



Research and
Development Center

长逻辑与短博弈

—欧派家居(603833)公司深度报告

2023 年 1 月 30 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

相关研究

1. Q3 收入保持韧性，费用增加扰动盈利
2. 回购启动，大家居龙头厚积待薄发
3. 零售亮眼整装加持，Q2 毛利率表现稳定

证券研究报告

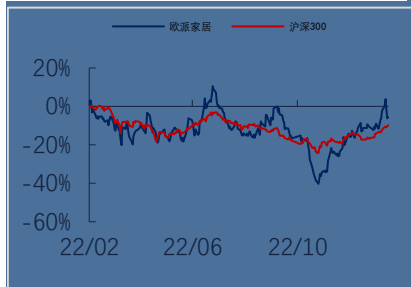
公司研究

公司深度报告

欧派家居 (603833)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	128.62
52 周内股价波动区间 (元)	150.68-81.42
最近一月涨跌幅 (%)	6.03
总股本 (亿股)	6.09
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	783.49

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

长逻辑与短博弈

2023 年 01 月 30 日

本期内容提要：

◆**复盘来看，我们认为企业家战略远见依旧是公司发展胜负手。**虽然定制行业过去几年增速放缓、渠道流量分化，且行业的非标&重服务属性使其难以实现快速集中，但我们也看到，欧派家居在董事长姚董的带领下，强大执行力推进“品类持续接力、渠道破局立新”，使我们见证了公司过去七年一路走来，在大家居行业龙头地位持续巩固，业绩表现行业领先、估值溢价效应显著。我们对公司的认知也在不断深化，现阶段重点提示：在消费趋势整装化的背景下，公司大家居势能正在快速生长，虹吸效应实力展现，市场份额有望加速提升。

◆**消费趋势整装化，重视定制行业继产品维度的渗透率红利之后，渠道维度的渗透率 beta。**据中装协《2021 中国家装消费行为研究报告》，2021 年整装渗透率（选择整装的消费者占比）为 20.86%，较 2020 年提升 3.5pct，较 2019 年提升 7.9pct，其中一线城市已达 30%。我们认为，整装模式（渠道维度）近年之所以快速发展，与当年定制渗透率（产品维度）快速提升的底层逻辑一致，即更好的满足了消费者需求，符合当下时点产业链条上各方的诉求：**1）对于消费者**，传统以清包、半包为主的家装行业，对消费者的家装建材知识要求较高、成本可控性较低、且装修过程费时费力。传统装修中约 50% 以上的时间都耗费在等待下一个工序上，装修体验普遍不高。同时，近年家装消费群体年轻化趋势明显，年轻消费者对于省时省心省力的家装体验要求日益提升。而整装模式的出现，将家装流程产品化、报价方式套餐化，满足了消费者对于“省时省心”的装修诉求，切实解决消费者的装修痛点。**2）对于家装公司**，地产周期下行以及精装修化对传统家装行业需求产生较大冲击，据中装协数据统计，国内建筑装饰企业数量从 2016 年的 13.2 万家降至 2020 年 10.6 万家，退出市场的企业以低资质的小装企为主。而现存的大部分家装公司，也在积极寻求做大客单值，通过施工、主辅材、家具等全品类销售的方式来延伸产业链、拓宽业务布局。**3）对于主辅材、家具等产品型公司**，受近年精装、整装、电商等渠道分流影响，产品型公司也积极开拓整装渠道把握前置流量入口。

◆**公司整装&大家居商业模式壁垒初现，长期构建一站式家居家装服务平台，打造中国家居行业消费者品牌。**首先，我们看好以欧派为代表的全屋定制产品型公司卡位，向上连接装企入口，向下直面消费者紧扣 C 端需求，商业模式适合全国性扩张、具备规模效应。其次，公司自 2018 年推出“欧派整装大家居”以来，整装业务规模突飞猛进，在各地逐步形成欧派整装的示范效应，进一步推动公司整装在各地新模式的发展；至今已形成了“整装大家居”+“零售整装”的双轮驱动模式，共同加快装企渠道开拓。再次，放眼整装这一长赛道，我们认为“产品品牌渠道”仍是消费品最基本的竞争三要素，而随着公司整装和大家居布局深化，强品牌多品类多渠道的协同效应将有望加速释放，且整装销售模式很大程度上仍有赖于“欧派特色”的强大零售体系支撑，双体系有望共筑公司商业模式护城河。

◆**有别于市场的观点：**自公司上市以来，尤其以 2022 年为代表的股价表现，我们认为市场对于欧派的仓位配置信心不足，**主要担忧有二**：一是担心地产景气下行对家居企业的业绩产生较大滞后负面影响；二是随着近年公司业务结构变化，毛利率较低的新品类/新渠道将对公司整体毛利率产生结构性影响，从而拉低整体净利率。**我们认为：**1）关于地产，中国经济仍处城镇化发展和消费升级趋势中，从历史数据看家居行业尤其 C 端景气与经济周期强相关，家具零售与地产周期呈滞后弱相关，行业消费属性强于地产后周期属性。欧派家居经历过去几年基础打磨，大家居布局已然铺开，

品类渠道融合渐入佳境，C 端市占率有望加速提升。2) 关于利润率，首先，我们认可欧派以自产+OEM/品牌合作结合的生产模式。我们认为，虽然全品类自产可使厂商利润最大化，但欧派选择的自产+OEM/品牌合作模式则是基于“更好地迎合消费者需求”这一商业出发点，为消费者提供更多的家居产品选择，而公司聚焦做深做透核心优势品类橱衣，不断提升生产效率、做大客单值。其次，公司业务结构变化的同时，利润表的盈利消耗模型也在起变化，我们预计净利率下行压力可控。再次，长远来看，我们认为，定制家居行业产品差异不大，公司利用阶段性低毛利业务正在快速构建渠道护城河，长期有望为中国消费者构建起省时省心省力的一站式家居家装服务平台，打造中国家居行业消费者品牌。

◆**看好 23 年或再迎戴维斯双击，维持“买入”评级。**2021 年是公司启动“把欧派打造成世界卓越家居集团”长期发展目标的元年，2022 年虽然再次迎来行业景气调整，但我们认为对比上一轮 2018 年行业景气下行，公司大家居势能已显著放大，行业调整期加速长期战略落地。看好公司厚积薄发，23 年有望再次迎来业绩和估值的双击，即使短期市场情绪或业绩受疫情影响仍有反复，但在 23 年消费复苏的强预期下，建议把握机遇积极布局。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 27.25 亿元、32.25 亿元、38.02 亿元，同比分别增长 2.23%、18.37%、17.89%，目前股价对应 2023 年 PE 为 24x，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**经济复苏不及预期风险，原材料成本大幅上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	14,740	20,442	22,574	26,151	30,144
增长率 YoY %	8.9%	38.7%	10.4%	15.8%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,063	2,666	2,725	3,225	3,803
增长率 YoY%	12.1%	29.2%	2.2%	18.4%	17.9%
毛利率%	35.0%	31.6%	31.6%	31.5%	31.5%
净资产收益率ROE%	17.3%	18.5%	17.0%	17.9%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	3.43	4.38	4.47	5.29	6.24
市盈率 P/E(倍)	39.22	33.71	28.75	24.29	20.60
市净率 P/B(倍)	6.78	6.24	4.88	4.35	3.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2023 年 01 月 20 日收盘价

目 录

投资聚焦	7
一、七年发展之路：阿尔法强势生长	8
1.1 2015-2017：多品类初长成	9
1.2 2018-2020：渠道创新+信息化	11
1.2.1 零售渠道夯基筑石，整装渠道敢为人先	11
1.2.2 信息化建设成效显著	12
1.3 2021-至今 品类渠道协同并进	14
1.4 行业地位：从单品龙头走向大家居龙头	17
二、长逻辑：做消费者想得到、看得上、买得起的整体家居品牌	21
2.1 整装兴起，精准把握行业趋势	21
2.2 欧派整装：商业模式壁垒初现	25
2.2.1 整装大家居：欧派整装&铂尼思整装，双品牌并进	25
2.2.2 零售整装：ABC 多模式试点，加快整装份额提升	27
2.3 欧派大家居：初心如磐，奋辑笃行	29
2.3.1 模式不断优化出新，“整装+零售”南北齐驱	30
2.3.2 产品品牌渠道，正在加速构建大家居护城河	31
2.4 供应链升级，夯实基础设施建设	35
2.4.1 千仓配+欧派优材，打造物流供应链体系	35
2.4.2 打造中国版汉森+中国版家得宝	38
2.4.3 是否要做中国的宜家？	43
三、短博弈：地产周期&利润率	45
3.1 家居行业的消费属性强于地产后周期属性	45
3.2 盈利消耗模型正在起变化，利润率下行压力可控	49
四、盈利预测与估值	52
五、风险因素	55

表 目 录

表 1：2021 年定制橱衣木行业出厂规模约 2671 亿元	17
表 2：2021 年软体行业出厂规模约 1347 亿元	18
表 3：定制行业头部企业市占率	19
表 4：不同家装形式对比	22
表 5：整装大家居&ABC 模式对比简表	28
表 6：零售大家居 1.0-4.0 模式对比简表	31
表 7：部分 22 年已开业零售大家居订单示例	31
表 8：单值扩大、转化率提升，是重启商超店的重要基础	32
表 9：转化率、客单价是门店运营利润率的重要因素	33
表 10：家得宝三种客户类型	41
表 11：2023E 家具社零&板块收入增速测算	48
表 12：家配占比&销售费用率对净利率变动的敏感性分析	51
表 13：收入预测简表	52
表 14：利润预测简表	53
表 15：分季度财务数据	53
表 16：可比公司 2023 年平均 PE 约 16 倍	54

图 目 录

图 1：欧派家居股价走势复盘	8
图 2：近年公司收入增速领先	9
图 3：2022 年前三季度公司利润超额增速走弱	9
图 4：近年来公司估值与定制行业估值	9
图 5：公司多品类布局较早	10
图 6：2017 年公司多品类布局初步成型	10
图 7：衣柜 2014 年以后加大独立招商后，经销商增长加快	11
图 8：衣柜收入 2015 以后快速增长	11

图 9: 终端门店多店态探索	11
图 10: 工程业务收入占比保持在 20%以下	12
图 11: 整装渠道于 2019 年开始逐步形成收入贡献	12
图 12: CAXA 软件优化设计下单流程	12
图 13: 欧派制造 2025	13
图 14: 运营效率不断优化	13
图 15: 人均效益稳定提升	13
图 16: 品牌矩阵不断丰富	14
图 17: 欧派衣柜模式演变的底层逻辑在于用户思维	15
图 18: 配套品对衣柜客单值拉动显著	15
图 19: 配套品对公司衣柜收入贡献显著	15
图 20: 欧派衣柜携手多个大品牌	16
图 21: 橱柜推出“48 小时旧厨焕新”业务	16
图 22: 零售渠道单店提货额扩张	16
图 23: 欧派家居近年在定制市场份额加速提升	19
图 24: 定制行业格局-2021	19
图 25: 欧派家居在橱柜领域市占率持续领先	20
图 26: 欧派家居在全屋定制领域份额快速提升	20
图 27: 欧派家居在家居零售市场份额亦加速提升	20
图 28: 中国家居零售市场 CR5 明显低于全球水平	20
图 29: 2021 年整装渗透率（消费者选择比例）约 21%	21
图 30: 一线城市整装渗透率约 30%	21
图 31: 消费者对不同家装模式的满意度打分	22
图 32: 省心省力省时，是消费者选择整装的最主要原因	22
图 33: 家装流程长节点多	23
图 34: 家装材料品类繁多	23
图 35: 整装模式为消费者简化多头对接多方报价	23
图 36: 近年国内建筑装饰企业数量持续减少	24
图 37: 整装模式对装企口碑品牌规模等要求更高	24
图 38: 看好定制企业链接上下游的整装产业链卡位	24
图 39: 欧派整装业务模式	25
图 40: 双品牌共驱整装大家居规模扩张	26
图 41: 整装模式打磨后 2021 年开店&同店再提速	26
图 42: 欧派整装大家居“新整装”战略升级	26
图 43: 铂尼思聘请关晓彤为品牌形象代言人	27
图 44: 铂尼思整装 2026 年目标规模破 100 亿	27
图 45: 零售整装发展亦有望步入快车道	28
图 46: 家装市场空间广阔	29
图 47: 家装市场格局分散	29
图 48: 软装是家装增速最快的细分市场	29
图 49: 欧派整装大家居门头	30
图 50: 欧派零售大家居门头	30
图 51: 欧派大家居模式演进	30
图 52: 大家居门店运营关键要素：引流成本、转化率、客单价	32
图 53: 欧派大家居客单值演进	32
图 54: 公司木门规模已位居行业前列	33
图 55: 新品类不断接力	33
图 56: 2021 年广州已完成“定制装修一体化”实践	34
图 57: 2022 年启动大家居合资公司试点	34
图 58: 公司零售渠道（含整装）ROI 处于同行较高水平	34
图 59: 近年 NPS 值（客户净推荐值）提升	34
图 60: 浙江千仓配项目运作方案	36
图 61: “千仓配”提升物流和服务效率	37
图 62: 欧派优材服务品类	37
图 63: 欧派优材合作品牌	37
图 64: 2022 年服务商招商计划六大赋能	38
图 65: 欧派优材三年阶段目标	38
图 66: 汉森成立之际韩国城镇化率 40%	39
图 67: 汉森在韩国城镇化进程完成后市占率进一步得到提升	39
图 68: 汉森历史收入增速和韩国地产增速	39
图 69: 汉森渠道结构-2021	40
图 70: 汉森 Rehaus 收入占比持续提升	40

图 71: 汉森业务拓展&数字化建设主要节点	40
图 72: 汉森存货周转天数领先国内家居企业	41
图 73: 汉森固定资产周转率领先国内家居企业	41
图 74: 北美家居建材市场客户结构	42
图 75: 家得宝客户结构新组合	42
图 76: 家得宝客户结构&供应链建设主要节点	42
图 77: 宜家中国近年零售规模整体稳定	43
图 78: 宜家在欧洲以外主要国家市场份额	43
图 79: 宜家 4*4*N 产品矩阵	44
图 80: 宜家中国卖场的家居场景展示	44
图 81: 小红书家居风格案例	44
图 82: 家居板块估值与地产销售同步性较高	45
图 83: 地产销售, 历史波动与家具社零相关性不明显	46
图 84: 地产竣工, 家具社零与上年竣工相关度>当年竣工	46
图 85: 季度来看, 家居需求与当季&滞后半年竣工均弱相关	46
图 86: 当季地产竣工与上市公司大宗业务强相关	47
图 87: GDP 与家具社零增速同步性较高	47
图 88: 消费环境波动对可选消费品家具的需求影响大	47
图 89: 上市公司收入增速持续领先社零增速	48
图 90: 近年毛利率&净利率趋势	49
图 91: 毛利率下降趋势伴随费用率下降	49
图 92: 2018-2021 主要盈利指标 3 年累计变动	49
图 93: 22 年 1-9 月~21 年 1-9 月主要盈利指标同比变动	49
图 94: 家配收入占比提升最为明显	50
图 95: 近年衣柜、家配毛利率均有所下降	50
图 96: 整装、工程渠道收入占比提升	50
图 97: 22 年整装渠道毛利率已高于纯零售	50
图 98: 家配对衣柜(含家配)的整体毛利率负面效应走弱	50
图 99: 22 年毛利率变动主要因零售渠道毛利下降	50

投资聚焦

复盘来看，我们认为企业家战略远见依旧是公司发展胜负手。虽然定制行业过去几年增速放缓、渠道流量分化，且行业的非标&重服务属性使其难以实现快速集中，但我们也看到，欧派家居在董事长姚董的带领下，强大执行力推进“品类持续接力、渠道破局立新”，使我们见证了公司过去七年一路走来，在大家居行业龙头地位持续巩固，业绩表现行业领先、估值溢价效应显著。我们对公司的认知也在不断深化，现阶段重点提示：在消费趋势整装化的背景下，公司大家居势能正在快速生长，虹吸效应实力展现，市场份额有望加速提升。

消费趋势整装化，重视定制行业继产品维度的渗透率红利之后，渠道维度的渗透率 beta。

据中装协《2021 中国家装消费行为研究报告》，2021 年整装渗透率（选择整装的消费者占比）为 20.86%，较 2020 年提升 3.5pct，较 2019 年提升 7.9pct，其中一线城市已达 30%。我们认为，整装模式（渠道维度）近年之所以快速发展，与当年定制渗透率（产品维度）快速提升的底层逻辑一致，即更好的满足了消费者需求，符合当下时点产业链条上各方的诉求：1）对于消费者，传统以清包、半包为主的家装行业，对消费者的家装建材知识要求较高、成本可控性较低、且装修过程费时费力。传统装修中约 50% 以上的时间都耗费在等待下一个工序上，装修体验普遍不高。同时，近年家装消费群体年轻化趋势明显，年轻消费者对于省时省心省力的家装体验要求日益提升。而整装模式的出现，将家装流程产品化、报价方式套餐化，满足了消费者对于“省时省心”的装修诉求，切实解决消费者的装修痛点。2）对于家装公司，地产周期下行以及精装修化对传统家装行业需求产生较大冲击，据中装协数据统计，国内建筑装饰企业数量从 2016 年的 13.2 万家降至 2020 年 10.6 万家，退出市场的企业以低资质的小装企为主。而现存的大部分家装公司，也在积极寻求做大客单值，通过施工、主辅材、家具等全品类销售的方式来延伸产业链、拓宽业务布局。3）对于主辅材、家具等产品型公司，受近年精装、整装、电商等渠道分流影响，产品型公司也积极开拓整装渠道把握前置流量入口。

公司整装&大家居商业模式壁垒初现，长期构建一站式家居家装服务平台，打造中国家居行业消费者品牌。首先，我们看好以欧派为代表的全屋定制产品型公司卡位，向上连接装企入口，向下直面消费者紧扣 C 端需求，商业模式适合全国性扩张、具备规模效应。其次，公司自 2018 年推出“欧派整装大家居”以来，整装业务规模突飞猛进，在各地逐步形成欧派整装的示范效应，进一步推动公司整装在各地新模式的发展；至今已形成了“整装大家居”+“零售整装”的双轮驱动模式，共同加快装企渠道开拓。再次，放眼整装这一长赛道，我们认为“产品品牌渠道”仍是消费品最基本的竞争三要素，而随着公司整装和大家居布局深化，强品牌多品类多渠道的协同效应将有望加速释放，且整装销售模式很大程度上仍有赖于“欧派特色”的强大零售体系支撑，双体系有望共筑公司商业模式护城河。

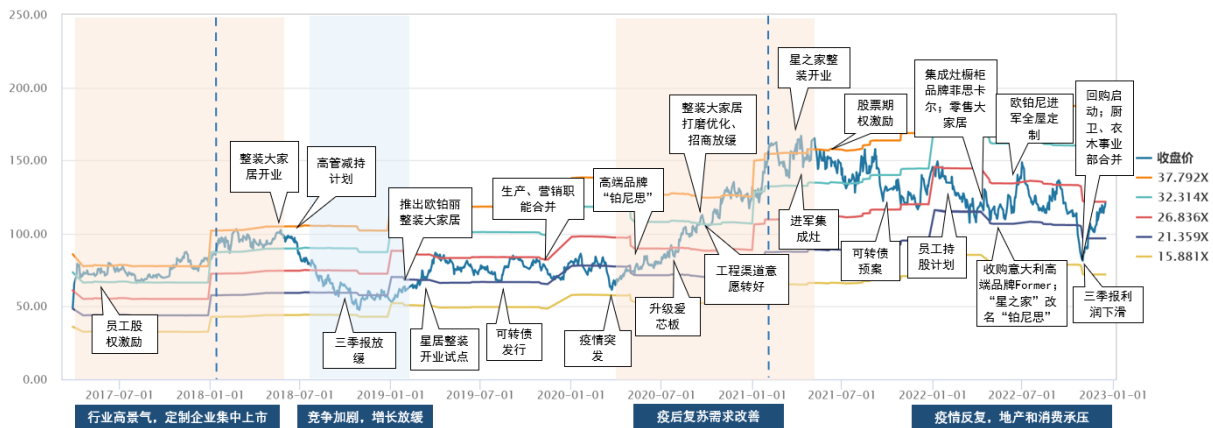


一、七年发展之路：阿尔法强势生长

复盘来看，在近年定制行业增速放缓、渠道快速分流的背景下，我们认为企业家战略远见依旧是公司发展胜负手。在董事长姚董的带领下，强大执行力推进公司“品类持续接力、渠道破局立新”，使我们见证了公司过去七年一路走来，在大家居行业龙头地位持续巩固，带动近年业绩表现领先、估值溢价扩大。

近年发展历程可大致分为三大阶段，即：**2015-2017 多品类初长成、2018-2020 渠道创新+信息化、2021-至今品类渠道协同并进。**

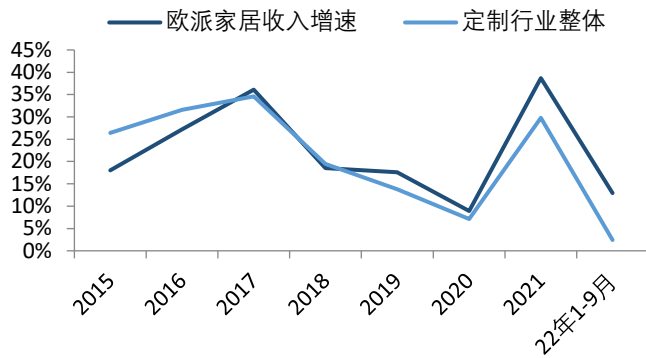
图 1：欧派家居股价走势复盘



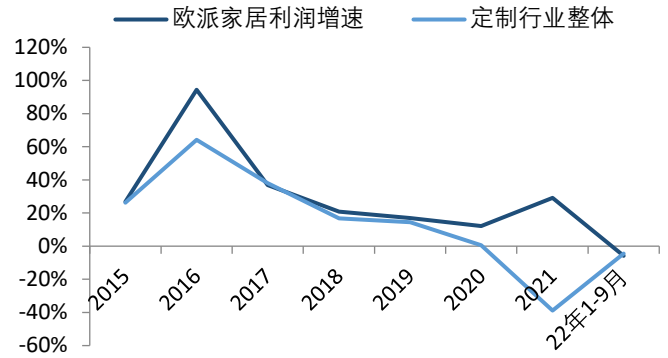
资料来源：Wind 等，信达证券研发中心整理

行业调整加速集中，公司业绩表现领先、估值溢价扩大。欧派家居作为定制家居行业龙头，2015-2021 年公司营收、净利分别实现了 24%、33% 的复合增速，即使在 2018 年后行业增速放缓的背景下，公司 2018-2021 年营收、净利仍分别实现了 21%、19% 的较好复合增长水平，财务表现持续领先行业。随着过去几年公司龙头地位不断稳固，估值溢价逐步获得资本市场认可，2018 年以来公司估值水平领先行业其他公司整体 3x~7x，2020 年以来估值溢价进一步扩大，其中 2021 年 4 月-2022 年 6 月行业估值较高主要为减值计提下利润下滑较大，其余时间段公司估值水平平均高于行业其他公司整体 3x~14x。

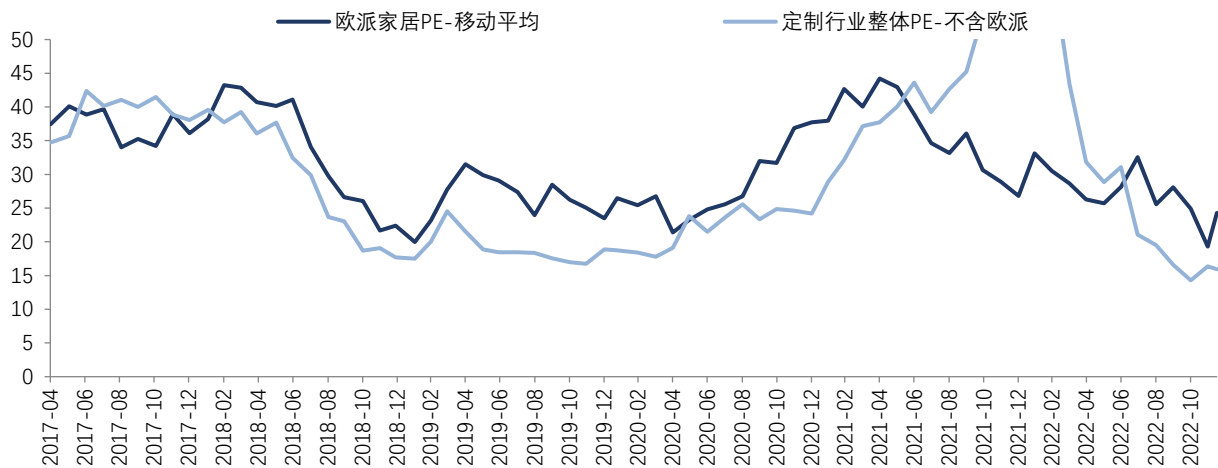
上市以来也出现两次季报增速放缓（3Q18、3Q22），但我们认为，2022 年的欧派家居整体势能较三年前已显著提升，大家居平台初露峥嵘。2022 年前三季度，公司因年初加大费用投入预算，而 2Q22 以来国内消费和地产环境快速变化，导致超额利润增速阶段性走弱。我们认为，过往几年每一轮行业景气调整，都是龙头加速长期业务布局的发展良机，公司逆势加快渠道布局体现了管理层对于行业长期发展方向的战略眼光，看好 23 年行业景气回暖趋势下大家居龙头厚积薄发。

