

603833.SH
买入

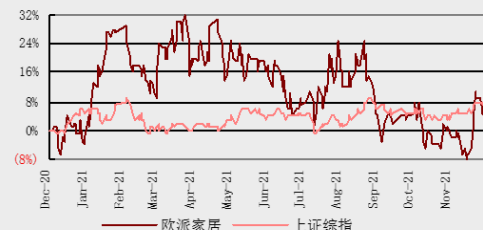
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 133.62

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 不断壮大的定制家居龙头企业。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.7	2.8	(0.9)	4.9
相对上证指数	(2.2)	(1.6)	(2.8)	(4.2)

发行股数(百万)	609
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	81,395
3个月日均交易额(人民币 百万)	259
主要股东(%)	
姚良松	67

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 12 月 22 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

欧派家居

全渠道齐发力, 多元优势铸就龙头地位

在地产增速放缓背景下, 家居行业竞争格局不断优化。公司基本面情况优异, 业绩确定性较强, 并不断依托产品及渠道等优势巩固行业龙头地位。未来在全渠道全品类布局下, 业绩有望维持高速增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **布局多品类渠道, 坐稳定制龙头。**公司以厨柜业务起家, 分别于 2003、2006 和 2010 年拓展卫浴、衣柜和木门业务。厨柜/衣柜/卫浴/木门近五年 CAGR 为 9.5%/34%/37.9%/44.7%。同时, 公司抢先布局大宗、整装业务, 2020 年大宗业务收入为 26.8 亿, 近五年 CAGR 为 41.9%。依靠衣柜和大宗等业务的表现, 2020 年公司收入实现 8.9% 的逆势增长。公司已构建全渠道多品牌全品类布局, 保障了公司长期成长的潜力, 稳固龙头地位。
- **充足产能保障发展, 多维产品结构共筑核心优势。**公司全国化产能布局助力业务扩张及提升运营效率。公司持续下沉渠道, 截至 2021Q3 门店总数为 7461 家, 领跑行业。同时公司设置严格招商门槛以及日常帮扶提升经销商实力。得益于高质量经销商支持, 厨衣柜单店收入大幅领先行业内其他公司。公司多品牌战略亦保持行业领先, 2020 年欧铂丽单店收入为 92.7 万元, 三年复合增速为 25.9%, 反映市场对新品牌认可度提升。
- **大家居战略提振零售端, 工程整装渠道高速增长。**在推进大家居战略的同时, 公司出台严格考核制度以优化经销商质量。得益于大家居推动, 厨衣柜业务不断拓展边界, 推动零售端加速。此外, 公司提早布局大宗及整装业务, 与保利、绿城等优质地产商签订长期合作协议, 2020 年大宗业务收入为 26.8 亿元, 同比增长 24.1%, 占比 18.2%。整装业务收入规模超 10.0 亿元, 同比增长 66%。大宗业务与整装业务有望维持高速增长。

盈利预测和估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 196.9/235.8/273.7 亿元, 归母净利润为 27.4/33.6/40.5 亿元, 对应 PE 分别为 30/24/20 倍。公司持续优化门店质量, 拓展新渠道, 有望扩大自身优势。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、行业竞争加剧、新品类拓展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	13,533	14,740	19,688	23,577	27,371
变动(%)	18	9	34	20	16
净利润(人民币 百万)	1,839	2,063	2,743	3,364	4,046
全面摊薄每股收益(人民币)	4.38	3.43	4.50	5.52	6.64
变动(%)	17.1	(21.7)	31.3	22.7	20.3
全面摊薄市盈率(倍)	30	39	30	24	20
价格/每股现金流量(倍)	25.9	20.5	22.4	20.2	17.8
每股现金流量(人民币)	5.13	6.47	5.93	6.59	7.48
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	22.4	16.4	13.7	11.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1. 积极扩大体量，稳坐行业龙头	6
1.1 布局产品渠道，打造龙头品牌	6
1.2 股权集中稳定，期权激励业绩增长	8
1.3 超前布局加多年深耕铸就龙头地位	9
1.4 收入稳健增长，费用率逐年优化	10
2. 地产增量稳定，家居格局优化	13
2.1 家居行业规模逐渐稳定	13
2.2 精装和二手房趋势显现，厨衣木门规模稳健增长	14
2.3 多品类与整装趋势显现，定制龙头有望破局	17
3. 充足产能保障发展，多维产品结构共筑核心优势	20
3.1 产能领跑行业，全国化布局提升运营效率	20
3.2 下沉市场巩固渠道优势，帮扶经销商造就领先店效	20
3.3 构建品牌矩阵，巩固龙头地位	23
4. 大家居战略提振零售端，工程整装渠道高速增长	25
4.1 大家居战略促进产品融合导流，提升零售端增速	25
4.2 发力大宗业务，促进收入增长	32
4.3 把握整装趋势，接单量高速增长	34
5. 盈利预测与估值讨论	36
风险提示	38

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司销售收入、净利润近五年呈较高增速（单位：亿元）.....	6
图表 2. 2021 年公司被经理人评为定制家居行业价值品牌第一名.....	6
图表 3. 公司搭建产品矩阵覆盖消费需求.....	7
图表 4. 厨柜外产品占比呈提升趋势.....	7
图表 5. 大宗业务占比快速提升（单位：亿元）.....	8
图表 6. 公司股权结构集中.....	8
图表 7. 公司高管拥有丰富行业经验.....	8
图表 8. 公司施行期权激励计划促进业绩增长（单位：万份）.....	9
图表 9. 期权激励以净利润为目标分三期考核（单位：亿元）.....	9
图表 10. 公司发展历程.....	10
图表 11. 公司厨柜外产品及大宗业务带动收入逆势增长（单位：亿元）.....	10
图表 12. 零售渠道经销商门店收入增速及占比呈下降趋势（单位：亿元）.....	11
图表 13. 大宗业务收入增速及占比逐步提升（单位：亿元）.....	11
图表 14. 公司各产品毛利率基本维持稳定.....	11
图表 15. 公司降低大宗业务毛利率提升竞争力.....	11
图表 16. 公司净利润快速增长，净利率稳中有升（单位：亿元）.....	11
图表 17. 公司净利率水平位于行业前列.....	12
图表 18. 公司总费用率逐年改善.....	12
图表 19. 地产增速放缓，家居行业规模趋稳.....	13
图表 20. 家居行业收入增速与地产增速存在滞后关系.....	13
图表 21. 家居行业增速放缓（单位：亿元）.....	14
图表 22. 家居行业企业数趋近饱和（单位：家）.....	14
图表 23. 国家政策驱动精装率提升.....	14
图表 24. 各地出台精装修政策落实国家精装目标.....	14
图表 25. 我国精装率呈快速上升趋势（%）.....	15
图表 26. 定制家居龙头大宗业务收入规模呈快速增长态势（单位：亿元）.....	15
图表 27. 二手房占比快速提升（单位：万套）.....	16
图表 28. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势.....	16
图表 29. 2020 年我国城镇化率距日美等国仍有差距.....	16
图表 30. 20 年内房龄为我国存量房主要部分.....	16

图表 31. “厨衣门”市场空间测算.....	17
图表 32. 定制家居行业公司增速显著高于家居行业增速.....	18
图表 33. 近年厨柜产品集中度显著提升.....	18
图表 34. 近年衣柜产品集中度显著提升.....	18
图表 35. 定制家居龙头积极布局整装业务.....	19
图表 36. 定制龙头公司逐渐从软装拓展至整装业务.....	19
图表 37. 全国化产能布局匹配业务需求, 提升运输效率.....	20
图表 38. 公司大力招商, 经销商数量超 5100 家 (单位: 家).....	20
图表 39. 多品类布局齐发力, 门店数量超 7100 家 (单位: 家).....	21
图表 40. 公司总门店数领跑行业 (单位: 家).....	21
图表 41. 公司厨柜零售门店数领跑行业.....	21
图表 42. 公司衣柜零售门店数位于行业前列.....	21
图表 43. 公司划分 9 级市场精细化管理.....	21
图表 44. 县镇级地区收入占比增加.....	22
图表 45. 公司设置严格招商门槛.....	22
图表 46. 公司设置严格招商流程.....	22
图表 47. 公司厨衣柜单店收入领跑行业 (单位: 万元).....	22
图表 48. 公司门店面积普遍数倍于中小品牌.....	23
图表 49. 零售门店扩大产品经营范围.....	23
图表 50. 公司各产品收入占比更均衡.....	23
图表 51. 公司构建品牌矩阵匹配消费需求.....	24
图表 52. 欧铂丽收入占比稳步增长 (单位: 亿元).....	24
图表 53. 欧铂丽单店收入快速上升 (单位: 万元).....	24
图表 54. 大家居战略为消费者提供便捷.....	25
图表 55. 零售门店扩大产品经营范围.....	25
图表 56. 公司具备多风格厨柜产品系列.....	26
图表 57. 公司是国内定制厨柜龙头 (单位: 亿元).....	26
图表 58. 厨柜业务关店率快速提升 (单位: 家).....	27
图表 59. 衣柜业务关店率快速提升 (单位: 家).....	27
图表 60. 公司加大绑定销售获取比较优势.....	27
图表 61. 欧派集成灶.....	28
图表 62. 欧派集成厨房引领新模式.....	28
图表 63. 集成厨房汇聚多种全球优质产品.....	28
图表 64. 公司具备多系列衣柜产品.....	29
图表 65. 公司衣柜业务规模位列行业第二 (单位: 亿元).....	29

图表 66. 公司丰富衣柜配套产品，拓展全屋定义.....	30
图表 67. 公司具备多风格卫浴产品系列.....	31
图表 68. 卫浴业务收入占比稳健提升（单位：亿元）.....	31
图表 69. 公司具备多类别风格木门产品.....	32
图表 70. 木门业务收入占比稳健提升（单位：亿元）.....	32
图表 71. 公司在全国范围内扩张工程业务.....	33
图表 72. 大宗业务呈现高速增长态势（单位：亿元）.....	33
图表 73. 欧派家居与众多优质地产商达成战略合作协议.....	33
图表 74. 整装业务高速发展（单位：亿元）.....	34
图表 75. 公司推出“星之家整装”，形成两翼驱动之势.....	34
图表 76. 公司成立欧派优材拓展业务范围.....	35
图表 77. 欧派优材联合世界级顶级供应商.....	35
图表 78. 公司收入拆分表（单位：亿元）.....	36
图表 79. 公司盈利预测的主要假设.....	37
图表 80. 公司 PE 估值表（单位：亿元）.....	37
损益表(人民币 百万).....	39
资产负债表(人民币 百万).....	39
现金流量表(人民币 百万).....	39
主要比率 (%).....	39

1. 积极扩大体量，稳坐行业龙头

1.1 布局产品渠道，打造龙头品牌

公司深耕柜类产品多年，打造出定制家居龙头品牌。公司成立于1994年，主要从事全屋家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装和室内装饰服务，是国内领先的一站式高品质家居综合服务商。公司提早布局各产品渠道，充分享有行业红利并占据行业龙头地位。根据2021年经理人发布的定制家居行业价值品牌排行榜，公司荣获第一名。2020年，公司实现销售收入147.4亿元，同比增长8.9%，净利润20.6亿元，同比增长12.1%。2021年前三季度公司销售收入为144.0亿元，同比增长48.0%，净利润为21.1亿元，同比增长45.7%，在地产增速下降、行业竞争加剧情形下依然呈现高增态势。

图表 1. 公司销售收入、净利润近五年呈较高增速（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
销售收入	71.3	97.1	115.1	135.3	147.4	144.0
yoy	27.2%	36.1%	18.5%	17.6%	8.9%	48.0%
归母净利润	9.5	13.0	15.7	18.4	20.6	21.1
yoy	94.4%	36.9%	20.9%	17.0%	12.1%	45.7%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2021 年公司被经理人评为定制家居行业价值品牌第一名

排名	品牌	总分值
1	欧派家居	92.36
2	索菲亚	86.49
3	尚品宅配	86.07
4	志邦家居	82.78
5	金牌厨柜	82.27
6	好莱客	81.36
7	我乐家居	81.32
8	博洛尼	80.61
9	皮阿诺	80.44
10	百得胜	80.08

