

# 欧派家居（603833）系列报告之一： 流量入口变化中，不断破局前行的家居龙头

2021年4月21日

推荐/首次

欧派家居 | 公司报告

## 报告摘要：

**欧派家居：不断破局的多品类、全渠道家居龙头。**欧派起家于橱柜业务，逐渐发展为覆盖橱柜、衣柜、卫浴、木门多品类的定制家居龙头。公司收入和净利润表现优异，一定程度摆脱周期体现出良好的成长性。结合行业发展趋势，我们认为欧派未来将继续在品类拓展和渠道创新方面，培育公司的新的增长点，且两者呈现相互促进之势。

**渠道的多元化成为定制家居行业的发展主题。**以服务地产客户为主的工程渠道由于精装房普及而快速发展，零售市场方面整装渠道则正在夺取传统零售渠道的流量。渠道的多元化涉及产业链上价值在地产企业、家装企业、家具企业之间的再分配，影响着定制家居行业未来的形态。

- **精装房渗透率提升，拉动定制家居工程渠道，龙头家具公司更易发挥规模效应。**从欧美经验来看，未来我国精装房渗透率有望达到80%，取代毛坯房成为住宅主流交付形式。产业特性决定定制家居B端市场集中度将高于C端。目前工程渠道处于快速发展期，未来工程业务占比提升后，龙头家具企业成本优势更为显现，盈利能力将有所抬升。
- **整装模式因消费者习惯而起，龙头家具布局整装渠道把握客流，赋能模式前景可期。**部分家具公司通过赋能家装公司、发展整装公司经销商、或转型家装等方式，布局整装渠道。其目的是自主掌握整装流量入口，向整装市场全方面导入自身产品。我们认为：1) 全品类且自产比例高的企业，更易做产品赋能。2) 前瞻性布局抢占了优质家装公司资源的公司，将持有有先发优势。
- **零售市场仍是定制家居企业之基石，长期规模受到翻新装修需求支撑。**在该渠道，渠道薄弱、盈利能力差的中小企业终究会退出市场，头部企业市场份额有望逐渐提升。因此，面对竞争依然激烈的零售市场，家具企业应积极应对竞争、维护经销商利益、巩固品牌形象。我们认为，掌握优质经销商资源，经销商管理制度（包括利益分配机制等）能够与时俱进的企业，将持续在零售端加强优势。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509.3	13,533.3	15,119.5	17,932.6	20,768.2
增长率(%)	18.53%	17.59%	11.72%	18.61%	15.81%
净利润(百万元)	1,571.86	1,839.45	2,108.08	2,605.83	3,071.56
增长率(%)	20.90%	17.02%	14.60%	23.61%	17.87%
净资产收益率(%)	20.79%	19.24%	18.84%	19.16%	18.67%
每股收益(元)	3.77	4.42	3.50	4.33	5.10
PE	41.14	35.09	44.31	35.85	30.41

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

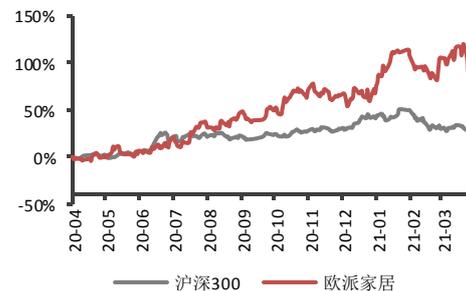
公司创立于1992年，是国内最早涉足家用纺织品行业集研发、设计、生产、销售于一体的龙头企业。公司采用多品牌运作策略，具有较强的品牌知名度和美誉度。罗莱主品牌保持多年连续行业第一的地位，其他子品牌市场定位清晰，满足消费者多元化个性需求和对高品质生活方式的追求。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间(人民币)	8.37-12.80
总市值(亿元)	933.68
流通市值(亿元)	933.68
总股本/流通A股(万股)	60233/60233
流通H股(万股)	
52周日均换手率	0.38

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

## 研究助理：常子杰

010-66554067 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070055

**疫情后行业马太效应和复苏效应进行时。**疫情中欧派家居显龙头本色，保持扩张步伐，迎接家具消费修复与竣工回暖周期。家具消费具有较强刚性，随着疫情逐渐得到控制，家具消费整体呈现回暖趋势。疫情对中小企业冲击较大，而头部企业应对积极、经营稳健，市场份额仍在不断提高。

**盈利预测及投资建议：**我们看好在家具行业流量入口变化中，公司各个渠道领先布局，获得更高市场份额的能力。预计公司2020-2022年实现营业收入151.20、179.33、207.68亿元，归母净利润分别为21.08、26.06、30.72亿元，对应EPS分别为每股3.50、4.33、5.10元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**1、宏观经济压力或疫情反复使得行业承压；2、公司品牌培育发展受阻；3、公司管理层出现重大变化

单击此处输入文字。

## 目录

<b>1. 欧派家居：不断破局的家居龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 依靠橱柜发展起来的定制类规模龙头 .....	5
1.2 业绩增长稳健，品类渠道拓展顺利 .....	5
1.3 未来发展趋势，品类与渠道相辅相成向“一统全屋”进发 .....	6
<b>2. 渠道变量：短中期精装房是抓手，长期探索整装是方向</b> .....	<b>7</b>
2.1 工程渠道：头部企业仍具竞争力，利润率与回款可控 .....	9
2.1.1 精装房渗透率不断提升，头部定制家居企业面对 B 端市场仍具竞争力 .....	9
2.1.2 长期看，大宗业务利润率与回款风险可控 .....	11
2.2 整装渠道：龙头自建整装渠道把握客流，赋能模式前景可期 .....	12
2.2.1 消费者习惯变化与家装行业痛点推动整装模式发展 .....	12
2.2.2 定制家居公司面临渠道分流，探索布局整装渠道 .....	13
2.2.3 定制家居企业赋能模式有望缔造整装行业龙头 .....	14
<b>3. 传统渠道：变革路途中的基本盘，多方面持续巩固</b> .....	<b>15</b>
3.1 经销渠道是巩固品牌形象和公司发展其他渠道业务的基石 .....	15
3.2 优质经销商资源和与时俱进的经销管理，是巩固经销渠道之本 .....	16
<b>4. 疫情中保持扩张步伐，迎接家具消费修复与竣工回暖周期</b> .....	<b>17</b>
<b>5. 公司评级与风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 插图目录

<b>图 1：欧派家居发展历程</b> .....	<b>5</b>
<b>图 2：公司营收规模持续上行</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3：公司归母净利润快速增长</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4：多品类发展，橱柜营收占比相对下行</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5：大宗业务占比显著增长</b> .....	<b>6</b>
<b>图 6：欧派家居公司发展路径示意</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7：定制家居渠道结构演变示意图（面积代表市场或渠道规模）</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8：我国住宅销售面积增速与城镇化率增速</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9：我国住宅销售面积增速与人口增速</b> .....	<b>8</b>
<b>图 10：我国精装房渗透率情况</b> .....	<b>9</b>
<b>图 11：我国与北美、欧洲、日本的精装房渗透率对比</b> .....	<b>9</b>
<b>图 12：地产企业对供应商的主要关注因素</b> .....	<b>10</b>
<b>图 13：2019 年主要家具公司零售与大宗业务收入（亿元）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 14：主要家具公司大宗业务增速</b> .....	<b>11</b>
<b>图 15：主要定制家居企业大宗与零售业务毛利率对比</b> .....	<b>11</b>

