

裂变与重生，寻找家居行业千亿市值公司的成长路径

——家居行业系列报告之二

行业深度

◆**消失的地产红利背后：渠道裂变与商业模式的迷茫。**地产红利的消退固然是行业增长放缓的直接原因。同时，消费者一站式装修的强烈需求催生了精装、整装模式的加速崛起，叠加电商占比的进一步提升，家居市场的流量开始从集中走向分散。面对分散的流量，旧时代的单品专卖店扩张模式走向尽头，家居行业需要运营模式升级来破局成长困境。

◆**产业变革初期的变与不变：如何寻找结构性机会？**产业变革中往往蕴含着新的机会，部分环节的品牌利用规模化产能与交付能力绑定地产精装，实现了快速增长与更高集中度。另一方面，轻服务的部分家居零售类产品受渠道变革影响较小，只要平衡好线上线下的利益关系，通过产品能力与零售扩张依旧具备集中度提升空间。

◆**借鉴海外，商业模式走向何处？1) 当前商业模式的难点在于何处？**家居产品相对非标、工艺流程少，制造壁垒较低，依靠单品制造很难形成家电的高集中度。从生产与销售的分工来看，当前渠道模式以单品为主，经销商承担过多职能，管理方式简单，也导致渠道坪效和零售效率较低，制约进一步扩张能力。2) **借鉴海外经验，看成熟市场商业模式走向何处？**海外家居行业走向成熟后，制造与零售职能分工清晰、产业链效率大幅提升。美国家居龙头公司劳氏、家得宝通过供应链能力支撑多品类经营，实现高坪效的门店零售，从而大幅摊薄租金、运输及人力等多项固定成本，实现销售效率的显著提升，走通连锁经营模式。

◆**聚焦长期，展望家居行业千亿市值公司的两条成长路径。**基于渠道形态与服务属性的不同，中国家居行业可能走向两条不同的成长路径。1) **家居零售型：**服务属性较弱的家居产品，在中国巨大的内需市场下存在做大零售平台的土壤。若龙头公司持续进行供应链投入与零售管理能力升级，有望通过多品类经营，构筑高坪效高效率的零售体系，中国的“家得宝”值得期待。2) **家装服务型：**涉及家装类的产品，互联网、信息化等科技手段的升级有望打通产业链中的消费痛点与信息不对称问题，龙头公司通过信息化与供应链投入，解决流量与获客难题，并驱动家装服务模块化、标准化输出，也有望打开广阔空间。

◆**投资建议：**家居行业面临成长模式升级，背后离不开优异的品牌基础与极强的组织战略能力，我们看好积极进行商业模式调整、效率提升的公司，包括顾家家居、欧派家居及尚品宅配，关注欧普照明、索菲亚。我们看好家居行业成长性，给予“增持”评级。

◆**风险分析：**盈利波动，组织架构波动，收入增长不及预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
603833	欧派家居	106.37	4.42	4.64	5.27	24	23	20	买入
603816	顾家家居	39.86	1.98	2.27	2.69	20	18	15	买入
300616	尚品宅配	67.55	2.69	2.08	3.00	25	32	23	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年04月30日

家居行业： 增持（首次）

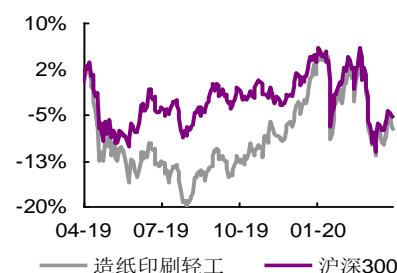
分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebsecn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebsecn.com

朱悦 (执业证书编号：S0930520010001)
021-52523798
zhuyue@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

报告缘起

家居行业充分享受了地产红利和渗透率快速发展的几年，但是当地产红利戛然而止，家居行业也突然冷却，行业发展压力大的声音不绝于耳，流量碎片化导致建材城门可罗雀，集中度提升空间有限等等对家居行业的质疑声从没有结束过。

而这些质疑的背后都反应了家居行业当前所面临的成长难题。地产红利消逝的背后，家居行业更深层次的矛盾是渠道形态与客流量的分散，使得单品专卖店模式的短板持续暴露，行业亟需商业模式与效率的升级。

本文从家居行业面临变革下的短期、长期矛盾两个维度来解读行业成长逻辑。一方面，在渠道的剧变下，行业是否具备结构性的增长机会？哪些细分领域不受渠道变化影响，又有哪些公司受益新渠道的流量？

渠道变革下，家居行业短期的成长机会在哪儿？我们承认家居行业存在很多问题，但是延续新渠道、原有的商业模式，结构性的成长机会仍然存在，品类之间的独立逻辑在此体现。长期维度，如何理解家居行业面临的困境？回到商业模式本身，怎么理解家居行业的属性，在此属性的背后，收入端的成长和成本端的优化难点在于哪些方面？

长期维度，家居行业又是典型的“大行业、小公司”，我们相信只要商业模式形成护城河，一定可以诞生千亿市值的公司。为此，我们借鉴了美国家居行业发展经验以及两个龙头公司劳氏、家得宝的成长历程，寻找龙头公司打造的护城河形态。

借鉴美国牛股发展过程，结合国内家居产业发展的特点，我们认为未来十年，中国家居产业将进入产业发展的第二阶段，即走向效率提升。商业模式也将围绕零售产品型、家装服务型两条路径升级，最终在中国广阔的内需市场支撑下，有望走出千亿市值的平台型公司。

投资观点

家居行业面临成长模式升级，背后离不开优异的品牌基础与极强的组织战略能力，我们看好积极进行商业模式调整、效率提升的公司，包括顾家家居、欧派家居及尚品宅配。短期维度，我们也看好积极布局新渠道的公司。我们看好家居行业的成长性，以及行业集中度有望提升，给予“增持”评级。

目 录

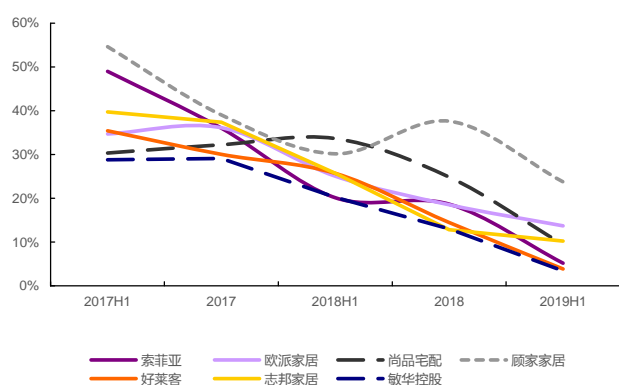
1、 突然偃旗息鼓的家居行业	4
1.1、 行业裂变，问题不仅仅是地产	4
1.2、 发展困境的背后，行业酝酿更深层次的矛盾	5
2、 渠道变革蕴含着怎样的结构性机会？	6
2.1、 布局精装修渠道，增长弹性显著	7
2.2、 发力整装渠道，商业模式更加多元化	10
2.3、 哪些品类受渠道变化影响较小？软体家居	11
3、 放眼未来：行业摸索业态升级	12
3.1、 渠道变革带来的是质变还是饮鸩止渴？	12
3.2、 渠道变革下，家居产业链边界被打破	14
3.3、 回到商业模式本身，家居公司的成长困境	16
4、 借鉴美国—效率多维度提升，零售模式成就牛股	21
4.1、 制造与销售逐步分离，效率提升是主要路径	21
4.2、 高效率打造高壁垒，牛股多维度成长	24
5、 长期维度：职能分离，中国家居产业的效率提升之路	28
5.1、 中国家居行业是否可以复制美国的成长路径？	28
5.2、 定位零售产品型公司：扩品类、提坪效、升效率	30
5.3、 家装服务型：解决消费者便捷全屋装修的需求痛点	35
6、 投资建议	36
6.1、 行业判断及投资机会	36
6.2、 重点公司跟踪：顾家家居	38
6.3、 重点公司跟踪：欧派家居	39
6.4、 重点公司跟踪：尚品宅配	40
6.5、 公司跟踪：帝欧家居	41
7、 风险分析	43
8、 附录	44
8.1、 房地产需求及家居品类测算	44
8.2、 家得宝数据一览	45
8.3、 劳氏数据一览	47

1、突然偃旗息鼓的家居行业

1.1、行业裂变，问题不仅仅是地产

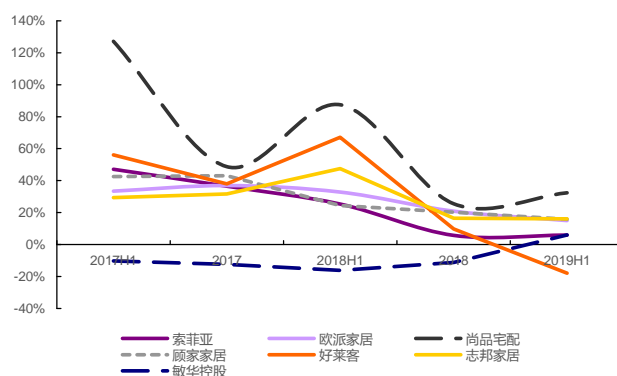
曾经持续高速增长的家居行业，在 2018 年之后遭遇了明显的增长瓶颈。增速大幅下滑的背后，在我们陆续走访渠道的过程中，几乎所有经销商都表示现在的生意越来越不如从前，客流量出现明显下降。近几年围绕建材家居的最大话题就是关店潮，各地建材城的空置率开始逐步提升，并且甚至出现了整体关闭、迁址的现象。

图 1：主要家居公司收入增长 yoy



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：主要家居公司利润增长 yoy

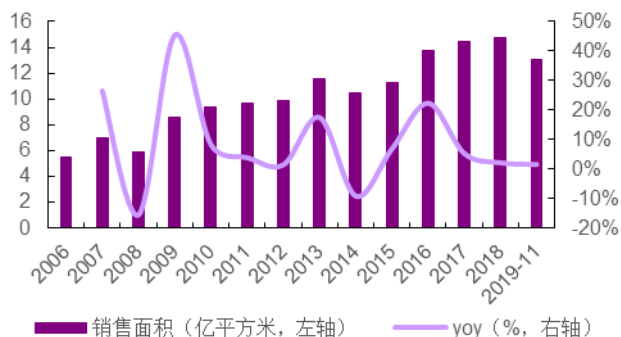


资料来源：Wind，光大证券研究所

当然，家居的压力离不开地产调控的影响。在宏观调控的背景下，地产销售增长乏力，地产商由于资金压力持续拖延竣工，竣工面积连续三年同比下滑。家居行业作为地产后周期板块也出现关店潮，店铺门可罗雀。

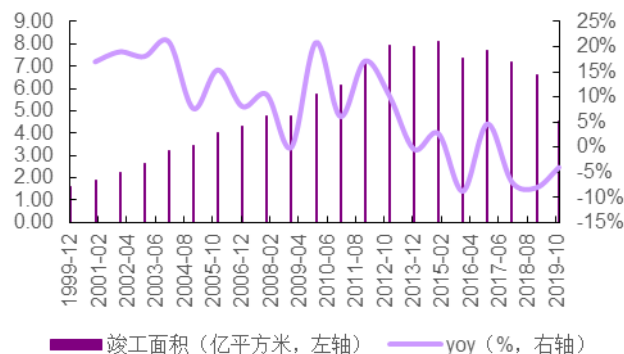
地产压力使得后周期消费总量快速由增量市场走向存量市场。

图 3：商品房销售面积及 yoy



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：住房竣工面积及 yoy



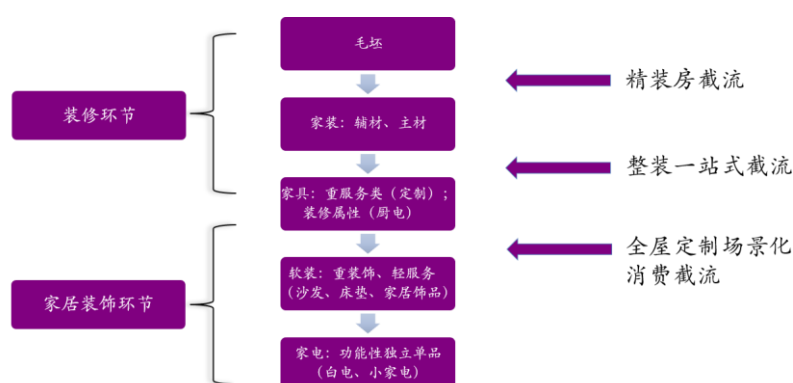
资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、发展困境的背后，行业酝酿更深层次的矛盾

地产红利消失的背后，渠道裂变带来的流量分散也在影响家居产业过去的开店扩张逻辑。

存量市场下，传统的销售渠道（专卖店）面临上游精装和整装渠道截流而客流量大幅下滑：1) 地产商推动精装修，精装房比例近年快速提升；2) 消费者对于一站式购物的诉求增强，整装渠道崛起。在地产商推动及消费者一站式购物诉求的驱动下，行业改变了单一传统销售渠道的状态，出现了多个新节点分流，这也加大了零售门店获客的难度。

图 5：传统的销售渠道面临上游截流



资料来源：光大证券研究所

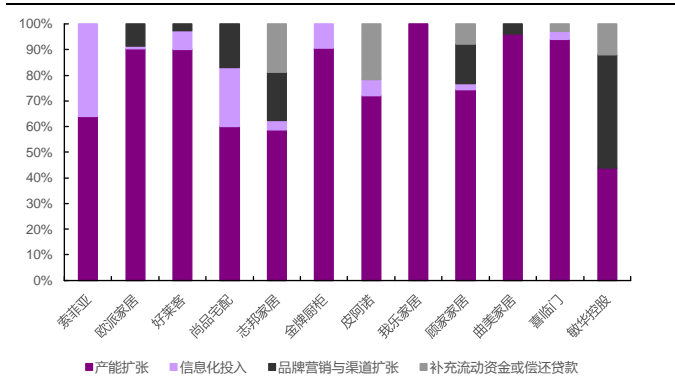
在这些困境的背后，剥开地产和渠道变革的外衣，家居板块深层次矛盾暴露：行业供给大幅扩张，同时商业模式面临改革，这对家居公司更长维度的发展形成了挑战。

➤ 供给格局：行业供给经历一轮快速扩张，桥上已经十分拥挤。

地产销售红利及定制家居风口导致行业产能扩张。2017 年家居行业实现集中上市，在资本助力下进一步实现产能扩张，资金大多投向产能扩张。

依靠“前店后厂”的商业模式，渠道扩张迅速。家居销售的商业模式是后端工厂生产，前端招商完成销售。家居公司近年跑马圈地，积极扩张渠道，桥上已经越来越拥挤。

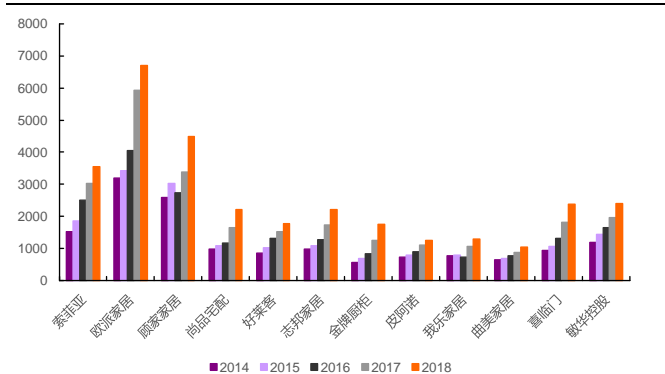
图 6：家居公司募集资金主要投向产能扩张



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：主要统计上市公司 IPO 和再融资资金投向

图 7：家居公司近年激进扩张渠道（门店单位：家）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

➤ 商业模式：传统的家居单品商业模式和消费者需求存在矛盾

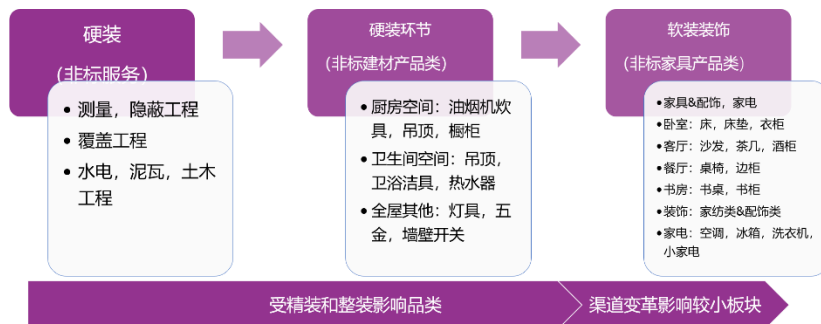
渠道流量分散的本质是家居过去的单品商业模式和消费者需求的矛盾逐步显现。家居公司目前大多聚焦单品类，以单一品类制造并通过招商的方式主导渠道搭建，而消费者在家装环节存在全品类一站式设计&装修的需求，和传统的单品类供应方式存在矛盾。这也是精装修、整装渠道崛起的核心原因。

信息化与互联网赋能家装产业，家居产品的流量与订单开始大幅前置。所以，当酷家乐、三维家这些软件公司可以赋能家装公司实现全品类的 3D 设计呈现后，消费者直接在设计环节的家装公司下单，而传统门店则成为了体验环节，制造商线下传统门店的客流丢失，成为了家装公司的供应商。

2、渠道变革蕴含着怎样的结构性机会？

新渠道的诞生虽然会影响行业过去的商业模式，但因为产业的结构性变化，也往往会酝酿新的成长机会。由于家居品类复杂繁多，每个品类受到的影响也并不相同，主要体现在两个方向：①硬装环节逐步被精装、整装等新渠道覆盖，全面布局精装修的部分细分行业公司有望实现阶段性快速成长；②软装装饰类产品受到渠道变革影响较小，尤其是发货类产品如沙发、床垫，通过产品和渠道的优势，龙头公司依然具备集中度提升空间。

图 8：精装&整装渠道对品类的不同影响

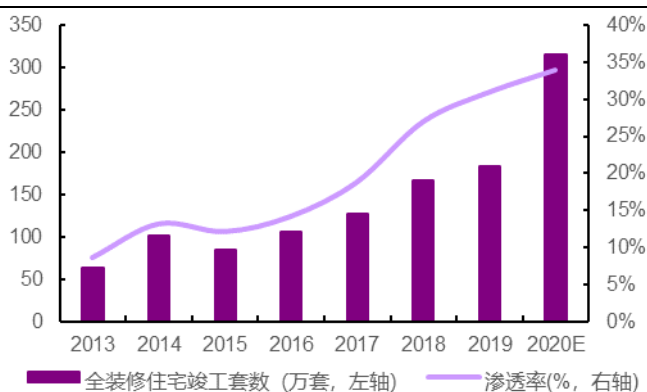


资料来源：光大证券研究所绘制

2.1、布局精装修渠道，增长弹性显著

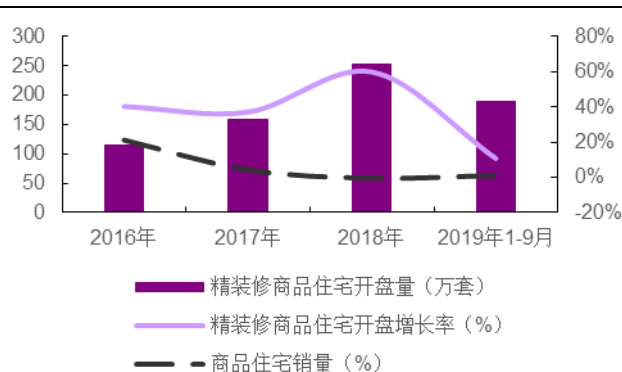
精装房渗透率近年快速提高，由 2013 年 9% 提高到 2019 年约 31% 的水平。根据奥维云网，预计 2020 年渗透率 34%-35%，规模约 315 万套（交付口径）。对比日本、欧美等发达国家成品房交付率 80%，未来我国精装房渗透率有较大的提升空间。