图 2：近年公司收入增速领先


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2022 年前三季度公司利润超额增速走弱


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：近年来公司估值与定制行业估值


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 2015-2017：多品类初长成

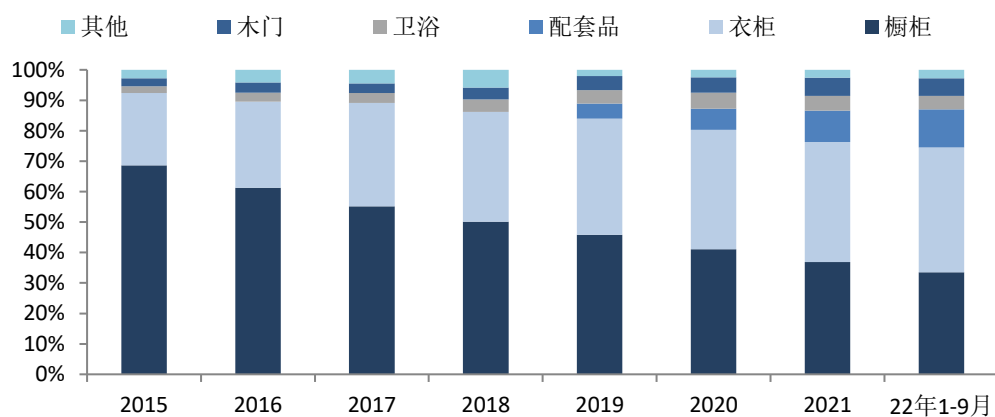
多品类、多品牌率先布局，把握定制行业红利。90 年代公司率先将欧洲的“整体厨房”概念引入国内，开创国内橱柜定制先河，2021 年公司在定制橱柜市占率约 10%，是国内橱柜行业龙头。21 世纪初公司率先开启品类扩张，2003 年进入整体卫浴领域，2005 年进军整体衣柜，2010 年进军定制木门、软装等领域，品类扩张稳步推进；并于 2014 年正式启动“大家居”战略，2015 年设立子品牌“欧铂丽”锁定年轻客户群，2018 年整装大家居布局、试点金属门窗。

图 5：公司多品类布局较早



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

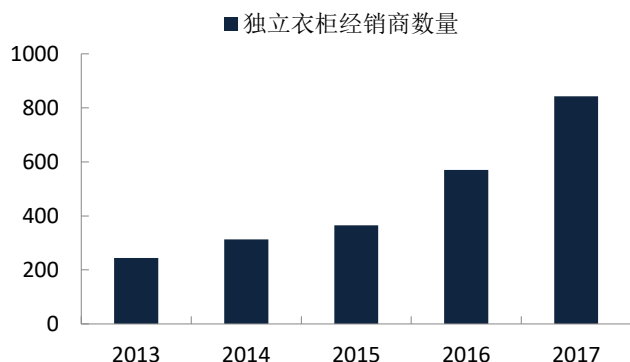
图 6：2017 年公司多品类布局初步成型



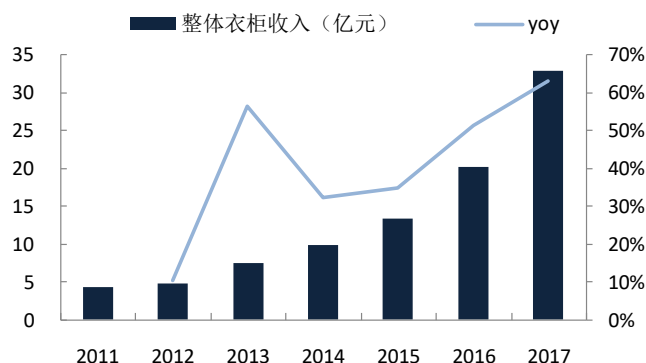
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新品类招商策略灵活调整，衣柜快速发展、加速渠道占领。公司历史上数次的阶段性品类策略调整，均围绕“如何快速做大做强”，较为及时且成效较好。一切围绕如何快速做大做强，衣柜业务的“合-分-合”。

以衣柜业务为例：1）发展初期以公司知名度较高的橱柜带衣柜为主，鼓励原有橱柜经销商代理衣柜业务，为衣柜早期的顺利招商奠定了基础。2）而后，公司衣柜业务的快速发展，也对橱衣经销商对于进一步做大衣柜规模、以及橱衣资源分配等方面提出了更高要求。因此，衣柜业务逐步独立为集成家居营销线，加大衣柜单独招商力度，2014~2017 年，公司独立衣柜经销商数量年均复合增速达 37%。此外，公司木门品类、年轻子品牌“欧铂丽”于 2018 年以后也相继经历了“由合到分”的招商策略调整，业务规模快速扩张。

图 7：衣柜 2014 年以后加大独立招商后，经销商增长加快


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：衣柜收入 2015 以后快速增长


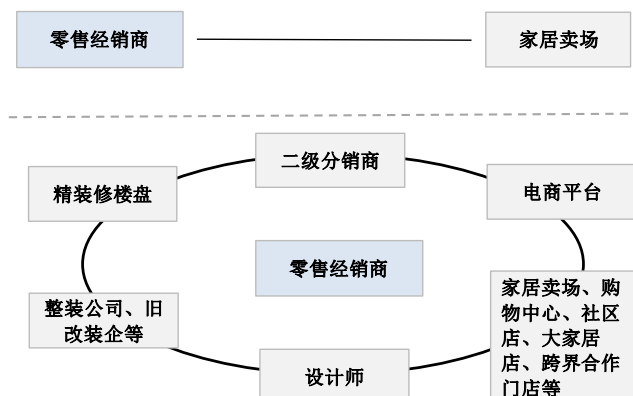
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 2018-2020：渠道创新+信息化

1.2.1 零售渠道夯基筑石，整装渠道敢为人先

零售渠道多获客、扩单值：1) 渠道分流背景下，试点多店态。2018 年以后，公司的零售门店形式除了卖场门店以外，试点购物中心店、大家居店、品类融合店等形式；鼓励零售代理商拓展工程市场，橱柜配合当地精装修楼盘，衣柜拓展拎包入住渠道。代理层级深化，2020 年左右欧派家居开始试行城市合伙模式，采用轻量加盟模式。

2) 全屋套餐升级扩单值，衣柜强势问鼎。面对消费变革及传统零售卖场客流下降这一问题，公司在业内率先推出“全屋 22㎡ 19800 套餐”，让消费者更能感受到“价格实惠、消费透明、品质更优”，创新营销模式，通过套餐明晰计价的模式凸显产品性价比，带动了客单值、订单数的较好增长。2018 年以后“19800 全屋套餐”逐步成为行业共识，柜类单值持续提升。2020 年衣柜+家配合计实现营业收入达 68 亿元，成为国内衣柜最大规模企业，成功打造橱衣双冠。

图 9：终端门店多店态探索


资料来源：信达证券研发中心

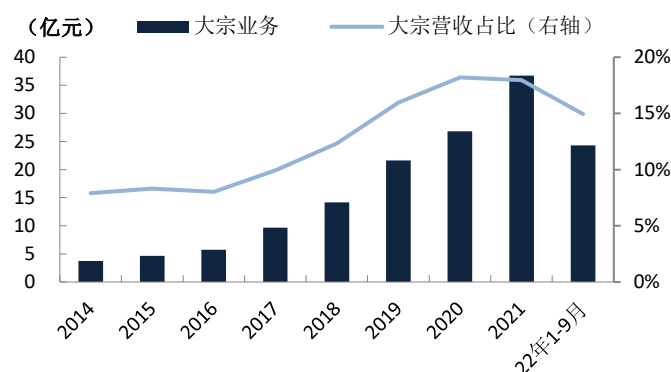
工程渠道谨慎开拓。2016 年以前，在公司零售业务快速发展的同时，大宗业务占比相对稳定。2018 年以后，顺应住宅商品房精装修比例提升，公司大力发展大宗业务，并鼓励各区

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

域经销商在各地推进。从实际运营情况来看,2019 年以来工程业务收入占比虽然有所提升,但整体仍维持在 20%以下;而随着房地产行业经历了 2021 年的深幅调整,公司并无大额应收款项的减值计提,也进一步印证了公司长期以来的强风险控制意识。

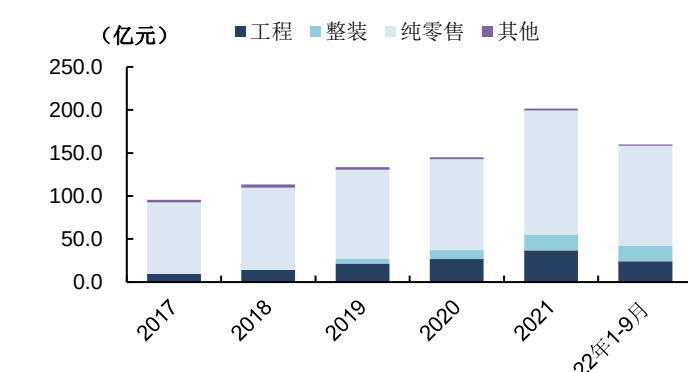
整装模式创新打磨,2018 年首创“欧派整装大家居”。公司于 2018 年推出整装大家居,与区域 TOP 级装企合作,打造整装大家居门店,其中欧派利用品牌影响力和全屋定制能力,进行家装主材及软装产品供应链的整合,装企提供流量入口、设计、安装交付等落地服务,招募装企作为公司整装经销商。随着公司整装大家居业务不断推进,整装渠道自 2019 年开始已逐步形成收入贡献。

图 10: 工程业务收入占比保持在 20%以下



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 整装渠道于 2019 年开始逐步形成收入贡献



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

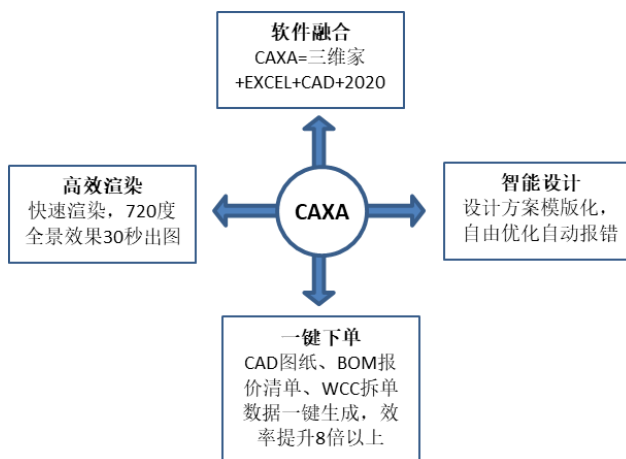
1.2.2 信息化建设成效显著

设计端: 自主研发的 CAXA 软件提升终端、总部效率。公司自主研发的 CAXA 设计软件于 2019 年取得了全面的新突破, CAXA 软件在完成衣柜事业部前端环节信息化打通后:

- 1) 终端方面,截至 2020 年 CAXA 软件已全面上线,实现软件端口的高度融合、一键下单、效率提升。同期已开始推进三维家、CAXA 两个软件在橱衣柜领域互相渗透对比优化;截至 2021 年 7 月底,85%的橱衣柜订单设计师已经自主选择使用 CAXA 设计软件设计和下单。
- 2) 总部方面,2020 上半年衣柜免审订单已超过 60%,一次通过率超过 90%;2021 年已全面实现定制订单的“75%免审、85%免审和快审、95%一次通过”。

至 2021 年,公司全品类、全渠道超 7000 家门店已实现自研 CAXA 家居设计软件全面应用,目前 CAXA 家居设计软件已实现全屋空间(厨、衣、木门、墙板、卫、阳台、家配)融合设计和场景销售。2021 年, CAXA 设计软件收费账号近 3 万个,形成了单日在线设计方案数超过 4 万,高峰日下单超过 10 万单和实际超过 40 万高清渲染图的云端算力支撑能力,为国内定制企业云端算力之最。

图 12: CAXA 软件优化设计下单流程



资料来源: CAXA 数码大方公众号, 信达证券研发中心

制造端: 欧派制造 2025, 信息化建设成效显著。公司于 2015 年正式启动《欧派制造 2025》战略, 融合互联网、大数据与人工智能制造, 通过数字化打通销售、研发、生产制造、物流运输等全套环节。欧派制造 2025 主要由 MTDS、WCC、MSCS、APS+MES、MCTS 5 大主干系统构成, 全流程协同、自动化与智能化的创新营销与制造模式。至 2020 年, 已基本实现了自主研发的全品类、全流程、全覆盖的欧派定制家居信息化系统的初步建成。

图 13: 欧派制造 2025



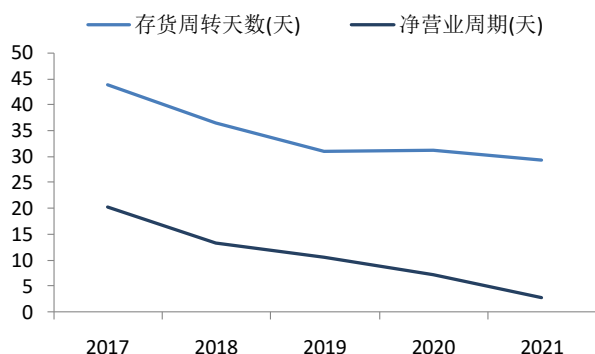
资料来源: 欧派家居工程精装公众号, 信达证券研发中心

信息化建设带来运营效率、人均效益明显提升。随着信息化建设成效渐显, 公司运营效率指标持续优化, 存货周转天数从 2017 年的 44 天降至 2021 年的 29 天, 净运营周期从 2017 年的 20 天降至 2021 年 3 天; 人均效益持续增加, 人均创收从 2017 年 54 万元持续增至 2021 年 83 万元, 人均创利从 2017 年 7 万元持续增至 2021 年 11 万元。

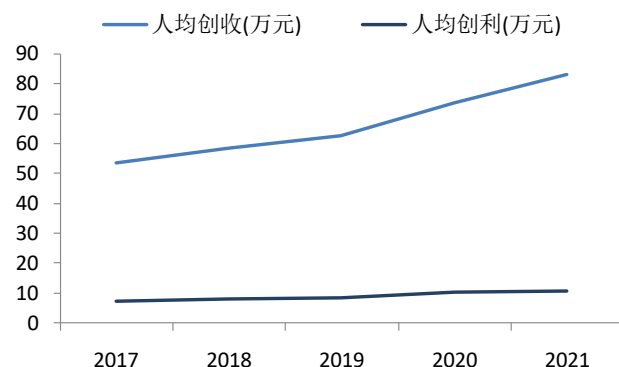
图 14: 运营效率不断优化

图 15: 人均效益稳定提升

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

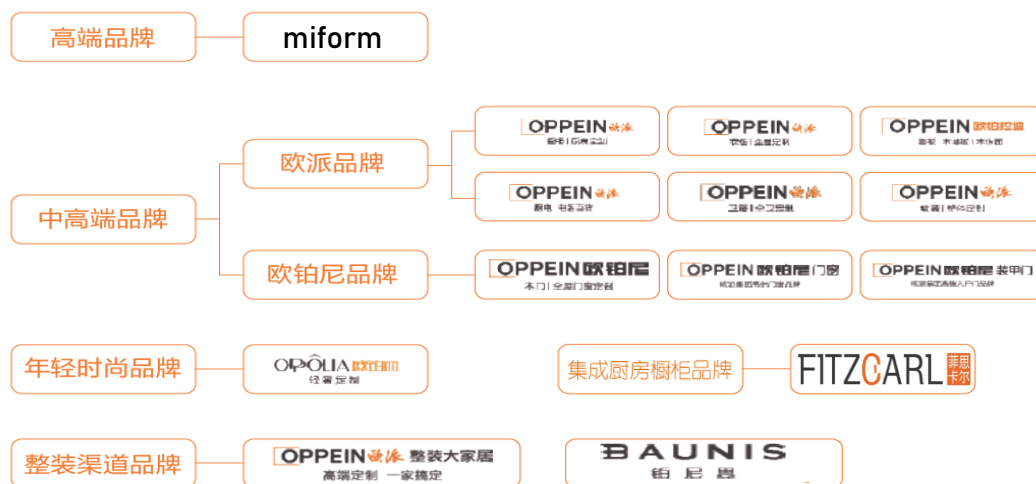


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 2021-至今 品类渠道协同并进

品牌矩阵进一步完善，支持多品类全渠道扩张。2021 年以来，公司重新梳理了集团品牌矩阵，针对不同渠道和品类定位的消费群体进一步加大覆盖。2021 年初推出欧派集成厨房，新增集成灶品类拓展更多客户群体，2021 年集成厨房开店超 600 家；2022 年 5 月欧派推出全新橱柜子品牌——FITZCARL 菲思卡尔橱柜，整合橱柜、厨房电器、集成灶，确保尺寸匹配，同时实现外观和功能的全方位改善和提升。2022 年 6 月，公司收购意大利拥有 50 多年历史的顶级高端家具品牌 Former，并将 FORMER(中国)公司唯一的整体家居品牌 miform 进军中国高定家居市场。

图 16：品牌矩阵不断丰富

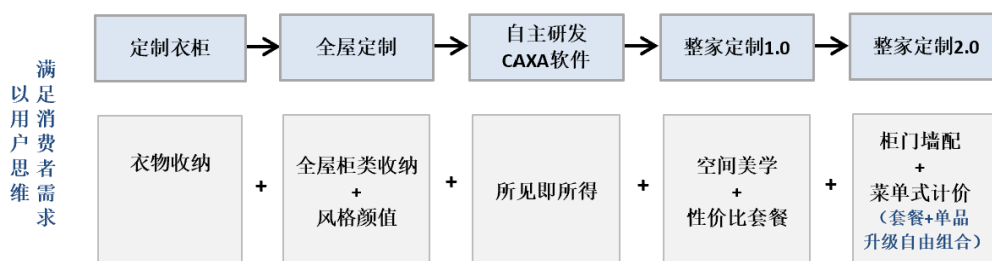


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产品端：以设计为主导，品类融合提单值。1) 全屋空间方面，公司从最早的衣柜定制到全屋定制再到整家定制，产品形态也在变化。近年公司加大对全屋空间标准家具整合力度，2021 年公司将原有的“19800”全屋套餐升级为“29800”整家套餐，产品范围在原来纯衣柜基础上增加 10 件家具配套品，套餐性价比进一步突显；同时，2021 年公司拥有遍布全国的 7000 多家终端门店，为供应链产品提供了庞大的销售网络支持。随着零售渠道品类融合加

速推进，近年欧派衣柜客单值明显提升，家品配套业务收入从 2019 年的 7 亿元快速增长至 2021 年的 21 亿元，助力公司衣柜（含家配）整体收入规模 2021 年过 100 亿元。2022 年 7 月，欧派衣柜高颜整家定制标准升级 2.0，从 1.0 的厂家思维主导逐步转化为用户思维主导，从原来的单纯套餐组合销售模式升级为菜单式计价销售，且越多越划算。

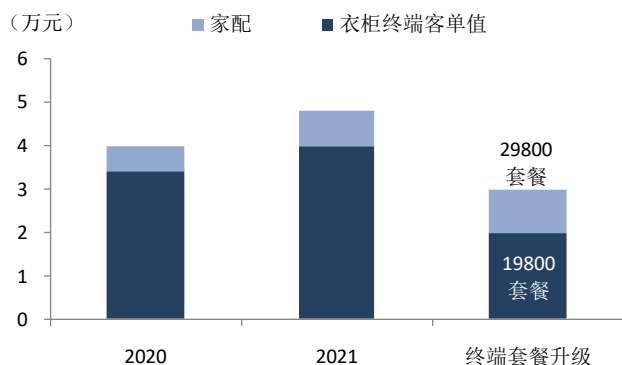
图 17：欧派衣柜模式演变的底层逻辑在于用户思维



资料来源：信达证券研发中心

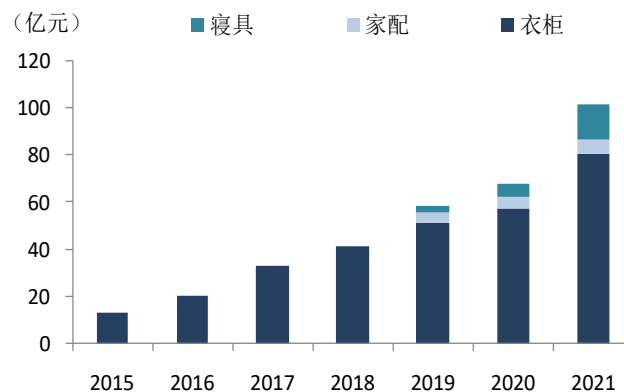
2) 欧派橱柜整装、分销、集成厨房多点布局，探索旧厨改造模式，厚筑渠道优势。2021 年欧派橱柜新开及新装门店超 1300 家，推动零售经销商合作装企超 3000 家，创新集成厨房全年开店超 600 家；把握市场脉搏，打造“健康厨房”、“旧厨焕新”等营销新模式，全力注入业务发展新动能，充分体现全球领军橱柜品牌的实力及号召力。

图 18：配套品对衣柜客单值拉动显著



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：配套品对公司衣柜收入贡献显著



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：欧派衣柜携手多个大品牌



资料来源：欧派小程序，信达证券研发中心

图 21：橱柜推出“48 小时旧厨焕新”业务

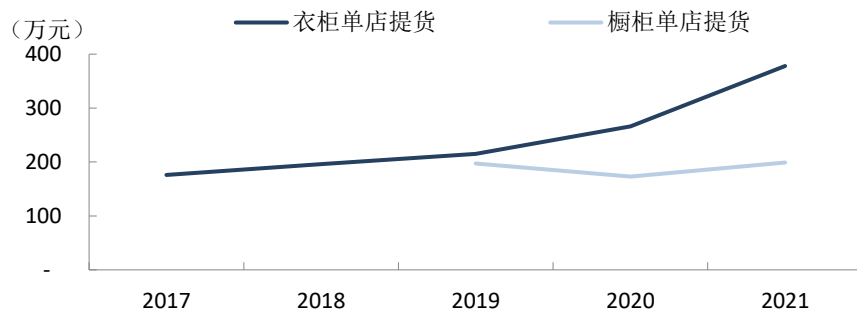


资料来源：欧派橱柜官方服务号公众号，信达证券研发中心

渠道端：客单提升带动零售同店增长，整装渠道多品类贡献。1) 零售渠道，2018 年以后公司零售渠道重点已从开店逐步转向为同店，而随着近两年公司客单值的进一步提升，衣柜门店质量持续强化，单店提货额稳定扩张。剔除整装渠道，2021 年公司衣柜（含家配）单店提货额达 378 万元，同比增长 42.1%，橱柜（含厨电）单店提货额达 199 万元，同比增长 15.0%。此外，基于过去几年多品类布局的日益完善，2022 年公司推出大家居合资公司模式，加快渠道品类融合。

2) 整装渠道，公司业内领先的多品类布局优势，对于快速切入整装渠道也形成了强大支撑。2019 年以来，整装渠道产品结构以橱衣两大核心品类为主（2021 年以前衣柜收入不含家配），木门和卫浴整装产品为辅，以及少量主辅材业务。由于衣柜（含家配）单值远高于橱卫木，截至 1H22，整装渠道橱衣木卫营收占比分别为 20.5%、64.8%、7.7%、5.7%。未来随着公司对合作装企供应链平台的建设不断完善，预计整装渠道中主辅材业务占比仍有较大提升空间。