图 16: 主要定制家居企业应收账款周转天数 .....	11
图 17: 整装套餐内容示例 .....	12
图 18: 整装套餐报价示例 .....	12
图 19: 整装套餐标配品牌示例 .....	12
图 20: 多家定制家居公司探索自建整装渠道 .....	14
图 21: 尚品宅配 HOMKOO 整装云赋能模式 .....	15
图 22: 整装供应链平台至爱智家服务模式 .....	15
图 23: 欧派整装大家居接单情况（亿元） .....	15
图 24: 尚品宅配 HOMKOO 整装云全口径收入情况（亿元） .....	15
图 25: 欧派家居分品类收入增速 .....	16
图 26: 主要定制家居公司收入增速按品类拆分 .....	16
图 27: 2019 年主要家具企业橱柜衣柜门店数量 .....	16
图 28: 2019 年主要家具企业分区域收入情况（亿元） .....	16
图 29: 欧派部分直播促销活动 .....	17
图 30: 家具类商品零售类值相比 2019 年同期增长情况 .....	17
图 31: 规上家具制造业营业收入累计同比增长情况 .....	17
图 32: 主要定制家居企业单季度收入增速 .....	18
图 33: 主要定制家居企业净开店数量 .....	18
图 34: 住宅新开工面积与竣工面积累计增速情况 .....	18

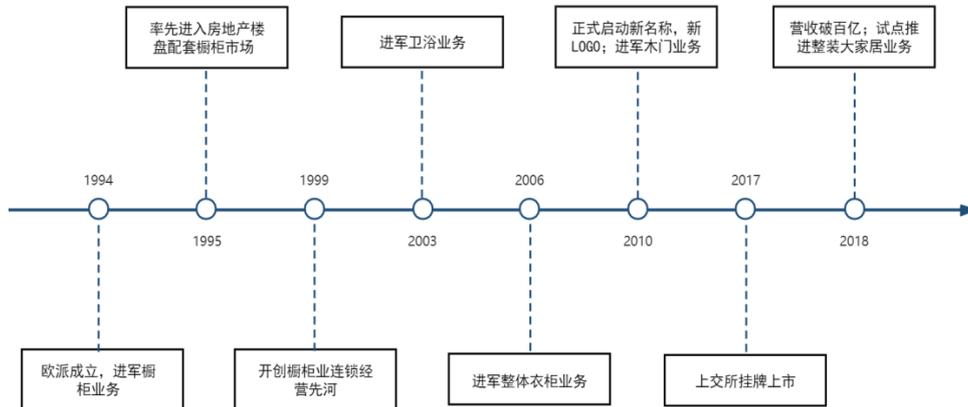
**报告亮点：**近年来，工程渠道快速发展，整装渠道逐步兴起，定制家具的渠道布局逐渐由单一经销走向多元化。作为当前定制家居行业的龙头，欧派家居是否能够把握住此次渠道端的变革，继续保持增长？本篇报告作为系列报告第一篇，着重分析当前工程、整装、传统经销三大渠道的发展趋势。在第二篇报告中，我们将重点分析欧派家居在渠道变革中的竞争力。

## 1. 欧派家居：不断破局的家居龙头

### 1.1 依靠橱柜发展起来的定制类规模龙头

欧派成立于 1994 年，本部位于广州，主要从事定制化整体家居产品的设计、研发、生产、销售和安装服务，于 2017 年正式登陆上交所挂牌上市。最初起家于橱柜业务，逐渐发展为覆盖橱柜、衣柜、卫浴、木门多品类的定制家居龙头。公司于 2018 年营收破百亿，至今仍是 A 股唯一一家破百亿的家居企业。

图 1：欧派家居发展历程



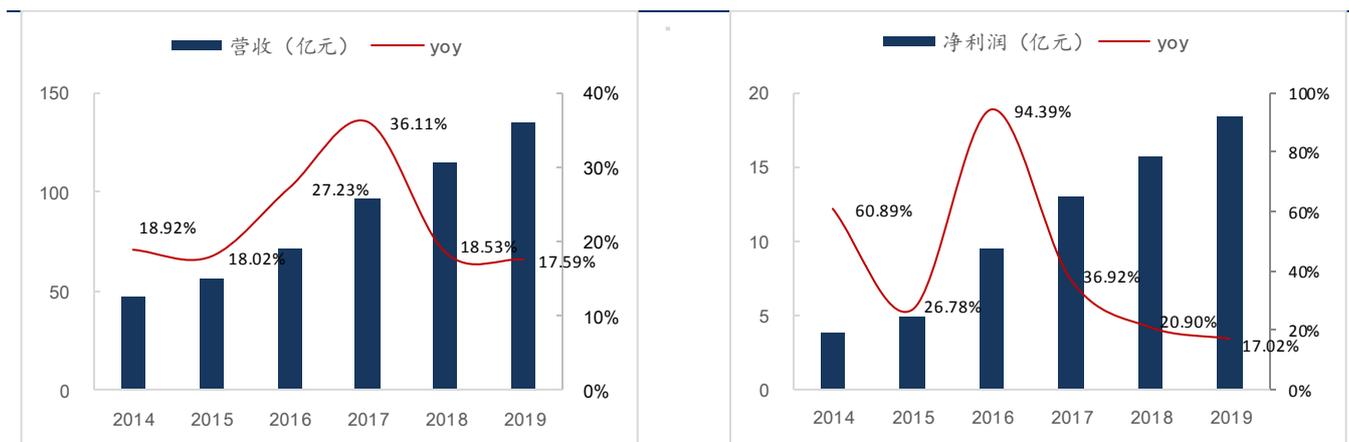
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 1.2 业绩增长稳健，品类渠道拓展顺利

公司收入和净利润表现优异，一定程度摆脱周期体现出良好的成长性。公司近 5 年营业收入逐步提高，CAGR5 达到 23.29%，到 2019 年达到 135.33 亿元。净利润方面，5 年复合增速快于收入端，CAGR 达到 36.72%，其中 2019 年利润规模为 18.39 亿元。公司在 2015 年以前开拓衣柜市场，之后随着衣柜业务的快速增长以及毛利率的上调，利润开始快速释放，因此利润复合增速高于营收。

图 2：公司营收规模持续上行

图 3：公司归母净利润快速增长



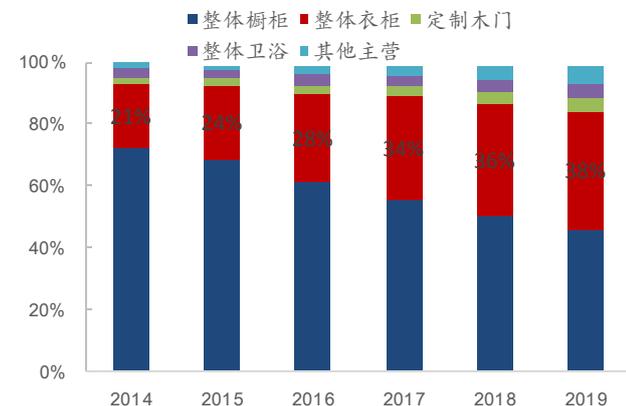
资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