图 9：预计精装修渗透率持续提升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所测算

图 10：精装房商品住宅销售规模及变化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

由于精装房配备品类的不同属性，对细分行业的集中度也产生了影响。从产品的功能性、生产制造的专业度及消费者对品牌的敏感度来说，精装房对不同品类的影响也存在区别，这也直接导致了精装渠道不同品类的集中度差异。

- 品牌敏感度高的品类对地产商而言承担部分销售职能，故而零售端有品牌积淀的公司有望受益，如厨电、空调、卫浴部品等。
- 生产、装配专业度要求较高的品类有望向龙头制造公司集中，如瓷砖、木门等。

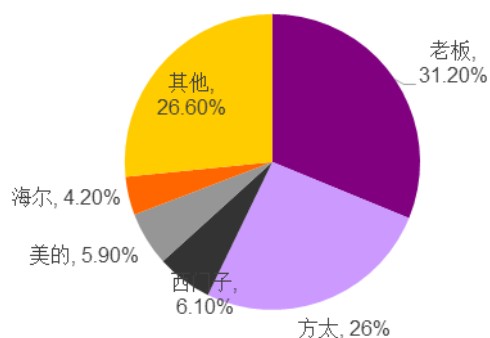
- 部分品类的品牌及生产差异不明显，地产商可能会合作地方性工厂完成生产，如定制橱柜及定制衣柜。但是龙头公司与地产商合作中可以凭借自身生产及交付能力，也可以一定程度受益于精装房渠道的放量。

表 1：精装房产品配置清单

类别	空间	内容
设备	中央空调	东芝中央空调，厨房配置凉霸
	地暖	配置地暖、分集水器、威能锅炉
	净水	怡口净水器
	垃圾处理器	配置垃圾处理器
	智能化	配置智能化系统，可客餐厅一键灯控
	灯光控制	西顿灯具
	开关面板	施耐德
墙、地面	客餐厅	墙面壁纸，地面蒙娜丽莎瓷砖，金属踢脚
	卧室	墙面壁纸，地面书香门第木地板，木踢脚
	卫生间	墙面蒙娜丽莎薄板砖，地面蒙娜丽莎瓷砖
卫浴	洁具	唯宝台盆
	马桶	唯宝马桶
	龙头、花洒	科勒龙头花洒
厨房	橱柜	定制橱柜
	水槽、洗碗机	方太洗碗机水槽+科勒厨房龙头
	烟、灶、烤箱	博世：抽油烟机、灶具、烤箱
	增配	移动插座
收纳柜	-	高级定制玄关柜，主次卫镜柜，阳台柜

资料来源：上海某地产商精装房 99 户型装配清单，光大证券研究所

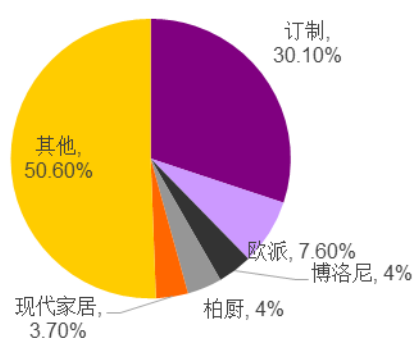
图 11：油烟机精装渠道向品牌集中（2018 年 5 月）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

注：仅为 2018 年 5 月单月数据，用作品类集中程度的参考

图 12：橱柜精装渠道集中度较低（2018 年 5 月）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

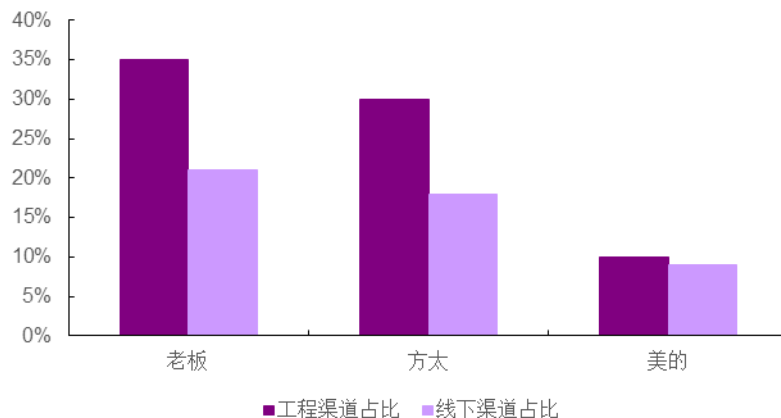
注：仅为 2018 年 5 月单月数据，用作品类集中程度的参考

精装渠道订单随着房地产竣工释放，具有批量大、集中释放的特点，可以给公司带来阶段性的收入快速增长。

- 强品牌品类龙头公司直接受益于精装渠道，实现市占率提升，也对冲零售端下滑的压力。品牌敏感高的品类对地产商而言承担部分房屋营销职能，

地产商对品牌往往更加偏爱，例如厨电、中央空调、卫浴部品等。龙头借由品牌优势有望通过发力工程渠道实现市占率提升。

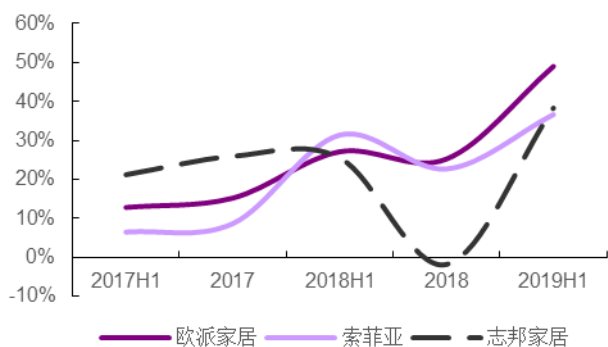
图 13：工程渠道更有利于强品牌品类提高集中度（2018 年）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

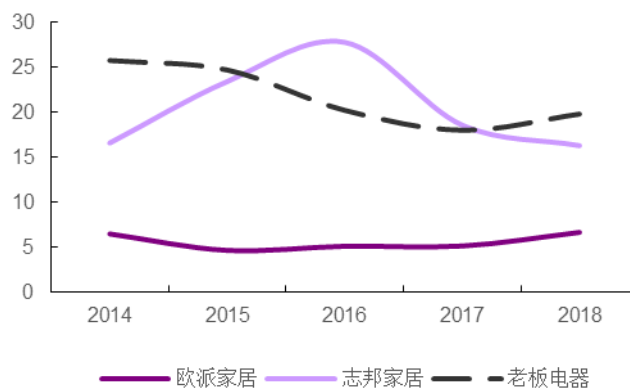
- **零售端龙头公司由于生产交付能力较强，且调控工程渠道账期能力更强。**橱柜、衣柜、瓷砖等品类在精装房交付过程中不露标，很难对于地产商形成较强话语权。但是龙头公司在生产制造水平、订单交付及资金周转方面仍然存在一定优势，并且龙头公司普遍可以通过多种渠道来分散风险，如培育工程代理商以及分散客户。

图 14：大宗渠道增量对部分零售品牌收入贡献明显



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 15：零售龙头标的应收账款周转情况



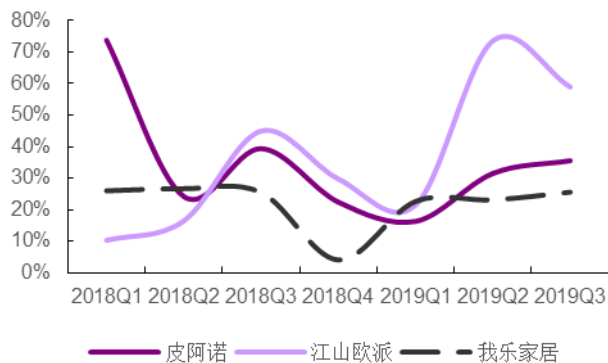
资料来源：Wind，光大证券研究所

- **中小品牌发力工程渠道实现收入/盈利弯道超车。**新渠道崛起造成本就供过于求的零售市场竞争更加激烈，中小品牌渠道端抗风险性较差，故而较多中小品牌转战工程渠道，维持产能利用率。

聚焦工程渠道，乘精装房加速放量的东风，这些掉头转向工程渠道的公司收入增长强劲；零售渠道面临着竞争加剧带来的价格压力以及高渠道投入，

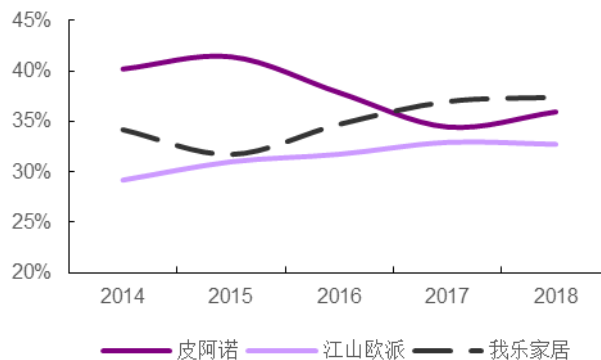
由于工程渠道产品结构相较于零售端更加标准化，盈利能力与零售端可能差异不大，甚至更高，中小品牌反而受益于精装渠道。

图 16：聚焦工程渠道，公司收入增长强劲



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 17：工程渠道盈利水平维持稳定（毛利率）



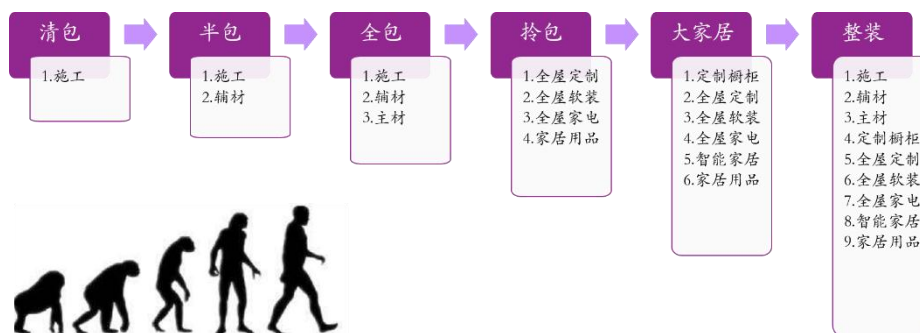
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2.2、发力整装渠道，商业模式更加多元化

在消费者对于家装省时省力及高性价比的需求下，整装、拎包入住等一站式多品类服务渠道兴起，并且整装大多采用套餐报价，有利于消费者控制预算。

这些新的渠道名词其实大同小异，都是基于自身主产品优势扩充供应链产品，以全案设计为核心，整合施工、辅材、家具软装及配送安装等全套服务项目，给消费者带来“一站装修、轻松到家”的消费体验。

图 18：装修模式进化

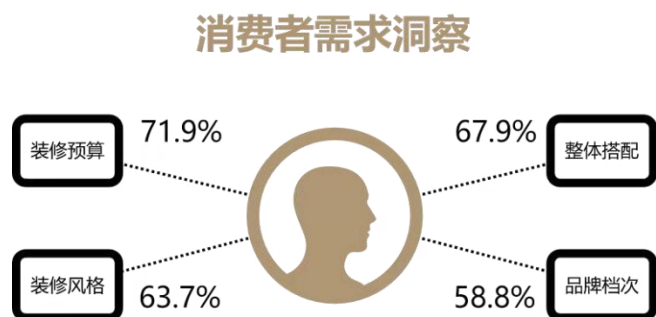


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

整装的兴起也有赖于家装公司信息化能力的提升，实现家装核心品类的整合：整装公司通过信息化解决效率问题，通过数字化展现了数字场景，实现消费者的“所见即所得”。整装对产业链的冲击主要源于全品类产品体系及强大的施工交付能力。

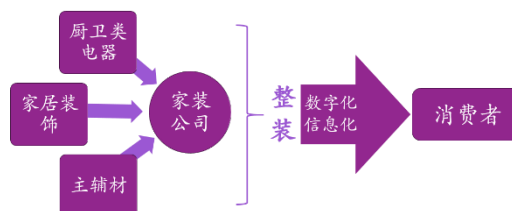
整装供应让消费者实现全品类一站式购物。并且通过缩减原先各个环节冗长的销售渠道环节，帮助消费者实现了装修成本节约。

图 19：消费者装修需求（2018 年）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 20：装修环节商业模式变革，整装模式兴起



资料来源：光大证券研究所

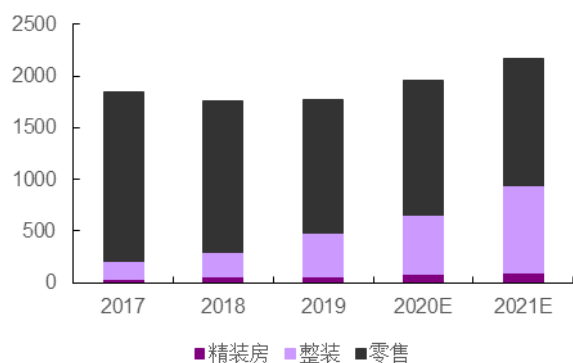
2.3、哪些品类受渠道变化影响较小？软体家居

正如我们上文分析，渠道变革对不同品类影响不同，与装修属性远离、轻服务品类如沙发、床垫，产品力+全渠道零售能力可驱动其提升市占率。沙发和床垫已经形成消费品牌，并且是偏装饰类产品，整装渠道影响较小，消费属性凸显。

- 沙发偏装饰类产品，家装属性较弱，产品属性强。行业不景气阶段，公司有望通过加强产品迭代及价格促销，销量显著提升，同时提升市占率。沙发已经形成了一定的消费品牌，龙头品牌在渠道的布局优势显著高于其他品牌，价格促销进一步提升市场认可度。
- 高度依赖人力投入的产品在生产环节的优势短期难以超越。沙发是家居产业链中人力占比最高的品类（人力成本占比约 18%），生产环节无法完全通过机械化替代，对生产端的组织要求较高。在消费者需求偏好变化较快的背景下，对公司组织生产的响应速度也提出一定要求，
- 渠道盈利难度大加高进入门槛。软体行业由于坪效较低，经销商周转次数也有限，经销商普遍投资回报率低于定制家居等其他家居品类，这也直接阻止行业新进入者。沙发行业双寡头的竞争格局持续加强。
- 影响力较大的新型渠道为电商，线下具备品牌优势的公司在线上也率先受益，引流转换率更高。

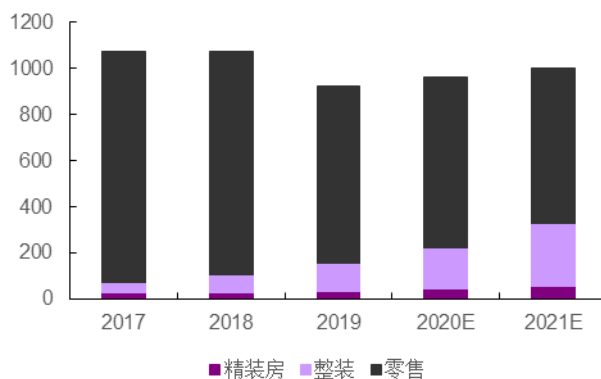
定制家居由于服务属性特殊，设计及交付能力强于家装公司，零售渠道亦有发展空间，也面临一定的整装渠道分流压力。

图 21：定制衣柜市场的渠道分布（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算
注：规模按出厂口径测算，具体见文末附录

图 22：沙发市场的渠道分布（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算
注：规模按出厂口径测算，具体见文末附录

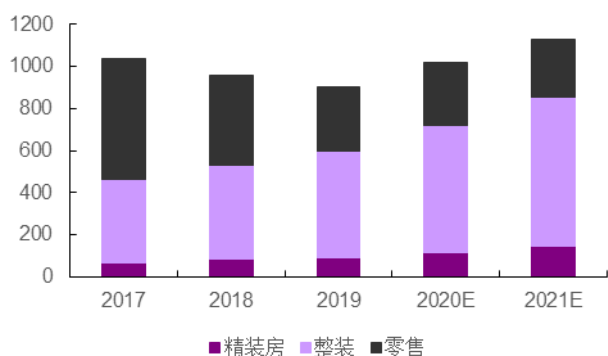
3、放眼未来：行业摸索业态升级

3.1、渠道变革带来的是质变还是饮鸩止渴？

渠道变革下，家居行业主动布局，一定程度上对冲了“大本营”零售渠道下滑态势，我们认可新渠道带来了短期的快速成长，但是这带来的是质变还是饮鸩止渴？

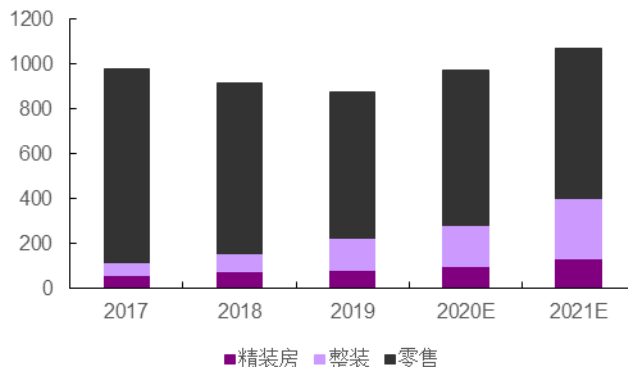
- **新渠道也绕不开的行业天花板问题。**无论是精装还是整装渠道，单品类天花板都处于几百亿至千亿左右，再通过精装、整装、零售等渠道瓜分，单渠道单品类天花板并不高。且由于新渠道存在一定去品牌性质，单价的降低可能导致市场规模压缩。

图 23：瓷砖渠道分布（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算
注：规模按出厂口径测算，具体见文末附录

图 24：橱柜渠道分布（单位：亿元）

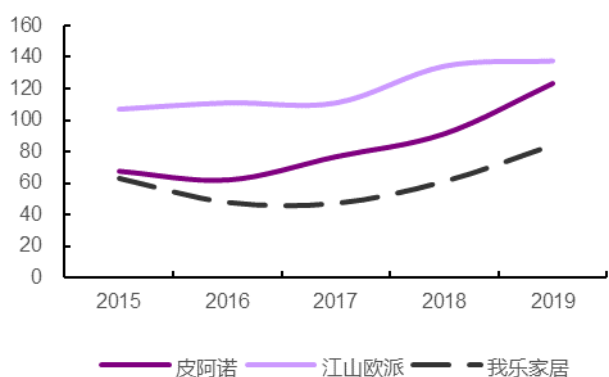


资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算
注：规模按出厂口径测算，具体见文末附录

- **精装渠道带来的财务风险&业务不确定性并不能忽视。**家居公司发力精装渠道短期效果是明显的，产能利用率有了保证，收入可以维持增长，甚至借用自身品牌或产能优势，精装渠道集中度提升速度远快于零售渠道。

然而与精装渠道合作的问题也是十分显著的，包括：①大量应收账款带来现金流不稳定性，甚至面临资金链断裂风险；②精装渠道对于家居品类的去品牌化；③精装渠道的成长取决于地产销售、政策及渗透率等诸多因素，作为精装房供应商的家居产品并不掌握主动权。

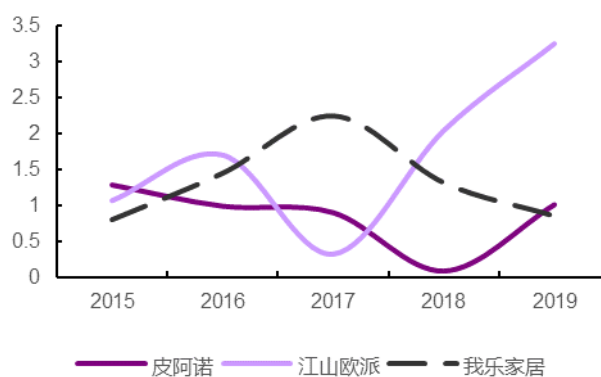
图 25：发力精装渠道导致营业周期压力增大(单位：天)