图 22：零售渠道单店提货额扩张



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.4 行业地位：从单品龙头走向大家居龙头

► 定制行业

近年定制行业增长放缓，但公司通过扩品类持续拓宽成长天花板。近年来，随着地产周期放缓、第一轮定制化需求普及完成，定制渗透率提升速度放缓，行业整体增长降速。1) 据我们对每年家装需求量的测算，假设新房需求套数为过去 3 年平均销售套数，假设存量房翻新周期为 15 年、且 10% 当年翻新，结合每年二手房成交情况，我们估计 2021 年家装需求量约 2011 万套，预计 2022 年家装需求量同比减少 7%、2023-2025 年整体装修需求量保持稳定。2) 行业空间以出厂规模计，根据橱柜、衣柜、木门均价以及户均需求测算，得到 2021 年定制橱衣木行业市场规模约 2671 亿元，2022 年受国内消费及地产环境影响，预计行业规模有所下滑，2023-2025 年预计定制橱衣木行业规模增速分别为 8%、3%、7%，整体保持稳定发展态势。

同时，我们也看到公司近年加快品类延伸，进军软体等成品家具领域，进一步打开成长空间。以相同口径测算，2021 年以沙发、床具为代表的软体行业出厂规模约 1347 亿元。基于工业企业规模以上家具制造业收入以及中国家具出口额来看，对应家具内销市场出厂规模超过 5000 亿元，因此，若再考虑到其他移动家具如餐桌椅、茶几、电视柜等、其他材质如实木、竹制等家具，我们估计成品家具（含软体）整体市场规模与定制行业相当。

表 1：2021 年定制橱衣木行业出厂规模约 2671 亿元

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1) 新房需求套数 (万套)	1058	1117	1225	1316	1329	1335	1349	1274	1188	1078	1042
yoy		6%	10%	7%	1%	0%	1%	-6%	-7%	-9%	-3%
2) 二手房成交套数 (万套)	457	506	430	430	426	420	393	295	354	389	409
yoy		11%	-15%	0%	-1%	-1%	-6%	-25%	20%	10%	5%
假设存量房翻新周期 15 年、10% 当年翻新											
3) 存量房翻新套数 (万套)	164	175	186	199	220	243	269	299	332	368	407
yoy		7%	6%	7%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
我国城镇人口 (亿人)	7.93	8.19	8.43	8.64	8.84	9.02	9.14	9.27	9.41	9.55	9.69
城市人均住宅面积 (平米)	36	37	37	39	40	41	42	43	43	44	45
城镇住宅存量面积 (亿平米)	284	300	314	337	354	368	382	395	408	422	436
家装需求量合计 (万套)	1679	1798	1842	1945	1975	1998	2011	1868	1874	1835	1858
yoy		7%	2%	6%	2%	1%	1%	-7%	0%	-2%	1%
定制橱柜市场规模 (亿元)	604	678	727	764	773	731	763	694	721	724	752
yoy		12%	7%	5%	1%	-5%	4%	-9%	4%	0%	4%
平均每户购置橱柜数 (套)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
橱柜市场规模 (万套)	1679	1798	1842	1945	1975	1998	2011	1868	1874	1835	1858
定制橱柜渗透率	60%	61%	62%	63%	64%	63%	64%	64%	65%	66%	67%
定制橱柜单价 (万元/套)	0.60	0.62	0.64	0.62	0.61	0.58	0.59	0.58	0.59	0.60	0.60
全屋定制市场规模 (亿元)	571	741	891	1030	1173	1151	1330	1210	1369	1453	1590
yoy		30%	20%	16%	14%	-2%	16%	-9%	13%	6%	9%
定制衣柜市场规模 (亿元)	457	559	648	703	749	722	799	727	779	806	860
yoy		22%	16%	8%	6%	-4%	11%	-9%	7%	3%	7%
平均每户购置衣柜数 (个)	2.00	2.00	2.00	2.05	2.10	2.10	2.15	2.15	2.20	2.25	2.30
衣柜市场规模 (万个)	3358	3597	3684	3987	4147	4196	4325	4016	4122	4130	4274
定制衣柜渗透率	34%	37%	40%	42%	43%	43%	44%	44%	45%	46%	47%

定制衣柜单价 (万元/个)	0.40	0.42	0.44	0.42	0.42	0.40	0.42	0.41	0.42	0.42	0.43
其他定制柜类规模 (亿元)	114	182	243	327	425	430	531	483	590	648	730
yoy		59%	34%	34%	30%	1%	24%	-9%	22%	10%	13%
户均购置其他柜类数 (个)	1.00	1.30	1.50	2.00	2.50	2.50	3.00	3.00	3.50	3.80	4.10
定制柜类单价 (万元/个)	0.20	0.21	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
其他定制家居渗透率	10%	10%	13%	17%	22%	22%	26%	26%	31%	35%	39%
户内木门市场规模 (亿元)	419	464	491	535	561	556	578	526	545	546	564
yoy		11%	6%	9%	5%	-1%	4%	-9%	4%	0%	3%
户均木门数	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
木门单价 (万元/趟)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.08	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09
定制木门渗透率	78%	79%	80%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	85%	86%
定制橱柜市场规模 (亿元)	1595	1882	2109	2329	2507	2439	2671	2431	2635	2723	2907
yoy		18%	12%	10%	8%	-3%	10%	-9%	8%	3%	7%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2: 2021 年软体行业出厂规模约 1347 亿元

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
沙发											
平均每户购置沙发数 (个)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
沙发单价 (万元/个)	0.32	0.32	0.32	0.33	0.33	0.34	0.34	0.34	0.34	0.35	0.35
沙发渗透率	80%	81%	82%	83%	84%	85%	86%	86%	87%	88%	89%
沙发市场规模	430	466	491	532	555	577	596	543	562	562	581
yoy		8%	5%	8%	4%	4%	3%	-9%	4%	0%	3%
传统沙发市场规模 (亿元)	380	409	425	456	467	481	491	447	457	451	461
yoy		8%	4%	7%	2%	3%	2%	-9%	2%	-1%	2%
功能沙发市场规模 (亿元)	50	57	66	76	88	96	106	96	105	111	120
yoy		14%	16%	15%	15%	10%	10%	-9%	9%	5%	9%
功能沙发渗透率	11.5%	12.1%	13%	14%	16%	17%	18%	18%	19%	20%	21%
城镇居民人均建筑面积 (平米)		37	37	39	40	41	42	43	43	44	45
考虑公摊、空置、非户籍人口后的实际得房率		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
人均实际居住面积 (平米)		26	26	27	28	29	29	30	30	31	32
床垫											
平均每户购置床垫数 (个)	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00
床垫单价 (万元/个)	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
床垫渗透率	60%	61%	62%	63%	64%	64%	65%	66%	68%	69%	70%
床垫市场规模	222	258	288	329	361	381	413	396	426	443	475
yoy		17%	11%	14%	10%	5%	8%	-4%	7%	4%	7%
软床											
平均每户购置软床数 (个)	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00
软床单价 (万元/个)	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
软床渗透率	40%	41%	42%	43%	44%	44%	45%	45%	46%	47%	48%
软床市场规模	175	205	230	265	293	309	338	319	343	359	388
yoy		18%	12%	15%	11%	5%	9%	-6%	7%	5%	8%
软体市场规模合计 (亿元)	826	930	1008	1127	1210	1267	1347	1258	1330	1364	1444
yoy		13%	8%	12%	7%	5%	6%	-7%	6%	3%	6%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

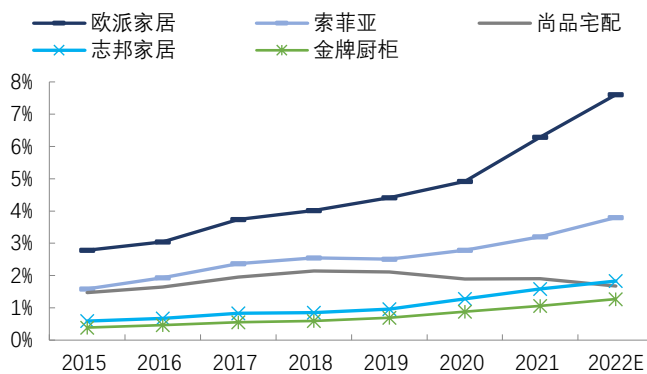
欧派家居在定制行业市占率持续提升，龙头地位不断巩固。从公司过去几年发展情况来看，公司占定制家居行业（橱衣木）市占率从2016年的3.0%持续提升至2021年的6.3%，2022年在行业承压的背景下我们预计公司份额进一步上行至约7.6%。分品类来看，近年公司橱柜龙一优势稳固，衣柜市场份额跃居行业第一，同时木门品类逐步发力新增发展贡献。但目前定制行业市场格局仍较分散，2021年以欧派家居、索菲亚、尚品宅配为代表的CR3份额约11%，CR5（CR3+志邦家居、金牌厨柜）市场份额约14%，且我们预计2022年CR3、CR5分别约提升至13%、16%，头部企业市占率仍然偏低，未来仍有较大提升空间。

表 3：定制行业头部企业市占率

定制家居市占率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
欧派家居	2.8%	3.0%	3.7%	4.0%	4.4%	4.9%	6.3%	7.6%
索菲亚	1.6%	1.9%	2.4%	2.6%	2.5%	2.8%	3.2%	3.8%
尚品宅配	1.5%	1.6%	1.9%	2.1%	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%
CR3	5.8%	6.6%	8.1%	8.7%	9.0%	9.6%	11.4%	13.1%
志邦家居	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.6%	1.8%
金牌厨柜	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
CR5	6.8%	7.8%	9.4%	10.2%	10.7%	11.8%	14.0%	16.2%
好莱客	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	1.1%	1.0%
博洛尼	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
我乐家居	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
皮阿诺	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%
江山欧派	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%
CR10	8.6%	9.6%	11.6%	12.5%	13.6%	15.2%	18.2%	20.3%

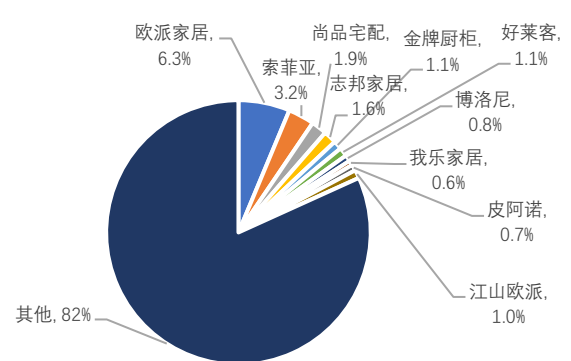
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：欧派家居近年在定制市场份额加速提升

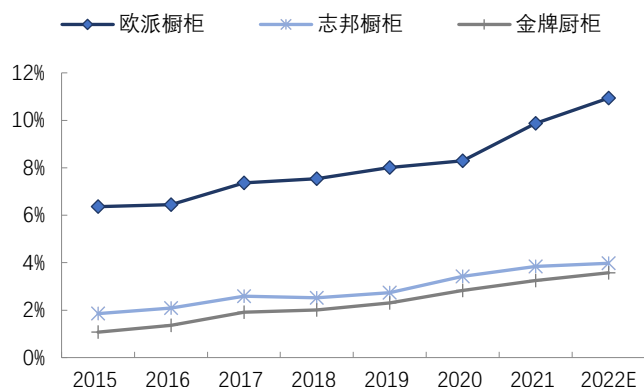


资料来源：Wind，信达证券研发中心

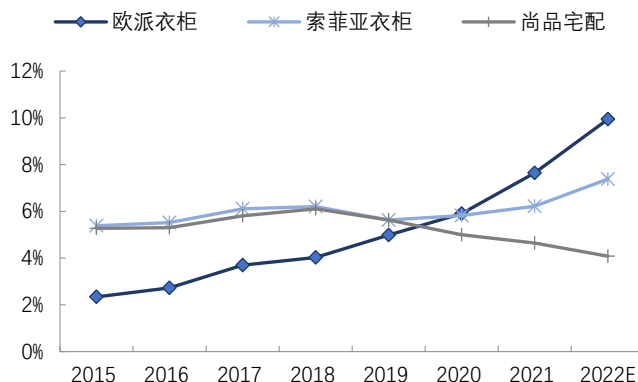
图 24：定制行业格局-2021



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：欧派家居在橱柜领域市占率持续领先


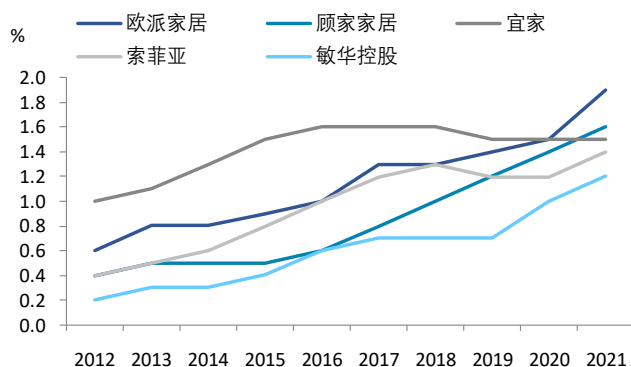
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：欧派家居在全屋定制领域份额快速提升


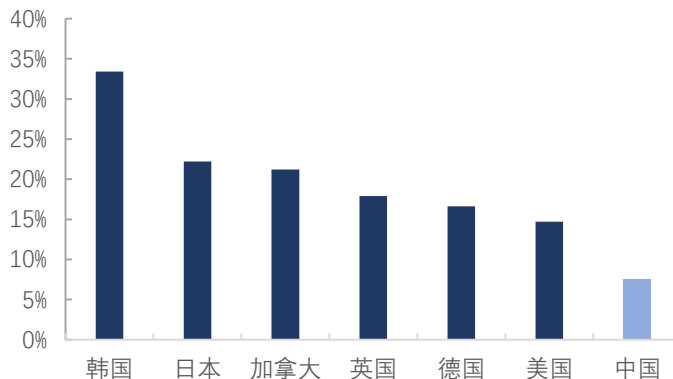
资料来源：Wind，信达证券研发中心

➤ 大家居行业

成长空间打开后，龙头企业在大家居行业的市场份额仍然偏低。考虑到公司业务延伸后行业空间打开，我们从家居行业整体规模来看，根据 Euromonitor 数据统计，欧派家居在中国家居零售市场份额也呈持续提升态势。2012-2021 年，公司在家居零售市场份额从 2012 年的 0.6% 持续升至 2021 年的 1.9%，加上顾家家居、宜家中国、索菲亚、敏华控股为代表的 CR5 份额从 2012 年的 2.6% 升至 2021 年的 7.6%。但同时，对比国际市场家居行业的集中度，我国家居零售市场集中度仍然明显偏低，未来仍有较大提升空间。

图 27：欧派家居在家居零售市场份额亦加速提升


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 28：中国家居零售市场 CR5 明显低于全球水平


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

二、长逻辑：做消费者想得到、看得上、买得起的整体家居品牌

我们认为未来一站式装修需求崛起是大势所趋，整装通过将家装流程产品化、报价方式套餐化，解决了传统家装搜寻成本高、比较成本高、信任成本高的消费痛点。

基于此，首先，我们看好以公司为代表的全屋定制产品型公司卡位，向上连接装企入口，向下直面消费者紧扣 C 端需求，商业模式适合全国性扩张、具备规模效应。

其次，公司自 2018 年推出“欧派整装大家居”以来，整装业务规模突飞猛进，在各地逐步形成欧派整装的示范效应，进一步推动公司整装在各地新模式的发展；至今已形成了“整装大家居”+“零售整装”的双轮驱动模式，共同加快装企渠道开拓。

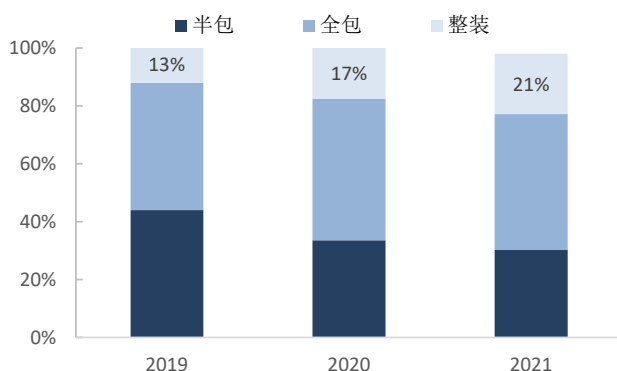
再次，放眼整装这一长赛道，我们认为“产品品牌渠道”仍是消费品最基本的竞争三要素，而随着公司整装和大家居布局深化，强品牌多品类多渠道的协同效应将有望加速释放，且整装销售模式很大程度上仍有赖于“欧派特色”的强大零售体系支撑，双体系有望共筑公司商业模式护城河。

2.1 整装兴起，精准把握行业趋势

近年整装渗透率快速提升，2021 年全国平均 21%、一线城市已达 30%。从解构房子的颗粒度来看，可以拆分为水泥钢筋盒子+管材+电缆+插座+五金+涂料+门窗+地板+卫浴+吊顶+橱柜+衣柜+沙发+床具+墙饰+窗帘等，传统的清包、半包家装方式下，消费者需要耗费大量时间精力自行购买主材、熟悉家装知识。而在近年家装需求不断升级的背景下，消费者对整装的家装模式接受度越来越高。

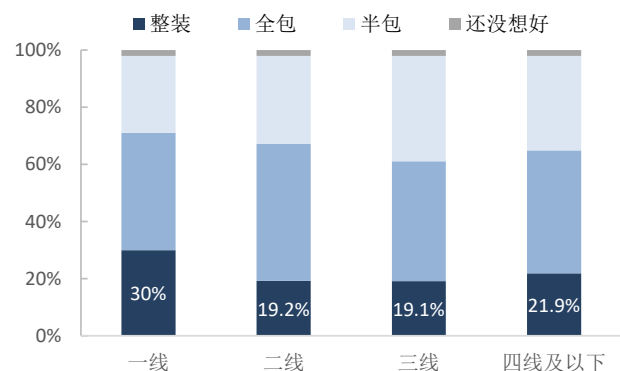
根据中装协《2021 中国家装消费行为研究报告》调查数据，2021 年选择整装的消费者占比已达 20.86%，较 2020 年占比提升 3.5pct，较 2019 年占比提升 7.9pct。从城市分级来看，一线城市消费者选择整装模式的比例更高，达 30%，二三线城市均约 19%、四线及以下城市约 22%。

图 29：2021 年整装渗透率（消费者选择比例）约 21%



资料来源：中装协，信达证券研发中心

图 30：一线城市整装渗透率约 30%



资料来源：中装协，信达证券研发中心

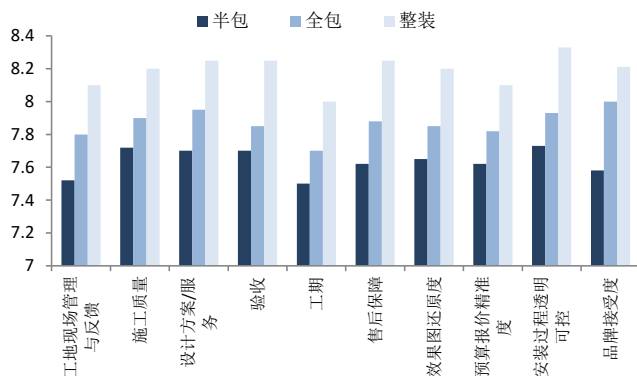
表 4: 不同家装形式对比

分类	消费者	装企	合同主体	装修合同报价方式	优点	缺点
清包	购买主材+辅材+家具软装+电器	施工	-施工合同：装企 -主辅材合同：材料商 -软装合同：产品公司	项目列表明细报价：各施工工序、服务项目等	-成本较低 -消费者全程参与度高	-消费者费时费力，专业装修知识要求高 -装企获利空间有限，工期和交付质量难把握
半包	购买主材+家具软装+电器	施工+辅材	-半包合同：装企 -主材合同：材料商 -软装合同：产品公司	项目列表明细报价：各施工工序、服务项目、各材料产品单价等	-成本相对较低 -主材自购，品质得以一定保障	-消费者较费时费力，专业装修知识要求较高 -装企获利空间有限，报价不透明
全包	购买家具软装+电器	施工+主材+辅材	-全包合同：装企 -软装合同：产品公司	项目列表明细报价：各施工工序、服务项目、各材料产品单价等	-成本适中 -主辅材一体化服务，用户相对省心	-对装企选材、施工能力要求较高 -装修公司报价不透明，产品与服务选择有限
整装	监督（+选购家具软装+电器）	施工+主材+辅材（+家具软装+电器）	整装合同：装企	平米或整套报价	-用户省时省心 -可充分发挥装企的专业性 -一体化呈现效果较好	对装企一体化设计、选材、施工等综合能力要求很高

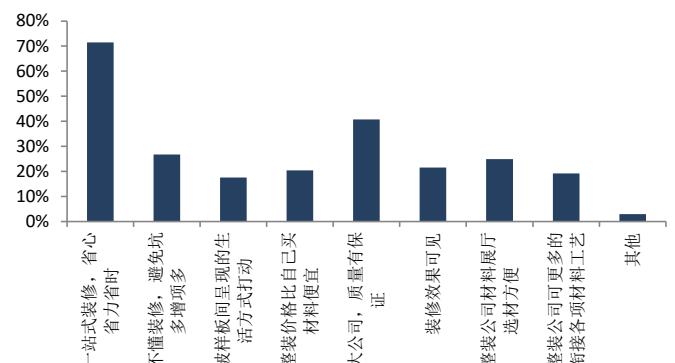
资料来源：艾瑞咨询，中装协，信达证券研发中心

我们认为，整装模式近年之所以快速发展，本质上是顺应了产业发展趋势，符合当下时点产业链条上各方的诉求：1) 对于消费者，传统以清包、半包为主的家装行业，对消费者的家装建材知识要求较高、成本可控性较低、且装修过程费时费力。同时，近年家装消费群体年轻化趋势明显，年轻消费者对于省时省心省力的一体化家装体验要求日益提升。

传统装修中约 50% 以上的时间都耗费在等待下一个工序上，消费者的装修体验普遍不高。而整装模式的出现，将家装流程产品化、报价方式套餐化，满足了消费者对于“省时省心”的装修诉求，切实解决消费者的装修痛点。据消费者对半包、全包、整装三种模式的家装服务满意度打分来看，整装在各个细分领域满意度均高于半包和全包，呈全方位提升态势。

