

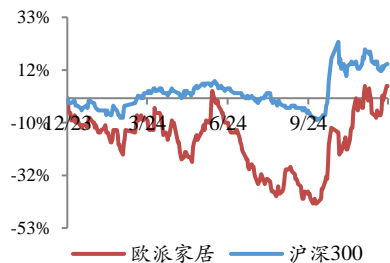
## 积极深化大家居战略，引领家居发展新模式

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-12-04

收盘价（元）	74.75
近 12 个月最高/最低（元）	79.35/40.03
总股本（百万股）	609
流通股本（百万股）	609
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	455
流通市值（亿元）	455

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 概况：深化整装大家居战略，引领家居发展新模式

欧派家居是国内领先的一站式高品质家居综合服务商，主要从事全屋家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装与室内装饰服务。2023/2024 前三季度，公司分别实现营业收入 227.82/138.79 亿元，同比+1.35%/-16.21%；归母净利润分别为 30.36/20.31 亿元，同比+12.92%/-12.08%。2023 年衣柜/橱柜/卫浴/木门/其他/其他业务分别实现营业收入 119.49/70.31/11.28/13.78/8.23/4.73 亿元，分别同比-1.56%/-1.99%/+9.00%/+2.42%/+167.30%/-1.23%。2023/2024H1，公司综合毛利率分别为 34.16%/32.57%，分别同比提高 2.55/1.05pct。

#### ● 行业：政策刺激吸引客流，大家居模式提升客单值

随着地产政策组合拳出台，以旧换新政策持续落地，有望带动家居消费回暖向好，头部公司由于合规性较高，有望更明显受益于以旧换新政策。根据我们的测算，2023 年定制橱柜、定制衣柜、定制木门市场规模分别为 1133 亿元/2208 亿元/1268 亿元，定制家居市场规模总计达到 4609 亿元。同时，定制家居企业积极推动品类扩张，从单品类向全屋定制发展，借助自身品牌力、渠道力、产品力、服务力等优势，针对消费群体进行有效信任转移，从而实现一站式产品销售，不断扩大市场占有率。整装大家居行业逐步朝着“品牌化、多品类、一站式”的路径推演，传统的家居企业必须快速适应并进行转型调整，打造能与未来行业发展方向相契合的跨品类综合引流、销售、交付、管理、运营、整合能力，才能更好地抢占行业先机，并持续扩大先发的优势。

#### ● 公司：事业部改革推进品类融合，深化全渠道发展战略

品类拓展方面，公司推动事业部重大改革，组织形态进一步“大家居化”，通过构建以城市为中心的经营模式，进行全品类（橱衣木卫配）、全渠道（零售+整装）的统一管理，公司组织形态进一步匹配大家居战略方向，多品类融合通道持续拓宽，组织改革所带来的积极成效已逐步显现。渠道拓展方面，公司深化全渠道发展战略，经过多年的渠道投入和建设，公司构建了合作紧密且遍布全国的家居行业内规模最大的营销服务网络，拥有最具实力的经销商资源。此外，公司通过整装大家居、零售大家居和零售整装三条路线，积极推动大家居战略发展。业内首推整装大家居模式，“欧派”和“铂尼思”双品牌运营，发力拓展获客来源；零售大家居迎合一站式购买需求，以点带面拉动增长；零售整装“ABC 模式”全方位赋能装企，优势互补潜力较大。

#### ● 投资建议

公司正处于“大家居”深化改革阶段，2023 年积极推进组织架构改革，变“垂直产品条线组织”为“横向区域块状组织”，随着营销组

织架构变革落地，品类融合将进一步加快，提升公司核心竞争力和市场份额，业绩有望稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 194.75/206.28/215.62 亿元，分别同比变化-14.5%/+5.9%/+4.5%；归母净利润分别为 26.52/28.24/29.72 亿元，分别同比变化-12.7%/+6.5%/+5.2%。截至 2024 年 12 月 3 日，EPS 分别为 4.35/4.64/4.88 元，对应 PE 分别为 17.17/16.12/15.32 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

市场需求变化的风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，应收账款、应收票据无法收回的风险，经销商管理风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22782	19475	20628	21562
收入同比 (%)	1.3%	-14.5%	5.9%	4.5%
归属母公司净利润	3036	2652	2824	2972
净利润同比 (%)	12.9%	-12.7%	6.5%	5.2%
毛利率 (%)	34.2%	34.7%	34.4%	34.2%
ROE (%)	16.8%	13.7%	13.7%	13.6%
每股收益 (元)	4.98	4.35	4.64	4.88
P/E	13.98	17.17	16.12	15.32
P/B	2.34	2.36	2.22	2.08
EV/EBITDA	9.87	11.76	10.63	9.92

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 12 月 3 日收盘价计)

# 正文目录

1 概况：深化整装大家居战略，引领家居发展新模式.....	6
1.1 品牌矩阵持续多元化，大家居战略深入推进.....	6
1.2 公司股权结构集中，管理层能力出众.....	7
1.3 大家居营销转型期，公司业绩盈利承压.....	9
2 行业：政策刺激吸引客流，大家居模式提升客单值.....	12
2.1 以旧换新政策发力，刺激家居消费.....	12
2.2 定制家居为装修高预算环节，大家居模式驱动行业转型.....	16
3 公司：事业部改革深化品类融合，深化全渠道发展战略.....	19
3.1 品类：营业收入行业领先，利润空间得到释放.....	19
3.1.1 衣柜：收入规模行业领先，整家套餐推动客单值提升.....	21
3.1.2 橱柜：业务规模大幅领先，整装大家居驱动长期增长.....	22
3.1.3 木门：规模效应显现，毛利率稳步提高.....	23
3.1.4 卫浴：营业收入逆势增长，盈利水平稳定.....	23
3.2 渠道：深化全渠道发展战略，整装大家居业绩亮眼.....	25
3.2.1 深化全渠道布局，拥有业内强势经销商资源.....	25
3.2.2 持续投入整装渠道，大家居战略持续深化.....	26
4 盈利预测及投资建议.....	30
5 风险提示.....	31
财务报表与盈利预测.....	33

## 图表目录

图表 1 公司品牌矩阵.....	6
图表 2 公司发展历程.....	7
图表 3 公司股权结构图 (截至 2024Q3) .....	7
图表 4 公司核心管理层团队情况 .....	8
图表 5 公司股票激励计划 .....	8
图表 6 2014-2024 前三季度公司营业收入及 YOY.....	9
图表 7 2014-2024 前三季度公司归母净利润及 YOY.....	9
图表 8 2014-2024H1 公司按产品分收入结构 (亿元) .....	10
图表 9 2014-2024H1 公司按产品分收入占比 (%) .....	10
图表 10 2014-2024H1 公司按地区分收入结构 (亿元) .....	10
图表 11 2014-2024H1 公司按地区分收入占比 (%) .....	10
图表 12 2014-2024H1 公司毛利率情况 .....	11
图表 13 2014-2024H1 公司按产品分毛利率情况 .....	11
图表 14 2014-2024H1 公司按地区分毛利率情况 (%) .....	11
图表 15 2014-2024H1 公司费用率情况 (%) .....	12
图表 16 2014-2024H1 公司归母净利率情况 (%) .....	12
图表 17 地产政策组合拳.....	12
图表 18 国家层面以旧换新政策 .....	13
图表 19 地方层面以旧换新政策 .....	13
图表 20 2024 年 1-9 月全国家具类商品零售额及 YOY.....	15
图表 21 2024 年 1-9 月全国规模以上建材家居卖场销售额及 YOY .....	15
图表 22 装修公司整装预算分配.....	16
图表 23 定制家居市场规模测算.....	16
图表 24 定制家居 1.0 时期和 2.0 时期的增长驱动因素对比 .....	17
图表 25 家庭装修消费者年龄结构分布 (%) .....	18
图表 26 不同年龄客户群体选择装修模式 (%) .....	18
图表 27 品类拓展与渠道建设领先行业 .....	19
图表 28 2023 年公司主要品类经营情况 (分品类门店数为截至 2022 年底数据) .....	19
图表 29 公司大家居产品示意图 .....	20
图表 30 2019-2023 年广州直营事业部营业收入 (亿元) 及 YOY(%) .....	20
图表 31 2014-2024H1 定制家居企业衣柜业务收入 (亿元) .....	21
图表 32 2016-2023 年定制家居品牌衣柜门店数量 (家) .....	21
图表 33 公司整家定制套餐对比.....	22
图表 34 2014-2024H1 定制家居企业橱柜业务收入 (亿元) .....	22
图表 35 2016-2023 年定制家居品牌橱柜门店数量 (家) .....	22
图表 36 公司厨电全球知名合作品牌 .....	23
图表 37 2014-2024H1 定制家居企业木门业务收入 (亿元) .....	23
图表 38 2018-2023 年定制家居品牌木门门店数量 (家) .....	23
图表 39 2014-2024H1 公司卫浴业务收入 (亿元) .....	24
图表 40 2014-2024H1 公司按产品分毛利率 (%) .....	24
图表 41 2018-2022 年公司不同级别市场卫浴门店数 (家) .....	25

图表 42 2018-2022 年公司不同级别市场卫浴经销商数 (家)	25
图表 43 2018-2023 年公司分渠道收入 (亿元)	25
图表 44 2018-2023 年公司分渠道收入同比变化 (%)	25
图表 45 公司通过集团公众号、小红书发布 30 周年感恩好礼活动	26
图表 46 公司整装大家居、零售大家居、零售整装模式对比	26
图表 47 公司整装大家居历年举措	27
图表 48 整装大家居模式品牌	27
图表 49 2024H1 公司分渠道营收同比增速 (%)	28
图表 50 2019-2022M10 整装大家居接单额 (亿元) 及 YOY (%)	28
图表 51 零售大家居模式	28
图表 52 2019-2023 年广州直营事业部营业收入 (亿元) 及 YOY (%)	29
图表 53 2022-2023 年公司按品牌分类经销商数情况 (家)	29
图表 54 2023 年公司不同级别市场按品牌分经销商数量 (家)	29
图表 55 公司高颜定制整家“ABC 模式”	30
图表 56 盈利预测和估值 (百万元)	31
图表 57 可比公司估值	31

# 1 概况：深化整装大家居战略，引领家居发展新模式

## 1.1 品牌矩阵持续多元化，大家居战略深入推进

欧派家居是国内领先的一站式高品质家居综合服务商。公司主要从事全屋家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装与室内装饰服务。目前品类范围已从橱柜向全屋产品延伸，覆盖整体厨房、整体衣柜（全屋定制）、整体卫浴、定制木门系统、金属门窗、软装、家具配套等整体家居产品。旗下拥有欧派（中高端品牌）、miform（高端品牌）、欧铂丽（年轻时尚品牌）、铂尼思（整装大家居品牌）、欧铂尼（新整家品牌）、欧图（高端整家门窗定制品牌）等品牌，品牌矩阵覆盖多层次消费群体，全方位满足差异化的市场需求。目前拥有天津、清远、无锡、成都、武汉五大智能化生产基地，完成“东南西北中”全国基地布局，全球门店已突破 8000 多家，产品旺销 6 大洲 128 个国家。