资料来源：经理人，中银证券

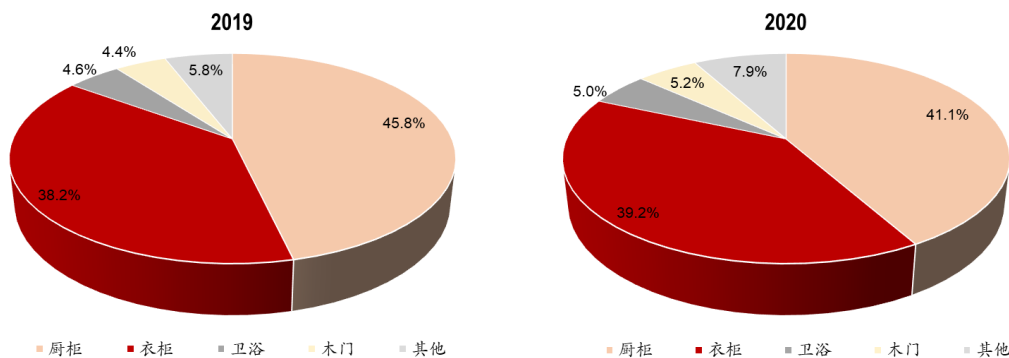
公司搭建产品矩阵覆盖消费需求。公司是最早进行多品类布局的家居企业，自成立后发展定制厨柜业务，并分别于2003、2006和2010年进军卫浴、衣柜和木门业务，各产品业务自成立后快速增长，规模位于行业前列。截止到2020年，厨柜业务收入为60.6亿元，占比41.1%；衣柜业务收入为57.7亿元，占比39.2%；卫浴业务收入为7.4亿元，占比5.0%；木门业务收入为7.7亿元，占比5.2%。**多品类布局助力公司覆盖消费需求，公司有望依靠提前布局带来的产品和品牌力等优势持续享有行业红利，稳固龙头地位。**

图表 3. 公司搭建产品矩阵覆盖消费需求

产品	产品图示	发展概况
定制厨柜		公司自创立以来深耕厨柜业务，2020 年厨柜收入规模为 60.6 亿元，占比 41.1%。
定制衣柜		2006 年公司进军衣柜业务，目前衣柜收入规模和占比已显著提升。2020 年衣柜收入规模为 57.7 亿元，占比 39.2%。
整体卫浴		2003 年公司开启卫浴业务，2020 年收入规模为 7.4 亿元，占比 5.0%。
定制木门		2010 年公司布局木门业务，2020 年收入规模为 7.7 亿元，占比 5.2%。

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

图表 4. 厨柜外产品占比呈提升趋势



资料来源：公司公告，中银证券

公司建立多渠道布局拓展收入来源。公司以传统经销商和直营模式作为经营基础，逐渐拓展渠道，向大宗业务、整装业务等迈进。公司提早入局，与万科、保利等知名房地产商建立合作关系，优享精装化趋势红利。同时公司在 2018 年试点推进整装大家居商业模式，与各地优质家装公司开展合作。截止到 2020 年，公司经销商渠道收入为 111.8 亿元，占比 75.9%，公司直营店收入为 4.0 亿元，占比 2.7%，大宗业务收入为 26.8 亿元，占比 18.2%，其它收入为 2.4 亿元，占比 1.6%，**大宗业务占比呈逐年上升趋势，预计未来保持稳健增长势头。**

图表 5. 大宗业务占比快速提升 (单位: 亿元)

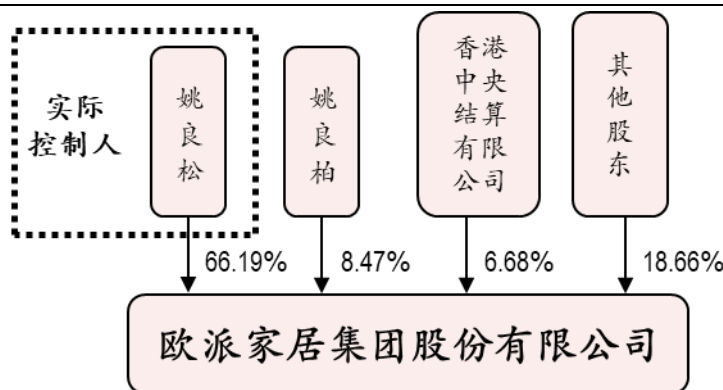
	2017	2018	2019	2020
直营店	2.6	3.0	3.5	4.0
yoy		17.3%	14.9%	14.7%
占比	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%
经销店	80.4	92.5	105.6	111.8
yoy		15.1%	14.1%	6.0%
占比	82.8%	80.4%	78.0%	75.9%
大宗业务	9.6	14.2	21.6	26.8
yoy	68.5%	47.0%	52.5%	24.1%
占比	9.9%	12.3%	16.0%	18.2%
其他	3.0	3.6	3.0	2.4
yoy		20.0%	-16.7%	-19.3%
占比	3.1%	3.1%	2.2%	1.6%

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.2 股权集中稳定, 期权激励业绩增长

股权高度集中, 股权结构长期稳定。公司实际控制人姚良松出生于 1964 年, 并在 1994 年成功介入厨柜市场, 创立欧派厨柜品牌。截止到 2021 年 12 月, 姚良松持有公司股份 66.2%, 与其弟姚良柏合计持有公司 74.7% 股份。股权高度集中且长期保持稳定, 保障了高政策执行力。

图表 6. 公司股权结构集中



资料来源: 万得, 中银证券

管理层经验丰富, 专注扩大产品渠道优势。公司控股股东姚良松先生及公司核心管理层从事定制家居或相关专业经营管理多年, 在家居行业有着丰富经验, 在行业的战略趋势、企业的发展方向、用人机制等方面有着较好的判断和把握。在公司经营上, 管理团队专注主业经营, 深耕产品品质, 提升服务质量, 拓展销售渠道, 稳固公司龙头品牌地位。

图表 7. 公司高管拥有丰富行业经验

姓名	职务	履历
姚良松	董事长、总裁	曾任广州科信新技术发展公司董事长。1994 年创立公司, 现任公司董事长兼总裁, 另任广州市白云区政协副主席, 全国工商联家具装饰业商会执行会长, 全国工商联家具装饰商会橱柜专业委员会会长, 中国建筑装饰协会厨卫工程委员会会长。
谭钦兴	副总裁	曾任江西景德镇昌河飞机工业公司飞机工艺处副处长, 高级工程师。2013 年加入公司, 担任副总裁, 欧派集成副总经理, 欧派门业, 天津欧派, 欧派联合(天津)监事。
王欢	财务负责人	曾任欧派家居财务副经理, 财务经理, 2018 年担任公司财务负责人。
杨耀兴	董事会秘书、行政副总经理	工商管理硕士学位, 工程师, 高级经济师。曾任广州钢铁股份有限公司董事会秘书。2013 年加入公司, 担任公司行政副总经理、董事会秘书。
姚良柏	行政副总经理	曾任欧派厨柜, 欧派厨柜企业, 广东欧派监事, 现任公司副董事长, 行政副总经理。

资料来源: 公司公告, 中银证券

公司近期施行的期权激励计划有望激励业绩增长。公司上市后于 2017 年发布第一次股权激励，目标为收入和利润高增长。公司顺利完成激励目标计划并于 2021 年 7 月推出第二次股权激励，向高管、中层管理人员和核心技术业务人员等 510 人以 146.97 元/股的行权价格授予期权 536.8 万份，并预留期权 134.2 份，共计 671.0 万份。期权行权考核目标为 2021-2023 年净利润分别不低于 23.9/27.5/31.6 亿元，同比增长 16.0%/15.0%/15.0%。2021 年前三季度公司净利润已达到 21.1 亿元，有望较好完成激励目标。公司持续推出激励计划彰显了对长期发展的坚定性，通过深度绑定公司与核心员工利益，促进收入与业绩快速增长。

图表 8. 公司施行期权激励计划促进业绩增长（单位：万份）

姓名	职务	获授的股票期权数量	占授予股票期权总数的比例	占总股本的比例
谭钦兴	副董事长、副总裁	9.5	1.41%	0.02%
杨耀兴	行政副总经理、 董事会秘书	2.6	0.38%	0.00%
中高层管理人员、 核心技术（业务）人员		524.7	78.20%	0.86%
预留期权		134.2	20.00%	0.22%
合计		671.0	100.00%	1.11%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 期权激励以净利润为目标分三期考核（单位：亿元）

时间	目标利润额	同比增长
授予的股票期权第一个行权期：2021	23.9	16.0%
授予的股票期权第二个行权期：2022	27.5	15.0%
授予的股票期权第三个行权期（如有）：2023	31.6	15.0%

资料来源：公司公告，中银证券

1.3 超前布局加多年深耕铸就龙头地位

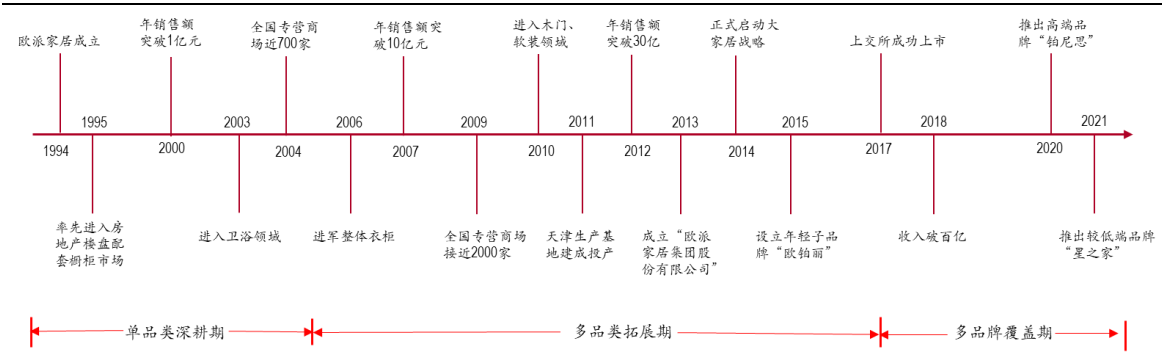
欧派家居 27 年的发展主要可以分为单产品深耕期，多品类拓展期和多品牌覆盖期。

第一阶段（1994-2005）单产品深耕期：公司在初创期聚焦厨柜品类，拓展业务规模。公司大力拓展零售门店数量，同时率先进入房地产楼盘配套厨柜市场，在多个渠道拓展业务规模。2000 年，公司收入突破 1 亿元。截止 2002 年，公司全国专营商场达 300 余家，零售渠道已初具规模。

第二阶段（2006-2017）多品类拓展期：在厨柜业务达到一定规模后，公司决定拓宽产品维度。这段时间内房地产市场处于高速增长期，带动家居需求快速上升，给予了公司较大的发展空间。公司于 2003、2006、2010 年分别进军卫浴、衣柜和木门业务，并于 2017 年成功上市，募集资金以助进一步扩张。多品类战略的实施加上地产行业红利释放使得公司业务快速增长。2017 年公司厨柜/衣柜/卫浴/木门收入分别为 53.5/33.0/3.0/3.2 亿元，均位于行业前列。

第三阶段（2018-至今）多品牌覆盖期：随着房地产市场逐步进入饱和阶段，公司推出多品牌战略拓展增量市场，构建多维成长曲线。2015 年，公司推出子品牌“欧铂丽”，主打性价比产品。2020 年公司推出“铂尼思”，定位高端大家居。2021 年，公司推出性价比整装品牌“星之家”。公司开发不同价格档次的产品进一步覆盖消费需求，稳固龙头地位。

图表 10. 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 中银证券

1.4 收入稳健增长, 费用率逐年优化

1.4.1 多品类协同发力, 总收入稳健增长

公司销售收入保持稳健增长。2020年公司实现销售收入147.4亿元, 同比增长8.9%。2016-2020年公司销售收入复合增长率为21.3%。2021年前三季度实现营收142.6亿元, 同比增长48%。2015-2017年公司销售收入高速增长主要因为地产行业增速较高, 带动家居行业快速增长, 公司作为行业龙头充分享有地产增长红利, 收入增速较高。2018-2020年公司销售收入增速稍有下降, 主要因为房地产市场销售低迷。但由于公司处于行业龙头地位, 各业务布局早且资源丰富, 产业链完善, 营业收入仍然取得了较高的增速。