图 31: 消费者对不同家装模式的满意度打分


资料来源：中装协，信达证券研发中心

图 32: 省心省力省时，是消费者选择整装的最主要原因


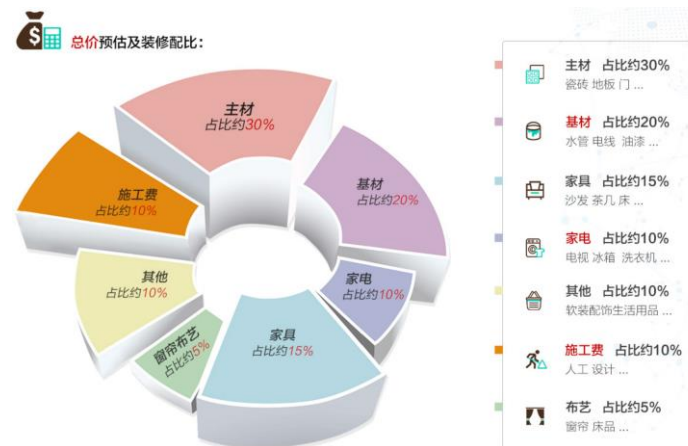
资料来源：中装协，信达证券研发中心

图 33: 家装流程长节点多



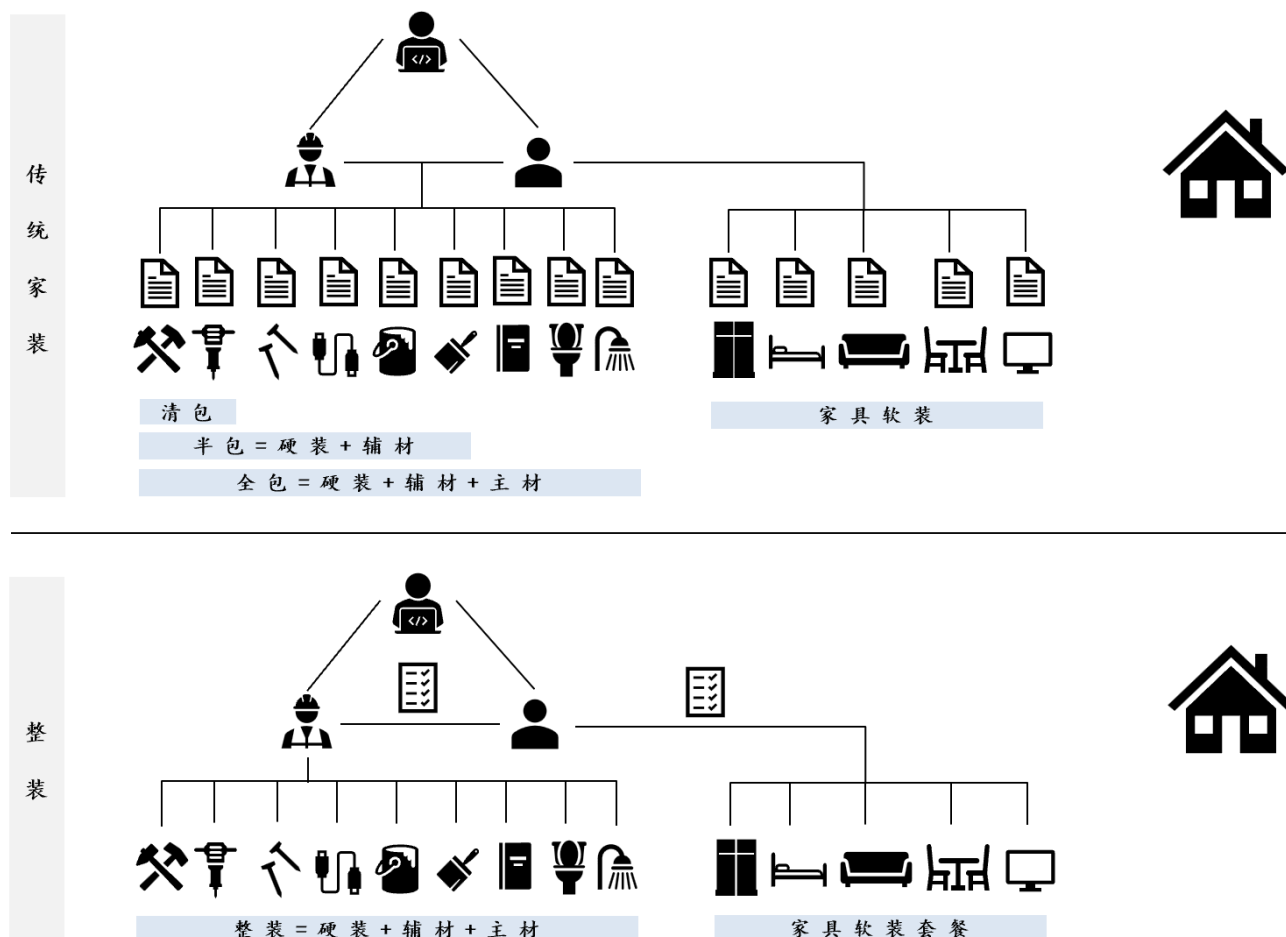
资料来源: 圣都家装官网, 信达证券研发中心

图 34: 家装材料品类繁多



资料来源: 名匠装饰官网, 信达证券研发中心

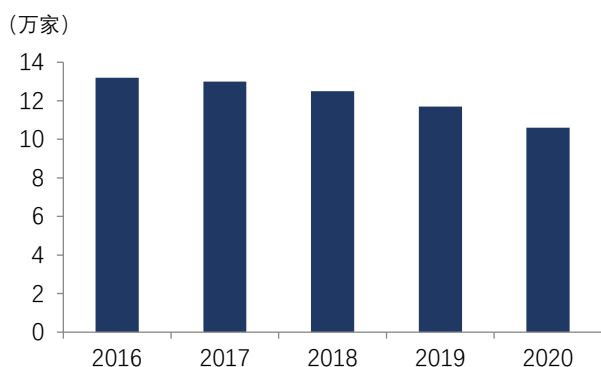
图 35: 整装模式为消费者简化多头对接多方报价



资料来源: 信达证券研发中心

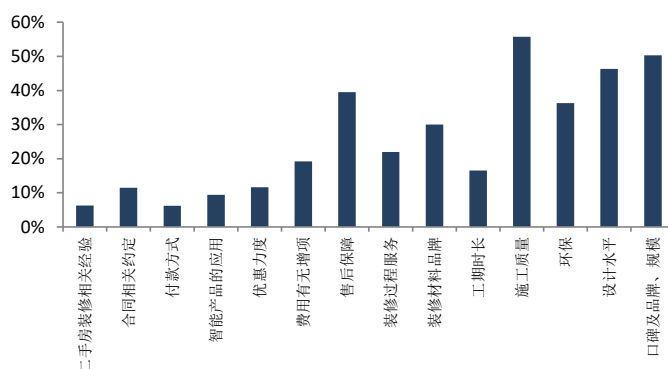
2) 对于家装公司，地产周期下行以及精装修比例提升对传统家装行业需求产生较大冲击，据中装协数据统计，国内建筑装饰企业数量从2016年的13.2万家降至2020年10.6万家，退出市场的企业以低资质的小装企为主。而现存的大部分家装公司，也在积极寻求做大客单值，通过施工、主辅材、家具等全品类销售的方式来延伸产业链、拓宽业务布局。同时，与传统的全包、半包相比，整装运营模式对装修综合能力的升级也提出了更高要求，由于整装模式涉及产业链更长，需要有一定规模、一定技术实力、一定资金实力的大中企业才能开展。

图 36: 近年国内建筑装饰企业数量持续减少



资料来源：中装协，观研天下，信达证券研发中心

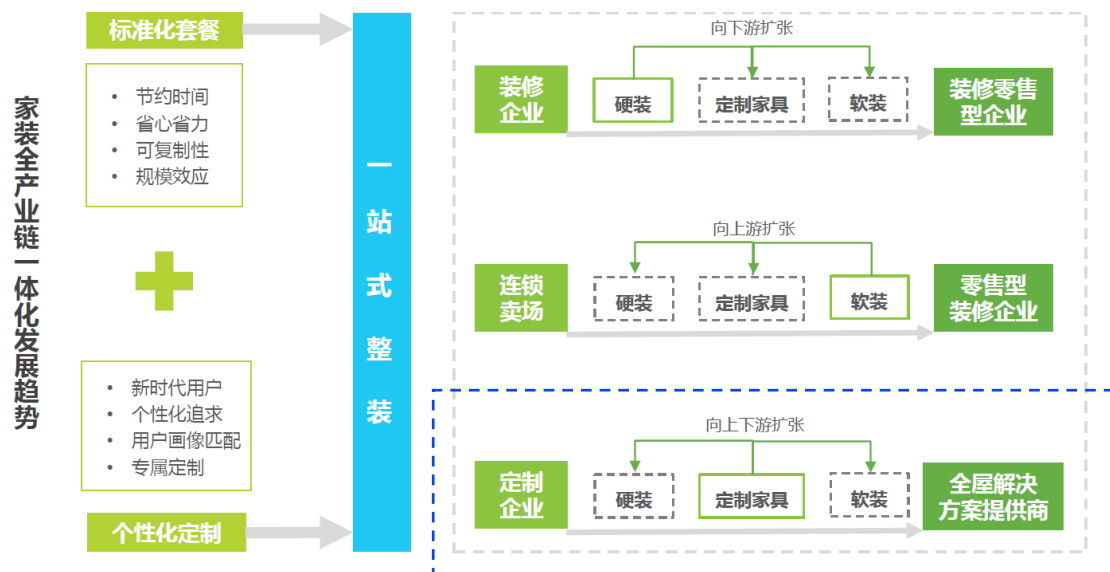
图 37: 整装模式对装企口碑品牌规模等要求更高



资料来源：中装协，信达证券研发中心

3) 对于主辅材、家具等产品型公司，受近年精装、整装、电商等渠道分流影响，产品型公司也积极开拓整装渠道获取更多客户数，把握前置流量入口。我们认为，“家装流程产品化”是整装模式的最大特点，其销售的产品就是一个“完整的家”。而在一站式家装需求中，全屋定制由于在全屋家庭的渗透空间多、颜值一体化的呈现感和存在感强，具备一定品牌属性，是家装效果可视化的核心品类；同时，全屋定制具备设计主导权和服务属性，因此也是较好的引流点。因此，在整装产业链的参与多方中，我们看好以全屋定制为代表的产品型公司卡位，向上连接装企流量入口，向下直面消费者紧扣C端需求，商业模式适合全国性扩张。

图 38: 看好定制企业链接上下游的整装产业链卡位

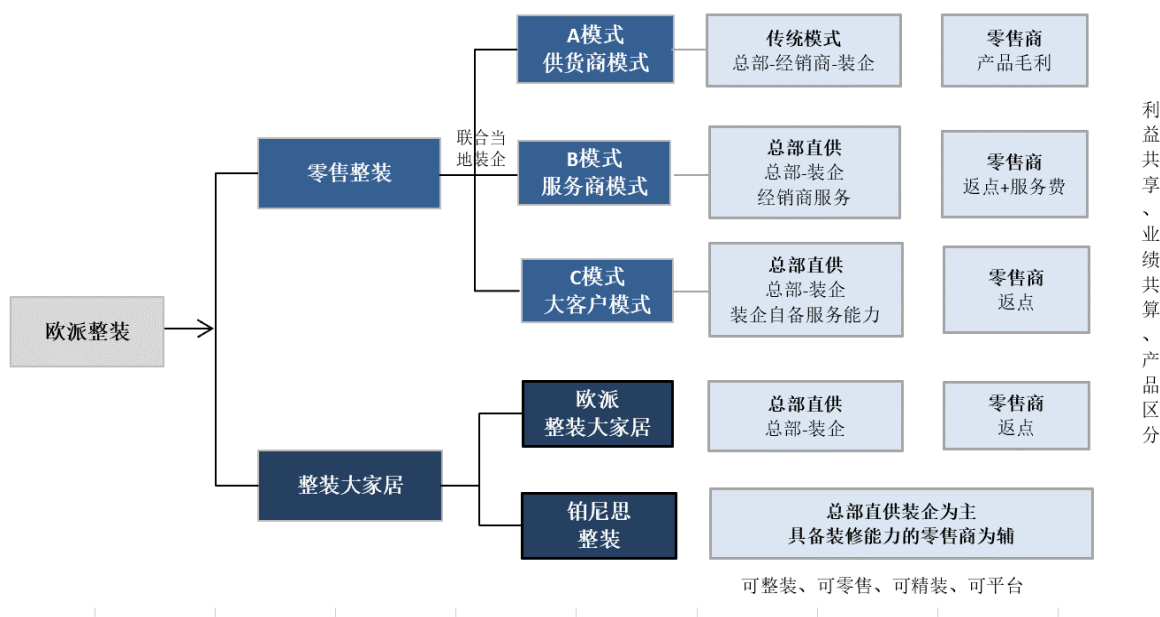


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2.2 欧派整装：商业模式壁垒初现

公司整装业务自 2018 年推出“欧派整装大家居”以来，业务规模突飞猛进，在各地逐步形成欧派整装的示范效应，进一步推动公司整装在各地新模式的发展；至今已形成了“整装大家居”+“零售整装”的双轮驱动模式，共同加快装企渠道开拓。我们认为，整装销售模式虽然有别于传统零售门店销售，但很大程度上仍有赖于“欧派特色”的强大零售体系支撑，双体系有望共筑公司长期商业模式护城河。

图 39：欧派整装业务模式



资料来源：信达证券研发中心

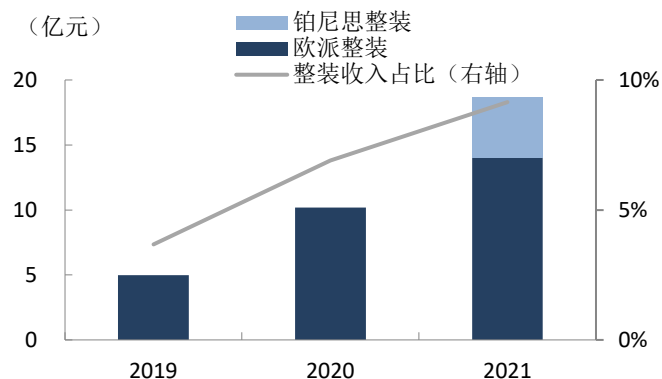
2.2.1 整装大家居：欧派整装&铂尼思整装，双品牌并进

整装大家居模式跑通，提升消费者家装体验、装企运营效率。整装大家居的核心价值主张为“1家搞定”，包括两大核心价值，一是为消费者提供更好的家装消费体验，实现家装风格的一体化，所见即所得；二是为装企提供更高的运营效率，形成产品+设计+施工的闭环。基于以上价值主张，近年公司通过持续落地整装经销商营销帮扶政策，加快整装渠道开拓及营销终端模式建设步伐，欧派整装大家居模式基本跑通。2021年，整装大家居（含子品牌）实现收入 18.7 亿元，同比增长 83%，整装大家居门店达 790 多家。截至 2022 年 10 月 10 日，欧派整装大家居接单业绩已突破 24 亿，与 2021 年全年持平。

整装模式不断优化出新，欧派整装大家居 - 星居整装 - 欧铂丽整装 - 星之家整装 - 铂尼思整装。2020 年以前，公司整装模式以 2018 年推出的整装大家居为主，2020 年经历了短暂休整后 2021 年门店扩张再提速。2021 年以来，整装模式不断优化出新：1）2021 年初推出整装新品牌“StarHomes 星之家”，截至 2021 年 12 月 3 日“StarHomes 星之家”8 个月整装接单业绩累积突破 5 亿元。2）2022 年“StarHomes 星之家”改名为“铂尼思”，实现双品牌切入一体化整家定制赛道，夯实公司在整装赛道的领先优势；3）与圣都装饰等头部装企战略合作，优化全流程服务模式；4）对整装大家居经销商进行全方位的

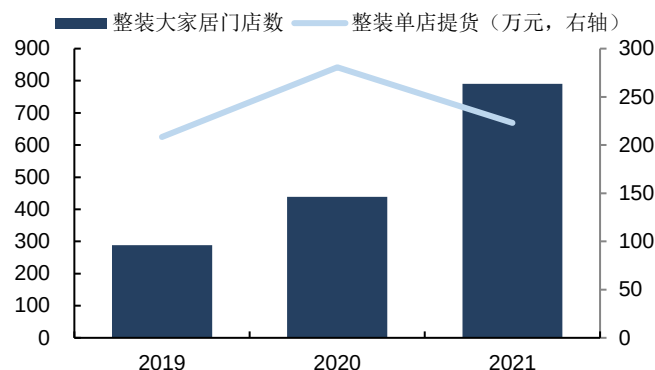
“输血注能”和“输智引智”，助力终端运营体系的重构、管理模式转型及提升整体运营效率。

图 40：双品牌共驱整装大家居规模扩张



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

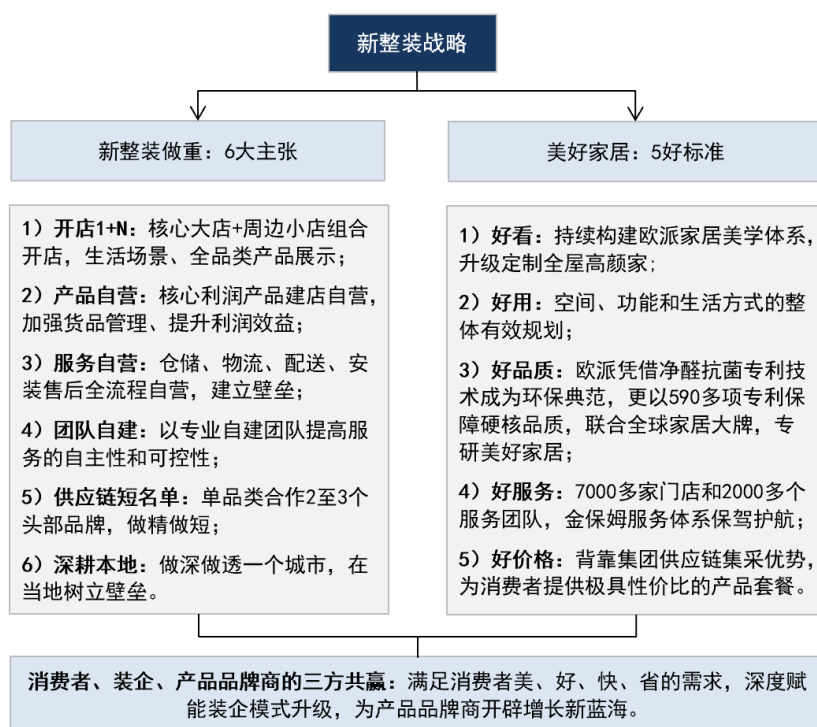
图 41：整装模式打磨后 2021 年开店&同店再提速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

欧派整装：2022 年战略升级“新整装”，打造龙头装企、产品品牌商的整装新生态。2022 年 10 月，欧派整装大家居新整装战略正式发布，将欧派新整装定义为通过一体化设计、一站式产品整合、一揽子施工服务来满足消费者整体家人生活方式需求的零售服务模式，从而实现用户、装企、产品品牌商三方共赢。具体包含两大方面：1）新整装做重的 6 大主张。为更好支撑新整装战略，将运营系统全面升级，提出新整装做重的 6 大主张，包括开店 1+N、产品自营、服务自营、团队自建、供应链短名单、深耕本地，为整装做重策略的落地执行强力赋能；2）发布美好家居 5 好标准。欧派整装大家居发布“美好家居，一家搞定”全新品牌价值主张，即好看、好用、好品质、好服务、好价格，为消费者打造真正的温馨舒适家。

图 42：欧派整装大家居“新整装”战略升级



资料来源：公司发布会等，信达证券研发中心整理

铂尼思整装：模式进化，打造“一站式超级集成服务商”。2022年6月，“StarHomes 星之家”正式改名为“铂尼思”，成为欧派家居集团注册品类最齐全的品牌；为快速扩大铂尼思品牌市场竞争力及传播营销力，聘请关晓彤为“铂尼思”品牌形象代言人，也表明了公司对于整装子品牌的高度重视。

- 1) **模式进化：**铂尼思的经销商以头部装企为主，以具有装修服务能力的零售经销商为辅。铂尼思门店既可以是装修为主、定制产品销售为辅的整装店，也可以是定制产品零售为主、装修服务为辅的零售店，并计划于2023上半年推出铂尼思一站式超级集成服务商店态1.0版——“铂尼思超级家居 Mall”。在此发展格局之下，未来铂尼思将形成可整装、可零售、可精装、可平台的四大业务合作模式。但无论整装店还是零售店，消费者可在铂尼思全国门店购买到998元/m²套餐，实现销售模式的统一。
- 2) **产品进化：**加快整合全品类产品。产品层面，铂尼思通过区别于欧派整装的产品定位加快覆盖空白市场，以设计要素与极致性价比为标准，整合全品类产品，充分发挥集团全品类、一体化研发及全球供应链采购优势，与装企深度融合，为客户提供定制整装一体化服务。2022年，铂尼思大力投入新品研发，已推出10大系列产品，全方位满足差异化的市场需求。

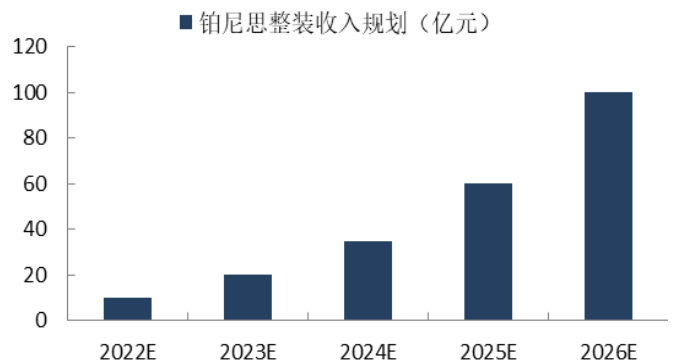
2022年1-7月，铂尼思接单业绩突破5亿元，增速超110%，门店总数达293家；铂尼思计划2022年收入目标10亿元，覆盖600个城市、门店数量800家；至2026年，铂尼思品牌计划门店覆盖1300城，开店达3000家，销售额突破100亿。

图 43：铂尼思聘请关晓彤为品牌形象代言人



资料来源：BAUNIS 铂尼思公众号，信达证券研发中心

图 44：铂尼思整装 2026 年目标规模破 100 亿



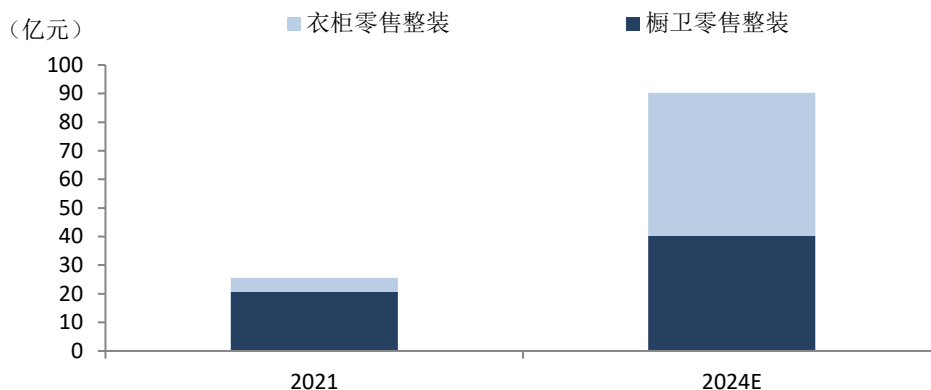
资料来源：中国健康资讯网，信达证券研发中心整理

2.2.2 零售整装：ABC 多模式试点，加快整装份额提升

除了整装大家居，公司近年加快零售整装布局，帮扶橱衣零售经销商和当地装企合作。通过现有衣柜柜经销商，自己在当地找当地家装公司合作，发展整装业务，可以选择在装企门店摆放样柜或做成小展厅，产生订单之后，由当地经销商进行设计、安装和服务。截至2021年，公司推动厨卫零售经销商合作装企已超4000家、厨卫零售整装业绩突破20亿元；2022年，欧派厨卫新签战略大客户19家，地方新签合作装企800家，装企合作数量提升28%。

2022 年，零售整装模式全面升级，因城施策推出 ABC 三大模式，针对不同城市推出更适应当地实际情况的落地形式，搭建覆盖全国的区域管理网络，从培训支持、主动营销、展示设计、店面服务等环节对经销商进行落地帮扶服务。2021 年衣柜零售合作装企超过 500 家、衣柜零售整装业绩超过 5 亿元。2022 年上半年，欧派衣柜零售整装合作装企数量超过 600 家、整装业绩超过 6 亿元；公司目标通过三年的时间实现装企合作 3000+，衣柜零售整装业绩突破 50 亿+。

图 45：零售整装发展亦有望步入快车道



资料来源：网易家居，中国网家居，信达证券研发中心

注：橱柜零售整装 2024 年为按 25% 复合增速预测

A 模式：传统供货商模式。即欧派各地经销商和当地装企合作，将欧派当地经销商的优势和当地装企的优势结合起来，由装企获客导流给当地经销商，经销商加成一定产品毛利后供货给装企。**B 模式：服务商模式。**B 模式是欧派与所有装企重点主推的模式，即欧派总部和当地经销商、装企签订三方协议，形成三方合作形式，实现三方资源互补、优势互补和能力互补。装企直接跟总部对接，负责前端销售成交，成交以后的工作，后端设计、安装、售后交给当地的零售经销商负责。**C 模式：大客户模式。**大客户模式为由总部直接跟装企签订合作，类似整装大家居模式。但由于各地整装大家居模式只供一家，而在直供 C 模式下可实现一地多商，打破了整装大家居一城一商的局限性。在 C 模式下，各地头部装企均有机会与欧派总部达成直接合作。

表 5：整装大家居&ABC 模式对比简表

整装模式	概要	事业部	代理权	供应链	获客方	服务方	经销商利润来源	定制品牌排他性	代理权排他性
A 模式	传统供货商模式	橱/衣事业部	零售商	总部 - 零售商 - 装企	装企	零售商	底价供货毛利	不排他	不排他
B 模式	服务商模式	橱/衣事业部	装企	总部 - 装企	装企	零售商	返点 + 服务费	不排他	不排他
C 模式	大客户模式	橱/衣事业部	装企	总部 - 装企	装企	装企	返点	不排他	不排他
整装大家居		整装事业部	装企	总部 - 装企	装企	装企	返点	排他	排他

