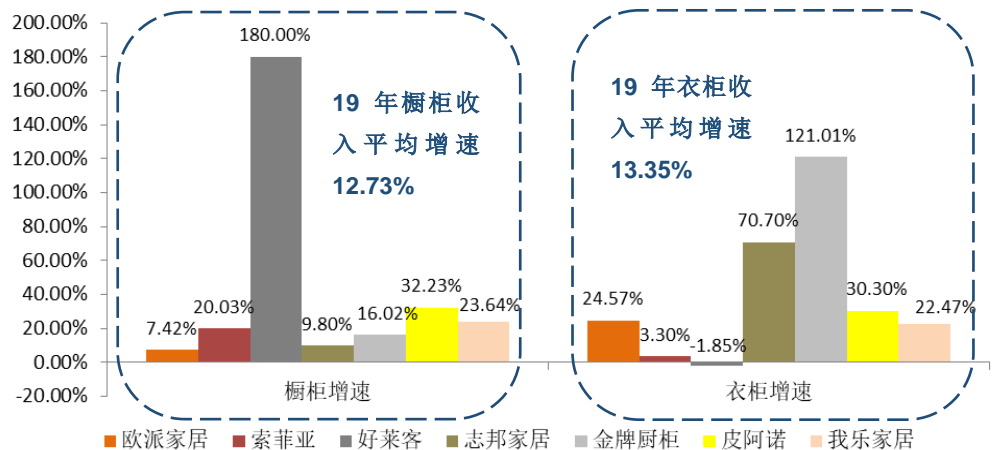
经销	8.06	3.57	8.56	3.78	9.28
增速	36%		6%	6%	8%
工程	0.35	0.24	0.89	0.88	2.41
增速	-42%		151%	263%	171%
直营和其他	0.74	0.47	1.37	0.60	1.63
增速	235%		86%	27%	19%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.3. 从橱柜向衣柜拓展的企业增速更快，全品类推进初显成效

橱柜受工程带动保持稳定增长，从橱柜拓展到衣柜的企业在新领域增长更为显著。19 定制衣柜行业平均增速为 13.4%（同比下降 9.6pct），高于定制橱柜行业平均增速的 12.7%（同比上升 3.7pct）。主业衣柜的企业增长颇显乏力，好莱客衣柜增速出现负增长，索菲亚衣柜增速仅有 3.3%，均低于行业平均水平。一方面衣柜以零售为主，另一方面也受到其他企业新进入衣柜的冲击，预计随着未来精装修房交付增加，将对衣柜销售形成明显拉动（精装修房衣柜渗透率低，零售不经过家装公司，大品牌成交率高）。

图 5：定制衣柜收入增速仍略高于定制橱柜



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：定制家居企业 19 分产品收入及同比增长

指标	定制橱柜（亿元）			定制衣柜（亿元）		
公司	2018	2019	19 同比	2018	2019	19 同比
欧派家居	57.65	61.93	7.42%	41.48	51.67	24.57%
索菲亚	7.09	8.51	20.03%	63.94	66.05	3.30%
好莱客	0.25	0.70	180.00%	20.58	20.20	-1.85%
志邦股份	19.28	21.17	9.80%	4.30	7.34	70.70%
金牌厨柜	15.36	17.82	16.02%	1.38	3.05	121.01%
皮阿诺	7.88	10.42	32.23%	2.97	3.87	30.30%



我乐家居	5.88	7.27	23.64%	4.94	6.05	22.47%
行业	113.39	127.82	12.73%	139.59	158.23	13.35%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从 17~18 年来看，定制衣柜增速同样高于定制橱柜，但差距在缩小。

表 5：各家企业 17~19 年分品类收入增速

收入增速	定制橱柜			定制衣柜		
年份	2017	2018	2019	2017	2018	2019
欧派家居	22.5%	7.7%	7.4%	63.0%	25.8%	24.6%
索菲亚	42.9%	20.2%	20.0%	33.3%	17.5%	3.3%
好莱客			180.0%	29.3%	12.4%	-1.8%
志邦股份	32.2%	2.8%	9.8%	147.3%	91.1%	70.7%
金牌厨柜	49.8%	10.8%	16.0%	6210.8%	475.0%	121.0%
皮阿诺	21.7%	27.5%	32.2%	69.6%	56.3%	30.3%
我乐家居	5.7%	1.7%	23.6%	161.2%	46.6%	22.5%
行业	24.9%	9.0%	12.7%	44.5%	23.0%	13.4%