工程及厨柜外业务高速增长带动公司2020年收入逆势增长。2018-2020年即使新房市场增速下降, 公司仍保持了较为稳定的增速, 一方面随着精装房比例的快速上升, 公司凭借提前布局充分享有精装红利, 大宗业务快速增长。另一方面, 公司厨柜外业务快速增长, 对公司整体业绩形成较大拉动。2020年大宗业务收入为26.8亿元, 占比18.2%, 同比增长24.1%。2021年前三季度大宗业务收入26.3亿元, 同比增长43.9%。2020年衣柜业务收入为57.7亿元, 占比39.2%, 同比增长11.7%, 卫浴业务收入为7.4亿元, 占比5.0%, 同比增长18.5%, 木门业务收入为7.7亿元, 占比5.2%, 同比增长29.0%。**依靠厨柜外产品以及大宗业务收入规模的快速提升, 2020年公司销售收入实现了逆势增长。**

图表 11. 公司厨柜外产品及大宗业务带动收入逆势增长 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
销售收入	56.1	71.3	97.1	115.1	135.3	147.4	142.6
yoy	18.0%	27.2%	36.1%	18.5%	17.6%	8.9%	48.0%
厨柜	38.5	43.7	53.5	57.7	61.9	60.6	54.0
yoy	12.1%	13.6%	22.5%	7.7%	7.4%	-2.1%	30.6%
占比	68.6%	61.2%	55.1%	50.1%	45.8%	41.1%	68.6%
衣柜	13.4	20.2	33.0	41.5	51.7	57.7	57.4
yoy	34.7%	51.2%	63.0%	25.9%	24.6%	11.7%	50.5%
占比	23.8%	28.3%	33.9%	36.0%	38.2%	39.2%	23.8%
卫浴	1.5	2.4	3.0	4.5	6.2	7.4	6.9
yoy	5.9%	63.1%	25.5%	49.5%	37.7%	18.5%	38.1%
占比	2.6%	3.4%	3.1%	3.9%	4.6%	5.0%	2.6%
木门	1.2	2.1	3.2	4.7	6.0	7.7	8.4
yoy	42.3%	71.7%	54.2%	47.7%	25.9%	29.0%	72.5%
占比	2.2%	2.9%	3.3%	4.1%	4.4%	5.2%	2.2%
其他	0.9	1.8	2.9	4.9	7.8	11.6	16.0
yoy	10.7%	93.8%	59.6%	70.1%	60.1%	48.4%	125.9%
占比	1.7%	2.5%	3.0%	4.3%	5.8%	7.9%	1.7%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 12. 零售渠道经销商门店收入增速及占比呈下降趋势 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
经销商	80.4	92.5	105.6	111.8	111.0
yoy		15.1%	14.1%	6.0%	49.9%
占比	82.8%	80.4%	78.0%	75.9%	77.8%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 13. 大宗业务收入增速及占比逐步提升 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
大宗业务	9.6	14.2	21.6	26.8	26.3
yoy		68.5%	47.0%	52.5%	24.1%
占比	9.9%	12.3%	16.0%	18.2%	18.5%

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.4.2 毛利率维持稳定, 盈利能力领跑行业

公司毛利率水平基本维持稳定。公司 2018-2020 年毛利率分别为 38.4%、35.8%和 35.0%，呈现下降趋势，主要系工程渠道毛利率下降以及工程渠道占比增加。2021 年前三季度毛利率下滑 3.6pct，主要系原材料价格上涨以及低毛利配套产品销售占比增加。由于公司受到产品以及渠道结构变化影响，我们预计公司未来毛利率水平呈现稳中略降的趋势。

图表 14. 公司各产品毛利率基本维持稳定

	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
总体毛利率	34.5%	38.4%	35.8%	35.0%	36.1%	32.5%
厨柜毛利率	36.7%	39.8%	36.6%	36.2%	36.2%	33.4%
衣柜毛利率	34.7%	42.0%	39.9%	40.0%	40.9%	38.9%
卫浴毛利率	19.3%	26.5%	26.2%	26.7%	25.9%	23.7%
木门毛利率	15.9%	13.6%	12.4%	14.0%	17.8%	15.1%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 公司降低大宗业务毛利率提升竞争力

	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
总体毛利率	38.4%	35.8%	35.0%	36.1%	32.5%
直营店	60.5%	67.1%	66.4%	70.4%	65.3%
经销商	35.7%	35.0%	34.1%	35.1%	32.0%
大宗业务	49.5%	34.6%	32.7%	35.9%	30.4%
其他	41.8%	36.1%	34.6%	34.1%	28.8%

资料来源: 公司公告, 中银证券

公司净利润快速增长, 净利率处于行业前列。2020 年公司实现净利润 20.6 亿元, 同比增长 12.1%, 2016-2020 复合增速为 33.4%, 呈现快速增长势头。2020 年公司净利率为 14.0%, 位于行业前列且呈现稳中有升之势。2021 年前三季度在毛利率大幅下降情形下净利润率仍维持稳定, 体现公司良好的控费能力, 预计未来盈利能力维持稳定。

图表 16. 公司净利润快速增长, 净利率稳中有升 (单位: 亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
净利润	9.5	13.0	15.7	18.4	20.6	14.5	21.1
yoy		94.4%	36.9%	20.9%	17.0%	12.1%	5.2%
净利润率	13.3%	13.4%	13.7%	13.6%	14.0%	14.9%	14.7%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 17. 公司净利率水平位于行业前列

	2016	2017	2018	2019	2020
索菲亚	14.7%	14.7%	13.1%	14.0%	14.3%
欧派家居	13.2%	13.4%	13.7%	13.6%	14.0%
好莱客	17.6%	18.7%	17.9%	16.0%	12.4%
金牌厨柜	8.8%	11.6%	12.3%	11.4%	11.0%
志邦家居	11.3%	10.9%	11.2%	11.1%	10.3%
尚品宅配	6.3%	7.1%	7.2%	7.3%	1.5%

资料来源：公司公告，中银证券

1.4.3 销管费用率下降，费用率整体改善

销售费用率改善显著，总费率逐年优化。2020 年公司销售费用率为 7.8%，较 2019 年下降 1.9%，管理费用率为 6.5%，较前两年有所下降。一方面因为公司大宗业务占比不断提升，而大宗业务费用率投放相对零售渠道较少，因此对销售和管理费用率有减少作用。另一方面，公司从 2019 年开始针对零售渠道加大费用投放效率，尤其是在 2020 年疫情影响下，公司广告费用有所减少。2021 年前三季度总费用率同比优化 2.7pct，反映出公司强大的控费能力。**总体而言，随着公司业务规模不断提升，控费能力不断增强，公司总费用率呈逐年下降态势。**

图表 18. 公司总费用率逐年改善

	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
销售费用率	9.8%	10.2%	9.7%	7.8%	8.0%	7.2%
管理费用率	6.4%	6.7%	6.9%	6.5%	6.8%	5.5%
研发费用率	2.8%	5.5%	4.7%	4.7%	4.3%	3.6%
财务费用率	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.6%	-0.5%
总费用率	19.0%	22.2%	20.8%	18.8%	18.5%	15.8%

资料来源：公司公告，中银证券

2. 地产增量稳定，家居格局优化

2.1 家居行业规模逐渐稳定

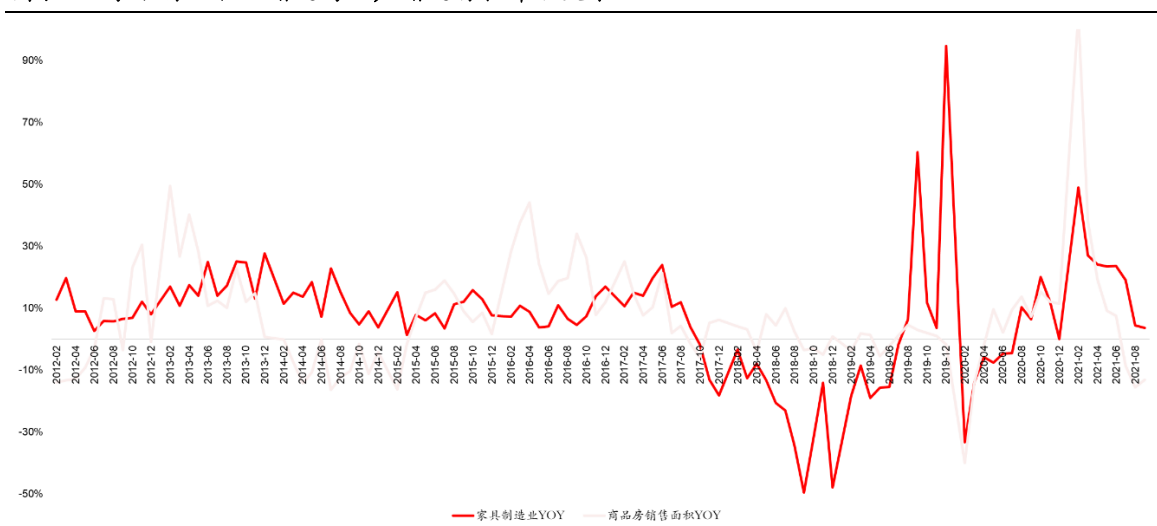
家居行业增速逐步放缓。家居行业的发展与地产行业存在滞后关系，2017-2020 年间，新房市场销售增速逐步放缓，复合增速为 3.0%，GDP 同期复合增速为 8.0%，居民房地产投入占收入比重下降。2020 年间家居行业收入为 9011.9 亿元，同比减少 6.0%，逐步趋于稳定。随着房地产市场红利消退，家居行业从粗放式的扩张阶段过渡到结构优化的阶段。

图表 19. 地产增速放缓，家居行业规模趋稳

	商品房销售面积 (单位: 亿平方米)	商品房销售面积 YOY	GDP YOY	家具制造业收入 (单位: 亿元)	家居制造业 YOY
2000	1.5	27.4%	10.7%	327.5	23.0%
2001	1.8	22.2%	10.6%	394.5	20.5%
2002	2.2	19.6%	9.8%	481.3	22.0%
2003	2.9	28.9%	12.9%	637.8	32.5%
2004	3.4	18.7%	17.8%	902.1	41.4%
2005	5.0	46.6%	15.7%	1,337.1	48.2%
2006	5.5	11.8%	17.1%	1,787.9	33.7%
2007	7.0	26.5%	23.1%	2,068.4	15.7%
2008	5.9	(15.5%)	18.2%	2,535.4	22.6%
2009	8.6	45.4%	9.2%	2,911.0	14.8%
2010	9.3	8.3%	18.2%	3,793.1	30.3%
2011	9.7	3.9%	18.4%	4,992.3	31.6%
2012	9.8	1.5%	10.4%	5,438.9	8.9%
2013	11.6	17.5%	10.1%	6,462.8	18.8%
2014	10.5	(9.1%)	8.5%	7,187.4	11.2%
2015	11.2	6.9%	7.0%	7,872.5	9.5%
2016	13.8	22.4%	8.4%	8,559.5	8.7%
2017	14.5	5.3%	11.5%	9,056.0	5.8%
2018	14.8	2.2%	10.5%	9,445.4	4.3%
2019	15.0	1.5%	7.3%	9,587.1	1.5%
2020	15.5	3.2%	3.0%	9,011.9	(6.0%)
2021Q1-Q3	11.5	1.5%	14.4%	8,082.9	18.0%

