

21Q1 淡季表现优异，看好 21 年衣木双 品与整装大家居延续高速增长

核心观点：

1. 事件摘要

公司 2020 年全年实现营业收入 147.40 亿元，同比增长 8.91%；实现归母净利润 20.63 亿元，同比增长 12.13%；实现归属扣非净利润 19.35 亿元，同比增长 15.14%；实现经营性现金流净额 38.89 亿元，较去年同期增长 80.37%。

公司 2021 年一季度实现营业收入 33.00 亿元，同比增长 130.74%；实现归母净亏损 2.44 亿元，同比增长 340.02%；实现归母扣非净利润 2.09 亿元，同比增长 266.96%；实现经营性现金流净额净流出 2.24 亿元，同比去年净流出额减少 71.84%。

2. 我们的分析与判断

（一）20 年衣柜与整装大家居延续前期高速扩张趋势，21Q1 淡季不淡表现亮眼看好 21 年衣木与成品配套成为增长新动力

截止 2020 年末，公司共计实现总营业收入 147.40 亿元，较去年同期增加 11.51 亿元，同比增长 8.91%。其中，公司主营业务家具制造业实现营收 145.07 亿元，较去年同期增加 11.42 亿元，同比增长 8.54%，总营收占比达到 98.42%，较去年同期下降 0.34 个百分点，贡献总营收增量的 94.63%；公司其他业务 2020 年共计实现营收 2.32 亿元，较去年同期增加 0.65 亿元，总营收占比达到 0.58%，较去年同期增加 0.24 个百分点，贡献总营收增量的 5.37%。由此可见，2020 年公司营收规模端的扩张主要是由于公司主营业务家具制造业业务的增长所致。

截止 2021 年一季度末，公司实现总营业收入 33.00 亿元，较去年同期增加 18.70 亿元，同比增长 130.74%，相较 2019Q1 增加 10.97 亿元，2019Q1-2021Q1 期间复合增速达到 22.38%，基本恢复至疫情前期公司 20%左右的营收规模扩张趋势，而促成公司营收规模在 2021Q1 实现强劲增长的主要原因一方面是由于 2020 年同期受疫情影响形成的低基数，另一方面是由于公司在国内疫情防控进入常态化阶段后通过对经销商们进行了实质与精神性的多重补贴与激励，使得公司在全国范围内 7000 余家门店在 2020 年疫情冲击下并未出现大幅调整，而是更加团结一心地与公司共同把握住了 2020 年剩余三个季度内的发展机会与机遇，最终实现了逐季加速增长的高景气局面，而 2021Q1 公司的亮眼表现仅是 2020 年二季度以来的延续。考虑到一季度为国内家居家具消费市场淡季，而公司已然呈现出淡季不淡的高景气气象，我们预计公司当前的增长势头或有望在随后逐步进入传统消费旺季的三个季度内得以延续，从而保障公司 2021

欧派家居 (603833.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

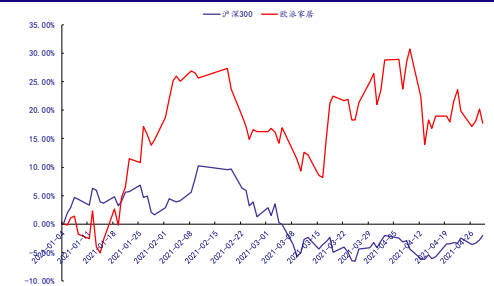
✉: liang_zb@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130517040001

甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢：
章鹏

公司数据时间 2021.04.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究报告

【银河轻工李昂团队】轻工行业_公司事件点评_欧派家居(603833.SH)_20Q4 经营表现略超预期,看好 21 年家居龙头优势持续扩张_20210127

【中国银河研究院_李昂团队】公司 2020 年三季报点评_轻工行业_欧派家居(603833.SH)_Q3 单季经营表现显著回升符合预期,看好 Q4 回暖趋势得以延续并维持推荐_20201029

【中国银河研究院_李昂团队】公司 2020 半年报点评_轻工行业_欧派家居(603833.SH)_二季度环比改善符合预期看好下半年在传统旺季助力下加速回暖,维持推荐_20200829

年实现营收规模端的恢复性高增长，预计全年各季度营收规模增速大概率将呈现“U型”。

首先，公司作为家具品牌制造商拥有经销、大宗、直销等多个销售渠道。按渠道拆分营收，2020年公司直营门店/经销门店/大宗业务/其他（出口）分别实现营收3.99/111.84/26.82/2.42亿元，较去年同期分别增加0.51/6.28/5.20/-0.58亿元，分别实现14.68%/5.95%/24.05%/-19.29%的同比增长，营收占比分别为2.75%/77.09%/18.49%/1.67%，较去年同期分别变动0.15/-1.88/2.31/-0.58个百分点，贡献主营业务营收增量的4.47%/55.04%/45.55%/-5.07%，由此可见公司原先高度依赖经销门店实现销售的模式在成功开拓了与地产商合作的大宗渠道后占比有所降低，逐步由单一的经销渠道驱动转变为经销+大宗的“TO C+TO B”双渠道同步推进的混合模式。

截止2021年一季度末，公司直营/经销/大宗/其他（出口）渠道分别实现营收0.81/24.03/7.23/0.56亿元，较去年同期分别变动0.54/15.27/3.42/-0.63亿元，实现同比201.54%/174.06%/89.69%/-52.64%的增长，主要是受益于公司2020Q1受疫情影响线下经销与直营以及需要进场安装的大宗业务均难以正常形成的较低基数使得公司直营、经销与大宗业务渠道均较去年同期实现不俗的同比高速增长，而其他渠道的同比下滑或可能是由于全球海运运力不足造成部分订单无法转化为收入以及海外发达国家疫情逐步得到控制后产能供给有所好转，从而导致公司出口业务在去年同期高基数基础上录得同比下滑。