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：选取家居行业发力精装渠道体量较小的公司

图 26：发力精装渠道导致经营性现金流不稳定性提升(单位：亿元)

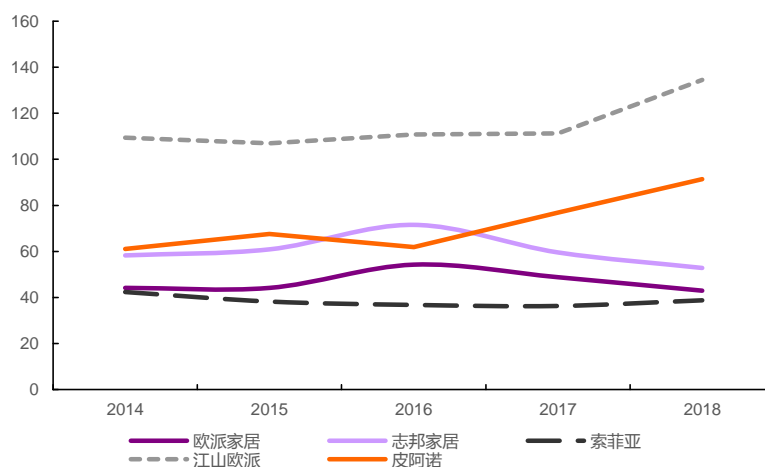


资料来源：Wind，光大证券研究所

➤ **零售龙头公司发力工程渠道战略上或更加稳健。**专注工程渠道的公司短期面临现金流的压力，中长期面临地产新房需求不确定性的压力。

对于零售渠道的龙头品牌，精装渠道是原有零售渠道的一种补充，综合多渠道来看品牌商不会完全丧失主动权，往往会把精装比例控制在20%-30%，精装渠道对ROE拖累的影响相对较小。

图 27：零售品牌和纯工程公司营业周期对比(单位：天)

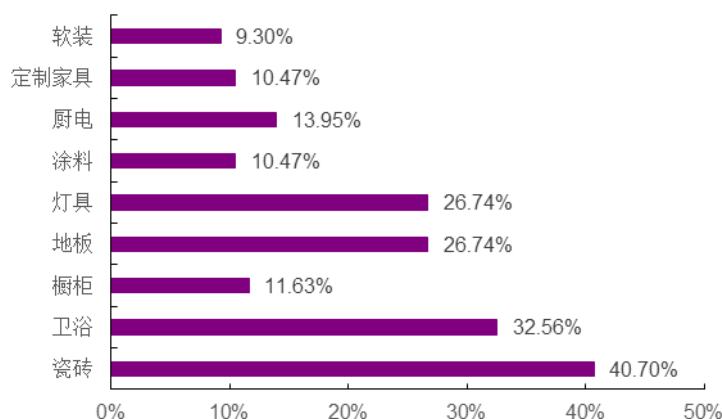


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：零售品牌为欧派家居、志邦家居、索菲亚；纯工程类公司为江山欧派、皮阿诺

- **零售客流快速下滑，竞争加剧。**零售门店在整装渠道分流的背景下，门店客流快速减少，品类之间存在差异。2019 年近半数建材商场的整体坪效只有 4k-6k/㎡；精装及整装渠道分流较多的主辅材如瓷砖和卫浴，零售门店关店较多，而软装和定制家居等偏装饰性的品类，门店零售客流影响较小。

图 28：2019 年精装房配比率高的品类零售大面积关店



资料来源：中国建筑材料流通协会，光大证券研究所

3.2、渠道变革下，家居产业链边界被打破

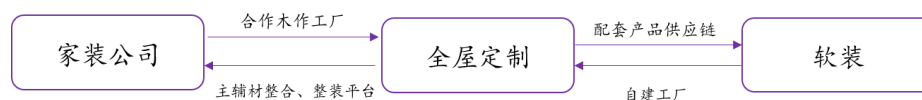
新渠道服务的定位仍然是单品类制造商，我们认可其短期成长性，但是如何打开成长天花板的问题仍然没有解决。在渠道变革下，很多问题激化，如获客难度提升、集中度提升难度加大，甚至在原有行业利益分配下，新老渠道的矛盾也逐步明显：

- **家居产业链边界被打破，渠道进一步碎片化。**

家居产业链涉及范围较广，从家装设计、主辅材、全屋柜体再到偏软装类产品，我们可以看到在渠道碎片化的背景下，由于各个环节进入壁垒不高，产业链公司突破边界，相互侵蚀。

家居产业链界限逐步模糊，面临重组。家装公司开始涉足定制柜体、软装，定制家具为了引流获客发力整装，试图整合家居产业全品类，同时通过配套产品供应链发力软装，而软装则通过自建工厂发力上游全屋定制板块。

图 29：家居产业链界限模糊，面临重组



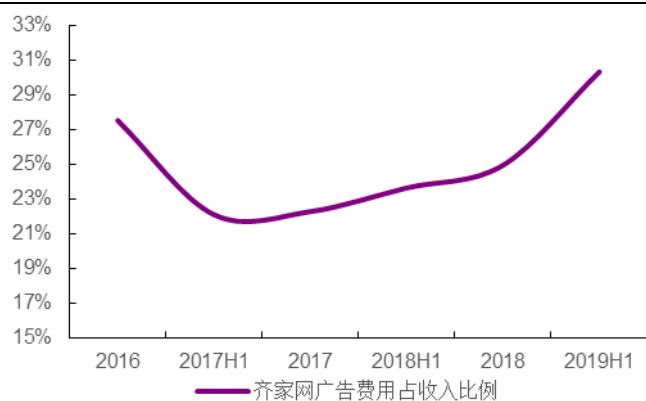
资料来源：光大证券研究所绘制

➤ 获客难度加大，行业分化扩大

家居产业链的流量来源分散，获客成本高企。家居消费的低频属性导致公司依赖于广告引流，随着传统电商引流成本高企以及家居赛道逐渐拥挤，行业的获客成本高企成为了难以解决的难题。

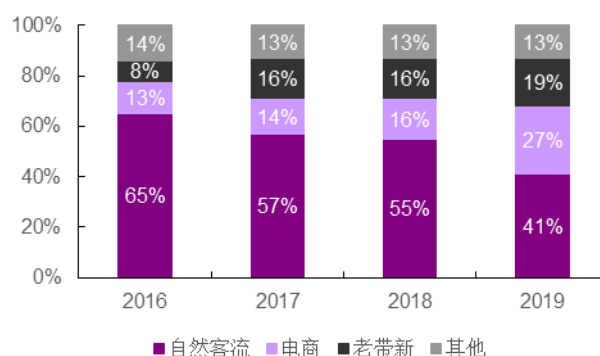
此外，渠道分散导致传统零售渠道竞争加剧，也进一步导致家居公司分化。面临销售环节投入高企，产能周转下滑的局面。部分家居品牌被迫转型布局新渠道，成为新渠道的供应商，零售品牌力持续弱化。

图 30：齐家网加大广告投入来获客



资料来源：齐屹科技公告，光大证券研究所

图 31：索菲亚客流来源结构



资料来源：索菲亚公告，光大证券研究所

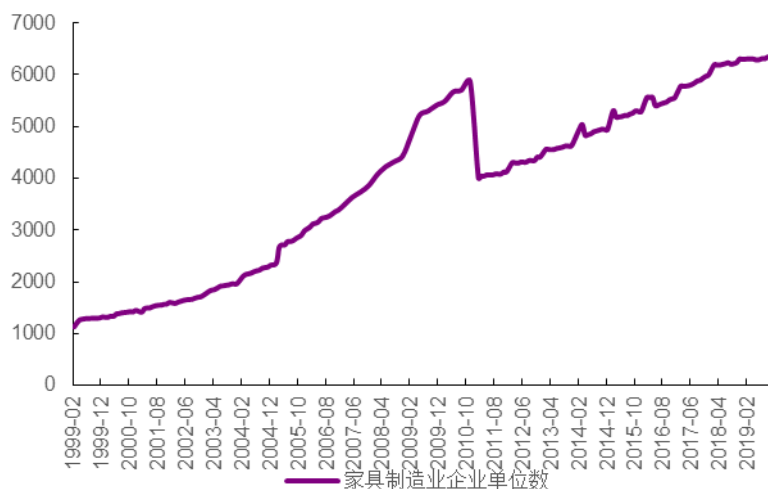
➤ 家居消费走向一站式购齐，也面临与传统渠道的利益冲突。

整装渠道实现消费者一站式购齐，全品类共享流量成本及门店固定成本如人工、房租。然而，家居公司合作整装公司也面临利益冲突：直接合作下，面临与原有经销商的竞争；通过原有经销商间接合作，终端引流成本则进一步增加，费用率约 10%-15%，加剧终端竞争的被动程度。

➤ 新渠道为中小品牌发展提供契机，集中度提升难度加大。

整装渠道突出整体装饰性，弱化制造品牌，这也成为中小品牌发展契机。通过直接绑定各地大家装公司推出整装产品，中小企业绕过传统经销商和建材城渠道，节省了渠道投入费用，可能进一步分散市场，同时新增的产能也进一步加剧市场竞争。

图 32：家居制造业企业数量持续增加，行业竞争加剧（单位：家）



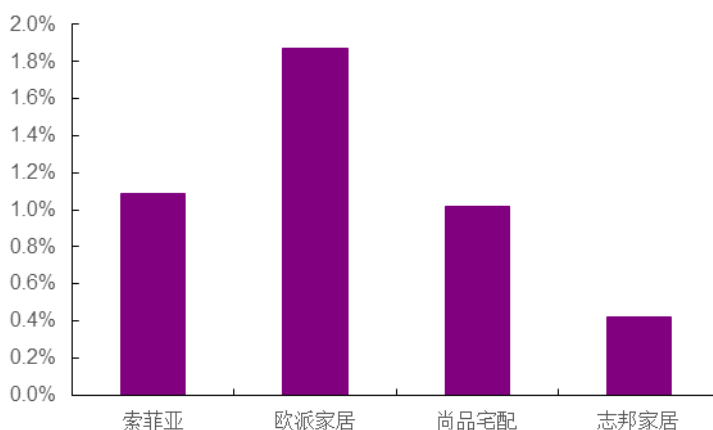
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至 2019 年底

3.3、回到商业模式本身，家居公司的成长困境

家居行业是典型的“大行业，小公司”。面对 4 万亿的家装市场空间，7000 亿+的家具制造业市场空间，目前收入体量最大的欧派家居也仅有 130 亿左右的收入规模，即使只看单一品类，市占率也并不高。但是海外仍然诞生了一些家居板块巨头公司，我们回到商业模式和成长路径本身，目前国内家居公司困境如何？

图 33：橱柜公司市占率（2019 年）



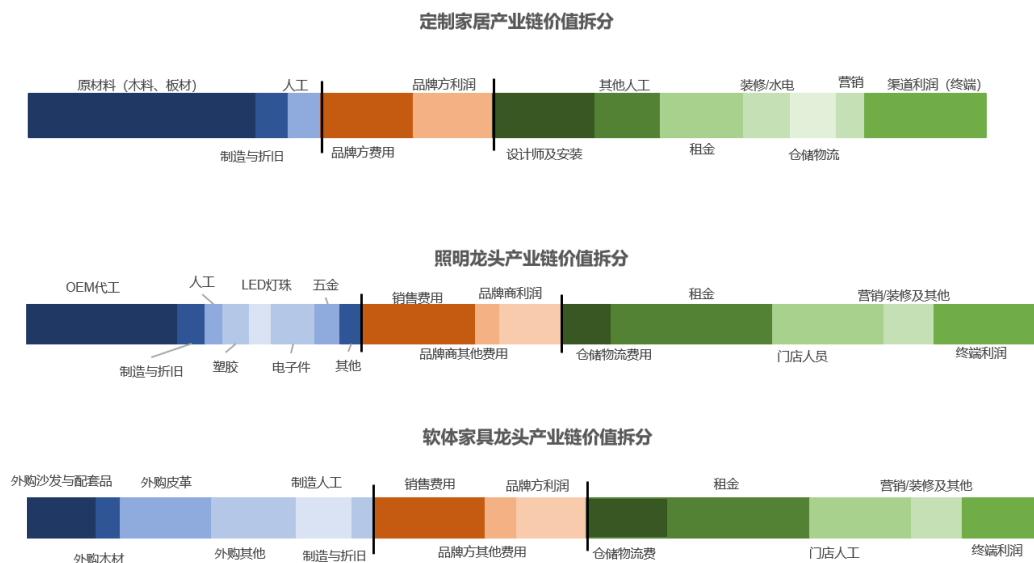
资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

➤ 家居究竟是什么样的行业？

从行业的价值链来看，行业成本端聚焦于原材料的加工，加工比较依赖人工，原材料环节并不复杂，垂直一体化优势可能不够明显。

渠道端价值配比较高，承担功能较多，包括营销、设计、物流仓储等，且固定成本如人工、房租占比较高。

图 34：家居品类价值链拆分：渠道占比较大



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

注：参考索菲亚、欧派家居、欧普照明、顾家家居、敏华控股情况

➤ **商业模式：简单的买卖关系，终端销售高度依赖经销商。**

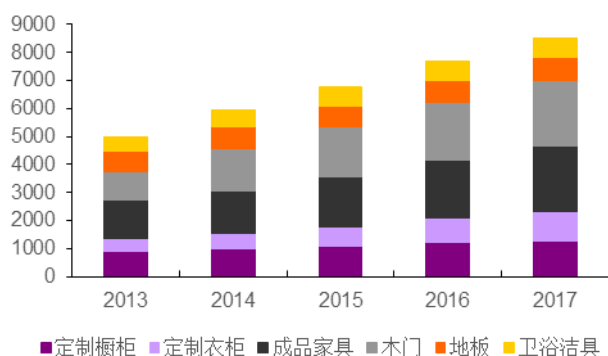
零售端多项职能完全外包给经销商，管理方式简单。行业上升期，家居公司聚焦于全国各地的渠道扩张，终端销售由经销商大包大揽。经销商承担了从货物提取、营销、安装、服务等多项职能，而家居品牌对终端的管理力度较弱，与经销商以“买卖关系”为主。

➤ **单品类成长逻辑受限，坪效过低问题难以解决。**

目前的家居公司大多聚焦单品类，而单一品类天花板较低。根据中装协数据，大家居市场主要收入仍来自于整装板块，单品类天花板由于单套房屋需求量有限，通过测算皆在几百亿至 1000 亿范围。

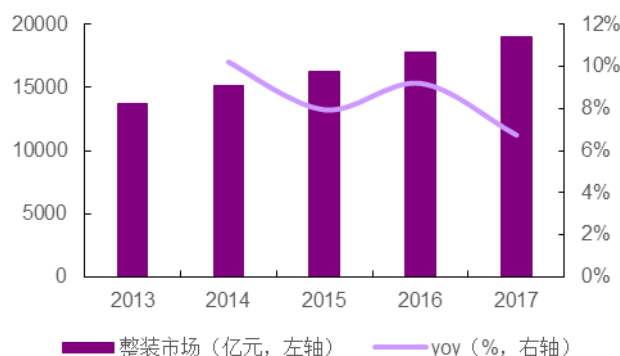
叠加外在渠道变革，单品类零售市场空间正被压缩。尤其在精装房背景下，公司精装渠道单价普遍低于线下零售出厂价，故而精装渠道使得行业规模进一步压缩。而且整装渠道由于多品类套餐销售，对单品价格也有一定的压缩。

图 35：大家居零售市场分品类（单位：亿元）



资料来源：中装协，光大证券研究所

图 36：整装市场规模较大，且维持较快增长



资料来源：中装协，光大证券研究所

家居单品坪效较低，经销商依赖较高加价倍率维持周转和盈利。但是当行业进入下行期，供过于求，价格竞争在所难免。近年由于房租和人工等固定投入上涨，经销商经营性杠杆高筑，雪上加霜。难以为继的经销商只得关店，对相应的家居品牌销售带来较大不稳定性。

表 2：某全屋定制品牌华东二线城市门店情况

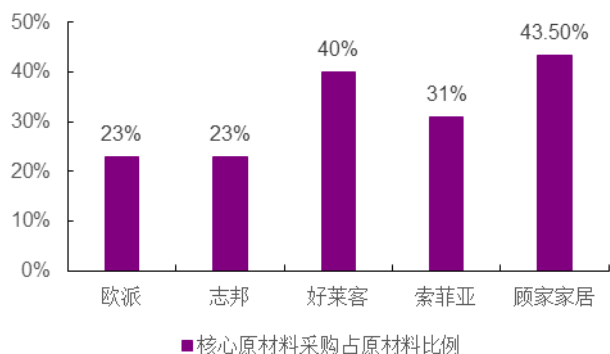
单店模型		
店铺面积 (㎡)	300	
坪效 (万元/㎡)	1.33	
单店收入 (万元, 下同)	400	➤ 经销商固定费用主要在于房租和人工基本工资, 房租和人工费用的上涨导致经营性杠杆高企。
毛利润	200	
人工费	40	
房租	72	
店铺产品更新	20	➤ 在行业竞争加剧的背景下, 400 万基本成为盈亏平衡点 (不考虑工厂返利的情况下)
安装售后	30	
引流费用	40	
工厂返利	40	
净利润	38	

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

➤ 家居行业的规模效应不显著，很难通过垂直一体化实现成本优势

家居生产端规模效应并不是非常的显著。家居生产端主要在于平衡前端 SKU 数量和后端规模效应，一方面由于家居 SKU 数量较多，另一方面由于生产端工艺较简单，主要在于板材处理。

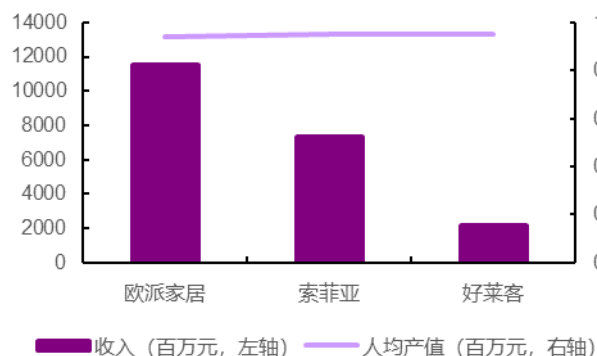
图 37：龙头持续产能，但投入面临周转下滑（2018 年）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

注：定制家居核心原材料指板材，沙发核心原材料指皮革

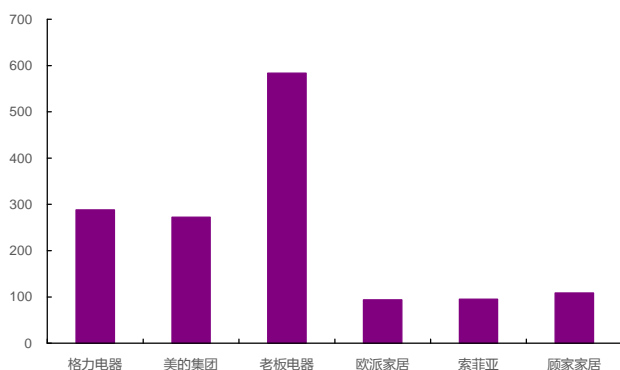
图 38：定制家居制造环节规模效应不强（2018 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