资料来源：公司公告，天风证券研究所（尚品宅配未披露 15~19 衣柜橱柜分类收入）

#### 1.4. 家居配套品受基数影响，增速快慢不一

尚品宅配由于基数因素，配套品增速有所放缓，但随着 19 年初第二代全屋定制的推出，预计未来配套品增长将逐步加快。欧派家居通过整装大家居模式发力成品配套业务，19 收入 7.84 亿元（包含门窗、壁纸、成品家具），同比大幅增长 60.00%。索菲亚大家居店开店提速，19 家居成品配套收入 4.30 亿元，同比增长 29.13%。定制企业有一定流量入口优势，通过场景化展示、套餐搭配，向大家居迈进是未来重要成长驱动力。

图 6：19H1 欧派、索菲亚家居配套品增长较快（亿元）（欧派为其他主营业务收入）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

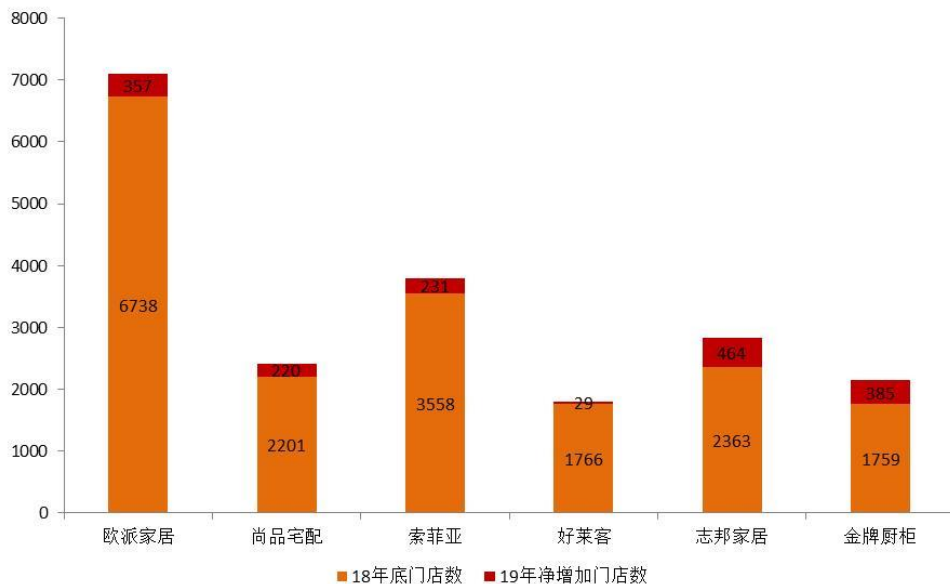
## 2. 经营层面数据透视

### 2.1. 开店——净开店有所放缓，大家居开店提速

19 年从总的门店净增加数量来看，欧派家居、尚品宅配、索菲亚、好莱客、志邦家居、

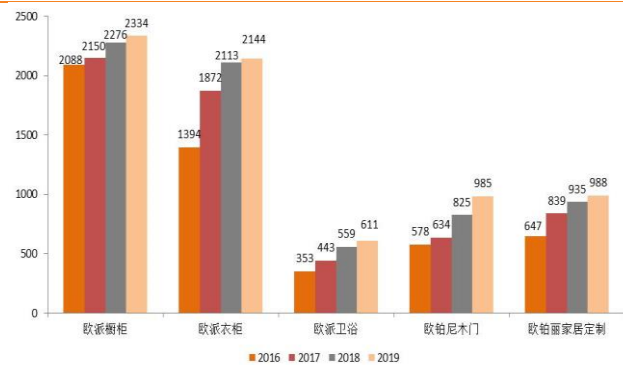
金牌厨柜分别净增加 357/220/231/29/464/385 家门店。欧派家居 19 年末经销门店数达到 7062 家，其中欧派橱柜 2334 家、衣柜 2144 家、木门 985 家、卫浴 611 家，欧铂丽 988 家。尚品宅配对直营门店进行优化，加快布局自营城市加盟店。索菲亚加大了对经销商的管控和优化力度，新增门店主要集中在大家居店。总的来看，19 年定制龙头的开店基本符合预期，大家居店开店提速。

图 7：19 定制龙头开店基本符合预期



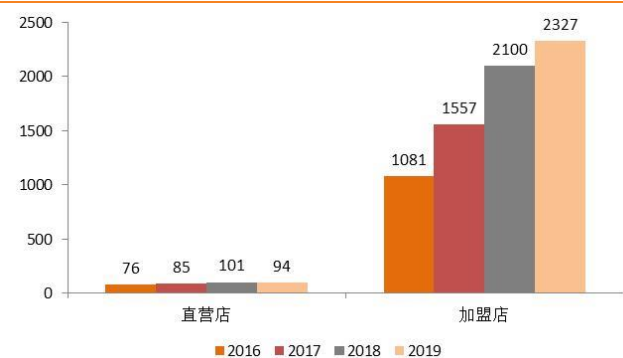
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：欧派家居门店数量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