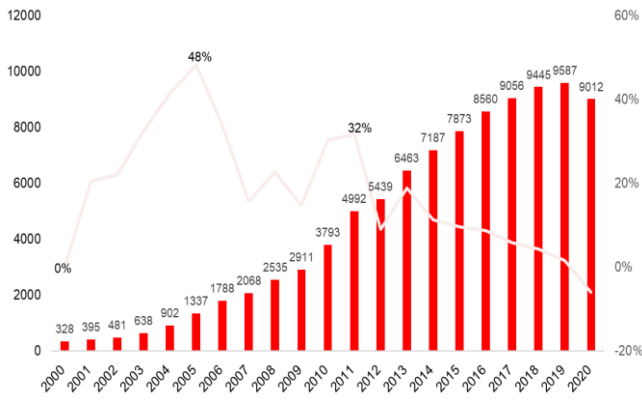
资料来源: 万得, 中银证券

图表 20. 家居行业收入增速与地产增速存在滞后关系



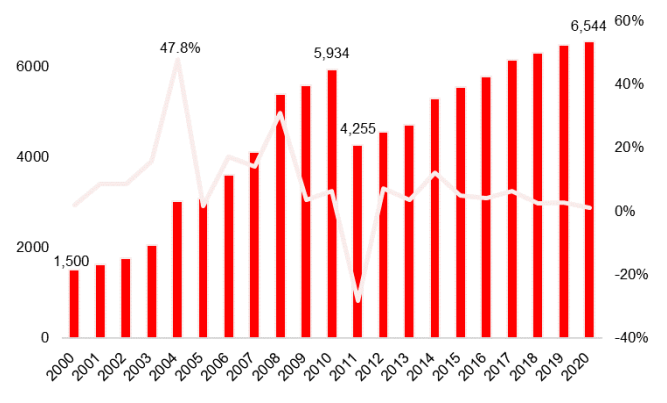
资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

图表 21. 家居行业增速放缓 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 家居行业企业数趋近饱和 (单位: 家)



资料来源: 万得, 中银证券

2.2 精装和二手房趋势显现, 厨衣木门规模稳健增长

2.2.1 精装趋势显现, 龙头加速布局

精装率快速上升, 工程渠道迎发展良机。地产行业增量趋于稳定, 并逐步呈现精装房和二手房两大趋势。随着精装房比率快速上升, 家居公司迎来大力发展工程渠道, 提升整体业绩的良机。根据奥维云网数据, 精装渗透率从2016年12%提升至2020年31%。从中长期看, 精装渗透率上升将成大趋势, 推动精装房渗透率大幅度提升原因主要有三点:

1) **政府的大力推动。**政府长期倡导普及精装修以节约生产材料, 避免二次装修造成破坏结构、浪费和扰民等现象, 并频繁出台政策支持精装修。随着各地分别出台精装修政策落实国家关于家装的要求, 精装修渗透率有望持续提升。

图表 23. 国家政策驱动精装率提升

推出时间	政策名或地名	内容
2011年	《建筑业发展“十二五”规划》	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年	《关于加强住宅装修管理的通知》	积极推进成品住宅开发建设工作, 扩大成品住宅建设规模。
2017年	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年, 新开工全装修成品住宅面积达到30%。
2020年	《绿色建筑创建行动方案》	到2022年, 城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达70%。

资料来源: 住建部, 奥维云网, 中银证券

图表 24. 各地出台精装修政策落实国家精装目标

城市名称	推出时间	相关政策
海南	2016年12月	2017年7月1日起, 各市县商品住宅项目要全部实行装修。
重庆	2020年9月	对于绿色建筑全装修的设计、施工、材料以及验收环节进行了明确规范。
广东	2017年9月	推进住宅一次性装修到位, 鼓励建设单位采用菜单式提供全装修成品房。
辽宁	2017年9月	以沈阳为全省新建住宅全装修重点推进地区, 城市中心区新建住宅将全部实行全装修。
上海	2017年1月	2017年起外环线以内城区精装率应达100%, 除奉贤、金山、崇明区之外, 其他地区应达到50%, 奉贤区、金山区、崇明区到2020年应达到50%。
江苏	2021年1月	到2025年末, 新建成品住房比例达到50%以上。
贵州	2021年1月	到2021年, 贵阳、遵义、安顺试点城市新开工商品住宅中成品住宅比例分别达40%、50%和30%, 郊区市(县)比例达到3%-15%。
宁夏	2021年1月	到2025年力争达到100%全装修。
河北	2018年9月	力争新建住房全装修比例不低于60%。
天津	2020年9月	到2025年, 全市新建住宅100%实现全装修交付。

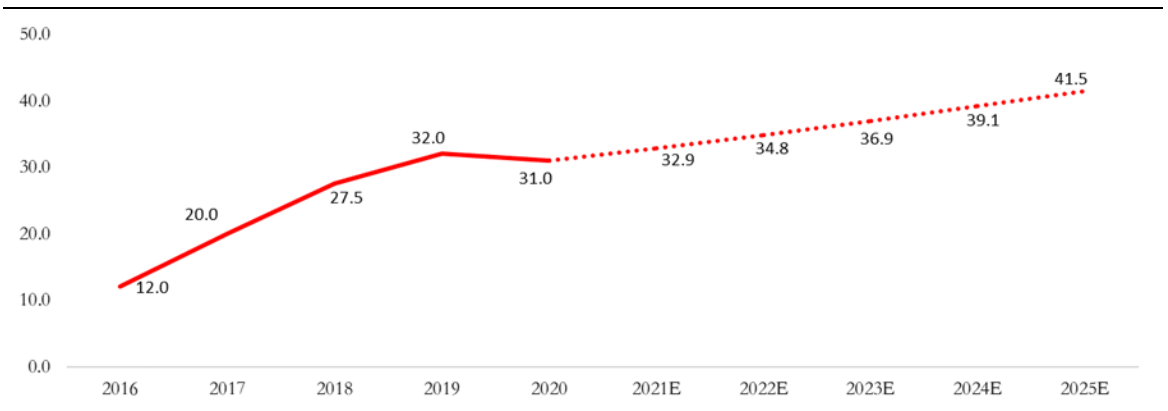
资料来源: 住建部, 各省份官网, 奥维云网, 中银证券

2) **房地产商的需求**。精装修模式为消费者提供了一体化式的体验，房地产商需要精装修模式以展示服务水平，提升品牌价值。由于家居品类服务链条大多很长，售前服务工作繁重，售后维修周期长。除了进行采购外，部分地产商通过设立子公司的方式，串接地产与精装，实现对产品品质的直接把控，如绿城、碧桂园等都有类似的子公司提供精装业务。

3) **消费者理念转变**。随着生活节奏的转变，消费者逐渐追求简洁的生活方式，“拎包入住”成了许多消费者的基本需求，以年轻消费者为代表，线下挑选下单再装修的传统模式越来越少，这一现象在一二线城市尤为明显。

这三种原因共同促进了精装渗透率的提升，根据奥维云网预测，预计在未来精装率增速仍将维持在6%左右，预计2025年到达41.5%。

图表 25. 我国精装率呈快速上升趋势 (%)



资料来源：奥维云网，中银证券

精装率的上升为定制家居龙头公司的扩张提供了契机。精装率的快速上升意味着工程端业务规模迅速扩大，为定制家居龙头公司提供了扩张契机。首先定制家居产品的柔性化、个性化特点可以很好地匹配地产商的需求。其次，地产商对定制家居品牌力有着较高要求，龙头公司凭借优质产品以及工程质量有望争夺更多优质订单。精装率的崛起意味着 ToB 端将成为家居行业公司的重要收入组成部分，可能对零售端造成一定冲击，但我们认为行业龙头公司依靠和地产商深度合作，加上工程信息化的应用使得工程订单转化速度加快，产品交付数量和交付速度实现质的提升，可以很好的把握精装率上升带来的红利，进一步挤压中小企业在 C 端的收入，扩大市场份额。

图表 26. 定制家居龙头大宗业务收入规模呈快速增长态势 (单位：亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
欧派家居	9.6	14.2	21.6	26.8	26.3
yoy		47.0%	52.5%	24.1%	43.9%
索菲亚	2.8	5.8	9.4	15.1	11.6
yoy		106.5%	60.9%	60.7%	50.0%
好莱客	0.0	0.0	0.1	1.2	5.8
yoy		3271.6%	795.3%	962.5%	1212.0%
金牌厨柜	1.2	2.0	5.0	8.9	7.5
yoy		63.7%	149.3%	76.8%	50.0%
志邦家居	4.0	3.9	6.4	11.8	9.3
yoy		(1.3%)	63.7%	83.7%	54.4%

资料来源：公司公告，中银证券

2.2.2 二手房趋势凸显

二手房交易量快速增长，未来有望维持高增速。存量地产交易呈快速上升态势，二手房与新房比例逐年提升。二手房成交量在近年增速较快，背后凸显两大原因：

1) **不断涌现的新购房需求。**我国城镇化率已达 63.9%，呈逐年上升态势，但较日美等发达国家超 80% 的城镇化率仍有差距，当我国城镇化率达 70% 时，预计新增城镇人口 1.9 亿，有望拉动城市住房需求。同时，2020 年户籍化城镇人口比例只有 45.4%，意味着城镇中的一部分群体为外地进城务工人员，大学生等，预计未来将转化为住房需求，二手房市场交易量有望迎来活跃期。

图表 27. 二手房占比快速提升（单位：万套）

	2017	2018	2019	2020
新房销售套数	1,448	1,478	1,501	1,549
二手房销售套数	280	328	519	633
二手房销售套数 yoy	23.5%	17.0%	58.5%	21.9%
二手房占新房比例	19.3%	22.2%	34.6%	40.9%

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 28. 我国城镇化率呈逐年上涨趋势

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
城镇化率	49.7%	51.3%	52.6%	53.7%	54.8%	56.1%	57.4%	58.0%	59.6%	60.6%	63.9%

资料来源：国家统计局，中银证券

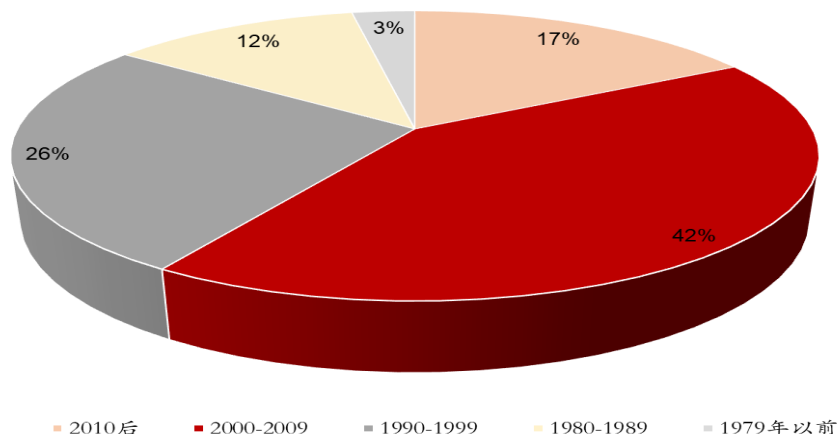
图表 29. 2020 年我国城镇化率距日美等国仍有差距

	日本	巴西	英国	美国	法国	中国
城镇化率	92%	87%	84%	82%	81%	64%

资料来源：世界银行，中银证券

2) **高速增长期新房产出效应显现。**我国现有存量房可以满足涌现的购房需求，20 年以下房龄的二手房具有配套齐全，设备性能良好等优点，普遍受到购房者青睐。同时，我国存量房大多建于 20 年以内，根据奥维云网数据，2020 年我国存量住房 42% 来自于 2000-2009 年间，17% 来自 2010 年后，对应房地产行业的高速以及平稳增长期。**因此未来几年二手房市场需求存在供给支撑，我们预计二手房成交量将维持稳健增长。**

图表 30. 20 年内房龄为我国存量房主要部分



资料来源：国家统计局，奥维云网，中银证券

2.2.3 家居产品规模较大，未来有望平稳增长

家居行业市场规模有望平稳增长。家居市场整体规模较大，如厨柜、衣柜、木门等产品拥有较大市场空间，未来随着房屋销售数量增加以及产品价格的稳步提升，市场规模有望进一步提升。根据我们测算，2020年厨柜木门市场空间达3076.0亿元，其中厨柜空间为1213.6亿元，衣柜空间为1275.6亿元，木门空间为587.2亿元，预计到2025年“厨衣门”市场空间将超过3900亿元，其中厨柜空间为1565.7亿元，衣柜空间为1598.1亿元，木门空间为757.6亿元。未来家居行业市场规模有望保持平稳增长。