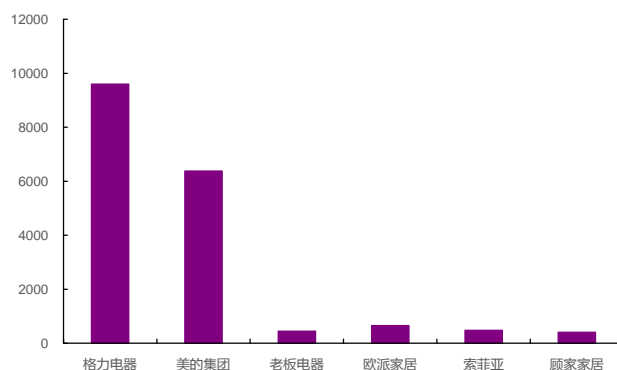
对比家电公司，从生产环节可见，家居产品规模效应不显著；从销售环节对比，家居销售有巨大的提升整合空间。

图 39：2018 年公司生产环节人效对比（单位：万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 40：2018 年公司销售环节人效对比（单位：万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

渠道裂变下，行业问题凸显，家居公司也已经开始了探索的步伐。

- **通过自建产能拓展相近品类。**较多家居公司布局新品类尝试打开收入增长天花板。通过总结成功案例，我们发现拓宽相近品类、进入渗透率有成长的赛道更易于获得成功。较多品牌近年通过布局新品类赶超竞争对手。

表 3：家居板块公司纷纷扩品类

家居龙头公司	起步品类	目前覆盖产品品类
索菲亚	定制衣柜	全屋定制：衣柜、橱柜、木门等（自制） 配套品：窗帘、沙发、床垫等（外协）
欧派家居	定制橱柜	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、卫浴等（自制） 配套品：窗帘、沙发、床垫等（外协）
尚品宅配	全屋定制	全屋定制：衣柜、橱柜等（自制） 配套品：窗帘、沙发、床垫、木门、卫浴等（外协）
志邦家居	定制橱柜	定制橱柜、定制衣柜、木门（自制）
顾家家居	沙发	沙发、床和床垫、定制衣柜（自制）
敏华控股	功能沙发	沙发、床垫（自制）

资料来源：公司年报，光大证券研究所

近年，为了实现产能扩张和产品多元化两个战略目标，家居企业加剧了对渠道资源的争夺和依赖，经营重心持续不断向渠道迁移。加之前几年资本市场对家居板块的助力以及家居建材商场的跑马圈地，家居板块参与者持续增加，道路也越来越拥挤。由于家居消费重服务并且目前行业生产端规模效应不够显著，中小品牌服务地方性市场也存在一定生存空间，参与者持续增多。

图 41：弘亚数控增速一定程度反映家居行业近年产能积极扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：弘亚数控主营家居机械生产和销售，收入情况可一定程度反映家具产能扩张状态

随着龙头公司完成了单品类的全国渠道布局，单店模型未来将逐步失效。伴随着公司商业模式的探索，产业链壁垒被打破，我们认为这个超过 4 万亿的巨大市场仍然有望诞生千亿市值的公司。

立足于长期视角，家居公司如何突破行业属性带来的发展禁锢，通过建立更有效的商业模式，实现扩张？

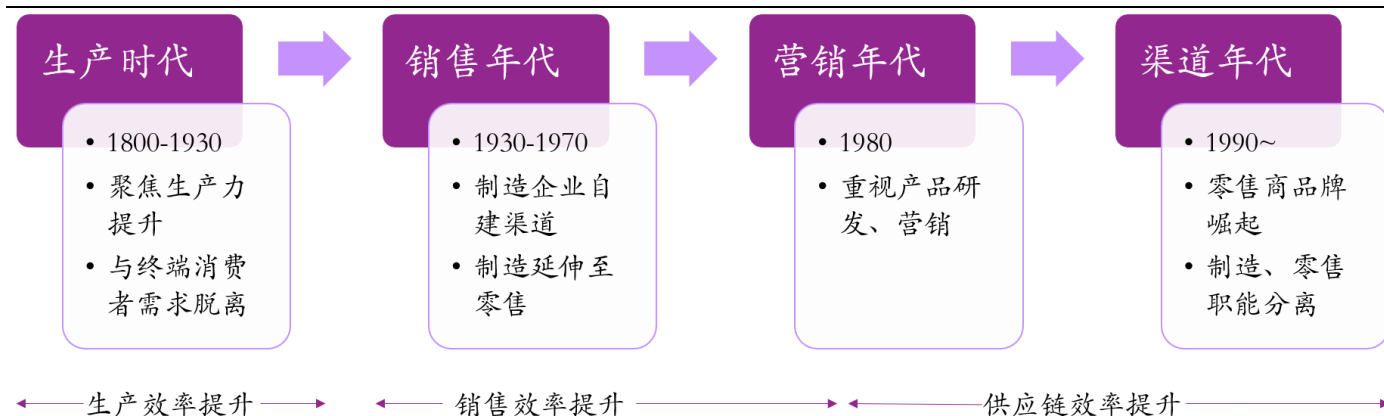
美国家居板块诞生了较多巨头公司，我们借鉴美国家居行业和龙头公司的发展历程，寻找家居行业的成功要素。

4、借鉴美国—效率多维度提升，零售模式成就牛股

4.1、制造与销售逐步分离，效率提升是主要路径

回顾美国家居板块发展历程，家居行业从单纯的制造，演变到制造企业主导零售渠道搭建，后续实现了制造端和零售端的职能分离。在此过程中，家居产业通过追逐而后引领消费者的需求变迁实现收入增长，背后逻辑其实围绕的是效率多维度的提升，从生产到销售渠道及供应链环节。

图 42：美国家居产业变迁历程

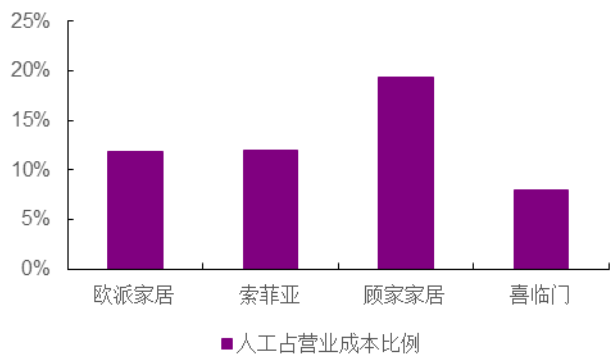


资料来源：今日家居，光大证券研究所

美国家居行业经历国际化分工后，国内零售业态崛起。在美国家居板块的变迁中，我们会发现家居行业的主要参与者向零售业态转移，与此过程中，美国制造商转型，较多家居品类转移至中国代工。在此背后其实是国际分工下实现的生产效率提升。由于家居依赖人工生产，成本结构中人工基本占比10%-20%，且家居产品原材料简单，集中于板材、五金及皮革，对供应链要求低于其他耐用消费品，美国家居生产随着人力成本上升及海外低价冲击进行了制造端转移。

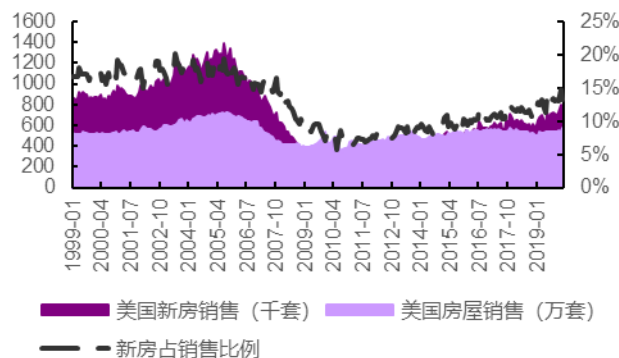
美国地产发展阶段也可能孕育了家居零售业态。美国房屋交易结构中，新房占比极低，根据可追溯数据，我们推断美国在1960s新房销售占比已经不高。美国较早的完成了房屋的精装修配置，房屋局部修整翻新需求增加，导致消费者对于家装消费本身便体现了零售属性，中频甚至高频，需求碎片化。

图 43：家居制造业人工成本占比较高（2018 年）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 44：美国成屋销售中，新房占比仅 10%+

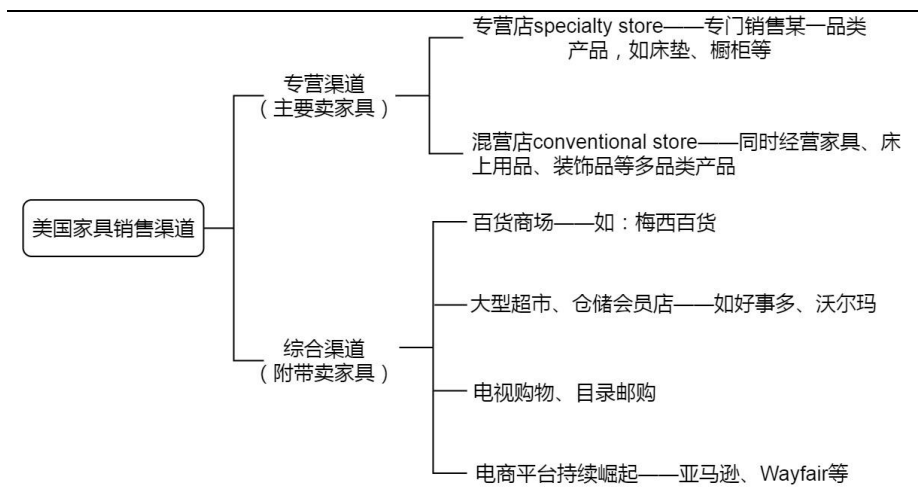


资料来源：Wind，光大证券研究所

家居零售从渠道来看，美国目前也呈现了多元化的特征。美国线下家居销售渠道呈现多元化、碎片化的特征，包括专门卖家居的专营渠道（2018 年占比 59%）及附带卖家居的综合零售渠道（占比 41%），线上销售近年也处于快速增长态势。

美国渠道多元化是家居制造品牌拓展零售业务和纯零售商共同作用的结果。为了满足消费者的场景化消费需求，家居制造商如 Ashley 在生产制造的同时也协调其他品类的供应链，在专卖店销售。美国强势的零售品牌如沃尔玛、好市多也会在门店销售中增加家居装饰类产品，满足消费者一站式购物需求。

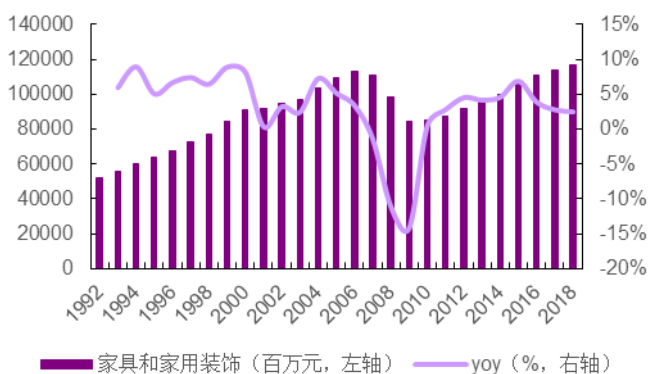
图 45：美国家居线下渠道结构多元化



资料来源：今日家居，光大证券研究所

在渠道多元化和家居板块产品多元化背景下，美国家居板块的长尾效应也非常明显。虽然诞生了家得宝、劳氏这样的龙头公司，但是由于家居细分领域非常多，制造业龙头如 Ashley 在 2018 年的市占率也仅为 8%。

图 46：美国家具和家用装饰零售店销售额



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 47：北美泛家居企业 TOP10 市占率（2018 年）



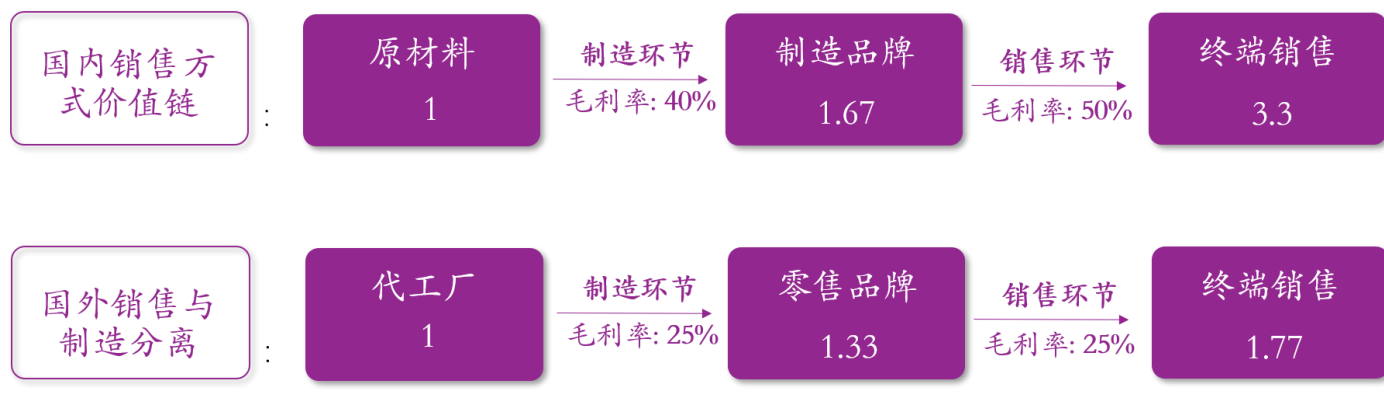
资料来源：今日家具，Wind，光大证券研究所

注：根据 2018 年收入/家具零售额推算

制造和零售的职能分工，提高销售效率，造就高成长牛股。家居零售公司可以直接面向消费者需求，提供多种 SKU，减少消费者购物工序，满足一站式购物的需求，且产品多样化减少消费者因装修而购买的目的性消费，带动家装消费从低频向中高频过度，造就家居行业的牛股。

- 零售业态通过多品类的消费场景协同，收入端突破单一品类天花板，提高坪效；
- 成本端可以实现各个品类在人力、物业成本方面的规模效应，降低单位成本，本质上提高了销售效率。
- 本质在于实现更高效的价值链完成方式，制造端丧失品牌溢价，加价倍率降低，零售端多项费用协同。对比国内外价值链的加价倍率情况，国外整个价值链完成显著低于国内的制造品牌分销模式，效率更高。
- 由于零售端的商业模式已经脱离传统家居制造业，公司建立的护城河更多在于门店运营、产品协同及供应链管理，抗风险性更强，也造就了美国建材家居零售牛股如劳氏（Lowe's）和家得宝（Home depot）。
- 供应链发展助推家居零售业的发展与盈利，主要包括物流成本的降低，加强物流信息化及对仓储管理的效率提升。
- 对比国内外价值链，差异的本质在于国内公司是制造品牌需要完成渠道价值完成部分，且仅是单一品类运作，固定成本摊薄少，加价倍率更高。

图 48：制造与零售职能分离实现更高效率的价值链完成方式



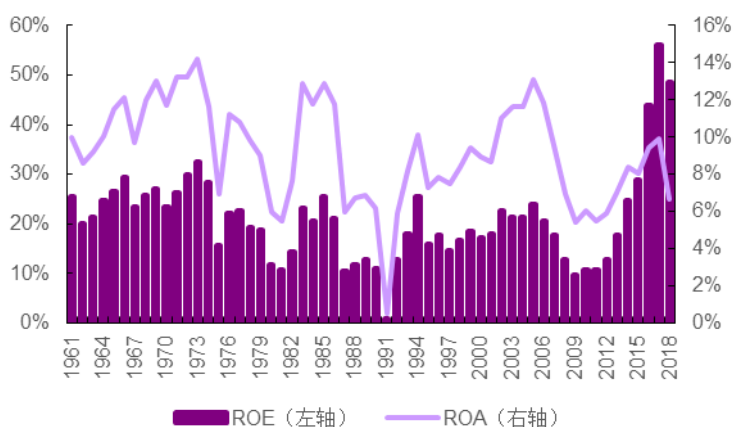
资料来源：光大证券研究所经渠道调研整理

注：以原材料、代工厂为 1 单位测算的价值链传导模式

4.2、高效率打造高壁垒，牛股多维度成长

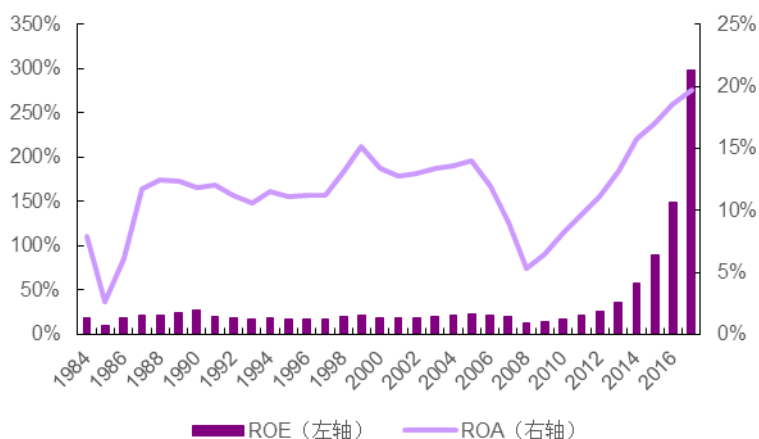
我们简单复盘建材零售牛股劳氏和家得宝，发现二者多维度增长的共性在于：公司通过打造建材零售的消费场景，在保持增长的同时，持续提升营运能力（供应链效率）、人效和店效，二者 ROE 皆实现了持续的提升，尤其是家得宝，效率优化更明显。

图 49：劳氏 ROE 和 ROA



资料来源：劳氏年报，光大证券研究所

图 50：家得宝 ROE 和 ROA



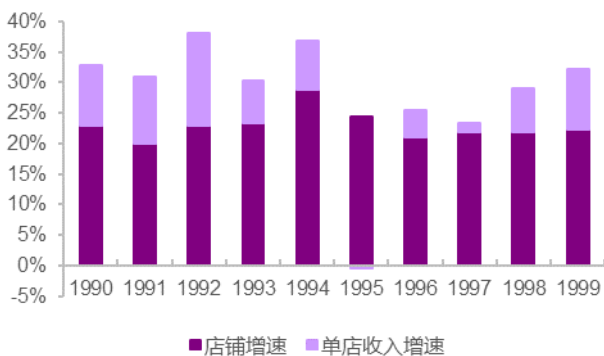
资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

注：家得宝近年 ROE 较高与美国量化宽松的宏观背景有关，低利率环境下公司持续加杠杆，权益乘数 2018 年较 2008 年增长约 7 倍。公司由于净利率提升和资产周转能力提升 ROA 近 10 年提升显著，推动 ROE 快速提升。

维度一：店铺扩张&单店收入提升推动收入持续增长。对比家得宝和劳氏的扩张路径，家得宝早期形成较为成熟的单店模型后便快速进行全国范围渠道扩张，通过渠道布局能力及布局速度抢占先机；劳氏则是通过店铺管理边界拓宽，单店运营能力提升实现收入增长，渠道布局始终稳扎稳打。

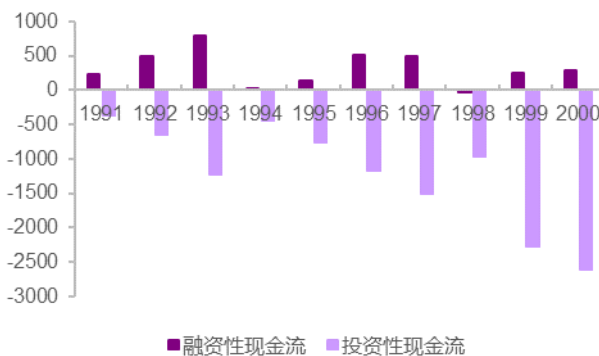
- **积极渠道布局抢占市场发展先机。**当家得宝单店模型运营成熟后，便积极借助资本市场力量融资，布局全国渠道，1990 年代每年新开店数量持续增长，实现收入的快速增长。