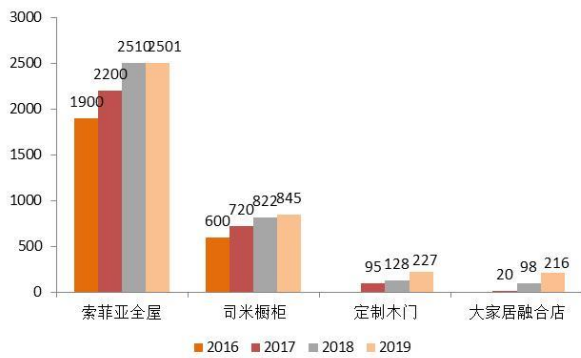
图 9：尚品宅配门店数量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：索菲亚门店数量变化情况

图 11：好莱客门店数量变化情况



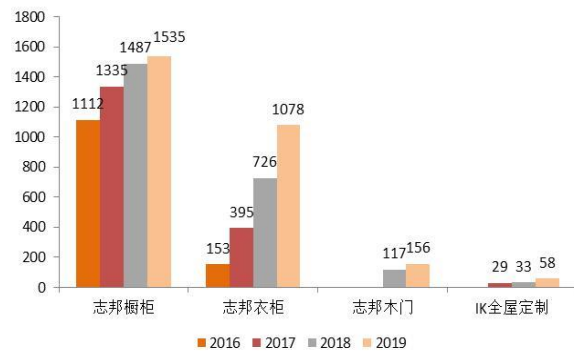
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：志邦家居门店数量变化情况

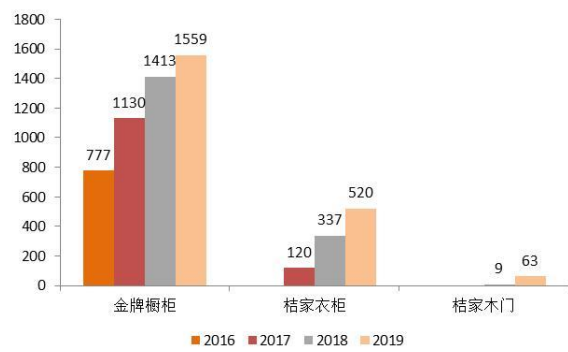


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：金牌厨柜门店数量变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

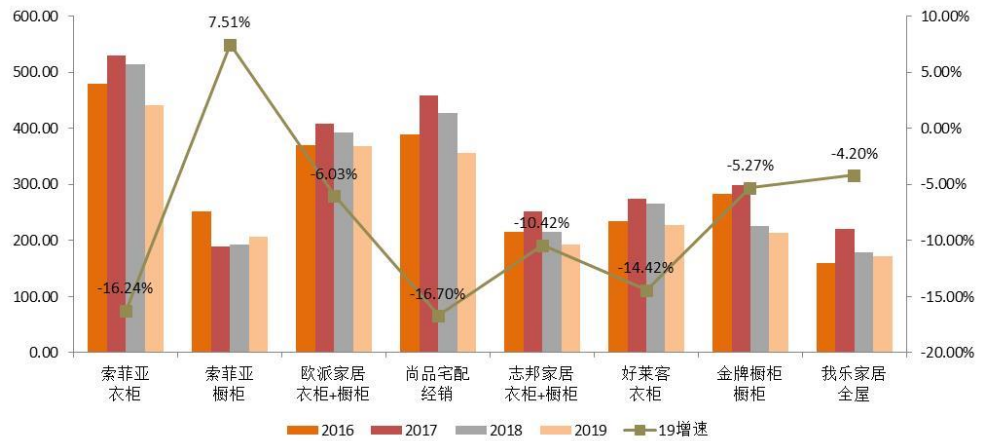
## 2.2. 同店——19H1 同店收入普遍下降

我们采用这样一个公式来测算同店增速： $\text{同店收入} = \text{当期经销商渠道收入} \times 2 / (\text{上年同期门店数量} + \text{一年内净开店数量} \times 0.2)$ ，其中包含的假设是当年新开门店的年收入约为老店收入的 40%，并且在一年中匀速开业，且经销商渠道加价率为 1 倍。(注：受数据所限，这个公式测算的同店收入是基于一定假设的，并非企业真实同店收入，只用作我们纵向或横向比较，由于当前新开店的业绩爬坡期越来越长，近期开店较快的企业真实同店收入会高于我们测算值。)