鉴于公司目前主要销售渠道依旧为经销模式，经销门店的铺设与扩张便是决定公司规模端实现可持续增长的关键。截止2020年末，公司在全国范围内共计拥有直营与经销门店7154家，较去年同比增加59家，增幅远不及2019年全年357家，但考虑到2020年国内疫情对传统线下经销渠道造成的负面冲击以及公司截止2019年末已突破7000家门店的高基数，门店数量净增加节奏放缓符合预期。从经销商个数角度来看，2020年公司共计拥有经销商5124个，较去年同期净减少75个，增幅同样不及19年的420个，与门店净增加节奏放缓相符，但公司单个经销商开设门店数量由2019年末的1.36家/个提升至2020年末的1.39家/个，一方面表明部分退出经销商门店由现有实力与能力更强的经销商接管造成单个经销商门店数量增加，另一方面也说明公司的“厨衣木”发展战略仍在顺利推进促成经销商积极参与到公司新品类的发展之中。具体来看，2020年公司直营门店/经销门店分别为42/7112家，分别较去年同期新增11/1393家，关闭2/1343家，实现净增加9/50家门店，由此可见公司2020年对部分经销商所开的门店进行了优化，仅橱柜类门店在2020年全年便实现建店（含优化、升级整改）达1000余家，使得公司经销门店呈现出新开与关闭数量双高的局面，体现出公司在面对疫情冲击的不利环境之中并未将目光局限于挽回年内的损失，而是更加关注公司整体以及与公司共同成长的经销商们未来中长期发展规划，我们预计公司在2020年为升级整改现有门店所付出的努力将为公司未来几年的稳健发展奠定坚实的基础。

按产品品牌拆分公司经销门店，2020年末公司共计拥有欧派橱柜/欧派衣柜/欧派卫浴/欧铂尼木门/欧铂丽家居定制经销门店2407/2124/588/1065/928家，分别较去年同期新开468/477/126/210/112家，关闭395/497/130/172家，净增加73/-20/-23/80/-60家，可见公司2020年对于过去几年内发展迅猛的衣柜和欧铂丽全屋定制以及发展时间较长的卫浴品牌经销渠道进行了较为明显的优化，而对于尚处于高速发展阶段的木门品类渠道则保持了持续扩张的态势。

截止2021年一季度末，公司共计拥有经销门店7143家，较2020年末新增31家，其中欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂尼木门/欧派卫浴/欧铂丽定制家居分别拥有门店2402/2053/1193/606/889家门店，分别较2020年末净变动-5/-71/128/18/-39家，公司橱柜、衣柜以及欧铂丽全屋定制门店出现明显调整的原因我们猜测可能是由于2020年经营表现考核不及预期或者公司主动进行门店优化升级造成门店数量短期有所波动，预计后续公司橱柜、衣柜与全屋定制门店大概率仍将保持前期稳健扩张的趋势。至于公司一季度表现最为亮眼的欧铂尼木门品类，我们认为公司未来或将继续加大对该品类渠道的扩张，以此提升该独立品牌的影响力，发展公司继橱柜与衣柜品类后的第三大单品，为公司未来中长期规模扩张提供助力。

按品牌拆分公司主营业务收入，2020年公司欧派/欧铂丽/欧铂尼三大品牌分别实现营收128.73/8.64/7.71亿元，分别较去年同期变动8.29/1.39/1.73亿元，分别实现同比6.89%/19.14%/29.04%的正增长，分别贡献主营业务营收增量的72.65%/12.16%/15.20%，可见公司2020年三大品牌中主要是以橱柜与衣柜业务为主的欧派家居主品牌以及公司过去两年内

新涉足的欧铂尼木门品牌为核心驱动力，符合公司持续推进的“厨衣木”并驾齐驱的产品多元化策略与始终深耕的主品牌影响力战略。

按产品拆分公司主营业务收入，2020 年公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品分别实现营业收入 60.61/57.72/7.39/7.71/11.64 亿元，分别较去年同期增加-1.32/6.05/1.15/1.73/3.80 亿元，分别实现-2.13%/11.71%/18.48%/29.04%/48.40%的同比增长，营收占比分别为 41.78%/39.78%/5.10%/5.31%/8.02%，较去年同期分别变动-4.56/1.13/0.43/0.84 个百分点，贡献主营业务营收增量的-11.56%/53.00%/10.10%/15.20%/33.25%。基于上述数据分析，公司 2020 年主营业务的增量主要依靠经销渠道优化后效率店效提升的衣柜、大家居业务高度相关的成品配套以及经销渠道持续扩张的木门品类，并且公司自成立以来便高度依赖的橱柜业务在公司成功实现了衣柜业务的突破后占比已经下降至 41.78%，与衣柜业务之间的差距仅相差 2 个百分点，足以见得公司当前已经彻底完成了双品类的布局，并且结合木门品类经销渠道在 2020 年的持续高速扩张，预计未来公司或有望成为行业内首家实现“厨衣木”三品类产品矩阵的定制家居企业。

2021 年一季度末，公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品分别实现营业收入 12.59/13.52/1.65/1.65/3.24 亿元，较去年同期分别变动 6.17/8.58/0.81/1.00/2.04 亿元，分别实现 96.18%/173.48%/96.10%/155.30%/170.95%的同比增长，一方面是由于公司在 2020 年一季度线下经销与直营门店以及需要进场安装的大宗业务均受到疫情影响被迫停滞形成的低基数，另一方面无论是从营收增量还是营收绝对值角度出发，公司定制衣柜品类均已超越橱柜成为公司目前第一大品类，并且此次第一大品类的更迭大概率将在后续较长时间内得以延续。除了橱柜和衣柜两大核心品类外，公司营收增长的第三极大概率将会是包括家居品配套产品在内的**其他品类**，主要是得益于公司大家居与全屋定制策略的持续推进配合供应链逐步完善与品质提升所致。如若仅考虑单品，那么公司的第三大单品大概率会是经销网络处于高速扩张阶段的定制木门品类，预计在未来可预见的时间内木门品类或将迅速担当起第三大单品的称号，而公司的多品类产品矩阵与大家居战略同样将得到进一步落实。