图表 1 公司品牌矩阵

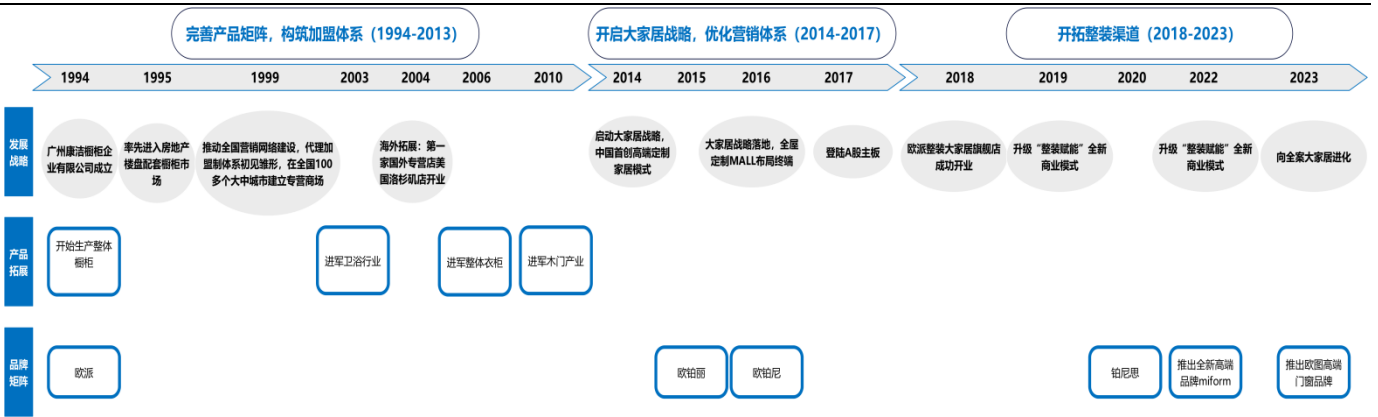
品牌名称	创始时间	品牌定位	品牌产品
欧派	1994 年	中高端主品牌	橱柜、衣柜（全屋定制）、卫浴、软装、电器等
欧铂尼	2016 年	整案大家居品牌	2023 年宣布“专业门墙”、“整体家居”双战略，2024 年全面转型大家居；产品覆盖木门、门窗等
欧铂丽	2015 年	年轻、轻奢全案定制品牌	涵盖橱柜、衣柜（全屋定制）、卫浴、木门、软装、电器等
铂尼思	2020 年	“高品质高颜值”一体化定制品牌	产品覆盖入户、厨房、客厅、餐厅、卧室、多功能房、卫生间、阳台等全屋八大生活空间，搭配天地墙、家具、电器、软装，实现软硬结合的整体家装解决方案
miform	2022 年	意大利高奢定制品牌 FORMER	以门墙为核心，涵盖橱柜、衣柜、木门、卫浴、墙板、家具六大产品系统，形成橱衣双强、木卫墙家具多品类融合领跑优势
欧图	2016 年	高端整家门窗一体化定制品牌	全面整合“系统门窗+装甲门+钛镁合金门+木门”，全面打造宅系、邸系、府系、墅系四大系列产品，提供整家门窗一体化定制服务方案

资料来源：公司官网，华安证券研究所

多年砥砺打造日臻完善的产品与品牌矩阵，以领先地位步入整装大家居战略时代。1) 完善产品矩阵，构筑加盟体系阶段（1994-2013 年）：广州康洁橱柜企业有限公司于 1994 年成立（“康洁”为“欧派”注册前所用的商标），开始生产整体橱柜，并于 1995 年率先进入房地产楼盘配套橱柜市场。1999 年，公司推动全国营销

网络建设，初步构建起代理加盟制体系。随后分别于 2003 年、2006 年进军卫浴行业、整体衣柜产业、木门产业，产品矩阵日趋完善。2) 开启大家居战略，优化营销体系阶段 (2014-2017 年)：2014 年公司正式启动大家居战略，是中国首创高端定制家居模式，2016 年大家居战略落地，大型全屋定制 MALL 布局终端，2017 年公司成功上市。3) 深化大家居战略，开拓整装渠道阶段 (2018 年至今)：2018 年整装大家居旗舰店成功开业，2019 年升级“整装赋能”的全新商业模式，与家装企业联合实现一体化家居装修解决方案，向“一体化解决方案提供者”升级。2021 年华中智造基地项目落户武汉，完成“东南西北中”全国基地布局。2022 年收购意大利高端家居品牌 FORMER 并推出全新高端品牌 miform。

图表 2 公司发展历程

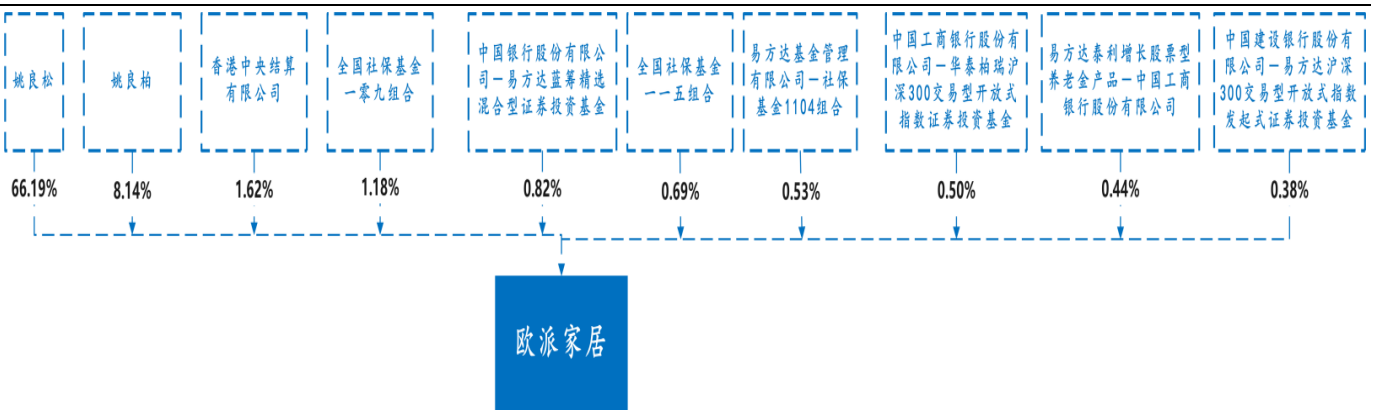


资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 1.2 公司股权结构集中，管理层能力出众

公司股权结构集中，多家全资子公司布局紧密。截至 2024Q3，公司董事长姚良松持有公司 66.19% 的股份，公司副董事长姚良柏持有公司 8.14% 的股份，二人合计持有公司 74.33% 的股份，为公司实际控制人。公司拥有成都欧派智能家居有限公司、珠海欧派创意家居设计有限公司、清远欧派集成家居有限公司、广州欧铂丽创意家居设计有限公司、欧派联合(天津)家居销售有限公司、广州欧派家居设计院有限公司、武汉欧派智能家居有限公司、北京天工智家科技有限公司等子公司。

图表 3 公司股权结构图 (截至 2024Q3)



资料来源：公司 2024 年第三季度报告，华安证券研究所

核心管理层行业背景资深，管理经验丰富。欧派家居董事长姚良松先生及公司

核心管理层，在家居行业有着丰富的行业经验，在行业的战略趋势、企业的发展方向、用人机制、激励措施等方面有着较好的判断和把握。

图表 4 公司核心管理层团队情况

姓名	职务	履历
姚良松	董事长、总裁	男，1964 年 8 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，汉族，1986 年毕业于北京航空航天大学，机械制造学士，高级经营师。曾任江西景德镇昌河飞机制造厂技校教师、西安阎良无线电厂广州办事处主任、广州科信新技术发展公司董事长、欧派厨柜董事长、广州市白云区第九届政协副主席、全国工商联家具装饰业商会常务会长、全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会创会会长、广东省家居业联合会创会会长、广东企业家协会副理事长、广州市总商会副会长。
谭钦兴	副董事长、副总裁、执行总裁	男，1964 年 4 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，汉族，飞机制造工程学士。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，欧派家居集团厨衣事业部总经理、制造总裁。
姚良柏	公司党委书记、副董事长、副总裁	男，1969 年 4 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，汉族，哲学学士。曾任广东民族学院（现广东技术师范大学）教师，欧派家居集团行政部总监、总裁助理。
王欢	财务中心总经理	女，1971 年 11 月生，中国国籍，无永久境外居留权，本科，财务管理专业。曾任欧派家居财务副经理、财务经理、财务中心副总经理，现任公司财务中心总经理
欧盈盈	董事会秘书兼证券事务部总监	女，1980 年 8 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，汉族，研究生学历，法学学士和工商管理硕士。曾任广州钢铁股份有限公司证券部科长、欧派家居集团证券事务部经理，现任公司董事会秘书兼证券事务部总监。

资料来源：同花顺 iFinD，公司 2023 年年报，华安证券研究所

**激励机制完备有效，充分调动员工积极性。**2017 年公司推出限制性股票激励计划，向激励对象授予限制性股票数量总计 586.1292 万股，授予对象共计 895 人。基础目标以 2016 年净利润为基数，未来两年增长率不低于 30%、69%，以 2016 年营业收入为基数，未来两年的营业收入增长率不低于 20%、44%；2021 年，公司推出限制性股票激励计划，向激励对象授予限制性股票数量总计 700 万股，授予对象共计 517 人。基础目标以 2020 年净利润为基数，未来三年增长率不低于 16%、33.4%、53.41%。公司不断推出股权激励计划，使股东利益、公司利益和员工利益更加紧密联系起来，有效调动各方积极性致力于公司长远发展，进而推动公司业绩持续增长。

图表 5 公司股票激励计划

	限制性股票激励计划（2017-2018）	限制性股票激励计划（2021-2023）
时间	2017-2018 年	2021-2023 年
授予人数	895 人	517 人
授予数量	586.1292 万股	700 万股
股份占比	1.41%	1.1584%
基础目标	以 2016 年营业收入为基数，未来两年的营业收入增长率不低于 20%、44%；以 2016 年净利润为基数，未来 2 年的营业收入增长率不低于 30%、69%	以 2020 年净利润为基数，未来三年的营业收入增长率不低于 16%、33.4%、53.41%

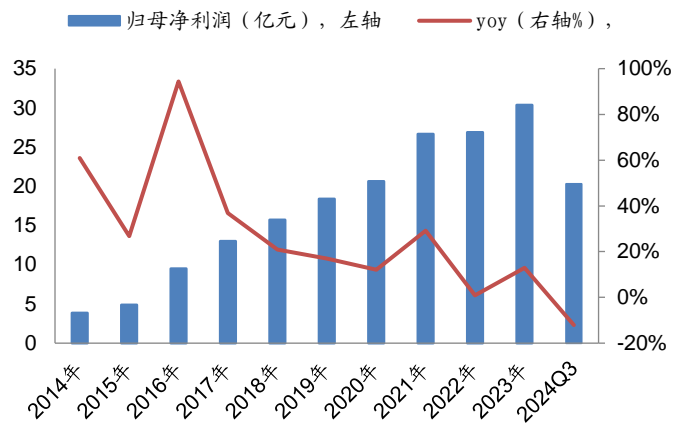
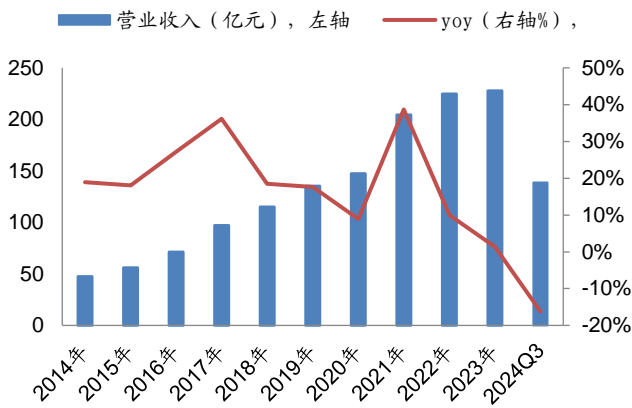
资料来源：同花顺 iFinD，欧派家居 2021 年股票期权激励计划草案摘要公告（20210601），欧派家居 2017 年限制性股票激励计划（草案）（20170501），华安证券研究所

### 1.3 大家居营销转型期，业绩增速边际放缓

长期业绩高增长，短期略有承压。2014-2023 年，公司营业收入由 47.51 亿元增长至 227.82 亿元，CAGR 为 19.03%；公司归母净利润由 3.85 亿元增长至 30.36 亿元，CAGR 为 25.79%。2023/2024 前三季度，公司分别实现营业收入 227.82/138.79 亿元，同比+1.35%/-16.21%；归母净利润分别为 30.36/20.31 亿元，同比+12.92%/-12.08%。2024 年上半年宏观环境承压，房产成交持续低迷，消费者家居消费偏向谨慎，定制家居市场消费进一步萎缩的影响，同时线上与整装对传统零售家居业务造成冲击，公司营业收入与盈利承压。