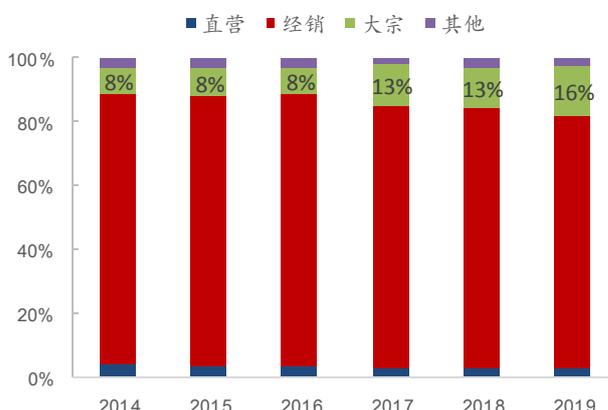
**多品类多渠道发展，公司破局前行。**分品类看，2019 年公司橱柜、衣柜、木门、卫浴、其他主营的营收占比分别为 46%、38%、4%、5%、6%。其中衣柜业务近年来发展迅速，已成为公司第二大品类。公司橱柜业务规模同业第一，衣柜业务规模同业第二，仅低于索菲亚。渠道方面，公司采用以经销专卖店为主，以大宗、直营和出口为辅的复合销售模式。2019 年公司直营、经销、大宗、其他的营收占比分别为 3%、79%、16%、2%，近年来大宗业务增长最快，业务规模已达到同业第一。

图 4：多品类发展，橱柜营收占比相对下行

图 5：大宗业务占比显著增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

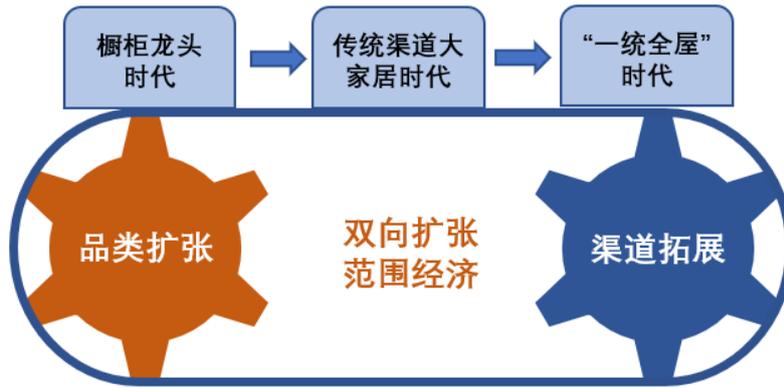
### 1.3 未来发展趋势，品类与渠道相辅相成向“一统全屋”进发

结合行业发展趋势，和消费者对品类的集成需求，我们认为欧派未来将继续在品类拓展和渠道创新方面，培育公司的新的增长点，且两者呈现相互促进之势。

**从渠道来看：**精装房渗透率的提升在未来几年仍是趋势。欧派家居大宗业务占比仍低，客户结构仍未成型；公司有望依靠产品力和成本控制能力，继续扩大市场份额，并提高利润留存率。长期看，存量房市场将压过新房市场成为更大的市场。家装渠道流量有望超过传统的经销渠道，欧派家居在家装渠道积极探索新模式，在经销渠道不断强化优势，有望在存量房装修市场获得更高份额。

**从品类来看：**公司在橱柜品类拥有绝对优势，在衣柜领域依靠渠道协同打开市场，同时橱衣联动为公司在新渠道采用新模式提供了产品基础。未来公司在衣柜（包括其他定制归类）、卫浴类产品仍然有较大市场。

图 6：欧派家居公司发展路径示意

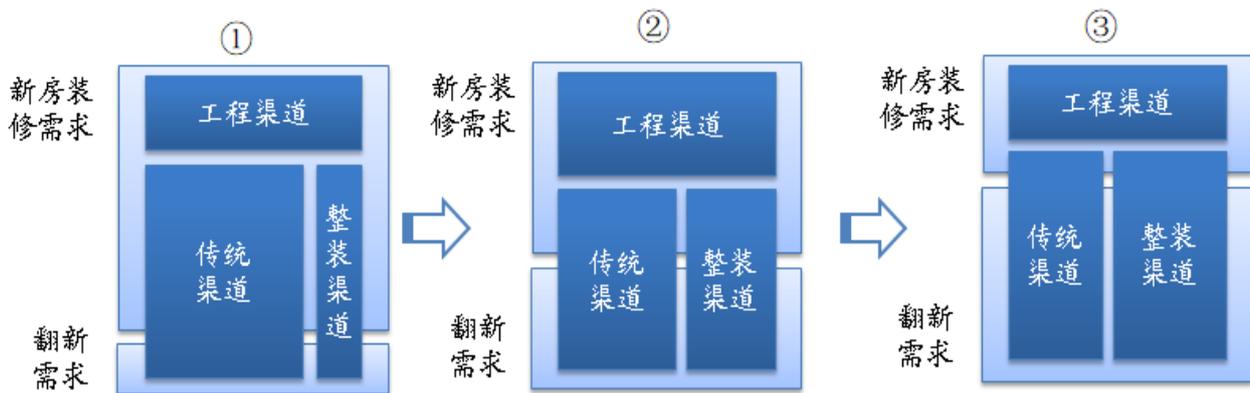


资料来源：东兴证券研究所整理

## 2. 渠道变量：短中期精装房是抓手，长期探索整装是方向

在精装房渗透率提升、整装模式兴起的背景下，渠道的多元化成为定制家居行业的发展主题。以服务地产客户为主的工程渠道由于精装房普及而快速发展，零售市场方面整装渠道则正在夺取传统零售渠道的流量。相比于品类多元化过程中家具行业内部的整合，渠道的多元化涉及产业链上价值在地产企业、家装企业、家具企业之间的再分配，影响着定制家居行业未来的形态。

图 7：定制家居渠道结构演变示意图（面积代表市场或渠道规模）



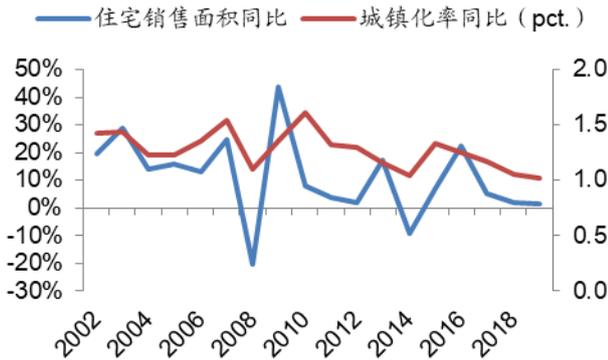
资料来源：东兴证券研究所整理

注：①到②是3-5年的中期维度；①到③是8-10年的长期维度。

工程渠道与整装渠道或将成为定制家居企业的主渠道。精装房渗透率有望对标海外达到80%左右的水平，新房装修对定制家具的需求将主要通过工程渠道满足。对于毛坯房装修和翻新装修（二手房或存量房装修），消费者始终有着对于一站式装修便利性的诉求；如果整装模式逐渐走向成熟，这些装修需求将主要通过整装

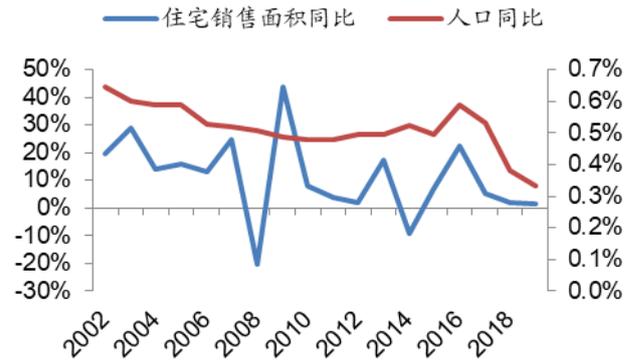
渠道满足，而目前的传统零售渠道将明显萎缩。考虑到城市化水平与人口增长速度，住宅数量增速或将逐渐降低，新房装修需求占比逐渐下降，翻新需求占比逐渐提升。定制家居行业将会形成整装渠道为主，工程渠道为辅的渠道结构。能否在这两个渠道立足，决定着定制家居企业的寿命几何。