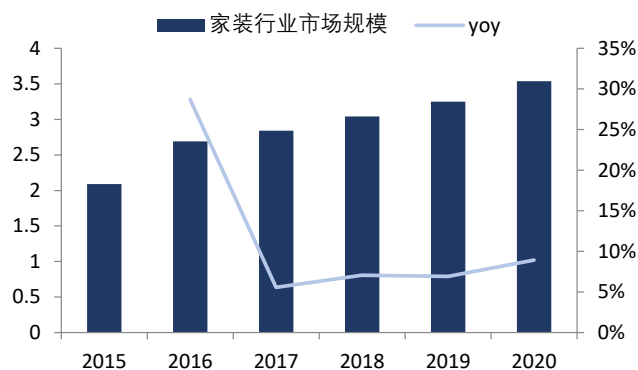
资料来源：信达证券研发中心

我们认为，在近年获客成本不断抬升的背景下，公司在整装赛道上以“整装大家居”+“零

售整装”双线并进的模式，体现了管理层对整装战略全面快速落地的决心。而长远来看，由于整装消费趋势不可逆、家装市场格局高度分散，多模式整装合作具有必要性和迫切性。

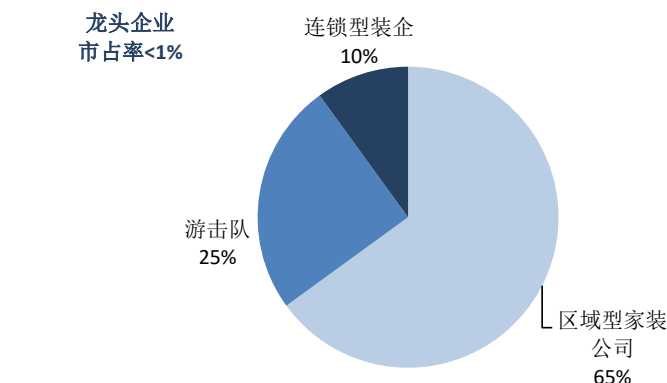
据亿欧智库报告显示，2020 年中国家装行业规模达 3.54 万亿，2015-2020 年 CAGR 为 11.1%，其中建材市场为 1.06 万亿，2015-2020 年 CAGR 为 5.5%，家装软装市场规模为 1.59 万亿，2015-2020 年 CAGR 为 15.5%，家装服务市场为 0.88 万亿，2015-2020 年 CAGR 为 11.1%。据艾瑞咨询发布《2021 年中国家装行业研究报告》显示，2020 年中国建筑装饰装修行业企业数量为 10.6 万家，同时家装行业集中度极低、区域型特征明显，龙头企业营收均未过 50 亿，市占率都低于 1%。在此背景下，我们认为，未来欧派通过整装大家居、零售整装多管齐下，合作企业数量、单商提货额（转化为欧派的整装客户*客单值）均有较大提升空间。

图 46：家装市场空间广阔



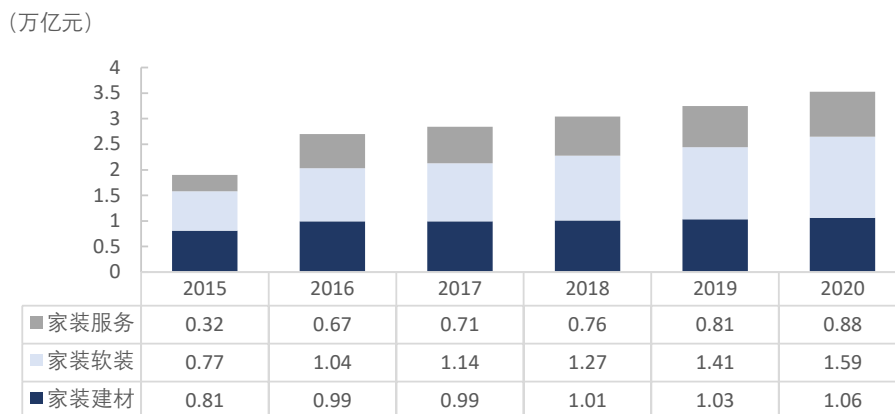
资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

图 47：家装市场格局分散



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 48：软装是家装增速最快的细分市场



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

2.3 欧派大家居：初心如磐，奋辑笃行

我们认为，随着行业趋势和公司业务的不断发展，公司未来的增长逻辑已不仅仅是体现在单品口径的客单值提升，或者零售、整装、工程渠道各自的扩张上，而是多品类多渠道协同之下加速构建的大家居生态。在大家居业务模式下快速做大客单值、降低获客成本，通过范围经济提高进入壁垒，有望实现线性增长向几何增长的跨越。

2.3.1 模式不断优化出新，“整装+零售”南北齐驱

公司于 2016 年便明确了一站式服务、一揽子搞掂的大家居发展战略，早期推出了以哈尔滨大家居为代表的万平大店试点。此后又陆续推出了微型大家居、整装大家居，经历多年探索完善，**2022 年欧派大家居体系搭建基本成型，分为北坡（整装大家居）和南坡（零售大家居）**。北坡即整装大家居，以装企为流量入口，包括欧派整装、铂尼思整装两个子品牌；南坡即零售大家居，以零售代理商为流量入口。

图 49：欧派整装大家居门头



资料来源：泛家居圈，信达证券研发中心

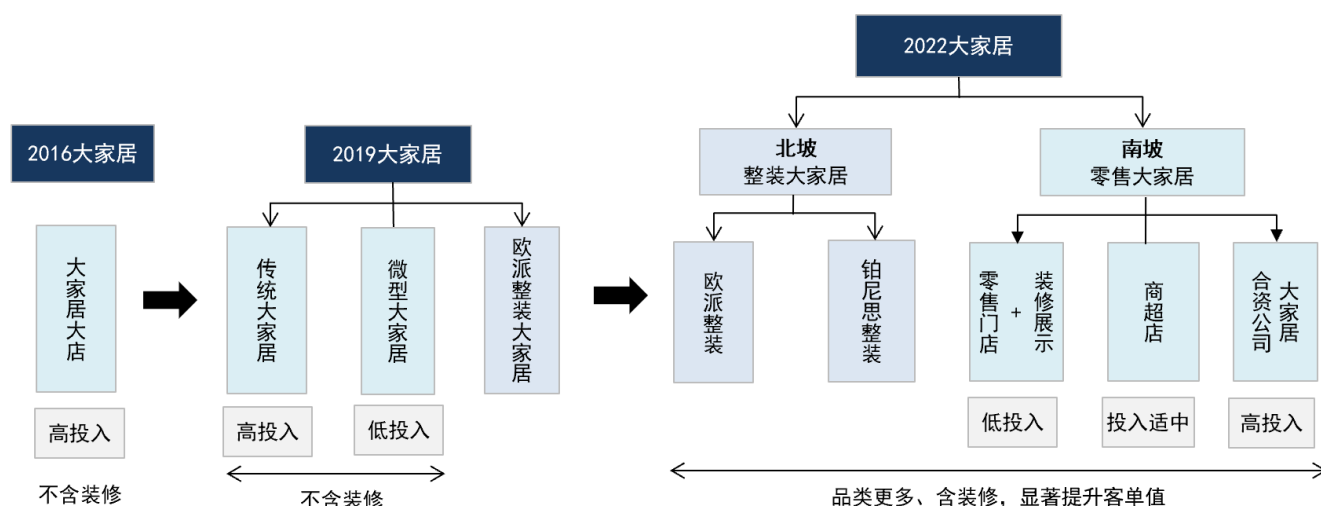
图 50：欧派零售大家居门头



资料来源：信达证券研发中心

零售大家居按门店形态分，主要有三种形式：形式一即原有零售门店增加装修元素，代理商尝试为主、投入成本较低，门店面积要求不高；形式二为商超店，即零售代理在远离传统建材卖场的购物中心开设零售大家居门店，为消费者提供整装服务；形式三为大家居合资公司，合资公司成立初期可由总部参股投资开设大家居门店。

图 51：欧派大家居模式演进



资料来源：信达证券研发中心

零售大家居按模式迭代分，主要有四个版本：1.0 模式即 2016 年最早一批传统大店，试点代表有哈尔滨大家居、天津大家居等，但由于早期门店面积过大投入较高，客流单值提升有限，整体效果一般；2.0 模式为现有传统零售店增加装修展示区域，开设零售大家居门店，将有整装需求的消费者导流给当地合作装企，并收取一定引流费用；3.0 模式下的门店形态为离家居建材卖场有一定距离的购物中心门店，门店面积要求一般 300 平方以上、增加装修业务；4.0 模式即大家居合资公司，开设千平以上大店，装修业务由合资公司自行承接，对零售商的资金和综合实力要求最高。

表 6：零售大家居 1.0-4.0 模式对比简表

零售大家居	代理权	门店业务	获客方	服务方	经销商 利润来源	门店面积	投入成本
1.0 早期大家居	零售商	定制	零售商	柜类：零售商	自有品类销售利润	1000 平以上	高
2.0 传统零售店	零售商	定制+装修	零售商	柜类：零售商 装修：合作装企	自有品类销售利润+ 装修引流费	200-400 平	低
3.0 购物中心店	零售商	定制+装修	零售商	柜类：零售商 装修：合作装企	自有品类销售利润+ 装修引流费	300 平以上	中
4.0 大家居合资公司	零售商	定制+装修	零售商	零售商	自有品类销售利润+ 装修	1000 平以上	高

资料来源：信达证券研发中心

表 7：部分 22 年已开业零售大家居订单示例

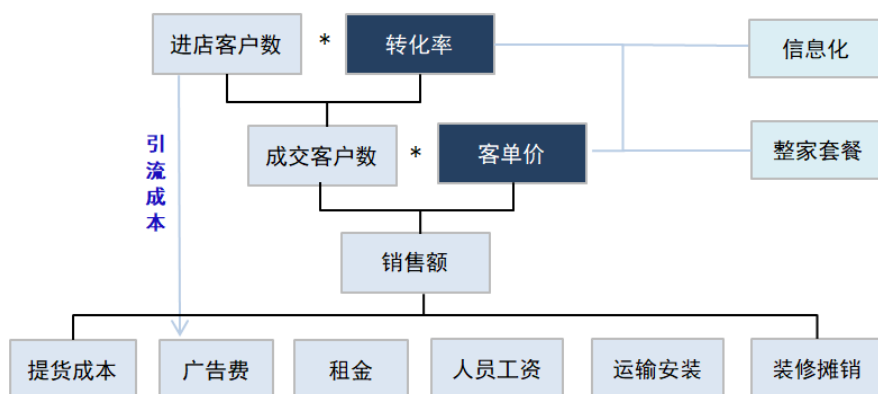
	整体签单（户）	装修单（户）	装修订单占比	预计合同款（万元）	户均值（万元）
芜湖欧派大家居	76	37	48.7%	1000	13.2
锦州欧派大家居	102	32	31.4%	873	8.6
威海欧派大家居	102	31	30.4%	891	8.7
沧州欧派大家居	114	38	33.3%	1021	9.0
大同欧派大家居	161	56	34.8%	1341	8.3
赤峰欧派大家居	30	24	80.0%	394	13.1
辽阳欧派大家居	52	26	50.0%	568	10.9
银川欧派大家居	227	94	41.4%	3073	13.5
小计	864	338	39.1%	9161	10.6

资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

2.3.2 产品品牌渠道，正在加速构建大家居护城河

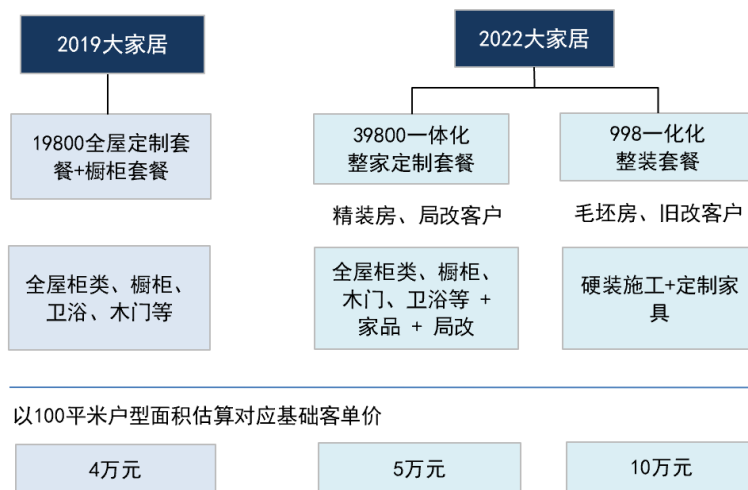
虽然目前大家居模式仍在不断迭代过程中，但我们看到公司围绕这一方向的业务体系搭建已初步成型，强品牌多品类全渠道的业务基本盘夯实后，协同效应正在加速释放，大家居道路越走越宽。我们认为，有别于早期的传统大家居大店、购物中心店等模式，目前公司业务布局对于大家居门店运营的关键要素已逐步打通：通过全渠道引流、通过品牌效应降低获客成本、通过多品类提升客单值、通过信息化提高转化率。

图 52：大家居门店运营关键要素：引流成本、转化率、客单价



资料来源：信达证券研发中心

图 53：欧派大家居客单值演进



资料来源：信达证券研发中心

我们对大家居门店运营模型的测算结果表明，通过提升客单值和进店转化率从而做大门店销售额，覆盖租金、人工等固定成本，是重启商超店模式的重要基础。据我们对租金占比的敏感性分析，如果进店转化率分别能达到 30%、35%、40%时，对应客单值分别升至 10 万元、8 万元、7 万元以上，门店租金成本占销售额比例约可控制在 10%以下，从而保障门店良性运营。进一步从门店净利率来看，如果进店转化率分别为 30%、35%、40%时，对应客单值分别升至 10 万元、8 万元、7 万元以上，门店盈利能力则可达到较好水平，对应净利率可达 5%以上甚至 10%以上。

表 8：单值扩大、转化率提升，是重启商超店的重要基础

对应租金占销售收入比		进店转化率				
		25%	30%	35%	40%	50%
客单价	5	24%	20%	17%	15%	12%

(万元)	6	20%	16%	14%	12%	10%
	7	17%	14%	12%	11%	8%
	8	15%	12%	11%	9%	7%
	10	12%	10%	8%	7%	6%

资料来源：信达证券研发中心

表 9：转化率、客单价是门店运营利润率的重要因素

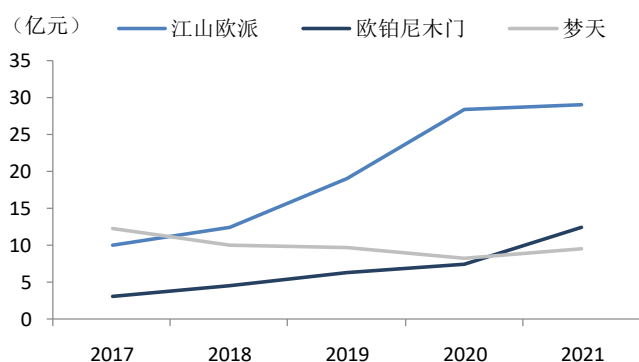
假设引流到店成本为 300 元/个，对应净利率		进店转化率				
		20%	25%	30%	35%	40%
客单价 (万元)	5	-15%	-8%	-4%	0%	2%
	6	-10%	-4%	0%	3%	5%
	7	-5%	0%	3%	6%	7%
	8	-2%	2%	5%	7%	9%
	10	2%	6%	8%	10%	11%

资料来源：信达证券研发中心

产品端：矩阵丰富，多品类联动为家居提供产品支持。发展至今，公司已由单一橱柜龙头逐步发展成为橱、衣两大核心品类并进，同时配套品、木门、卫浴、金属门窗等多品类布局；零售客单值明显提升，打造大家居品牌平台优势。其中，橱柜业务收入占比从 2015 年的 69% 持续降至 2021 年的 37%，衣柜（含配套）仍处快速发展期，营收占比持续提升；此外，木门、卫浴、其他（含金属门窗、装甲门、软装、墙饰、优材等）收入占比也呈稳步提升趋势。2021 年，公司木门业务实现收入 12.4 亿元，收入占比 6%，营收规模已位居木门行业前列。从同一空间的消费场景来看，木门&护墙板与全屋空间融合度高，随着公司木门业务逐步成熟，预计未来衣木融合仍有较大发展空间。

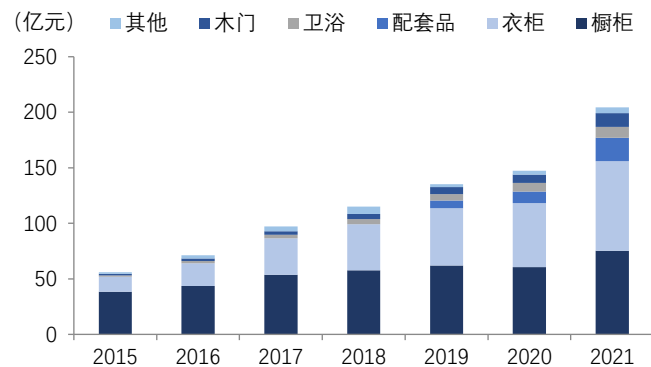
此外，公司在整合全球品牌供应的同时，将自身供应链与合作装企共享。2022 年，欧派厨卫和欧派衣柜的供应链合作清单里，不仅有慕思·苏斯、芝华仕沙发、卡萨帝等本土领军品牌，同时还有飞利浦、博世、双立人、林内、惠而浦、M&D 等全球巨头。对于合作装企而言，通过携手欧派整装，装企可共享欧派强大的品牌供应链系统，溢价更高，成交更容易。

图 54：公司木门规模已位居行业前列



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 55：新品类不断接力



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

渠道端：强大的渠道体系，是大家居模式探索的重要实践基础。28 年一路走来，公司在“树根理论”下培育了众多零售大商，实力强大的代理商队伍为公司的新模式试点，提供了有效的实践基础。也正是基于强大的渠道基础，2018 年推出的整装大家居模式试点成功后，使公司在整装赛道上快速抢占先机，合作了一批优秀的头部装企。为了落地和深化大家居战略，公司在采用多事业部发力构建多品类矩阵的同时，对内推动多品类融合，升级整家定制战略，多维度试水装修、定制一体化，对外推出多品类集成大家居店。同时，整合主材、辅材、家配供应链，先以“整装大家居”打通家装和整装渠道。

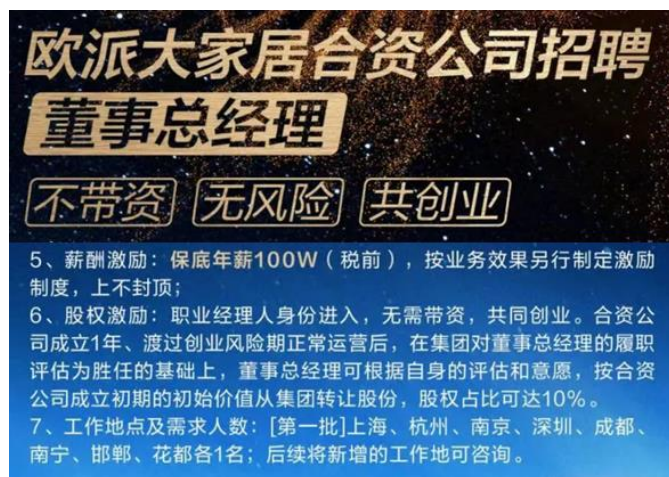
在公司多品类、多渠道合力之下，2021 年“定制装修一体化”的大家居模式在广分试点先行。从广州的试点模式来看，广州分公司通过整合体系内外资源给消费者提供一站式服务，即通过与当地装修公司合作，由他们提供硬装、主材等，欧派提供定制化产品，再整合瓷砖、吊顶等知名品牌，为消费者提供拆除、租房、搬家、仓储等一站式的“旧房变新房”服务。2022 年，从大家居合资公司的试点城市来看，也是以大商为主，表明体系内大商对于大家居长期战略方向的认可和支持，应势而动，也是欧派经销体系长期以来的探索进取精神。

图 56：2021 年广州已完成“定制装修一体化”实践



资料来源：欧派家居，信达证券研发中心

图 57：2022 年启动大家居合资公司试点

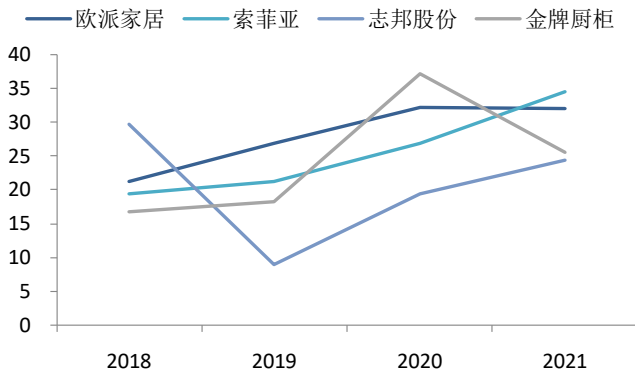


资料来源：欧派家居，信达证券研发中心

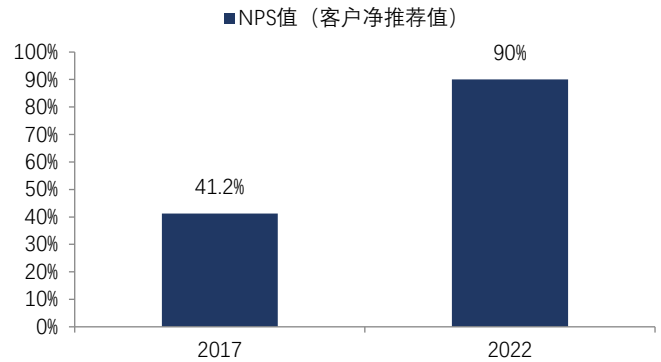
品牌端：规模效应增强品牌势能，帮助渠道降低获客成本。在近年行业增速放缓、营销成本增加的背景下，随着公司多品类多渠道业务布局深化，收入规模不断扩张，使“欧派”品牌形象得以进一步强化，帮助渠道降低获客成本、提高转化率。近年公司广告 ROI 持续提升，2021 年公司零售渠道广告 ROI 为 32，处于同行较高水平，规模优势与品牌效应逐步形成显著正循环效应。截至 2022 年，NPS 值（客户净推荐值）已高达 90%，较 2017 年 41% 的 NPS 值明显提升，表明近年消费者对于公司品牌认可度的不断增强，有助于公司进一步降低获客成本。

图 58：公司零售渠道（含整装）ROI 处于同行较高水平

图 59：近年 NPS 值（客户净推荐值）提升



资料来源: wind, 信达证券研发中心



资料来源: 未来家居研究, 信达证券研发中心

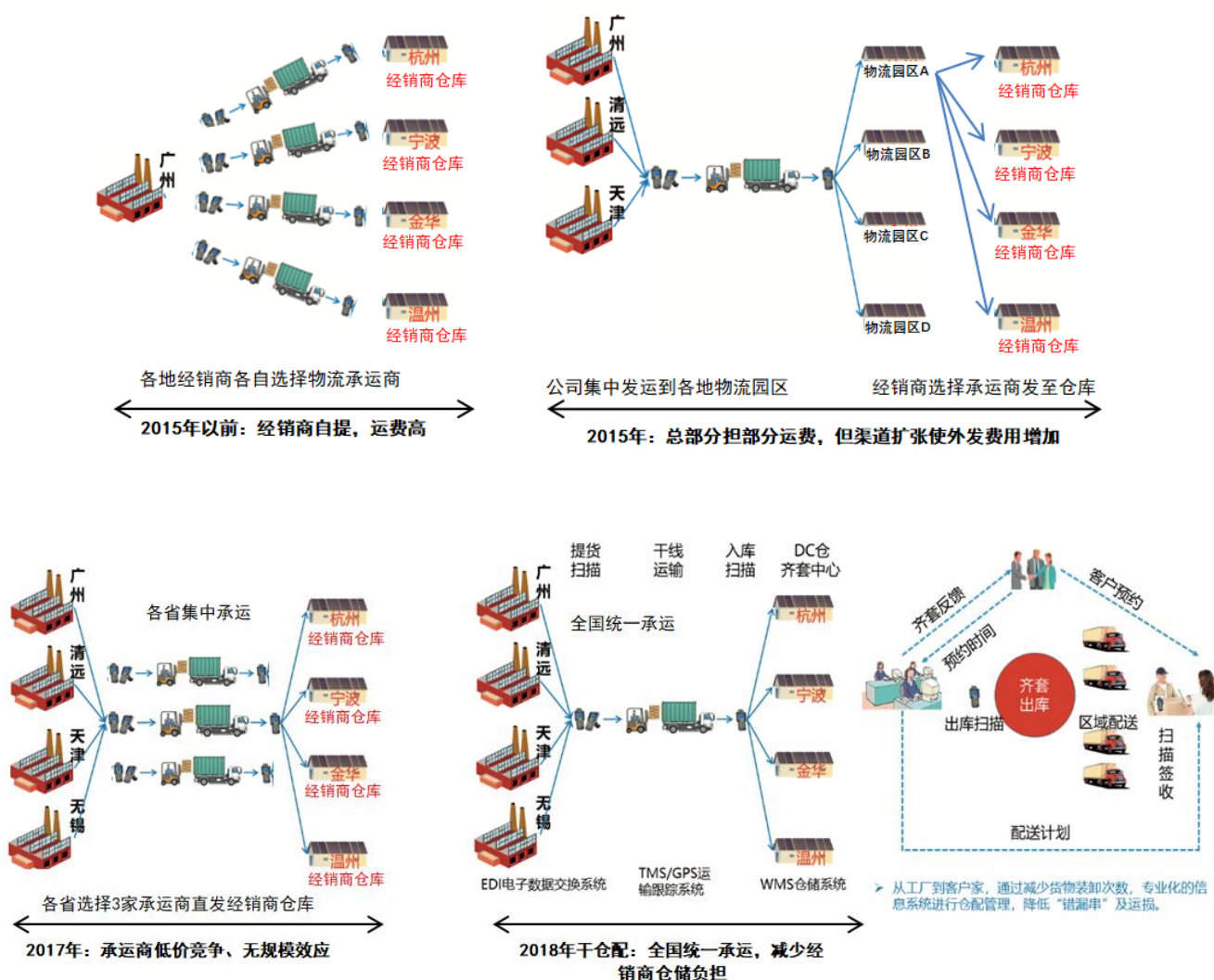
2.4 供应链升级，夯实基础设施建设

对标海外家居巨头，强大供应链能力依旧是保障长期战略落地的最重要基础。欧派家居在近年业务模式不断推陈创新的同时，也加快强化供应链能力建设。2018 年上线“干仓配”项目，经历过去几年的优化打磨，带动物流体系全面升级。2021 年，针对整装模式公司推出“欧派优材”项目，整合家装建材供应链，为合作装企、零售商提供一站式主辅材采购服务。