图表 6 2014-2024 前三季度公司营业收入及 yoy

图表 7 2014-2024 前三季度公司归母净利润及 yoy

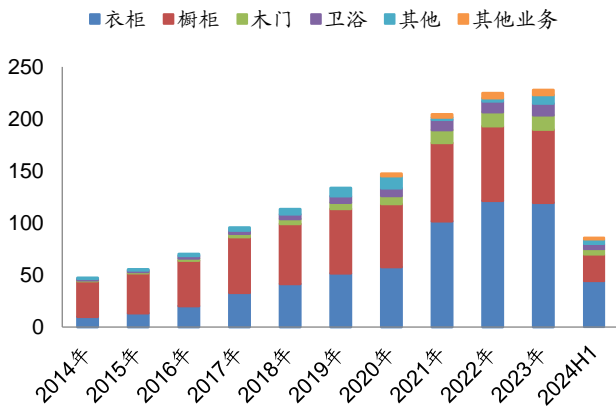


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

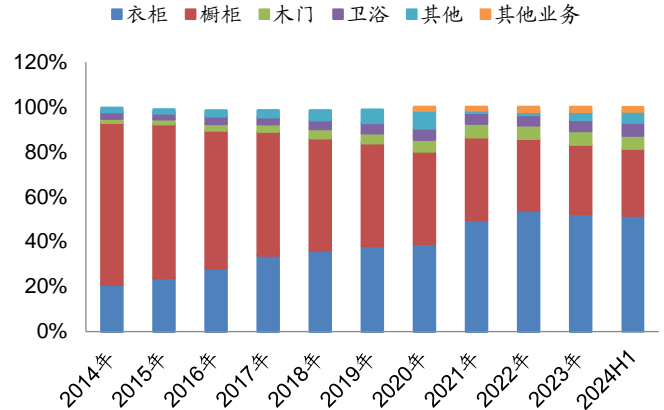
衣柜橱柜业务占比八成以上，卫浴持续保持较快增速。分产品看，2023 年衣柜/橱柜/卫浴/木门/其他/其他业务分别实现营业收入 119.49/70.31/11.28/13.78/8.23/4.73 亿元，分别同比-1.56%/-1.99%/+9.00%/+2.42%/+167.30%/-1.23%，占主营收入比重分别为 52.45%/30.86%/4.95%/6.05%/3.61%/2.08%。2024H1 衣柜/橱柜/卫浴/木门/其他/其他业务分别实现营业收入 44.19/25.57/5.03/4.97/4.25/1.81 亿元，分别同比-18.63%/-16.76%/+9.29%/-13.61%/+234.08%，占主营收入比重分别为 52.59%/30.44%/5.99%/5.92%/5.06%/2.15%。公司衣柜和橱柜业务收入占比长期在 80%以上，受家居市场低迷以及经销商从单品向大家居模式转型阵痛影响，2024H1 衣柜/橱柜营业收入分别同比下降 18.63%/16.76%。在整体业绩承压背景下，公司卫浴品类 2023/2024H1 分别同比增长 9.00%/9.29%，占营业收入比重也持续提高。

图表 8 2014-2024H1 公司按产品分收入结构 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

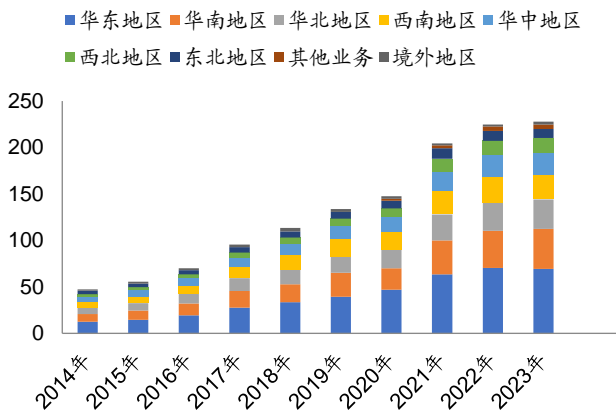
图表 9 2014-2024H1 公司按产品分收入占比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

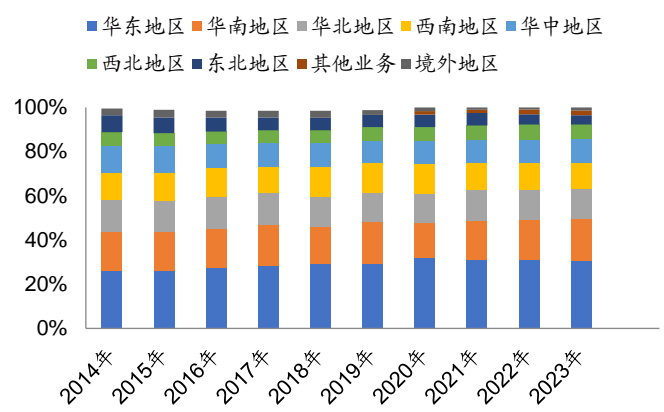
**区域市场布局全面, 华南华北地区保持增长。**分地区看, 2023 年公司华东/华南/华北/西南/华中/西北/东北/其他业务/境外地区分别实现营业收入 69.48/42.94/31.77/26.89/23.75/15.35/9.70/4.73/3.20 亿元, 分别同比-1.39%/+7.76%/+4.49%/-3.03%/+1.36%/-0.21%/-8.09%/-1.23%/+46.54%, 占营业收入比重分别为 30.50%/18.85%/13.95%/11.80%/10.43%/6.74%/4.26%/2.08%/1.40%。公司在全国各地及境外都有业务布局, 其中华东、华南、华北三区收入合计占比在 60%以上, 2023 年华南/华北地区分别同比增长 7.76%/4.49%。

图表 10 2014-2024H1 公司按地区分收入结构 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 11 2014-2024H1 公司按地区分收入占比 (%)

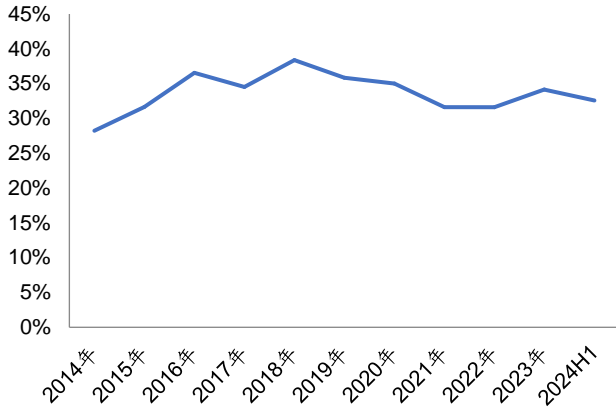


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

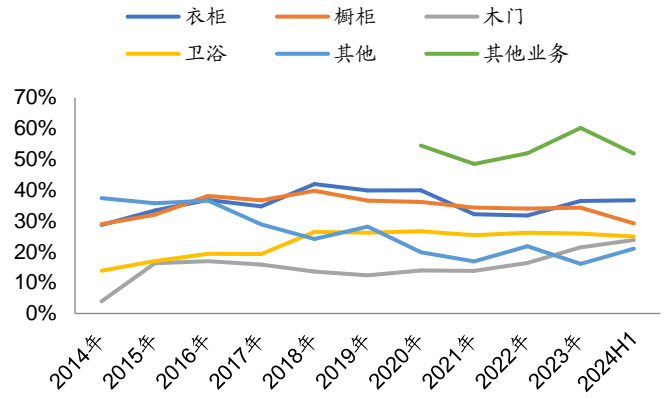
**24H1 毛利率同比改善, 衣柜卫浴毛利率同比提高。**2023 年, 公司综合毛利率为 34.16%, 同比提高 2.55pct, 分产品看, 衣柜/橱柜/卫浴/木门/其他/其他业务毛利率分别为 36.51%/34.33%/25.92%/21.47%/16.10%/60.19%, 分别同比+4.73/+0.31/-0.28/+5.09/-5.71/+8.23pct; 分地区看, 华东/华南/华北/西南/华中/西北/东北/其他业务/境外地区毛利率分别为 34.04%/38.39%/31.74%/30.74%/30.68%/31.79%/30.60%/60.19%/42.08%, 分别同比+1.68/+3.40/+2.92/+2.29/+2.17/+2.12/+2.02/+8.23/+0.48pct。2024H1, 公司综合毛利率为 32.57%, 同比提高 1.05pct, 分产品看, 衣柜/橱柜/卫浴/木门/其他/其他业务毛利率分别为 36.67%/29.22%/24.99%/23.83%/21.06%/51.81%, 分别同比+3.08/-1.05/-1.35/+2.83/-19.11/+20.90pct。2023 年主

要原材料价格处于相对低位,公司采取采购降本等综合措施,使得原材料采购成本下降,促进毛利率上升。

图表 12 2014-2024H1 公司毛利率情况



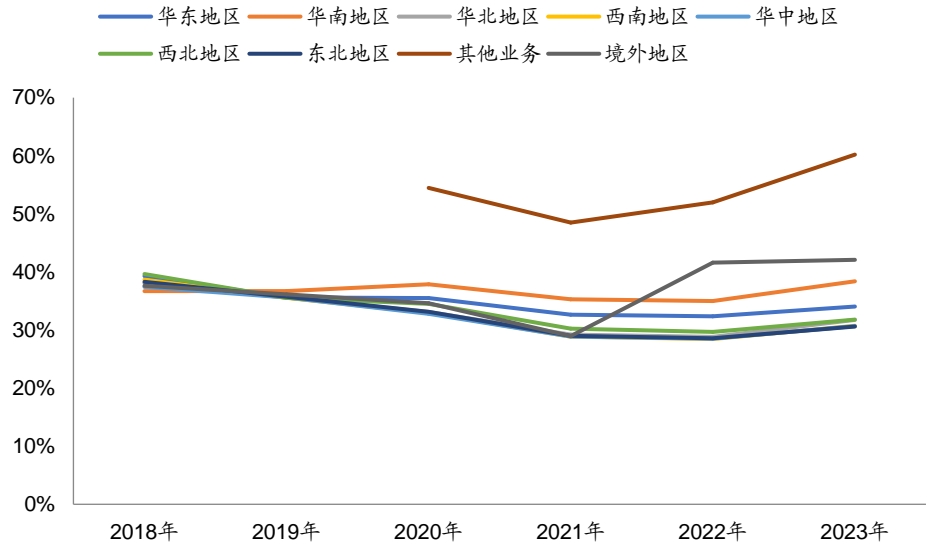
图表 13 2014-2024H1 公司按产品分毛利率情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

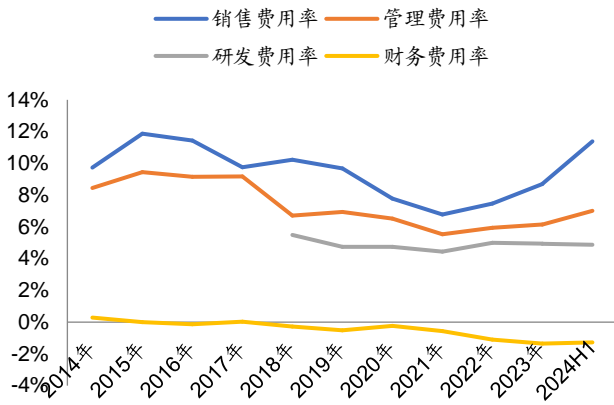
图表 14 2014-2024H1 公司按地区分毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