图 8：我国住宅销售面积增速与城镇化率增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 9：我国住宅销售面积增速与人口增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

定制家居企业需要持续巩固传统渠道，作为自己的发展基石。当前翻新装修需求仍未集中释放，新房装修占比仍然较高；而精装房渗透率有待提升，整装模式更是需要时间来完成消费者教育与试错。但是，在走向行业格局长期终点的过程中，传统渠道将在较长时期仍是定制家居企业的基本盘，是公司树立品牌形象的主渠道，也是推行其他渠道的基石。且在传统渠道里，家具企业在品类拓展等方面仍大有可为。

定制家居企业能否顺利完成渠道转型，需要兼顾传统渠道与新兴渠道的发展。目前工程市场的快速增长已经吸引了众多定制家居企业参与，整装行业亦有家装企业和其他行业的众多竞争者布局，争相占据先发优势。

表 1：新房装修与翻新装修需求测算（万套）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
需装修住宅数	1954	2011	2092	2155	2220	2279	2330	2379	2428	2466	2494	2518	2535
yoy		2.9%	4.0%	3.0%	3.0%	2.7%	2.2%	2.1%	2.1%	1.6%	1.1%	1.0%	0.7%
新住宅销售套数	1407	1430	1475	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478
yoy		1.6%	3.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二手房翻新套数	215	213	210	222	236	251	266	281	296	310	325	340	355
二手房交易套数	430	426	420	443	473	503	532	562	591	621	650	680	709
二手房/新住宅	31%	30%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%
二手房翻新率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
老房翻新套数	332	368	407	455	505	550	586	620	654	678	691	700	702
达到翻新年限住宅	3322	3682	4070	4551	5052	5499	5861	6198	6543	6780	6909	6999	7023
老房翻新率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

注：①住宅销售套数根据住宅销售面积/平均单套面积 105 平方米测算；②待翻新住宅套数取前推 10-20 年期间的住宅竣工套数

表 2：定制家居不同渠道对应的需装修住宅数测算（万套）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
大宗渠道对应住宅	443	473	532	591	650	709	769	828	887	946	1005
yoy		6.9%	12.5%	11.1%	10.0%	9.1%	8.3%	7.7%	7.1%	6.7%	6.3%
新住宅销售套数	1475	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478	1478
精装房渗透率	30%	32%	36%	40%	44%	48%	52%	56%	60%	64%	68%
整装渠道对应住宅	16	50	84	135	168	250	332	410	482	550	612
yoy		205.9%	67.2%	60.0%	24.4%	49.0%	32.5%	23.4%	17.7%	14.1%	11.2%
非精装房及翻新房	1650	1682	1688	1688	1680	1669	1659	1639	1607	1572	1530
整装模式渗透率	1%	3%	5%	8%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
传统渠道对应住宅	1633	1631	1603	1553	1512	1419	1327	1229	1125	1022	918
yoy		-0.1%	-1.7%	-3.1%	-2.6%	-6.2%	-6.4%	-7.4%	-8.5%	-9.2%	-10.2%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

## 2.1 工程渠道：头部企业仍具竞争力，利润率与回款可控

### 2.1.1 精装房渗透率不断提升，头部定制家居企业面对 B 端市场仍具竞争力

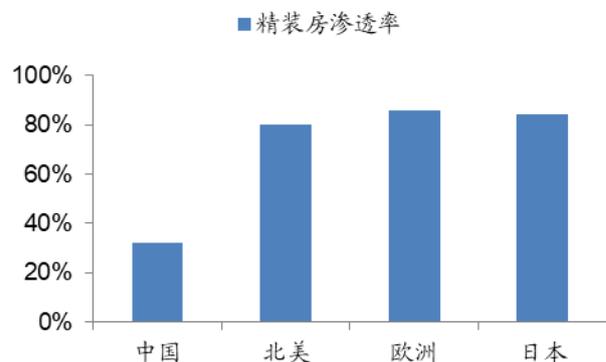
精装房渗透率提升，拉动定制家居工程渠道需求。受到《建筑业发展“十三五”规划》及各地相关政策的鼓励，以及地产企业自身利益的需求，精装房渗透率近年来不断提升，2020 年已超过 30%。从欧美经验来看，未来我国精装房渗透率有望达到 80%，取代毛坯房成为住宅主流交付形式。

图 10：我国精装房渗透率情况



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图 11：我国与北美、欧洲、日本的精装房渗透率对比



资料来源：金牌转债 2020 年跟踪评级报告，东兴证券研究所

在精装房项目中，配套的定制家具通常由地产企业集中采购。随着精装房渗透率的提升，地产企业的采购规模也迅速增长，取代了相当比例的居民购买需求。因此近年来，定制家居企业纷纷发力工程渠道建设，积极争取地产客户订单。

产业特性决定定制家居龙头在 B 端市场仍具备较强竞争力。相比于 C 端尾部较长的竞争格局，工程渠道的竞争者数量更少，地产企业合格供应商名单中厂商数量有限。这主要是由于 B 端与 C 端的竞争因素差异，以及地产企业的供应商政策所致。

表3：万科 2020 年橱柜合格供应商

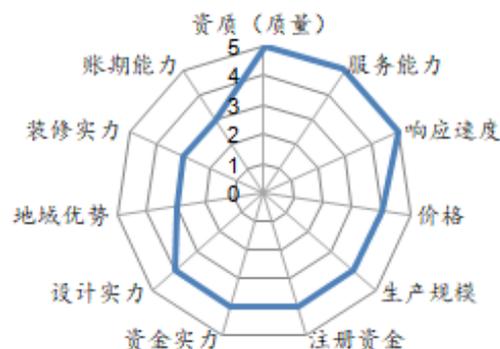
品类	分级	供应商名称	分级	供应商名称
橱柜	A 级	东莞厨博士家居有限公司	合格	华威家居集团股份有限公司
		宁波柏厨集成厨房有限公司		江苏赫斯帝橱柜有限公司
		欧派家居集团股份有限公司		骊住(中国)投资有限公司
		上海淙柏贸易有限公司		美睿(中国)家居有限公司
		深圳市中意智能家居有限公司		南京威乃达家具有限公司
	B 级	广州诗尼曼家居股份有限公司	上海柏格仕厨卫有限公司	
		江山花木匠家居有限公司	深圳市艾力威尔新材料技术有限公司	
		青岛有屋科技有限公司	深圳市优舍住产科技有限公司	
		山东泰森日盛家居科技有限公司	索菲亚建筑装饰有限公司	
		沈阳万森木业有限公司	志邦家居股份有限公司	
	合格	北京汉森家居产品有限公司	青岛裕丰汉唐木业有限公司	
		大诚世纪家居(北京)有限公司	和邦盛世家居股份有限公司	
		东莞市大自然家居有限公司	新进	上海赫曼德家居科技股份有限公司

资料来源：万科周刊，东兴证券研究所

相比居民消费者会受到品牌营销、门店导购和个性化设计等因素影响，地产企业的采购决策基于对供应商更全面、更透明的考察，往往只有头部厂商有资格成为合格供应商——地产企业对供应商的产品质量要求更为严格，品牌形象则需要与自身产品匹配；从经营效率提升的角度出发，地产企业关注供应商及时交付、多项目管理、工程服务等能力；在同等条件下，地产企业可以挑选成本控制能力更强的厂商，以更优的价格进行集中采购。