按地区拆分公司主营业务收入，2020 年公司在华东/华南/华北/华中/西南/东北/西北/境外地区分别实现营业收入 46.90/23.31/19.74/15.85/19.68/8.33/8.83/2.42 亿元，分别较去年同期变动 7.41/-2.42/2.08/2.06/1.06/1.02/0.78/-0.58 亿元，分别实现 18.76%/-9.41%/11.76%/14.97%/5.71%/13.96%/9.71%/-19.29%的同比增长，营收占比分别为 32.33%/16.07%/13.60%/10.92%/13.57%/5.74%/6.09%/1.67%，较去年同期分别变动 2.78/-3.18/0.39/0.61/-0.36/0.27/0.06/-0.58 个百分点，贡献主营业务营收增量的 64.91%/-21.21%/18.19%/18.08%/9.31%/8.94%/6.84%/-5.07%。**综合来看，2020 年公司主营业务的增长主要依靠经济较为发达的华东地区的增长以及华北和华中地区。**

按季度拆分公司总营收，2020Q1/Q2/Q3/Q4 各季度分别实现营业收入 14.30/35.36/47.66/50.08 亿元，分别较去年同期变动-7.73/2.29/7.41/10.10 亿元，分别实现-35.09%/6.91%/18.40%/25.26%的同比增长，各季度营收占比分别为 9.70%/23.99%/32.33%/33.98%，符合家家消费旺季为历年三、四季度的历史规律。2020Q3/Q4 分别贡献公司总营收增量的 32.33%/33.98%，主要是由于公司于 2020 年初新冠肺炎疫情造成了部分需求延后释放所致。

至于其他核心经营数据表现方面，2020 年公司分别生产橱柜/衣柜/卫浴/木门产品 70.00/184.66/45.90/63.20 万套（万樘），较去年同期分别增长-1.11%/8.23%/18.73%/9.30%；2020 年公司分别销售橱柜/衣柜/卫浴/木门产品 71.33/187.78/45.11/63.81 万套（万樘），分别较去年同期增长 2.52%/13.29%/18.37%/11.54%，产销率分别达到 101.90%/101.69%/98.27%/100.97%，符合公司以销定产的定制家具生产模式。每套产品的出厂单价方面，2020 年公司橱柜/衣柜/卫浴/木门产品的单价分别为 8498/3074/1639/1208 元/每套（每樘），较去年同期分别实现-4.53%/-1.40%/0.09%/15.69%的同比增长，其中橱柜品类的均价下滑主要是受公司大宗业务渠道增长造成产品结构发生变化所致，而衣柜品类的单价微降或可能是由于公司让利于经销渠道所致，至于木门品类的出厂价提升我们认为主要是由于公司木门品类的经销渠道前期铺设工作已初步完成，使得公司品牌溢价能力有所提升所致。

至于业绩方面，2020 年公司实现归母净利润 20.63 亿元，较去年同期增加 2.23 亿元，实现同比增长 12.13%；归母扣非净利润 19.35 亿元，较去年同期增加 2.54 亿元，同比增长 15.14%。2020 年公司共计确认非经常性损益共计 1.27 亿元，较去年同期减少 0.31 亿元，其中政府补

助/交易性金融资产等带来的投资收益分别实现 0.79/0.61 亿元，较去年同期分别变动 -0.64/0.31 亿元，可见公司非经常性损益的同比减少主要是由于公司于报告期内确认政府补助有所减少所致。

2021Q1，公司实现归母净利润 2.44 亿元，较去年同期增加 3.45 亿元，实现同比增长 340.02%，较 2019Q1 增加 1.52 亿元，2019Q1-2021Q1 实现复合增长 62.71%；实现归母扣非净利润 2.09 亿元，较去年同期增加 3.33 亿元，实现同比增长 266.96%，较 2019Q1 增加 1.33 亿元，2019Q1-2021Q1 实现复合增长 65.99%。2021Q1 公司实现非经常性损益 3517.93 万元，主要包括计入当期损益的政府补助 2699.32 万元以及交易性金融资产产生的投资收益 1212.22 万元。公司 2021 年一季度业绩端的亮眼增速表现除了受益于公司规模端重回疫情前 20%以上的增速水平对公司业绩的拉动外，还受益于公司衣柜、木门、卫浴等品类的毛利率在可比口径下伴随着经销渠道持续扩张与产品制造规模化效益提升形成了对公司综合毛利率的正向提振，在此基础上在叠加公司对于总部管理效率与效益提出的更高要求，共同促成了公司销售净利率的提升，从而导致公司在 2019Q1-2021Q1 期间业绩复合增速表现远优于规模端增速表现。

按季度拆分公司业绩表现，2020Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润-1.01/5.91/9.61/6.12 亿元，较去年同期分别变动 -1.94/0.50/2.16/1.51 亿元，分别实现 -210.30%/9.23%/28.93%/32.76% 的同比增长；归母扣非净利润分别实现 -1.25/5.68/9.44/5.48 亿元，较去年同期分别变动 -2.01/0.48/2.48/1.58 亿元，分别实现同比增长 -265.03%/9.32%/35.65%/40.64%，可见在 2020Q1 遭受疫情冲击后迅速于后续的三个季度内凭借遍布全国的经销网络布局以及总部出色的组织策划能力充分把握了受疫情影响被迫延后释放的家具家装消费需求，并最终取得了自二季度开始逐季加速增长的高景气发展趋势。