从同店收入的绝对值来看，定制龙头的同店收入明显高于其他企业，索菲亚衣柜、欧派、尚品 2019 年的同店收入为 441.25 万、368.64 万和 355.09 万，其他 4 家定制企业同店均没有超过 300 万，这说明定制龙头的经销商周转率更高，盈利能力是比较强的。

从同店收入增速看，19 同店增速依旧承压，大部分企业 19 年增速有缓慢的回升，表现较好的是索菲亚橱柜（7.51%）、欧派橱柜+衣柜（-6.03%）、我乐家居（-4.20%）、金牌厨柜（-5.27%）（欧派计算时剔除了整装大家居、欧铂丽的收入）。2019 年，定制行业收到地产政策依旧收紧、消费渠道碎片化、竞争加剧等影响，零售门店的自然客流有一定下滑。

图 14：大部分企业 19 同店增速承压



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：各家企业经销渠道同店收入及增速

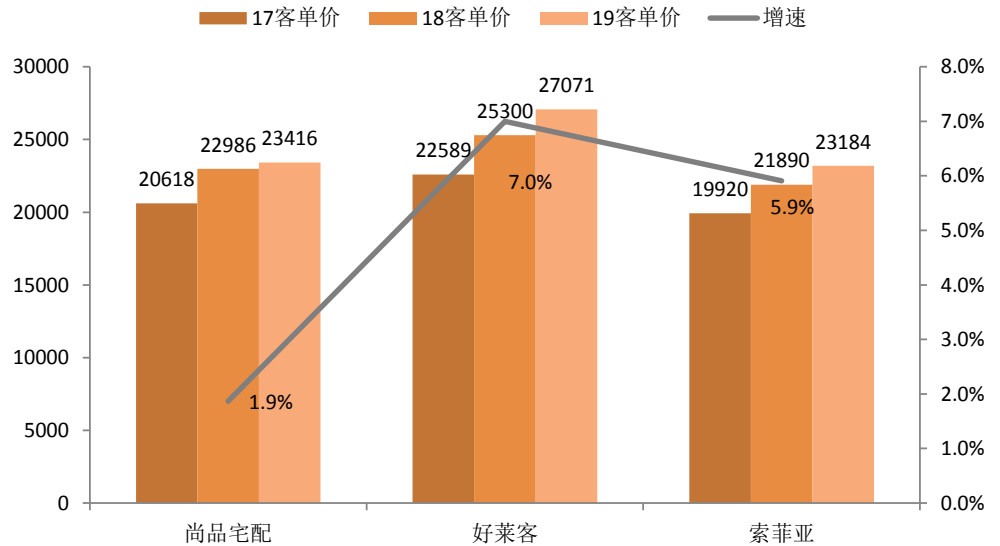
指标		按终端售价计算的经销商店单店销售额（万元）				
公司		17	18H1	18	19H1	19
<b>索菲亚</b>						
分品类：	衣柜门店	530.24	218.26	514.36	196.89	441.25
	增速	10.69%	-8.25%	-3.00%	-9.79%	-14.21%
	橱柜门店	189.10	81.62	191.52	78.27	205.90
	增速	-24.73%	-32.01%	1.28%	-4.10%	7.51%
<b>欧派家居</b> (橱柜+衣柜)		408.61	170.60	392.31	148.21	368.64
	增速	10.51%	-1.26%	-3.99%	-13.12%	-6.03%
<b>尚品宅配</b>						
分品类：	经销	459.11	227.50	426.27	182.49	355.09
	增速	17.97%	16.50%	-7.15%	-19.78%	-16.70%
	直营	2956.30	1375.31	2947.85	1211.37	
	增速	21.86%	11.09%	-0.29%	-11.92%	
<b>志邦家居</b> (橱柜+衣柜)		251.25	95.72	215.37	90.30	192.94
	增速	16.45%	-17.14%	-14.28%	-5.66%	-10.42%
<b>好莱客</b> 衣柜门店		273.28	120.68	264.85	99.91	226.66
	增速	16.63%	6.13%	-3.09%	-17.22%	-14.42%
<b>金牌厨柜</b> 橱柜门店		297.78	107.39	224.68	87.71	212.84
	增速	5.39%	6.60%	-24.55%	-18.33%	-5.27%
<b>我乐家居</b> 全屋		220.02	84.17	178.81		171.30
	增速	38.77%	4.44%	-18.73%		-4.20%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 客单价——19 年稳健增长，索菲亚康纯板产品提升客单价