图 51：1990 年代家得宝增长主要依靠渠道扩张



资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

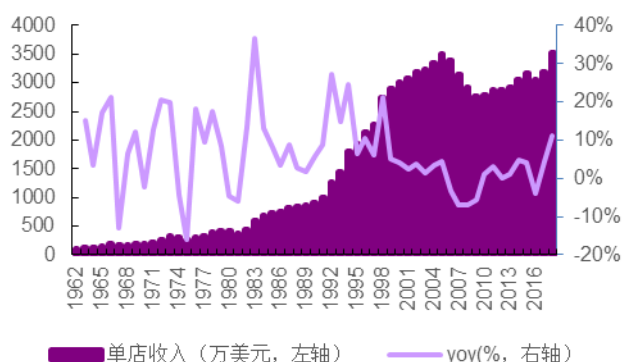
图 52：家得宝借助资本市场力量扩张（单位：百万美元）



资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

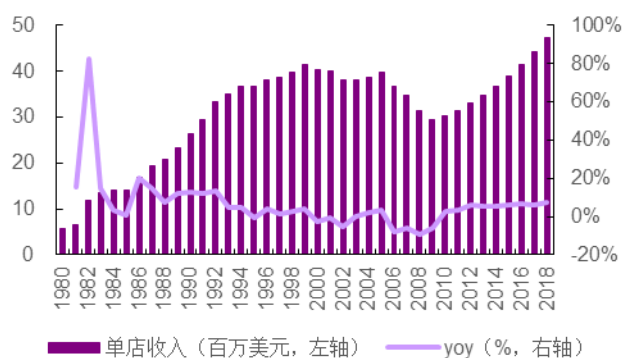
- **单店收入持续提升，源于公司拓宽 SKU 管理边界，促进坪效提升。**从劳氏和家得宝的发展历程来看，二者都实现了单店收入的增长。在单店面积持续增长的背后是公司运营的 SKU 增多，1963 年劳氏的 SKU 仅有 3500，2018 年已经达到 34000。

图 53: 劳氏单店收入及 yoy



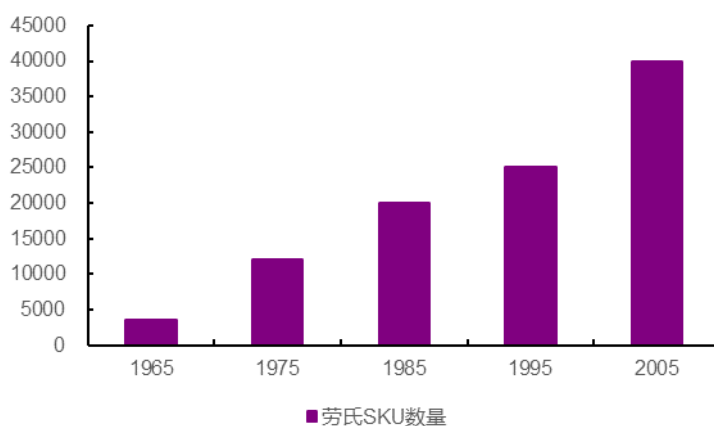
资料来源：劳氏年报，光大证券研究所

图 54: 家得宝单店收入及 yoy



资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

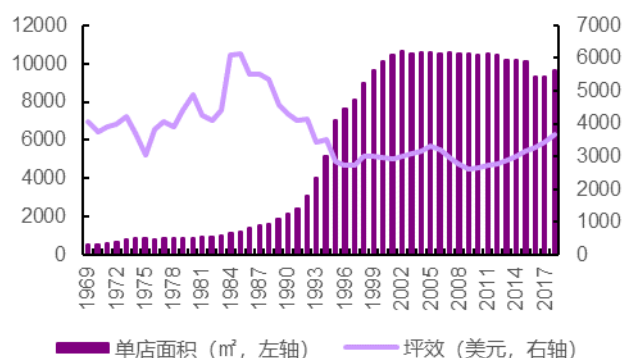
图 55: 劳氏 SKU 持续提升



资料来源：劳氏年报，光大证券研究所

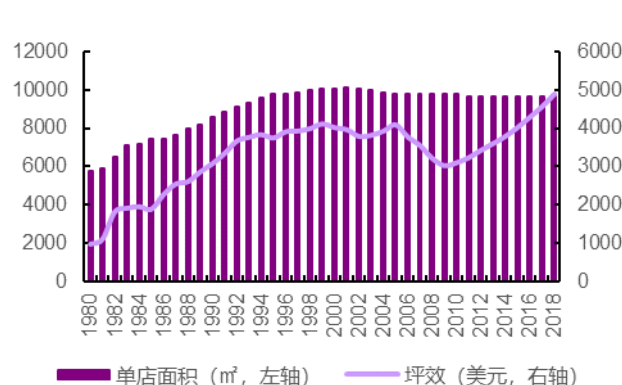
维度二：成熟的单店模型，保持万平米大店。发展较早的劳氏初始单店面积仅有 500 多 m^2 ，到 2018 年单店达到 10000 m^2 ；家得宝成立之初便推行大店策略，单店面积 5000 m^2 ，2018 年增长至约 10000 m^2 。大店建材零售场景吸引更多消费者，更多元的 SKU 也推动客单价增长，驱动坪效持续提升。客单价翻倍的背后是客户数及消费次数的增长，家居消费不仅仅局限在低频。

图 56: 劳氏单店面积及坪效



资料来源：劳氏年报，光大证券研究所

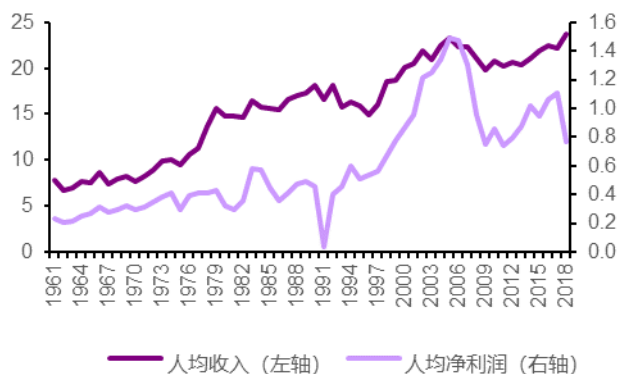
图 57: 家得宝单店面积及坪效



资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

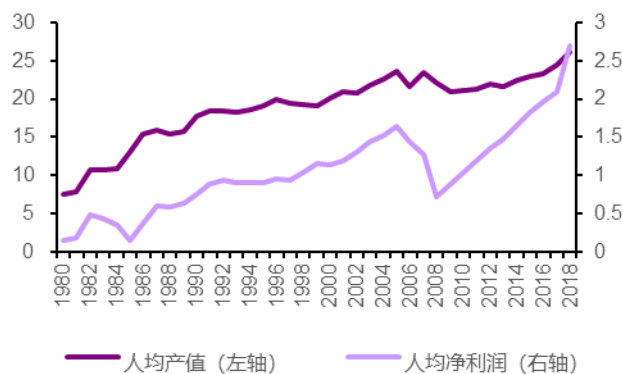
维度三：人效持续增加，渠道规模效应提升。家居零售环节具有一定服务属性。对于人员体系的管理实现单人产值的增加尤为重要。零售业务依赖于固定成本的周转及浮动成本的管控，家得宝在运营和固定成本周转方面领先于行业及劳氏，这也是其人效持续提升的原因。

图 58：劳氏的人效持续提升（单位：万美元）



资料来源：劳氏年报，光大证券研究所

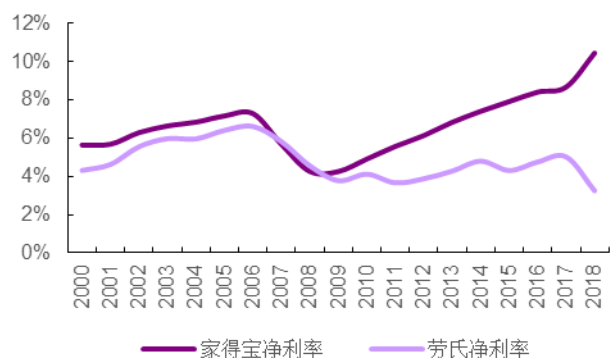
图 59：家得宝的人效显著提升（单位：万美元）



资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

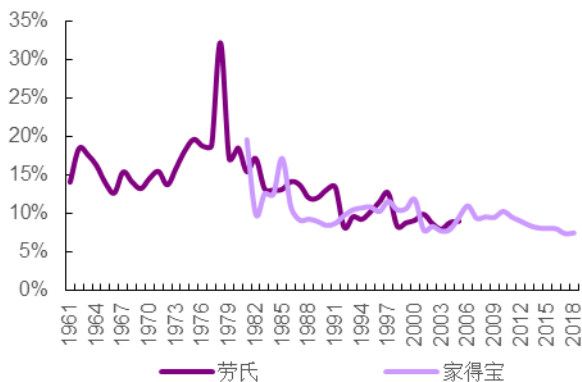
维度四：优化供应链，提升运营能力，强化门店模型。两家公司在SKU增长的同时持续通过优化供应链管理实现后端和前端效率的提升，两家公司的营运资本都是在逐步改善的，尤其是家得宝，公司重视仓储及库存管理，通过RDC物流中心建设推动周转能力提升，持续改善盈利能力。供应链投入伴随收入成长规模效应逐步显现，进入21世纪以来两家公司的盈利能力都实现了持续改善，家得宝更加明显。

图 60：劳氏和家得宝净利率



资料来源：劳氏&家得宝年报，光大证券研究所

图 61：劳氏和家得宝营运能力持续改善



资料来源：劳氏&家得宝年报，光大证券研究所

注：营运能力用现金循环周期参考

5、长期维度：职能分离，中国家居产业的效率提升之路

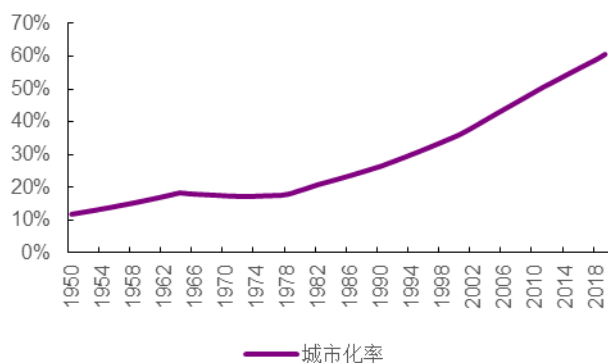
与美国不同的是，我们会发现中国家居板块目前纯零售公司非常少，主流还是制造品牌。由于家居板块遇到渠道、竞争加剧及终端需求下滑等多方面压力，国内公司也开始探索新的商业模式，陆续出现了零售渠道品牌公司，包括海外零售品牌的进驻如 harbor house, Ashley, 也包括国内企业家自己的探索，如全屋优品，本质都是在探索销售端职能分离与效率提升路径。

5.1、中国家居行业是否可以复制美国的成长路径？

我们认为中国很难复制美国的发展路径，主要源于中国目前和美国零售牛股成长的行业背景仍然有很大的差异：

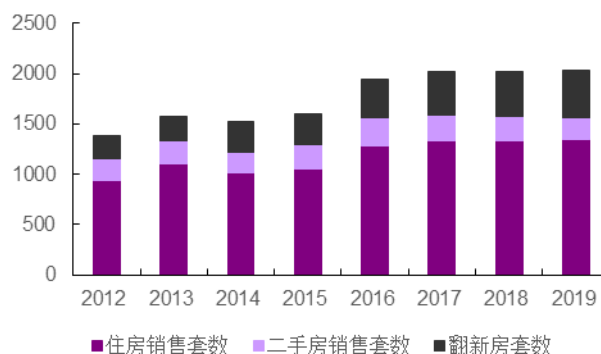
- **房屋交易类型暂时不具备零售化背景：**中国目前仍然处于城市化率快速提升的阶段，人口向城市涌入意味着对房屋的需求，新房交易仍然会占主导，这也意味着消费者在房屋装修时需求还是整体化的一站式消费为主，而不是对房屋家装“缝缝补补”的碎片化需求。

图 62：中国城市化率持续提升（单位：%）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 63：中国家居需求交易结构测算（单位：万套）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

- **零售成本高企影响直营扩张节奏。**零售门店主要开支包括人工成本及门店房租。中国近年用工成本上涨过快，且物业费高企，成本提升，终端动销的压力也跟随上升。如果没有全面的品类和坪效支撑，很难通过全面的自营开店模式实现扩张。

宜家是在中国成功运用大店模式的公司，也和其上升期采用自有物业的方式扩张分不开，但是这也势必会影响渠道扩张节奏，所以我们看到宜家店铺集中于一二线。

表 4：宜家中国基本数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售额（亿元）	70	88	98	117	132	146
门店数量（家）	14	16	18	21	24	27
客流量（万人次）	4,500	5,728	6,955	8,346	9,000	9,830
单店收入（亿元）	5.03	5.50	5.42	5.57	5.50	5.41
客单价（元）	156	154	140	140	147	149

资料来源：宜家财报，光大证券研究所

➤ 中国城市&人口结构复杂，消费分化，城市层级之间差距较大，商业环境复杂，很难绕开代理商制度去进行渠道拓展：

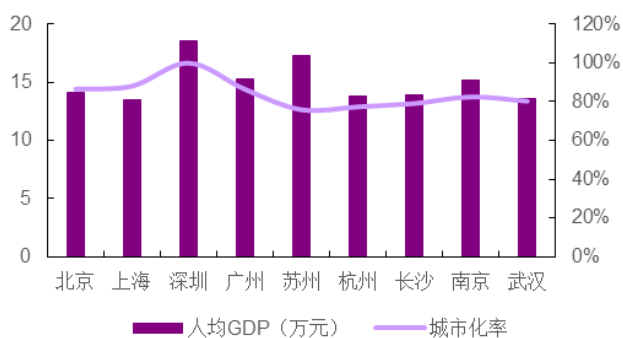
① 一二线城市由于收入水平较高，城镇化率达到 70%~80% 的水平，商品消费占比在下降，服务性消费的占比在提升，消费更加个性化、品质化，故而一些具有产品设计特色的品牌在一二线城市可能更受欢迎。

低线城市城镇化率正在快速提升，人均 GDP 迈过 5000 美元门槛的城市正在逐步增多，消费需求逐步释放。但是更低线如五六线城市或者乡镇，还处于大众消费品时代。

② 中国地域间也存在一定文化差异，消费习惯差异，品牌商很难大包大揽在每个城市实现直营，代理商制度仍然是实现全国范围内渠道拓展的有效方式

➤ 但相较于过去代理商承担全部渠道职能的方式，未来品牌商如果把渠道职能分割，整合其中标准化、可规模化的环节，渠道效率依然具备大幅提升的空间。

图 64：一线&新一线城市接近发达国家水平（2018 年）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

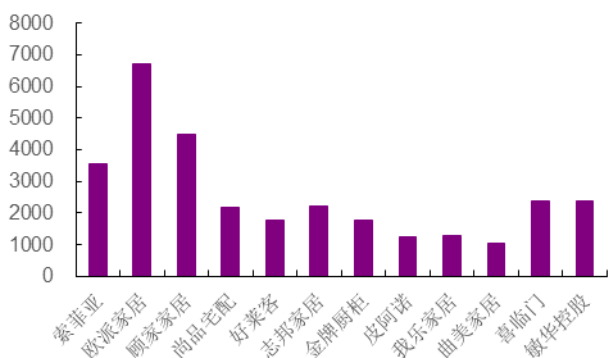
图 65：中国分城市等级突破 5000 美元的数量

	一线	新一线	二线	三线	四线
城市个数	4	15	30	70	90
常住人口占总人口比重	5.3%	12.5%	14.6%	25.1%	24.3%
人均 GDP 突破 5000 美元城市数量	2010	4	14	26	29
	2011	4	15	28	47
	2012	4	15	30	51
	2013	4	15	30	55
	2014	4	15	30	61
	2015	4	15	30	62
	2016	4	15	30	61
	2018	4	15	29	63

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

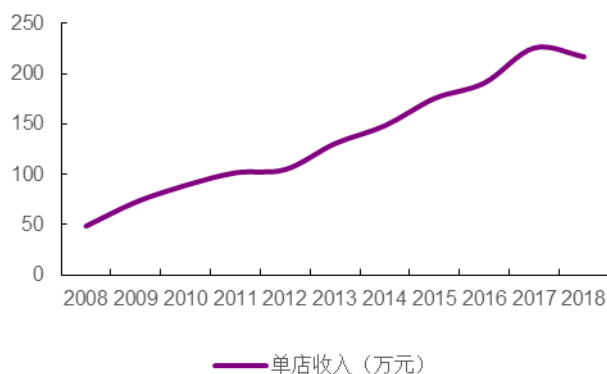
家居行业发展第一阶段已经告以尾声：渠道激进扩张策略正确且有效。与美国龙头家得宝相似，国内的家居行业龙头公司也是胜在渠道扩张和单店提货额提升。但是不同的是，美国龙头公司的单店运营能力围绕着店铺面积提升、SKU 丰富度增加及成本端的协同效应，而国内公司还处于初期阶段，单店面积平均约 300 m²，未来的成长逐步由渠道扩张转变为区域单店深耕。

图 66：家居龙头公司皆积极进行渠道扩张（单位：家）



资料来源：公司公告，光大证券研究所
注：数据截止 2019 年中

图 67：索菲亚衣柜单店收入

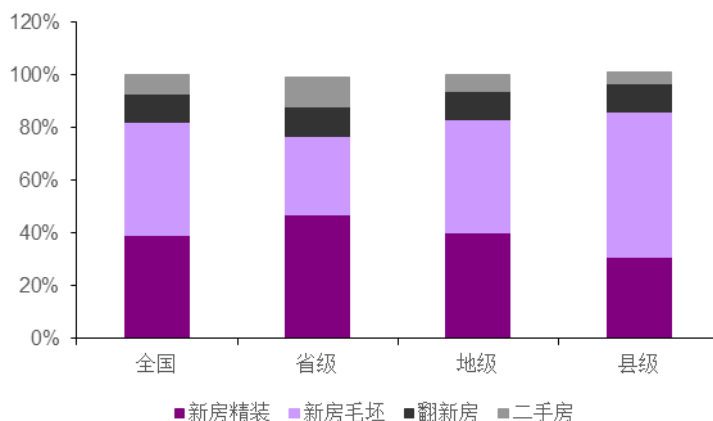


资料来源：公司公告，光大证券研究所

未来十年，家居行业的发展将进入第二阶段，走向效率提升与商业模式升级。一方面，随着经济增速的放缓和地产红利的结束，粗放式发展的时代已经过去，企业为了增长将倒逼自身效率升级与商业模式变革。另一方面，中国房屋交易结构的逐步稳定（精装房、二手房的规模逐步稳定），信息化工具、社会化物流等科技手段的成熟，也将带来商业模式及效率升级的土壤。

我们认为，未来基于不同的家居产品与服务属性，行业的商业模式升级有两个核心的路径：零售产品型和家装服务型。

图 68：索菲亚各个城市层级装修房屋结构（2019 年）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.2、定位零售产品型公司：扩品类、提坪效、升效率

家居行业进入产业发展第二阶段，渠道扩张空间有限，区域深耕成为第二阶段成长主逻辑。借鉴美国龙头公司的成长，我们认为终端门店的零售能力提升可以构建更长维度成长的护城河，在于收入端坪效提升，建立渠道端的规模优势，降低渠道成本，打造壁垒，最终实现场景化消费的零售型平台。

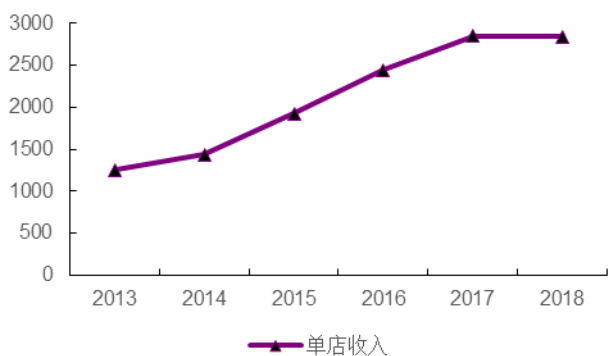
我们认为零售产品型的公司成长路径将围绕着多品类布局，主旨在于提升坪效，进而提升渠道端规模优势，通过运营能力提升降低渠道成本，包括：1) 信息化能力提升；2) 渠道端职能分离，管理下沉，提高终端动销的掌控力；3) 提升供应链布局能力。