(二) 20 年受会计准则影响与疫情冲击致使综合毛利率下降 2.54pct，20 年期间费用率下降 1.30pct

截止 2020 年末，公司的综合毛利率为 35.01%，较去年同期下降 0.83 个百分点。其中，公司主营业务毛利率为 34.70%，较去年同期减少 1.12 个百分点。具体来看，按渠道拆分，公司 2020 年直营/经销/大宗业务/出口渠道的毛利率分别为 66.36%/34.06%/32.70%/34.61%，分别较去年同期变动 -0.69/-0.97/-1.94/-1.52 个百分点；按品牌进行拆分，2020 年公司欧派/欧铂丽/欧铂尼品牌分别实现毛利率 35.77%/37.26%/13.95%，分别较去年同期变动 -1.28%/2.61%/1.57% 个百分点；按产品拆分，2020 年公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品的毛利率分别为 36.17%/39.95%/26.67%/13.95%/19.86%，分别较去年同期变动 -0.43/0.04/0.47/1.57/-8.31 个百分点；**按地区拆分**，2020 年公司在华东/华南/华北/华中/西南/东北/西北/境外地区的毛利率分别为 35.50%/37.87%/33.11%/32.79%/32.94%/33.13%/34.50%/34.61%，分别较去年同期变动 -0.10/1.17/-2.47/-2.80/-2.60/-2.62/-1.03/-1.52 个百分点。**综合上述数据**，2020 年公司综合毛利率的下滑可能包括以下几点原因：1) 由于公司大宗业务渠道占比提升造成销售渠道出现结构性偏移；2) 由于公司传统优势产品橱柜通过大宗渠道实现的营收规模较去年同期有所提升使得产品结构向毛利率相对较低产品倾斜形成产品结构偏移；3) 会计准则变更使得原先计入销售费用中的运输费转移至营业成本中，进而造成公司综合毛利率出现降低，在上述三者的共同影响下公司综合毛利率出现略微下滑。

截止 2021Q1，公司综合毛利率为 30.19%，同比去年同期提升 6.32 个百分点。其中，公司主营业务毛利率为 29.96%，较去年同期增加 7.08 个百分点。具体来看，按渠道拆分，2021Q1 公司直营/经销/大宗/其他渠道的毛利率水平分别为 60.15%/28.83%/30.23%/30.74%，分别较去年同期变动 0.51/10.83/1.56/1.23 个百分点；按产品拆分，2021Q1 公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他品类的毛利率水平分别为 31.67%/33.35%/21.75%/11.54%/22.66%，分别较去年同期变动 7.82/2.42/12.74/5.19/19.63 个百分点。由此可见，公司 2021Q1 综合毛利率水平在面面对会计准则变更使得原先计入销售费用中的运输费用转移至营业成本造成的不利影响下依旧实现了较大幅度提升，主要是由于去年疫情期间公司主动向经销商进行让利并且公司工厂端开工率不足造成制造成本短暂升高使得各类产品毛利率水平均处于异常低的水平，导致了公司 2021Q1 各产品以及各渠道的毛利率水平均实现了恢复性增长。

公司 2020 年全年销售净利率为 13.99%，同比提升 0.40 个百分点；期间综合费用率为 18.81%，相比上年同期降低 2.04 个百分点。销售/管理(含研发)/研发/财务费用率分别为

7.78%/11.26%/4.74%/-0.24%，较上年同期变化-1.90/-0.42/0.00/0.27 个百分点。其中，销售费用较上年减少 1.63 亿元（YOY -12.46%），主要是由于销售费用中的运输费转移至营业成本计算以及公司在疫情期间广告展销费用有所减少所致；管理费用（不含研发）同比增加 0.22 亿元（YOY 2.33%），主要是由于折旧摊销费用大幅增加所致；研发费用同比增加 0.57 亿元（YOY 8.90%），增速基本保持与营收规模一致，使得研发费用率相较 2019 年基本保持稳定；财务费用同比增加 0.35 亿元（YOY 50.18%），主要是由于本期票据融资贷款以及流动资金贷款增加致使利息费用增加所致。

公司 2021Q1 销售净利率为 7.39%，较去年同期大幅提升 14.49 个百分点，相较 2019Q1 提升 3.21 个百分点。公司 2021Q1 销售期间费用率为 21.93%，相较去年同期大幅减少 11.56 个百分点，相较 2019Q1 大幅减少 7.12 个百分点。具体来看，公司 2021Q1 销售/管理（含研发）/研发/财务/费用率分别为 9.68%/12.50%/5.08%/-0.26%，分别较去年同期变动 -4.21/-7.66/-0.44/0.30 个百分点。其中，2021Q1 公司销售费用额为 3.19 亿元，较去年同期增加 1.21 亿元（YOY 60.87%），我们认为主要由于公司员工薪酬与广告宣传费较去年同期有所增加抵消了由于会计准则变更导致的销售费用额减少；2021Q1 公司管理费用额为 2.45 亿元，较去年同期增加 0.35 亿元（YOY 16.94%），我们认为主要可能是由于公司员工薪酬与折旧摊销费用有所增加所致；2021Q1 公司研发费用额达到 1.68 亿元，较去年同期增加 0.89 亿元（YOY 112.48%），我们认为主要是由于主动增加研发投入所致；2021Q1 公司财务费用额为净流入 0.08 亿元，较全年同期净流入略增 0.005 亿元（YOY -5.82%），我们认为或主要是由于公司利息收入大幅增加所致。

（三）经销网络布局精益求精为中长期发展蓄能，铂尼思品牌填补高端空白

公司十分重视销售网络的构建，建立了与集团紧密合作、共同成长、遍布全国的家居行业内规模最大的营销服务网络，拥有行业内具有相当实力的经销商（服务商）资源，经销门店超 7000 家。在终端管理方面，公司自成立以来，以合作共赢为理念，在行业内首提经销商树根理念，首创千分考核机制、“10+1” 欧派终端营销系统、双 50 理论、店面 4S 管理等完善的经销商管理制度。同时公司顺应行业发展趋势，深化全渠道发展战略，搭建起以零售整装渠道为主干，工程，电商渠道为两翼，直营、外贸渠道为重要支撑的较为成熟的渠道运营模式。面对年初爆发的疫情，公司在全面梳理前期各项补贴帮扶政策基础上，对终端政策进行优化调整，以进一步加大终端帮扶力度，缓解特殊时期下经销商经营管理压力。为此，公司通过启动“护航计划”，主动解决经销商资金困难问题，提供各类补贴产品，共渡难关。同时针对获客渠道转移到线上这一特点，公司通过线上裂变营销+视频直播落地的方式，达到引流、蓄客、成交的目的，助力终端经销商抢单夺单。除了继续巩固自身在销售渠道端的既有优势外，公司为了应对国内家居家具市场日益细化的客户需求，在主动升级主品牌“欧派”与木门品牌“欧铂尼”的同时，还推出了专门面向高端市场的铂尼思（BAUNIS），该品牌产品涵盖了“橱衣木卫”等多个品类，定位为意大利高奢定制家居，主要面向追求品质及体验的城市高净值精英阶层。未来，铂尼思品牌将进一步聚拢集团内外优势资源，强化品牌核心竞争力，形成全新高定增长商业模式，打造高定行业标杆品牌，助力公司完善“高、中、低”三档品牌矩阵，力争为各个消费层级的客户提供有针对性的一站式购物体验。