19 年定制家居企业的客单价继续稳健增长，通过大家居配套，客单价提升仍有空间。19 尚品宅配终端售价的客单价约为 23416 元，同比增长 1.9%。索菲亚按照终端口径计算的客单价约为 23184 元，同比增长 5.9%。好莱客 19 年客单价约增长 7%至 27071 元。

图 15：定制家居企业客单价仍稳步增长（单位：元，按终端售价口径）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

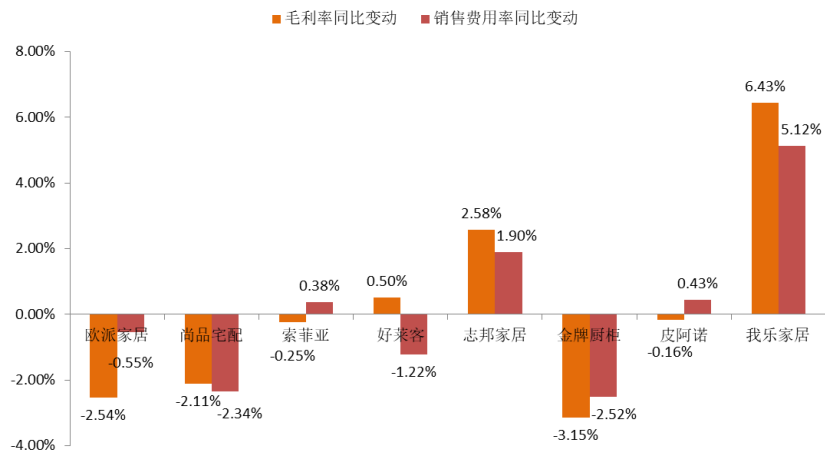
### 3. 财务数据透视经营成果

#### 3.1. 价格战观察——品类扩展下毛利率承压，销售费用投放控制较好

19 毛利率普遍下滑，销售费用投放控制较好。从 19 年来看，定制家居企业毛利率水平普遍下滑，主要是大宗收入占比提升的影响。欧派家居毛利率下滑主要是大宗渠道口径调整，19 年大宗渠道毛利率 34.63%，同比下滑 14.85pct。金牌厨柜毛利率下降主要是由于低毛利的衣柜业务占比提升。尚品宅配毛利率的下降主要是直营渠道优化所致。我乐家居受益于新生产线投放生产效率明显提升。

销售费用投放控制较好，大部分企业销售费用率下行，志邦家居主要是因为工程增长迅速，导致工程服务费增加所致。我乐家居是由于工程收入大幅增加，毛利率提升较多，但是工程产生的物流安装费用体现在销售费用中。定制家居具有较强的个性化需求，预计价格不会出现过度竞争。

图 16：19 毛利率与销售费用率普遍下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：17~19 定制家居企业单季度毛利率比较

单季度毛利率	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19Q4 同比变动
欧派家居	33.9%	39.4%	38.8%	39.6%	34.2%	39.9%	37.7%	31.5%	-8.1%
尚品宅配	42.1%	44.1%	43.9%	44.0%	41.6%	44.0%	41.1%	39.9%	-4.0%
索菲亚	34.7%	39.8%	38.2%	36.9%	34.4%	38.0%	38.1%	37.5%	0.6%
好莱客	38.7%	39.6%	42.0%	37.6%	39.3%	39.4%	39.3%	41.7%	4.2%
志邦家居	36.8%	36.3%	38.6%	32.6%	37.9%	37.3%	40.0%	38.5%	5.9%
金牌厨柜	39.6%	39.8%	37.7%	39.3%	34.6%	36.1%	34.4%	37.3%	-2.0%
皮阿诺	32.4%	36.6%	36.1%	37.2%	33.8%	36.4%	35.0%	37.0%	-0.2%
我乐家居	32.7%	35.8%	40.1%	38.3%	39.7%	44.2%	44.1%	45.2%	7.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：17~19 定制家居企业单季度销售费用率比较

单季度销售费用率	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19Q4 同比变动
欧派家居	14.1%	10.1%	8.1%	10.3%	13.8%	9.4%	7.7%	9.6%	-0.7%
尚品宅配	36.4%	27.3%	29.2%	27.8%	34.7%	27.0%	25.6%	24.3%	-3.6%
索菲亚	11.2%	9.4%	9.4%	9.0%	12.8%	9.9%	9.9%	8.6%	-0.4%
好莱客	18.5%	13.1%	14.2%	14.7%	19.1%	11.1%	11.3%	14.7%	0.0%
志邦家居	16.9%	15.4%	11.3%	12.7%	19.7%	15.6%	13.4%	15.8%	3.0%
金牌厨柜	22.4%	22.1%	18.1%	14.4%	20.5%	18.1%	14.9%	13.5%	-0.9%
皮阿诺	19.1%	13.7%	11.7%	12.9%	18.8%	14.3%	14.1%	12.0%	-0.9%
我乐家居	24.5%	16.3%	14.4%	16.9%	32.5%	21.2%	20.1%	20.5%	3.6%