图表 31. “厨衣门”市场空间测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新房房屋面积 (亿平方米)	14.5	14.8	15.0	15.5	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
yoy	5.3%	2.1%	1.6%	3.2%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新房平均面积	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
新房套数 (万套)	1,448	1,478	1,501	1,549	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
yoy	5.3%	2.1%	1.6%	3.2%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二手房套数 (万套)	280	328	520	633	716	780	827	860	877
yoy	23.5%	17.0%	58.5%	21.9%	13.0%	9.0%	6.0%	4.0%	2.0%
二手房占新房比例	19.3%	22.2%	34.6%	40.9%	44.7%	48.8%	51.7%	53.8%	54.8%
新房加二手房套数 (万套)	1,729	1,805	2,021	2,182	2,316	2,380	2,427	2,460	2,477
yoy	7.9%	4.5%	11.9%	8.0%	6.1%	2.8%	2.0%	1.4%	0.7%
市场空间测算									
厨柜:									
出厂单价	6,294.8	6,221.0	6,347.7	5,561.2	5,839.3	5,956.1	6,075.2	6,196.7	6,320.6
yoy	-3.2%	-1.2%	2.0%	-12.4%	5.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
套数/房	1	1	1	1	1	1	1	1	1
出厂总规模 (亿元)	1,087.6	1,123.1	1,282.8	1,213.6	1,352.2	1,417.6	1,474.4	1,524.4	1,565.7
yoy	4.5%	3.3%	14.2%	-5.4%	11.4%	4.8%	4.0%	3.4%	2.7%
衣柜									
出厂单价	3,128.1	3,019.3	3,031.9	2,922.0	3,009.6	3,084.9	3,146.6	3,193.8	3,225.7
yoy	4.3%	-3.5%	0.4%	-3.6%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
套数	2	2	2	2	2	2	2	2	2
出厂总规模	1,081.0	1,090.1	1,225.4	1,275.3	1,393.9	1,468.5	1,527.3	1,571.3	1,598.1
yoy	12.5%	0.8%	12.4%	4.1%	9.3%	5.4%	4.0%	2.9%	1.7%
木门									
出厂单价	768.0	870.1	849.7	768.8	807.2	823.4	839.8	856.6	873.7
yoy	-36.0%	13.3%	-2.3%	-9.5%	5.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
套数	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
出厂总规模(亿元)	464.4	549.8	601.0	587.2	654.2	685.9	713.4	737.5	757.6
yoy	-31.0%	18.4%	9.3%	-2.3%	11.4%	4.8%	4.0%	3.4%	2.7%

资料来源: 万得, 中银证券

2.3 多品类与整装趋势显现，定制龙头有望破局

2.3.1 定制化趋势显现，集中度迅速提升

定制家居顺应时代潮流，渗透率有望持续提升。定制家居主要包括各种柜类产品。相比传统的成品家居和手工打制家居，定制家居的优势主要在于：

1) 节省房屋空间，给予消费者更多的选择权。随着消费升级趋势显现，消费者从追求基本功能和质量的基础上进一步升级为追求个性化和体验感。而定制家居根据消费者的个人喜好、房屋空间布局等为其量身定做个性化家具用品，很好的匹配了消费升级趋势。

2) 具有以销定产的特点, 减小库存压力。定制家居采用柔性生产方式, 即根据市场需求确定生产数量, 避免了大量库存带来的压力, 这种“以销定产”的模式加快家居公司资金周转, 从而使其更好地拓展业务。同时, 柔性生产方式倒逼公司提升运营效率与服务质量, 很好地推动了行业的发展。

定制家居渗透率有望持续提升。虽然定制家居对于消费者和生产商都有一定优势, 且近年定制家居行业保持高速增长, 然而由于价格相对较高, 我国定制家居渗透率仍处较低水平。未来随着我国家居行业人均消费水平持续提升, 定制家居渗透率有望保持稳步增长。

图表 32. 定制家居行业公司增速显著高于家居行业增速

	2016	2017	2018	2019	2020
家居行业	22.4%	5.3%	2.2%	1.5%	3.2%
欧派家居	26.6%	36.2%	18.5%	18.0%	8.5%
索菲亚	41.9%	35.7%	18.8%	5.2%	8.8%
志邦家	34.8%	39.1%	12.6%	21.7%	27.9%
金牌厨柜	40.0%	31.6%	18.7%	25.2%	24.3%
好莱客	32.4%	30.0%	14.5%	4.3%	-1.9%
皮阿诺	23.1%	31.1%	34.3%	32.5%	1.5%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

定制家居产品集中度提升迅速。定制家居近年增速较快, 2016-2020 年定制家居上市公司整体收入增速达 21.9%。2015 年厨柜 CR5 为 6.5%, 到 2020 年行业 CR5 提高到了 11.1%。衣柜 CR5 在 2015 年时只有 6.8%, 在 2020 年达到 14.0%, 两种产品的集中度都得到了提升, 但未来仍有较大提升空间。随着龙头公司不断在工程及零售端发力, 通过打造优质产品品牌拉开与其他公司的差距, 家居行业集中度有望持续提升。

图表 33. 近年厨柜产品集中度显著提升

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
欧派家居	3.8%	4.1%	4.9%	5.1%	4.8%	5.0%
志邦家居	0.4%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%
金牌厨柜	1.4%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%
尚品宅配	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	1.4%
索菲亚	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%
CR5 合计	6.5%	8.1%	9.8%	10.4%	10.0%	11.1%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

图表 34. 近年衣柜产品集中度显著提升

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
索菲亚	3.0%	3.7%	4.8%	5.6%	5.0%	5.3%
欧派家居	1.3%	1.9%	3.0%	3.8%	4.2%	4.5%
尚品宅配	1.6%	2.0%	2.6%	3.1%	2.9%	2.4%
好莱客	1.0%	1.3%	1.7%	1.8%	1.6%	1.4%
金牌厨柜	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
CR5 合计	6.8%	8.9%	12.1%	14.4%	14.0%	14.0%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

2.3.2 产品类别丰富化，价格带逐渐拓宽

公司均陆续推出新品类新品牌，抢占市场份额。随着消费者消费水平以及意识的改变，多品类的推出是大势所趋，龙头公司依托渠道品牌优势打造多元产品矩阵，覆盖消费需求。行业内领头公司陆续推出新品类，覆盖“厨衣浴门”类别，然后在“厨衣浴门”基础上继续推出新品牌以覆盖多消费群体。欧派家居作为行业龙头提前发展多品类，布局新品牌，公司于2010年完成了多品类的拓展，又于2015年成立欧铂丽，进行多品牌覆盖。公司的全品类以及多品牌的战略将进一步压缩中小企业的生存空间，扩大自身市场占有率。

2.3.3 整装大家居趋势兴起，龙头加速扩大优势

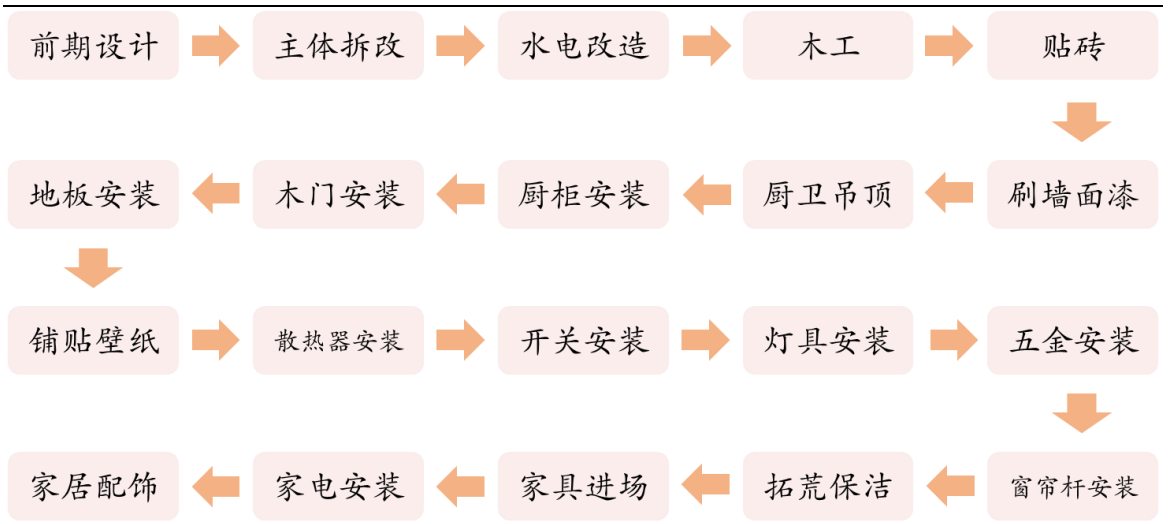
整装大家居模式是行业技术水平提升的重要体现。整装大家居模式在近年兴起，不仅顺应了行业的发展趋势，并且很好的适配了二手房趋势。整装大家居涵盖主辅材、家居软饰全案以及家电家纺等部分，对公司的供应链建设，运营效率以及设计水平等提出了较高要求，而中小家居公司由于资金与供应链限制无法拓展整装业务，因此龙头公司市占率提升逻辑显现。欧派家居顺应行业趋势，积极拓展整装业务并成立欧派优材拓展业务范围，整装业务规模稳居行业首位。公司通过对整装业务持续投入，完善产业链，有望扩大成本优势以及增加品牌曝光度与接受度，助力零售渠道增长，扩大市场份额。

图表 35. 定制家居龙头积极布局整装业务

定制家居巨头	布局
欧派家居	欧派整装大家居、星之家整装
尚品宅配	圣诞鸟
索菲亚	签约圣都家装、星艺装饰
志邦家居	志邦/IK 整装
金牌厨柜	桔家云
好莱客	好莱客艺术整装
皮阿诺	米拉拉整装

资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 定制龙头公司逐渐从软装拓展至整装业务



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

3. 充足产能保障发展，多维产品结构共筑核心优势

3.1 产能领跑行业，全国化布局提升运营效率

公司产能领跑行业，匹配大体量业务需求。产能指标对家居公司的拓展较为重要，主要由于公司需要充足产能以应对销售旺季与工程业务急单。公司产能储备充足，2020 年公司拥有整体橱柜产能超 70.0 万套，整体衣柜产能超 184.7 万套，整体卫浴产能超 45.9 万套，整体木门产能超 63.2 万樘，对比定制家居行业其他公司，公司各产品产能均大幅领先，充足产能布局助力公司匹配大体量业务需求，为业绩增长提供有力支持。

全国化产能布局提升运营效率。2021 年 7 月，公司在武汉投建华中智能制造基地，逐步形成了“东南西北中”的全国化、全品类生产基地布局，各大基地覆盖半径约 500 千米，五大基地总建筑面积超 250 万平方米，覆盖地区包括北京、上海、广州、深圳、成都等一二线城市。相较同行普遍的区域型产能布局，公司的全国化产能布局帮助提升产品运输效率，提高整体运营水平，有助于提升服务质量和综合品牌力。

图表 37. 全国化产能布局匹配业务需求，提升运输效率



资料来源：公司公告，中银证券

3.2 下沉市场巩固渠道优势，帮扶经销商造就领先店效

公司积极拓展门店增强品牌影响力。公司构建多品类多品牌布局并共同发力，积极招商扩充门店。2020 年，公司经销商数量达 5124 家，总门店数量达 7154 家，门店数量领跑行业，并领先第二名索菲亚超 2700 家。分产品看，公司拥有厨柜零售门店 2407 家，位居行业第一，衣柜门店 2124 家，位于行业第二。公司的渠道优势来源于持续下沉市场，挖掘潜在空间，2020 年公司 C 级市场（GDP 小于 380 亿元）贡献收入占比从 2018 年 53.4% 提升至 57.5%。公司的渠道优势释放“店多吸客”效应，即通过加大品牌曝光度提升品牌认知度及接受度，增强品牌影响力，与中小品牌拉开差距。

图表 38. 公司大力招商，经销商数量超 5100 家（单位：家）

	2017	2018	2019	2020
欧派厨柜	1,556	1,618	1,702	1,637
欧派衣柜	843	973	1,001	1,059
欧铂丽家居定制	808	892	1,027	881
欧派卫浴	368	488	531	568
欧铂尼木门	683	808	938	979
总经销商数	4,258	4,779	5,199	5,124

资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 多品类布局齐发力，门店数量超 7100 家（单位：家）

	2017	2018	2019	2020
厨柜	2,150	2,276	2,334	2,407
衣柜	1,842	2,113	2,144	2,124
卫浴	443	559	611	588
直营店		30	33	42
欧铂丽全屋定制	634	825	988	928
欧铂尼木门	839	935	985	1,065
总门店数	5,908	6,738	7,095	7,154

资料来源：公司公告，中银证券

图表 40. 公司总门店数领跑行业（单位：家）

	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌厨柜	好莱客
2020 年门店数量	7,154	4,409	3,232	2,493	2,017