而从长期来看，地产企业倾向于与稳定的数家供应商合作，推动供应商规模化生产以降低成本，以及不断改进生产与管理，从而优化地产企业上下游供应链。

图 12：地产企业对供应商的主要关注因素



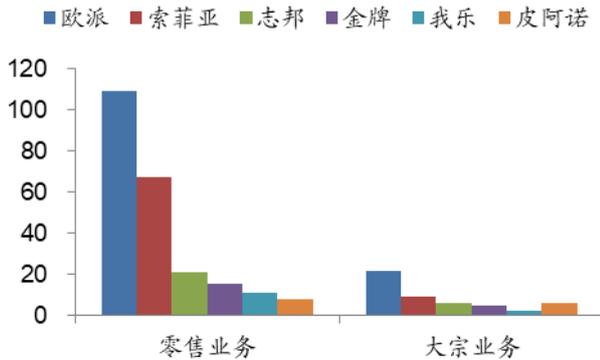
资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

传统头部定制家居企业仍将在工程渠道脱颖而出。中小厂商由于产品质量、生产交付能力等不达标，被排除在合格供应商名单之外。腰部厂商或有资格成为合格供应商，但进一步扩张面临资金压力；如果头部厂商及

时跟进布局工程渠道，腰部厂商还将面临 B 端市场竞争加剧的压力。

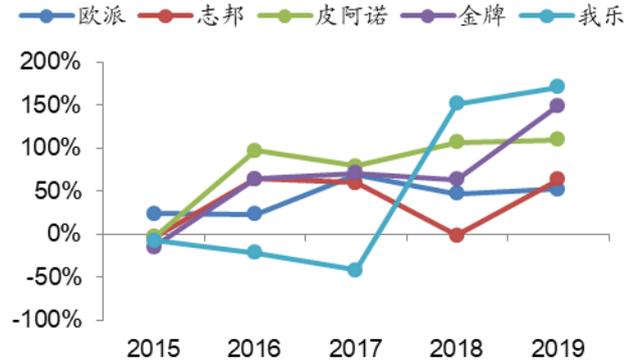
长期来看，头部厂商在制造实力、资金规模等方面更胜一筹，有望在 B 端市场延续行业领先地位；C 端的渠道优势在 B 端不再明显，二线企业与龙头企业在 B 端市场的份额差距或将小于 C 端。

图 13：2019 年主要家具公司零售与大宗业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 14：主要家具公司大宗业务增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.1.2 长期看，大宗业务利润率与回款风险可控

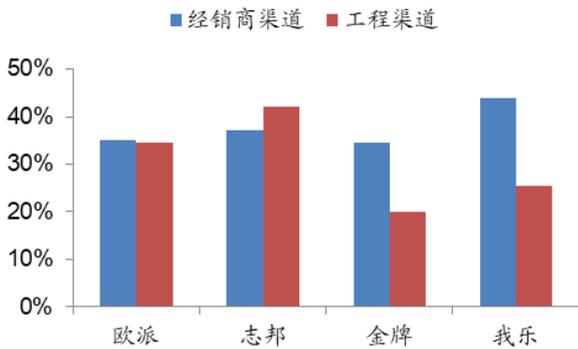
规模效应加持下，大宗业务盈利能力未必弱于零售业务。面对议价能力较强的地产客户，工程渠道的产品售价往往更低，但这并不一定会导致更低的利润率。

- **生产效率方面：**相比于零售渠道，大宗业务在生产方面更易获得规模效应。为了满足各种消费者偏好，定制家居企业面向 C 端的产品风格多变，而 B 端的产品体系可以更加简化。随着户型向标准化方向发展，柜体尺寸等标准化程度也更高。并且由于各个住宅项目集中采购，大宗业务的单笔订单数额更大。从主要定制家居企业的情况来看，欧派、志邦的工程渠道毛利率并未明显低于经销商渠道。
- **费用方面：**相比于零售渠道，大宗业务节省了占销售费用比重较大的广告费用和促销费用。以欧派家居为例，2019 年广告展销费占销售费用的 31.02%，占收入的 3.00%。

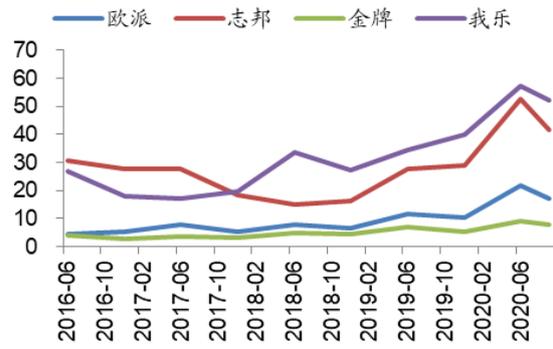
工程代理商制度下，大宗业务回款风险可控。有别于定制家居零售业务“先款后货”的制度，大宗业务账期一般可以达到 6 个月，占款问题较为明显。对于单价较高、账期较长或回款风险相对较高的部分客户，定制家居企业发展了工程代理商制度，对代理商实施“先款后货”，由其承担后续安装工作并接收下游客户回款。工程代理商制度下，大宗业务的毛利率可能相对较低，但也相应地节省了安装费用、提升了资金周转效率。

图 15：主要定制家居企业大宗与零售业务毛利率对比

图 16：主要定制家居企业应收账款周转天数



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 2.2 整装渠道：龙头自建整装渠道把握客流，赋能模式前景可期

### 2.2.1 消费者习惯变化与家装行业痛点推动整装模式发展

“整装”与传统的“全包”装修模式相似，是指由家装公司包揽设计、主辅材采购、施工的一站式装修模式，但一般具有更加标准化的特点：（1）报价方式较为简单，例如按装修面积计价；（2）套餐内容标准化程度相对较高；（3）有较为固定的主辅材供应商。

图 17：整装套餐内容示例



资料来源：金螳螂家官网，东兴证券研究所

图 18：整装套餐报价示例



资料来源：金螳螂家官网，东兴证券研究所

图 19：整装套餐标配品牌示例

### 用好材装好家

行业大牌实力标配



资料来源：速美超级家官网，东兴证券研究所

**消费习惯变化推动整装行业发展。**消费者在选择装修模式时，需要在费用支出、个性化设计、省心程度等方面进行权衡。过去由于家装公司报价不透明，消费者重视控制装修成本，主要选择自主购买主材的“半包”模式。随着居民消费能力提升、消费习惯变化，更加省心、装修风格更统一的“全包”模式开始流行。根据中国建筑装饰协会住宅装饰装修和部品产业分会数据，2019年有64.3%的家装消费者选用全包模式。其中报价更为透明的整装模式逐渐受到青睐。

**家装商业模式存在痛点，整装业务应运而生。**在传统装修的商业模式中，家装公司面临着规模效应差的难题。由于不同项目在设计、主辅材和施工流程等方面存在差异，施工项目的增加难以带来采购和管理上的协同，甚至会增加运营难度和成本。这是家装行业集中度低、利润空间小的部分原因。整装模式通过加强产品标准化程度，构建较为固定的供应商采购关系（包括F2C采购），一定程度上解决了这一问题。

### 2.2.2 定制家居公司面临渠道分流，探索布局整装渠道

**整装模式分流家具门店客流，定制家居企业探索布局整装渠道。**在整装模式下，消费者在家装公司提供的套餐内完成家具购买，而可选的家具品牌范围由家装公司圈定。在客流被家装公司掌握的情况下，头部家具公司的渠道优势和议价能力被削弱，纷纷探索布局整装渠道。

