

欧派家居 (603833.SH)

股权激励彰显信心，增长动能充沛

事件：公司发布2021年股票期权激励计划（草案）。1）授予对象（517人）：董事、高管、中层、核心技术（业务）员工；2）授予价格：148.17元/股；3）授予数量：700万份股票期权（首次授予560万份+预留140万份），占公司总股本6.04亿股的1.16%，预计2021-23年摊销费分别为1766/2465/699万元；4）业绩考核目标：同比2020年，2021-23年净利润增长率16%/33.4%/53.41%。

看多竣工，在手订单充足。我们预计21年地产竣工表现值得期待，主要系20年底住宅在施工面积增长至65.56亿平（+4.4%）、亟待竣工，竣工面积/施工面积（2年前）于20年下降至11.6%，我们保守按21年该比例维持在11.6%测算，2021年住宅竣工面积有望达到7.28亿平（+10.5%）；根据我们判断，公司目前在手订单充足。

产品&品牌多元，渠道改革领先，后期增长动能充沛。1) **品类：**公司新品类借助生产、渠道协同及优势品类联动，成为新增长极，21Q1橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他（家具配套）收入相比19Q1同比增长23.15%/60.72%/51.87%/103.33%/204.11%，橱柜收入增长提速，渠道赋能下衣柜、卫浴、木门等实现高增。2) **渠道：**21Q1经销店、大宗、直营店收入相比19Q1分别增长57.28%/42.33%/45.77%，零售回暖、整装突围驱动经销收入高增，大宗景气延续。公司20年整装大家居快速增长，21Q1有望延续高增趋势（估计验收2-2.5亿）；中长期公司有望在存量房地产市场大展宏图。3) **品牌：**公司搭建多层次品牌矩阵扩大客户群范围，其中欧派与欧铂尼定位中高端，欧铂丽定位轻奢时尚品牌，铂尼思定位高端；截至20年底，欧派橱柜（含橱衣综合）2407家，欧派衣柜（衣柜独立）2124家，欧派卫浴588家，欧铂尼木门1065家，欧铂丽928家。

盈利预测：公司股票期权激励计划，一方面彰显对公司发展的信心，另一方面绑定核心中高管，利于激励团队，保障中长期发展。我们认为公司作为定制家居龙头，产品&品牌多元、渠道变革领先，内生增长动能充沛；同时疫情叠加原材料上涨、行业格局优化明确。我们预期21年公司整装、大宗、衣柜业务均有望快速发展，因此上调“增持”评级为“买入”评级。预计公司2021~2023年实现归母净利润25.5/30.0/35.0亿元，同比增长23.8%/17.6%/16.6%，对应PE 36.6X/31.2X/26.7X。

风险提示：疫情持续蔓延、需求恢复不及预期、竣工和交房不及预期、渠道和产品拓展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,533	14,740	16,287	19,105	22,162
增长率 yoy (%)	17.6	8.9	10.5	17.3	16.0
归母净利润（百万元）	1,839	2,063	2,554	3,003	3,501
增长率 yoy (%)	17.0	12.1	23.8	17.5	16.6
EPS 最新摊薄（元/股）	3.05	3.42	4.24	4.99	5.81
净资产收益率 (%)	19.2	17.3	18.6	18.6	18.4
P/E (倍)	50.9	45.4	36.6	31.2	26.7
P/B (倍)	10.1	7.9	6.9	5.8	4.9

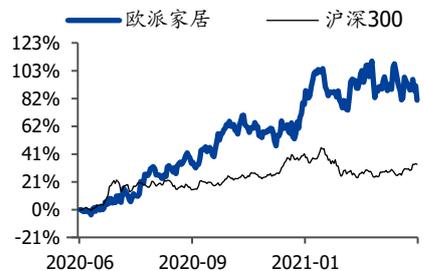
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年05月28日收盘价

买入（调高）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	增持
05月28日收盘价	147.01
总市值(百万元)	88,548.98
总股本(百万股)	602.33
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.40

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马远方

执业证书编号：S0680520090002

邮箱：mayuanfang@gszq.com

相关研究

- 1、《欧派家居（603833.SH）：2020Q3 业绩表现亮眼，》2020-10-29
- 2、《欧派家居（603833.SH）：中报表现符合预期，下半年有望明显修复》2020-08-28
- 3、《欧派家居（603833.SH）：中期表现超预期，后续增长可期待》2020-08-14



定制家居：产品多元&渠道改革，定制龙头再起航

产品升级&渠道改革，欧派同店表现靓丽。开店扩张难以持续，同店提升成为关键，目前中高端套餐+高端板材销售占比提升成为拉动客单价提升的主要动力。同时，渠道精细化管理促效率提升，欧派推出城市合伙人制度，原有经销商可以在辖区内发展二级分销商，分销商负责开店/引流/下单等环节，原经销商承担后端安装到售后所有过程，此举既可以提高接单能力，也能降低运营成本。从坪效拆分来看，20年欧派家居的衣柜、坪效均较19年同比提升，疫情下表现突出。

图表 1：分版块单店收入与坪效

		2015	2016	2017	2018	2019	2020			2016	2017	2018	2019	2020		
索菲亚	橱柜	期末门店数量(个)	261	600	720	822	845	1108	志邦家居	橱柜	期末门店数量(个)	933	1335	1487	1535	1576
		有效门店数量(个)	166	431	660	771	834	977			有效门店数量(个)	887	1134	1411	1511	1556
		收入(百万元)	261	600	720	822	845	1211			收入(百万元)	1171	1481	1537	1478	1324
	单店收入(万元)	158	139	109	107	101	124	单店收入(万元)		132	131	109	98	85		
	坪效(万元/㎡)	0.79	0.70	0.55	0.53	0.51	0.62	坪效(万元/㎡)		0.88	0.87	0.73	0.65	0.57		
	衣柜	期末门店数量(个)	1600	1900	2220	2510	2501	2719		衣柜	期末门店数量(个)	153	395	726	1078	1366
有效门店数量(个)		1525	1750	2060	2365	2506	2610	有效门店数量(个)	128		274	561	902	1222		
收入(百万元)		2982	3971	5194	5883	5850	5198	收入(百万元)	91		225	430	734	1141		
单店收入(万元)	196	227	252	249	233	199	单店收入(万元)	71	82	77	81	93				
坪效(万元/㎡)	0.98	1.13	1.26	1.24	1.17	1.00	坪效(万元/㎡)	0.47	0.55	0.51	0.54	0.62				
欧派家居	橱柜	期末门店数量(个)	2010	2088	2150	2276	2334	2407	金牌橱柜	橱柜	期末门店数量(个)	764	1130	1413	1559	1585
		有效门店数量(个)	1972	2049	2119	2213	2305	2371			有效门店数量(个)	727	947	1272	1486	1572
		收入(百万元)	3381	3799	4517	4837	4739	4421			收入(百万元)	853	1263	1333	1277	1181
	单店收入(万元)	171	185	213	219	206	187	单店收入(万元)		117	133	105	86	75		
	坪效(万元/㎡)	0.86	0.93	1.07	1.09	1.03	0.93	坪效(万元/㎡)		0.78	0.89	0.70	0.57	0.50		
	衣柜	期末门店数量(个)	1054	1394	1842	2113	2144	2124		衣柜	期末门店数量(个)	120	337	520	722	722
有效门店数量(个)		993	1224	1618	1978	2129	2134	有效门店数量(个)	120		229	429	621	621		
收入(百万元)		1337	2022	3214	3890	4815	5262	收入(百万元)	24		138	305	507	507		
单店收入(万元)	135	165	199	197	226	247	单店收入(万元)	20	60	71	82	82				
坪效(万元/㎡)	0.67	0.83	0.99	0.98	1.13	1.23	坪效(万元/㎡)	0.13	0.40	0.48	0.54	0.54				
尚品宅配	加盟店	期末门店数量(个)	994	1081	1557	2100	2327	2235	皮阿诺(皮阿诺2018年及之前单店收入计算口径不包含综合店)	衣柜	期末门店数量(个)	296	387	540	272	118
		有效门店数量(个)	948	1038	1319	1829	2214	2281			有效门店数量(个)	296	387	540	272	118
		收入(百万元)	1574	1968	2700	3432	3809	3460			收入(百万元)	113	190	297	387	413
	单店收入(万元)	166	190	205	188	172	152	单店收入(万元)		38	49	55	142	350		
	坪效(万元/㎡)	0.55	0.63	0.68	0.63	0.57	0.51	坪效(万元/㎡)		0.13	0.40	0.48	0.54	0.54		
	直营店	期末门店数量(个)	79	76	85	101	94	91		橱柜	期末门店数量(个)	658	716	716	204	142
有效门店数量(个)		74	78	81	93	98	93	有效门店数量(个)	658		716	716	204	142		
收入(百万元)		1391	1902	2300	2698	2658	2422	收入(百万元)	508		618	788	1042	1044		
单店收入(万元)	1893	2454	2857	2902	2726	2618	单店收入(万元)	77	86	110	511	735				
坪效(万元/㎡)	2.59	3.36	3.91	3.97	3.73	3.59	坪效(万元/㎡)	0.77	0.86	1.10	5.11	7.35				

资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

前端供应链优化，“高性价比”利于后端扩张。当渠道扩张面临压力时，龙头企业通过优势制造可以降低出厂单价，从而让利渠道和终端。拆分来看，欧派橱柜/衣柜体现出明显前端规模化优势；且值得注意的是，欧派家居实际单套成本下降幅度会更明显，主要系：1) 推出空间解决方案式营销，“T5”方案卖的不仅是衣柜，还有定制柜、其他功能配件的组合；2) 增加高端板材使用。

图表 2：衣柜板块单位成本拆分

		衣柜企业单位成本拆分(单位: 百万)			
		2017	2018	2019	2020
欧派家居	单位成本(元/套)	1,863.02	1,771.32	1,873.20	1,845.69
	yoy		-4.92%	5.75%	-1.47%
	其中: 材料			2,310.32	2,529.27
	其中: 人工			491.85	514.05
	其中: 制造费用			302.55	422.45
索菲亚	单位成本(元/平米)	86.97	89.01	91.33	99.96
	yoy		2.35%	2.61%	9.45%
	其中: 材料	3,082.64	3,045.58	3,057.46	2,929.53
	其中: 人工	488.17	488.17	502.31	491.26
	其中: 制造费用	314.85	314.85	159.93	356.44
好莱客	单位成本(元/平米)	126.55	117.61	106.43	106.71
	yoy		-7.06%	-9.51%	0.27%
	其中: 材料			785.46	733.71
	其中: 人工			158.23	123.87
	其中: 制造费用			146.18	184.89
尚品宅配	单位成本(元/套)	1,379.67	1,361.99	1,168.45	1,295.62
	yoy		-1.28%	-14.21%	10.88%
	其中: 材料	1,744.74	2,018.85	2,199.71	2,018.36
	其中: 人工	272.47	325.22	311.21	299.89
	其中: 制造费用	289.10	378.76	396.50	759.47

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

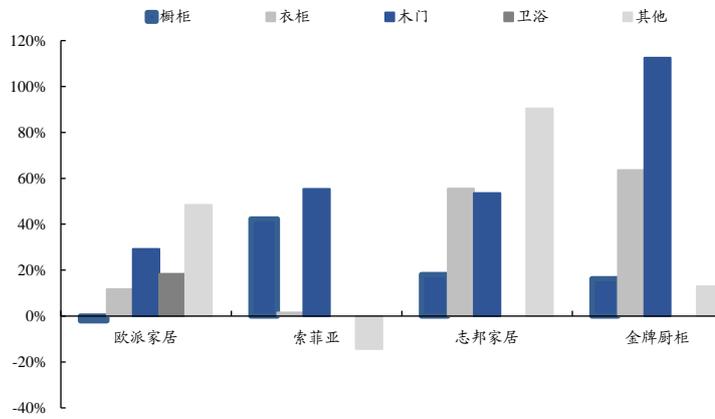
图表 3：橱柜板块单位成本拆分

		橱柜企业单位成本拆分(单位: 百万)			
		2017	2018	2019	2020
欧派家居	单位成本(元/套)	5,737.23	5,505.75	5,642.95	5,423.96
	yoy		-4.03%	2.49%	-3.88%
	其中: 材料			2,976.69	2,906.32
	其中: 人工			371.50	329.46
	其中: 制造费用			578.16	633.18
金牌橱柜	单位成本(元/套)	4,615.93	4,273.97	4,465.10	3,147.13
	yoy		-7.41%	4.47%	-29.52%
	其中: 材料	743.17	802.99	981.51	1,198.25
	其中: 人工	64.62	66.55	82.24	105.95
	其中: 制造费用	47.65	53.42	66.59	88.01
志邦橱柜	单位成本(元/套)	4,234.26	4,248.00	4,059.08	3,913.84
	yoy		0.32%	-4.45%	-3.58%
	其中: 材料			1,000.30	995.59
	其中: 人工			48.53	55.20
	其中: 制造费用			140.46	167.99
索菲亚	单位成本(元/套)	7,856.69	7,001.37	6,526.04	7,216.77
	yoy		-10.89%	-6.79%	10.58%
	其中: 材料	433.80	426.35	517.32	745.03
	其中: 人工	38.52	38.52	42.84	49.34
	其中: 制造费用	37.96	45.41	48.11	60.34

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

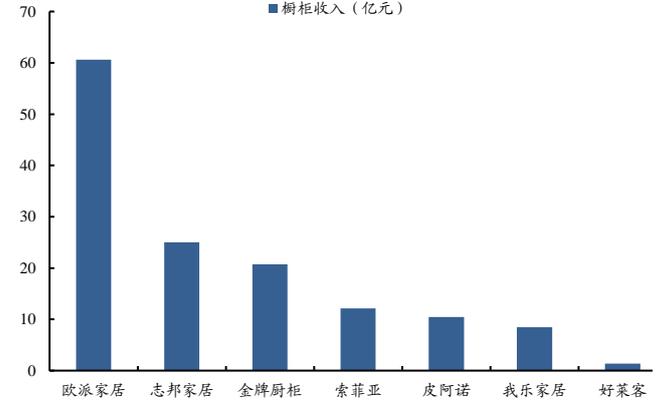
多品类融合发展，欧派实力凸显。优势品类经过多年深耕、增速放缓，而新品类借助生产、渠道协同及优势品类联动，成为新增长极。20年欧派家居橱柜收入达60.6亿元，远超行业竞争对手；衣柜收入57.7亿元，规模业内领先；木门收入7.71亿元，其他公司木门仍处于发展前期。

图表 4: 收入增速按品类拆分



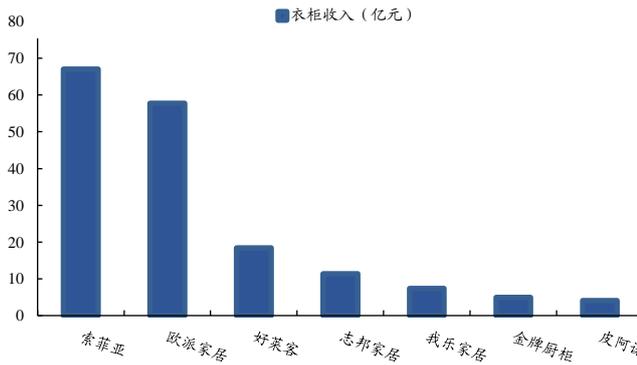
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 龙头橱柜收入



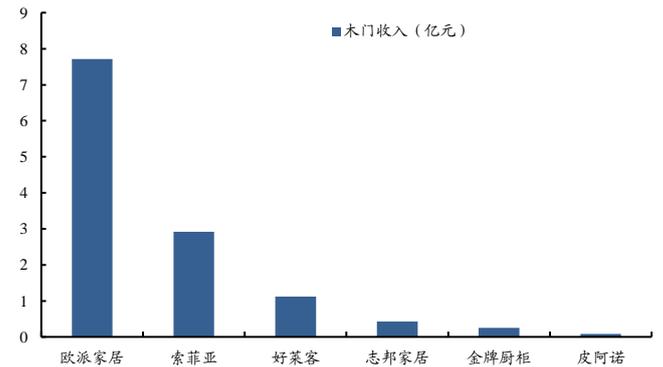
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 龙头衣柜收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 龙头木门收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多层次品牌矩阵搭建，欧派/索菲亚领先。消费者结构从过去的中高低端三层结构，逐渐变成哑铃型（高端型+刚需性占比提升），搭建多层次品牌矩阵能够满足不同消费人群差异化需求，覆盖客户群范围扩大。目前欧派家居拥有欧派、欧铂尼、欧铂丽、铂尼思等核心品牌，其中欧派与欧铂尼定位中高端，欧铂丽定位轻奢时尚品牌，铂尼思定位高端；截至20年底，欧派橱柜（含橱衣综合）2407家，欧派衣柜（衣柜独立）2124家，欧派卫浴588家，欧铂尼木门1065家，欧铂丽928家。

图表 8: 欧派家居分品类经销商与门店数量

品类	2019年期末经销商数量	2020年期末经销商数量	2019年期末店面数量	2020年期末店面数量
欧派橱柜（含橱衣综合）	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
欧铂尼木门	938	979	985	1065

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

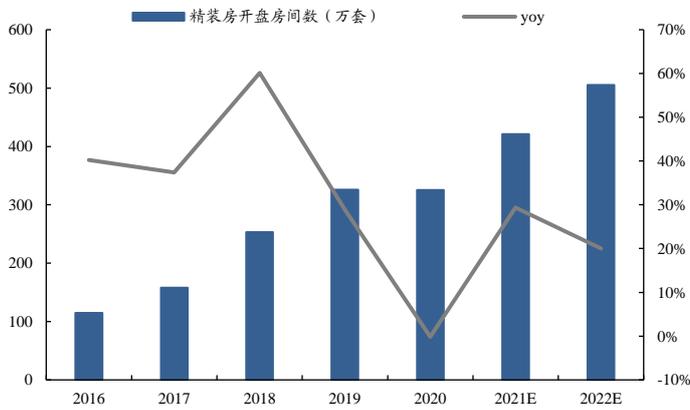
图表 9: 索菲亚门店拆分（按品牌）

品类	2019年末经销商数量	2020年末经销商数量	2019年末专卖店数量	2020年末专卖店数量	2019年末大家居店面数量
索菲亚全屋定制	1500	1652	2501	2719	216
司米橱柜	833	958	845	1108	
“索菲亚”木门（独立店+融合店）	560	793	697	970	
“华鹤”木门	150	226	163	243	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

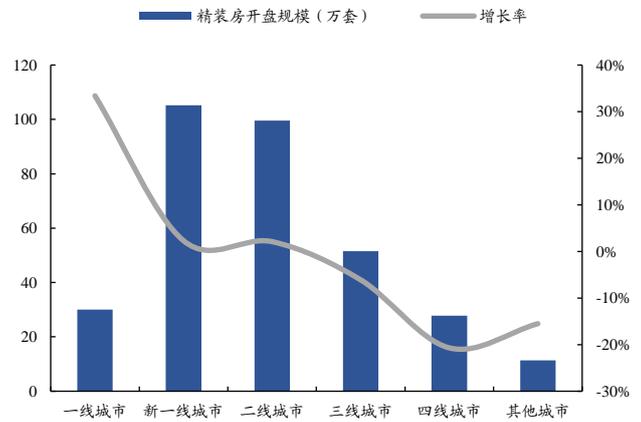
预期精装房渗透率有望进一步提升。2020年精装修市场总规模为325万套，同比下滑0.2%，主要系1) 消费者：疫情下资金紧张、倾向于购买低价的毛坯房；2) 地产商：“三条红线”资管新规加剧了地产商资金压力；3) 政策面：19年提前完成精装修30%渗透率目标（达到32%），短期政策推力有所减弱。从中远期角度来看，精装地产商数量快速提升（2017-2020年由490家提升至1271家）且逐步下沉三四线城市，精装修渗透率仍存在进一步提升空间。根据奥维云网的统计和测算，2021-22年预计精装新开盘将分别实现超过400、500万套。

图表 10: 精装修新开盘套数有望实现稳步提升



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

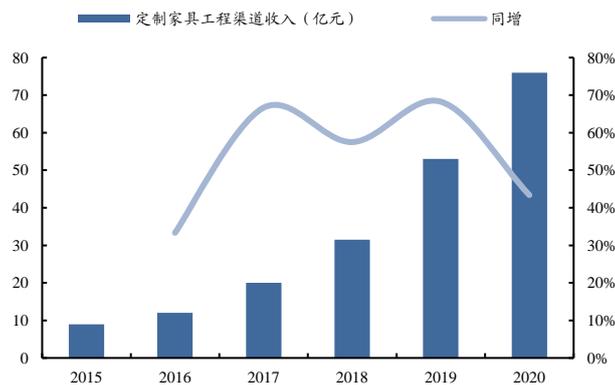
图表 11: 疫情下三四线城市承压



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

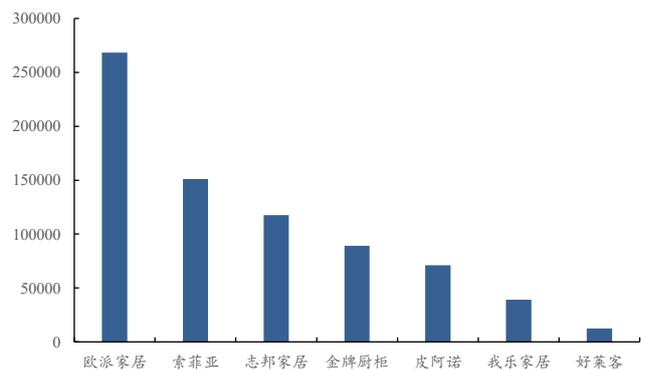
精装业务贡献主要增量，多品牌、多产品更易放量。2015-2020年8家定制家居企业合计工程渠道收入规模从7.5亿元增长至74.8亿元（CAGR达53.6%，明显高于经销渠道收入CAGR18.3%）。大宗渠道主要考验公司的产品力、性价比、服务能力等，一旦强势品类与客户形成稳定关系，弱势品类易协同切入供应链打开成长空间。20年欧派大宗收入26.8亿元，其中橱柜/衣柜分别为16.4/5.7亿元，木门和卫浴也快速上量，产品矩阵齐全保障高基数下实现较快增长。

图表 12: 8家定制家居企业工程渠道收入



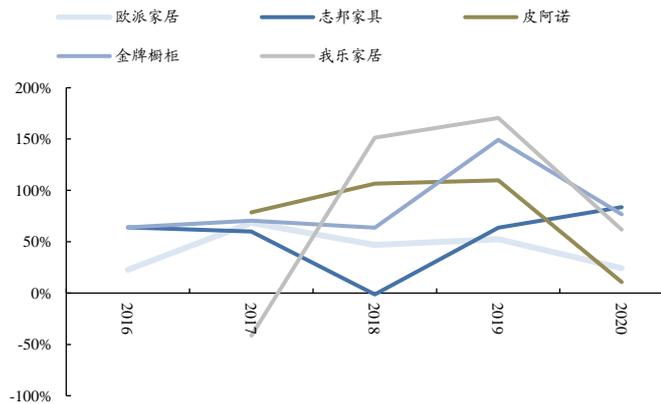
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020年欧派家居工程渠道收入规模位列行业首位 (万元)



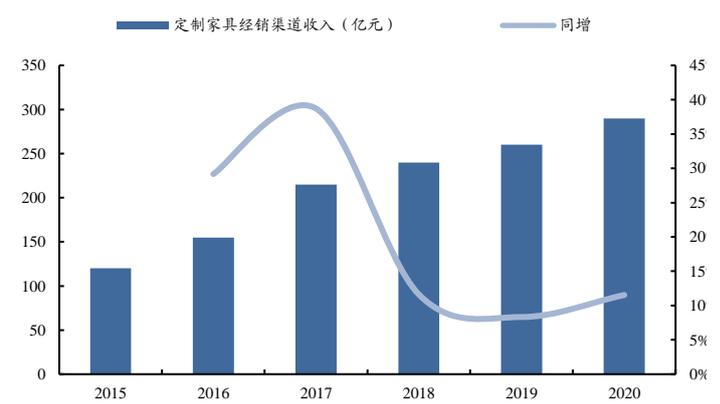
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 不同公司工程渠道增速比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 定制家居经销渠道收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整装破局, 定制龙头再起航。整装模式因消费者一体化购买习惯而起, 龙头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, 其目的是掌握整装流量入口, 向整装市场导入产品。

重点推荐产品多元&渠道改革领先的定制龙头。随渠道流量分化, 传统经销门店承压, 多产品/多渠道/多品牌重要性凸显, 我们认为公司作为定制家居龙头, 产品&品牌多元、渠道变革领先, 内生增长动能充沛; 同时疫情叠加原材料上涨、行业格局优化明确。我们预期 21 年公司整装、大宗、衣柜业务均有望快速发展, 因此上调“增持”评级为“买入”评级。预计公司 2021~2023 年实现归母净利润 25.5/30.0/35.0 亿元, 同比增长 23.8%/17.6%/16.6%, 对应 PE 36.6X/31.2X/26.7X。

图表 16: 可比公司估值 (亿元)

行业/公司	总市值	21E营收	YOY	21E净利润	YOY	22E营收	YOY	22E净利润	YOY	PE-TTM	PE-TTM 历史分位 (%)
定制家居											
欧派家居	885.49	178.5	21.10%	25.56	23.93%	208.68	16.91%	30.39	18.89%	36.78	50.92
索菲亚	257.74	100.74	20.61%	14.09	18.20%	117.97	17.11%	16.52	17.23%	19.43	14.14
尚品宅配	140.17	81.02	24.39%	5.49	441.67%	93.53	15.45%	6.51	18.56%	52.91	68.89
志邦家居	109.81	49.23	28.19%	5.24	32.56%	60.8	23.51%	6.51	24.15%	22.38	46.15
金牌橱柜	71.75	34.24	29.70%	3.78	29.29%	42.99	25.55%	4.75	25.64%	21.73	45.43
皮阿诺	44.4	21.94	46.89%	2.69	36.49%	28.5	29.90%	3.44	27.79%	19.46	21.23

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (市值取自 2021 年 5 月 26 日; 索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、皮阿诺预期来自 wind 一致预测。)

风险提示:

疫情持续蔓延。疫情蔓延会影响公司的生产、销售以及下游的需求水平, 进而影响公司的业绩。

需求恢复不及预期。需求修复不及预期将会影响公司的收入水平。

竣工和交房不及预期。家居行业受到下游房地产行业的影响较大, 竣工和交房不及预期会影响公司的需求。

渠道和产品拓展不及预期。如果公司的渠道和产品拓展不及预期将会影响公司的收入增速, 进一步影响公司的盈利情况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com