资料来源：公司公告，中银证券

图表 41. 公司厨柜零售门店数领跑行业

	欧派家居	志邦家居	金牌厨柜	索菲亚	皮阿诺
厨柜门店数	2,407	1,576	1,554	1,108	822

资料来源：公司公告，中银证券

图表 42. 公司衣柜零售门店数位于行业前列

	索菲亚	欧派家居	好莱客	志邦家居	金牌厨柜
衣柜门店数	2,719	2,124	1,992	1,366	722

资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 公司划分 9 级市场精细化管理

市场级别	省会城市	副省级城市	地级市	县级（市）	区镇级	特殊情况增加
A1	2000 亿以上	深圳	-	-	-	-
A2	400 亿到 2000 亿	2000 亿以下	无锡、苏州、常州	-	-	-
B1	西宁、银川	-	297 亿到 1580	顺德区	-	三亚
B2	拉萨	-	120 亿到 297 亿	380 亿到 800 亿	-	140 亿（含）以上直辖市、省会、副省级城市直辖区：增城区、嘉定区、宝山区、龙岗区、江北区、花都区、松江区、黄浦区、万州区、永川区、涪陵区、江津区、合川区、高淳区
B3	-	-	120 亿以下	-	-	100-140 亿（含 100 亿）直辖市、省会、副省级城市直辖区：新都区、南沙区、龙泉驿区、长寿区、溧水区、双城区
C1	-	-	-	142 亿到 380 亿	虎门镇、长安镇、塘厦镇、小榄镇、乐从镇、龙华镇、新塘镇、厚街镇、沙井镇、常平镇	仁怀市 100 亿以下直辖市、省会、副省级城市直辖区：东川区、万盛区、南川区、温江区、光明新区、黔江区
C2	-	-	-	80 亿到 142 亿	其他区镇级代理全部为七级市场	-
C3	-	-	-	45 亿到 80 亿	-	-
C4	-	-	-	45 亿以下	-	-

资料来源：招股说明书，中银证券

图表 44. 县镇级地区收入占比增加

市场级别	2018	2019	2020
A	12.0%	11.5%	11.4%
B	28.9%	30.1%	31.1%
C	53.4%	57.7%	57.5%

资料来源：公司公告，中银证券

公司注重经销商质量，并出台有效的帮扶政策。除保持高速招商外，公司亦注重经销商质量。一方面公司在招商时设置严格流程和门槛，例如 A1 级城市经销商加盟时需提供 1000 万元验资证明，保障了经销商的资金实力，**资金雄厚的经销商可以加大营销和开店力度，并可以将门店设置在客流量较大的电梯口、服务台附近。**另一方面，公司出台有效帮扶政策，覆盖开业前、中、后期，包括店面运营打造、活动布置策划、员工培训等方面。此外，公司每年投入巨额补贴，涵盖样品及装修补贴、户外广告补贴、活动补贴等，为终端减轻运营负担。**公司从招商门槛和日常帮扶两方面提升经销商整体水平，造就行业一流经销商实力，为品牌力持续提升打下坚实基础。**

图表 45. 公司设置严格招商门槛

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、C4级市场
验资证明(万元)	1000万	600万	300万	200万	150万	100万	80万
	A1级		B1级		B2级		C2、C4级
	A2级省会		≥7		≥1600		
	A2级地级市		≥6		≥1400		
	B1级省会		≥5		≥1200		
	B1级地级市、区、县		≥4		≥1000		
	B2级省会及地级市		≥3		≥800		
	B2级非地级市、B3级地级市		≥2		≥550		
	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		

资料来源：公司官网，中银证券

图表 46. 公司设置严格招商流程

加盟流程 JOIN CONDITIONS

- 1 市场考察：了解市场情况，考察当地建材品牌，竞争对手情况
- 2 代理商意向洽谈：公司介绍、加盟条件、方式及要求
- 3 初步甄选：招商经理对意向代理商进行综合实力的评估并打分，如行业经验、任职经历、资金实力等，是否符合公司标准
- 4 意向申请：意向代理商加盟资料的填写，《代理商加盟申请表》、《加盟申请人信息登记表》、《经营计划书》
- 5 公司评审：对意向代理商的加盟资料及其综合实力进行审批
- 6 申请审批：审批通过后，邀请代理商来总部参观展厅并进行面评，若通过面评后，缴纳保证金，承诺下样日期
- 7 与代理商正式签约合作，商场管理员与代理商的对接，资料的发放
- 8 意向客户拨打咨询热线 020-36738888，充分了解合作事宜

资料来源：公司官网，中银证券

优质经销商造就领先店效，促进多品类均衡发展。得益于经销商的强劲实力，公司逐步增加大面积门店数量。从红星美凯龙等商场布局来看，公司经销商门店面积普遍数倍于中小家居品牌。**大面积门店有助于经销商增添展品种类，优化店内陈设，来访顾客可以更直观地感受到产品的美感，从而拥有更好的购物体验，推动产品的导流进而提升客单值。**2020 年公司厨柜单店收入约 165 万元，衣柜单店收入约 188 万元，均位于行业前列。同时公司各品类收入占比相较同行更均衡，反映出公司新品类品牌力的优势。**综合来看大面积门店带来了优质购物体验，提升公司整体品牌形象，促进产品协同发展，有力推动了单店收入的提升，造就了公司的龙头地位。**

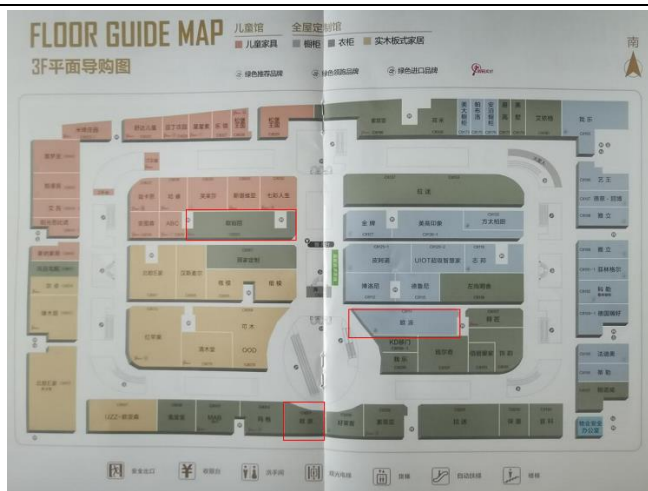
图表 47. 公司厨衣柜单店收入领跑行业 (单位：万元)

	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌厨柜
2020 年厨柜单店收入	165	68	107	81
2020 年衣柜单店收入	188	194	57	69

资料来源：公司公告，万得，中银证券

注：各公司单店收入均为估算值

图表 48. 公司门店面积普遍数倍于中小品牌



资料来源：公司官网，中银证券

图表 49. 零售门店扩大产品经营范围



资料来源：公司官网，中银证券

图表 50. 公司各产品收入占比更均衡

公司	产品类别	2016	2017	2018	2019	2020
欧派家居	厨柜	61.2%	55.1%	50.1%	45.8%	41.1%
	衣柜	28.3%	33.9%	36.0%	38.2%	39.2%
	卫浴	3.4%	3.1%	3.9%	4.6%	5.0%
	木门	2.9%	3.3%	4.1%	4.4%	5.2%
索菲亚	厨柜	9.1%	9.6%	9.7%	11.1%	14.5%
	衣柜	86.7%	83.7%	82.9%	80.3%	80.2%
	木门	0.0%	1.2%	2.2%	2.4%	3.5%
好莱客	厨柜	0.0%	0.0%	1.2%	3.1%	6.3%
	衣柜	98.8%	96.2%	93.1%	87.1%	80.3%
	木门	0.0%	0.0%	0.3%	1.7%	5.1%
金牌厨柜	厨柜	97.5%	96.1%	90.2%	83.8%	78.5%
	衣柜	0.0%	1.6%	8.1%	14.4%	18.9%
	木门	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.9%
志邦家居	厨柜	96.2%	87.0%	79.3%	71.5%	65.1%
	衣柜	0.0%	10.4%	17.7%	24.8%	29.7%
	木门	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.1%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

3.3 构建品牌矩阵，巩固龙头地位

公司构建品牌矩阵匹配多类别消费群体。在各产品达到一定收入规模后，公司拓展产品价格段，匹配不同市场消费需求，铸就多维成长曲线。2015年5月，公司推出子品牌“欧铂丽”，以年轻时尚路线为品牌原点，面向新生代群体。2020年公司推出“铂尼思”，定位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。2021年，公司推出整装品牌“星之家”，定位性价比，形成“一式引领，两翼驱动，全域协同”之势。截至2020年，欧铂丽收入为8.6亿元，占比5.9%，呈现稳健增长态势。

图表 51. 公司构建品牌矩阵匹配消费需求

品牌	定位	产品图示	品牌简介
欧派	中高端		公司主品牌，2020 年收入规模为 120.4 亿元，占比 87.3%。
欧铂丽	轻奢时尚		2015 年成立，涵盖厨柜、全屋定制等产品，以年轻刚需和有改善性需求的消费者为核心目标市场，2020 年收入为 8.6 亿元，占比 5.9%。
铂尼思	意大利高奢		2020 年公司成立，标志着公司强势进军高端定制家居领域，产品涵盖了橱衣木卫等多个品类，面向追求品质及体验的城市高净值精英阶层。
StarHomes 星之家	轻奢时尚		2021 年成立的整装品牌，与欧派大家居形成“双翼驱动”。

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

图表 52. 欧铂丽收入占比稳步增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
欧派	88.9	103.9	120.4	128.7
yoy		16.9%	15.9%	6.9%
占比	91.6%	90.3%	89.0%	87.3%
欧铂丽	3.9	4.6	7.3	8.6
yoy	85.0%	18.6%	56.8%	19.1%
占比	4.0%	4.0%	5.4%	5.9%

资料来源：公司公告，中银证券

多品牌布局领先竞争对手，新品牌接受度快速提升。行业内大部分竞争对手目前已完成多产品多渠道拓展，但尚未完成多品牌覆盖，**公司有望通过提前布局并依托主品牌产品渠道优势在大众等市场快速发展新品牌，构筑壁垒。**截至 2020 年，欧铂丽单店收入约 92.7 万元，三年复合增速为 25.9%，反映出欧铂丽的产品力与市场接受度快速提升。**我们认为公司其他新品牌有望效仿欧铂丽快速放量，从多维度抢占市场份额，进一步巩固公司龙头优势。**

图表 53. 欧铂丽单店收入快速上升（单位：万元）

	2017	2018	2019	2020
单店收入	46.5	49.2	73.9	92.7
yoy	-	5.8%	50.2%	25.4%

资料来源：公司公告，中银证券

4. 大家居战略提振零售端，工程整装渠道高速增长

4.1 大家居战略促进产品融合导流，提升零售端增速

4.1.1 推进大家居战略，扩大门店经营范围

公司稳步推进大家居战略。得益于经销商强劲实力，公司稳步推进大家居战略促进产品导流。公司结合自身情况扩大原有门店经营范围，推出欧派橱柜+高端厨房定制专家、欧派衣柜+高端全屋定制以及欧派卫浴+高端淋浴房定制等多种门店，这一举措扩大门店面积和服务半径，为消费者提供更好的购物体验，促进产品导流，为各品类协同发展奠定了良好基础。

图表 54. 大家居战略为消费者提供便捷



资料来源：公司官网，中银证券

图表 55. 零售门店扩大产品经营范围



资料来源：公司官网，中银证券

4.1.2 优化门店质量，厨柜业务零售端再加速

公司打造行业龙头厨柜品牌。公司深耕整体橱柜业务多年，使其规模及品牌力达到行业龙头地位。在设计风格方面，公司与国内知名设计工作室、意大利等顶级设计师达成战略合作联盟，打造不同风格的厨柜产品。在用材上，公司不断升级板材，推出行业内领先产品。2021 年公司对板材进行第二次重大升级，推出净醛抗菌爱芯板，受到了市场广泛认可。在产品材质上公司推出双饰面、烤漆、实木等不同材质的厨柜产品覆盖不同消费能力的消费者。2020 年厨柜业务收入为 60.6 亿元，位列行业第一，近五年复合增长率为 9.5%，业务规模保持稳健增长。

图表 56. 公司具备多风格厨柜产品系列

风格	产品图示	系列数量
新实用主义		36 种
新中式		8 种
现代		145 种
新实用主义		69 种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 57. 公司是国内定制厨柜龙头（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
欧派家居	53.5	57.7	61.9	60.6
yoy	22.5%	7.7%	7.4%	-2.1%
志邦家居	18.8	19.3	21.2	25.0
yoy	24.3%	2.8%	9.8%	18.0%
金牌厨柜	13.9	15.4	17.8	20.7
yoy	29.4%	10.8%	16.0%	16.4%
索菲亚	5.9	7.1	8.5	12.1
yoy	42.9%	20.0%	20.1%	42.3%
皮阿诺	6.2	7.9	10.4	10.4
yoy	21.5%	27.6%	32.2%	0.2%

资料来源：公司公告，中银证券

公司近年加强门店优化力度。为配合大家居战略的施行，公司近两年加大门店优化力度。公司通过千分考核机制等不断优化经销商质量，寻找资产雄厚，管理水平专业的优质经销商。2018-2020 年公司厨柜与衣柜业务关店率大幅提升，厨柜业务关店比例从 5.9% 提升至 16.9%，衣柜关店比例从 2.4% 提升至 23.2%，我们预计公司未来仍将加大门店优化力度，促进厨衣柜等业务联动，保障大家居战略的实施。

图表 58. 厨柜业务关店率快速提升 (单位: 家)

	2018	2019	2020
年初门店	2,150	2,276	2,334
新开门店	252	326	468
关闭门店	126	268	395
净增门店	126	58	73
年末门店	2,276	2,334	2,407
关闭门店/年初门店	5.9%	11.8%	16.9%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 59. 衣柜业务关店率快速提升 (单位: 家)

	2018	2019	2020
年初门店	1,842	2,113	2,144
新开门店	315	370	477
关闭门店	44	339	497
净增门店	271	31	-20
年末门店	2,113	2,144	2,124
关闭门店/年初门店	2.4%	16.0%	23.2%

资料来源: 公司公告, 中银证券

加大绑定销售, 获取价格比较优势。随着门店质量不断优化, 公司充分利用大门店多展品的优势推出产品捆绑销售, 提升客单值。公司近年坚定贯彻“厨电一体化理念”, 在原单一厨柜产品的基础上增加了烟机、灶具、净水器等配套产品。公司凭借品牌优势与方太、飞利浦、松下等优质品牌达成合作, 以更优惠的价格给予消费者一体化套餐。**我们认为公司的捆绑销售策略有望在竞争中获得价格比较优势, 促进厨柜业务销量提升。**

图表 60. 公司加大绑定销售获取比较优势

产品类别	产品图示
电器	
配件百货	
净水器	

资料来源: 公司官网, 中银证券

发力集成产品, 有望带动厨柜零售端再加速。鉴于集成产品的高颜值、高性价比、便捷等优势, 未来需求有望快速提升, 公司发力集成灶等业务, 2021 年, 公司建立了集成灶事业部, 目前已有六大系列 12 款产品。集成灶与集成水槽、冰箱、洗衣机等共同构建集成厨房, 引领厨房生活新模式。公司打造的集成厨房已汇聚超 50 种全球优质产品, 具备备餐、洗涤、烹饪、收纳、品质等多重功能。**集成灶业务经销商与厨柜业务经销商重合度较高, 有望依托厨柜优势实现资源叠加, 快速提升产品接受度, 带动厨柜业务零售端再加速。**

图表 61. 欧派集成灶



资料来源：公司官网，中银证券

图表 62. 欧派集成厨房引领新模式



资料来源：公司官网，中银证券

图表 63. 集成厨房汇聚多种全球优质产品

产品类别	合作品牌	产品图示
水槽	汉格斯雅	
垃圾处理器	爱适易	
洗碗机	松下	
前置过滤器	飞利浦	
冰箱	博世	
洗衣机	博世	

资料来源：公司官网，中银证券

4.1.3 拓展全屋定义，衣柜业务有望维持高增

依托厨柜优势快速发展，衣柜品牌力快速提升。公司衣柜业务借助大家居战略以及厨柜产品渠道优势取得了快速发展，并逐步向厨柜业务规模靠拢。公司衣柜产品充分享有厨柜产品优异品质，在设计风格中相较索菲亚等竞争对手增加港式、法式等设计风格，匹配更多需求，提升产品接受度。2020年，衣柜业务收入达57.7亿元，位列行业第二，近五年复合增速为34.0%，呈高速增长态势。

图表 64. 公司具备多系列衣柜产品

系列	产品图示	系列数量
尊爵系列		56种
经典系列		101种
时尚系列		147种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 65. 公司衣柜业务规模位列行业第二（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
欧派家居	33.0	41.5	51.7	57.7
yoy	63.0%	25.9%	24.6%	11.7%
索菲亚	54.4	63.9	66.1	67.0
yoy	31.4%	17.4%	3.3%	1.5%
好莱客	17.9	19.9	19.4	17.5
yoy	26.6%	10.8%	-2.4%	-9.6%
志邦家居	2.2	4.3	7.3	11.4
yoy	146.4%	91.4%	70.8%	55.3%
金牌厨柜	0.2	1.4	3.1	5.0
yoy	6152.6%	480.2%	121.4%	63.5%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

拓展全屋定义，驱动衣柜维持高增速。依托门店面积优势，公司不断增添配套展品，拓展全屋定义。2021年公司开辟出“定制核心+配套品+门墙系统”的融合销售模式，在传统的入户、餐厅、客厅、卧室、功能房及阳台等六大核心空间定制基础上增加了墙布、墙咋等配套产品，拓展了全屋定义，并有望通过构建定价优质及差异性进一步提升品牌力。我们认为公司“融合销售”策略的施行有望驱动衣柜业务维持高增速。

图表 66. 公司丰富衣柜配套产品，拓展全屋定义




配套产品类别	产品图示
墙咔	
装饰画	
墙布、沙发	
窗帘	
寝具	

资料来源：公司官网，中银证券

4.1.4 受益柜类产品导流，木门卫浴高速增长

受益于大家居战略，卫浴业务高速增长。公司卫浴业务起步较早，但没有形成较大规模，主要因为技术路线和公司原有柜类业务差异性较大。随着近几年精装及整装趋势的兴起以及柜类大门店的导流，卫浴业务依托柜类强大品牌力与设计水平提升产品接受度，业务迎来高速增长。2020年，卫浴业务收入规模为7.4亿元，2016-2020年复合增长率为37.9%。随着精装率稳步提升以及大家居趋势逐步明确，卫浴业务有望保持高速增长态势。

图表 67. 公司具备多风格卫浴产品系列

风格	产品图示	系列数量
现代简约		49 种
现代时尚		49 种
欧式		19 种
美式		5 种
中式		8 种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 68. 卫浴业务收入占比稳健提升（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
卫浴	1.4	1.5	2.4	3.0	4.5	6.2	7.4
yoy		7.1%	60.0%	25.0%	50.0%	37.8%	19.4%
占比	2.9%	2.6%	3.4%	3.1%	3.9%	4.6%	5.0%

资料来源：公司公告，中银证券

发力木门业务，推动收入提升。由于木门业务起步较晚，收入规模相对较小，但近年公司大力发展木门业务，加强了对开店、促销等方面的补贴力度，推动门店数量快速提升。木门门店数量从 2017 年的 634 家快速上升至 2020 年的 1065 家。此外公司精心设计木门产品，进一步提高与厨衣柜的颜色匹配度，使得整体风格更加和谐，提升产品导流效率。2020 年木门业务收入为 7.7 亿元，2016-2020 年复合增长率为 44.7%。综合来看，快速发展的卫浴及木门业务有望保持高速增长，持续提升占比，从而对公司总收入增长形成拉动作用。

图表 69. 公司具备多类别风格木门产品

种类	产品图示	系列数量
卧室门		26 种
卫生间门		6 种
厨房门		6 种
入户门		9 种
隔音门		12 种

资料来源：公司官网，中银证券

图表 70. 木门业务收入占比稳健提升（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
木门	0.9	1.21	2.1	3.2	4.7	6.0	7.7
yoy	34.4%	73.6%	52.4%	46.9%	27.7%	28.3%	34.4%
占比	1.8%	2.2%	2.9%	3.3%	4.1%	4.4%	5.2%

资料来源：公司公告，中银证券

4.2 发力大宗业务，促进收入增长

公司近年发力大宗业务，助力开拓产品市场份额。公司采用多渠道布局进行拓展和引流，近五年公司积极发展工程渠道，成为零售渠道外重要补充。公司提早布局，与保利、绿城等优质地产商达成战略合作关系，抢占大宗业务市场份额。2020年，公司大宗业务收入为26.8亿元，占比18.2%，2016-2020年复合增长率为41.9%。快速发展的大宗业务有望助力公司收入规模高速增长，同时提升公司产品曝光度及口碑，提升品牌影响力。

图表 71. 公司在全国范围内扩张工程业务

工程案例	产品图示
广州猎德村改造项目	
合肥保利香槟国际	
南宁保利爱琴海	
柳州保利大江郡	
广州翰林地产翰林阁	

资料来源：公司官网，中银证券

图表 72. 大宗业务呈现高速增长态势（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
大宗业务收入规模	4.7	5.7	9.6	14.2	21.6	26.8
yoy	24.2%	22.7%	68.5%	47.0%	52.5%	24.1%
占比	7.9%	8.3%	8.0%	9.9%	12.3%	16.0%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. 欧派家居与众多优质地产商达成战略合作协议

保利地产	祈福集团	绿城集团	招商地产
远洋地产	绿地集团	融侨地产	朗诗地产
当代置业	中信地产	广州地铁	荣盛地产
碧桂园	越秀地产	中粮集团	荣和集团

资料来源：公司公告，中银证券

厨柜外产品加速导入，大宗业务有望维持高增速。未来公司大宗业务有望维持高增速，首先随着精装趋势愈发清晰，大宗业务红利逐渐释放，公司凭借自身品牌力以及提前的布局有望优享渠道红利。同时，目前公司大宗业务中厨柜产品占比较高，2020年厨柜大宗业务收入占工程渠道收入超60%，随着衣柜木门卫浴等业务的加速导入，厨柜外产品在工程渠道中占比有望逐步提升，对大宗业务整体规模有较强推动作用，**大宗业务的高速增长将助力公司扩大市场份额，巩固龙头地位。**

4.3 把握整装趋势，接单量高速增长

4.3.1 推动整装发展，业务规模遥遥领先

公司积极发展整装业务，业绩有望保持高速增长。公司率先引领整装潮流，通过硬装截流拓展获客来源。公司和各地排名前列装企合作，开设整装大家居门店，积极推进整装业务。2021年4月，公司推出星之家整装，定位性价比从而匹配大众市场，推动整装业务快速放量。2020年公司整装业务实现收入超过10亿元，同比增长超66%。2021年H1公司整装大家居已逐步进入发展快车道，整装业务接单量已超10亿，呈加速态势。我们预计整装业务将在2021年进一步释放业绩，拉动零售端业绩快速增长。

图表 74. 整装业务高速发展（单位：亿元）

	2018	2019	2020
整装业务收入规模	超 3.5	超 6.0	超 10.0
yoy		106.0%	66.7%
占比	3.0%	4.4%	6.8%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 公司推出“星之家整装”，形成两翼驱动之势

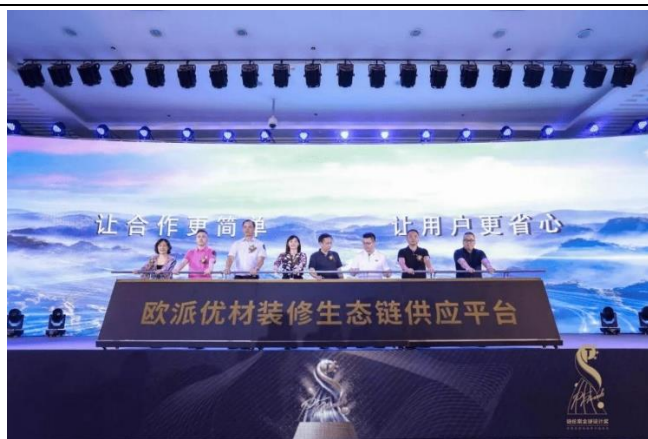
品牌	风格种类	产品图示
欧派整装	10 种	
星之家整装	13 种	

资料来源：公司官网，中银证券

4.3.2 成立欧派优材，多维度提升公司实力

公司成立欧派优材凝聚装修公司，拓展业务范围。2021年7月，公司搭建装修生态链供应平台“欧派优材”，赋能装修公司。欧派优材上线首月入驻装企超100家，产品供应商包括东方雨虹、霍尼韦尔、西门子等头部装修材料品牌。随着越来越多实力装企进一步入驻，公司有望进一步加大整装业务优势。一方面，随着欧派优材议价能力不断提升，公司整装业务有望在成本端收益。另一方面，欧派优材知名度与接受度的提升有望加大公司品牌曝光度，增强整体品牌力。

图表 76. 公司成立欧派优材拓展业务范围



资料来源：公司官网，中银证券

图表 77. 欧派优材联合世界级顶级供应商

资料来源：公司官网，中银证券

5. 盈利预测与估值讨论

厨柜业务：公司厨柜业务收入主要由零售端收入和大宗业务收入组成，随着公司经销商管理的改善以及公司在大宗业务的布局，预计 2021-2023 年收入分别为 74.6/84.5/93.9 亿元，同比增长 23.1%/13.2%/11.2%。

衣柜业务：公司衣柜业务收入主要由零售端收入和大宗业务收入组成，随着公司经销商管理的改善以及公司在大宗业务的布局，预计 2021-2023 年收入分别为 76.8/92.3/108.5 亿元，同比增长 33.0%/20.1%/17.6%。

卫浴业务：由于体量较小，卫浴业务仍处于高速增长阶段，未来有望依靠厨衣柜产品导流维持高增。预计 2021-2023 年收入分别为 9.6/11.7/13.8 亿元，同比增长 30.2%/21.5%/18.1%。

木门业务：木门业务体量较小，未来有望依靠不断新开门店以及厨衣柜产品导流保持高速增长，预计 2021-2023 年收入分别为 11.5/14.9/18.6 亿元，同比增长 49.1%/29.9%/24.7%。

图表 78. 公司收入拆分表 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	135.3	147.4	196.9	235.8	273.7
yoy	17.6%	8.9%	33.6%	19.8%	16.1%
厨柜	61.9	60.6	74.6	84.5	93.9
yoy	7.4%	-2.1%	23.1%	13.2%	11.2%
衣柜	51.7	57.7	76.8	92.3	108.5
yoy	24.6%	11.7%	33.0%	20.1%	17.6%
卫浴	6.2	7.4	9.6	11.7	13.8
yoy	37.7%	18.5%	30.2%	21.5%	18.1%
木门	6.0	7.7	11.5	14.9	18.6
yoy	25.9%	29.0%	49.1%	29.9%	24.7%
其他主营收入	7.8	11.6	21.5	29.1	34.9
yoy	60.1%	48.4%	85.0%	35.0%	20.0%

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着大宗业务占比继续增加，公司毛利率或继续小幅度下滑，同时考虑到卫浴和木门占比上升且毛利率升高，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 33.0%/33.1%/33.4%。

费用率：随着公司加强费用管控，提升运营效率，预计未来费用率持续优化。我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 7.3%/7.0%/6.7%，管理费用率将达到 5.6%/5.5%/5.3%，研发费用率为 3.8%/3.8%/3.8%，总费用率在未来三年逐年改善。

综合来看，预计公司 2021-2023 年营收分别为 196.9/235.8/273.7 亿元，同比增长 33.6%/19.8%/16.1%；归母净利润为 27.4/33.6/40.5 亿元，同比增长 33.0%/22.7%/20.3%。

图表 79. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	135.3	147.4	196.9	235.8	273.7
yoy (%)	17.6%	8.9%	33.6%	19.8%	16.1%
毛利率 (%)	35.8%	35.0%	33.0%	33.1%	33.4%
费用率 (%)	20.8%	18.8%	16.5%	16.1%	15.7%
销售费用率 (%)	9.7%	7.8%	7.3%	7.0%	6.7%
管理费用率 (%)	6.9%	6.5%	5.6%	5.5%	5.3%
研发费用率 (%)	4.7%	4.7%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用率 (%)	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
营业利润率 (%)	15.6%	16.3%	16.3%	16.7%	17.3%
所得税率 (%)	13.2%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
归母净利润 (%)	18.4	20.6	27.4	33.6	40.5
yoy(%)	17.0%	12.1%	33.0%	22.7%	20.3%
净利润率 (%)	13.6%	14.0%	13.9%	14.3%	14.8%
EPS (元)	4.38	3.43	4.50	5.52	6.64

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

我们选取国内定制家居企业作为其可比公司, 同时预计公司 2021 年净利润为 27.4 亿元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 30/24/20 倍。对比行业平均值 17/14/11 倍, 考虑到公司在产能、渠道、产品等方面具有比较优势, 业绩确定性较强。首次覆盖, 给予**买入**评级。

图表 80. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同增速				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
索菲亚	002572.SZ	20.28	11.9	13.7	16.1	18.7	10.7	14.6	17.6	16.1	19.8	13.5	11.5	9.9
尚品宅配	300616.SZ	43.33	1.0	3.6	4.6	5.5	-80.8	259.7	25.6	19.7	156.1	23.6	18.8	15.7
志邦家居	603801.SH	28.42	4.0	5.1	6.3	7.7	20.0	29.3	24.0	21.9	19.5	17.4	14.0	11.5
金牌厨柜	603180.SH	36.15	2.9	3.4	4.3	5.4	20.7	15.2	28.7	24.3	17.6	16.6	12.9	10.4
好莱客	603898.SH	11.96	2.8	3.8	4.5	5.3	-24.3	36.6	18.0	19.9	18.2	9.9	8.4	7.0
皮阿诺	002853.SZ	16.48	2.0	2.5	3.1	3.7	12.4	26.2	24.8	18.1	19.3	12.4	9.9	8.4
我乐家居	603326.SH	9.69	2.2	2.4	3.0	3.7	42.6	8.5	24.2	24.2	12.9	13.1	10.6	8.5
行业平均			5.9	7.7	9.4	11.3	1.7	52.9	23.2	20.6	37.8	16.8	13.6	11.4
欧派家居	603833.SH	133.62	20.6	27.4	33.6	40.5	12.1	33.0	22.7	20.3	39.2	29.7	24.2	20.1

资料来源: 万得, 中银证券, 欧派家居采用预测数据, 其余公司盈利预测均来自万得预期。

注: 股价及 PE 均对应 12 月 22 日收盘数据

风险提示

行业竞争加剧：随着地产红利消失，定制家居行业内竞争逐渐激烈，对大宗业务等形成一定影响，若之后竞争加剧，可能进一步对公司毛利率与净利率产生影响。

原材料价格波动：原材料为公司成本主要组成部分，若未来产生波动，可能对公司毛利率产生一定影响。

多品类拓展不达预期：公司同时发力厨柜、衣柜、木门和卫浴等业务，铸就多维成长曲线，若未来多品类战略发展不及预期，可能对公司收入增长带来直接影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	13,533	14,740	19,688	23,577	27,371
销售成本	(8,772)	(9,690)	(13,334)	(15,950)	(18,444)
经营费用	(1,818)	(1,556)	(1,717)	(2,100)	(2,471)
息税折旧前利润	2,944	3,493	4,637	5,527	6,456
折旧及摊销	(439)	(568)	(845)	(860)	(848)
经营利润(息税前利润)	2,504	2,925	3,792	4,667	5,608
净利息收入/(费用)	27	134	134	134	134
其他收益/(损失)	183	175	154	154	154
税前利润	2,119	2,413	3,208	3,935	4,732
所得税	(279)	(350)	(465)	(571)	(687)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,839	2,063	2,743	3,364	4,046
核心净利润	1,853	2,068	2,748	3,370	4,051
每股收益(人民币)	4.38	3.43	4.50	5.52	6.64
核心每股收益(人民币)	4.41	3.44	4.51	5.53	6.65
每股股息(人民币)	1.080	1.186	1.351	1.657	1.992
收入增长(%)	18	9	34	20	16
息税前利润增长(%)	7	17	30	23	20
息税折旧前利润增长(%)	9	19	33	19	17
每股收益增长(%)	17	(22)	31	23	20
核心每股收益增长(%)	17	(22)	31	23	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,119	2,413	3,208	3,935	4,732
折旧与摊销	439	568	845	860	848
净利息费用	70	35	35	35	35
运营资本变动	(171)	1,148	171	(47)	(159)
税金	(279)	(350)	(465)	(571)	(687)
其他经营现金流	(21)	76	(183)	(198)	(213)
经营活动产生的现金流	2,156	3,889	3,610	4,013	4,556
购买固定资产净值	(1,536)	(1,472)	799	936	764
投资减少/增加	33	45	37	37	37
其他投资现金流	(3,151)	(910)	(2,696)	(2,849)	(2,667)
投资活动产生的现金流	(4,654)	(2,337)	(1,859)	(1,875)	(1,866)
净增权益	1,875	3,012	2,223	2,716	3,202
净增债务	306	1,168	(1,574)	0	0
支付股息	454	713	823	1,009	1,214
其他融资现金流	(1,146)	(3,361)	(1,171)	(3,700)	(4,539)
融资活动产生的现金流	1,441	585	(1,248)	(1,880)	(2,347)
现金变动	(1,057)	2,137	504	258	343
期初现金	2,518	1,467	4,427	4,931	5,189
公司自由现金流	(2,401)	1,721	1,920	2,307	2,859
权益自由现金流	(2,120)	2,784	241	2,202	2,754

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,467	4,427	4,931	5,189	5,532
应收帐款	611	797	844	903	1,052
库存	846	809	1,081	977	1,218
其他流动资产	99	85	126	118	164
流动资产总计	6,452	8,250	11,144	14,346	18,240
固定资产	6,654	7,631	6,905	6,038	5,340
无形资产	1,125	1,464	1,391	1,321	1,255
其他长期资产	50	73	93	108	123
长期资产总计	8,362	10,593	8,485	7,564	6,815
总资产	14,814	18,844	19,628	21,910	25,054
应付帐款	993	1,358	1,572	1,582	1,734
短期债务	53	1,627	53	53	53
其他流动负债	2,235	2,942	3,459	3,324	3,463
流动负债总计	3,280	5,926	5,084	4,959	5,250
长期借款	1,603	495	495	495	495
其他长期负债	372	497	318	348	349
股本	420	602	609	609	609
储备	8,815	11,182	13,123	15,499	18,351
股东权益	9,559	11,925	13,732	16,108	18,961
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	14,814	18,844	19,628	21,910	25,054
每股帐面价值(人民币)	22.75	19.83	22.54	26.44	31.13
每股有形资产(人民币)	19.98	17.30	20.13	24.08	28.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.40)	(4.66)	(8.01)	(8.43)	(8.99)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.7	23.7	23.6	23.4	23.6
息税前利润率(%)	18.5	19.8	19.3	19.8	20.5
税前利润率(%)	15.7	16.4	16.3	16.7	17.3
净利率(%)	13.6	14.0	13.9	14.3	14.8
流动性					
流动比率(倍)	2.0	1.4	2.2	2.9	3.5
利息覆盖率(倍)	98.8	28.0	36.3	44.7	53.8
速动比率(倍)	1.7	1.3	2.0	2.7	3.2
估值					
市盈率(倍)	30	39	30	24	20
核心业务市盈率(倍)	30.1	38.6	29.4	24.0	20.0
市净率(倍)	5.8	6.7	5.9	5.0	4.3
价格/现金流(倍)	25.9	20.5	22.4	20.2	17.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	22.4	16.4	13.7	11.7
周转率					
存货周转天数	34.7	33.9	33.4	29.2	27.7
应收帐款周转天数	39.9	37.5	35.1	33.8	29.2
应付帐款周转天数	13.4	16.8	14.6	12.3	11.6
回报率					
股息支付率(%)	24.7	34.6	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	38.5	34.6	39.9	41.8	42.7
资产收益率(%)	29.1	24.5	32.2	35.6	37.5
已运用资本收益率(%)	8.2	7.3	9.6	10.1	10.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371