**定制家居企业布局整装渠道目前主要有三种模式：2b模式、自营模式、赋能模式**

- **2b模式：**家具企业或其经销商与装企合作，为其提供定制家居产品及相关服务，典型例子包括索菲亚、志邦家居的整装业务；
- **自营模式：**家具企业自主建立整装品牌，经营整装业务的所有环节，典型例子是尚品宅配的“圣诞鸟整装”；
- **赋能模式：**除了提供定制家居品牌、产品和服务的支持，家具企业还为装企提供主辅材供应链、IT支持等方面的赋能，通过助力装企向整装模式转型，与其达成互惠的深入合作。典型例子包括欧派家居的“欧派整装大家居”和尚品宅配的“HOMKOO整装云”，其中欧派家居主要与各地头部装企进行直接合作，尚品宅配主要以整装云作为供应链与信息技术平台，吸引装企加入会员。

**整装方兴未艾，商业模式尚未定型，不同模式对于不同企业布局整装渠道各有一定意义。**

(1) 2b模式下企业经营重心仍维持在原有品类的品牌、产品和服务方面，切入整装渠道最为容易；但相对而言，2b模式对流量入口的控制能力较弱，议价能力有限，容易受到竞争对手的进攻；且整装企业与家具企业的合作可能仅限于优势品类，对多品类发展的意义有限。

(2) 自营模式更多地涉及定制家居企业原本不熟悉的家装业务，经营难度最大；目前自营模式仍主要作为辅助，帮助定制家居企业增进对整装行业的理解和经验积累。

(3) 赋能模式下定制家居企业可以更快地与更多装企建立合作，且对流量入口的控制能力相对较强；但其成功与否取决于定制家具企业是否有实力对装企进行实质性的赋能，对企业规模、经营能力和整装模式打造有较高要求。

表4：定制家居企业布局整装渠道的不同模式

模式	特点	案例	优势	风险
2B	家具企业或其经销商与装企合作，为其提供定制家居产品及相关服务	索菲亚、志邦	经营重心仍维持在原有品类的品牌、产品和服务方面，切入整装渠道最为容易	对流量入口的控制能力较弱，议价能力有限，容易受到竞争对手的进攻；与整装企业的合作可能仅限于优势品类，对多品类发展的意义有限
自营	自主建立整装品牌，经营整装业务的所有环节	圣诞鸟整装	对流量入口的控制能力最强；帮助定制家居企业增进对整装行业的理解和经验积累	涉及定制家居企业原本不熟悉的家装业务，经营难度最大
赋能	除了提供定制家居品牌、产品和服务的支持，还为装企提供主辅材供应链、IT支持等方面的赋能，通过助力装企向整装模式转型，与其达成互惠的深入合作	欧派整装大家居、HOMKOO整装云”	赋能模式下定制家居企业可以更快地与更多装企建立合作，且对流量入口的控制能力相对较强	成功与否取决于定制家具企业是否有实力对装企进行实质性的赋能，对企业规模、经营能力和整装模式打造有较高要求

资料来源：公司官网及公告，东兴证券研究所

图 20：多家定制家居公司探索自建整装渠道



资料来源：欧派官网，桔家云整装官网，圣诞鸟整装官网，东兴证券研究所

### 2.2.3 定制家居企业赋能模式有望缔造整装行业龙头

供应链是整装业务落地的关键。整装业务并非是对所有装修材料品类的简单打包，其设计、采购、交付、安装的复杂程度都较以往的半包模式更为复杂。设计方面，整装产品需要保证整体装修风格统一，并且包含了全屋定制产品设计等具体的家具设计内容；从采购到安装，整装企业需要有选择价格优惠、交付能力强的供应商，并且需要信息化系统对整个流程进行协调。

整装供应链问题一定程度上塑造了行业格局，催生了不同商业模式。部分龙头家装企业（以及地产系、家居卖场系整装企业）实力较强，有能力自主搭建供应链；多数家装企业受制于供应链难题，转型整装业务较为困难，行业从而诞生了定制家居企业赋能模式（欧派整装、HOMKOO 整装云、金牌桔家云等），以及整装供应链平台模式（例如至爱智家）。

图 21：尚品宅配 HOMKOO 整装云赋能模式



资料来源：HOMKOO 整装云，东兴证券研究所

图 22：整装供应链平台至爱智家服务模式



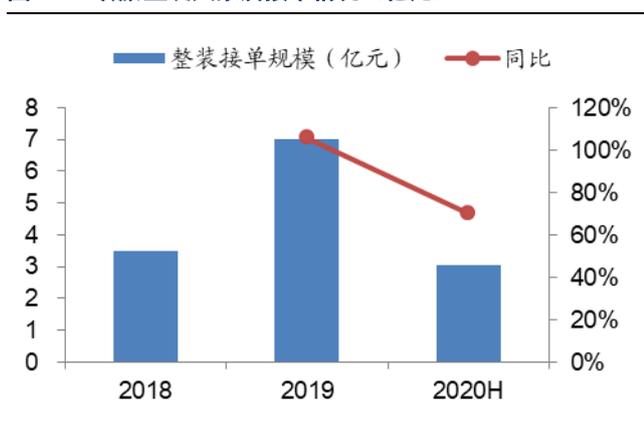
资料来源：至爱智家官网，东兴证券研究所

赋能模式下，具备实力的头部定制家居企业与多个家装企业合作，通过规模优势成为主辅材供应商的整合者，并为家装企业提供品牌、设计、产品、营销、信息化等方面的支持。开店、销售、施工等环节仍然主要由各个家装企业完成。

头部定制家居企业具备赋能家装企业的实力。定制家具产品是整装业务的一大重点和难点，需要有相应的设计能力、营销能力和安装服务能力，其整合对多数家装企业而言难度相对较高。头部定制家居企业品类齐全，设计、制造与服务能力强大，同时可以进行品牌引流和营销培训等方面的赋能，奠定其联合家装企业、持续完善整装供应链的基础。

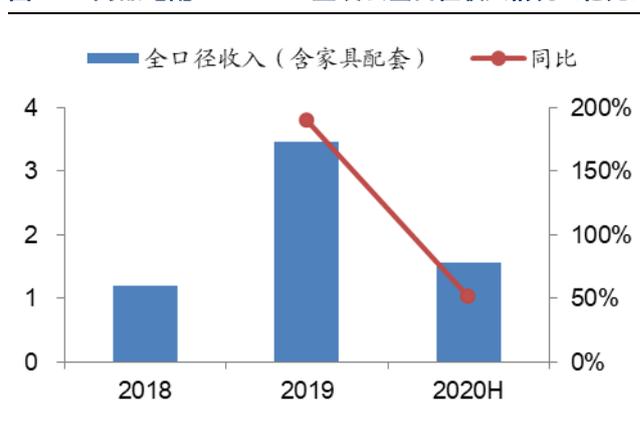
定制家居企业整装业务有望迅速扩张，成为行业重要势力。在整装渠道上，定制家居企业不仅面临同行业企业的竞争，还要面对龙头家装企业与其他行业布局整装业务的企业。我们认为，整装业务尚不能解决龙头家装企业商业模式的全部痛点，例如引流成本和门店扩张成本高昂，因此整装行业短期不会出现数家龙头家装企业独大的局面。定制家居企业通过赋能来整合家装企业的模式，扩张能力较强，有望与龙头家装企业和其他竞争者相抗衡。