（四）智能智造与研发创新保障后端生产力，积极发展全屋定制成为新增长点

为满足市场需求，公司在产品工艺结构设计、新材料开发与应用、工艺品质管理等领域不断的研究与探索，同时拓展整装业务。经过多年努力，公司产品开发已经从单一产品定制逐步过渡到全屋定制、全房定制（大家居），从单一新品设计过渡到新品设计、延伸设计、功能设计，三者并重。公司持续改进和创新生产技术，以信息化作为工具和手段，促进工艺技术的提升，以成果为导向建立技术人才激励考核机制，建立了完善的工序级工艺管控体系。截止至 2020 年年末，公司及控股子公司共计拥有授权专利 696 项，计算机软件著作权 84 项。凭借公司多年以来持续的研发投入、深厚的技术工艺储备、领先的家居研发实力、产业链上下游议价能力，公司探索出了具有欧派特色的大规模非标定制产品制造模式，定制家居产品生产总规模居于行业第一，拥有亚洲规模最大的橱柜生产制造基地以及国内生产技术领先的家具生产基地。公司领先的工艺技术水平为高品质的整装服务提供了有力的技术保障。在区域管理方面，公司搭建起了覆盖全国的区域管理网络，从培训支持、主动营销、展示设计、店面服务等环节对经销商进行落地帮扶服务。在全屋定制与整装大家居的信息化方面，CAXA 软件已经实现了在整装定制家居产品的打通，第三方软件的产品库也不断完善，供应链配套产品、主辅材的品类和 SKU 更趋丰富。公司已经开始推动 BIM 系统的开发工作，探索符合

欧派特色的全方位一体化家居服务流程，真正实现所见即所得的一站式购物体验。

3. 投资建议

结合公司在经销加盟管理体系上的优势配合品牌与产品矩阵初具雏形为公司提供的多轮驱动力，我们预期未来公司将在依靠自身强大的经销体系打造品牌影响力的同时，依靠公司在 B 端大宗业务的客户资源与模式方面的优势以及在“整装大家居”领域和新媒体引流战略方面的投入推动公司规模与业绩实现可持续增长。考虑到 2021Q1 公司呈现出的淡季不淡的强势复苏，我们预计公司 2021/2022/2023 年实现营收 180.04/207.32/232.62 亿元，实现归母净利润 24.93/29.67/34.07 亿元，对应 PE 37/31/27 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

房地产销售持续低迷的风险；行业产能过剩问题加剧的风险；行业竞争加剧的风险。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13533.36	14739.69	18003.99	20731.98	23261.80
增长率(%)	17.59%	8.91%	22.15%	15.15%	12.20%
归属母公司股东净利润	1839.45	2062.63	2493.17	2966.82	3406.60
增长率(%)	17.02%	12.13%	20.87%	19.00%	14.82%
EPS (元/股)	4.38	3.424	4.139	4.926	5.656
销售毛利率	38.88%	35.01%	31.20%	31.98%	32.43%
净资产收益率(ROE)	19.24%	17.30%	19.29%	19.64%	18.93%
市盈率(P/E)	25	42	37	31	27
市净率(P/B)	5.02	7.42	6.64	5.67	4.69
市销率(P/S)	3.35	5.84	5.13	4.46	3.97

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价）

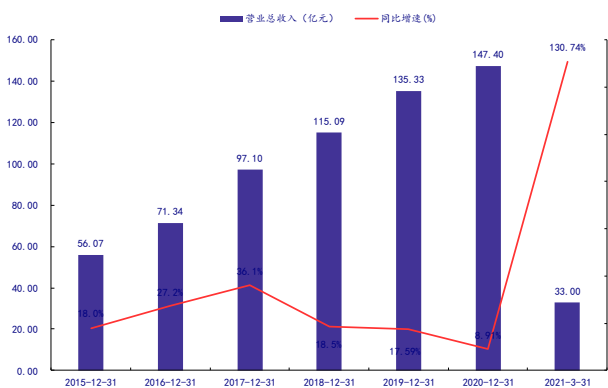
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司					
	索菲亚	顾家家居	金牌橱柜	好莱客	均值	中位数
PE	28.49	32.36	25.59	19.07	26.38	27.04
PB	5.36	5.57	5.50	2.02	4.61	5.43
PS	4.02	3.51	2.83	2.63	3.25	3.17
	境外可比公司					
	赫尔曼米勒	LA-Z-Boy	HNI	敏华控股	均值	中位数
PE	-193.34	26.64	21.99	23.82	24.15	22.91
PB	2.83	2.73	2.57	5.82	3.49	2.78
PS	0.94	1.28	0.73	3.16	1.53	1.11

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

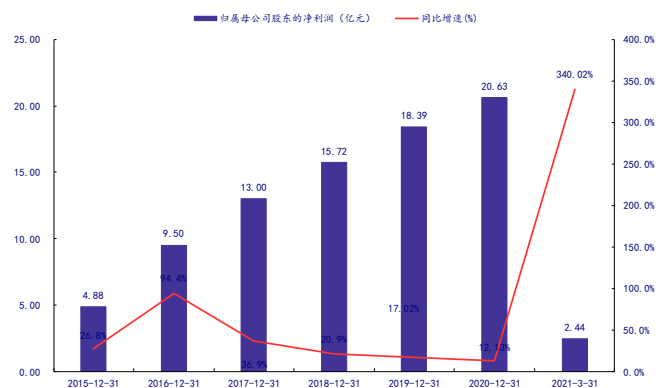
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2021Q1 营业收入(亿元)及同比增速(%)