5.2.1、多品类运营实现坪效、人效提升

多品类运营实现场景化消费，满足消费者一站式购齐的需求。家居消费多样性和个性化对消费场景本身存在一定的考验，也要求了产品的丰富度。场景化消费有效提高坪效，提升门店运营效率，逐步突破单店运营的边界，实现家居行业人货场的高效管理。

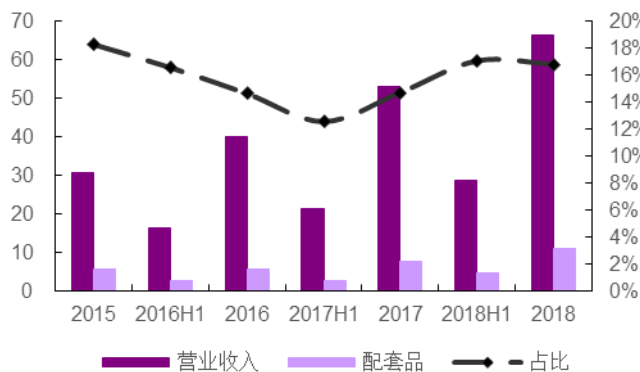
- 多品类运营加强消费者体验感，不仅仅是产品输出，更是生活理念的输出。宜家单店 SKU 数量达到 9000 个，搭配高频和低频打造消费场景，提高消费者购物体验，也可以提高消费者复购率。
- 场景化消费有利于实现家居品牌形象，降低引流成本，从而利用价格建立更深的护城河，同时也实现门店较高的客流转化率。
- 定制家居是比较好切入的赛道。一方面定制家居覆盖装饰空间较多，包括厨房、客厅、卧室、书房等多个空间；另一方面，定制家居是家居行业较早实现 C2B 的品类，信息化基础较好，借用数字化实现更高数量的 SKU 呈现。

图 69：尚品宅配直营店单店收入（单位：万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 70：尚品宅配配套品收入占比（单位：亿元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

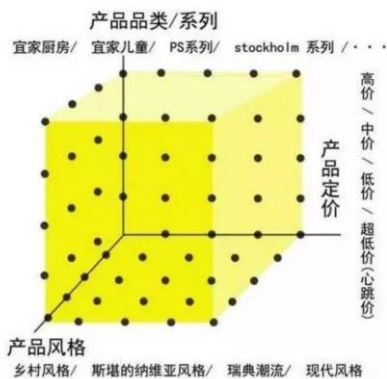
终端零售运营能力的提升有利于实现高坪效。对比宜家和美凯龙，我们会发现宜家产品端 SKU 多，参与选品和供应链，销售协同性高；美凯龙主要面对低频消费者，本质是服务核心制造品牌经销商开店，同品类品牌之间存在竞争，并不参与品类间的场景合作及销售协同。宜家实现在客单价仅为 150 元的背景下坪效是美凯龙的 4 倍。并且，宜家在销售的同时，统筹采购、人员管理、物流配送，实现单位资本投入利用率最大化，进一步强化单店模型。宜家通过门店体验式销售、服务成本效用最大化实现 10%+ 的净利率，门店运营建立护城河。

品类融合的零售方式有利于实现人效的提升。在品类独立开店的场景下，以美凯龙为例，每万平米配备楼管 8-9 人，门店销售 150 人，主要体现的仍然

是单品牌门店销售人员的配置过剩，因为品牌间存在竞争关系，单品牌独立引流，没有规模效应。对比下，宜家每万平米约 100 人，人效有一定提升。

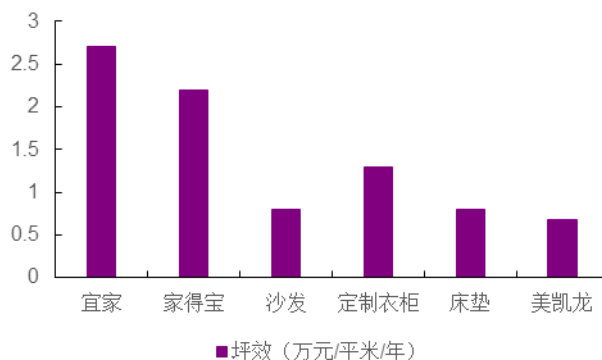
对于目前单品类的家具制造公司，费用投入没有规模效应。从物流送货、安装、引流及服务等方面，都由各个公司单独投入，规模不经济。加强多品类运营，坪效提升，固定费用投入亦存在规模效应。

图 71：宜家居备丰富产品矩阵



资料来源：宜家中国，光大证券研究所

图 72：坪效对比（单位：万元/㎡/年）



资料来源：家居渠道调研，光大证券研究所

注：1) 家得宝是 2010 年左右天津店铺数据，目前已经退出中国
2) 本图比较各个单品类和多品类零售的坪效情况

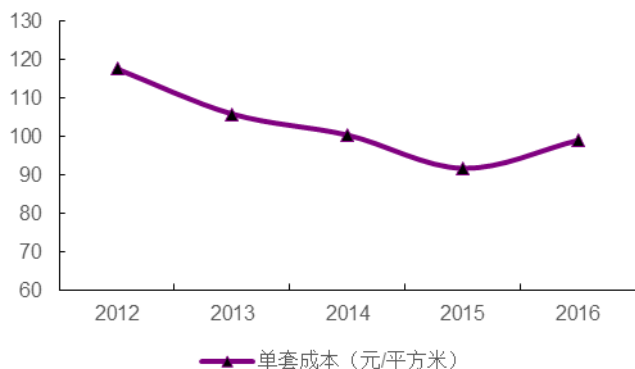
5.2.2、提升运营效率，进一步降低渠道成本

除了收入端提升坪效以外，渠道成本端，公司通过多维度提升运营能力，也将进一步降低渠道成本，构筑护城河：

➤ 信息化是核心：打通销售至生产端反馈机制，提高应对效率

生产端：由于家居品类 SKU 较多，且带有设计属性，市场变化快，利用信息化赋能生产环节，提高产品迭代能力，更高效承接零售端信息；销售环节，由于家居公司较多依赖经销商销售，对终端动销掌控力度较弱，打通信息化有助于沉淀客户信息，提高市场反馈效率。

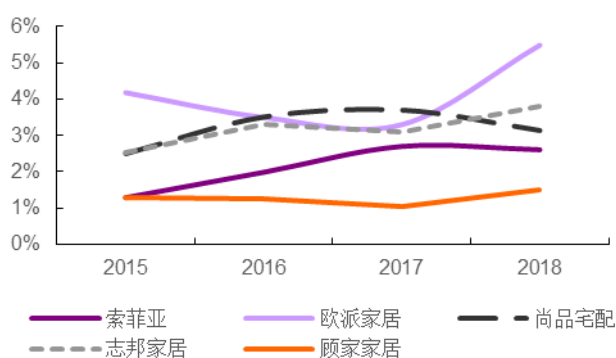
图 73：索菲亚通过信息化投入生产端效率有所提升



资料来源：公司年报，光大证券研究所

注：选取索菲亚 16 年以前数据，信息化红利期

图 74：各家公司信息化投入



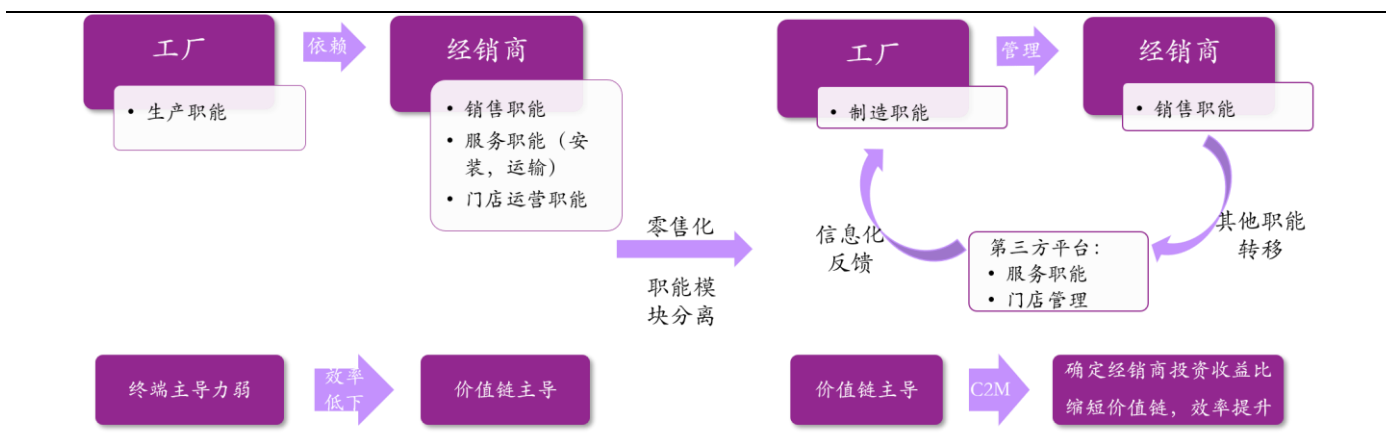
资料来源：公司年报，光大证券研究所

➤ 渠道职能分离，走向高效零售

目前经销商承担较多职能，如仓储、物流、安装、设计、营销等。但是单品类产品经销商收入体量小，固定投入较大，渠道成本规模效应不明显，造成价值链冗长的问题，也导致家居公司参与市场竞争掣肘较多。

未来家居公司有望通过渠道多项职能分离，通过管理前置，贴近终端动销，提高对终端销售的运营能力，从而逐步提高终端渠道掌控力。

图 75：终端渠道职能分离，固定投入产生规模效应，生产—销售效率提升



资料来源：光大证券研究所

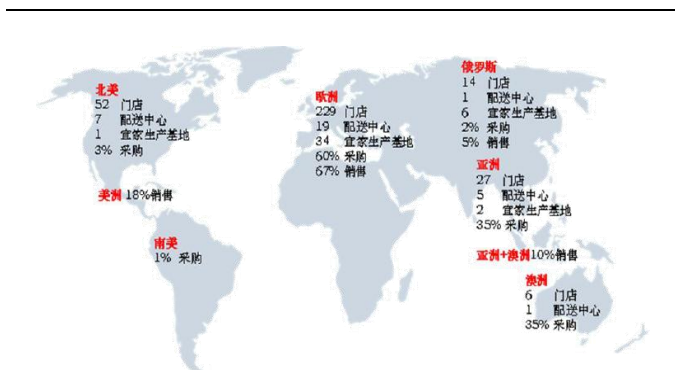
➤ 加大供应链资本开支与投入，提升供应链效率。

家居涉及多 SKU 供应，依靠制造扩产能的方法去扩张是低效的，并且国内已经具有充沛的家具制造业产能。公司在扩品类的过程中，面临供应链效率提升，包括采购、库存仓储管理，降低单位浮动成本，提升运营效率。

宜家：公司通过多年培育形成贯穿家居产业链所有环节的供应链，以家居设计为驱动带动供应链，管理超过 1000 家供应商，42 个物流中心，保持长期稳定合作，产品品质及响应速度都得到保障。

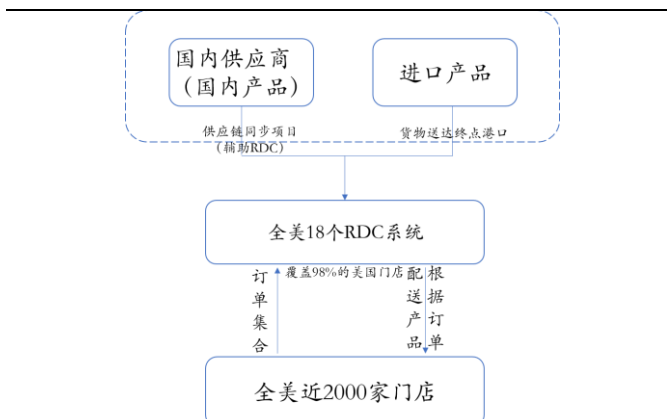
家得宝：公司 2010 年进行配送中心网络重组，集合多门店订单集中配置并部署到单店。后续通过信息系统连接供应商、运输商、RDCs 和门店之间的合作，提高订单交付准确度和速度，提升运营能力。

图 76：宜家成熟的供应链系统



资料来源：公司官网，光大证券研究所

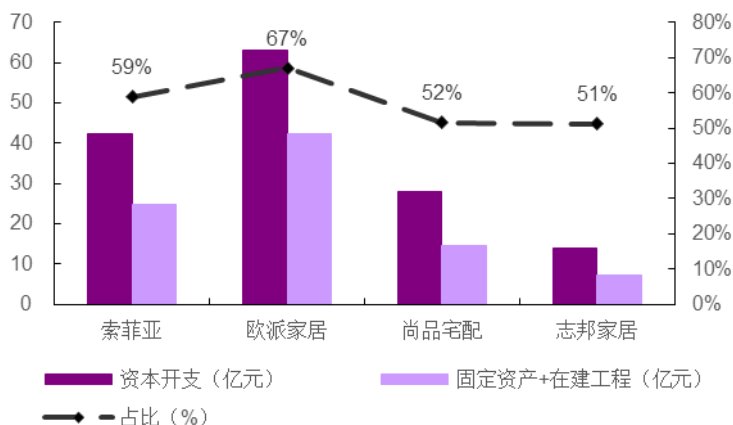
图 77：家得宝 RDC 仓储体系



资料来源：家得宝年报，光大证券研究所

过去家居行业的资本开支多投向产能端，未来我们相信，龙头公司对供应链的资本开支有望逐步加大，构筑新一阶段的核心能力。

图 78：家居公司过去几年资本开支超过 50% 投向产能端



资料来源：Wind，光大证券研究所

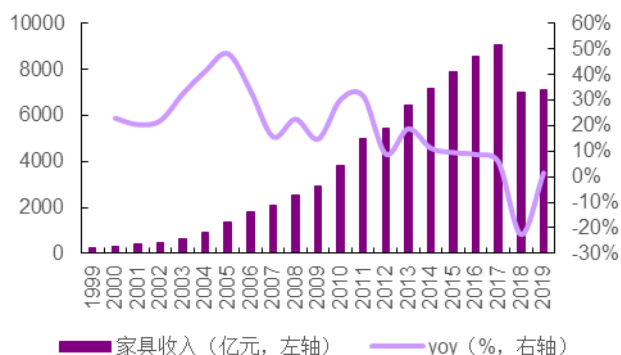
注：时间区间选取 2014-2019 年，欧派家居因 2019 年报未出，时间区间为 2014-2018 年。

5.2.3、零售与运营能力提升的背后是高效的组织能力

作为传统企业，家居行业准入门槛不高，不是组织密集型，也不是资本密集型，而是劳动密集型，因此组织配合战略调整是核心要素。行业步入组织架构调整和渠道变革影响的深水期，简单粗放的商业模式逐步失效。

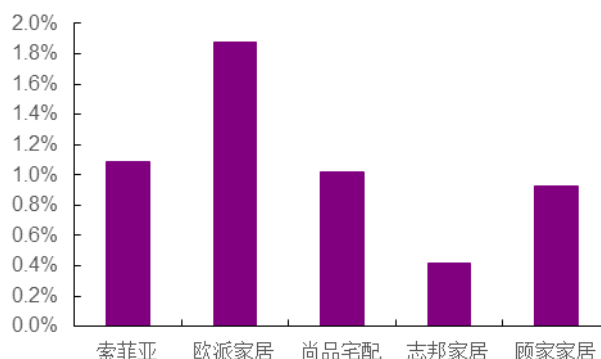
从 2019 年整个行业市占率来看，龙头的市占率都维持在低个位数。大行业、小公司的格局下，市场参与者纷纷发现成长难度日益增大，与上文分析的外界渠道变化、竞争方式变化有关，但是更多的还是与公司内部的管理机制、响应速度及战略组织能力有关，提升运营效率成为家居行业突破原有低效商业模式的必经之路。

图 79：家具制造业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 80：龙头家具公司市占率较低（2019 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：根据各个公司 2019 年业绩快报和预增报告推算

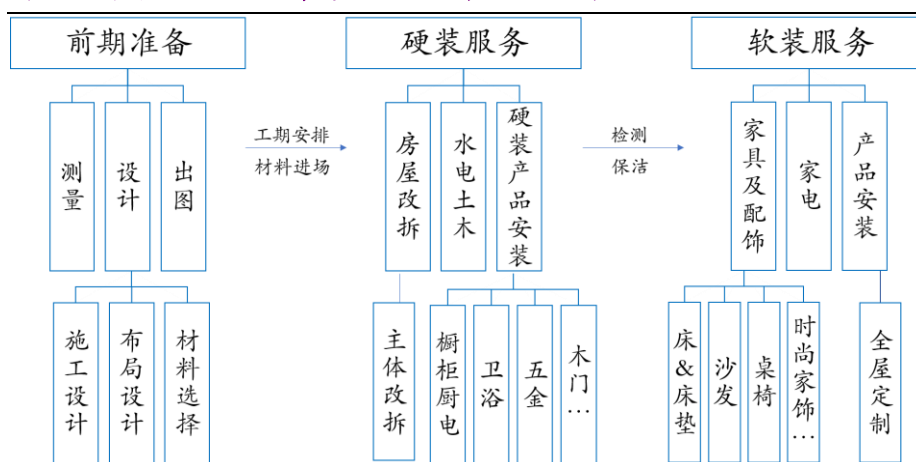
较多公司内部组织架构方面还比较粗放。常见内销公司的组织部门分为生产事业部和销售事业部，每个部门各司其职，用买卖构成组织之间的关系。在行业上行期，组织的简化有利于公司快速反应市场，销售部门自行决策市场开拓方式，生产事业部跟随分一杯羹难度并不大。

但是进入渠道变革期，对组织的挑战在于如何快速应对市场的变化，以及减少部门内部的沟通成本达到高组织效率，同时保持组织的灵活度形成快速调整的组织架构。我们可以看到，在行业剧变中，优秀的公司已经在快速变革。

5.3、家装服务型：解决消费者便捷全屋装修的需求痛点

全品类的整体装修需求仍然是家居消费主流需求，消费者的需求是全品类+设计+装修的一站式购物及服务，涉及 SKU 和环节众多且极度非标。在此背景下，家居产业链壁垒逐步被打破，专卖店渠道被整装（家装）渠道挤占（表现为设计师、家装、整装等多种形式）。

图 81：家装进场全流程，涉及较多的产品及服务



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

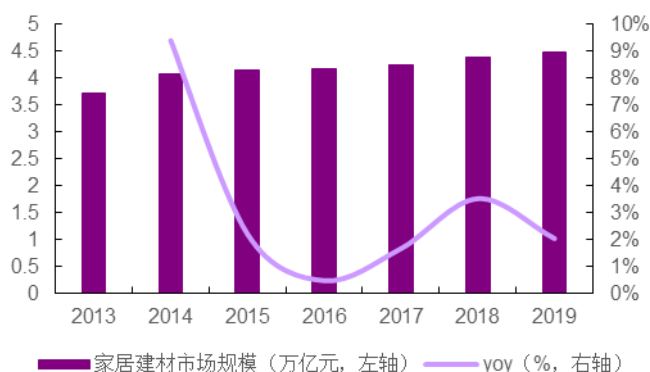
家装行业产业链长，产品极度非标，过去呈现大幅分散的态势。而未来驱动一站式家装服务体验提升的核心因素是：1) 互联网等信息化科技手段的提升，使得从设计软件到供应链管理成熟度提升，赋能家装公司服务消费者，解决了信息不对称与管理难题，实现高效设计及家居场景呈现，以及全品类产品和安装服务的整合。2) 家装产品品牌供给充足，社会化物流效率提升，使得装企可以通过供应链整合各类家装产品，实现消费者的“所见即所得”。