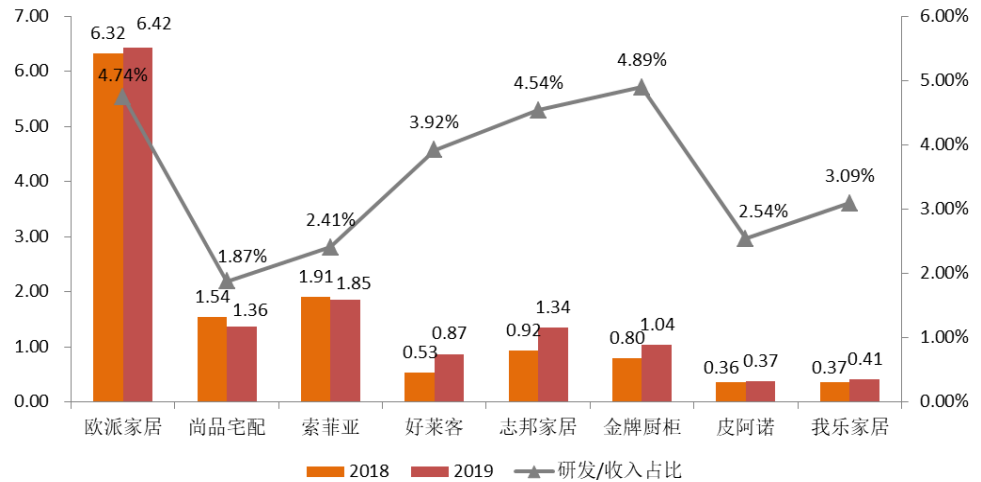
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 研发投入——欧派绝对值最高，金牌厨柜占比最高

定制企业 19 研发费用相对变化较平稳，其中欧派继续维持高投入，研发费用绝对值最高，达到 6.42 亿元；好莱客增速最快，19 同比上升 63.2%，志邦家居 19 年研发投入也有 45.3% 的增长。19 年欧派、志邦家居、金牌厨柜研发费用占营业收入的占比分别为 4.74%/4.54%/4.89%，占收入比例较高。尚品宅配研发费用较低是因为将部分费用资本化。

定制企业的研发主要投向信息化、智能制造、产品开发等方向，在过去几年，行业高速增长的红利下，各家企业增长并未拉开差距，但随着行业增速放缓，企业在研发上积累的竞争优势，会逐步体现出来。

图 17：定制企业 19 研发费用相对变化较平稳

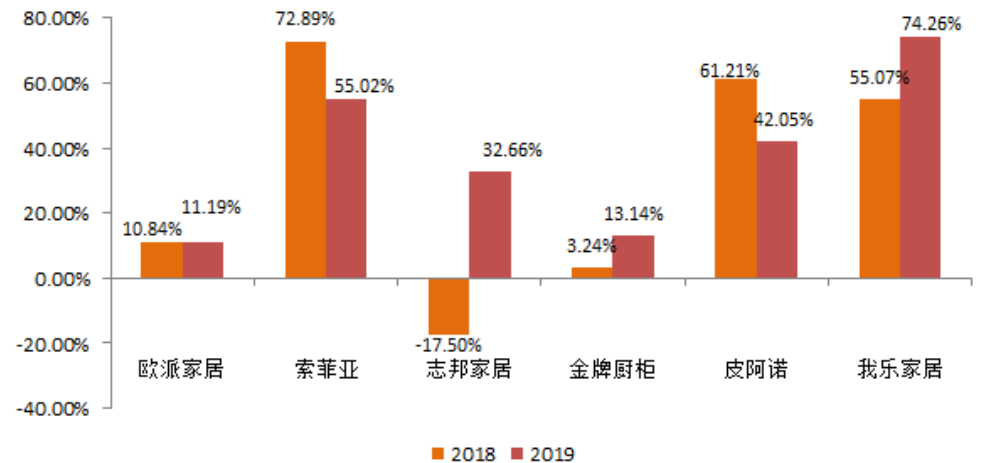


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 盈利质量——受工程影响，应收账款有所提升

应收账款和应收票据有所提升，主要是受到工程业务增长影响，总体风险可控。欧派家居和金牌厨柜 19 年的应收账款及应收票据在大宗收入中的占比较低，为 11.19% 和 13.14%；索菲亚、皮阿诺的占比同比均有下降，风险可控。以欧派为例，2019Q4 应收账款和票据合计 6.11 亿元，占总资产比例为 4.5%，周转率为 22.2 次，并且欧派、索菲亚对于工程业务合作地产商的要求较高，应收款质量较好。尚品宅配应收账款的大幅提高则是其给部分加盟商开店提供了信用支持所导致，其工程收入极少。