图 23：欧派整装大家居接单情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 24：尚品宅配 HOMKOO 整装云全口径收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 传统渠道：变革路途中的基本盘，多方面持续巩固

#### 3.1 经销渠道是巩固品牌形象和公司发展其他渠道业务的基石

尽管客流受到精装房市场与整装市场的分流，传统零售市场规模稳中有降，但在一定时期里其仍然是定制家

居企业最主要的收入来源。长期来看，家具零售市场并不会消亡，二手房装修与住宅翻新需求长期存在，而整装模式尚不能完全替代传统装修模式。

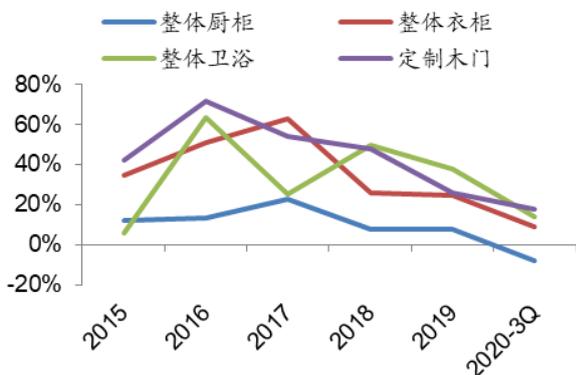
**零售市场仍是定制家居企业立足之地，长期规模受到翻新装修需求支撑。**我们认为，渠道薄弱、盈利能力差的中小企业终究会退出市场，头部企业市场份额有望逐渐提升，支撑零售渠道收入规模。因此，面对竞争依然激烈的零售市场，家具企业应积极应对竞争、维护经销商利益、巩固品牌形象。当精装房渗透率接近天花板，大宗业务红利期接近尾声之时，零售市场将重新成为家具企业经营重心。

### 3.2 优质经销商资源和与时俱进的经销管理，是巩固经销渠道之本

我们认为定制家居企业可以通过以下手段巩固经销商渠道：

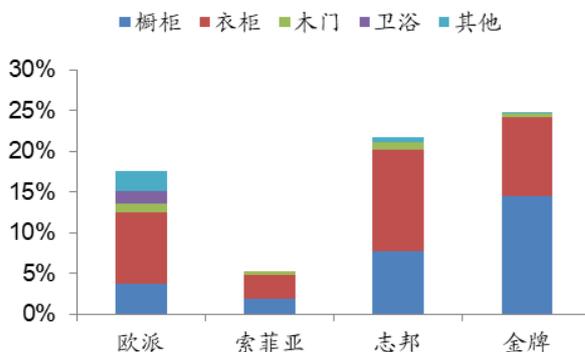
(1) **持续推动多品类发展，助力经销商打造新的增长点。**头部企业的优势品类经过多年深耕，销售增长速度已经放缓。但是在全屋定制和大家居潮流推动下，家具企业借助优势品类形成的品牌力，推动多品类联动销售，提升大家居产品力与营销能力，新品类往往可以取得迅速增长。

图 25：欧派家居分品类收入增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

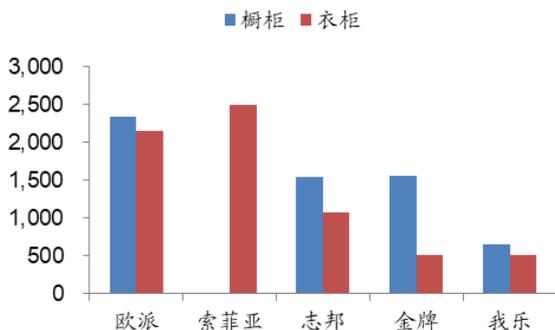
图 26：主要定制家居公司收入增速按品类拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

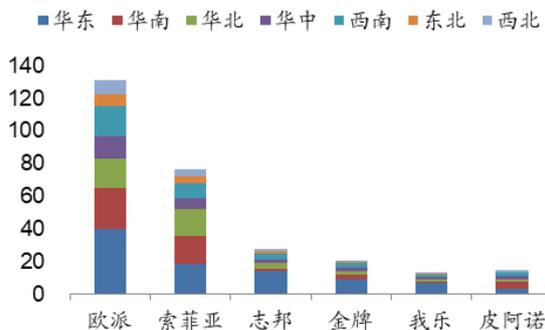
(2) **持续支持经销商，开拓空白市场，探索新兴门店形式。**实体门店目前仍是把握零售渠道客流的重点，需要家具企业不断对经销商进行支持与赋能。对于门店密度仍有提升空间的品类和区域，家具企业仍在持续布局。此外，面对传统家居卖场客流向不同消费场景分流趋势，部分家具企业尝试探索布局购物中心店、社区店等多种形式，增加客流触点。

图 27：2019 年主要家具企业橱柜衣柜门店数量



敬请参阅报告结尾处的免责声明

图 28：2019 年主要家具企业分区域收入情况（亿元）



东方财智 兴盛之源

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(3) **发力电商营销，加强线上向线下、公司向经销商引流。**随着线上购物逐渐普及，电商平台等也成为家具行业重要的客流入口。家具企业通过直播等新的营销形式，增强消费者对品牌的认知，通过发放优惠等方式促成线上下单，并导流向线下门店成交。由公司组织电商活动为经销商引流，可以达到“四两拨千斤”的效果，对经销商的负担更小。

图 29：欧派部分直播促销活动



资料来源：欧派家居官网，东兴证券研究所

(4) **完善跨渠道利益平衡机制。**尽管定制家居企业可以通过多种手段巩固经销商渠道，但面对大宗业务的冲击和整装渠道的分流，传统渠道经销商仍有可能面临收入和利润率的下滑，从而产生抵触情绪。定制家居企业可以通过设计跨渠道利益平衡机制，使经销商分享公司多渠道发展的红利，从而更好地巩固基本盘。

#### 4. 疫情中保持扩张步伐，迎接家具消费修复与竣工回暖周期

疫情冲击下，依赖线下门店的家具消费受到了严重影响。但家具消费具有较强刚性，消费者的装修需求可能延后，但基本不会消失。随着疫情逐渐得到控制，家具消费整体呈现回暖趋势。至 2021 年 1-2 月，家具类商品零售类值相比 2019 年 1-2 月增长了 5.54%。

图 30：家具类商品零售类值相比 2019 年同期增长情况

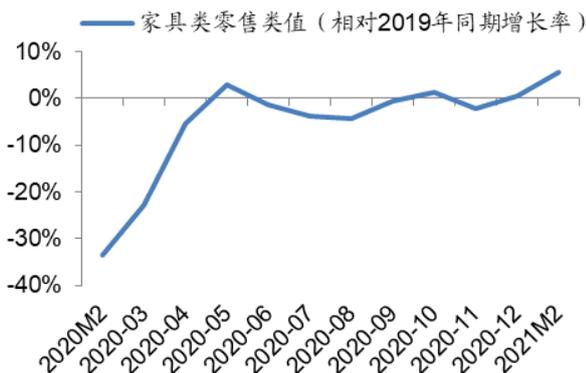
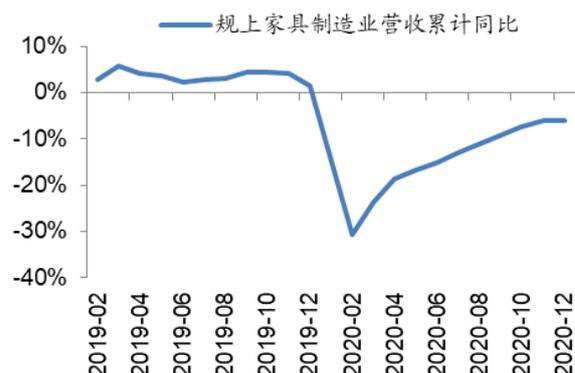