信息化+制造端合作，多品类运营获得极致客单价。家装是低频消费，故而家装公司运营多品类与零售产品类的诉求不同，在于满足消费者所有需要装修的品类及服务，实现高客单价。

家装行业：非标、分散。由于家装型企业引流难度较大，且从服务到产品品类都非标准化，行业仍然呈现较多业态且集中度较低。新的家装业态有望通过信息化、模块化梳理家装品类和服务环节，实现更加标准化的输出。

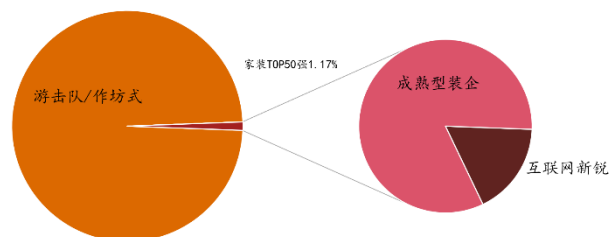
在此背景下，催生了两种公司成长路径：垂直型家装及平台型家装业务。1) 垂直型家装与传统家装没有本质区别，通过施工、安装服务满足消费者需求，只不过在设计软件催化下，公司可以实现全屋设计，一定程度上影响消费者对各个品类的决策；2) 平台型家装主要旨在服务家装公司，包括流量赋能和技术赋能等。

图 82：家居建材市场规模



资料来源：亿欧咨询，光大证券研究所

图 83：家装 TOP50 强 2016 年收入在家居市场占比



资料来源：亿欧咨询，光大证券研究所

6、投资建议

6.1、行业判断及投资机会

家居行业产业链上多个低效率洼地促进原有参与者的优胜劣汰、公司变革以及商业模式创新，同时，也衍生了很多投资机会。驱动这些变化的背后不仅是外部的变化，如消费者的变化以及购物习惯的变迁，更多的也是行业内部的发展困境，销售效率、生产效率及组织管理效率方面过于粗放，在渠道变革大背景下，家居公司遇到了产品和渠道的双重阻力。

- 短期来看，新渠道也酝酿了新的成长机会，我们建议关注布局精装渠道的公司，有望跟随竣工交付集中放量成长，包括老板电器、欧派家居、帝欧家居、志邦家居、华帝股份、索菲亚、江山欧派；同时，软体家居品类受到新渠道分流影响较小，我们看好其原有的成长逻辑及集中度提升逻辑，推荐顾家家居，关注敏华控股。

表 5：家电家居板块受益于精装渠道的公司

		2019 年收入 (亿元)	19 年工程收入 (亿元)	工程收入占 比	19 年工程 收入增速	20 年工程收 入预期增速	工程渠道毛 利率 (2019)	主要大宗客户
定制家具	欧派家居	135.33	21.6	16%	52%	40%+	35%	保利、碧桂园、万科等
	索菲亚	76.9	8	11%	58%	30%+	30%	恒大、保利等，Top 100 客户覆盖 80%
	志邦家居	29.6	6	22%	63%	50%+	42%	万科、碧桂园等，百强地产占比 30%，前 10 大占 60%，前 20 大占 60%
	金牌橱柜	21.3	5	22%	151%	100%+	18%	绿城、中海、新城，
家用建材	江山欧派	20.3	17	83%	78%	60%	34%	恒大、万科、保利，19 年合计占比约 60%
	帝欧家居	55.7	50	90%	40%	-	36%+	碧桂园、万科、恒大、融创、雅居乐、龙湖等
	蒙娜丽莎	38	15.2	40%	28%	50%	36%	恒大、碧桂园、万科、保利、荣盛
厨电	老板电器	77.6	14.0	18%	90%	50%	40%	恒大、碧桂园、万科、融创、中海、保利
	华帝股份	57.3	4.3	7.5%	8%	-	34%	恒大、万科、碧桂园

资料来源：公司年报，光大证券研究所预测

注：20 年工程增速根据公司 19 年客户布局情况预测

➤ 长期来看，我们认为家居面临变革，从生产、供应链、产品销售及安装服务可能会催化多种商业模式，家居公司有望聚焦部分环节建立成长护城河，我们认为主要包括两个方向：零售产品型公司及家装服务型公司。

1. 零售产品型公司适合组织决策力、执行力强的公司，以及在产业发展第一阶段积累了渠道能力及品牌力的公司，主要包括以下两类：

1) 组织力、渠道力优秀的产品制造公司，如顾家家居、欧派家居，关注欧普照明。公司 2019 年皆调整了组织架构，向终端渠道靠拢，提高反馈效率，且在家居行业发展第一阶段实现百亿收入，具有较强的行业影响力，有望调动更多优质供应链资源完善终端零售场景。

2) 具备向高效零售转型的家居建材平台，如美凯龙。家居建材城作为终端重要销售渠道，积累了较多制造商资源，有望通过整合制造商资源建立高效零售能力，打造中国中高端卖场。

2. 家装服务型的公司适合信息化能力较强、消费者服务积淀较好的公司，如尚品宅配。公司坚持“C2B+O2O”的商业模式，运用信息化实现全屋柜式家具的装配，并且从消费者角度出发积累大量房屋类型及消费者装修习惯数据，为公司进军发展装配式家装奠定良好基础。

我们看好家居板块未来集中度提升，给予家居板块“增持”评级。

表 6：重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
603833.SH	欧派家居	106.37	4.42	4.64	5.27	24	23	20	5.0	4.3	3.7	买入	维持
603816.SH	顾家家居	39.86	1.98	2.27	2.69	20	18	15	4.0	3.6	3.2	买入	上调
300616.SZ	尚品宅配	67.55	2.69	2.08	3.00	25	32	23	3.8	3.5	3.1	买入	维持
002572.SZ	索菲亚	18.85	1.18	1.18	1.26	16	16	15	3.1	2.8	2.6	买入	维持
603801.SH	志邦家居	23.00	1.49	1.53	1.86	15	15	12	2.9	2.6	2.3	增持	维持
002798.SZ	帝欧家居	29.00	1.49	1.78	2.48	19	16	12	3.1	2.6	2.2	增持	维持
603208.SH	江山欧派	113.48	3.23	4.15	5.17	35	27	22	5.4	4.5	3.8	买入	维持
002508.SZ	老板电器	31.88	1.68	1.82	2.04	19	18	16	4.4	3.7	3.3	买入	维持
603515.SH	欧普照明	23.87	1.18	1.26	1.45	20	19	16	3.6	3.2	2.8	买入	维持
002035.SZ	华帝股份	11.34	0.85	0.93	1.05	13	12	11	3.1	2.5	2.1	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 04 月 30 日

6.2、重点公司跟踪：顾家家居

6.2.1、组织架构调整后开启新一轮增长

根据短期和长期框架，顾家家居成长确定性都较强，短期渠道变革下，沙发品类受渠道变革影响较小；从建立长期护城河角度，公司的组织架构和战略调整有望支撑公司维持中长期维度增长。

顾家家居 2018 年开始组织架构调整，内部开启零售化改革，2019 年初见成效。公司零售区域中心改革，将组织管理向终端靠近，加强对终端动销的反馈机制，具体体现在：

- **针对市场需求和行业情绪调整营销政策。**2019 年市场销售低迷的时候，公司推出惠尚系列套餐实现销售增长，同时提升市占率。
- **推进生产端至终端信息化能力，逐步实现 C2M 的销售模式。**
- **提高渠道环节效率。**将渠道销售多个环节职能分离，加强经销商管控，同时也提升公司对终端销售的运营能力。

家居行业面临内忧外患的背景下，未来 5-10 年也是整合期。顾家覆盖软体家居全品类，目前也在向定制板式品类拓展，有望通过多品类布局&开店实现收入增长；同时公司近年收购标的形成了公司定位从高到低的价格矩阵，覆盖不同消费者人群。

6.2.2、盈利预测与投资建议

我们看好顾家家居多品类扩张战略，也看好公司灵活的组织架构落实市场扩张策略。公司正在从渠道及生产效率方面构建中长期发展护城河，我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测为 2.27/2.69/3.15 元，当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 18/15/13 倍，我们看好公司通过区域零售中心布局，构建渠道端护城河，上调公司至“买入”评级。

6.2.3、风险提示

地产销售不及预期，市场陷入恶性价战，海外疫情全面加重。

顾家家居业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,172.12	11,093.59	12,236.55	14,650.71	16,764.46
营业收入增长率	37.61%	20.95%	10.30%	19.73%	14.43%
净利润（百万元）	989.36	1,161.16	1,367.21	1,619.82	1,893.62
净利润增长率	20.29%	17.37%	17.74%	18.48%	16.90%
EPS（元）	2.30	1.93	2.27	2.69	3.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.15%	19.66%	20.81%	21.66%	22.36%
P/E	17	21	18	15	13
P/B	3.7	4.1	3.7	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

6.3、重点公司跟踪：欧派家居

6.3.1、多品类，全渠道，产品力，家居行业全能选手

定制家具具有一定装修属性，近年被精装及整装渠道分流，欧派家居通过积极的新渠道布局实现收入&业绩稳健增长，奠定全屋定制板块龙头地位。

- **发力精装与整装渠道，全渠道扩张。**欧派在零售渠道的定制家具龙头地位已经确立，渠道变革下，公司积极布局新渠道，2018-2019 年精装渠道收入是收入增长主要动力。
- **面对市场变化，积极调整组织架构。**2019 年，公司以渠道为部门划分，减少公司内部沟通成本，提高运营效率。
- **家居行业多品类布局旗手。**从品类的角度，欧派近年收入增长最大驱动力为衣柜，从公司接单角度，衣柜已经超过橱柜成为最大品类。公司在布局衣柜的基础上，聚焦全屋多品类战略，加强功能柜体的输出，通过供应链整合成品家具。
- **迎合终端消费者需求，重视产品力。**公司研发费用较多投入在产品研发，通过了解消费者喜好持续推出新品，这也是公司衣柜成功的原因之一。家具行业产品领先周期短，欧派产品推陈出新能力持续领先行业。同时公司通过打造高端-中端-低端全面的产品线，实现更多客群覆盖。

6.3.2、盈利预测与投资建议

我们看好欧派维持行业领先的决策力和执行力，全渠道、全品类发展，同时通过供应链开拓实现全屋消费场景。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测为 4.64/5.27/6.06 元，对应 20-22 年 PE 分别为 23/20/18 倍，成长性稳健，维持“买入”评级。

6.3.3、风险提示

地产销售/竣工不及预期，市场陷入恶性价格战。

欧派家居业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,509.39	13,533.36	14,088.48	16,253.02	18,258.35
营业收入增长率	18.53%	17.59%	4.10%	15.36%	12.34%
净利润（百万元）	1,571.86	1,839.45	1,950.76	2,215.53	2,546.23
净利润增长率	20.90%	17.02%	6.05%	13.57%	14.93%
EPS（元）	3.74	4.38	4.64	5.27	6.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.79%	19.24%	17.65%	17.27%	17.15%
P/E	28	24	23	20	18
P/B	6.0	4.7	4.1	3.5	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

6.4、重点公司跟踪：尚品宅配

6.4.1、信息化能力领先，创新变革选手

尚品宅配在家居产业发展第一阶段，以信息化为推手，实现全屋家具的一站式服务。截至目前，尚品宅配收入主体仍然为全屋定制，增长路径是依靠加盟商开店落地，以更快的速度抢占市场。2019 年实现家居销售 64.7 亿元，同比增长 5%，其中定制家具产品收入 52.7 亿元，同比增长 5%，配套家居收入 12 亿元，同比增长 7.3%。

近年，消费者对家装环节的诉求提升至全品类设计+装修一站式服务，而且家装环节比家具装修更加非标。尚品宅配利用自身的信息化优势，试水家装环节，开始尝试新型的成长模式，包括

- 整装云平台搭建在供应链环节赋能地方小型家装公司。
- 开设自营整装业务。
- 在原有全屋定制门店中推广第二代全屋定制，将产品品类延伸至建材商品，辅助消费者进行一站式采购。

公司的整装业务有望成为下一个增长点。2019 年公司整装云收入 3.46 亿元（含家具销售），同比增长 190%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装实现 2.75 亿元，同比增长 109%。2019 年整装业务增量已经贡献整体收入增量的近 30%，随着公司供应链整合能力及房屋整体信息化设计能力提升，整装业务有望成为下一个收入增长点。

6.4.2、盈利预测与投资建议

我们维持公司 20-22 年 EPS 预测为 2.08/3.00/3.23 元/股。我们对公司整装业务的中长期发展较为看好，维持“买入”评级。

6.4.3、风险提示：

房地产交付不及预期，整装云业务推行困难，全屋定制业务竞争加剧

尚品宅配业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,645.39	7,260.79	7,335.45	7,738.06	8,735.35
营业收入增长率	24.83%	9.26%	1.03%	5.49%	12.89%
净利润（百万元）	477.08	528.40	413.71	595.15	641.07
净利润增长率	25.53%	10.76%	-21.70%	43.86%	7.72%
EPS（元）	2.40	2.66	2.08	3.00	3.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.66%	15.02%	10.85%	13.81%	13.61%
P/E	28	25	32	23	21
P/B	4.4	3.8	3.5	3.1	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

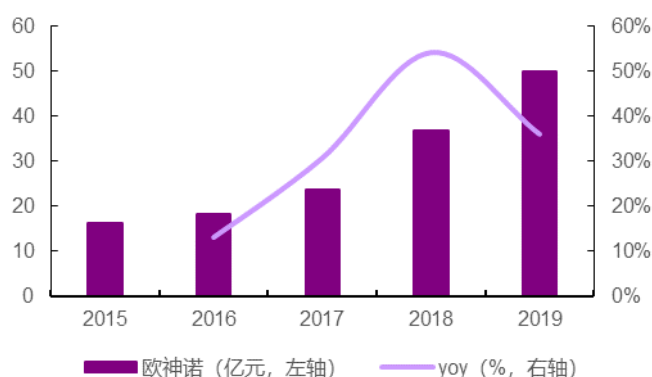
6.5、公司跟踪：帝欧家居

6.5.1、布局精装渠道，先发优势明显

帝欧家居主体包括帝王洁具及欧神诺。帝王洁具主要生产亚克力洁具，以经销商专卖店渠道为主；欧神诺主要生产瓷砖，以工程渠道为主。2017年帝王洁具收购欧神诺以来，公司保持了快速的增长态势，2019年收入55.7亿元，同比增长30%；归母净利润实现5.66亿元，同比增长48.7%。

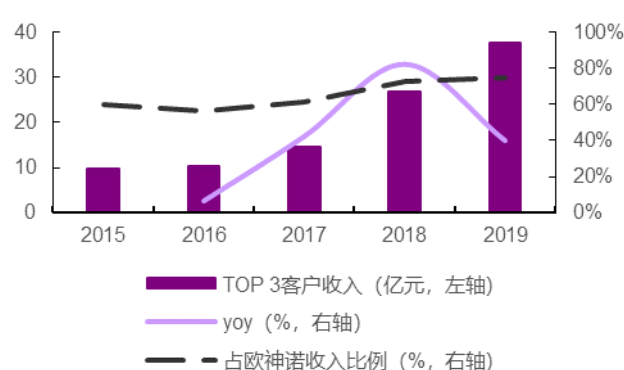
欧神诺的工程业务构成帝欧家居增长的重要来源。欧神诺在工程渠道积累多年，从客户维护、生产交付能力、供应链能力等多方面构成较为明显的先发优势。精装房渗透率近年快速提升，尤其是龙头地产商精装房交付已经达到80%以上的水平，欧神诺通过与碧桂园等龙头地产商的多年合作，增长较快。

图 84：欧神诺近年保持较快的增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

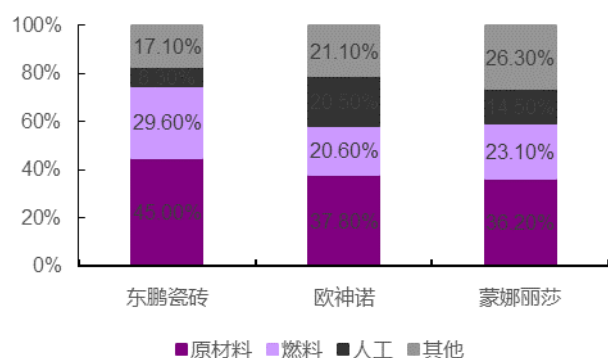
图 85：欧神诺 TOP 3 地产客户收入增长较快



资料来源：公司公告，光大证券研究所

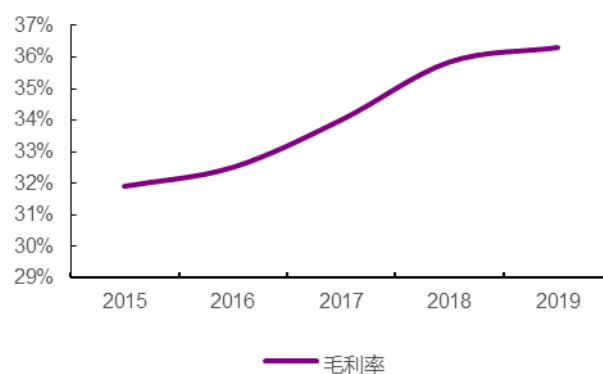
瓷砖是显著受益于工装放量且先发优势明显的品类。一方面，瓷砖成本结构中能源成本占比较高，生产上具有规模效应，工程客户往往大批量下订单，接单量较大的公司成本优势明显，欧神诺目前自有产能占比未到50%，未来也有改善空间；另一方面，公司服务大地产商多年，形成较好的客户粘性，先发优势明显。随着中小地产商开始提高精装修比例，具有工程渠道服务经验的品牌优势也较为明显，同时中小地产商的毛利率相较于老客户更高。

图 86：主要几家瓷砖公司成本结构（2018 年）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 87：欧神诺的毛利率持续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

6.5.2、股权激励+碧桂园战投助力，工程端再发力

公司 2020 年初推出限制性股权激励计划，共计 400 万股，涉及包括中层管理人员及欧神诺的核心技术、业务人员等 166 人，考核基准以 2019 年净利润为基数，未来两年净利润增长率为 20%/40%，绑定中高层利益，有利于团队更加稳健地开展业务。

同时，公司拟通过非公开发行股票的方式以 18.68 元/股引进碧桂园创投（碧桂园控股 100%间接控股）作为战略投资者，合计发行不超过 2677 万股，预计本次发行完毕后，碧桂园创投将持有公司 6.5% 股权。碧桂园作为欧神诺第一大客户，此次非公开发行有利于和大客户进行深度绑定，保证未来订单的稳定性。

并且工程类业务的商业模式导致现金流压力较大，需要持续的产能投入及承受客户回款压力。此次资本市场扩张，有利于维持欧神诺扩张的态势。

6.5.3、盈利预测与投资建议

随着精装房渗透率持续提升，欧神诺凭借生产、交付能力等先发优势以及头部地产商较高的粘性可以实现稳健增长，结合公司股权激励考核基准，我们维持公司 2020-2021 年 EPS 预测为 1.78/2.48 元，新增 2022 年 EPS 预测为 3.28 元，对应 2020-2022 年 PE 估值 16/12/9 倍，维持“增持”评级。

表 7：帝欧家居收入拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4308.3	5570.2	6784.6	9050.2	11482.4
yoy		29%	22%	33%	27%
欧神诺	3678.6	5005.9	6163.8	8336.4	10661.5
yoy		36%	23%	35%	28%
其中：工程渠道	2685.0	3759.0	4698.7	6578.2	8551.7
yoy		40%	25%	40%	30%
其中：零售渠道	993.6	1246.9	1465.1	1758.1	2109.7
yoy		25%	17%	20%	20%
帝王洁具	629.7	564.3	620.8	713.9	820.9
yoy		-10%	10%	15%	15%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

6.5.4、风险提示

房地产销售不及预期，精装房赛道拥挤导致价格战。

帝欧家居业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,308.34	5,570.24	6,784.60	9,050.23	11,482.41
营业收入增长率	707.31%	29.29%	21.80%	33.39%	26.87%
净利润（百万元）	380.64	566.03	686.59	954.51	1,263.11
净利润增长率	598.10%	48.70%	21.30%	39.02%	32.33%
EPS（元）	0.99	1.49	1.78	2.48	3.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.72%	15.51%	15.98%	18.67%	20.22%
P/E	29	19	16	12	9
P/B	3.4	3.1	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日。

7、风险分析

- 盈利波动的风险：行业竞争加剧阶段，企业可能会通过价格调整对小品牌降维打击去抢占市占率，同时面临加强营销费用投放去强化品牌IP。
- 组织架构波动的风险：面对新的渠道布局和市场规划，公司需要一定组织架构调整，短期可能会带来业绩波动
- 收入增长不及预期的风险：市场变革期，公司发展存在一定的路径依赖，原有业务增长遇到瓶颈，新的组织、商业模式都在发展初期，存在中短期收入增长波动，不及预期的风险。

8、附录

8.1、房地产需求及家居品类测算

表 8：国内房地产需求测算

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
人口 (亿人)	13.5	13.5	13.6	13.7	13.7	13.8	13.9	14.0	14.0	14.1	14.1
yoy	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
城镇化率	51%	53%	54%	55%	56%	57%	59%	60%	61%	62%	62%
城镇人口	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7	7.9	8.1	8.3	8.5	8.7	8.8
城镇人均住宅面积 (㎡/人)	32.7	32.9	33.8	34.8	35.7	36.6	36.9	37.3	37.7	38.0	38.3
存量房市场测算 (亿 ㎡)	226	234	247	260	275	290	300	310	320	329	336
新房：住宅销售 (万套)	914	945	1105	1010	1058	1282	1336	1330	1351	1389	1445
其中：现房	206	212	246	228	244	298	288	209	164	131	111
其中：期房	708	733	858	783	814	985	1048	1121	1187	1258	1334
二手房套数		209	235	213	238	277	249	244	218	265	275
翻新比例		0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
翻新房屋 (万套)		111	140	174	205	241	275	304	342	384	422
住宅竣工套数	603	686	873	919	964	1093	1109	1007	1063	1216	1265
当期可装修房屋		1007	1226	1257	1331	1506	1497	1391	1424	1628	1692
其中：精装房		55	75	121	117	155	209	272	330	401	456
精装房比例		8%	9%	13%	12%	14%	19%	27%	31%	33%	36%
当期可装修毛坯房		703	685	665	620	640	550	451	410	404	446
当期可装修二手房			235	213	238	277	249	244	218	262	277
当期翻新房屋			118	125	129	135	139	139	144	148	151

资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算

注：1) 二手房测算以一二线为主；2) 竣工预判根据当年新房和过去 2-3 年竣工，2020 年疫情影响调整；3) 翻新周期按照 8 年推算。

表 9：主要家居产品市场规模及渠道测算（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
橱柜市场规模	936	943	1003	1129	1102	995	1001	1138	1170
精装房分流	34	54	53	70	94	122	148	181	205
整装市场分流					76	97	165	219	293
零售市场规模					932	775	688	739	672
瓷砖（市场规模）	1118	1121	1195	1347	1309	1171	1173	1339	1373
精装房分流	37	60	58	78	104	136	165	201	228
整装市场分流	106	158	227	382	484	521	610	746	809
零售市场规模	974	903	910	888	721	514	398	392	337
定制衣柜（市场规模）	737.7	1229.8	1375.3	1646.1	1841.9	1762.8	1778.8	1894.0	2037.8
精装房比例	3%	7%	6%	8%	13%	21%	24%	27%	28%
精装房分流	10	27	20	28	40	57	62	70	85
整装市场分流：衣柜					92	131	235	318	455
整装市场分流：其他柜体					79	108	181	235	337
整装市场全屋柜					170	239	415	553	792
零售市场规模					1631	1466	1302	1271	1161
沙发（市场规模）	1135.9	1142.1	1152.3	1094.4	1085.6	1055.9	965.7	1054.0	1054.1

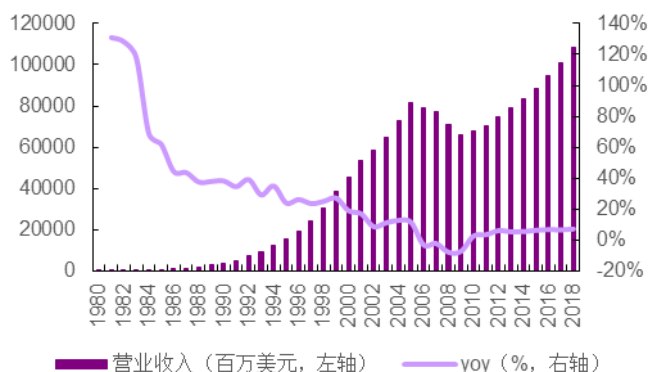
资料来源：光大证券研究所测算

注：数据根据图 9 房地产需求结构测算

8.2、家得宝数据一览

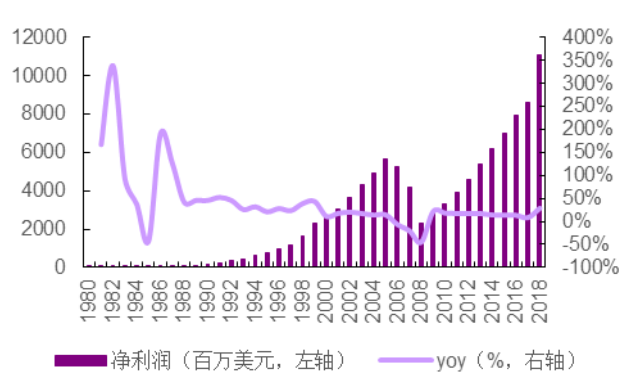
家得宝（Home Depot）成立之后收入/利润实现快速增长，其中 1990s 收入进入快速增长阶段，2008 年之后利润进入快速增长阶段（剔除行业发展早期基数较低，爆发增长阶段）。

图 88：家得宝收入 90 年代进入快速增长



资料来源：公司年报，光大证券研究所

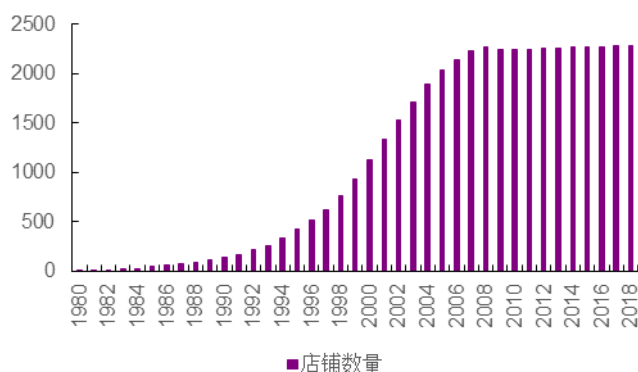
图 89：家得宝净利润及 yoy



资料来源：公司年报，光大证券研究所

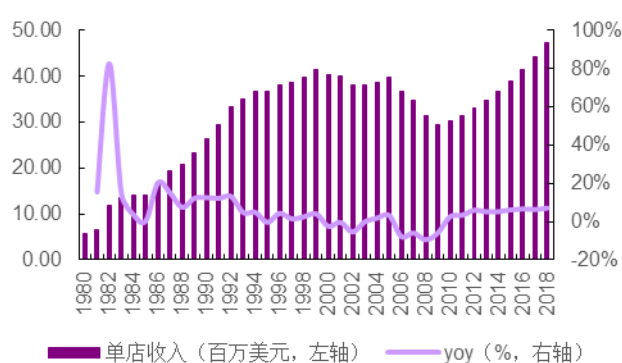
收入端：1980 年至 2018 年，收入翻了 4848 倍，其中店铺数量增长 572 倍，单店收入增长 8.5 倍，说明扩张依赖于全国渠道布局能力以及布局速度。

图 90：家得宝 1990s 快速开店期



资料来源：公司年报，光大证券研究所

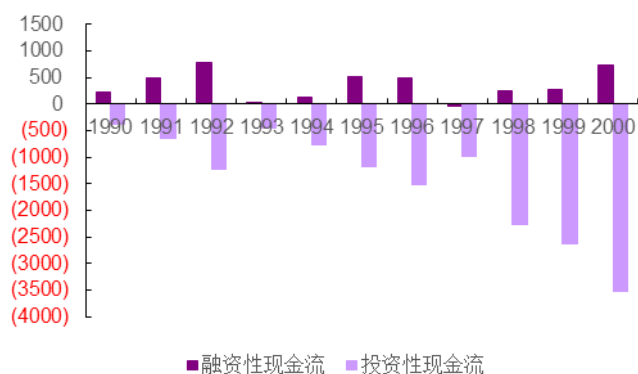
图 91：家得宝单店收入近年恢复增长



资料来源：公司年报，光大证券研究所

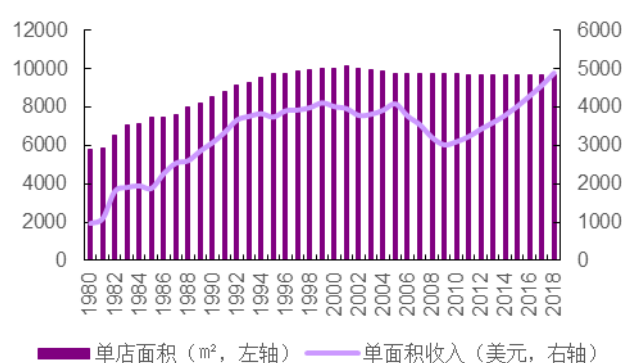
渠道布局：集中局部区域加密，再向全国区域扩张以及借助资本市场的力量扩张。**单店布局：**拓宽 SKU 管理边界，实现坪效提升，门店模型较成熟，拉动不明显。

图 92：家得宝 90s 积极融资谋求扩张（单位：百万美元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

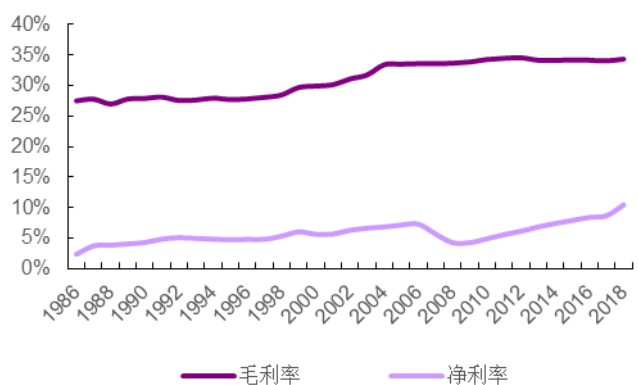
图 93：家得宝单店面积与坪效



资料来源：公司年报，光大证券研究所

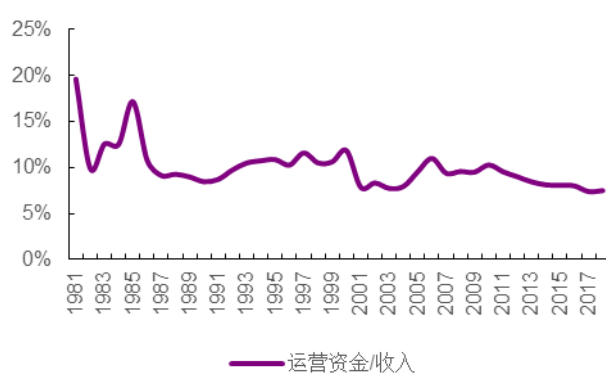
优化供应链，提升盈利能力及运营能力。

图 94：毛利率&净利率持续提升



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 95：运营资金占比降低，运营周转改善

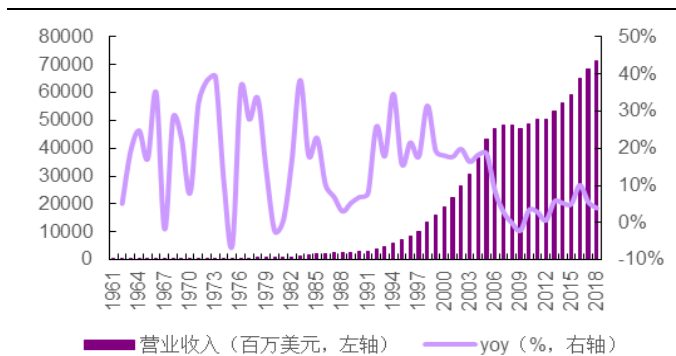


资料来源：公司年报，光大证券研究所

8.3、劳氏数据一览

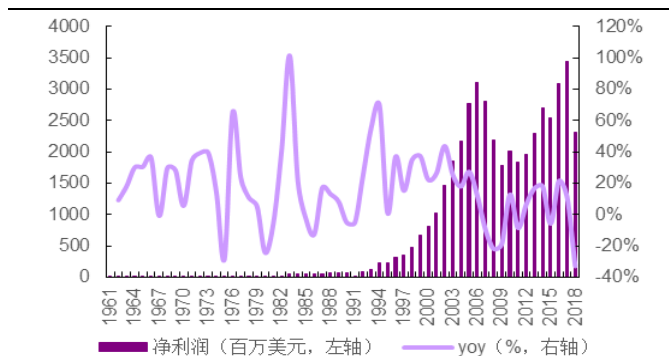
劳氏 (Lowe's) 从 1960 年代到 2018 年实现收入/利润的快速增长, 由于公司发展较早, 和家得宝在扩张战略、店铺形态、产品等方面都存在一定的差异。收入增长也呈现阶段性上涨的态势, 增速上波动较大。

图 96: 劳氏收入阶段性上涨



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 97: 劳氏净利润增长集中于 90 和 00 年代

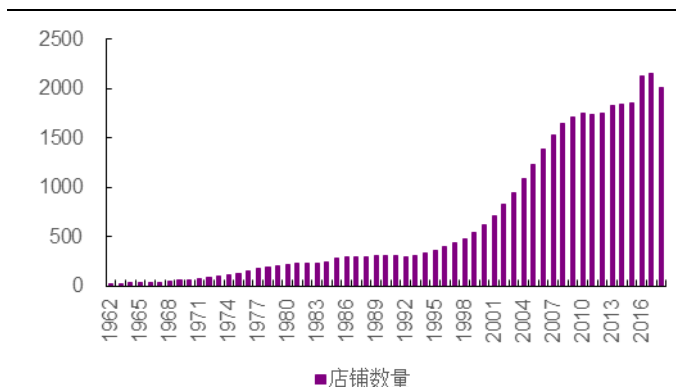


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

注: 公司 1991 年净利润大幅下滑, 本图做了前后三年的平滑处理, 1991 年大幅下滑与房地产大幅下滑、公司扩张费用投放有关

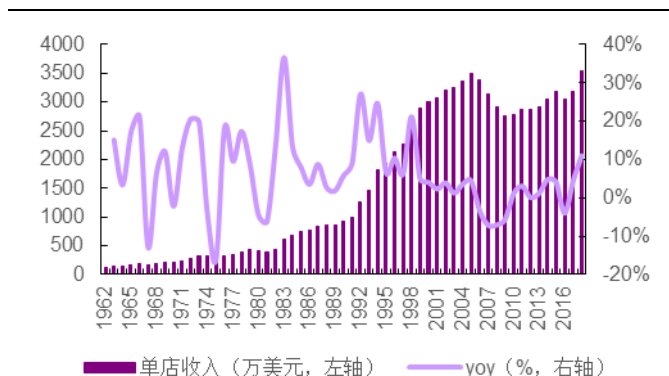
收入结构: 与家得宝不同的是, 单店收入增长促进了劳氏的收入增长, 这与劳氏发展较早, 店铺面积扩张有关。

图 98: 劳氏店铺数量温和扩张



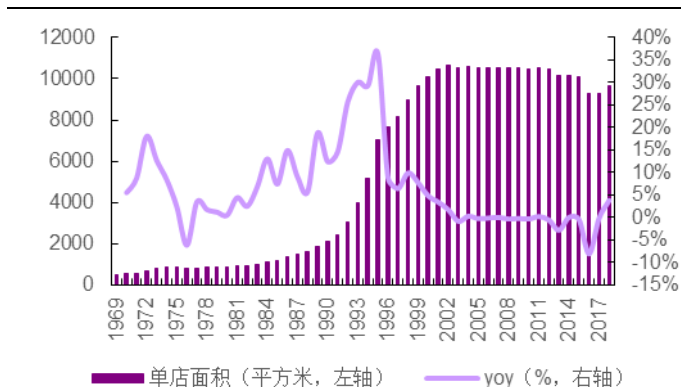
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 99: 劳氏单店收入温和上涨



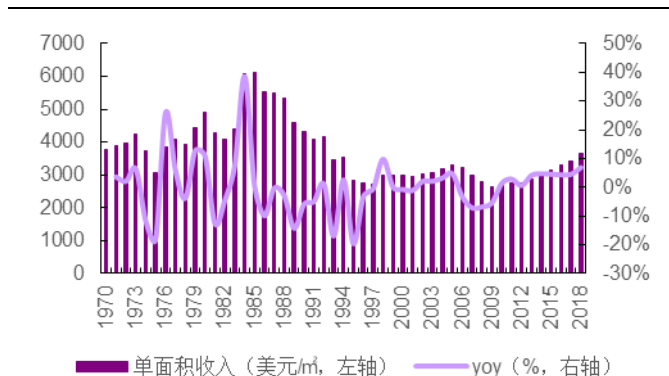
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 100: 劳氏店铺面积扩张 50 年扩张约 20 倍



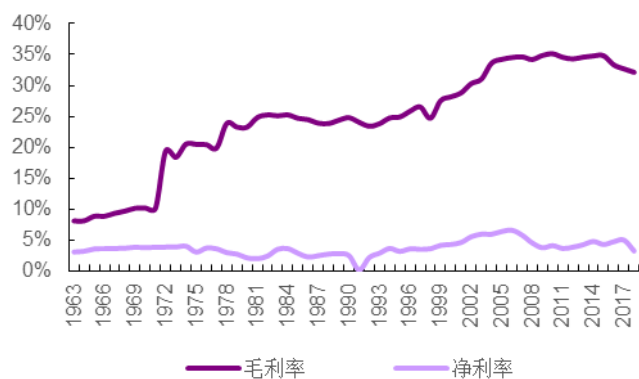
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 101: 劳氏坪效



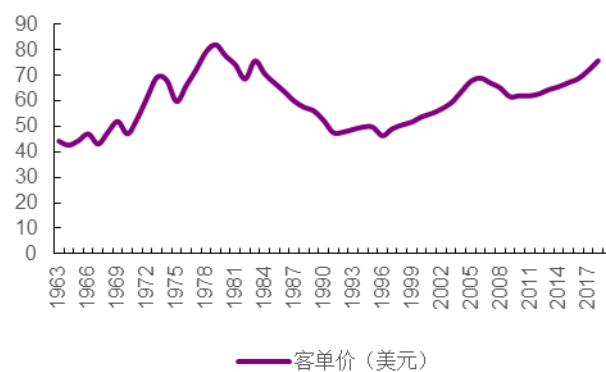
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 102：劳氏毛利率持续改善



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 103：劳氏客单价



资料来源：公司公告，光大证券研究所

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