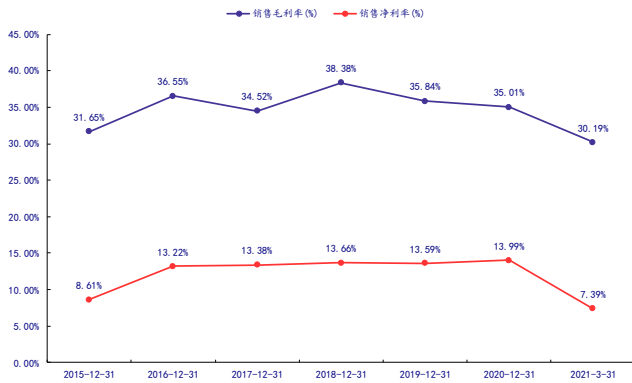
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2015-2021Q1 归母净利润(亿元)及同比增速(%)



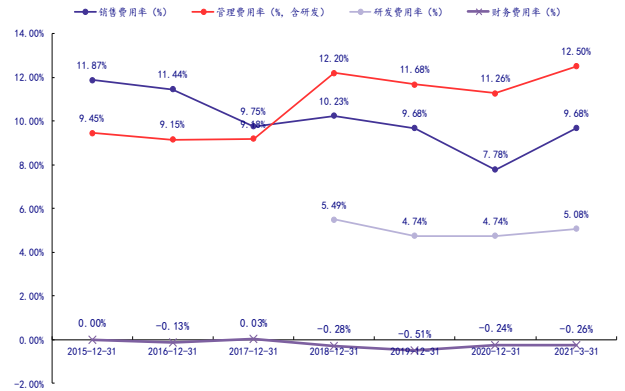
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2021Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



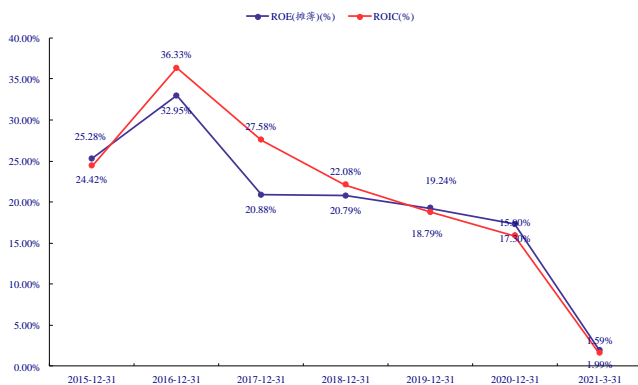
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2021Q1 期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2021Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：2020 年度欧派家居全国范围内全部门店变动情况

门店类型	上年末数量 (家)	本年度新开 (家)	本年度关闭 (家)	本年末数量 (家)
欧派橱柜	2334	468	395	2407
欧派衣柜	2144	477	497	2124
欧派卫浴	611	126	149	588
公司直营店	33	11	2	42
欧铂丽全屋定制	988	112	172	928
欧铂尼木门	985	210	130	1065
合计	7095	1393	1343	7154

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2021Q1 年度欧派家居全国范围内经销门店变动情况

门店类型	2020 年末数量 (家)	本季度净增加	2021Q1 数量 (家)
欧派橱柜	2334	-5	2407
欧派衣柜	2144	-71	2124
欧派卫浴	611	18	588
欧铂丽全屋定制	988	-39	928
欧铂尼木门	985	128	1065
合计	7112	31	7143

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：2020 年度欧派家居全国范围内店面及经销商变动情况

品类	2019 年末经销商	2020 年末经销商	2019 年末店面数	2020 年末店面数
	数量	数量	量	量
欧派橱柜（含橱柜综合）	1702	1637	2334	2407
欧派衣柜	1001	1059	2144	2124
欧铂丽家居定制	1027	881	988	928
欧派卫浴	531	568	611	588
欧铂丽木门	938	979	985	1065

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 6：2020 年分级别店面及经销商信息情况（家）

市场级别	欧派橱柜（含橱柜）		欧派衣柜（衣柜独立）		木门	
	经销商	门店	经销商	门店	经销商	门店
A	35	314	16	286	32	87
B	302	735	190	576	281	325
C	1300	1358	853	1262	666	653
合计	1637	2407	1059	2124	979	1065

市场级别	卫浴		欧铂丽	
	经销商	门店	经销商	门店
A	21	33	30	88
B	234	258	268	321
C	313	297	583	519
合计	568	588	881	928

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 7：2020 年分区域店面及经销商信息情况（家）

区域	欧派橱柜（含橱柜）		欧派衣柜（衣柜独立）		木门	
	经销商	门店	经销商	门店	经销商	门店
华东	351	626	265	523	253	279
华中	320	425	230	374	189	197
华南	174	267	120	268	68	81
华北	241	343	137	308	181	203
西北	141	183	94	203	101	110
西南	287	385	173	330	111	118
东北	123	178	40	118	76	77
合计	1637	2407	1059	2124	979	1065

区域	卫浴		欧铂丽	
	经销商	门店	经销商	门店
华东	153	165	239	259
华中	114	111	161	167
华南	54	57	83	86
华北	80	78	130	140
西北	30	34	55	61
西南	101	104	128	130

东北	36	39	85	85
合计	568	588	881	928

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 8：2021Q1 欧派家居主营业务收入按产品拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减 (%)	营业成本比上年 同期增减 (%)	毛利率比上年 同期增减 (%)
厨柜	12.59	8.61	31.67%	96.18%	76.05%	7.82
衣柜	13.52	9.01	33.35%	173.48%	163.88%	2.42
卫浴	1.65	1.29	21.75%	96.10%	68.63%	12.74
木门	1.65	1.46	11.54%	155.30%	141.15%	5.19
其他	3.24	2.50	22.66%	170.95%	116.12%	19.63
合计	0.00	22.87	29.96%	132.47%	111.14%	7.08