图 18: 18-19 各企业应收账款及应收票据/大宗收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 9: 应收账款和应收票据有所提升，但绝对数额都不大

指标	应收账款及应收票据 （百万元）								19Q4 同比变化	
公司	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	绝对额	百分比
欧派家居	224.52	328.80	413.78	368.52	509.26	530.69	593.35	610.56	242.04	65.68%
尚品宅配	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19	59.81	67.64	63.35	40.30	174.83%
索菲亚	290.33	417.19	554.49	596.09	667.69	821.55	879.84	1,040.57	444.48	74.57%
志邦家居	231.72	148.67	168.73	249.10	239.65	313.92	303.20	457.98	208.88	83.85%
金牌厨柜	23.86	21.38	27.70	27.14	32.31	34.95	35.13	93.50	66.36	244.45%



皮阿诺	212.88	285.79	347.40	343.19	406.69	603.74	769.08	613.55	270.36	78.78%
我乐家居	87.74	95.49	102.81	117.63	121.77	172.94	242.41	296.59	178.96	152.14%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

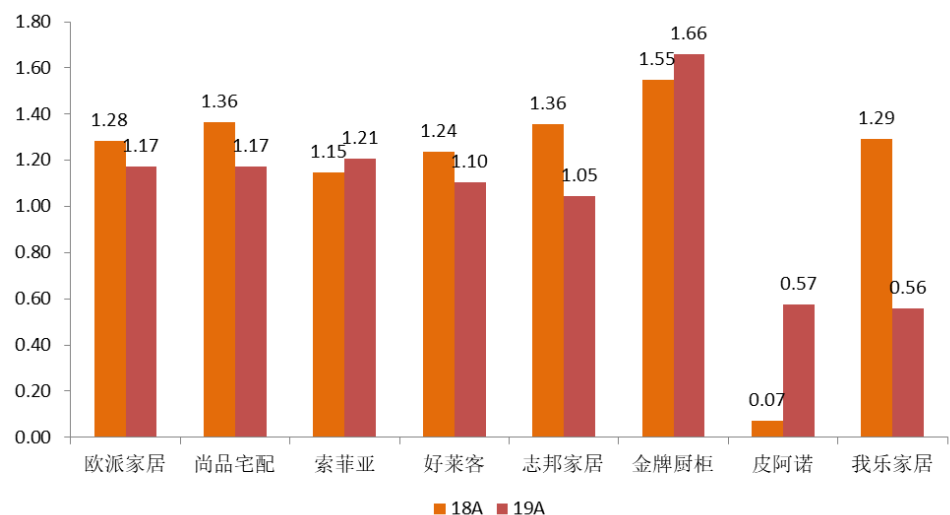
应收账款和存货有所增加导致经营活动现金流增速放缓。19 经营净现金流由于工程业务增加等因素，增长有所放缓。

表 14：定制家居企业 18-19 现金流和净利润情况

指标	经营活动现金流净额（百万元）			归母净利润（百万元）		
公司	18	19	同比	18	19	同比
欧派家居	2,018.21	2156.34	6.84%	1,571.86	1839.45	17.02%
尚品宅配	650.31	618.89	-4.83%	477.08	528.40	10.76%
索菲亚	1,099.80	1,301.24	18.32%	959.07	1,077.43	12.34%
好莱客	472.17	402.67	-14.72%	382.24	364.52	-4.63%
志邦家居	369.83	344.38	-6.88%	272.90	329.43	20.72%
金牌厨柜	325.38	402.13	23.58%	210.19	242.50	15.37%
皮阿诺	10.35	100.66	872.75%	142.07	175.21	23.33%
我乐家居	131.62	86.14	-34.55%	101.83	154.01	51.24%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：除索菲亚、金牌厨柜、皮阿诺外，经营活动现金流净额/净利润普遍下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 定制家居年报总结和投资建议

**定制家居板块 19Q4 业绩持续回暖。**8 家定制上市公司单季度加权收入逐季回暖，增速分别为 9.49%/12.29%/13.51%/17.64%。19 年扣非净利润增速高于收入增速，2019 年 Q4 业绩回暖更为明显。2019 年板块单季度扣非净利润增速分别为 5.32%/17.89%/6.03%/21.87%，行业加权平均的收入增速从 18Q4 的 -4.0%回升至 19Q4 的 21.9%，板块利润增速高于收入增速。2020Q1 疫情短期对定制板块业绩造成一定冲击，Q1 定制板块收入/归母净利润/扣非归母净利润同比分别下滑 34.28%/214.88%/346.05%。

**随着 2020Q2 开始线上订单转化及线下家居消费回暖，Q2 开始业绩增速或将显著改善。**改善一方面受交房回暖带动，交房已经在回暖通道，在疫情压力下，20 年 3 月住宅竣工增速由负转正（同比增长 1.2%）；另一方面竞争格局也在改善，企业 CAPEX 下降，小企业加速退出，今年价格战减弱，三费控制加强，将带来业绩持续稳健增长。另外，2020 年大宗业务或持续扮演重要角色，一方面精装修渗透率依旧持续上升，另一方 2B 端集中度更高，

品牌家居更受益。

**经销渠道从橱柜向衣柜拓展的企业增速更快。**19 年定制零售渠道承压，有个别企业出现同比低个位数增长或负增长。今年从橱柜向衣柜拓展的企业增速更快，定制龙头欧派家居 19 年经销收入增速 14.1%，公司衣柜/橱柜分别同比增长 24.6%/7.4%，另外志邦家居（+12.5%）、金牌厨柜（+12.5%）、皮阿诺（+10.5%）在经销渠道获得不错增速。

**大宗渠道领域均取得不错增速，二线定制企业在大宗业务领域弹性更大。**19 年索菲亚、欧派大宗业务分别增长 58.1%/52.5%，志邦家居、金牌厨柜、皮阿诺大宗业务分别同比增长 64.7%/149.3%/110.0%。皮阿诺工程占比最高，达到 43.7%（同比+16.1pct），欧派家居、索菲亚、金牌厨柜、志邦家居和我乐家居，占比分别为 15.98%（同比+3.7pct）、10.5%（同比+3.5pct）、23.8%（同比+11.9pct）、21.6%（同比+5.5pct）和 18.1%（同比+9.9pct）。

**19 各家同店增速有所下滑，主要的原因是：**1）各家过去一年对于效益不好的门店关店数量有增加，但由于数据缺乏，我们公式中没有考虑，实际存续下来的同店增速会好于我们计算值；2）消费渠道碎片化、竞争加剧等影响，零售门店的自然客流有一定下滑；3）过去一年招商情况较好，19 经销渠道收入虽然回暖，但门店数量同比有提升，所以同店压力较大。但从同店收入的绝对值来看，定制龙头的同店收入绝对值明显高于其他企业，龙头的同店增速也好于行业平均，显示抗风险能力较强，集中度有所提升。

**19 定制家居企业的客单价继续稳健增长，通过大家居配套，客单价提升仍有空间。**19 尚品宅配终端售价的客单价约为 23416 元，同比增长 1.9%。索菲亚按照终端口径计算的客单价约为 23184 元，同比增长 5.9%。好莱客客单价约增长 7%至 27071 元。

**价格战趋缓，19H1 毛利率同比均有一定下滑，销售费用率普遍下降。**19H1 企业综合毛利率水平同比下行的企业较多。销售费用投入结构优化，更多向新媒体倾斜，收效更好，也使大部分企业销售费用率下行。

**家居 1-2 年的逻辑是交房回暖周期，今年交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存、家装订单、建安投资等持续改善；**由于 16-18 年精装修开盘量高增，精装修交付未来 2-3 年预计仍将加速，交房回暖存 2 年左右持续性。

**长期逻辑是家居本质属性是消费，从国外经验看新房成交见顶后，家居消费仍会持续增长。**家居在耐用消费品中消费次序靠后，需求不会因地产被过度透支，未来将随人均可支配收入增加持续增长，市场当前对长期需求存过度悲观预期。

**投资建议：**依旧看好 20 年竣工持续回暖，疫情短期打断了家居需求，家居需求只会延迟不会消失，4-5 月企业订单也加速改善，叠加疫情期间 Q1 家居企业线上订单转化，Q2 业绩或持续修复，推荐欧派家居、尚品宅配、顾家家居、志邦家居、索菲亚，建议关注江山欧派、金牌厨柜、皮阿诺。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com