2.4.1 干仓配+欧派优材，打造物流供应链体系

2018 年上线“干仓配”项目，物流体系全面升级。定制家居多以板材作为在途运输的最小单元，特点是集重、不规则、单件货值不高、包装上无法实现标准化；在途运输由经销商负责，出成品仓后家居企业丧失在途管理权限，同时由于经销商的分散导致货量分散，经销商也同样无法对承运商有足够的管控，造成在途管理缺失以及多次中转导致运损高企。针对行业物流以上齐套发货、运损高、错漏串货、成本上升等痛点，2018 年公司在家居行业率先开始推行干仓配模式（统仓统配）：由公司制定严谨的干仓配承运商管理方案，选择少量质量有保障的承运商服务于全国市场，并由承运商大规模建立标准仓库（即 RDC，承载齐套功能），欧派从工厂整车发运到每一个仓库，然后由仓库进行末端派送至终端客户。

图 60：浙江干仓配项目运作方案



资料来源：物流技术与应用，信达证券研发中心

通过物流模式变革、先进的信息系统和自动化技术，公司实现了物流体系全面升级，并设立了中短期目标：在尽量维持现有物流成本不增加的前提下，整体运损下降 80%，单品多套齐套准时发货率接近 100%，提升客户满意度。以杭嘉湖“干仓配”的项目效果为例：仓储方面，根据“2019 年中国家居物流发展回顾及 2020 年展望”，欧派浙江杭嘉湖区域原有近 44 个经销商零散仓库，合计面积近 20000 平方米，整合后缩减至 5600 平方米。运输方面，传统运输模式从工厂提货至终端客户需经过三次中转，四次装卸，运输过程繁琐且信息不透明，责权难定，货损率高。“干仓配”一体化项目通过减少装卸次数实现工厂直提、一次中转。干线提货整车率达 85%，大幅降低了卸货风险与时间成本，货损率由高于 3% 降至 0.8% 以下。

截至 2021 年 9 月，公司“干仓配”物流体系已覆盖了 15% 经销商，运费规模超 1 亿，仓库数量达 50 多家，并实现三赢：公司侧，货损大幅下降，产能占用降低、材料利用率提升，品牌价值提升，支撑各销售战略；经销商侧，物流环节服务口碑提升，经销商精力释放；承运商侧，合理利润率，跟随公司在家具物流行业成长。

图 61: “干仓配”提升物流和服务效率



资料来源：物流技术与应用，欧派集团官方公众号，信达证券研发中心

供应链平台：“欧派优材”整合家装建材供应链。2021年7月，公司推出一站式主辅材供应平台“欧派优材”，以轻资产模式运行，核心战略是为了让消费者材料选择简单化、材料商经营便捷化、装企协同交付轻松化。合作品牌包括东方雨虹、霍尼韦尔、西门子、三棵树、雷士照明、巴迪斯、友邦、多乐士、施耐德、德高等头部装修材料品牌。

1) 下游合作赋能：只链接赋能和欧派体系内经销商合作的装企，帮助欧派经销商快速与当地装企建立稳固合作关系，开拓生意版图。2) 0 利润运营，助力上游渠道扩张：为了深度赋能材料供应链，欧派优材三年零利润运营，集团再投入五亿补贴，塑造绝对价格优势，帮助材料商快速实现渠道扩张，降低材料工厂的渠道开发与维护成本。

图 62: 欧派优材服务品类



图 63: 欧派优材合作品牌



资料来源：欧派优材供应平台视频号，信达证券研发中心

资料来源：欧派优材供应平台视频号，信达证券研发中心

“欧派优材”战略变革：2022 从直供合作装企模式，升级为优材服务商模式。为解决旧模式下供货时效性差，物流配送不稳定、服务类型单一等问题，欧派优材业务不断优化迭代，2022 年从原有的优质装企直供合作装企模式，逐步转化为寻求优质服务商为装企提供仓储、选品、配送、服务等一站式优质服务的全新模式。2022 年欧派优材将围绕服务商业态变化，开启合作的全新模式，通过建立差异化产品优势，让更多有实力的服务商加入欧派合作品类平台，触发更多服务商打开合作的思维通透度，开启新一轮运营战略变革。

进一步明确 3 年发展规划，50 亿 GMV 目标：第一年，联合国内外一线品牌，完善“欧派优材”材料产品库，首批招商 300 家服务商、服务约 5000 余装企；第二年，聚焦产品特

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 37

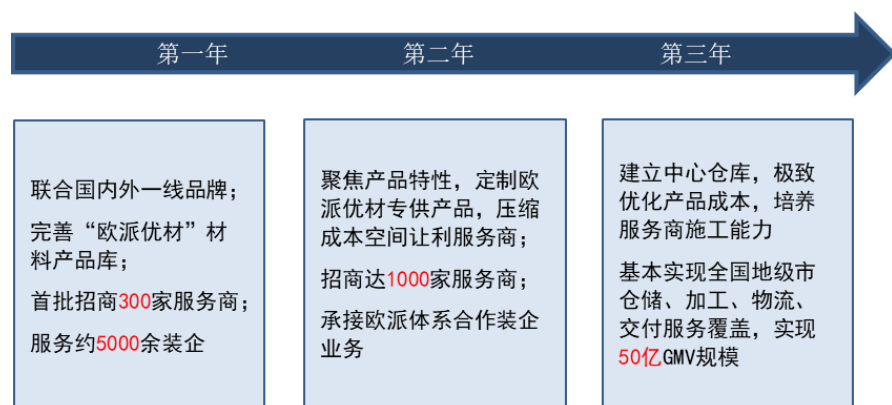
性，定制欧派优材专供产品，压缩成本空间让利服务商，招商达 1000 家服务商承接欧派体系合作装企业务；第三年，建立中心仓库，极致优化产品成本，培养服务商施工能力，基本实现全国地级市仓储、加工、物流、交付服务覆盖，实现 50 亿 GMV 规模。

图 64：2022 年服务商招商计划六大赋能

1) 企业赋能	背靠欧派家居庞大规模效应
2) 品牌赋能	优享优质大牌代理
3) 产品赋能	专家团队严选低价高质产品
4) 渠道赋能	帮助解决设计、运营、产品套餐、施工等各环节痛点
5) 经营赋能	标准模块专家指导，优化运营利润
6) 信息化赋能	多元化销售工具、展品展示渠道

资料来源：装修资讯网，信达证券研发中心

图 65：欧派优材三年阶段目标



资料来源：装修资讯网，信达证券研发中心

2.4.2 打造中国版汉森+中国版家得宝

我们认为，由于中国家居家装消费市场具备低成本劳动力、购物习惯电商化、发达且近距离消费者的各地制造工厂等特征，欧派家居的成长之路难以完全复制韩国汉森、美国家得宝等海外家居巨头的发展路径。但对比其业务模式，海外龙头在业务延展、数字化和供应链建设等方面，对于公司未来业务形态仍有较强可借鉴之处。

➤ 韩国汉森

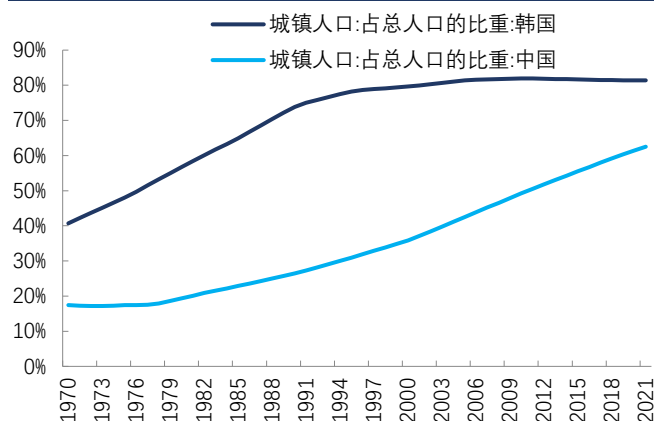
汉森借鉴之一：品类扩张&渠道迭代。品类端，汉森成立于 1970 年，橱柜起家，而后陆续拓展衣柜、室内软体家具以及家居小件等品类，其中橱柜木质家具由汉森自产，其他家具品类以 OEM 或者和其他家具品牌合作销售为主，通过客厅空间、卧室空间等多空间的展示以实现整体家居产品的销售。此外，汉森于 2006 年推出高端橱柜品牌 KITCHEN BATH，2007 年推出中低端橱柜 IK 品牌。至此，我们看到无论是品类扩张节奏、还是子品

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>38

牌延展方面，欧派家居的品类扩张路径与汉森相似度很高。同时，我们也认可欧派以自产+OEM/品牌合作结合的生产模式：我们认为，虽然全品类自产可使厂商利润最大化，但欧派选择的自产+OEM/品牌合作模式则是基于“更好地迎合消费者需求”这一商业出发点。正如欧派董事长姚良松所说：“企业存在的理由就是迎合消费者需求，而如今的顾客越来越珍贵，他们对企业的要求也越来越高。所以，只有让消费者在整个购买体验里感到高兴了，企业才有存在的意义”。也正是由于中国消费者对家居产品的品牌、风格、款式、材质等偏好差异大，通过自产+OEM/品牌合作的模式可为消费者提供更多的家居产品选择，而公司聚焦做深做透核心优势品类橱柜，不断提升生产效率、做大客单值。

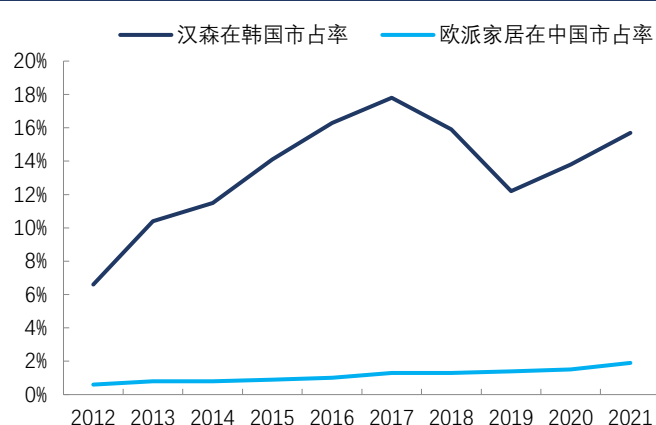
渠道端，汉森对于家装渠道的布局时点也较早，2007年在IK品牌成立早期便开始与室内承包商合作销售橱柜、地板、浴室等家居产品，2016年将IK部门升级为Rehaus整装店，推出整装产品套餐、加速整合装修公司。2016年以后，在韩国市场的地产周期下行的背景下，Rehaus仍实现逆势增长，但随着汉森市场份额的不断扩大，其收入增速也有所放缓。此外，基于韩国特色的地域经济和强大的供应链管理能力和，汉森在韩国通过长期培育跑通了低频大件+高频小件家居的产品模式，使其电商和旗舰大店在渠道结构中也占有一席之地。

图 66：汉森成立之际韩国城镇化率 40%



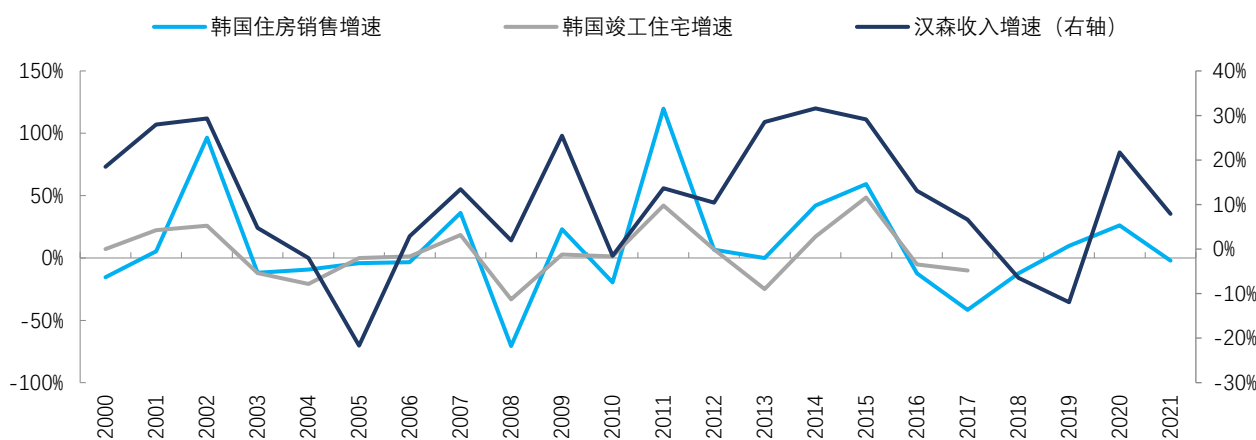
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 67：汉森在韩国城镇化进程完成后市占率进一步得到提升

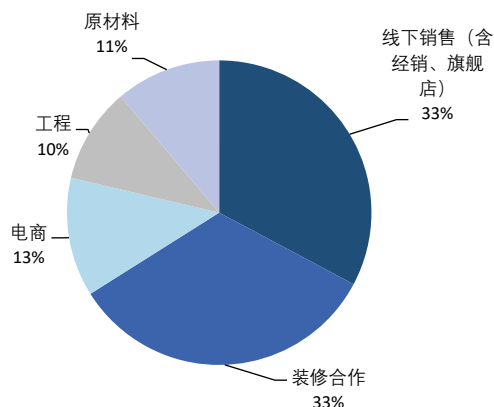


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

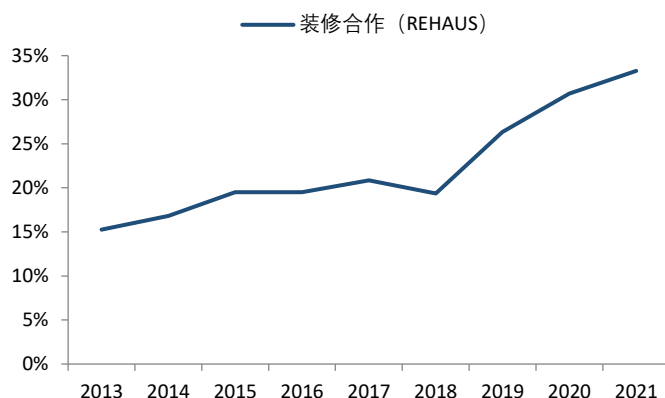
图 68：汉森历史收入增速和韩国地产增速



资料来源：Wind，MOLIT，信达证券研发中心

图 69：汉森渠道结构-2021


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 70：汉森 Rehaus 收入占比持续提升


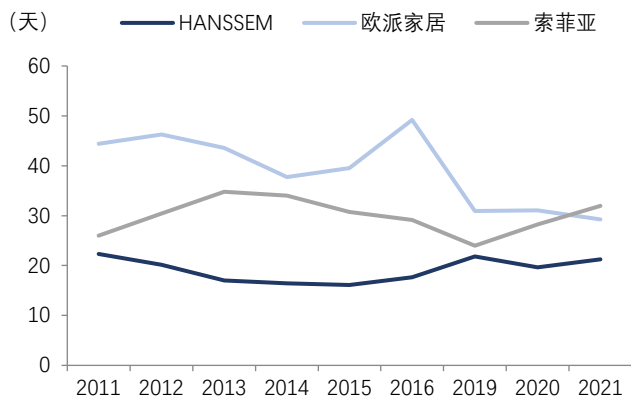
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

汉森借鉴之二：数字化驱动，构筑稳定的一体化安装服务能力。在收入规模持续增长的同时，汉森也高度重视数字化和供应链能力建设，逐步实现分销网络数字化、供应链管理数字化，不断提升工厂和渠道效率。同时，为进一步优化消费者体验和增强客户粘性，汉森对设计系统进行了全面升级，合作组建了稳定的安装团队并通过成熟管理人员进行监督，为客户提供稳定优质的服务，带动汉森从传统的产品销售逐步转向家居解决方案提供商。

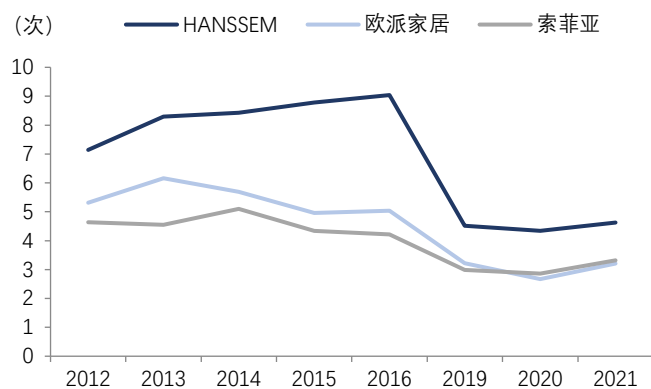
1999 年，汉森引入 ERP 系统管理，将本社、工厂和 350 余家流通企业（约 3500 名施工团队成员）信息整合，实现了“3 天交货，1 天施工”目标，即在消费者进行商品下单的同时即可联动生产、物流进程，在 4 日内可完成安装。2001 年起，汉森实施“施工座席制”，消费者可基于 ERP 系统自行进行安装预约，并指定施工日期和选择施工工人。2012 年开始，汉森推进统合配送施工系统，消费者可在手机端实时监督施工进度、观看施工现场，进一步降低管理成本、提升一次施工率（一次施工是指将制造、物流、施工做到完美，完成一次性的安装，顾客无需再次访问）。

图 71：汉森业务拓展&数字化建设主要节点


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 72: 汉森存货周转天数领先国内家居企业


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 73: 汉森固定资产周转率领先国内家居企业


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

➤ 美国国家得宝

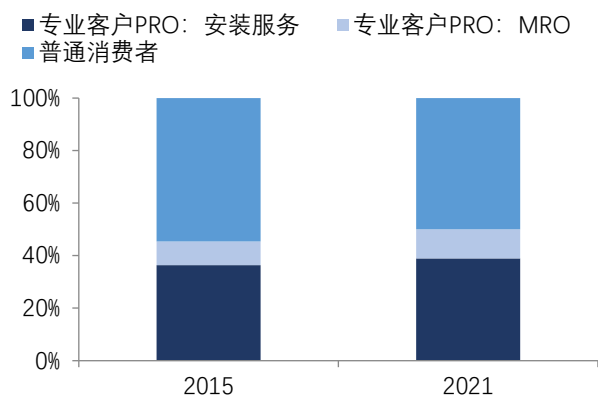
家得宝借鉴之一: 发展 PRO 专业客户, 打造新增长点。家得宝成立于 1978 年的美国经济复苏时期, 早期美国家装消费者以 DIY 客户为主, 但 2005 年以后也面临了美国年轻消费者的消费行为趋势变化, 即年轻消费者对于安装服务的购买需求增加。在此背景下, 而后家得宝逐步发展了 DIFM (do it for me) 客户小 B 群体、以及 PRO (professional business customer) 客户中大型装企, 使其客户结构由“C 端 DIY”为主逐步升级为“DIY+DIFM+PRO”的新组合。其中, PRO 为家得宝针对建筑工、维修工或者供应商提供的服务, 而据家得宝年报, 北美家居建材市场规模约 9000 亿美元, 其中专业客户 PRO 与普通消费者各占 4500 亿美元, 专业客户占比近半。

此外, 家得宝的 MRO 业务也发展较早, 2002 年便成立了子公司 HD Supply 为开发商提供建筑建材, 而后受美国地产环境波动影响 HD Supply 部分股权一度被家得宝出售又于 2020 年重新购回; 2015 年, 家得宝收购 Interline 拓展建筑 MRO (maintainance, repair, operation) 业务, 主要为专业客户提供维护、维修、运营所需的材料, 也属于 PRO 范畴。

表 10: 家得宝三种客户类型

客户类型	客户需求	家得宝服务
DIY 客户	自行购买	销售产品并为客户提供产品信息和安装教程
	自行安装	
DIFM 客户	自行购买	销售产品, 并为客户安排相关产品的服务商进行安装服务
	第三方安装	
PRO 客户	专业家装服务	提供专业的维护、维修、运营等专业服务, 也提供材料等更多广泛服务等

资料来源: 信达证券研发中心

图 74：北美家居建材市场客户结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 75：家得宝客户结构新组合


资料来源：信达证券研发中心

家得宝借鉴之二：物流供应链建设优化运营体系。目前，家得宝的产品已覆盖从地板、照明、卫浴、艺术装饰、家用电器到建筑建材、草坪花园产品等大类，从早期的仓储式家装建材零售商逐步发展为全球建材供应链巨头。而支撑其多领域多渠道运营的核心正是在于其强大的供应链运营能力，家得宝的自有供应链配送比例已达 98%。

其供应链升级计划启动于 2007 年，当年成立了快速配送中心（RDC），将多个门店产品需求合并单个采购订单，再由快速配送中心直接分配往各门店，缩短订单交货周期。2014 年，为进一步提高线上订单的配送和服务效率，家得宝建立了直接配送中心（DFC），处理在线订单的交付和履约。其后，家得宝还设立了批发配送中心（BDC）处理适宜平板卡车运输的产品。截至 2015 年，家得宝在北美地区已建立 18 个快速配送中心（RDC），每个中心辐射周边 100 家门店，使工厂到快速配送中心再到门店的交付时间降至 5 天以下。2018 年，家得宝开始打造“**One Supply Chain（一个供应链）**”供应链分销数字化系统，通过集成线下门店及线上的订单反馈给供应商，供应商只需向几十个分销仓进行配送即可，使家得宝在全美配送时间成功实现当日或次日达。

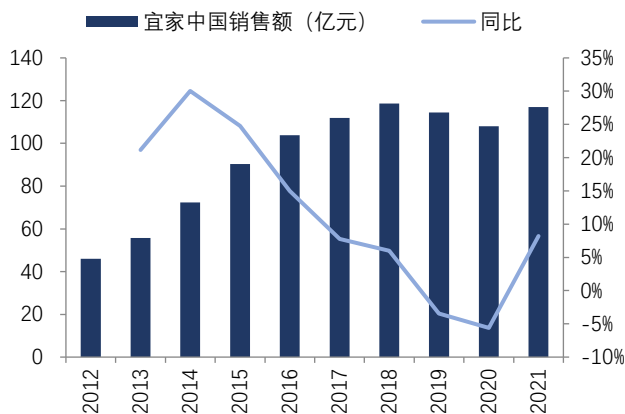
图 76：家得宝客户结构&供应链建设主要节点


资料来源：公司公告，亿邦动力，信达证券研发中心

2.4.3 是否要做中国的宜家？

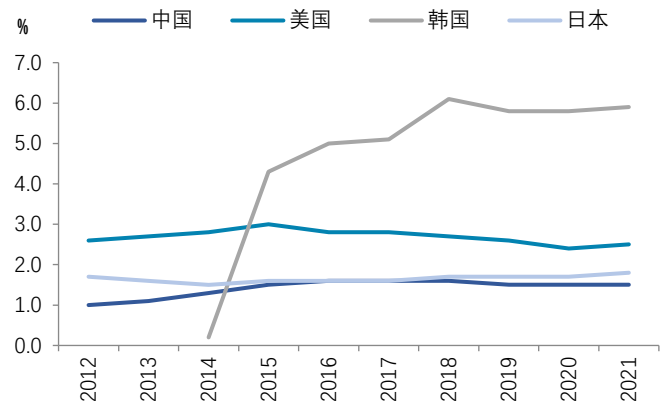
宜家中国近年零售规模整体稳定。宜家以体验式场景消费为特色，进入中国市场以来通过打造不同风格样板间的形式，向消费者展现不同产品间搭配的真实效果，同时配套餐饮服务，使消费者在购买家具的过程中不仅完成购物过程，还能一站式体验吃喝玩乐。据 Euromonitor 数据，2015 年以后宜家在中国家居零售市场的份额稳定在 1.5% 左右，2021 年市占率低于欧派 1.9%、顾家 1.6%；根据中国家居零售市场规模以及宜家市占率，我们测算得到过去几年宜家中国零售规模稳定在 100~120 亿元区间。