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 9：2021Q1 欧派家居主营业务收入按渠道拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增 减 (%)
直营店	0.81	0.32	60.15%	201.54%	197.69%	增加 0.51 个百 分点
经销店	24.03	17.10	28.83%	174.06%	137.85%	增加 10.83 个百 分点
大宗业务	7.23	5.05	30.23%	89.69%	85.55%	增加 1.56 个百 分点
其他	0.56	0.39	30.74%	-52.64%	-51.78%	减少 1.23 个百 分点
合计	32.65	22.87	29.96%	132.47%	111.14%	增加 7.08 个百 分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 10：2020 年欧派家居主营业务收入按品牌拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年增 减 (%)
欧派	128.73	82.68	35.77	6.89	9.06	减少 1.28 个百 分点
欧铂丽	8.64	5.42	37.26	19.14	14.38	增加 2.61 个百 分点
欧铂尼	7.71	6.63	13.95	29.04	26.73	增加 1.57 个百 分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 11：2020 年欧派家居各项产品产销量情况表

单位：万套	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增 减 (%)	销售量比上年增 减 (%)	库存量比上年增 减 (%)
整体橱柜	70.00	71.33	0.49	-1.11	2.52	-72.98
整体衣柜	184.66	187.78	2.78	8.23	13.29	-52.88
整体卫浴	45.90	45.11	1.83	18.73	18.37	76.18

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

整体木门 63.20 63.81 0.33 9.3 11.54 -65.23

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 12：欧派家居 2021 年年初至今重大事项进展

事件类型	内容
可转债转股结果暨股份变动	2021 年 4 月 2 日，公司发布公告称，截至 2021 年 3 月 31 日，累计有 10.1 亿元“欧派转债”已转换成欧派家居集团股份有限公司股份，因转股形成的股份数量累计为 1409.38 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 3.35%。尚未转股的“欧派转债”金额为人民币 4.84 亿元，占“欧派转债”发行总量的 32.40%。
不提前赎回“欧派转债”的提示性公告	2021 年 3 月 3 日，公司发布公告称，自 2021 年 2 月 3 日至 2021 年 3 月 2 日期间，“欧派转债”已触发赎回条款。公司董事会决定本次不行使“欧派转债”提前赎回权，并同意自 2021 年 3 月 3 日至 2021 年 5 月 31 日(含)期间，若“欧派转债”触发提前赎回条款，均不行使“欧派转债”提前赎回权，均不提前赎回“欧派转债”。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 13：欧派家居 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略	<p>公司的企业愿景定位于把欧派打造成一个受人尊敬、受人爱戴的中国著名的、有一定国际影响力的创意家居集团。我们的目标不止做国内行业领导品牌，而是要做世界的欧派。放眼当下，面对行业内外的飞速变革，大变化之世，唯有顺势以变，方能恒立潮头。为此，公司将继续推动以下工作：</p> <p>1、信息化战略：2019 年基本实现了全品类全流程全覆盖的欧派定制家居信息化系统初步建设目标。但是未来我们的目标仍然是加快信息化一网通打，多形式推进大家居试点的进程，构建贯穿从营销到制造端，设计及制造一体化的信息系统，并基于该系统打造出欧派特有的“传统行业+互联网”模式。</p> <p>2、商业模式打造：一方面深化新兴渠道模式打造力度，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的融合营销道路；另外一方面推动橱柜+、衣柜高端全屋定制+卫浴+、定制木门及欧铂丽年轻时尚品牌的品牌发展和经销商盈利模式打造。</p> <p>3、全渠道布局：推进全渠道布局战略，在守住原有渠道优势和地位的同时，积极布局精装、整装、电商、外贸渠道业务，渠道布局稳健推进，渠道管理兼具制度管理与创新管理并行，不断优化管理方式。</p> <p>4、品牌建设：品牌作为企业发展的核心要素之一，</p>	<p>公司的企业愿景定位于把欧派打造成一个受人尊敬、受人爱戴的中国著名的、有一定国际影响力的创意家居集团。我们的目标不止做国内行业领导品牌，“成为世界卓越家居企业”更是欧派人未来努力前行的源动力。放眼当下，面对行业的飞速变革，大变化之世，唯有顺势以变，方能恒立潮头。为此，公司将持续围绕以下方面开展工作：</p> <p>1、信息化战略：2020 年，公司基本实现了自主研发的全品类、全流程、全覆盖的欧派定制家居信息化系统的初步建成。前端快速设计、快速效果图、订单上传等多环节的一键操作功能已全面实现，贯穿前端营销直达后端生产制造。2021 年，公司将持续对系统升级迭代，全流程赋能各个业务板块，降本提效，加速大家居战略推进。</p> <p>2、大家居模式打造：欧派是业内率先突破性提出大家居发展战略的企业，该战略的核心是从单一的产品提供者成长为家居一体化解决方案提供者，解决消费者、渠道商的需求痛点。在先发优势及企业组织运营协调能力的双重优势推动下，欧派大家居战略将持续向前推进：一方面迅速感知、深化新兴渠道模式打造，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的大</p>

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

随着年轻消费群体的兴起，品牌心智站位、消费群体迭代正成为公司关注的重点，也是未来品牌推广战略新的方向。公司在坚持机场、高铁站等户外广告投放的同时，积极探索情感短片、抖音等新媒介渠道的品牌宣传方式。

家居发展道路；另外一方面不断探索橱柜+、衣柜**高端全屋定制+家配**、卫浴+、定制木门系统等品类融合销售商业模式。

3、全渠道布局：在守住原有渠道优势和地位的同时，公司将积极布局**精装、整装、拎包**、电商、外贸渠道业务，渠道管理、制度管理与创新管理并行，不断优化管理方式。

4、品牌建设：在消费升级的大背景下，消费者呈现年轻化、品牌化、健康化、智能化等突出特点，是未来品牌推广战略的新方向。品牌的美誉度作为企业发展的核心要素之一，将会为品牌企业的产品服务带来更好的客户粘性，同时也为品牌企业的发展带来更广阔想象空间。公司将**持续多渠道、多形式地进行品牌建设与管理**，让“**有家有爱有欧派**”更加深入人心。