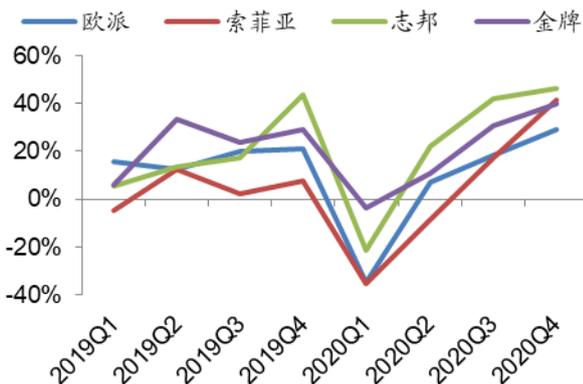
图 31：规上家具制造业营业收入累计同比增长情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

头部企业经营恢复迅速，市场份额进一步提升。疫情对中小企业冲击较大，而头部企业经营稳健，市场份额仍在不断提高。从收入情况来看，头部定制家居公司单季度收入增速从 2020 年 Q2 至 Q4 逐季修复，且增速高于行业整体。门店方面，疫情并未影响头部企业门店继续扩张，为后续增长奠定基础。

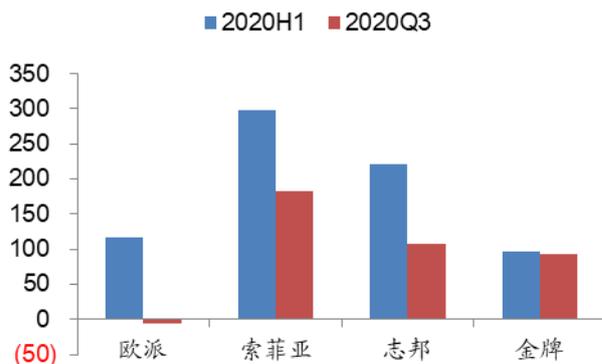
图 32：主要定制家居企业单季度收入增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 33：主要定制家居企业净开店数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从地产竣工趋势上看，虽然 2016-2019 年住宅新开工面积保持较快增速，但受到房企高周转策略影响，住宅从开工预售至竣工之间的过程被拉长，2017 年起竣工面积增速明显下滑并进入负增长。随着期房竣工时点临近，住宅竣工面积增速自 2019 年下半年开始修复，但这一过程随即被疫情打断，因此预计 2021 年竣工将重回修复过程。竣工景气度有望持续 1-2 年，并带动装修需求，提振定制家居销售。

图 34：住宅新开工面积与竣工面积累计增速情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

## 5. 公司评级与风险提示

我们看好在家具行业流量入口变化中，公司各个渠道领先布局，获得更高市场份额的能力。预计公司 2020-2022 年实现营业收入 151.20、179.33、207.68 亿元，归母净利润分别为 21.08、26.06、30.72 亿元，对应 EPS 分别为每股 3.50、4.33、5.10 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**1、宏观经济压力或疫情反复使得行业承压；2、公司品牌培育发展受阻；3、公司管理层出现重大变化。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	4254	6452	7656	10410	13815	<b>营业收入</b>	11509	13533	15120	17933	20768
货币资金	2518	1467	3692	4706	7848	<b>营业成本</b>	7093	8684	9786	11495	13469
应收账款	278	493	458	598	661	营业税金及附加	106	88	98	81	73
其他应收款	64	40	45	53	62	营业费用	1177	1310	1210	1619	1855
预付款项	88	98	114	130	143	管理费用	772	939	1049	1155	1275
存货	645	846	922	1101	1280	财务费用	-32	-70	-76	-54	-83
其他流动资产	570	1876	2426	3822	3822	研发费用	632	642	622	612	605
<b>非流动资产合计</b>	6867	8362	8015	7725	7414	资产减值损失	20.76	0.00	10.38	20.00	30.00
长期股权投资	0	8	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	4.71	2.36	0.00	0.00
固定资产	3458	4960	4563	4167	3770	投资净收益	57.38	24.49	40.93	32.71	36.82
无形资产	1092	1125	1063	1004	949	加：其他收益	24.14	143.35	83.75	113.55	98.65
其他非流动资产	266	333	300	317	308	<b>营业利润</b>	1822	2105	2430	3004	3544
<b>资产总计</b>	11120	14814	15671	18135	21228	营业外收入	14.00	27.21	20.60	23.91	22.25
<b>流动负债合计</b>	3188	3280	3217	3249	3497	营业外支出	6.93	13.37	10.15	11.76	10.95
短期借款	12	53	0	0	0	<b>利润总额</b>	1829	2119	2440	3016	3555
应付账款	635	837	898	1074	1247	所得税	257	279	332	410	484
预收款项	1277	1160	1026	869	890	<b>净利润</b>	1572	1839	2108	2606	3072
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	372	1975	742	761	751	归属母公司净利润	1572	1839	2108	2606	3072
长期借款	140	406	406	406	406	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	1196	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>负债合计</b>	3560	5255	3959	4010	4249	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	18.53%	17.59%	11.72%	18.61%	15.81%
实收资本（或股本）	420	420	602	602	602	营业利润增长	20.39%	15.55%	15.44%	23.64%	17.97%
资本公积	2971	2982	2982	2982	2982	归属于母公司净利润增长	20.90%	17.02%	14.60%	23.61%	17.87%
未分配利润	4099	5623	7568	9960	12786	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	7561	9559	11403	13817	16671	毛利率(%)	38.38%	35.84%	35.27%	35.90%	35.14%
<b>负债和所有者权益</b>	11120	14814	15671	18135	21228	净利率(%)	13.66%	13.59%	13.94%	14.53%	14.79%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位：百万元						总资产净利润率(%)	14.13%	12.42%	13.45%	14.37%	14.47%
2018A						2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	
2018A						2019A	2020E	2021E	2022E	20.79%	19.24%
<b>经营活动现金流</b>						<b>营运能力</b>					
净利润	1572	1839	2108	2606	3072	总资产周转率	1.11	1.04	0.99	1.06	1.06
折旧摊销	352.87	439.11	470.63	465.93	461.60	应收账款周转率	54	35	32	34	33
财务费用	-32	-70	-76	-54	-83	应付账款周转率	19.67	18.38	17.43	18.20	17.90
应收帐款减少	-129	-214	35	-140	-63	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	-104	-117	-134	-157	21	每股收益(最新摊薄)	3.77	4.42	3.50	4.33	5.10
<b>投资活动现金流</b>	-2313	-4654	1418	-145	-126	每股净现金流(最新摊薄)	-1.56	-2.52	3.69	1.68	5.22
公允价值变动收益	0	5	2	0	0	每股净资产(最新摊薄)	17.99	22.75	18.93	22.94	27.68
长期投资减少	0	0	8	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	57	24	41	33	37	P/E	41.14	35.09	44.31	35.85	30.41
<b>筹资活动现金流</b>	-359	1441	-1141	-153	-148	P/B	8.62	6.82	8.19	6.76	5.60
应付债券增加	0	1196	-1196	0	0	EV/EBITDA	29.54	26.62	31.98	26.13	21.94
长期借款增加	140	266	0	0	0						
普通股增加	0	0	182	0	0						
资本公积增加	20	11	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	-654	-1057	2226	1014	3141						

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526