图 77：宜家中国近年零售规模整体稳定



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心
注：图表数据为测算数据

图 78：宜家在欧洲以外主要国家市场份额

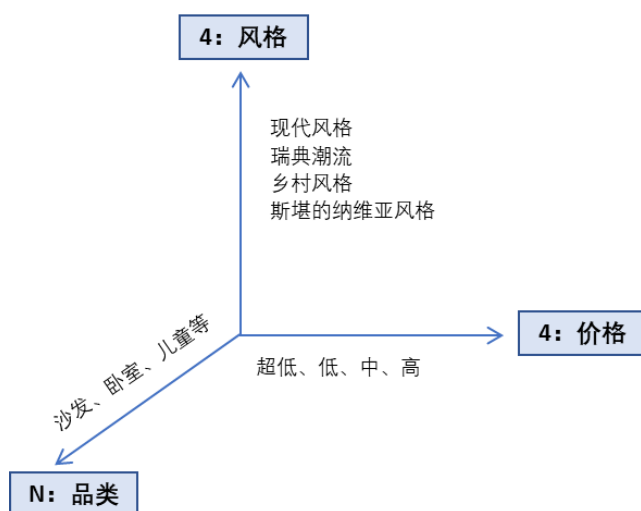


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

4×4×N 产品矩阵，构建相对标准又灵活的产品组合：据观研天下整理，宜家建立通过 4×4×N（N 是品类）的细分产品矩阵，从风格、定价、品类三大维度将产品进行分类，使其各类产品主要集中覆盖四大风格，同时提供一定范围的价格带选择，形成相对标准又灵活的产品结构。

我们认为，现阶段宜家模式在国内尚难以复制：1) 首先，从其产品矩阵可以看出与欧派等国内家居企业的产品以个性化需求为驱动不同，宜家产品 SKU 虽然众多，但其风格方案相对固定，且设计风格源自北欧文化的强大全球穿透力，使其数量较为有限的几款风格方案在全球范围内能被广泛接受；2) 其次，宜家的全球业务布局支撑其供应链实力领先，高起点的初始订货量使其能在全球范围内寻求最优质低价的供应商，以支撑其家居小件产品的价格优势，使低频大件和高频小件家具形成有机结合。3) 再次，在中国消费者购物行为高度线上化的背景下，近年国内以小红书、一兜糖等为代表的社交分享平台和家居平台快速兴起，为中国消费者提供了更多的居家风格设计灵感来源；同时，随着家装主力消费群体的年轻化，消费者也越来越擅长在居家生活中找到取悦自己的方式，自主打造舒适宜居、功能实用的悦己居家方案，一定程度上也弱化了场景式购物体验的必要性。

图 79: 宜家 4*4*N 产品矩阵



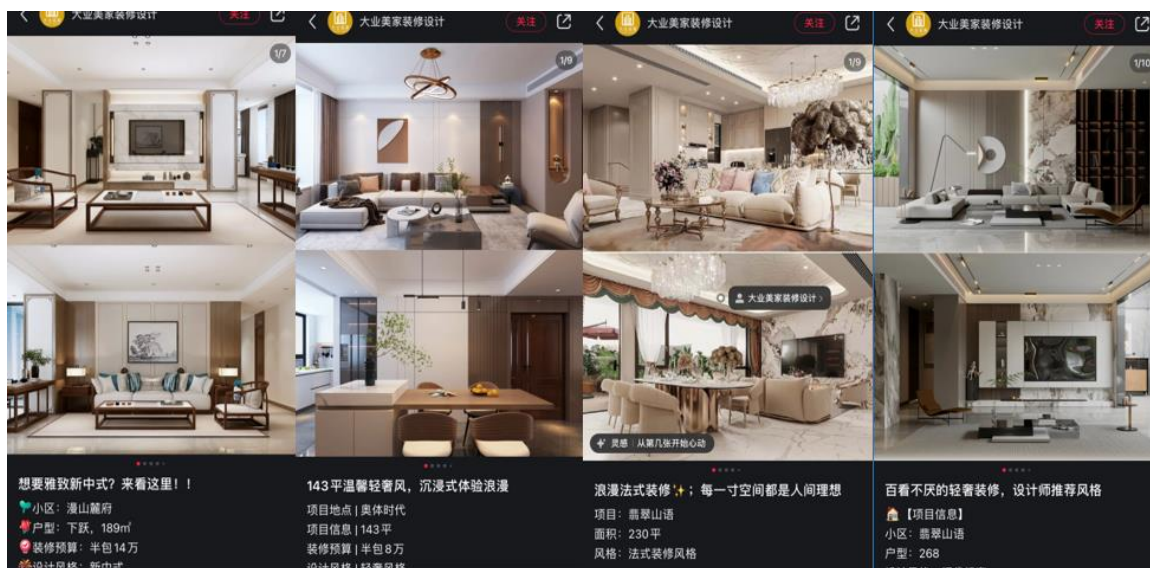
资料来源: 信达证券研发中心

图 80: 宜家中国卖场的家居场景展示



资料来源: 信达证券研发中心

图 81: 小红书家居风格案例



资料来源: 大业美家装修设计小红书号, 信达证券研发中心

三、短博弈：地产周期&利润率

自公司上市以来，尤其以 2022 年为代表的股价表现，我们认为市场对于欧派的仓位配置信心不足主要担忧有二：一是担心地产景气下行期间的滞后效应，对家居企业当年/次年的业绩产生负面影响；二是随着近年公司业务结构变化，毛利率较低的新品类/新渠道将对公司整体毛利率产生结构性影响，从而拉低整体净利率。

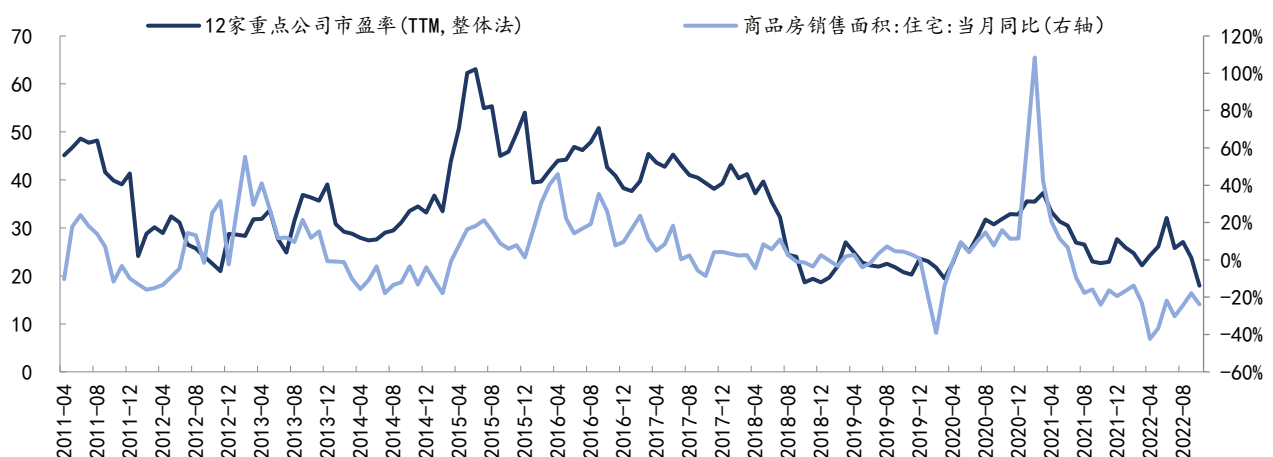
我们认为，首先，中国经济仍处城镇化发展和消费升级趋势中，从历史数据看家居行业尤其 C 端景气与经济周期强相关，家具零售与地产周期呈滞后弱相关，行业消费属性强于地产后周期属性；其次，公司业务结构在变化的同时，利润表的盈利消耗模型也在起变化，我们预计净利率下行压力可控。

3.1 家居行业的消费属性强于地产后周期属性

由于家具产品的消费受到住房购买的触发效应较强，因此市场对于家居需求的关注点长期集中在地产后周期属性层面；我们认为，家居行业尤其家具零售的消费属性强于地产后周期属性：

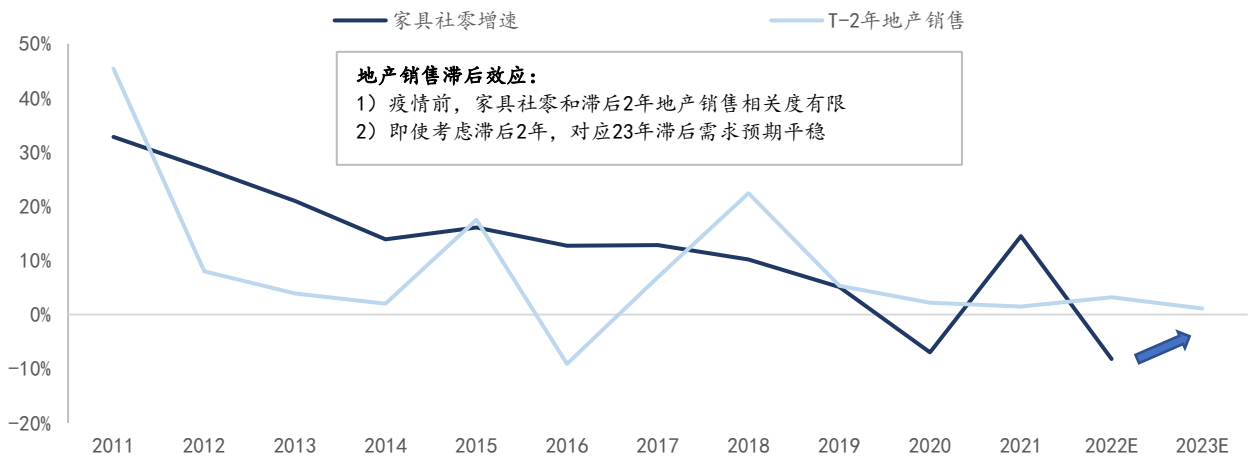
- 1) 【地产销售】同步影响家居行业估值，但由于地产销售也是宏观经济景气度的重要指标，历史上与上市公司收入趋势也有趋同，建议高度重视地产销售这一核心指标。
- 2) 正常周期下，【地产竣工】上年竣工对家具社零影响高于当年竣工，但过去 3 年疫情扰动下，竣工滞后效应显著背离。因此，我们认为如果仅依据 21-22 年竣工趋势来推测 23 年的家居行业需求，参考意义有限。在 18 年家居行业景气下行背景下，19 年开始上市公司加速开拓工程渠道，19 年以后【当季竣工】和家居企业大宗收入强相关。
- 3) 家具作为典型的大件可选耐用消费品，家具社零与【当年 GDP】增速、【社零总额】增速均高度同步，且疫情对家具的社零需求影响程度大、回补速度慢于全社会消费品零售总额，因此，我们认为家具消费属性强于地产后周期属性。

图 82：家居板块估值与地产销售同步性较高



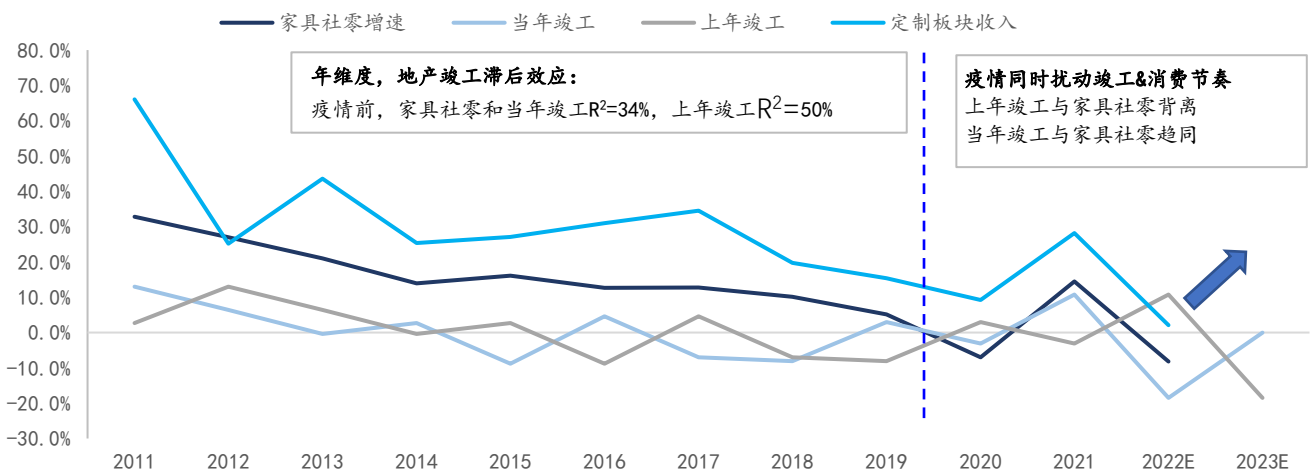
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 83: 地产销售, 历史波动与家具社零相关性不明显



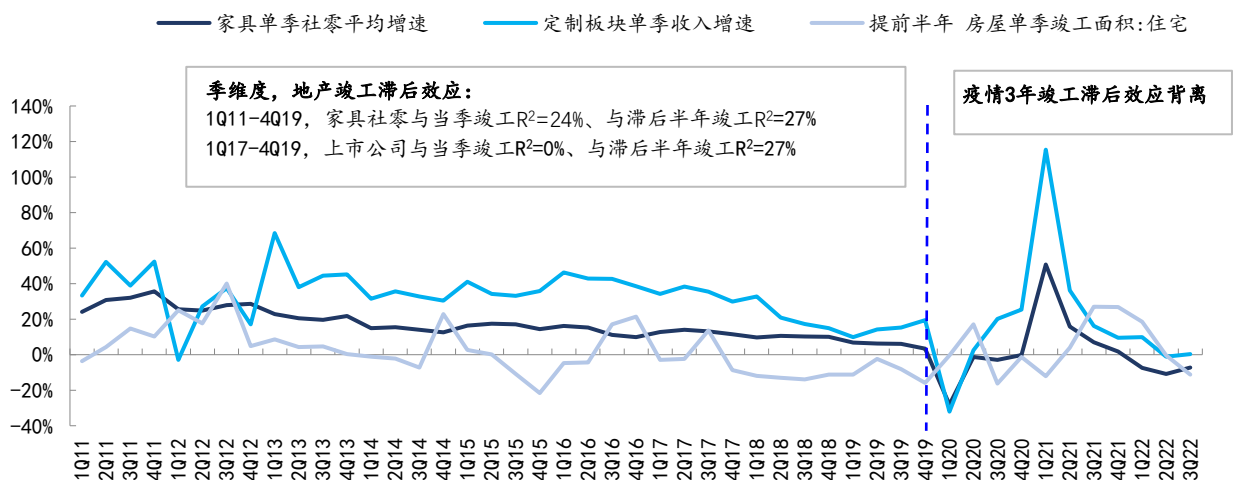
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 84: 地产竣工, 家具社零与上年竣工相关度>当年竣工

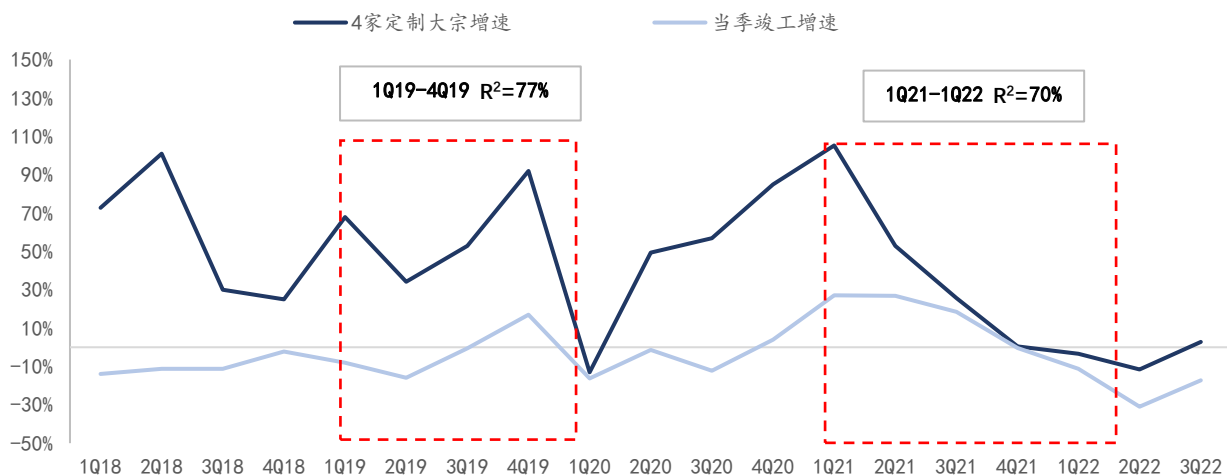


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

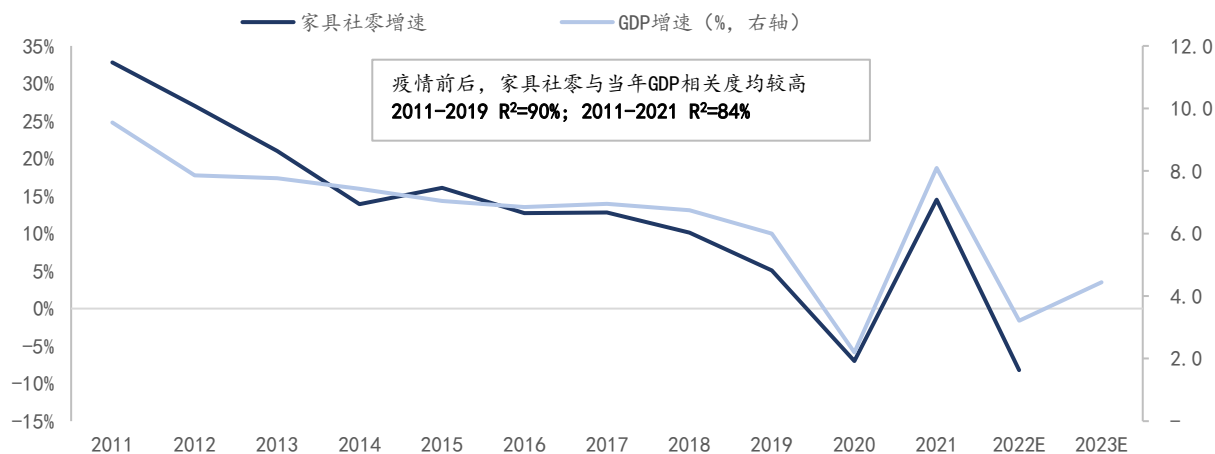
图 85: 季度来看, 家居需求与当季&滞后半年竣工均弱相关



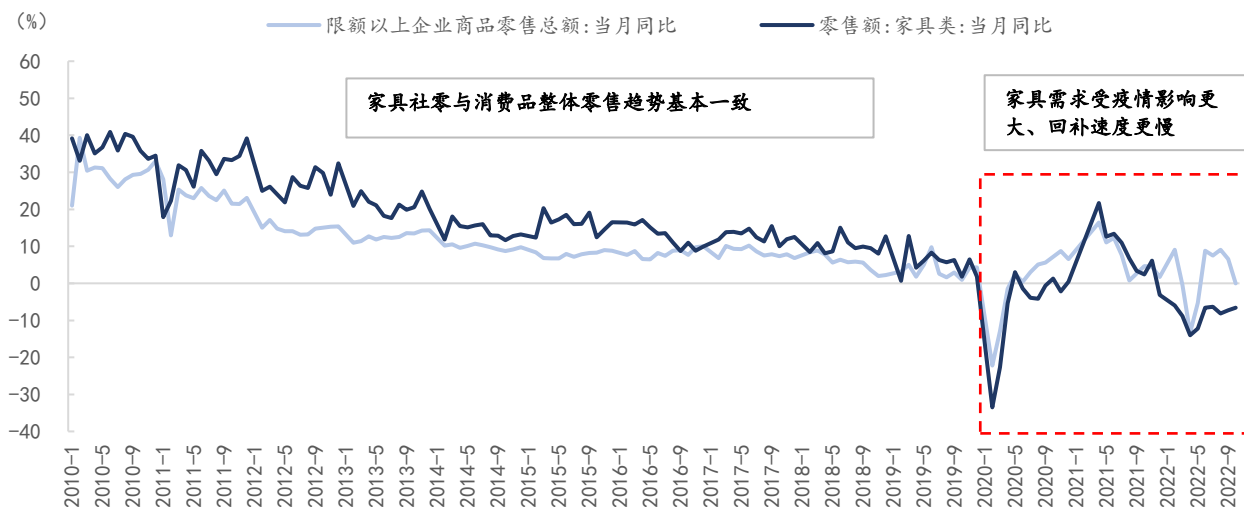
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 86：当季地产竣工与上市公司大宗业务强相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 87：GDP 与家具社零增速同步性较高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

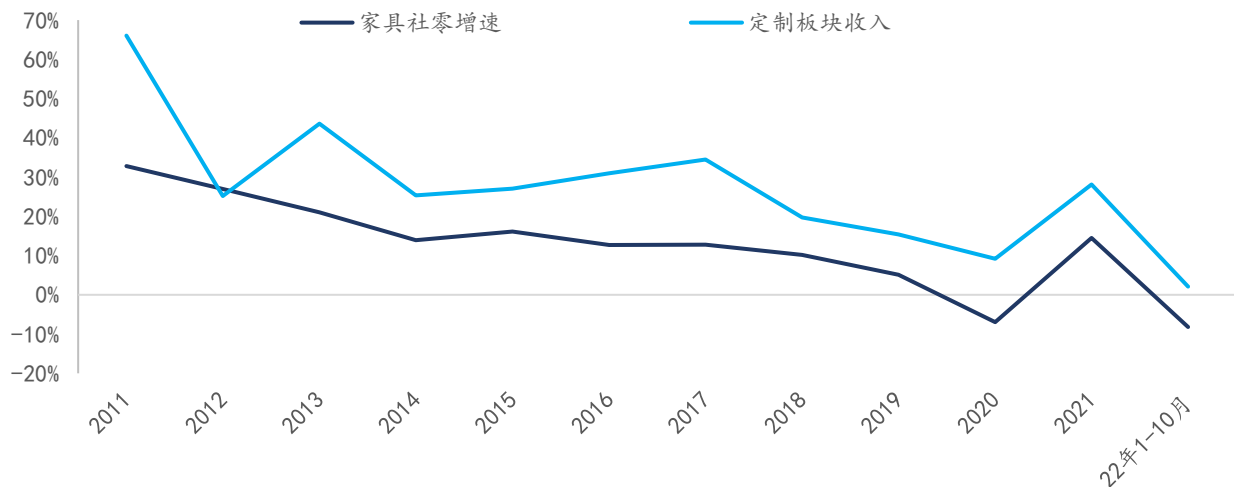
图 88：消费环境波动对可选消费品家具的需求影响大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

因此，我们认为 2023 年家居 B 端、C 端均有望迎来实质性的景气改善。业绩复苏节奏上，由于 To B 企业受益于竣工高度同步，业绩确定性&弹性更高。22 年下半年部分企业大宗业务已现改善，随着保交付项目的进一步推进，预计 to B 业务占比高的家居公司将率先迎来业绩改善。

To C 企业锚定社零，业绩改善空间亦可期待。首先，如果 23 年疫情扰动趋弱、消费环境回暖，家具的消费需求仍有较大回补空间，我们测算预计 23 年家具社零增速区间约 +3.3%~+5.2%。其次，从历史数据看，上市公司收入增速持续领先家具社零，龙头提份额趋势延续，参考过去 4 年上市公司较家具社零的超额增速区间 10%~16%，我们测算得到对应 23 年上市公司收入增速区间+13.6%~+21.4%；同时，由于家居板块利润率经历 21-22 年的持续承压后，预计 23 年也有望逐步迎来盈利修复。

图 89：上市公司收入增速持续领先社零增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 11：2023E 家具社零&板块收入增速测算

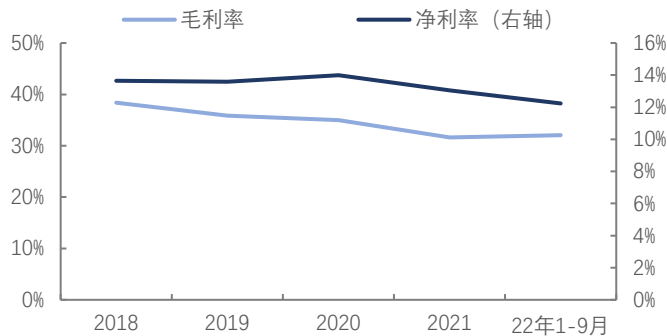
		2023E GDP 增速 (%)					
2019-2021 疫情扰动影响		3	4	4.5	5	5.5	6
对应 2023E 家具社零增速		对应 2023E 家具社零增速					
2011-2021 相关系数	84%	3.3%	3.8%	4.1%	4.3%	4.6%	4.9%
2011-2019 相关系数	90%	3.5%	4.1%	4.4%	4.7%	4.9%	5.2%
2018-2021 上市公司收入超额增速（相较于家具社零）：10%-16%							
相关系数	超额增速	对应 2023E 上市公司收入增速					
84%	10%	13.6%	14.1%	14.4%	14.6%	14.9%	15.2%
84%	16%	19.5%	20.0%	20.3%	20.5%	20.8%	21.1%
90%	10%	13.8%	14.4%	14.7%	14.9%	15.2%	15.5%
90%	16%	19.7%	20.3%	20.6%	20.9%	21.1%	21.4%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2 盈利消耗模型正在起变化，利润率下行压力可控

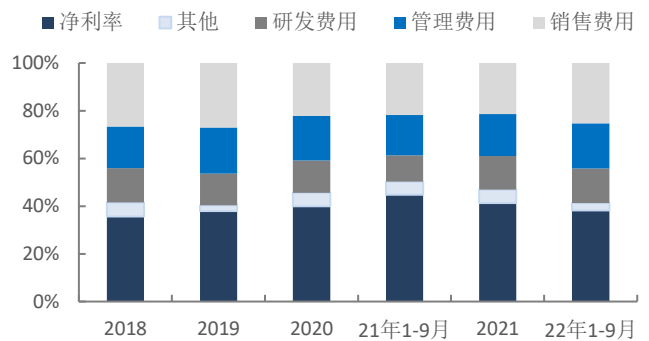
近年毛利率与费用率同降，净利率降幅有限。自公司上市以来，毛利率从2018年的38.4%降至2021年的31.6%，其中2019年、2021年降幅分别为2.5pct、3.4pct。同时，我们也看到近年公司费用率尤其销售费用率也呈稳定下降趋势，对应净利率从2018年的13.7%降至2021年的13.0%，净利率降幅明显低于同期毛利率降幅。

图 90：近年毛利率&净利率趋势



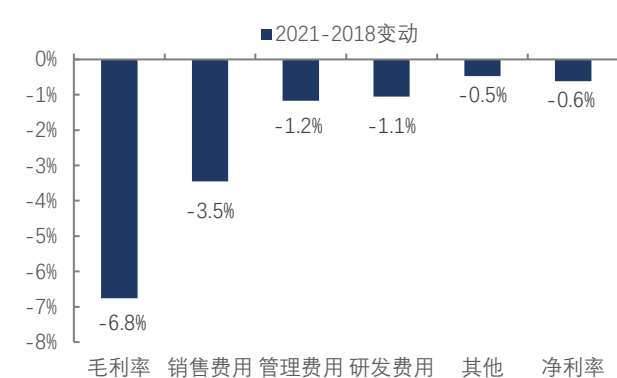
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 91：毛利率下降趋势伴随费用率下降



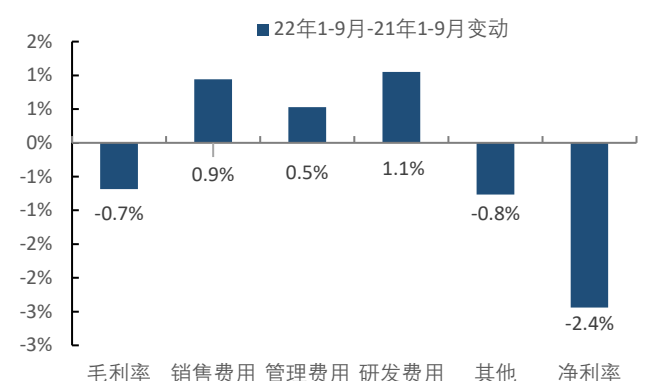
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 92：2018-2021 主要盈利指标 3 年累计变动



资料来源：Wind，信达证券研发中心

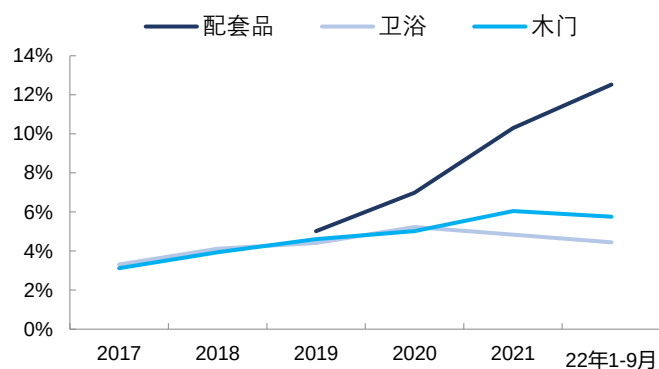
图 93：22 年 1-9 月~21 年 1-9 月主要盈利指标同比变动



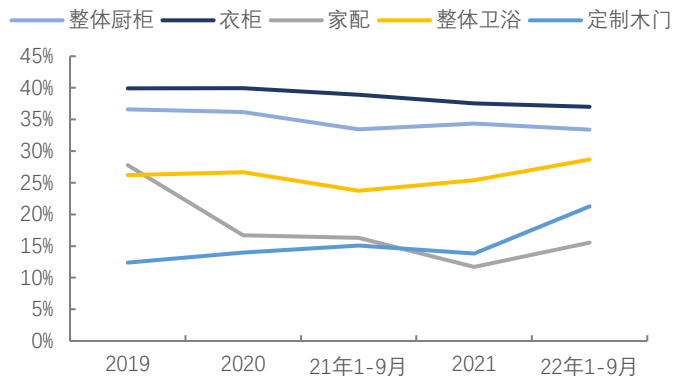
资料来源：Wind，信达证券研发中心

过去毛利率走低主要因收入结构变化影响，22 年已有所改善。1) 产品结构来看，近年公司综合毛利率有所下行，主要因核心品类橱衣毛利率均略有下降、以及低毛利率品类尤其家配占比快速提升影响。其中，2019-2021 年橱柜、衣柜柜类、配套品毛利率分别下降 2.3pct、2.4pct、16.1pct，同期配套品收入占比从 2019 年的 5% 升至 2021 年的 10%。2022 年以来，公司加大力度调整家配的产品结构，前三季度配套品毛利率同比-0.8pct，配套品占比提升对整体毛利率的负面影响走弱。

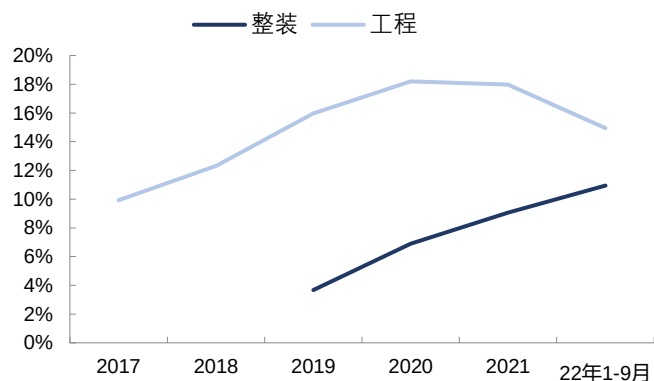
2) 渠道结构来看，毛利率相对较低的工程、整装渠道收入占比过去几年也有所提升，但 2022 年以来随着公司整装业务逐步成熟，整装渠道毛利率已高于纯零售。2022 年前三季度综合毛利率同比-0.7pct，其中纯零售渠道毛利率同比-0.9pct、整装渠道毛利率同比+2.8pct，我们测算因整装&工程业务结构变化对综合毛利率的影响约+0.3pct。

图 94：家配收入占比提升最为明显


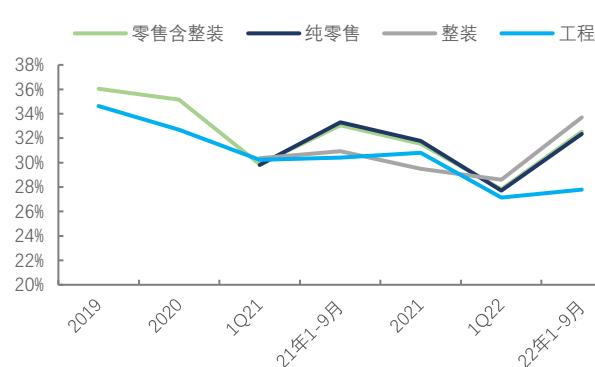
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 95：近年衣柜、家配毛利率均有所下降


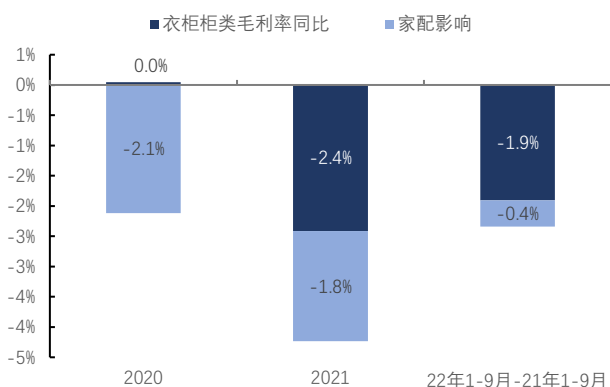
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 96：整装、工程渠道收入占比提升


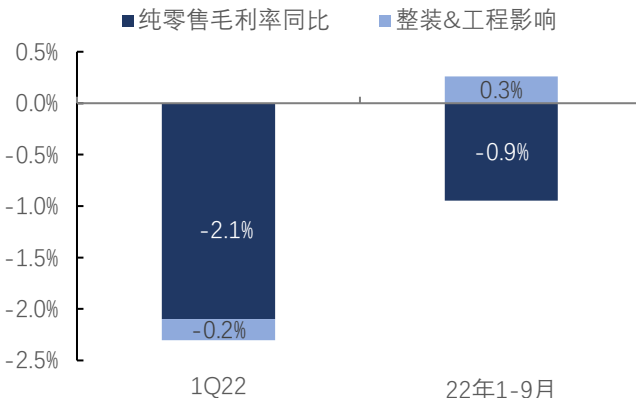
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 97：22 年整装渠道毛利率已高于纯零售


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 98：家配对衣柜（含家配）的整体毛利率负面效应走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 99：22 年毛利率变动主要因零售渠道毛利下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

通过以上对公司盈利消耗以及毛利率的分析，我们认为净利率走势与公司近年业务结构变化的盈利模型基本吻合，即以配套品、整装渠道为代表的新增长点虽然阶段性具备低毛利特征，但同时也具备低费用特征，过去 3 年对综合毛利率拉低效应有限，且 2022 年以来新业务的毛利率已呈现企稳/回升态势。

关于 2023 年净利率趋势，费用端考虑到公司已于 22 年三季度开始强化费用管控、事业部合并精简组织架构，我们预计 23 年销售费用率显著提升概率不大。同时，考虑到当前时点家配毛利率仍显著低于柜类产品、且未来配套品占比仍有望持续提升，我们就 2023 年预测家配收入占比以及销售费用率对整体净利率进行敏感性分析。结果表明，即使 23 年家配占衣柜零售收入占比提升 4pct，销售费用率同比分别-0.5pct、+0.5pct 时，对应 23 年整体净利率的同比分别+0.6pct、-0.3pct。

表 12：家配占比&销售费用率对净利率变动的敏感性分析

2023E 净利率变动		2023E 家配占衣柜纯零售收入比例变动				
		0%	1%	2%	3%	4%
2023E 销售 费用率变动	-1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
	-0.5%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
	0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
	1%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.7%

资料来源：信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

➤ 主要收入假设:

- 1) 假设 2022-2024 年公司橱柜零售业务维持低个位数稳定发展, 橱柜整装保持 20% 年均增速, 橱柜工程 2022-2024 年分别同比-10%、+10%、+8%, 对应我们预计 2022-2024 年公司橱柜收入增速分别为 0.3%、6.1%、5.7%;
- 2) 假设 2022-2024 年公司衣柜分别开店 50 家、20 家、20 家, 单店提货分别同比+12%、+15%、+15%, 衣柜整装 2022-2024 年分别增长 50%、40%、30%, 衣柜工程 2022-2024 年同比-15%、+10%、+8%, 对应我们预计 2022-2024 年公司衣柜(含家配)收入增速分别为 15%、16%、16%。
- 3) 假设 2022-2024 年卫浴、木门收入增速保持 20%-25% 增长, 其他品类收入分别增长 50%、40%、30%。

对应 2022-2024 年公司营收收入分别为 225.7 亿元、261.5 亿元、301.4 亿元, 同比增速分别为 10.4%、15.8%、15.3%。

表 13: 收入预测简表

万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计收入	971,018	1,150,939	1,353,336	1,473,969	2,044,160	2,257,401	2,615,100	3,014,407
yoy		18.5%	17.6%	8.9%	38.7%	10.4%	15.8%	15.3%
整体橱柜	535,444	576,522	619,341	606,147	752,932	755,207	800,900	846,921
yoy		7.7%	7.4%	-2.1%	24.2%	0.3%	6.1%	5.7%
衣柜	329,557	414,796	516,651	680,238	1,017,162	1,182,569	1,408,259	1,660,875
yoy				31.7%	49.5%	16.3%	19.1%	17.9%
整体卫浴	30,323	45,335	62,414	73,948	98,882	103,826	124,591	149,509
yoy		49.5%	37.7%	18.5%	33.7%	5.0%	20.0%	20.0%
定制木门	32,140	47,467	59,741	77,089	123,624	138,459	173,073	216,342
yoy		47.7%	25.9%	29.0%	60.4%	12.0%	25.0%	25.0%
其他	43,554	66,819	95,188	36,546	51,560	77,341	108,277	140,760
yoy		53.4%	42.5%	-61.6%	41.1%	50.0%	40.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

➤ 主要盈利假设:

- 1) 假设 2022-2024 年橱柜毛利率与 2021 年基本稳定, 衣柜柜类毛利率稳定在 35.5%, 家配毛利率稳定在 15.5%; 假设 2022-2024 年卫浴、木门毛利率保持小幅提升态势, 对应 2022-2024 年公司综合毛利率分别为 31.6%、31.5%、31.5%。
- 2) 参考过去 3 年以及 22 年前三季度费用率趋势, 假设 2022 年公司费用率较 21 年小幅提升, 2023-2024 年销售费用率、管理费用率稳定略降; 假设 2022-2024 年研发费用率保持稳定。
- 3) 假设 2022-2024 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。

综合以上考虑, 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 27.25 亿元、32.25 亿元、38.02 亿元, 同比分别增长 2.23%、18.37%、17.89%, 2022-2024 对应综合净利率分别为

12.07%、12.33%、12.61%。

表 14: 利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,533	14,740	20,442	22,574	26,151	30,144
%增长率	17.6%	8.9%	38.7%	10.4%	15.8%	15.3%
营业成本	8,684	9,579	13,978	15,445	17,918	20,663
%销售收入	64.2%	65.0%	68.4%	68.4%	68.5%	68.5%
毛利	4,850	5,161	6,463	7,129	8,233	9,481
%销售收入	35.8%	35.0%	31.6%	31.6%	31.5%	31.5%
销售费用	1,310	1,147	1,386	1,711	1,956	2,255
%销售收入	9.7%	7.8%	6.8%	7.6%	7.5%	7.5%
管理费用	939	961	1,131	1,354	1,517	1,748
%销售收入	6.9%	6.5%	5.5%	6.0%	5.8%	5.8%
研发费用	642	699	908	1,002	1,161	1,339
%销售收入	4.7%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
财务费用	-70	-35	-115	-116	-160	-286
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	-0.9%
营业利润	2,105	2,407	3,060	3,128	3,706	4,371
%增长率	15.5%	14.4%	27.1%	2.2%	18.5%	18.0%
利润总额	2,119	2,413	3,075	3,143	3,721	4,387
%增长率	15.86%	13.9%	27.4%	2.2%	18.4%	17.9%
所得税	279	350	411	420	497	586
所得税率	13.2%	14.5%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
归属于母公司的净利润	1,839	2,063	2,666	2,725	3,225	3,803
净利率	13.6%	14.0%	13.0%	12.1%	12.3%	12.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 15: 分季度财务数据

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入	3,300	4,901	6,202	6,040	4,144	5,549	6,575
营业毛利	996	1,653	2,064	1,750	1,146	1,887	2,178
营业费用	319	306	405	356	378	439	499
管理费用	245	263	288	335	295	332	358
财务费用	-8	-28	-42	-37	-32	-87	-90
投资收益	1	8	0	12	3	9	9
营业利润	292	900	1,233	635	296	885	1,125
归属母公司净利润	244	769	1101	552	253	765	972
EPS (元)	0.40	1.26	1.81	0.91	0.42	1.26	1.60
主要比率							
毛利率	30.2%	33.7%	33.3%	29.0%	27.7%	34.0%	33.1%
营业费用率	9.7%	6.2%	6.5%	5.9%	9.1%	7.9%	7.6%
管理费用率	7.4%	5.4%	4.6%	5.6%	7.1%	6.0%	5.5%
营业利润率	8.8%	18.4%	19.9%	10.5%	7.1%	15.9%	17.1%
有效税率	17.6%	15.4%	10.9%	13.3%	16.0%	13.7%	14.1%
净利率	7.4%	15.7%	17.8%	9.1%	6.1%	13.8%	14.8%

YoY

收入	131%	39%	30%	21%	26%	13%	6%
归属母公司净利润	340%	30%	15%	-10%	4%	0%	-12%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

看好 23 年或再迎戴维斯双击，维持“买入”评级。欧派家居对于商业模式创新迭代能力业内领先，近年公司成功打造在整体橱柜、全屋定制两大核心品类的龙头地位，新的成长曲线不断接力。信息化赋能营销、职能、制造三大体系，带动运营效率提升、大家居战略升级，长期有望逐步打造一站式家居家装服务的消费者品牌。

2021 年是公司启动“把欧派打造成世界卓越家居集团”长期发展目标的元年，2022 年虽然再次迎来行业景气调整，但我们认为对比上一轮 2018 年行业景气下行，公司大家居势能已显著放大，行业调整期加速长期战略落地。看好公司厚积薄发，23 年有望再次迎来业绩和估值的双击，即使短期市场情绪或业绩受疫情影响仍有反复，但在 23 年消费复苏的强预期下，建议把握机遇积极布局。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 27.25 亿元、32.25 亿元、38.02 亿元，同比分别增长 2.23%、18.37%、17.89%，目前股价对应 2023 年 PE 为 24x，维持“买入”评级。

表 16: 可比公司 2023 年平均 PE 约 16 倍

公司名称	股价	— 归母净利 (亿元) —		—— PE (x) ——		PB
	2023/1/20	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)
欧派家居	128.62	27.3	32.3	28.8	24.3	5.1
尚品宅配	22.13	1.4	2.4	31.2	18.3	1.2
志邦家居	30.79	5.5	6.5	17.5	14.9	3.7
金牌厨柜	34.63	3.8	4.6	14.2	11.6	2.2
江山欧派	61.46	1.0	4.0	86.7	20.9	4.9
顾家家居	43.8	19.3	22.3	18.7	16.1	4.3
曲美家居	7.14	2.9	4.6	14.4	9.2	1.9
喜临门	33.21	6.3	8.0	20.3	16.1	3.6
梦百合	11.12	2.4	4.1	22.8	13.1	1.8
平均				28.3	16.1	3.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (欧派家居为信达证券预测, 其余为 wind 一致预期)

五、风险因素

经济复苏不及预期风险：家居板块消费受宏观经济影响较大，若国内经济景气下行，将影响内需消费支出意愿，对家居板块企业收入也将受到较大影响，提示宏观经济波动风险。

原材料成本大幅上涨风险：原材料成本对家居行业上市公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,250	11,243	11,715	14,643	18,096
货币资金	4,427	6,562	6,963	9,505	12,541
应收票据	195	206	209	221	230
应收账款	602	1,012	913	988	1,064
预付账款	85	148	164	190	219
存货	809	1,463	1,617	1,876	2,163
其他	2,133	1,852	1,849	1,864	1,880
非流动资产	10,593	12,150	14,650	14,675	14,636
长期股权投资	16	16	16	16	16
固定资产(合计)	6,093	6,648	7,068	7,124	7,176
无形资产	1,464	1,064	1,064	1,064	1,064
其他	3,021	4,422	6,502	6,471	6,380
资产总计	18,844	23,393	26,365	29,319	32,732
流动负债	5,926	8,285	9,617	10,630	11,755
短期借款	1,627	2,389	3,000	3,000	3,000
应付票据	213	140	155	179	207
应付账款	1,145	2,018	2,230	2,587	2,983
其他	2,942	3,737	4,232	4,863	5,565
非流动负债	992	699	699	699	699
长期借款	0	0	0	0	0
其他	992	699	699	699	699
负债合计	6,918	8,984	10,316	11,329	12,454
少数股东权益	0	0	-1	-3	-5
归属母公司股东权益	11,925	14,409	16,050	17,993	20,283
负债和股东权益	18,844	23,393	26,365	29,319	32,732

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,740	20,442	22,574	26,151	30,144
同比(%)	8.9%	38.7%	10.4%	15.8%	15.3%
归属母公司净利润	2,063	2,666	2,725	3,225	3,803
同比(%)	12.1%	29.2%	2.2%	18.4%	17.9%
毛利率(%)	35.0%	31.6%	31.6%	31.5%	31.5%
ROE%	17.3%	18.5%	17.0%	17.9%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	3.43	4.38	4.47	5.29	6.24
P/E	39.22	33.71	28.75	24.29	20.60
P/B	6.78	6.24	4.88	4.35	3.86
EV/EBITDA	27.29	23.88	20.51	17.15	14.44

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,740	20,442	22,574	26,151	30,144
营业成本	9,579	13,978	15,445	17,918	20,663
营业税金及附加	111	143	158	183	211
销售费用	1,147	1,386	1,711	1,956	2,255
管理费用	961	1,131	1,354	1,517	1,748
研发费用	699	908	1,002	1,161	1,339
财务费用	-35	-115	-116	-160	-286
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	37	21	23	26	30
其他	93	28	87	103	127
营业利润	2,407	3,060	3,128	3,706	4,371
营业外收支	5	15	15	15	15
利润总额	2,413	3,075	3,143	3,721	4,387
所得税	350	411	420	497	586
净利润	2,063	2,664	2,724	3,224	3,800
少数股东损益	0	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	2,063	2,666	2,725	3,225	3,803
EBITDA	2,881	3,589	3,628	4,191	4,768
EPS(当年)(元)	3.43	4.38	4.47	5.29	6.24

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,889	4,046	4,290	4,792	5,510
净利润	2,063	2,664	2,724	3,224	3,800
折旧摊销	568	711	725	775	839
财务费用	131	144	189	210	210
投资损失	-37	-21	-23	-26	-30
营运资金变动	1,148	502	636	611	698
其它	17	46	39	-2	-7
投资活动现金流	-2,337	-2,065	-3,227	-757	-752
资本支出	-1,883	-1,231	-1,583	-783	-783
长期投资	-576	-916	0	0	0
其他	121	82	-1,643	26	30
筹资活动现金流	585	-187	-662	-1,493	-1,723
吸收投资	0	2	0	0	0
借款	2,065	3,676	611	0	0
支付利息或股息	-534	-843	-1,273	-1,493	-1,723
现金流净增加额	2,111	1,783	401	2,542	3,035

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。