经营计划

1. 激活内部，以管理促经营

全面升级运营管理系统，由重经营轻管理转向全面精细化经营管理，**重塑欧派经营管理价值体系，重构营销与制造协同机制，以模拟公司化运营锻造各事业部独立战力；健全权力下放与能力建设相匹配的权责担当机制，增强团队协作战力；以“精英化、精简化”检视团队，切掉每一片多余脂肪，强健每一块有力肌肉，同时，进一步完善和激活绩效管理机制，鼓励全员主动拥抱变化、主动创新，充分发挥主观能动性，盘活机制，提升组织战力。**

2. 驰援终端，激活战力

（1）**资源输送：提供金融支持系列方案，为经销终端注入强心剂；**

（2）**提供炮弹：聚焦产品，打造爆品，有力驱动市场。进一步迎合需求、顺应趋势，多维提供高端产品、引流产品及主流产品等有效炮弹，全面武装终端，全方提升、激活战力。**

3. 减重弃负，释放战力

全面放松终端管控政策，大规模缩小、放宽经销商考核范围，以有效引导代替强压，**强化经销商经营信心，让终端更灵敏机动，释放市场无形之力，强化终端战力。**

4. 全力抢单，发挥战力

全渠道布局、全领域拓展，**做透旧渠道，做深新渠道，集一切资源抢订单、抢流量，迎合消费者心态及消费决策的变化，全面改革电商，发力线上营销，外抢流量内掘存量。**

5. 新建引擎，重构战力

组建**第二发动机**，组建集团营销模式创新部，不拘一格开辟流量争夺新战场，实现营销渠道、模式、

1. 挟势出击，各线做精出彩

在流量风口不断快速切换的市场背景下，**全渠道布局、全领域拓展，做透旧渠道、做深新渠道，发挥公司大家居品牌平台优势，筑巢引凤，丰富大家居一站式消费的新内涵，外抢流量内掘存量。结合公司整体橱柜、全屋定制两大核心品类的领先优势，通过机制设计、终端营销策略、信息化工具等，实现欧派各品类的壮大和融合，从体系上进一步建立绝对竞争优势，以行业领军企业的姿态向更高目标发起全新冲击。**

2. 强体系根基，重人才建设

继续坚守欧派“**公平、光明、合作、自由**”的企业文化核心，并利用制度化管理机制充分激活升级运营管理体系，发挥各事业部制造营销合一的机制优势，**做精管理，并以管理反哺经营，使得终端产品、服务优势进一步释放；围绕“精英化、高薪化、精简化”人才方略，强化欧派人才建设体系，并引向深入、引向极致。终端人才建设方面，积极利用欧派品牌积累的强平台吸引力，广纳贤才，网罗同城精英人才，甚至跨界猎才；在集团的战略导向下，不断在融合的过程中碰撞出新的商业机会。**

3. 以创新为核，激活战力

欧派曾以“**能坚守、善猛攻**”闻名，未来更应以“**全面创新**”推动行业不断向前发展。充分发挥欧派机制的核心优势，研究出更多有效、有力的创新机制，**重视创新、重奖创新。一是强攻大家居，继续坚韧探寻大家居山巅的双面进攻战略；二是在产品研发方面，进一步迎合**

工具的创新突变。以橱窗联动为突破口，挖掘私域客户资源；猛攻房屋旧改模式，提前抢占旧改市场；打造微商城小程序，以全新体验变革线上消费模式，以欧派特色的PK机制，广建账号，多路运营，打造并深挖欧派超级流量池，远以种草圈粉，近可抢割流量；构建欧派特色MCN模式，轮番网红网曝撬动业绩新增长。

终端需求、顺应趋势，并利用公司信息化的突出优势快速导入，全面赋能终端，提升终端战力；三是在营销信息化和电商方面实施更大胆的全面创新，实现直播、拎包、零售整装的迭代。

4、信息化助力，全面赋能

公司是定制家具行业内为数不多的自研全流程信息化管理系统的企业，自主研发的CAXA全流程信息化系统已经全面上线，实现了从前端的销售到后端生产、服务等全环节的信息化覆盖。

公司将结合自身品牌、规模、体系、大家居配套等方面优势，持续加大信息化系统的渗透力度及更新迭代，全流程赋能，使公司信息化水平、管理水平始终保持行业领先，并为公司的长远发展带来更为广阔的思想空间。

风险提示

- 1、市场变化的风险；
- 2、市场竞争加剧的风险；
- 3、原材料价格波动的风险；
- 4、经销商管理的风险；
- 5、品牌管理的风险；
- 6、产品质量的风险；

- 1、市场变化的风险；
- 2、市场竞争加剧的风险；
- 3、原材料价格波动的风险；
- 4、经销商管理的风险；
- 5、品牌管理的风险；
- 6、产品质量的风险；

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对2020年的业务规划，针对2021年不再提及的内容；加粗内容为针对2021年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 14：欧派家居前十大股东情况（更新自 2021 年一季度）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例(%)	持股比例 变动(%)	股本性质
1	姚良松	不变	40320.00	0.00	66.94	-0.09	境内自然人
2	姚良柏	不变	5157.83	0.00	8.56	-0.01	境内自然人
3	香港中央结算有限公司	减少	3981.75	-298.60	6.61	-0.51	未知
4	兴业银行股份有限公司—兴全趋势投资混合型证券投资基金	增加	839.01	445.00	1.39	0.73	其他
5	兴业银行股份有限公司—兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金	不变	421.19	0.00	0.70	0.00	其他
6	中国农业银行股份有限公司—易方达消费	不变	384.70	0.00	0.64	0.00	其他

行业股票型证券投资							
基金							
7	中国建设银行股份有 限公司—华安聚优精 选混合型证券投资基 金	减少	267.44	-405.04	0.44	-0.68	其他
8	中国工商银行股份有 限公司—富国高新技 术产业混合型证券投 资基金	新进	238.90	238.90	0.40	0.40	其他
9	中国农业银行股份有 限公司—嘉实核心成 长混合型证券投资基 金	新进	218.39	218.39	0.36	0.36	其他
10	中国工商银行—广发 稳健增长证券投资基 金	减少	189.99	-0.01	0.32	0.00	其他
合计			52019.21		86.36		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：部分股东出现股数未变但持股比例下滑的现象主要是由于公司发行可转债转股所致。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn