

2021年07月02日

欧派家居 (603833.SH)

欧派持续领跑的能力价值几何?

■家具行业集中度提升之势渐显，龙头持续领跑能力不可小觑：根据国家统计局数据，2018年以来我国规模以上家具制造企业收入总额稳定在近7000亿元；我国住宅商品房市场仍受到城镇化率走高、新生儿出生等因素推动，预计未来5年居民住房需求将保持在15亿平方米以上。头部定制品牌凭借渠道优势、品类扩张、产品升级、设计创新等不断抢占市场，基于行业对线下渠道的高依赖度，疫情催化集中度提升，2020年行业CR5达到5.2%，较三年前提升2.5pct。其中欧派家居领跑行业，2020年收入147.4亿元，市占率达2.1%，位列行业之首。

■欧派率先布局品类扩张，领先布局整装大家居：欧派以厨卫为起点，自2003年起新增卫浴、衣柜、木门、墙饰、沙发及床垫等业务。相较于其他家具企业自2010年前后开始进行品类扩张，欧派抢先卡位，积极拓店，并利用橱柜在装修链条前端的优势向其余品类引流，2013-2020年，欧派非橱柜业务收入CAGR为38%，橱柜业务收入CAGR仅为13%。随着整装大家居战略的进一步落地，公司经营产品品类将愈发丰富，触及前端流量入口，有望带动公司规模进一步增长。

■掀起“无醛”板材风潮，“净醛”产品强力出击：消费者对家具环保性能要求普遍较高，2020年8月公司率先推出“0元免费升级无醛添加爱芯板”活动，一改无醛板较E0级板材贵200-400元/平方米的现象，抢占先机。同时相较于友商后续陆续推出的无醛套餐，欧派推出的“19800元/22平方米全屋升级套餐”仍具有一定的性价比优势。2020Q3公司衣柜收入实现YoY+29%的快速增长。2021年公司已经推出全新“净醛”产品，彰显研发实力，领跑行业，抢占份额。

■渠道优势显著，探索仍未停歇：欧派经历多年积累铸就了渠道方面的显著领先优势，早年间公司抓住地产“黄金”及“白银”时期快速铺设终端门店，截至2020年末，公司终端门店数量达到7154家，领先第二位多达2745家。尤为特别的是，欧派于2013年底引入红星美凯龙控股子公司作为战略投资者，帮助欧派建立了卖场优先选位的显著优势。此外，在渠道下沉的过程中，公司开创性地提出“城市合伙人计划”，以更轻资产的模式加快后疫情时代抢占市场的步伐。

■投资建议：公司全品类联动扩大客单值，多渠道布局丰富流量入口，市占率保持提升。预计公司2021年~2023年的EPS分别为4.33/5.21/6.08元，给予公司2021年40倍PE，对应目标价为173.2元，维持买入-A的投资评级。

■风险提示：市场竞争加剧，原材料成本上升，房地产市场政策收紧

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13,533.4	14,739.7	18,351.5	21,935.7	25,549.6
净利润	1,839.4	2,062.6	2,608.3	3,137.5	3,663.8
每股收益(元)	3.04	3.41	4.33	5.21	6.08
每股净资产(元)	15.82	19.74	23.03	27.20	32.06

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	49.6	44.2	34.9	29.0	24.8
市净率(倍)	9.5	7.7	6.6	5.6	4.7
净利润率	13.6%	14.0%	14.2%	14.3%	14.3%
净资产收益率	19.2%	17.3%	18.8%	19.2%	19.0%
股息收益率	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%
ROIC	37.1%	26.5%	42.9%	58.2%	61.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他轻工

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：173.2元
 股价(2021-07-02) 146.50元

交易数据

总市值(亿元)	844
流通市值(亿元)	844
总股本(亿股)	6.06
流通股本(亿股)	6.06
12个月价格区间	80.93/173.02元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

张立聪 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

雷慧华 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450516090002
 leihh@essence.com.cn
 021-35082719

吕科佳 报告联系人
 lvkj@essence.com.cn

相关报告

- 欧派家居：订单高增得到验证，盈利改善彰显实力/张立聪 2021-04-30
- 欧派家居：收入增速全面崛起，彰显龙头风采/雷慧华 2021-04-23
- 欧派家居：下游需求不断释放，全渠道&全业务贡献增量/雷慧华 2021-01-26
- 欧派家居：各业务全面恢复，利润增长超预期/雷慧华 2020-10-30
- 欧派家居：Q2业绩恢复增长，衣柜、大宗、整装增长较快/雷慧华 2020-08-28

内容目录

投资要点.....	5
1. 欧派家居：根扎越深，枝叶越蔓的家具龙头	6
2. 行业规模可观，龙头成长空间依旧广阔	7
2.1. 房市影响渐弱但存，精装渗透率持续提升	7
2.2. 存量房装修需求释放	10
2.3. 市场规模空间广阔	10
2.4. 家具市场格局：行业集中度亟待提升	11
3. 持续领跑的能力不可小觑	12
3.1. 率先铺开布局，“整装”待发	13
3.2. 抢占无醛先机，净醛出击	17
3.3. 渠道优势显著，推出“合伙人”制度	20
4. 财务情况.....	24
5. 盈利预测与估值.....	26
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1: 欧派家居营业收入	6
图 2: 欧派家居归母净利润	6
图 3: 欧派家居品类扩张历程图	6
图 4: 欧派家居品牌矩阵	6
图 5: 欧派家居分业务收入	6
图 6: 欧派家居分业务收入增速	6
图 7: 欧派家居分渠道收入	7
图 8: 欧派家居分渠道收入增速	7
图 9: 欧派家居股权结构	7
图 10: 当月住宅竣工面积增速及家具零售同比增速	8
图 11: 房地产开发(住宅)投资额完成额	8
图 12: 定制家具企业门店总数	8
图 13: 定制家具企业收入同比增速	8
图 14: 精装房套数及增速	9
图 15: 精装房渗透率	9
图 16: 精装修配套体系	10
图 17: 细分部品市场空间预计	10
图 18: 一线城市二手房与商品房交易比例	10
图 19: 重新装修的普遍期望年数	10
图 20: 住宅需求面积测算(单位: 亿平方米)	11
图 21: 我国规模以上家具制造企业营业收入	11
图 22: 我国家具制造企业数量	11
图 23: 我国部分上市家具制造企业收入(亿元)	12
图 24: 我国家具制造企业亏损企业占比	12
图 25: 家具制造企业 CR5	12
图 26: 家具制造企业市占率	12
图 27: 欧派家居品类布局历程图	13
图 28: 欧派家居分品类收入(亿元)	13
图 29: 欧派家居不同业务收入同比增速	13
图 30: 欧派家居终端门店拆分	14
图 31: 欧派家居单店收入	15
图 32: 欧派家居分产品单店销量同比增速	15
图 33: 装修流程示意图	15
图 34: 欧派家居橱柜及衣柜业务收入占比及增速	16
图 35: 索菲亚橱柜及衣柜业务收入占比及增速	16
图 36: 欧派整装大家居加盟基本条件	17
图 37: 消费者在购买定制家具时最为注重的因素	18
图 38: 定制家具龙头企业无醛优惠套餐	19
图 39: 欧派家居橱柜及衣柜业务收入占比及增速	20
图 40: 索菲亚橱柜及衣柜业务收入占比及增速	20
图 41: 2020 年家具企业各渠道收入占比	20
图 42: 定制家具企业终端门店数量	21

图 43: 欧派家居四大生产基地情况	21
图 44: 公司在各级城市的门店数量	22
图 45: A 类城市门店占比	22
图 46: 定制家具企业经销商数量	22
图 47: 欧派橱柜加盟基本条件	23
图 48: 红星美凯龙上海沪南路商场 3 层布局	24
图 49: 家具企业 ROE	25
图 50: 家具企业资产负债率	25
图 51: 家具企业资产周转率	25
图 52: 欧派家居总资产	25
图 53: 家具企业毛利率	25
图 54: 家具企业管理费用率	25
图 55: 家具企业销售费用率	26
图 56: 家具企业净利率	26
图 57: 欧派家居经营活动现金流净额	26
图 58: 欧派家居现金循环周期 (天)	26
表 1: 我国精装房相关政策	9
表 2: 欧派家居全屋整装套餐	14
表 3: 整装模式对比	16
表 4: 定制家具企业板材对比	18
表 5: 板材甲醛释放含量标准	18
表 6: 公司业务分拆及预测	27
表 7: 定制家具上市公司估值对比	28
表 8: 调味品上市公司估值对比	28
表 9: 欧派家居 DCF 模型系数 (单位: 百万元人民币)	28
表 10: 欧派家居 DCF 模型敏感性分析 (单位: 亿元人民币)	28

投资要点

定制家具行业空间广阔，行业集中度提升趋势逐步得到印证，欧派作为行业龙头，在规模领先的基础上仍然能够领先行业增长，其投资价值被低估：

- 赛道空间广阔，头部集中趋势显现。根据国家统计局数据，2018 年以来我国规模以上家具制造企业收入总额稳定在近 7000 亿元，存量房及新房均拉动家具需求释放，头部品牌凭借渠道、品类、产品等优势不断抢占市场，2020 年行业 CR5 达到 5.2%，较三年前提升 2.5pct。
- 回溯公司发展历史，欧派持续领跑行业。2020 年公司收入 147 亿元，市占率超 2%，居行业首位。品类扩张方面，欧派早在 2003 年起便逐步新增卫浴、衣柜、木门、墙饰、沙发及床垫等业务，领先友商 5 年以上；渠道方面，公司率先发力扩张，建立了成熟且完善的经销商管理考核及帮扶制度，截至 2020 年终端门店共计 7154 家，领先第二位多达 2745 家；产品方面，2020 年 8 月抓住无醛风潮，利用免费升级活动抢占先机，在有效营销的支持下，2020Q3 衣柜收入 YoY 达到 29%。
- 欧派的领先源自于前瞻性的布局，有望延续。公司以橱柜起家，充分利用橱柜在装修链条前端的优势向其他品类引流；率先进军整装市场，触达更为前端的流量入口；早年间引入美凯龙作为战略投资者，获得卖场卡位优势；开创合伙人制度，加快下沉抢市场的步伐；升级无醛及净醛板材，持续迭代保持领先优势。
- 欧派是消费领域不可多得的规模大&增速快的龙头企业，可享有合理的估值溢价。参照调味品领域的海天味业，规模领先且增速领先，获得了一定的估值溢价，其 PE 约为行业平均水平的 2 倍。欧派渠道扩张、品类布局、产品创新均显著领先于行业，在规模领先的基础上，仍能够释放接近 20% 的业绩增速，基于定制家具行业接近 20X 的平均估值，可给予欧派家具 40X 的 PE 值。

有别于市场的观点

市场普遍认为家具需求与新房交易捆绑紧密，对二手房交易带来的家具更新需求的认知不足。近年来，存量房市场的重要性逐步提升，带动家具更新需求提升。尤其是一线城市存量房交易套数甚至出现反超，2021Q1 北京、上海、深圳的二手房销售套数与商品房销售套数之比分别达到 1.5、1.6、1.0（2019Q1 分别为 1.5、1.1、0.8）。参照美国的情况，2021 年 1-4 月美国成房销售（折年数）585 万套，同期美国新房销售数量（折年数）仅为 86 万套。

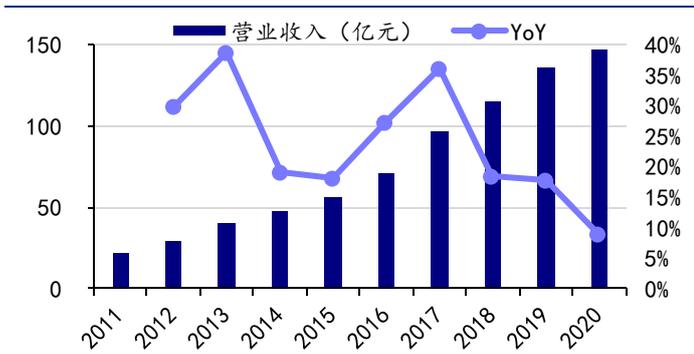
市场普遍认为转变往往是公司在落后阶段不得已而为之，但是欧派作为行业龙头，能够身处领先保持“清醒”、主动谋变，并且在变革过程中维持领先。回溯来看，早年间公司已经成为我国的龙头橱柜企业，仍领先行业内友商超 5 年时间推动品类扩张，抢先布局衣柜/木门，成为全屋定制的领军者。此后，公司已经成长为定制家具领域的领军者，仍在 2018 年带头进军整装业务，并通过销售配套产品及辅材有效提升客单价，目前整装业务已经进入加速发展期。此外，欧派于 2020 年创新性地推出“合伙人模式”，有效加快下沉渠道的抢占；同年 8 月抢先推出无醛板材优惠升级活动，引领行业无醛趋势。

经过多年深耕，欧派渠道优势显著，目前的市场观点来看，大家普遍认可欧派完善的经销商体系及门店布局；但除此以外，欧派早在 2013 年就引入美凯龙作为战略投资者，使得家居卖场利益与欧派的收益深度绑定，保障欧派能够享有优质门店位置的优先选择权，进一步巩固了欧派的渠道优势。尤其是，2021 年美凯龙推出“轻资产”战略规划，旗下相关的战略投资逐渐进入成熟收获期，将减少在行业内的相关投资，欧派在原有卖场中已经占据了较为优质的门店位置，其优势有望持续。同时，在美凯龙新布局的卖场中，公司具有较强的行业地位及品牌力，仍是优质店铺位置（如电梯附近）的强有力竞争者。

1. 欧派家居：根扎越深，枝叶越蔓的家具龙头

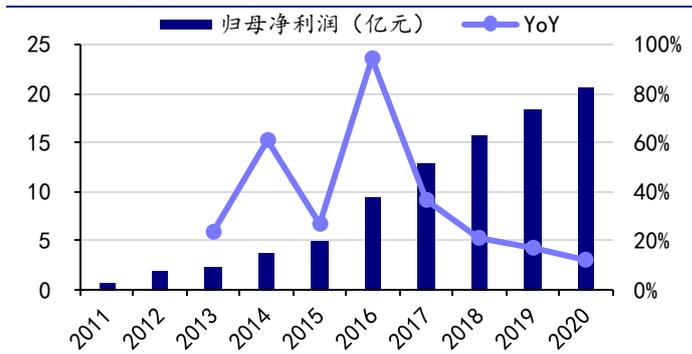
成立于 1994 年，欧派家居以橱柜为起点，逐步向衣柜、卫浴、木门、软装等品类扩张，现已成为国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。2020 年，公司实现收入 147.4 亿元，YoY+9%，归母净利润 20.6 亿元，YoY+12%。根据国家统计局公布的家具制造业收入数据，我们推算 2020 年欧派在我国家具制造业市占率达到 2.1%，同比提升 0.3pct。

图 1：欧派家居营业收入



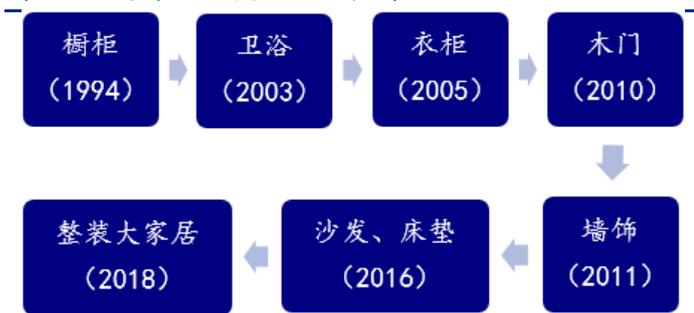
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：欧派家居归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：欧派家居品类扩张历程图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

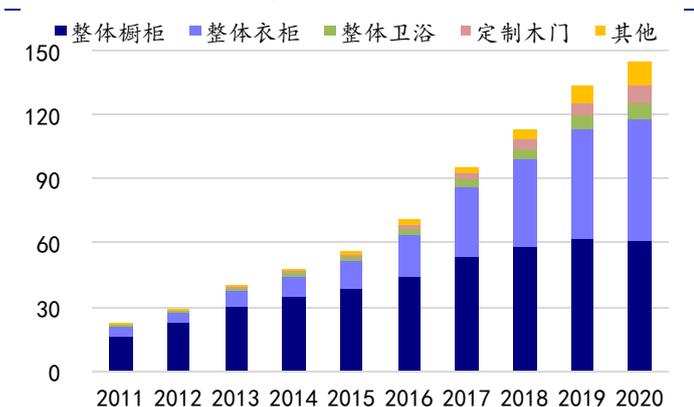
图 4：欧派家居品牌矩阵



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

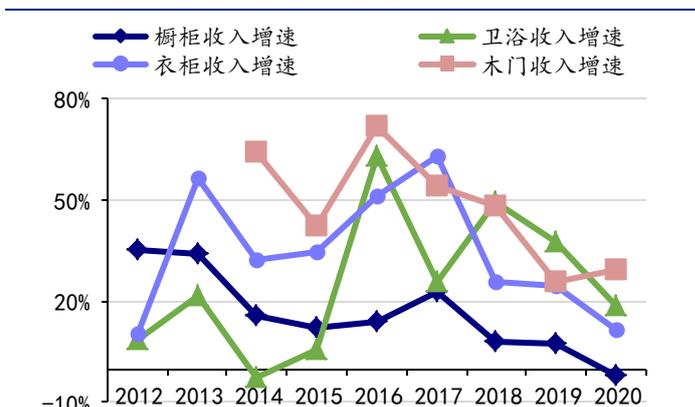
橱柜业务底盘稳定，衣柜业务快速增长。2020 年公司橱柜收入 60.6 亿元，占总收入的 41%，仍位居公司第一大业务，CAGR5 达到 10%。衣柜与橱柜业务差距不断缩小，成为公司规模增长的主要带动力，2020 年收入 57.7 亿元，占比 39%，CAGR5 达到 34%。此外，卫浴/木门也持续贡献增量，2020 年分别收入 7.4/7.7 亿元，CAGR5 分别高达 38%/45%。

图 5：欧派家居分业务收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

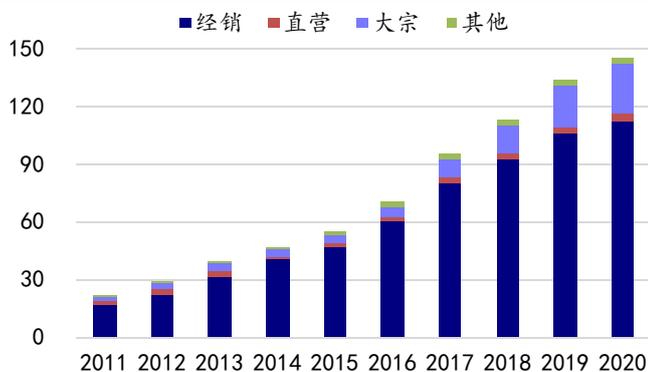
图 6：欧派家居分业务收入增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

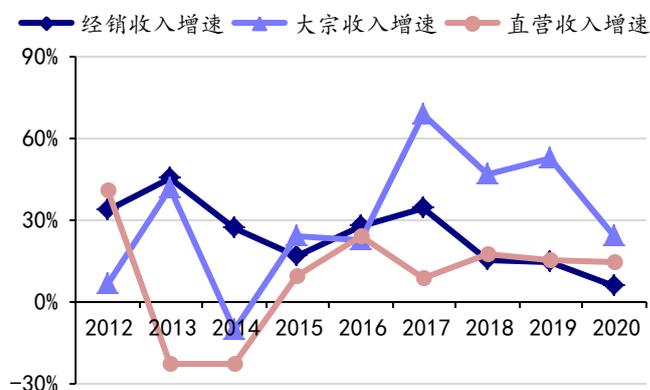
经销模式为主，工程业务快速放量。公司主要通过经销模式推广业务，2020 年经销收入 111.8 亿元，占比达到 77%。此外，公司辅以直营及工程业务。在精装趋势的带动下，公司工程业务收入占比逐年提高，2020 年收入 26.8 亿元，占比由 2016 年 8% 提升至 2020 年的 18%。

图 7：欧派家居分渠道收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

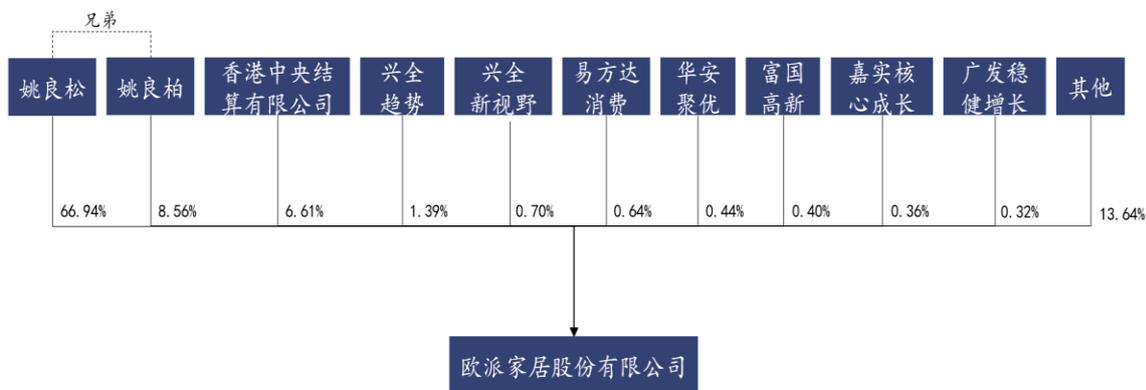
图 8：欧派家居分渠道收入增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司股权结构集中，姚氏兄弟控股。截至 2021 年一季度，公司实际控制人、董事长姚良松先生及其兄弟姚良柏先生合计持有公司股份的 75.5%，股权结构高度集中，利于公司的高效决策及执行。此外，众多机构跻身公司前十大股东，可见欧派家居作为具有良好成长性的龙头企业显著受到市场青睐。

图 9：欧派家居股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：更新至 2021 年一季度披露情况

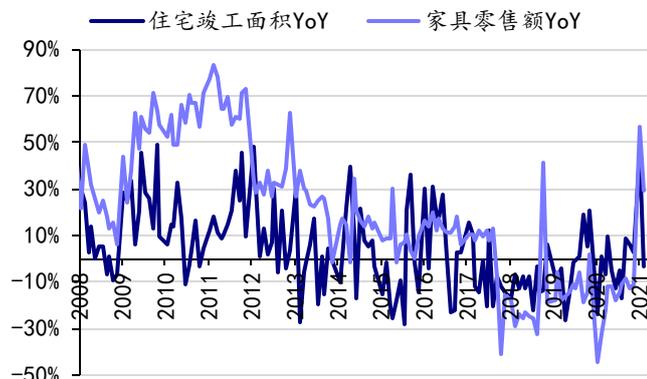
2. 行业规模可观，龙头成长空间依旧广阔

2.1. 房市影响渐弱但存，精装渗透率持续提升

房地产市场的发展直接影响家具消费的需求。房地产项目一般经历施工-竣工及验收-装修等阶段，一般在住宅毛坯竣工验收后的 0.5-1 年内，消费者会进行装修及家具购置。房地产“黄金十年”（1998-2007）、房地产“白银十年”（2008-2017）期间，住宅竣工带动家具装修需求快速增长。根据国家统计局数据，2017 年我国住宅竣工面积达到 7.2 亿平方米，1999-2017 年符合增速达到 9%。虽然 2017 年以来地产景气持续走弱，但新房销售面积仍保持增长，

2020 年我国住宅商品房销售面积 15.4 亿平方米，同比增长 3.2%。

图 10：当月住宅竣工面积增速及家具零售同比增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

注：2021 年数据截至 4 月份

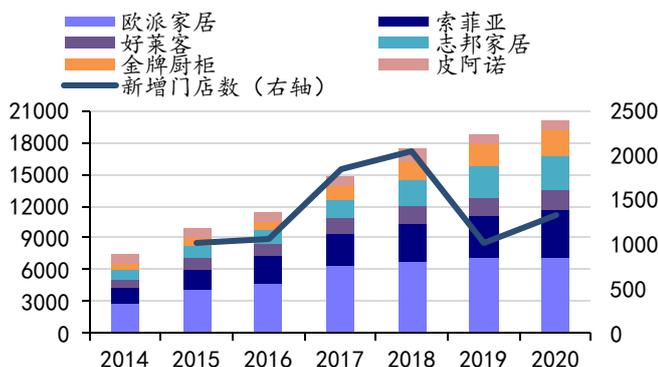
图 11：房地产开发（住宅）投资额完成额



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

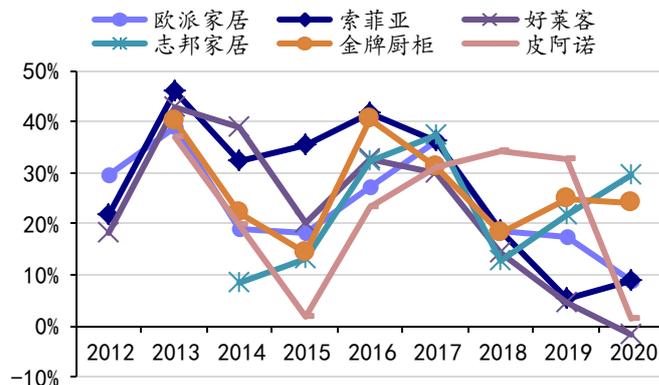
注：2021 年数据截至 4 月份

图 12：定制家具企业门店总数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：定制家具企业收入同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

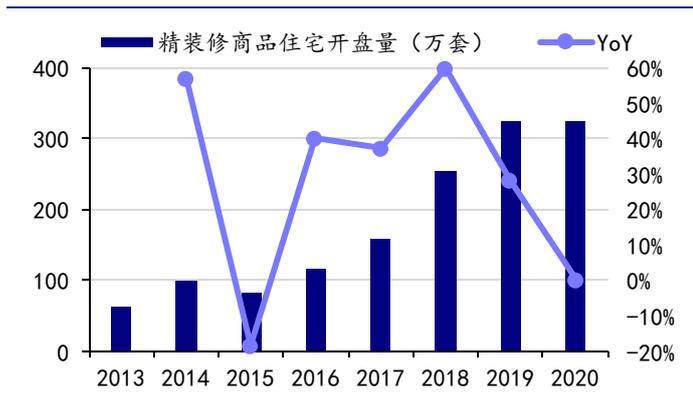
精装占比提升趋势确定性较高，有望成为新房装修需求的主要贡献力量。出于避免二次装修造成的结构破坏、浪费及扰民等现象，国家自 2016 年起推出多项精装房政策，各省市相关细则不断跟进。对于房企而言，相较于精装修各部件的供应商，房企能够享受较低的采购价格&较长的账期。因此在政策推动&经济效应的推动下，房地产企业大力推动精装模式。2020 年我国精装房开盘套数达到 325.5 万套，CAGR5 达到 32%。根据奥维云网统计的我国精装开盘套数及国家统计局统计的住宅竣工情况，我们测算出 2020 年精装房渗透率已经超过 20%，根据住建部及各地住建局《关于加快推进全装修住宅建设的意见》等文件，就各地政策来看，中长期渗透率目标超 80%。精装开盘项目的高增长提前锁定上游家具产品需求逐渐放量。

表 1: 我国精装房相关政策

年份	文件名	内容
1999	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》	首次明确指出推广装修一次到位或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。
2002	《商品住宅装修一次到位实施导则》	鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房，明确全装修内容，规范装修管理、设计、实施等细则。
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	鼓励各地完善扶持政策，推广全装修房。
2011	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	推进建筑全装修，实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
2017	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2019	《住宅项目规范（意见征求意见稿）》	明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置作出明确规定，明确要求卫生间防水耐用须达到 20 年。

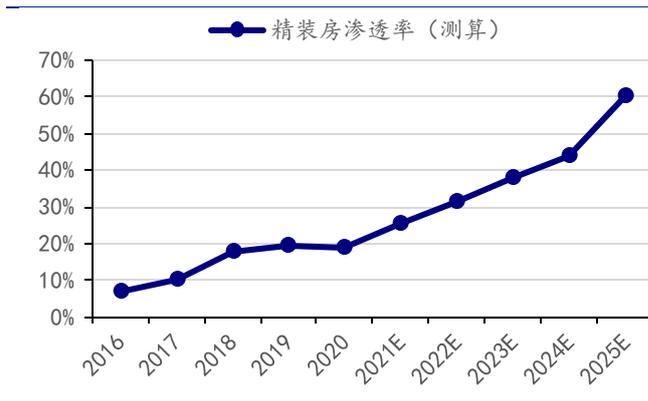
资料来源：住建部相关文件，安信证券研究中心

图 14: 精装房套数及增速



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 15: 精装房渗透率

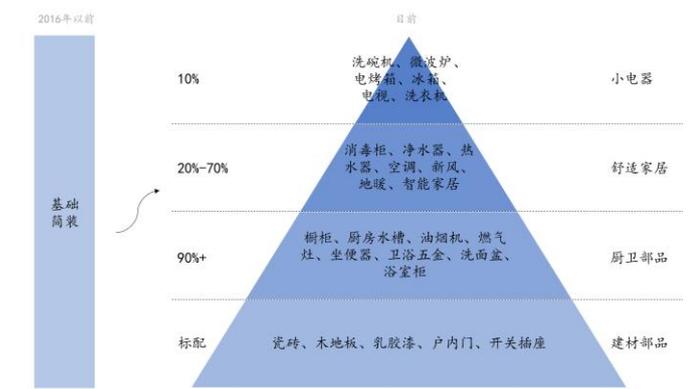


资料来源：国家统计局，奥维云网，统计年鉴，安信证券研究中心

建材&厨卫部品已成精装修标配产品，衣柜渗透率相对较低。根据奥维云网统计情况，厨卫空间的木制家具已经成为精装修的标配产品，精装修渗透率的提升将带动这部分产品零售市场增长速度的大幅放缓。在定制家具中，衣柜的精装修配套率仍相对较低，因此衣柜零售市场受到的冲击相对较弱。

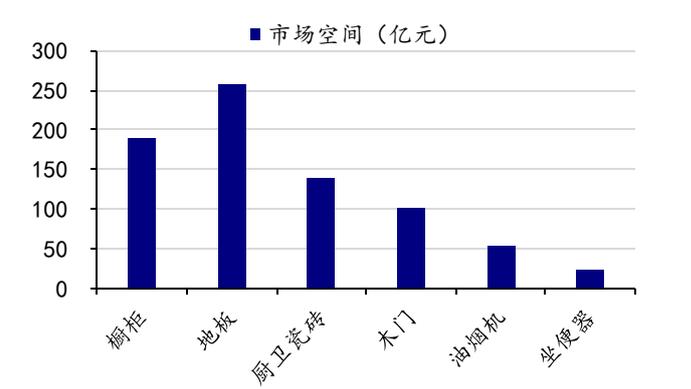
精装修各部品采购额级别有望达到千亿级别。我们草根调研精装房的采购成本在宣称装修标准的 40%-60%左右，按照平均 100 平米一套计算，户均装修成本预计在 6-24 万元左右，根据 2020 年精装房开盘量预计，各类部品采购规模达到 2000 亿以上。从细分部品看，预计瓷砖、木地板的户均采购额分别约为 3000-5000 元、8000-13000 元，户内门约 3000-5000 元，橱柜约 4000-8000 元，厨电约 1000-2000，陶瓷卫浴产品约 500-1000 元。

图 16：精装修配套体系



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 17：细分部品市场空间预计



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

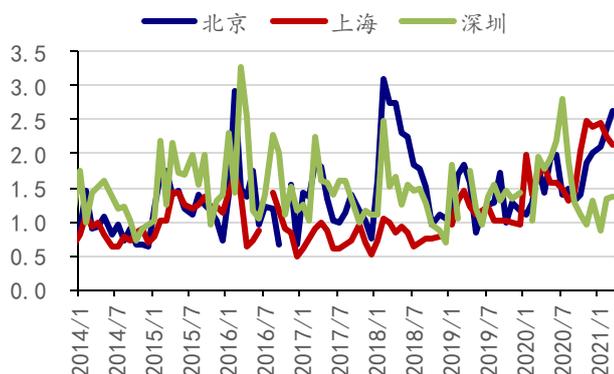
2.2. 存量房装修需求释放

存量房装修需求有望加速提升。经历前期快速发展阶段，相关部门逐步推进科学编制住宅用地供应计划，目前我国房地产市场已经进入存量房时代，据《经济参考报》，2018 年底我国住宅套户比已经高达 1.13。

一方面是二手房交易越发“火热”。参考目前一线城市二手房交易情况，我们跟踪 Choice 数据发现，2021Q1 北京、上海、深圳的二手房销售套数与商品房销售套数之比分别达到 1.5、1.6、1.0（2019Q1 分别为 1.5、1.1、0.8）。存量房市场的快速发展减弱了房地产行业阶段性调整对家具需求的影响，家具需求消费属性有望加强。

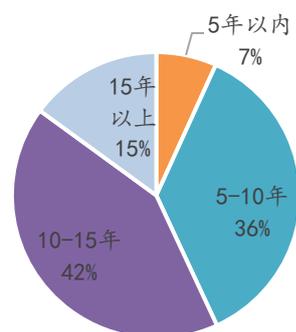
另一方面，“换物不换屋”带来的家具更新需求。随着室内装修&设备的老化以及审美偏好的变化，根据产业信息网统计信息，接近 80%的消费者选择在初次装修后约 5-15 年进行二次装修。二次装修过程中，住户往往对已经老旧的家具产品进行替换，带动相关产品需求有所增长。

图 18：一线城市二手房与商品房交易比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：重新装修的普遍期望年数



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

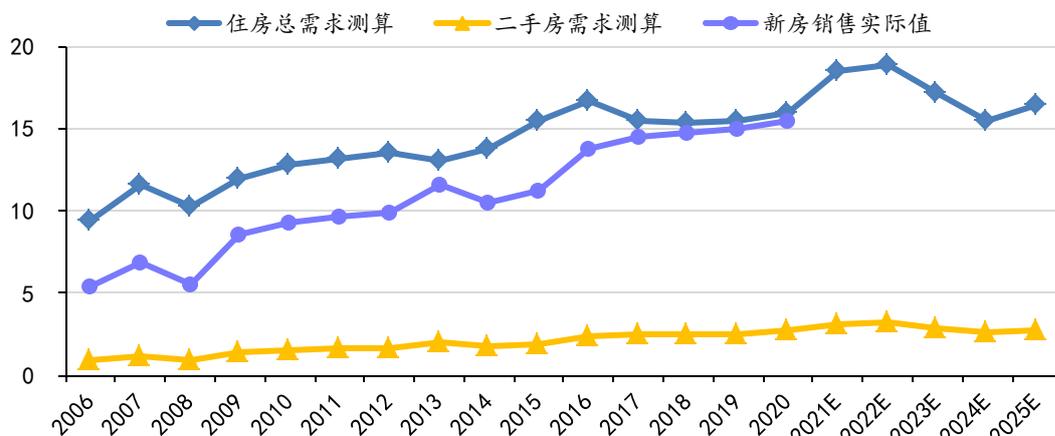
2.3. 市场规模空间广阔

从需求端来看，城镇化率走高、房屋更新、拆迁、新生儿出生、改善需求均是带动住宅销售增长的影响因素。我们推算未来 5 年，居民住房需求仍将保持 15 亿平方米以上，对家居装修行业具有中长期带动作用。1) 城镇化：城镇化人口持续新增，人均建筑面积增长。至 2020

年末，我国城镇化率大约为 60%，日本、美国等发达国家的城镇化水平超过 70%，我国城镇化率仍然有可提升的空间。《国家人口发展规划（2016~2030 年）》表示，2030 年我国城镇化比例将超过 70%，城镇人口可达 10.15 亿人，新增约 1.85 亿；2) 按照 5-15 年更新需求；3) 拆迁；4) 新生儿：年出生人口情况及人均住宅建筑面积需求；5) 改善：有一定比例的城镇人口对住宅环境的改善具有需求，假设这部分需求的人均住宅面积需求大于平均数。

供给端来看，新房+存量房均成为住宅需求的重要来源。其中，存量房供给占比约为 15%。根据 5-15 年更换周期保守推算，目前我国二手房需求占比在 15%左右，而随着 2003 年以来我国新建房逐步进入翻新周期，将拉动家具家居翻新需求快速增长期，拉动家具消费需求稳健增长。

图 20：住宅需求面积测算（单位：亿平方米）

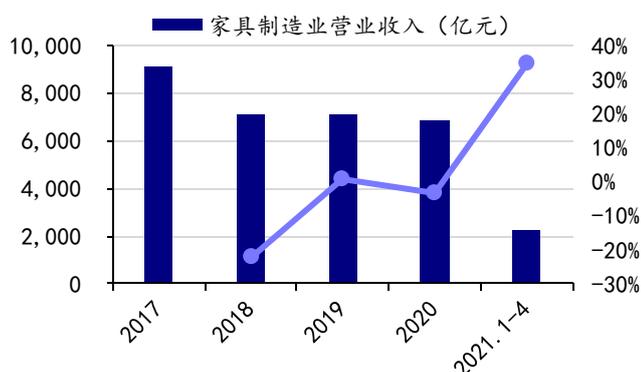


资料来源：国家统计局，奥维云网，统计年鉴，安信证券研究中心

2.4. 家具市场格局：行业集中度亟待提升

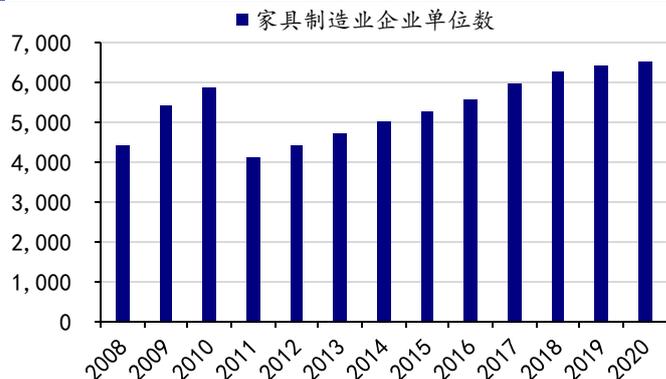
家具制造业仍然呈现出“大行业&小企业”的行业现状。家具用品属于低频消费的生活必需品，行业规模可观，具有收入达到“万亿”级别的可能性。根据国家统计局数据，2020 年规模以上家具制造企业收入达到 6875 亿元，并且自 2018 年以来收入总额稳定在近 7000 亿元。但是由于打制家具曾经盛极一时并且家具的运输费用相对较贵，我国家具行业企业数量众多&规模较小。截至 2020 年底，我国家具制造企业数量为 6544 家，甚至鲜有龙头企业的收入规模超过百亿级别。

图 21：我国规模以上家具制造企业营业收入



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 22：我国家具制造企业数量

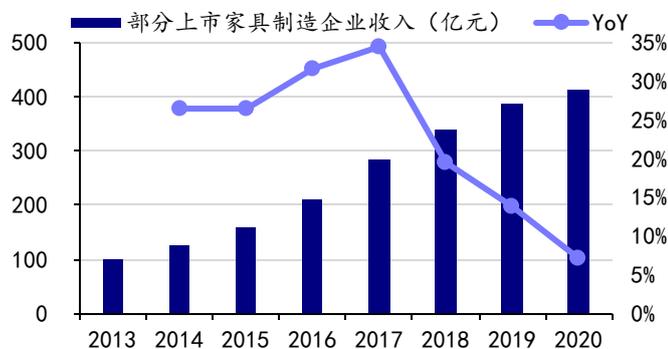


资料来源：Wind，安信证券研究中心

亟待解决的是集中度提升的问题。目前家具行业市场集中度仍维持在极低水平，根据国家统计局数据推算，2020年行业CR5仅为5.2%。在地产红利、人口红利减弱的背景下，行业整体增速放缓&竞争加剧：1) 2017年以来亏损家具企业占比逐年走高，2020年达到32%；2) 在低集中度的情况下，行业缺少相对统一透明的标准，计价方式多样，消费者消费过程中容易产生未能全面了解情况而被“坑”“骗”的感觉。

集中度提升趋势已初显。头部品牌凭借渠道优势、品类扩张、产品升级、设计创新等实现市占率的持续提升，在行业增长趋缓的情况下，体现出了更强的逆市增长势头，近年来市占率不断提升。尤其是，基于家具行业对线下渠道的高度依赖，2020年疫情对中小型企业造成了较大的打击，中小型家具企业资金周转出现问题，头部品牌凭借线上直播等布局快速引流积累订单。2020年CR5较2017年提升2.5pct达到5.2%，其中欧派家居市占率由2017年的1.1%提升至2020年的2.1%。

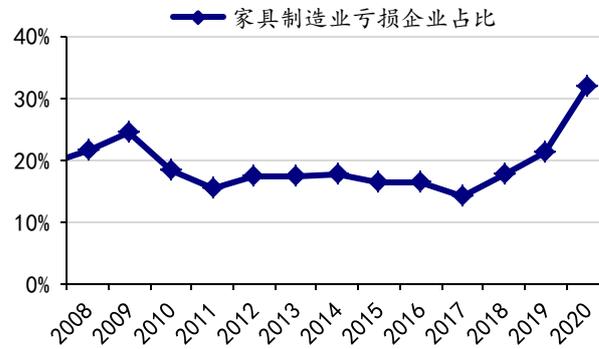
图 23：我国部分上市家具制造企业收入（亿元）



资料来源：国家统计局，公司公告，安信证券研究中心

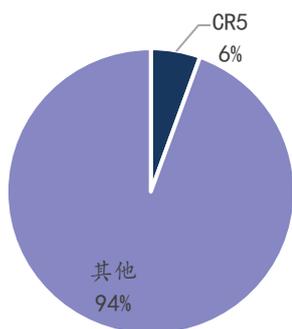
注：统计口径包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居

图 24：我国家具制造企业亏损企业占比



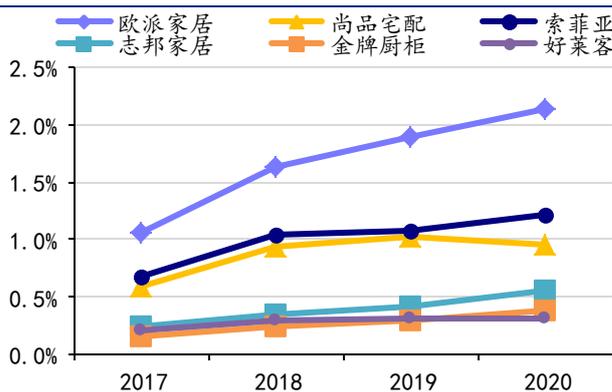
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 25：2020 年家具制造企业 CR5



资料来源：国家统计局，公司公告，安信证券研究中心

图 26：家具制造企业市占率



资料来源：国家统计局，公司公告，安信证券研究中心

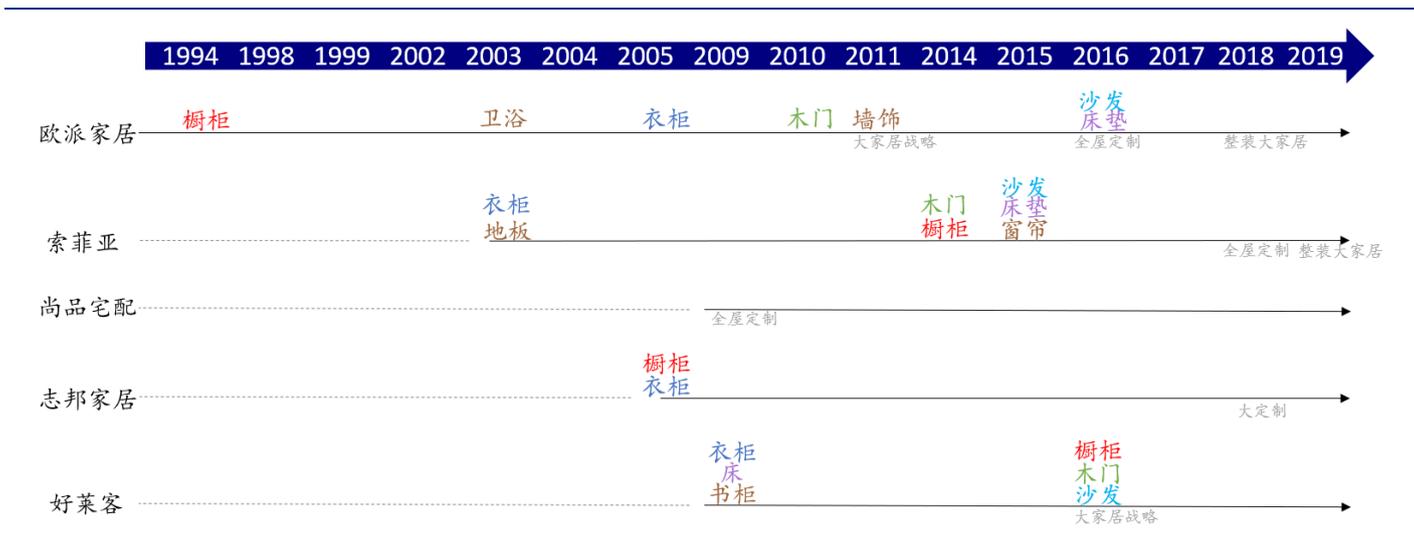
3. 持续领跑的能力不可小觑

在定制家具领域中，欧派行业龙头地位已经得到广泛认可。进一步回溯公司发展历程，欧派在历年历次转折中都彰显了公司持续领跑的强大实力，其背后是对产品、营销、渠道等的前瞻性布局。

3.1. 率先铺开布局，“整装”待发

以橱柜为起点，欧派率先进行品类的横向扩张，奠定“全屋定制”基础。公司以橱柜为基础，自 2003 年以来，依次新增卫浴、衣柜、木门、墙饰、沙发床垫等业务；在此之前，国内定制家具处于起步阶段，反观行业内其他头部企业，布局仍以橱柜及衣柜单品为主，大多数自 2010 年前后开始拓展产品品类。

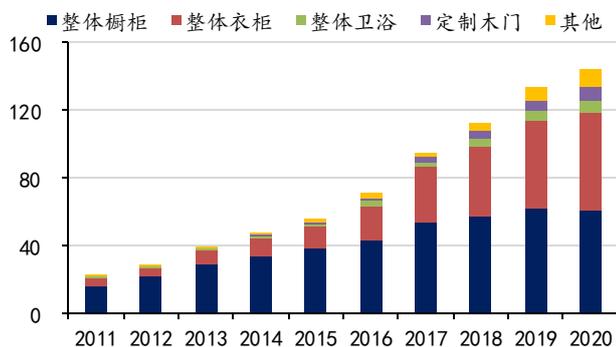
图 27：欧派家居品类布局历程图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

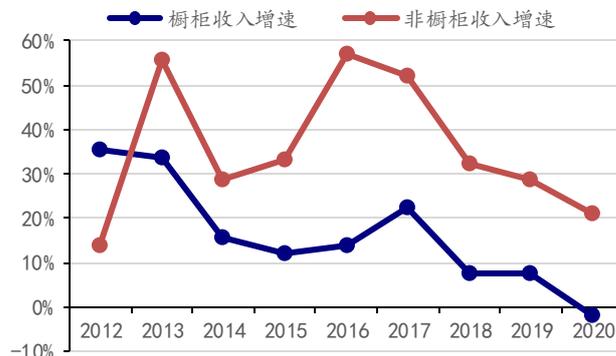
新增业务的快速发展带动公司整体收入保持快速增长。公司非橱柜业务收入同比增速自 2013 年起持续高于橱柜业务，2013-2020 年，橱柜收入 CAGR 达到 13%，非橱柜业务收入 CAGR 为 38%。体量上来看，截至 2020 年，公司橱柜收入 60.6 亿元，占公司总收入的 41%；其中，衣柜收入与之差距进一步缩小，达到 57.7 亿元，占比 39%。

图 28：欧派家居分品类收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：欧派家居不同业务收入同比增速



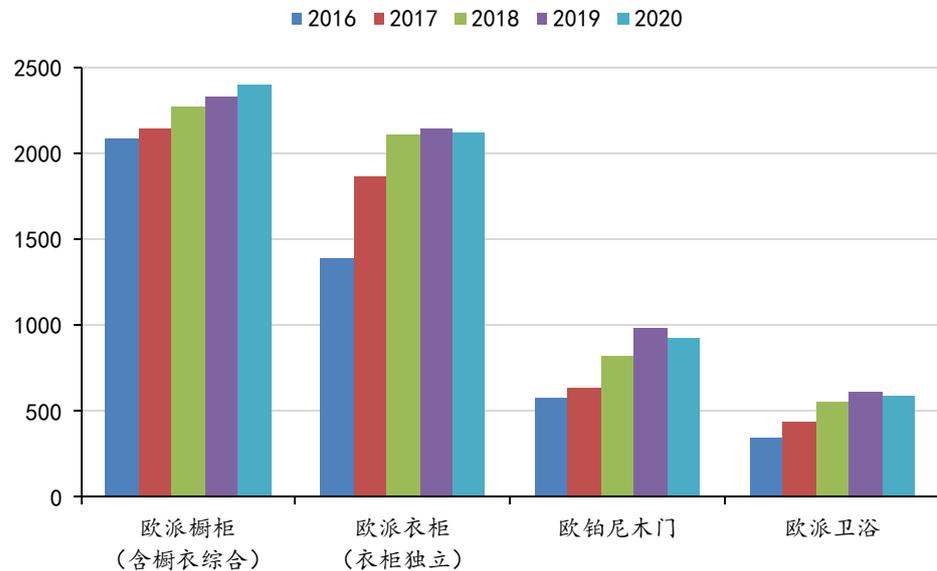
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

细分来看，新品类布局对公司规模增长的带动主要体现在两个方面：

1) 新品类布局带动公司门店持续新增，助力规模扩张。在橱柜业务的基础上，公司陆续新增欧派卫浴、欧派衣柜、欧铂尼木门等业务，大力推进独立店和融合店的布局进度。截至 2020 年末，欧派橱柜（含橱衣综合）门店数 2407 家（较 2016 年底新增 319 家），欧派衣柜 2124

家（较 2016 年底新增 730 家），欧铂尼木门 928 家（较 2016 年底新增 350 家），欧派卫浴 588 家（较 2016 年底新增 235 家）。终端渠道是线下零售的“血脉”，新增品类的开拓&扩店有效带动了公司终端的触达能力，通过“毛细血管”一般地布局快速抢占了市场，带动公司规模扩张。

图 30：欧派家居终端门店拆分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2) 新品类的加持带动公司单店收入提升。2020 年公司单店年收入达到 207 万元，YoY+8%。拆分来看，客单值&订单数量两者的增长均是有效带动单店效益改善的重要原因。客单值方面，不同品类的产品已经形成相互带货；布局全屋定制业务，公司开拓&整合旗下产品，将单一业务逐步打通至全屋闭环，有效地抬升客单价天花板。订单数量方面，除去 2017 年高基数的影响，根据公司公告，2019、2020 年新增品类单店订单数量的同比增速基本保持在 15% 以上。

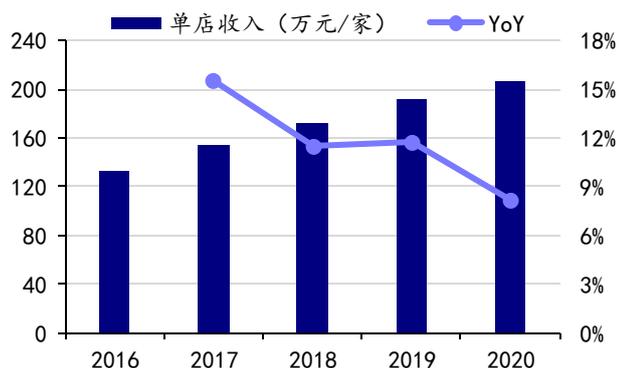
表 2：欧派家居全屋整装套餐

	全屋整装套餐 1	全屋整装套餐 2
价格	三种计费方式可选择：19800 元/22 平方米，11990 元/10 平方米，1299 元/平方米。（面积为投影面积）	498 元/平方米建筑面积（限建筑面积 100 平方米以内的住宅，不满 100 平方米的住宅则按照 100 平方米计价；若超出则需要升级或者将超出部分补齐）。
产品内容	入户柜、电视柜、餐边柜、衣柜、阳台柜（不含榻榻米柜体）	欧派橱柜（3.6 米地柜+3.6 米台面+1.5 米吊柜+水槽龙头+烟机+灶具）、欧派衣柜（时尚系列衣柜+酒柜+电视柜+鞋柜等共 16 平方米）、欧铂尼木门（3 樘木门+配格兰门套+锁具+合页+门吸）、欧派卫浴（浴室柜+水龙头+花洒+马桶）

资料来源：公司官网，旗舰店，安信证券研究中心

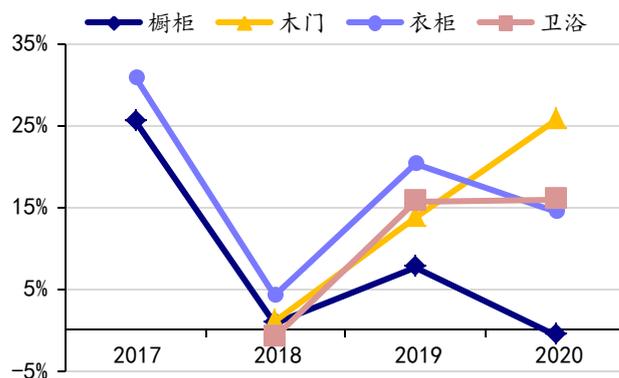
注：套餐数据截至 2021 年 4 月

图 31：欧派家居单店收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 32：欧派家居分产品单店销量同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

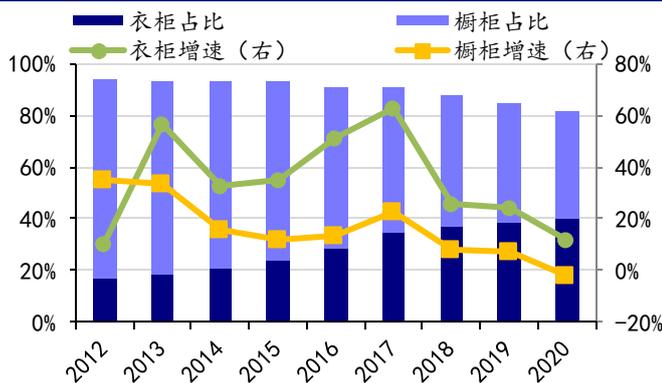
从装修链条来看，定制家具向软体家具、橱柜向其他定制家具引流更为顺利。家具属于低频高价消费品，且以满足基本需求为主，家具市场透明度相对较低，消费者在选购时较易出现“眼花缭乱”的体验感，倾向于信赖“已具有亲身体验”的品牌。公司装修链条中，橱柜定制及安装相对早于其他定制及成品家具，因此相较于友商通过衣柜引流的模式，欧派借橱柜向其他品类引流的效果相对较为出色。

图 33：装修流程示意图



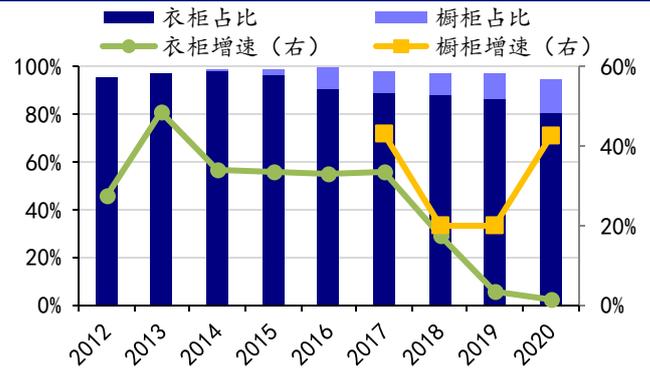
资料来源：一兜糖 APP，安信证券研究中心

图 34：欧派家居橱柜及衣柜业务收入占比及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 35：索菲亚橱柜及衣柜业务收入占比及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在全屋定制的基础上，公司进军整装大家居，致力于为消费者提供一站式家居空间解决方案。公司自 2018 年起开始推进整装大家居业务，顺应市场发展趋势，在新的市场环境下扩展客流、抢占市场。

近年来家具企业纷纷涉足整装业务，流量入口前置，打造“拎包入住”级别的装修服务，带动旗下相关家具产品的销售。面对繁琐的装修环节，越来越多的消费者倾向于采用整装模式进行装修。家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。在全屋定制的经营基础上，众多家具企业已经具备了多品类产品的供应能力，逐步向流量前端进军，涉足“整装大家居”。尤其是，新房逐渐向精装房过渡，整装大家居布局符合行业存量房占比提升趋势的需求。

目前来看，家具企业参与整装仍处于发展初期，主流的模式可分为三种：

- 1) 家具公司总部与头部家装公司展开合作，赋能各地销售终端。
- 2) 家具公司招募整装公司成为经销商，在当地提供装修全链条服务。
- 3) 经销商与当地小型装企展开合作，为消费者提供家装服务。

表 3：整装模式对比

模式	优势	劣势	代表企业
家具公司总部与家装公司总部对接	<ol style="list-style-type: none"> 1) 形成总部对下沉经销商的赋能； 2) 能够借助原有装企的现有渠道完成整装业务的快速布局； 3) 建立整装渠道的专供产品，与传统经销渠道形成区隔； 4) 经销商不太会产生排斥心理； 5) 在特定区域内的合作可建立排他性。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 基于排他性的合作，原有装企会寻求更多的让利； 2) 难以和头部装企形成合作，只能和区域性品牌、中小型家装公司达成合作； 3) 需要打造全新的产品线，研发支出增多。 	索菲亚、尚品宅配
家具公司招募装企成为公司经销商	<ol style="list-style-type: none"> 1) 有效利用家装企业在当地积累的社会关系、客户资源； 2) 家装企业是天然的前置流量入口，向家具品牌形成引流； 3) 采用专供产品，与传统经销渠道形成区隔； 4) 虽不具有强制的排他性，但能够加深与当地装企的合作粘性，出货量有望增加； 5) 跳过传统经销商直接出货，增强终端价格的竞争力。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 容易引起原有当地经销商的排斥，原有经销体系受到考验； 2) 家具品牌前期需要对装企的落地服务能力进行培训，搭建信息化系统等； 3) 需要打造专供的产品线。 	欧派家居
当地经销商与小型装企达成合作	<ol style="list-style-type: none"> 1) 利用原有经销渠道快速布局； 2) 消费者选择多样化，零售业务线的产品也可供选择； 3) 总部服务资源变化不大，经销商自身便完成的引流模式的拓宽； 4) 经销商不会形成排斥心理。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 经过层层加价，产品终端价格较高； 2) 合作稳定性较差，难以保证服务质量； 3) 较难和大型装企形成合作。 	欧派家居、索菲亚、志邦家居等大部分家居企业现行模式

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目前欧派整装大家居主要通过直接选择与各地规模较大、口碑较好的优质家装企业进行合作。借助与家装公司的合作，公司充分利用自身较高的品牌知名度、丰富的产品品类、成熟的信息化系统，对家装企业进行品牌、产品、信息系统的赋能。从分工上来看，欧派主要负责产

品的生产制造及营销支持等，家装公司负责提供设计、安装等落地服务。

经销模式为主，渠道开拓蓄势推进。从具体的合作模式上来看，欧派整装大家居业务以招募整装经销商的模式为主，辅以与装企总部合作、经销商与当地装企建立合作的模式。截至2020年底，欧派整装大家居共拥有361家代理商，开设终端门店426家。目前公司仍在积极招商推进整装加盟，并且对申请人在家装领域的服务能力提出了具体、明确的要求。基于公司经销商管理方面的领先优势，以自主招募经销商为主的模式有望成为欧派整装大家居“坚实而牢固”的壁垒，尽管前期需要投入较多资源进行团队的建设，建成后公司将掌握较强的控制权，服务质量有望得到保障。

图 36：欧派整装大家居加盟基本条件

加盟基本条件 JOIN CONDITIONS								
① 新申请合作欧派整装大家居经销商申请人必须具备相应的家装实力和个人综合能力								
② 新合作申请人的上一年度家装完工户数（即竣工交付业主的户数）须达到如下标准：(单位：户)								
市场级别	A1级市场	A2级市场	B1级市场	B2级市场	B3级市场	C1级市场	C2-C4级市场	
开工户数	1000	700	240	180	120	100	80	
③ 新合作申请人的商场展示须达到如下标准：（单位：平方米）								
市场级别	A1-A2级市场		B1-B3级市场		C1级市场		C2-C4级市场	
专区面积	≥600平方米		≥400平方米		≥350平方米		≥300平方米	

资料来源：欧派官网，安信证券研究中心

信息化发展与整装大家居战略相辅相成。定制家具为非标产品，整装大家居涉及到装流程中的多项业务意味着整装大家居战略将对家具企业的供应链管理能力和供应链管理能力具有较高要求。围绕产品工程数据流（从产品设计到投入生产）、生产信息流（从客户需求到生产指令）、生产工艺流（从来料到成品出货）这三个端到端的过程，欧派以自主研发的信息化管理系统作为纽带，高效打通、集成和融合。通过信息化系统的布局，公司能够有效实现：1) 降低出错率，提升用户体验；2) 设计效率大幅提升；3) 人效显著提升。在助力整装大家居持续改善的同时，整装大家居的高客单价也为公司保证了信息系统高投入的快速转化、兑现。

3.2. 抢占无醛先机，净醛出击

一直以来，家具产品的甲醛释放量备受消费者关心，家具企业也纷纷致力于降低降低产品的甲醛含量。随着消费者对环保家居产品需求的提高，近年来“无醛添加”也成为家居行业备受关注的环保热词。2020年根据南方日报《装修选全屋定制，你觉得靠谱吗？》问卷调查，近七成消费者选择“健康环保”为定制家具时看重的因素，即甲醛含量等标准。消费者在选购衣柜时尤为重视甲醛释放量，考虑到衣柜主要是安置在卧室中，消费者夜间休息时会长时间呼吸其释放出的有害气体，因此企业板材的优势会在衣柜选购中表现得更为“淋漓尽致”。

图 37：消费者在购买定制家具时最为注重的因素



资料来源：南方产业智库，安信证券研究中心

欧派旗下“爱芯板”持续升级，板材升级活动抢占市场。甲醛主要来源于板材所用的粘合剂，板材便是甲醛的主要来源，行业龙头纷纷推出无醛板材产品，例如索菲亚旗下的“康纯板”、好莱客旗下的“原态板”。2016 年欧派推出“无醛添加爱芯板”，甲醛释放量 $\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$ ；2021 年 4 月推出“净醛爱芯板”，甲醛释放量 $\leq 0.005\text{mg}/\text{m}^3$ ，其净醛值达 E1 级板材甲醛释放限值的 89.4 倍。目前领先行业。

表 4：定制家具企业板材对比

公司	板材类型	板材种类	甲醛释放量
欧派家居	无醛添加爱芯板 净醛抗菌爱芯板	颗粒板/刨花板 颗粒板/刨花板	$\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$ $\leq 0.005\text{mg}/\text{m}^3$
索菲亚	康纯板	颗粒板/刨花板	$\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$
兔宝宝	OSB 顺芯板、无醛+阻燃、无醛+防虫蛀	细木工板、胶合板、刨花板	$\leq 0.031\text{mg}/\text{m}^3$
尚品宅配	康净板	纤维板	$\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$
好莱客	原态板 原态 K 板 原态净醛竹板	颗粒板/刨花板 颗粒板/刨花板 颗粒板/刨花板	$\leq 0.01\text{mg}/\text{m}^3$
志邦家居		颗粒板/刨花板	$\leq 0.5\text{mg}/\text{m}^3$
金牌橱柜	纯净版	颗粒板/刨花板	$\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$
我乐家居	无醛添加乐芯板	颗粒板/刨花板	$\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$
皮阿诺	欧松板	颗粒板/刨花板	$\leq 0.5\text{mg}/\text{m}^3$

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

表 5：板材甲醛释放含量标准

日本 JAS 星级标准	GB/T39600-2021 (2021-10-01 实施、推荐)	欧标 EN13986-2015	美国加州 CARB 认证	甲醛排放
F☆☆☆☆	ENF	E1	NAF	$\leq 0.025\text{mg}/\text{m}^3$
	E0			$\leq 0.05\text{mg}/\text{m}^3$
	E1			$\leq 0.06\text{mg}/\text{m}^3$
F☆☆☆☆		E2		$\leq 0.124\text{mg}/\text{m}^3$
F☆☆☆			$\leq 0.3\text{mg}/\text{m}^3$	
F☆☆			$\leq 0.5\text{mg}/\text{m}^3$	
F☆				$\leq 1.5\text{mg}/\text{m}^3$
				$\leq 5.0\text{mg}/\text{m}^3$

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

无醛健康环保战略发布。2020年8月8日，“愿天下无醛”峰会上，公司正式推出“一降到底”的钜惠政策，终端消费者每平方米最高只需加价88元，便可升级更高环保等级的无醛添加爱芯板，且不限套餐、不限花色。同时在8月8日至8月16日期间送出福利，宣布“0元免费升级无醛添加爱芯板”活动，即“全屋19800元/22平方米免费升级无醛添加爱芯板”。

公司抢占先机，订单实现“飙升”。相较于同年9月12日至10月8日索菲亚推出的“全屋19999元/22平方米免费升级无醛添加康纯板”，同年8月15日好莱客推出的“全屋19888元/22平方米原态板+99元/平方米升级原态净醛板”，8月23日尚品宅配也正式加入“0元升级康净板”的行列。欧派已经抢占先机，根据欧派营销部门披露的相关数据，8月8日直播当天，仅欧派衣柜便斩获36000多单；返场一周（8月8日至8月16日）之后，欧派衣柜斩获订单数达到65000多单，这个订单量超过了不少定制家居品牌两个月的订单总量。

同时公司无醛升级套餐性价比仍有相对优势，后来者“难以居上”。对比全屋升级套餐，欧派优惠价为19800元/22平方米，索菲亚及好莱客分别为19999元/22平方米及19888元/22平方米。在价格略低的基础上，欧派的无醛板材甲醛释放量却能与友商抗衡，“无醛爱芯板”与“无醛康纯板”的甲醛释放量均不超过0.03mg/m³，达到美国环境保护署颁发的EPA(NAF)无醛豁免认可的级别。因此，在公司性价比保持优势的基础上，后来者一同发力加速了无醛板的普及，但是并没有“颠覆”欧派的领先优势。

对于家具行业而言，欧派作为龙头企业正式推动了“无醛添加”的热潮。根据欧派官方公众号，参照过往行情，无醛板均价相较于E0级板材约高出200-400元/平方米，此次欧派无醛爱芯板产品的售价一降到底，彻底打破行业内无醛板材的高价路线，推动无醛产品平价化，推广无醛板材的普及度。尤其是目前定制家具领域仍存在众多未使用环保板材的中小型品牌，无醛板的优惠活动有望进一步吸引新增客户。中小品牌的优势主要在于产品相对低廉的价格，但考虑到无醛产品成本的成本相对较高，往往产品甲醛释放量较浓；此次无醛板材的钜惠活动将进一步凸显产品的性价比，进一步催化后疫情时代欧派是产率的提升。

图 38：定制家具龙头企业无醛优惠套餐

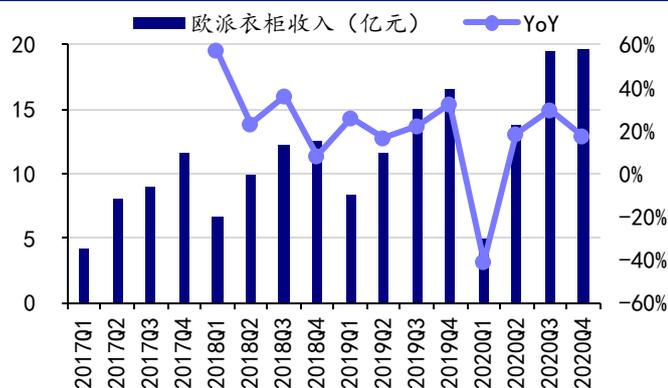


资料来源：公司官网，泛家居圈，安信证券研究中心

借助低价无醛套餐，欧派衣柜实现超越。公司把握市场需求，抢占先机，2020Q3 欧派衣柜

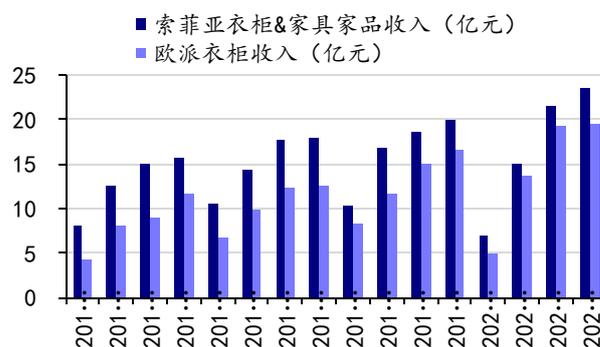
实现收入 19.4 亿元，YoY+29%；与索菲亚旗下衣柜及家具家品收入总和的差距显著缩小。

图 39：欧派家居橱柜及衣柜业务收入占比及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 40：索菲亚橱柜及衣柜业务收入占比及增速

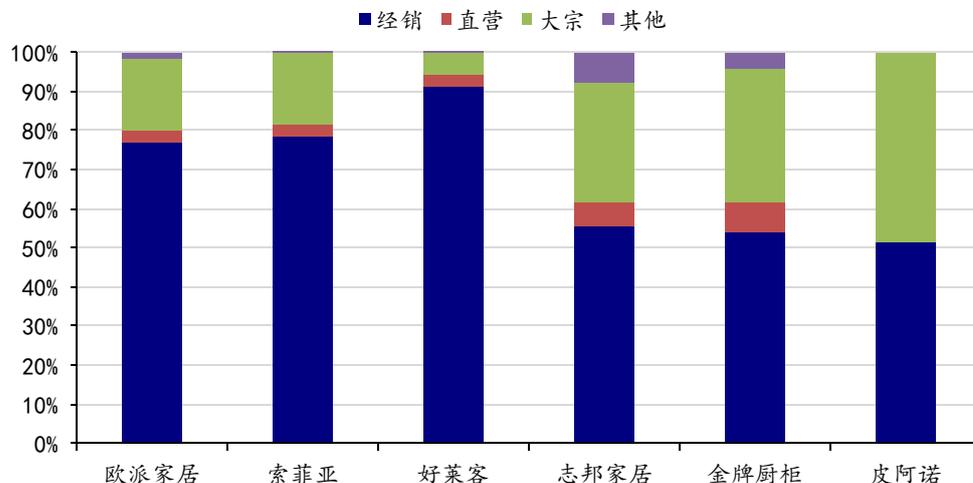


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 渠道优势显著，推出“合伙人”制度

渠道方面，欧派以经销模式为主，直营、工程、出口业务为辅。定制家具企业多采用经销模式快速下沉、抢占市场，发挥经销商在当地的社会关系优势，2020 年欧派经销收入 111.8 亿元，YoY+6.0%。此外，直营店收入 4.0 亿元，YoY+14.7%；工程渠道快速增长，2020 年收入 26.7 亿元，YoY+24.1%。

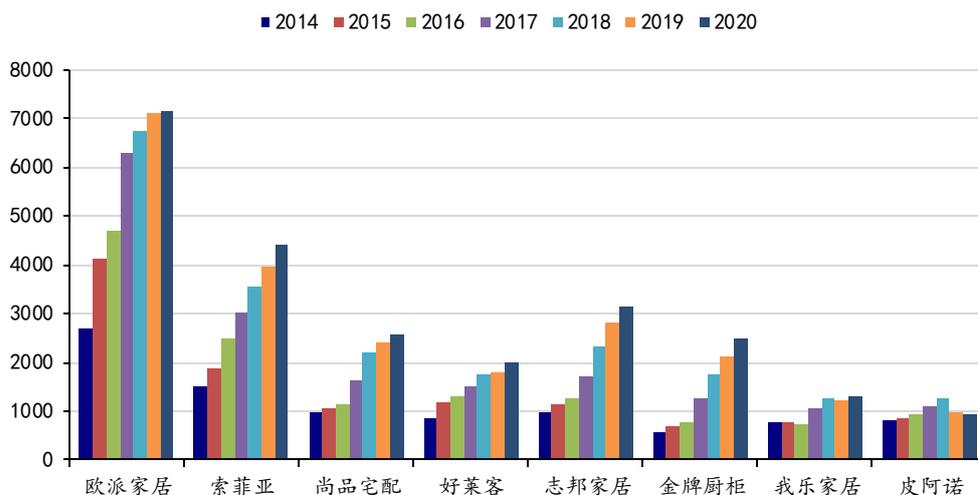
图 41：2020 年家具企业各渠道收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司经销渠道维持领先优势。房地产“白银十年”阶段，定制家具企业通过快速扩张渠道抢占市场。基于原先的领先优势，公司进一步开拓终端门店数量，抓住行业发展红利，领先优势进一步扩大。2014-2018 年期间，欧派净新增门店 4038 家，截至 2018 年底门店总数达到 6738 家，在可比上市公司（见图 42）门店总数中的占比由 29%提升至 36%。此后，欧派终端门店数量保持行业领先，截至 2020 年末，欧派终端门店数量达到 7154 家，领先第二位多达 2745 家。

图 42: 定制家具企业终端门店数量



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

渠道的全面布局, 推动公司市占率提升。家具产品单价相对较高, 其消费属于低频消费, 消费者往往依赖线下渠道; 但运费往往由经销商承担, 家具体积相对较大, 运费相对昂贵, 导致部分经销商更为偏好当地区域品牌。同时落地服务环节较多, 从打制家具衍生而来的当地家具企业仍具有一席之地。头部品牌的解决方法:

1) 全国设厂。除运输费用影响以外, 家具产品运输路程较远亦会导致交货期延长, 因此全国性的产能布局能够有效解决运输费用及运输时效的问题。目前欧派旗下的定制家具产品生产总规模居行业第一, 形成东 (江苏无锡)、南 (广东清远)、西 (四川成都)、北 (天津) 四大生产基地, 辐射全国。

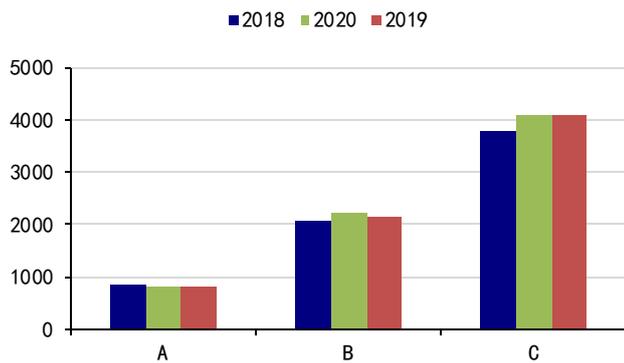
2) 推动渠道下沉。公司根据市场情况将全国城市分为三层 (A、B、C) 九级, 代表的城市级别逐渐下沉。其中, A 级城市门店数量占比持续下降, C 类城市门店数量保持正净增长; 尽管目前不同层级门店收入的占比仍相对均衡, 但一线城市竞争格局已较为固定, 下沉市场将成为公司业绩增长的主要拉动力, 成为公司后续的重要发展点。

图 43: 欧派家居四大生产基地情况



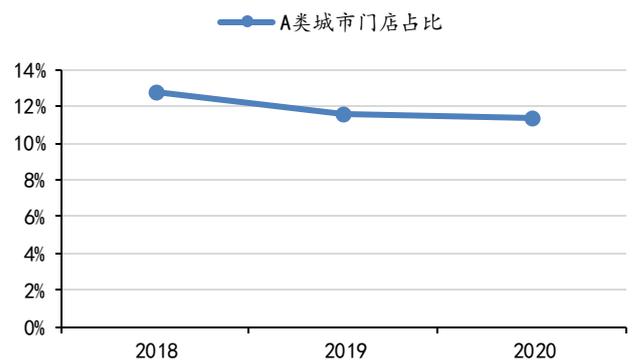
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 44：公司在各级城市的门店数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 45：A 类城市门店占比

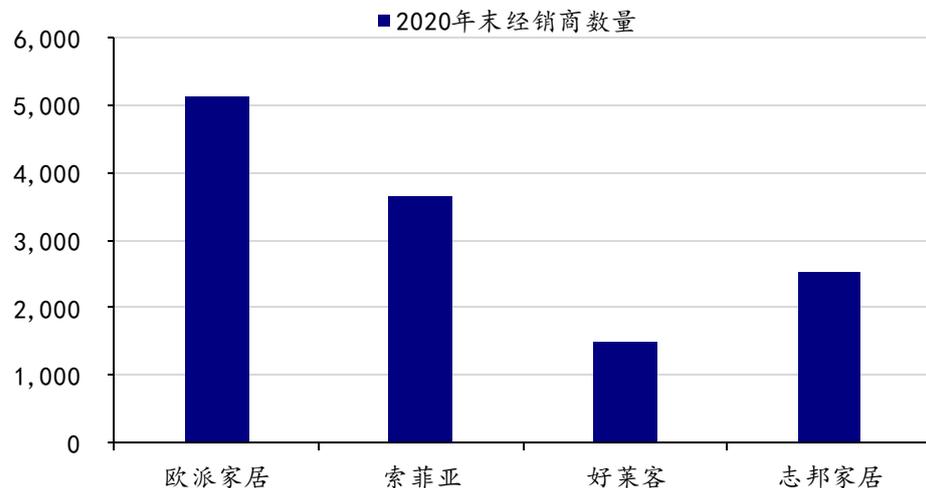


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

渠道成功发展的背后是公司经销商管理的先进性&持续完善，较难被颠覆。经销商与品牌方两者相辅相成，品牌给予经销商较强的赋能及引流，经销商为品牌商贡献业绩。出于两者的互惠互利，往往品牌下的大经销商与品牌能够建立较强的粘性，这部分经销商是品牌方的宝贵财富；同时部分经营不善的经销商则会形成拖累，需要及时优化。1) 首创千分考核制；2) 优化比例，优质经销商资源已经绑定，相对较弱的已经被优化，在友商调整后仍然具有累积优势。

公司积淀的优质经销商资源构成中坚力量。经销渠道的建设非一日而成，公司经过多年的积淀，构建了一只强有力的经销商队伍。截至 2020 年，公司共有经销商 5124 位。根据欧派官网公众号信息，截至 2020 年 8 月，公司仍是定制行业中唯一一位拥有数十位破亿经销商的企业。

图 46：定制家具企业经销商数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

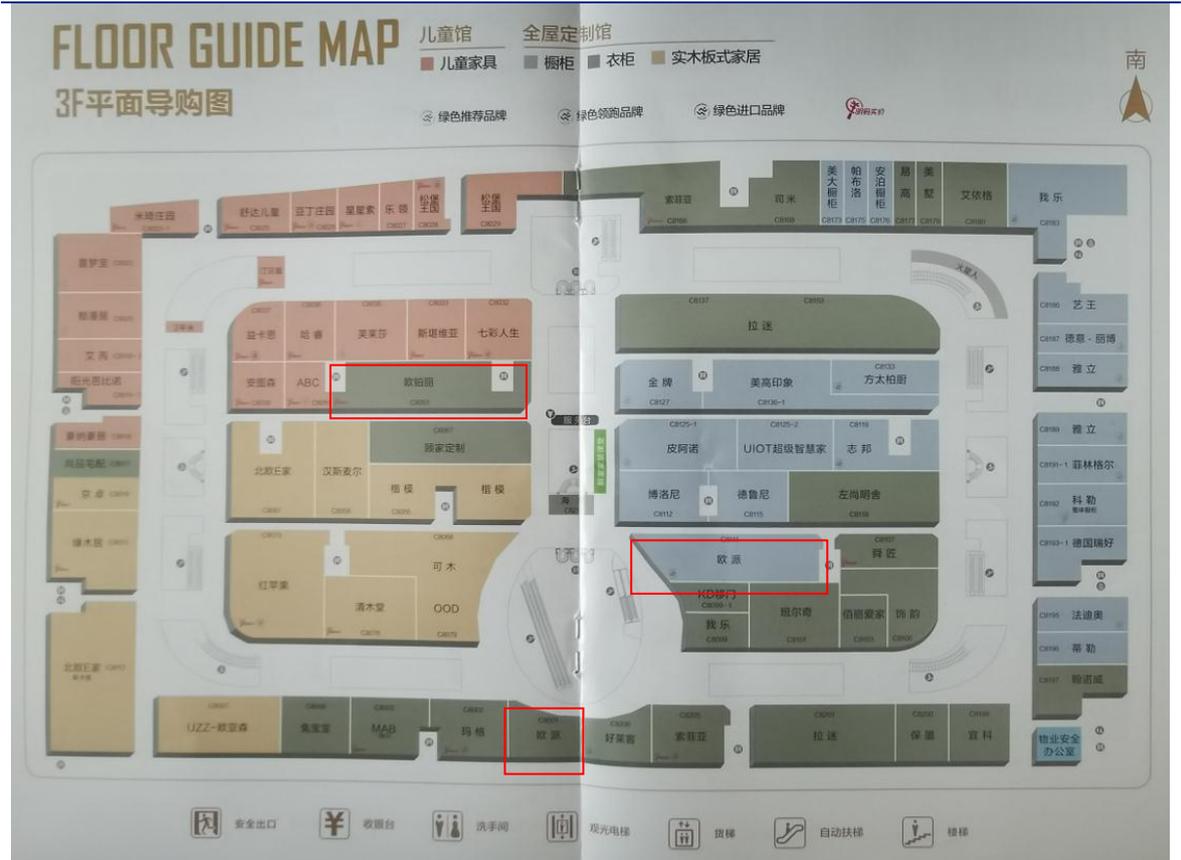
图 47：欧派橱柜加盟基本条件

加盟基本条件 JOIN CONDITIONS								
1. 资金实力 (以银行正式存款证明原件为准) :								
市场等级	A1级市场	A2级市场	B1级市场	B2级市场	B3级市场	C1级市场	C2级市场	C3、C4级市场
验资证明(万元)	1000万	600万	300万	200万	150万	100万	80万	60万
	A1级			欧派橱柜店数量≥10家			欧派橱柜经营总面积≥2200平米	
	A2级省会			≥7			≥1600	
	A2级副省级			≥6			≥1400	
	A2级地级市			≥5			≥1200	
	B1级省会			≥4			≥1000	
	B1级地级市、区、县			≥3			≥800	
	B2级省会及地级市			≥2			≥550	
	B2级非地级市、B3级地级市			≥2			≥400	
	B3级非地级市、C1级地级市			≥1			≥300	
	C1级非地级市、C2级			≥1			≥200	
	C3、C4级			≥1			≥150	
2. 申请人的综合实力要求:								
(1)从事建材家居或相关行业的市场精英,且在当地市场销售业绩排名靠前;(2)在当地拥有良好的社会关系;(3)在当地主流建材卖场、主流家具商城拥有铺位优先;(4)良好的个人修养和带领团队的能力;(5)大专及以上学历;								

资料来源：欧派官网，安信证券研究中心

从卖场门店位置来看，渠道扩张阶段引入红星美凯龙作为战略投资者，强强联合形成良性循环。公司于2013年12月引入红星喜兆（红星美凯龙控股子公司）等3名战略投资者，其中红星喜兆持有公司总股本的4.99%，成为公司的第三大股东。以上海沪南路卖场为例，3层为定制家具区域，欧派橱柜、欧派衣柜、欧铂丽门店位置均处于中庭及电梯出入口附近，掌握家具卖场自然流量。根据草根调研，红星美凯龙卖场中热门位置一位难求，公司于美凯龙通过股权关系深度绑定，掌握前期渠道开拓红利期的门店选位优势，奠定了良好的发展基础；同时，根据美凯龙2021年中期公开交流会的“轻资产”宗旨，美凯龙将不再进行战略投资，逐渐进入已投项目的收获期，因此欧派的相对优势仍能保持。

图 48：红星美凯龙上海沪南路商场 3 层布局



资料来源：红星美凯龙导购手册，安信证券研究中心

渠道扩张瓶颈渐显，推出“城市合伙人计划”，以“轻”取胜。2020年5月，公司洞察全新商机，橱柜及衣柜两大品类联合发力，推出合伙人计划。经销商承担经营中的复尺、下单、安装、售后等工作，合伙人则主要承担接单转化的工作。

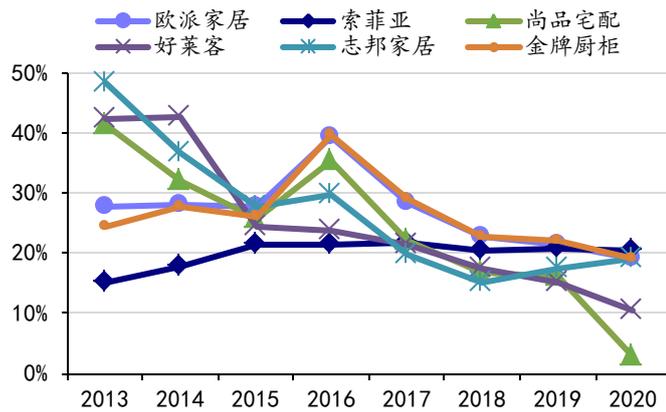
1) 合伙人模式助力公司市占率加快提升。根据公司官方公众号，张家港塘桥镇合伙人胡总，在轻资产模式下，前期投资 22 万元，实现经营 3 个月收回成本的经营业绩。目前来看，众多合伙人均是由小品牌经销商转化而来，有效助力公司在后疫情时代加快抢占市场份额。

2) 对于经销商而言，通过合伙人模式提高了自身在当地的市占率，进一步巩固在当地的竞争优势，能够实现互利共赢。

4. 财务情况

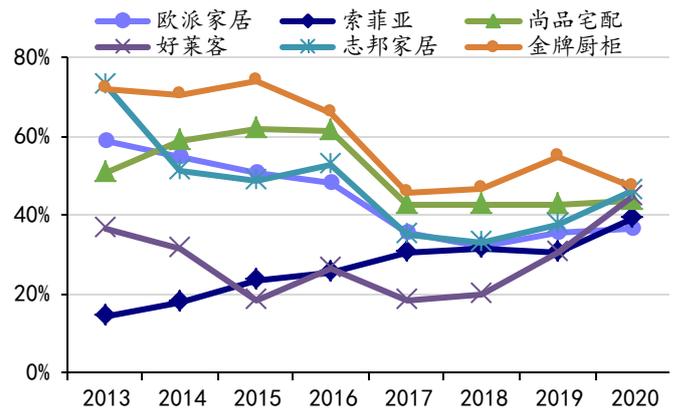
公司 ROE 领先行业。对比定制家具细分领域其他企业，欧派 ROE 水平相对稳定，2020 年达到 19.2%。近年来欧派 ROE 水平小幅下滑主要是受到公司资产负债率不断下滑（由 2013 年的 58.9% 下滑至 2020 年的 36.7%），以及总资产规模持续扩张导致资产周转率下滑（由 2013 年的 1.6 下滑至 2020 年的 0.9）的影响。但在行业整体 ROE 下滑的情况之下，公司 ROE 水平排位由早年间相对落后转变为行业领先。

图 49：家具企业 ROE



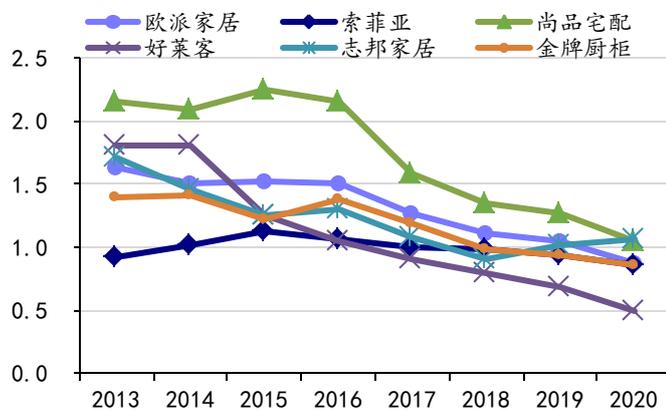
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 50：家具企业资产负债率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 51：家具企业资产周转率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 52：欧派家居总资产

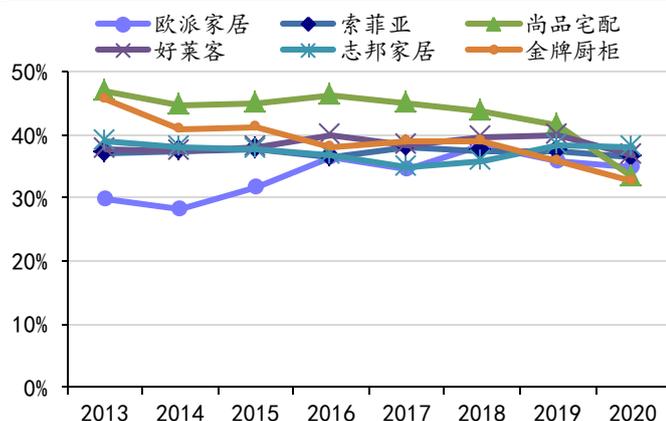


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司费用管控能力出众。随着毛利率更高的衣柜等产品收入占比的不断增长，公司毛利率水平持续提升，2013-2020 年期间由 29.9% 提升至 35.0%。相较于友商，尽管公司毛利率水平并不出众，但是公司费用管控能力突出，尤其是销售费用率显著领先行业，2020 年达到 7.8%。

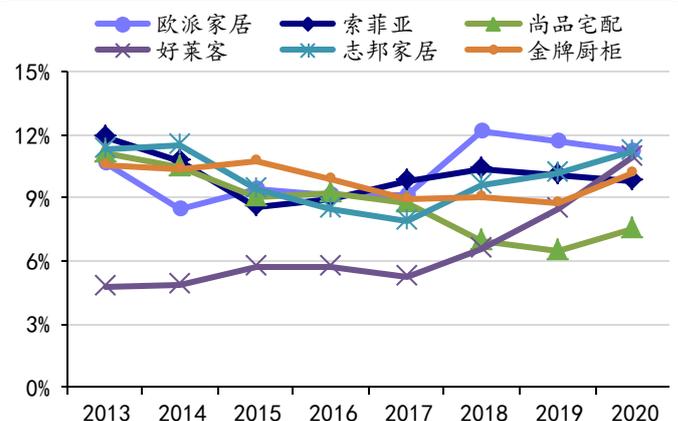
公司净利率表现突出，持续提升。2020 年公司净利率达到 14.0%，仅次于索菲亚，差距仅为 0.7pct。

图 53：家具企业毛利率



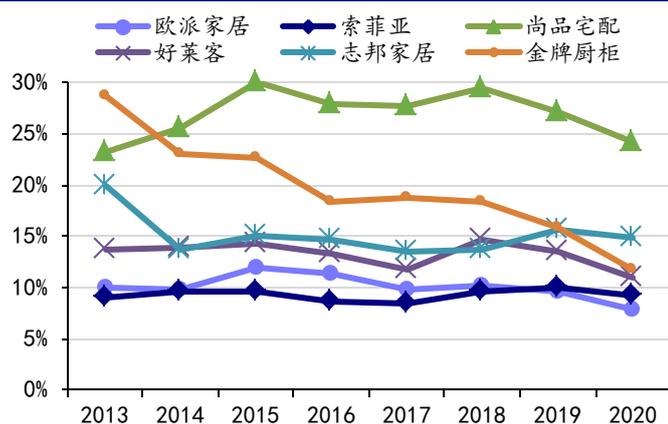
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 54：家具企业管理费用率



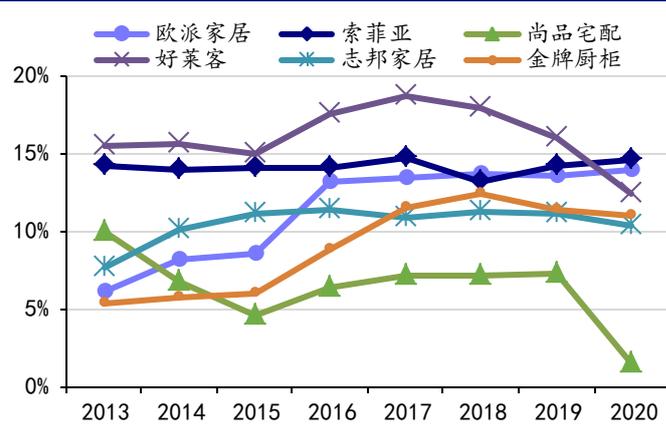
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 55：家具企业销售费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

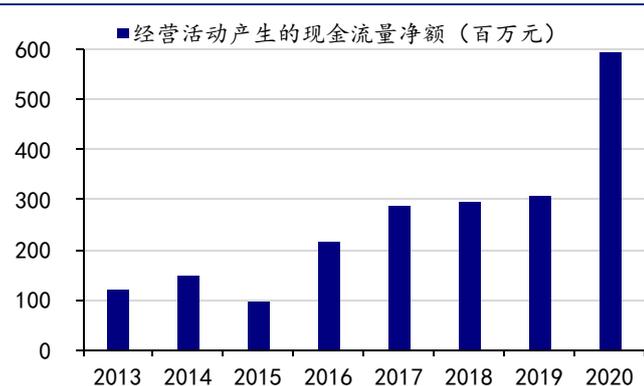
图 56：家具企业净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司现金流周转持续向好。公司仍以零售业务为重，并且作为行业龙头在产业链中具有相对较强的议价权。2020 年公司经营活动产生的现金流净额达到 6.0 亿元，较 2019 年增长 2.9 亿元；净利润现金比率得到好转，达到 1.9（2019 年为 1.2）。同时现金循环周期持续改善，公司资金压力减小，2020 年现金循环周期达到 7.2 天，较上年同期减少 3.4 天。

图 57：欧派家居经营活动现金流净额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 58：欧派家居现金循环周期 (天)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值

公司主要销售渠道分为零售、工程，核心产品包括橱柜、衣柜、木门、卫浴。其中零售渠道主要以经销为主，自营占比尚且较小，因此将零售业务合并计算。

1) 零售渠道（经销及直营）：目前公司仍处于渠道下沉及拓店过程中，同时通过品类联动、产品升级等方式带动单店销售量及产品单价的提升。因此我们从不同品类产品门店数量及单店收入入手进行预测，预计零售业务迎来疫情后的反弹。

2) 工程渠道：公司积极开拓与房地产企业的深度合作，在精装房渗透率持续提升的背景下，公司工程业务占比逐年提升。2020 年末及 2021 年初住宅竣工显著转好将有望带动精装修需求放量，实现快速增长。

表 6：公司业务分拆及预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
零售收入	10903	11583	13446	15345	17290
YoY	14%	6%	16%	14%	13%
毛利率	36%	35%	34%	35%	35%
橱柜	4469	3884	3964	3947	3874
YoY	-8%	-13%	2%	0%	-2%
门店数量	2367	2449	2499	2539	2569
单店收入 (万元)	189	159	159	155	151
衣柜	4374	4879	5965	7187	8615
YoY	12%	12%	22%	20%	20%
门店数量	2144	2124	2174	2224	2274
单店收入 (万元)	204	230	274	322	378
木门	473	531	630	729	836
YoY	21%	12%	19%	16%	15%
门店数量	985	1065	1135	1195	1245
单店收入 (万元)	48	50	55	61	67
卫浴	378	507	553	585	612
YoY	24%	34%	9%	6%	5%
门店数量	611	588	611	621	631
单店收入 (万元)	62	86	91	94	97
欧铂丽	725	860	952	1030	1113
YoY		19%	11%	8%	8%
门店数量	988	928	978	1028	1078
单店收入 (万元)	73	93	97	100	103
工程业务收入	2162	2682	4426	6108	7757
YoY	52%	24%	65%	38%	27%
毛利率	35%	33%	32%	33%	33%
营业收入	13533	14740	18352	21936	25550
YoY	18%	9%	25%	20%	16%
毛利率	36%	35%	33%	34%	35%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

相对估值方面，欧派作为定制家具领域的龙头企业，其规模领先行业，同时业绩增速仍相对较快，因此能够获得一定的溢价水平。我们整理了消费领域具有类似特征的龙头企业，例如调味品领域的海天味业，业绩增速上，根据 Wind 一致预期，海天的 2021-2023 年业绩复合增速 18%，领先大部分调味品企业；规模上，海天市值达到 133 亿元，约为行业中其他调味品企业的 2-4 倍；估值方面，海天获得了一定的估值溢价，其 PE 水平约为行业水平的 2 倍。定制家具行业空间广阔，龙头品牌份额持续提升，欧派渠道扩张、品类布局、产品创新均显著领先于行业，在规模领先的基础上，根据我们的盈利预测，未来三年仍能够释放近 20% 的业绩增速。基于定制家具行业平均 PE 约 20X，我们给予欧派家居以行业平均水平 2 倍的 PE 值，即为 40X。

表 7: 定制家具上市公司估值对比

类别	代码	公司名称	最新价格	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
A 股	002572.SZ	索菲亚	24.0	219	1192	1409	1657	18.4	15.6	13.2
A 股	300616.SZ	尚品宅配	77.1	153	101	549	651	151.1	27.9	23.5
A 股	603801.SH	志邦家居	36.0	113	395	524	651	28.5	21.5	17.3
A 股	603180.SH	金牌厨柜	47.1	68	293	378	475	23.2	18.0	14.3
平均								58.1	21.4	17.6
A 股	603833.SH	欧派家居	151.4	915	2063	2607	3129	44.2	35.0	29.2

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 注: 预期归母净利润取 Wind 一致预期, 数据截至 6 月

表 8: 调味品上市公司估值对比

类别	代码	公司名称	最新价格	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
A 股	603317.SH	天味食品	29.0	219	364	441	572	60.2	49.8	38.3
A 股	002507.SZ	涪陵榨菜	36.3	322	777	870	1096	41.5	37.0	29.4
A 股	600298.SH	安琪酵母	54.0	449	1372	1531	1768	32.8	29.3	25.4
A 股	600872.SH	中炬高新	42.4	338	890	999	1206	38.0	33.8	28.0
平均								43.1	37.5	30.3
A 股	603288.SH	海天味业	132.5	5582	6403	7578	8954	87.2	73.7	62.3

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 注: 预期归母净利润取 Wind 一致预期, 数据截至 6 月

绝对估值方面, 采用 DCF 现金流折现法, 我们中性测算欧派家居市值可达到 1240 亿元。

估值假设说明:

- 1、无风险利率: 参考十年期国债到期收益率, 约为 3.45%;
- 2、风险溢价: 参考
- 3、β系数: 参考欧派家居过去一年β系数, 约为 0.31;
- 4、永续增长率 TV: 保守设定为 4%。

表 9: 欧派家居 DCF 模型系数 (单位: 百万元人民币)

估值假设	资产情况	FCFE 模型							
无风险利率	2.98%	债务	2,122	FCFE	2020E	2021E	2022E	TV	合计
风险溢价	11.53%	投资	7,993	PV	1,757.98	2,287.17	3,229.66	132,618.29	175,994.10
β系数	0.31	少数股东权益	0		1,650.18	2,015.27	2,671.21	109,686.82	140,385.35
股票贴现 K_e	13.79%								
永续增长率	4.00%								

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 10: 欧派家居 DCF 模型敏感性分析 (单位: 亿元人民币)

增长率	折现率	3.5%	4.50%	5.50%	6.50%	7.50%	8.50%	9.50%
	1.00%		1308	954	757	631	544	480
2.00%		2084	1285	938	744	621	535	472
3.00%		5774	2046	1262	922	732	611	527
4.00%		-6330	5666	2009	1240	907	720	602
5.00%		-1935	-6207	5561	1973	1219	892	709
6.00%		-1103	-1897	-6089	5458	1938	1198	877
7.00%		-751	-1080	-1859	-5973	5359	1904	1178

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

综合上述两种估值方法，取绝对估值法和相对估值法所得结果的重叠部分，预计公司的合理市值应该在 1043~1240 亿元区间。按照 2021 年预测的归母净利润计算，对应的市盈率区间为 40X~48X。

投资建议：公司全品类联动扩大客单值，多渠道布局丰富流量入口，市占率保持提升。预计公司 2021 年~2023 年的 EPS 分别为 4.33/5.21/6.08 元，给予公司 2021 年 40 倍 PE，对应目标价为 173.2 元，维持买入-A 的投资评级。

6. 风险提示

- 1) 市场竞争加剧：**龙头定制家具企业纷纷布局品类扩张、整装大家居等，行业竞争激烈程度有可能进一步提升。
- 2) 原材料成本上升：**板材、五金件均为定制家具重要的原材料，其成本占比较大，原材料成本的大幅提升有可能导致公司利润率下滑。
- 3) 房地产市场政策收紧：**国家“房住不炒”基调维持，家具作为地产后周期产业，一定程度上房地产行业的发展情况会影响家具需求。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,533.4	14,739.7	18,351.5	21,935.7	25,549.6	成长性					
减:营业成本	8,683.6	9,578.9	12,093.1	14,319.7	16,658.3	营业收入增长率	17.6%	8.9%	24.5%	19.5%	16.5%
营业税费	88.1	111.3	96.6	115.5	134.5	营业利润增长率	15.5%	14.4%	27.3%	20.3%	16.8%
销售费用	1,310.0	1,146.7	1,119.0	1,337.6	1,558.5	净利润增长率	17.0%	12.1%	26.5%	20.3%	16.8%
管理费用	939.3	961.2	1,972.8	2,459.7	2,864.9	EBITDA 增长率	8.3%	19.5%	3.3%	18.1%	15.0%
财务费用	-69.6	-34.7	55.1	65.8	76.6	EBIT 增长率	6.0%	18.1%	4.0%	20.3%	16.8%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	14.9%	14.8%	30.7%	20.3%	16.8%
加:公允价值变动收益	4.7	21.8	-	-	-	投资资本增长率	60.7%	-19.3%	-11.3%	10.5%	-49.9%
投资和汇兑收益	24.5	37.4	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	26.4%	24.8%	16.3%	18.1%	17.9%
营业利润	2,104.7	2,407.3	3,065.0	3,687.6	4,306.7	利润率					
加:营业外净收支	13.8	5.4	3.6	3.6	3.6	毛利率	35.8%	35.0%	34.1%	34.7%	34.8%
利润总额	2,118.6	2,412.7	3,068.6	3,691.2	4,310.3	营业利润率	15.6%	16.3%	16.7%	16.8%	16.9%
减:所得税	279.1	350.1	460.3	553.7	646.5	净利润率	13.6%	14.0%	14.2%	14.3%	14.3%
净利润	1,839.4	2,062.6	2,608.3	3,137.5	3,663.8	EBITDA/营业收入	21.9%	24.0%	19.9%	19.7%	19.4%
						EBIT/营业收入	18.8%	20.4%	17.0%	17.1%	17.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	112	135	119	98	81
						流动营业资本周转天数	-16	-27	-51	-35	-39
						流动资产周转天数	142	180	189	202	231
						应收帐款周转天数	12	14	13	14	14
						存货周转天数	20	20	18	18	17
						总资产周转天数	345	411	385	352	353
						投资资本周转天数	165	169	114	95	64
						投资回报率					
						ROE	19.2%	17.3%	18.8%	19.2%	19.0%
						ROA	12.4%	10.9%	12.8%	14.0%	13.2%
						ROIC	37.1%	26.5%	42.9%	58.2%	61.5%
						费用率					
						销售费用率	9.7%	7.8%	6.1%	6.1%	6.1%
						管理费用率	6.9%	6.5%	10.8%	11.2%	11.2%
						财务费用率	-0.5%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
						三费/营业收入	16.1%	14.1%	17.1%	17.6%	17.6%
						偿债能力					
						资产负债率	35.5%	36.7%	32.1%	27.1%	30.3%
						负债权益比	55.0%	58.0%	47.2%	37.2%	43.4%
						流动比率	1.97	1.39	1.97	2.75	2.62
						速动比率	1.71	1.26	1.78	2.53	2.43
						利息保障倍数	-36.53	-86.55	56.67	57.04	57.19
						分红指标					
						DPS(元)	0.76	1.20	0.87	1.04	1.22
						分红比率	24.9%	35.2%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,466.5	4,427.2	6,209.9	8,209.0	13,892.1
交易性金融资产	1,514.4	1,960.0	1,960.0	1,960.0	1,960.0
应收帐款	532.7	641.1	684.2	960.9	1,012.1
应收票据	118.0	194.8	100.9	264.7	175.3
预付帐款	98.5	84.9	170.4	128.0	214.5
存货	845.8	808.7	1,072.5	1,075.5	1,330.7
其他流动资产	1,875.6	133.7	859.7	956.4	649.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	8.2	15.5	15.5	15.5	15.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4,960.2	6,092.8	6,083.7	5,908.2	5,616.1
在建工程	1,694.1	1,538.0	1,076.6	753.6	527.5
无形资产	1,125.2	1,464.2	1,399.6	1,335.0	1,270.4
其他非流动资产	574.7	1,482.7	784.7	907.0	1,031.7
资产总额	14,813.9	18,843.6	20,417.7	22,473.7	27,696.0
短期债务	52.6	1,626.6	-	-	-
应付帐款	1,372.5	1,727.5	1,766.0	2,450.3	2,547.2
应付票据	156.0	212.8	257.5	219.8	335.5
其他流动负债	1,699.0	2,359.0	3,592.8	2,258.9	4,472.6
长期借款	406.5	-	-	-	-
其他非流动负债	1,568.4	992.2	930.6	1,163.7	1,028.8
负债总额	5,255.0	6,918.2	6,546.9	6,092.8	8,384.1
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	420.2	601.5	602.3	602.3	602.3
留存收益	8,815.4	11,181.9	13,268.5	15,778.5	18,709.6
股东权益	9,558.9	11,925.4	13,870.9	16,380.9	19,311.9

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,839.4	2,062.6	2,608.3	3,137.5	3,663.8
加:折旧和摊销	439.1	568.3	535.1	563.1	582.7
资产减值准备	8.1	-	-	-	-
公允价值变动损失	-4.7	-21.8	-	-	-
财务费用	19.3	130.8	55.1	65.8	76.6
投资损失	-24.5	-37.4	-50.0	-50.0	-50.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-1,514.8	3,336.1	860.2	-1,262.0	2,317.6
经营活动产生现金流量	2,156.3	3,889.5	4,008.6	2,454.5	6,590.7
投资活动产生现金流量	-4,653.9	-2,337.1	50.0	50.0	50.0
融资活动产生现金流量	1,440.8	585.0	-2,275.9	-505.4	-957.5

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	3.04	3.41	4.33	5.21	6.08
BVPS(元)	15.82	19.74	23.03	27.20	32.06
PE(X)	49.6	44.2	34.9	29.0	24.8
PB(X)	9.5	7.7	6.6	5.6	4.7
P/FCF	202.9	22.8	52.0	33.1	13.9
P/S	6.7	6.2	5.0	4.1	3.6
EV/EBITDA	16.0	21.2	22.6	18.7	15.0
CAGR(%)	19.5%	21.1%	18.4%	19.5%	21.1%
PEG	2.5	2.1	1.9	1.5	1.2
ROIC/WACC	4.0	2.9	4.7	6.3	6.7
REP	1.5	4.2	3.2	2.1	3.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪、雷慧华声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034