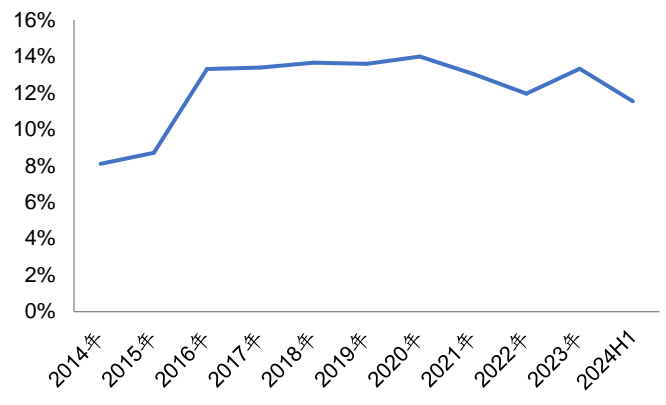
**费用率控制得当, 持续加强研发投入。**2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.70%/6.15%/4.94%/-1.35%, 同比+1.23/+0.21/-0.05/-0.25pct。2024H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.39%/7.01%/4.87%/-1.27%, 同比+2.44/+0.57/+0.42/+0.56pct。在公司全面推进营销体系大家居转型背景下, 深化流量赋能建设, 以城市为运营中心, 跨体系搭建经销商体系, 销售费用有所增加; 财务费用 2023 年同比下降主要系利息收入增加所致, 2024H1 同比上升主要系汇兑损失增加所致。此外, 公司持续加大研发费用投入, 2018-2023 年, 研发费用从 6.32 亿元增长至 11.26 亿元, CAGR 为 12.24%。2023 年/2024H1 公司归母净利率分别为 13.32%/11.53%, 同比+1.37/+0.02pct。

图表 15 2014-2024H1 公司费用率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 16 2014-2024H1 公司归母净利率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 行业：政策刺激吸引客流，大家居模式提升客单值

### 2.1 以旧换新政策发力，刺激家居消费

地产政策组合拳出台，促进房地产市场平稳健康发展。10月17日，国新办举行新闻发布会介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，住建部部长倪虹对地产政策组合拳进行分析，概括为四个取消、四个降低、两个增加。其中，“四个取消”包括：①取消限购、②取消限售、③取消限价、④取消普通住宅和非普通住宅标准。

“四个降低”包括：①降低住房公积金贷款利率、②降低住房贷款的首付比例、③降低存量贷款利率、④降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。“两个增加”包括：①通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；②年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。我们认为，政策组合拳的落地，将有助于促进房地产市场信心修复和预期改善，推动刚需和改善性需求入市，或推动二手房、新房的销售企稳回升，进而带动地产链需求回暖。

图表 17 地产政策组合拳

政策方向	主要内容
四个取消	四个取消，就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。
四个降低	四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，降了0.25个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。
两个增加	一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。城中村安全隐患多、居住环境差，群众改造意愿迫切。据有关调查，仅在全国35个大城市，需要改造的城中村就有170万套，从全国其他城市来看，这个量还会很大。全国城市需要改造的危旧房有50万套。这次提出的新增实施100万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目，我们就可以提前干、抓紧干。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需要来选择合适的房子，减少或者不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。城市房地产

融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。

资料来源：国务院新闻办，华安证券研究所

**以旧换新政策落地，家居消费修复可期，头部公司有望明显受益。**2024年2月23日，中央财经委员会第四次会议指出，要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新，其中，家居产品是以旧换新政策支持的重要部分。叠加近来各地陆续发布家居消费品以旧换新的政策细则，主要包括鼓励旧房改造、厨卫局部改造以及家居适老化改造，给予消费补贴，支持绿色智能家居生产与消费等举措，有望带动家居消费回暖向好。而头部公司由于合规性较高，一方面能容易能够推动补贴申请落地，另一方面能够通过让利加码补贴政策，满足消费者多元化的焕新需求，有望更明显受益于以旧换新政策。

图表 18 国家层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/3/13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。
2024/3/27	商务部等14部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造，对购买智能化家居产品给予补贴，鼓励设置“家装便民服务点”，设置“公益维修队”，推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等场景落地，加快完善智能家居互联互通标准，制定推行家装合同示范文本。
2024/7/24	国家发展改革委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素，合理确定对各地区支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。

资料来源：国务院，商务部，国家发展改革委，华安证券研究所

图表 19 地方层面以旧换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家居消费的政策内容
2024/4/2	浙江省人民政府	《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等方式，支持居民开展旧房装修。实施“厨卫换新”惠民工程。鼓励家居行业、重点企业开展以旧换新、旧房装修等促销活动，各乡镇（街道）、村（社区）、小区在场地使用上给予支持。持续推进困难老年人居家适老化改造，实现愿改尽改。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业充分利用虚拟现实技术、直播等方式，开展线上样板间展示、宣传等营销活动。
2024/4/8	山东省人民政府	《山东省推动大规模设备更新和消费品以旧换新	开展家装消费品换新。鼓励家装生产、流通企业采取让利、补贴等方式，支持旧房装修、厨卫等局部升级改造和居家适老化改造，支持餐饮场所无熄火保护功能的燃气灶具加装熄火保护装置或以旧换新。鼓励企业打造线上线下家装样板间，

		实施方案》	推动样板间进商场、进社区、进平台。促进智能家居消费。
2024/5/22	湖北省商务厅	《湖北省推动消费品以旧换新实施方案》	支持家装厨卫换新消费。鼓励有条件的地方支持居民开展旧房装修、厨卫局部改造和适老化改造。率先推进武汉市 150 个试点小区居家适老化改造,对符合条件的业主给予 3000 元补贴。深入开展居家社区基本养老服务提升行动试点,2024 年至 2025 年全省每年完成特殊困难老年人家庭适老化改造 2.5 万户以上。培育绿色智能家居消费新增长点。引导企业围绕智慧厨房、卫浴、家庭安防、养老监护等生活场景生产绿色智能家居产品,支持武汉、黄冈、荆州等地打造中部绿色智慧家居产业集群。鼓励企业进行绿色建材产品认证,全面开展绿色建材下乡活动,推出线上线下家装样板间,到 2025 年全省城镇新建建筑绿色建材应用比例达 50%。
2024/7/24	广东省人民政府	《广东省推动消费品以旧换新行动方案》	突出扩大存量房装修改造,推动家装厨卫消费品换新,培育绿色智能家居消费新增长点,持续释放家居消费潜力。鼓励开展旧房装修、厨卫局部改造和家居适老化改造,对购买绿色智能家具、绿色建材给予补贴,生产适销对路的绿色智能家居产品。
2024/8/26	四川省人民政府办公厅	《关于进一步支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干政策措施》	发放家居家装焕新消费券。2024 年 8 月 26 日至 2024 年 12 月 31 日,对床、床垫、沙发、茶桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等 12 类旧房装修、厨卫等局部改造产品,扫地机器人、智能马桶(盖)、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响(箱)、智能门锁、智能沙发、智能床等 9 类智能家居产品,护理床、紧急呼叫器、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅(助行器)、助听器等 6 类适老化改造产品,按不超过 30% 的优惠比例,面向消费者分批分类分档发放消费券,更好满足居民消费升级需求,不断提高居民生活的品质。
2024/8/26	北京市发展和改革委员会、北京市财政局	《北京市加力支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》	研究农村地区老旧“煤改电”设备更新支持政策。鼓励市场主体开展促消费活动,加大支持力度,促进智能家居消费。积极支持居家适老化改造所用物品和材料购置,推进城乡特困、低保低收入老年人居家适老化改造补贴工作,增强老年人居家生活设施安全性、便利性和舒适性,提升居家养老服务质量。结合需求,研究旧房装修、厨卫等局部改造支持政策和摩托车电动化支持政策。
2024/8/28	云南省商务厅	《2024 年云南省加力支持消费品以旧换新行动方案》	实施家电家居以旧换新补贴,补贴时间为 2024 年 8 月 28 日至 2024 年 12 月 31 日。补贴产品类别共计 15 类家电家居产品,其中家电 8 类,其他 7 类。对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的产品(不含扫地机器人、智能门锁类、手机类)给予产品最终销售价格 15% 的补贴,其中,对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。对购买扫地机器人、智能门锁类产品给予最终销售价格 15% 的补贴,手机类产品给予最终销售价格 10% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件,每件补贴不超过 2000 元(其中手机类不超过 600 元)。销售价格以在云南省开具的发票含税价为准。
2024/8/31	江苏省发展改革委、省财政厅	《江苏省推动超长期特别国债资金支持消费品以旧换新的实施方案》	在家装家居改造领域,提出支持绿色建材产品消费,对购买绿色建材产品的个人消费者发放消费券,补贴标准为成交价格的 15% 左右,每人限领取 3000 元额度,消费者免审即享。在居家适老化改造领域,提出支持对全省有需求的社会老年人家庭、困难老年人家庭提供适老化改造服务,社会老年人和困难老年人居家适老化改造均实行依申请补贴。
2024/9/2	上海市发展和改革委员会	《上海市关于进一步加大力度推	支持家电、家装、家居和适老化等产品换新。对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、橱柜、浴缸、坐便器、扫地机器人、吸尘器、空气净化器家电、家装、

	委员会、上海市财政局	进消费品以旧换新工作实施方案》	家居和适老化产品，具体产品目录由市商务委会同相关部门明确。相关产品按照销售价格的 15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴 1 次，每次补贴不超过 2000 元。
2024/9/10	河南省人民政府办公厅	《河南省加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	支持家居家装产品消费。消费者购买智能家居产品，实施旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造的，对所用物品和材料购置费用给予补贴，具体实施细则由省商务厅牵头制定。推广应用绿色建材和装配式装修技术，鼓励各地开展旧房装配式装修样板征集，推广旧房厨卫装配化集成换新。鼓励各地结合商品住房“卖旧买新、以旧换新”等，制定补贴标准，明确补贴兑现流程，采取合理方式对家居家装产品消费进行补贴。

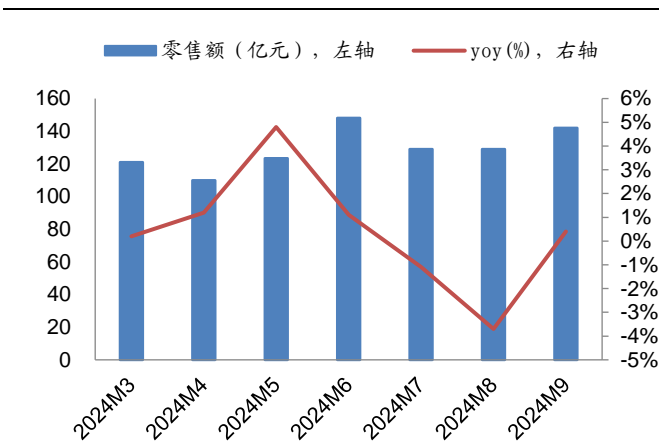
资料来源：中华人民共和国中央人民政府，浙江省经济和信息化厅，山东省人民政府，湖北省商务厅，上海市发展和改革委员会，广东省人民政府，北京市发展和改革委员会，江苏人民政府，河南省发展和改革委员会，华安证券研究

**政企补贴双管齐下，让利消费者刺激市场需求。**今年下半年以来，各地政府陆续推出了各类家居消费、以旧换新的优惠补贴政策。欧派家居持续响应政府号召，积极配合各项有利于公司销售增长，让利消费者的政策实施落地。2024 年 9 月 20 日，欧派家居发布企业补贴行动，推出“消费者+99 元享健康升级补贴”优惠，包括欧派 799 惠民系列衣柜、899 德系高颜系列衣柜。此外，在政府补贴之外，欧派推出加码补贴，消费者购买欧派橱衣木卫定制类产品，可享合同金额 20%的企业补贴金，最高 1 万元/户；企业补贴金可用于在欧派购买全球大牌家具家电产品，促销价之上再享 20%补贴优惠。

**以旧换新政策落地，家具家居消费回暖。**随着各地以旧换新政策的落地实施，家居企业积极配合，针对性推出营销策略，阶段性政策效果已经显现。2024 年 9 月，全国家具类商品零售额为 142 亿元，同比增长 0.40%，扭转了下滑趋势。全国规模以上建材家居卖场销售额为 1422.48 亿元，环比上涨 14.37%，同比下跌 2.21%。全国建材家居景气指数 BHI9 月份为 126.68，环比上涨 8.54 点，同比下跌 4.87 点。

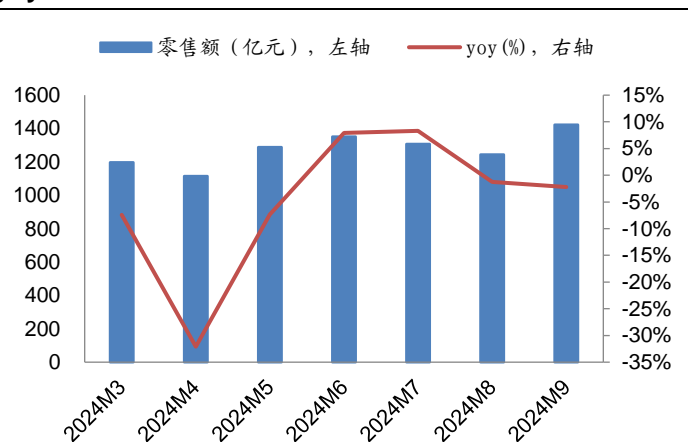
“金九银十”是建材家居消费的传统旺季，叠加以旧换新政策，市场活力有望持续激活。

图表 20 2024 年 1-9 月全国家具类商品零售额及 yoy



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 21 2024 年 1-9 月全国规模以上建材家居卖场销售额及 yoy



资料来源：中国建筑材料流通协会，华安证券研究所

## 2.2 定制家居为装修高预算环节，大家居模式驱动行业转型

定制家居是房屋装修中占据较高预算比例的一大环节。根据装修公司案例，以建筑面积 140 平方米，装修面积 115 平方米的住宅装修（中高档水平）为例，整装装修整体预算 44.12 万元，半包/主材/全屋定制/设备的预算分别为 11.08/16.48/9.58/6.98 万元，单价分别为 960/1433/833/600 元/平方米，占比分别为 25%/37%/22%/16%。由于同一定制家居品牌旗下产品大多涵盖厨柜、玄关柜、卫浴柜、衣柜、阳台柜等全品类，全屋定制在装修中预算占比较高。

图表 22 装修公司整装预算分配

分类	半包	主材	全屋定制	设备
项目	建筑毛坯基层处理	瓷砖\地板\涂料	厨房厨柜	中央空调
	水电隐蔽工程	厨卫电器\水槽\龙头	玄关柜\餐边柜	地暖
	全屋天花吊顶	卫浴洁具\龙头\五金	卫浴柜	新风
	装饰主材基础工程	套装门\木饰面	衣柜	直饮机
	安装工程	照明\开关插座	阳台柜	...
预算	¥11.08 万	¥16.48 万	¥9.58 万	¥6.98 万
单价	¥960 元/m <sup>2</sup>	¥1433 元/m <sup>2</sup>	¥833 元/m <sup>2</sup>	¥600 元/m <sup>2</sup>

资料来源：比邻星设计，华安证券研究所

根据测算，2023 年定制家居行业规模约 4609 亿元。我们根据公式“家居行业市场规模+装修需求套数\*产品渗透率\*客单价”，对定制家居行业分品类市场规模进行测算。其中，装修需求套数方面，采用中国商品住宅新房销售面积和二手房销售面积数据，并作出如下假设：①每年新房和二手房套均面积为 95 平方米/套；②每年新房和二手房销售总套数中的 80% 存在装修需求；③2015 年自住房翻新数为 170 万套，以后每年增长 9%。产品渗透率方面，根据 2015-2022 年共研网中国定制橱柜/衣柜的渗透率数据，并假设未来每年中国定制橱柜/衣柜的渗透率分别提升 1%/0.5%，假设 2015 年定制木门的渗透率为 90%，以后每年增长 1pct。客单价方面，根据头部定制家居公司产品客单价的平均水平，并假设历年全国橱柜、衣柜、木门平均客单价的增长率为 4%，由于 2023 年定制家居市场头部公司纷纷采取以量换价、降价促销的策略，价格战竞争激烈，客单价较上年下降，假设 2023 年客单价同比下降 4%。根据以上假设，我们测算得到 2023 年定制橱柜、定制衣柜、定制木门市场规模分别为 1133 亿元/2208 亿元/1268 亿元，定制家居市场规模总计达到 4609 亿元。

图表 23 定制家居市场规模测算

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		
	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	
销售套数 (万套)	1448	516	1524	416	1557	416	1580	413	1630	417	1648	379	1206	417	998	600	
装修套数 (万套)	1158	413	185	1219	333	202	1246	333	220	1264	330	240	1304	333	262	1318	303
装修需求套数 (万套)	1756		1754		1798		1834		1899		1907		1610		1617		
定制橱柜																	
渗透率	66%		67%		68%		69%		70%		71%		72%		73%		

客单价 (元)	7903	8219	8548	8890	9246	9615	10000	9600
市场空间 (亿元)	916	966	1045	1125	1229	1302	1159	1133
<b>定制衣柜</b>								
渗透率	35%	38%	42%	43%	44%	44.5%	45%	45.5%
客单价 (元)	24697	25685	26713	27781	28892	30048	31250	30000
市场空间 (亿元)	1518	1712	2017	2191	2415	2549	2264	2208
<b>木门</b>								
渗透率	91%	92%	93%	94%	95%	96%	97%	98%
客单价 (元)	6586	6849	7123	7408	7705	8013	8333	8000
市场空间 (亿元)	1053	1105	1191	1277	1390	1467	1301	1268
<b>定制行业规模 (亿元)</b>								
	3487	3784	4254	4593	5034	5318	4724	4609

资料来源: 智研咨询, 共研网, 中国新闻网, 新浪财经, 贝壳研究院, 全屋定制网, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所 (注: 客单价以 95 平方米每户的总需求客单价计)

以 2017 年为时间节点, 定制家居行业从“大营销、大渠道、大产品”的“1.0 时期”转入“多品牌、全品类、全渠道”竞争的“2.0 时期”。这种发展时期的切换转变是因为消费群体代际的转移、流量分散化/碎片化趋势、消费者对个性化体验的追求等产生的, 同时也受到工业化边际效应递减以及行业渗透率已经实现较大提升的影响。在“1.0 时期”, 企业规模和增长速度优先, “跑马圈地”是发展主旋律, 营销方式、渠道形态和产品呈现都体现相对同质化和具有工业化特征的特点, 这一时期为企业带来快速扩张效率和高速增长; 进入“2.0 时期”, 存量房时代来临, 定制家居行业整体增长进一步减速, 行业竞争愈发激烈, 单一的渠道与产品无法满足消费者的需求, 因此多元化渠道和多产品线布局成为行业新特色。产业价值链重塑, 不同品牌之间的材料或者单品价格差异并不明显, 影响消费决策的体验细节在逐渐增多, 服务环节差异化成为影响成交的关键要素。

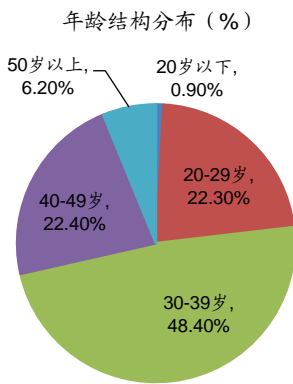
**图表 24 定制家居 1.0 时期和 2.0 时期的增长驱动因素对比**

	1.0 时期	2.0 时期
市场红利	房地产高速增长	严调控, 不同级别城市需求分化
流量红利	家居卖场高效获客	分化的流量入口, 碎片化的消费行为
消费升级	从无到有	从有到优, 从优到个性化
渗透率	低渗透率, 成品及木工替代, 性价比优势凸显	渗透率显著提高, 成本降低边际效应递减, 供应链整合, 优选 SKU
		存量市场
		差异化, 个性化
增长策略	大营销, 大渠道, 大产品	注重服务与体验
	多开店, 拓产能, 前后一体化, 多品类	工业化成长效应递减
		核心: 消费者洞察, 数据驱动产品开发; 多品类集成, 柔性供应链; 全域精准营销

资料来源: 好莱客 2018 年年报, 华安证券研究所

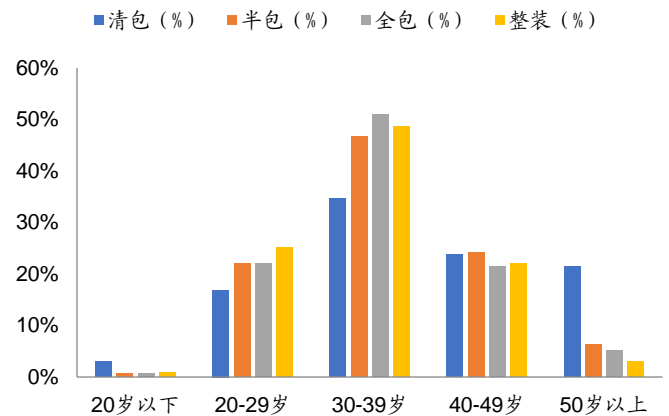
定制家居行业已经进入多品类深度融合发展阶段,产品类别间边界进一步模糊。“非标定制木作类家居产品+标准化建材产品+个性化软装产品”的组合销售模式正逐步成为行业新常态,同时,消费者对“整家”、“整装”的认知得到有效培育。一站式装修的优势凸显,消费者认可度日益提高。一站式装修能够“多快好省”的解决消费者的装修需求,降低信息搜寻成本、减少消费者与装企与品牌之间的信息不对称,缩短决策周期并促进成交转化。家具行业公司已不再局限于单一的全屋定制柜类、软装等品类,将营销与获客流程前置,通过自主运营或者合作运营的形式,为客户提供涵盖家装、建材、家具、软装、电器等一站式全流程服务,致力于为消费者提供更好的服务。根据贝壳研究院调研数据显示,受访消费者中 30-39 岁的群体占比接近 5 成,40 岁以下的群体占比达到 71.6%,说明年龄在 30-39 岁的 80、90 后人群已经成为家装消费市场的主力人群,并且其中有 50%左右的人选择整装、全包装修模式,一站式解决方案得到年轻消费者的青睐。

图表 25 家庭装修消费者年龄结构分布 (%)



资料来源:贝壳研究院,华安证券研究所

图表 26 不同年龄客户群体选择装修模式 (%)



资料来源:贝壳研究院,华安证券研究所

家居行业逐步朝着“品牌化、多品类、一站式”的路径推演。定制家居企业积极推动品类扩张,从单品类向全屋定制发展,借助自身品牌力、渠道力、产品力、服务力等优势,针对消费群体进行有效信任转移,从而实现一站式产品销售,不断扩大市场占有率。由于在传统装修过程中,衣柜、厨柜、木门等都属于木工这一环节,由单一厨柜/衣柜品类扩展至厨柜、衣柜、木门等全品类经营逻辑顺畅,能够满足家装消费者“装修一个家”的基本需求,打造全品类集成的一体化整家空间。

**1) 欧派家居:** 欧派是大家居商业模式的开创者和积极践行者,早在 2014 年就提出大家居战略方向,经历 10 年的探索尝试,对自身的信息化、生产制造、供应链、经销服务、品牌等各方面能力进行系统建设,已经形成大家居战略的强大基础支撑,处于行业领先地位。

**2) 索菲亚:** 索菲亚在 2014 年提出大家居理念,在持续深耕索菲亚、米兰纳、司米、华鹤四大品牌的同时,围绕大家居战略进行品类扩充升级,索菲亚推出橱柜、墙板、门窗、卫浴产品,米兰纳推出橱柜产品,司米推出定制柜类产品,华鹤也提供整家定制的产品服务。目前主要品牌产品已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家电、卫浴的全品类覆盖,提供一站式购物服务。

**3) 志邦家居:** 志邦家居 2015 年推出“ZBOM 志邦全屋定制”产品,开启定制大家居战略,2022 年发布“超级服务邦”服务战略,装企开启共赢新模式,2023 年发布全空间集成整家,开启整家战略。

### 3 公司：事业部改革深化品类融合，深化全渠道发展战略

品类多元化发展领先行业，率先布局整装渠道。欧派家居自创始起，在品类拓展，渠道布局方面都展现先发优势，引领行业发展趋势。在品类拓展方面，1994 年进入整体厨柜行业后，相继进军卫浴、整体衣柜、木门行业。在渠道布局方面，经过多年投入和建设，公司构建了家居行业内规模最大的营销服务网络，拥有行业内最具实力的经销商（服务商）资源。

图表 27 品类拓展与渠道建设领先行业

	1994 年	2003 年	2006 年	2010 年	2014 年	2015 年	2018 年	2021 年	2022 年
欧派家居	整体橱柜	卫浴行业	整体衣柜	门墙业务	开启大家居战略		整装大家居	整家战略	零售大家居
索菲亚	2001 年				2014 年		2017 年	2021 年	
	定制衣柜				司米橱柜		木门业务	整家战略	
志邦家居	1998 年					2015 年	2018 年		
	橱柜业务					衣柜业务	木门业务		
						定制大家居战略			
金牌厨柜	1999 年						2016 年	2018 年	
	橱柜业务						衣柜业务	木门业务	
								布局整装事业	
好莱客	2002 年				2014 年		2018 年		
	整体衣柜				进军全屋定制家居领域		橱柜、木门及成品业务		

资料来源：欧派家居官网，索菲亚官网，志邦家居官网，金牌厨柜官网，好莱客官网，华安证券研究所

#### 3.1 品类：营业收入行业领先，利润空间得到释放

欧派作为国内领先的一站式高品质家居综合服务商，品类拓展彻底，各品类收入规模处于领先地位。2023 年，公司衣柜/橱柜/木门/卫浴营业收入分别为 119.49/70.31/13.78/11.28 亿元，占总收入的比重分别为 52.45%/30.86%/6.05%/4.95%，毛利率分别为 36.51%/34.33%/21.47%/25.92%。

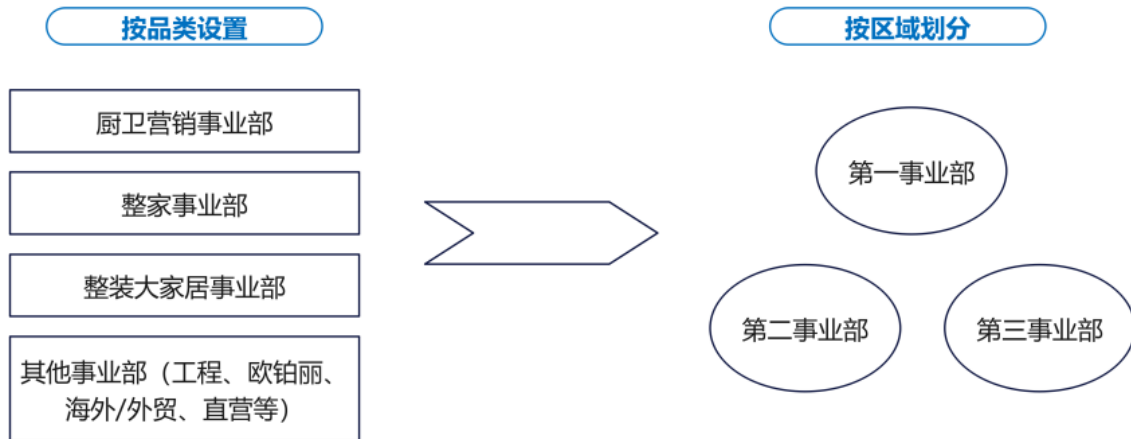
图表 28 2023 年公司主要品类经营情况（分品类门店数为截至 2022 年底数据）

品类	收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	门店数量 (家)
衣柜	119.49	52.45	36.51	2210
橱柜	70.31	30.86	34.33	2479
木门	13.78	6.05	21.47	1056
卫浴	11.28	4.95	25.92	816

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

推动事业部重大改革, 组织形态进一步“大家居化”。公司原有的营销事业部以品类划分, 包含厨卫营销事业部、整家事业部、整装大家居事业部和其他事业部。公司 2023 年开始启动五大改革之一的渠道和营销体系管理改革, 将以品类划分的营销事业部调整为按区域划分的三大营销事业部, 即欧派营销第一、第二、第三事业部。这一改革旨在应对公司在多品类融合以及单品经销商跨品类运营能力重塑方面正面临的挑战。通过构建以城市为中心的经营模式, 进行全品类 (橱衣木卫配)、全渠道 (零售+整装) 的统一管理, 公司组织形态进一步匹配大家居战略方向, 多品类融合通道持续拓宽。

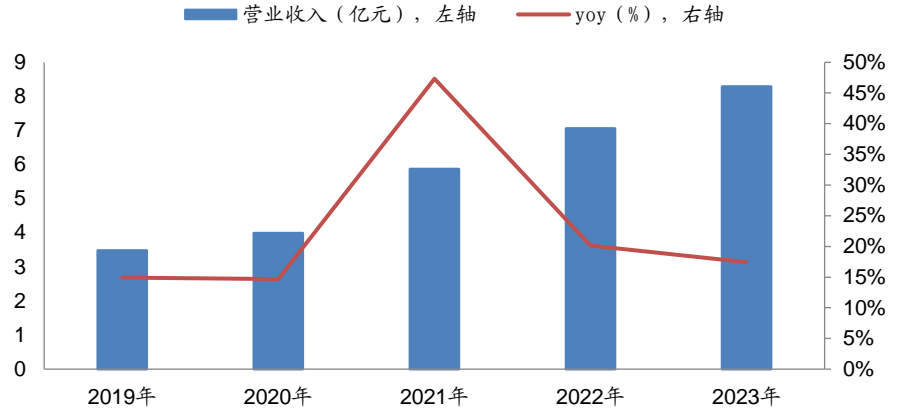
图表 29 公司大家居产品示意图



资料来源: 未来居住研究公众号, 华安证券研究所

营销管理体系重构, 以城市为中心模式落地生效。改革后公司三大营销事业部通过市场化变革以及区域化创新, 持续扩大终端竞争优势, 迅速打造出一系列新的营销模式, 如“十大引流方法+N 个商业模式”和“以城市为中心的经营模式”等。新组建的营销中台各项助攻能力持续增强, 逐步提升四大公共能力 (品牌力、产品力、展示力、设计力)、强化三大共性赋能 (多维流量、信息化工具、培训赋能)、完善三大监督保障 (市场、行为、服务监督), 为一线营销终端不断赋能。组织改革所带来的积极成效已逐步显现, 2023 年, 欧派广州直营事业部收入 8.29 亿元, 同比增长 17.4%, 2019-2023 年五年间广州直营事业部营业收入保持了每年不低于 14% 的增长, 业绩瞩目。

图表 30 2019-2023 年广州直营事业部营业收入 (亿元) 及 yoy (%)

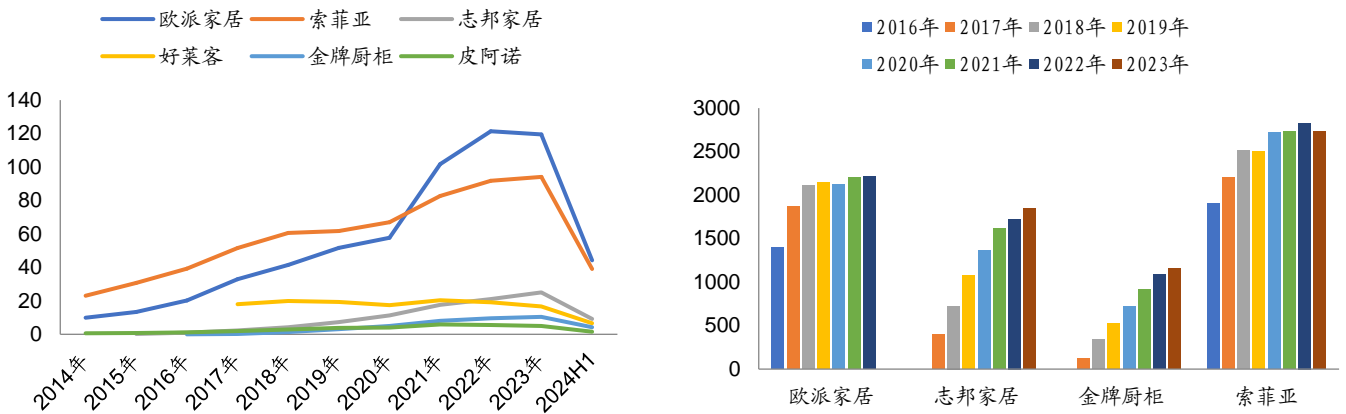


资料来源：公司 2019-2023 年历年年报，华安证券研究所

### 3.1.1 衣柜：收入规模行业领先，整家套餐推动客单值提升

**业务收入行业领先，门店布局稳定。**2023/2024 前三季度公司衣柜营业收入分别为 119.49/71.87 亿元，分别同比-1.56%/-18.99%，占公司总收入的比重分别为 52.45%/51.79%。根据我们的测算，2023 年公司衣柜业务市占率为 5.41%，较 2022 年上升了 0.05pct。公司衣柜独立门店数从 2016 年的 1394 家增长至 2022 年的 2210 家，门店数扩张了 816 家，近 5 年来开始趋于稳定。截至 2023 年年末，全国有 800 多个城市申请开设零售大家居门店，已有 600 多个城市正式运营零售大家居门店。到 2024H1，公司零售大家居有效门店已经超过 850 家，较初期增加 200 多个。

图表 31 2014-2024H1 定制家居企业衣柜业务收入(亿元) 图表 32 2016-2023 年定制家居品牌衣柜门店数量(家)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：欧派家居 2016-2023 历年年报，志邦家居 2016-2022 历年年报，金牌厨柜 2016-2023 历年年报，索菲亚 2016-2023 历年年报，华安证券研究所

**持续推行整家定制，整家套餐推动客单值提升。**随着家居行业步入整家时代，整家定制在全屋定制基础上进一步升级，融合配套品与门墙产品，满足消费者“一站式装美家”需求。2021 年 9 月，欧派家居推出 29800 高颜整家套餐。2022 年 7 月，欧派家居继续发布高颜整家定制 2.0 套餐，覆盖“入户+客厅+餐厅+卧室+多功能房+阳台”的六大空间。在整家 2.0 的套餐矩阵中，还包括针对精装房的 29800 元高颜整家套餐时尚款，以及针对更高需求客户的 49800 元高颜整家套餐尊享版。2023 年 10 月，欧派家居推出 29800 全案大家居套餐，首次实现橱衣木卫一站配齐，包

含“7平方米定制橱柜+20平方米定制柜类+3樘卧室门+卫浴空间4件套”，升级覆盖满足全屋8大空间。2022年，欧派家居整家产品客单值（含配套家具等）超5万元，客单值有效提升，未来整家套餐仍将持续拉动客单值提升。

图表 33 公司整家定制套餐对比

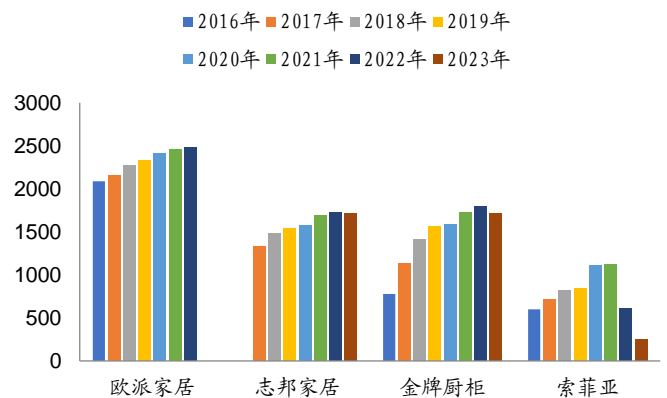
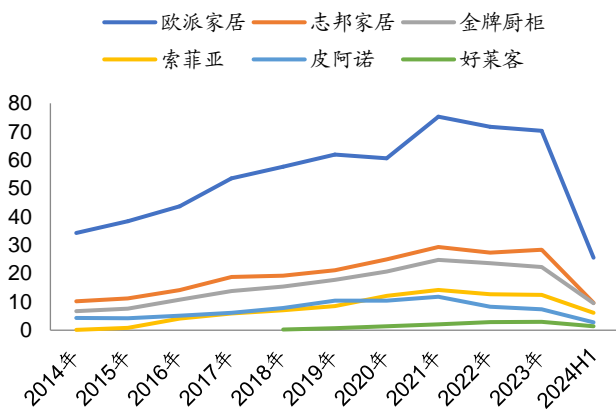
	整家 1.0	整家 2.0	全案大家居
发布时间	2021年9月	2022年7月	2023年10月
代表套餐	29800 高颜整家套餐	29800 高颜整家套餐时尚款 49800 高颜整家套餐尊享版	29800 全案大家居套餐
产品类别	定制柜、配套品、墙	定制柜、配套品、墙；定制柜、门、墙	橱、衣、木、卫
套餐内容	20m <sup>2</sup> 18种花色定制柜类+10件布拉格系列全屋家具+3m <sup>2</sup> 背景墙	20 m <sup>2</sup> 定制柜+3 m <sup>2</sup> 背景墙+2 樘卧室门+1 樘餐厨双移门+1 樘卫生间门	7 m <sup>2</sup> 定制橱柜+20 m <sup>2</sup> 定制柜类+3 樘卧室门+卫浴空间 4 件套
覆盖空间	六大空间：客厅、餐厅、玄关、卧室、多功能房、阳台	六大空间：客厅、餐厅、玄关、卧室、多功能房、阳台	全屋 8 大空间动线布局+功能规划+效果搭配

资料来源：欧派整家定制公众号，家居深度公众号，泛家居圈公众号，华安证券研究所

### 3.1.2 橱柜：业务规模大幅领先，整装大家居驱动长期增长

橱柜业务规模行业大幅领先，近年来业绩承压。2023/2024 前三季度公司衣柜营业收入分别为 70.31/40.29 亿元，分别同比-1.99%/-21.99%，占公司总收入的比重分别为 30.86%/29.03%。根据我们的测算，2023 年公司橱柜业务市占率为 6.20%，较 2022 年上升了 0.01pct。公司较早进入整体厨柜行业，营销网络成熟，橱柜门店布局较广，经过多年来的逐步拓展已经趋于稳定。2016-2022 年，公司橱柜门店数量从 2088 家增加至 2479 家，增长幅度为 391 家，领先于行业其他公司。在全国各地区的布局方面，橱柜门店数量前三位的地区分别是华东、华中和西南地区，数量分别为 638/447/397 家。

图表 34 2014-2024H1 定制家居企业橱柜业务收入(亿元) 图表 35 2016-2023 年定制家居品橱柜门店数量(家)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：欧派家居 2016-2023 历年年报，志邦家居 2016-2022 历年年报，金牌厨柜 2016-2023 历年年报，索菲亚 2016-2023 历年年报，华安证券研究所

全系列厨电配套方案，厚植柜电一体化理念。公司于 1997 年开启厨柜厨电配套销售尝试，柜电一体化正式开始探索，到 2021 年，公司与众多全球厨电领域知

名品牌达成深度战略合作，高端化、套系化、智能化、平台化的一站式购物平台基本建成。目前，欧派厨电系列包括：烟机、灶具、集成烹饪中心、蒸烤箱、消毒柜、洗碗机、冰箱、酒柜；欧派厨配系列包括：水槽、龙头、三大空间、餐桌椅、挂件、米箱、垃圾桶、厨房用品。主要合作品牌包括博世、飞利浦、林内、松下、爱适易、凯斯宝玛、汉斯格雅、弗兰卡、铂浪高、双立人、康宁、其他全球知名品牌。

图表 36 公司厨电全球知名合作品牌

### 欧派全球战略合作供应商：

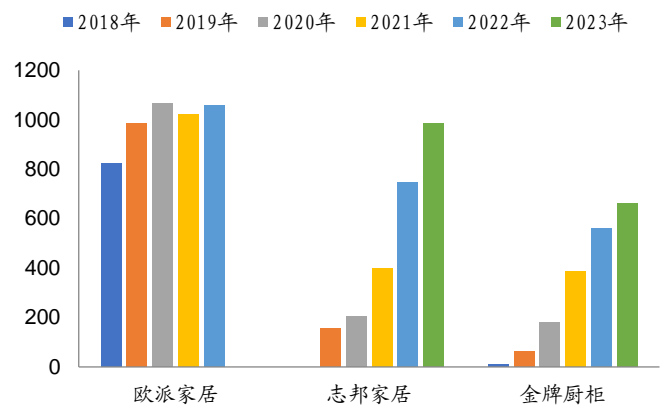
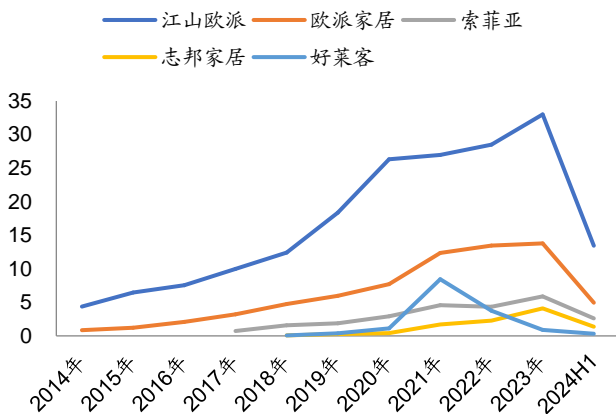


资料来源：公司官网，华安证券研究所

#### 3.1.3 木门：规模效应显现，毛利率稳步提高

收入规模快速增长，门店布局持续领先。2023/2024 前三季度公司木门营业收入分别为 13.78/8.25 亿元，分别同比+2.42%/-17.10%，占公司总收入的比重分别为 6.05%/5.95%。根据我们的测算，2023 年公司木门业务市占率为 1.09%，较 2022 年上升了 0.06pct。公司较早布局木门行业，终端门店拓展较广，门店数已经趋于稳定。2018-2022 年，公司木门门店数量从 825 家增加至 1056 家，增长 231 家。

图表 37 2014-2024H1 定制家居企业木门业务收入(亿元) 图表 38 2018-2023 年定制家居品牌木门门店数量(家)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：欧派家居 2018-2022 历年年报，志邦家居 2019-2023 历年年报，金牌厨柜 2018-2023 历年年报，华安证券研究所

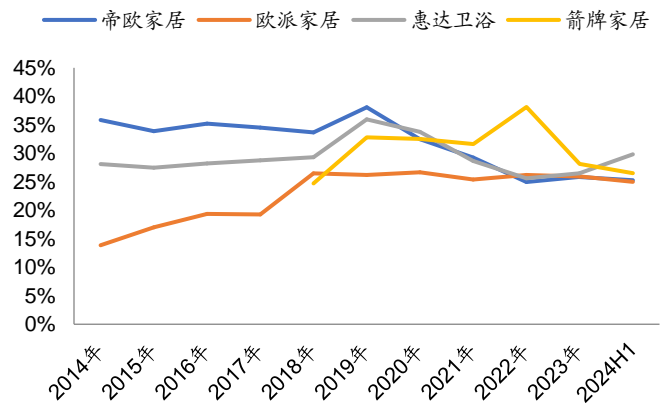
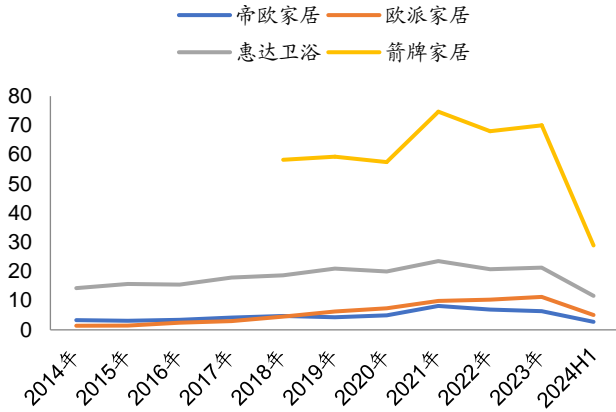
#### 3.1.4 卫浴：营业收入逆势增长，盈利水平稳定

营业收入持续增长，业绩韧性较强。公司于 2003 年进军卫浴行业，成立“广州

欧派卫浴有限公司”。卫浴产品发展初期依托欧派橱柜渠道代理商，之后与厨柜渠道分家，在公司大家居战略推行后卫浴业务转型升级也处于酝酿之中。2015年，欧派卫浴提出“全卫定制”概念，新概念快速拉动终端销售，当年业绩同比增长30%，其中1/3的业绩来自定制单。全卫定制模式提供卫浴空间解决方案，客单价较单件产品提高很多，卫浴业务收入迎来快速增长阶段。2014-2023年，公司卫浴业务营业收入从1.40亿元增长至11.28亿元，CAGR为26.09%。2024H1卫浴业务收入为5.03亿元，同比增长9.29%，是唯一保持增长的品类，占公司总收入的5.86%。

图表 39 2014-2024H1 公司卫浴业务收入 (亿元)

图表 40 2014-2024H1 公司按产品分毛利率 (%)

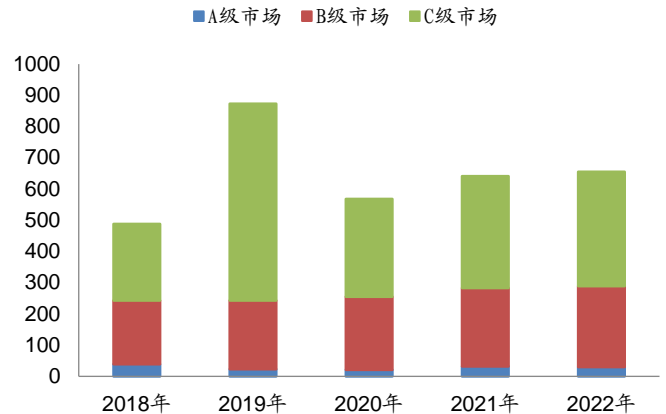
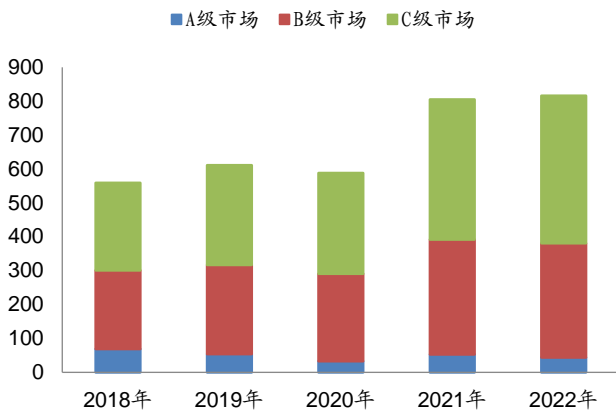


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**门店数量持续扩张，进一步布局下沉市场。**公司卫浴业务最初依托欧派橱柜渠道代理商，在与橱柜渠道分家后迎来大家居战略契机。2016年公司大家居全面发力，依托大家居渠道，卫浴终端门店布局稳步增长。2018-2022年，卫浴门店数从559家增加至816家，增加257家。近年来卫浴门店拓展发力下沉市场，C级市场门店数从258增加至435家，占比从46.15%提高至53.31%，A级市场门店数从69家缩减至44家，占比从12.34%下降至5.39%。从门店的地区布局来看，门店数前三位的地区分别是华东、西南、华中，数量分别为223/153/135家。同时，卫浴经销商也呈现下沉化趋势，2018-2022年，C级市场经销商数量从245家增加至366家，占比从50.20%提高至55.88%，A级市场经销商数量从39家缩减至30家，占比从7.99%降低至4.58%，B级市场经销商数量从204家增加至259家，占比从41.80%降低至39.54%。

图表 41 2018-2022 年公司不同级别市场卫浴门店数 (家) 图表 42 2018-2022 年公司不同级别市场卫浴经销商数 (家)



资料来源: 公司 2018-2022 年年报, 华安证券研究所

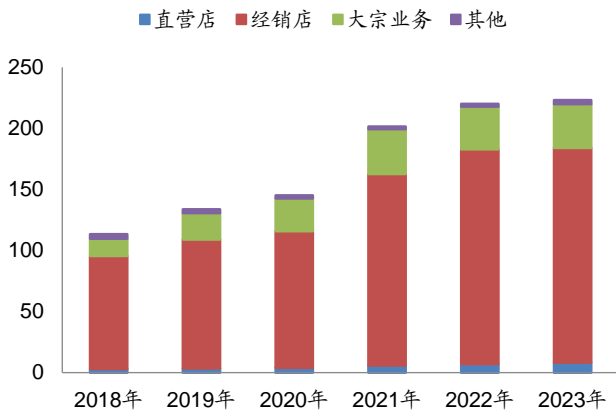
资料来源: 公司 2018-2022 年年报, 华安证券研究所

### 3.2 渠道: 深化全渠道发展战略, 整装大家居表现亮眼

#### 3.2.1 深化全渠道布局, 拥有业内强势经销商资源

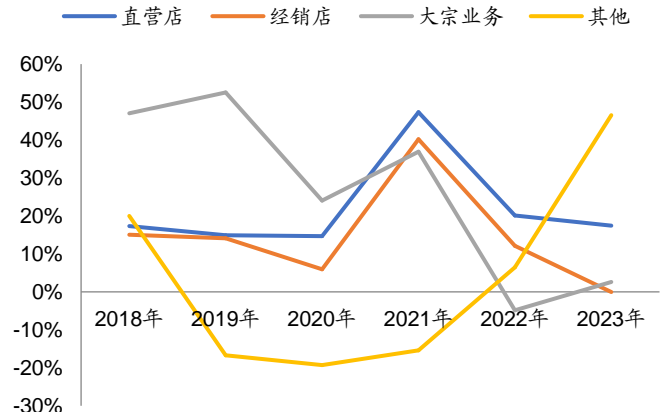
以经销商专卖店为主, 大宗业务、直营店和其他渠道为辅。经过多年的渠道投入和建设, 公司构建了合作紧密且遍布全国的家居行业内规模最大的营销服务网络, 拥有最具实力的经销商资源。公司近 80% 的营业收入来自于经销商渠道, 2023 年经销商/大宗业务/直营店/其他渠道营业收入分别为 175.75/35.86/8.29/3.20 亿元, 分别同比-0.04%/+2.61%/+17.44%/+46.54%, 分别占总营业收入的 78.78%/16.07%/3.72%/1.43%。主要品类经销商布局稳定, 规模较大。2022 年公司衣柜/橱柜/木门/卫浴经销商数量分别为 1062/1516/902/655 家。

图表 43 2018-2023 年公司分渠道收入 (亿元)



资料来源: 公司 2018-2023 年年报, 华安证券研究所

图表 44 2018-2023 年公司分渠道收入同比变化 (%)



资料来源: 公司 2018-2023 年年报, 华安证券研究所

**打造铁三角线上获客体系, 助推终端引流提效。**在流量碎片化趋势加深背景下, 公司加大电商渠道投入力度, 打造了总部通投、市场联投和本地电商的铁三角线上获客体系, 为大家居战略提供流量支撑。1) 加速流量建设, 重点布局新媒体账号矩阵、内容运营、直播等线上获客形式; 2) 中心化电商通过强化短视频级直播等营销模式, 赋能经销商超 4000 家; 3) 本地化电商与经销商联合运营模式,

完成经销商抖音、快手、美团（大众点评）、天猫（高德）及百度地图、安居客等 13,600 家云店上线，赋能 100 城经销商进行本地化联合投放，线上获客量同比增长超 600%；4）大家居电商业务发展进入快车道，引流客户数同比增长 89%。

图表 45 公司通过集团公众号、小红书发布 30 周年感恩好礼活动



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3.2.2 持续投入整装渠道，大家居战略持续深化

**三条路线推进大家居战略，互补形成业务支撑。**2018 年后家居行业整装发展兴起，定制家居企业纷纷布局整装市场，开拓业务增长新路线。欧派将整装渠道视为公司大家居战略推进的重要环节，逐步探索形成三条大家居战略路线。2018 年公司发布整装大家居模式，同时在橱柜品类上开拓零售整装渠道，2021 年在衣柜品类上拓展零售整装业务，2022 年，推出零售大家居模式。整装大家居、零售大家居和零售整装三条路线具备互补特征，为公司深化大家居战略提供重要支撑。

图表 46 公司整装大家居、零售大家居、零售整装模式对比

	整装大家居	零售大家居	零售整装
发布时间	2018 年	2022 年	2018 年（橱柜），2021 年（衣柜）
运营主体	整装代理商（装企）	零售代理商	零售代理商
与装企关系	接受优质装企作为整装代理商	零售代理商与装企合作，装企提供装修服务	零售代理商与装企合作或总部直接与装企直供
门店形态	独立整装大家居门店	合资大店或商超店	装企门店或装企内店中店

资料来源：未来居住研究公众号，公司公告，华安证券研究所

#### （1）整装大家居：

**业内首推整装大家居商业模式，发力拓展获客来源。**国内整装业务持续发展壮大，其作为更为前置的需求流量入口对家具行业传统的零售渠道需求客流的冲击、分流影响越发显著，在这一背景下，公司聚焦拓展获客来源，在行业内率先培育整装业务，在 2018 年开启整装大家居商业模式的试点，发展成效显著。目前，公司整装大家居以“欧派”和“铂尼思”双品牌运营，满足不同渠道合作商以及用户的差异化需求。

图表 47 公司整装大家居历年举措

时间	整装大家居举措
2018 年	开始试点推进整装大家居业务。创造性提出与各地龙头家装公司直接合作模式，率先提出了“整装赋能”的全新商业模式。
2019 年	紧抓“产品研发、加盟招商、培训帮扶、订单交付、供应链整合”五项主线，助力整装经销商实现管理模式转型；降低整装公司经营定制家居产品的门槛和出错率，解决家装公司服务痛点，提升客单值，抢夺整装市场客户存量。
2020 年	一是有效地将装企与欧派全品类定制产品的销售融合，从单一的硬装服务升级为家装、家居配套一体化解决方案，迅速夺取市场份额；二是全方位为合作伙伴赋能，从“供货模式”蜕变为“共生模式”；三是借助平台化管理思维赋能并改造了传统家装公司的商业模式。
2021 年	一是推出新品牌“StarHomes 星之家”，实现双品牌切入，“两翼并进，全域协同”扩大领先优势；二是以定制产品为核心+资源整合+双龙联盟的形式持续进化，强化对终端的赋能力度；三是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。
2022 年	一是以欧派、铂尼思双品牌驱动，夯实领跑地位；二是推进 V8 运营系统和“经营 1+8”体系创新，提升市场竞争力；三是推进以欧派/铂尼思整装大家居定制产品为核心+供应链产品整合+双龙联盟产品升级，满足用户对“装修一个家”的需求；四是推进“强大商”、“扶新商”、“精招商”策略。
2023 年	推行“以城市为中心”的一城一策经营策略，按照“1+N”的灵活布局整装大家居。

资料来源：公司 2018-2023 年年报，华安证券研究所

**欧派与铂尼思双品牌运营，整装业务持续快速增长。**2018 年公司率先跑通整装大家居模式，2021 年推出整装新品牌“星之家”（2022 年 5 月更名铂尼思），与欧派整装相比，铂尼思整装具备更为宽松的招商条件，为公司整装业务收入增长注入新动力。2022 年，铂尼思推出两大套餐：1）一体化整装套餐 998 元/m<sup>2</sup>，针对毛坯房和旧改房消费者量身定制；2）一体化整家定制套餐 39800 元，针对精装房、局部改造消费者量身定制。在业务拓展规划方面，铂尼思品牌在 2022 年发布会提出到 2026 年，品牌门店将覆盖 1300 城，开店达到 3000 家，销售额突破 100 亿元。

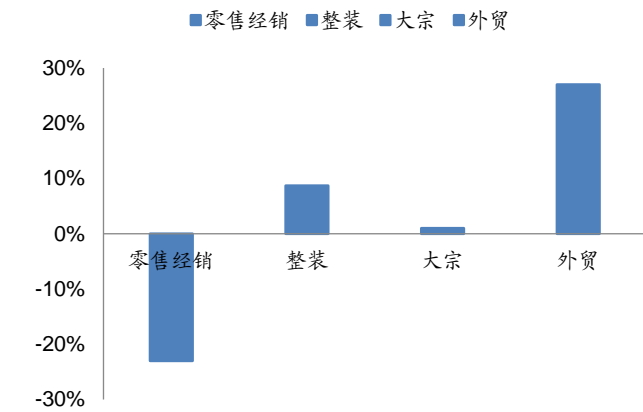
图表 48 整装大家居模式品牌



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

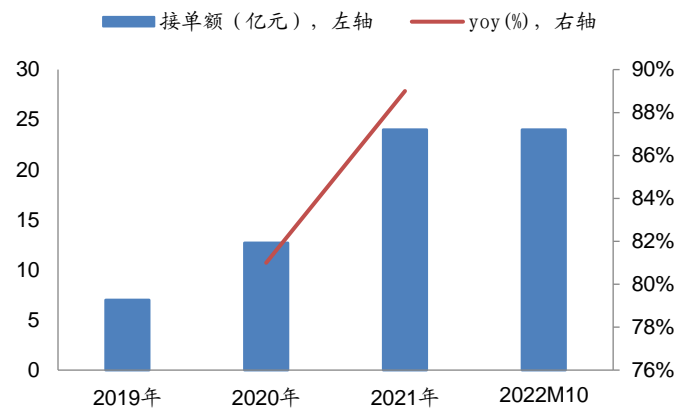
**整装大家居模式业绩亮眼，不断取得突破。**从渠道来看，在公司零售渠道营收承压的背景下，整装渠道业绩仍实现增长。2024H1，公司经销渠道营收同比下滑23%，整装渠道营收同比增长8.7%。在整装大家居方面，2021年，欧派整装大家居实现收入18.7亿元，同比增长83%，整装大家居门店数量达到790多家。截至2022年10月10日，欧派整装大家居接单业绩已经突破24亿元，与2021年全年持平。

图表 49 2024H1 公司分渠道营收同比增速 (%)



资料来源：公司 2024 年半年报，华安证券研究所

图表 50 2019-2022M10 整装大家居接单额 (亿元) 及 yoy (%)



资料来源：公司官网，家居要闻公众号，华安证券研究所

**(2) 零售大家居:**

**迎合一站式购买需求，打造零售大家居门店。**零售大家居模式是打造的全新业态，将促进公司现有的经销商，特别是单品类经销商探索适应未来的稳定运行商业模式，在流量碎片化时代持续获得流量，提升客单值、摊薄单客引流成本。该模式以公司现有单品或综合部经销商为主体，通过在临街、商业综合体等场景新建或升级改造原有单品门店，销售欧派家居旗下及合作品牌全品类家居产品(橱衣木卫配等)，同时融入装修、装修管家等增值服务，实现消费者装修服务+家居产品购买需求的闭环满足。

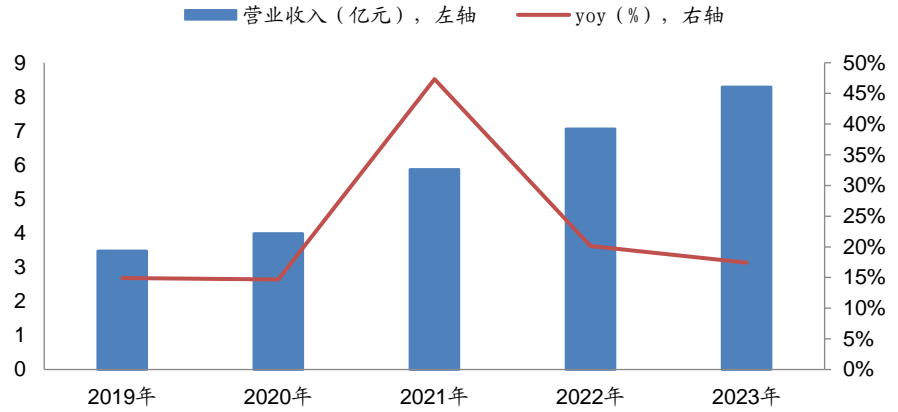
图表 51 零售大家居模式



资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

**零售大家居模式不断迭代，以点带面拉动增长。**随着公司营销组织架构改革实施，“同城、同规划、同步调”的城市经营策略落地实现，为每个细分城市大家居布局探索打通了阻碍。以集团直营事业部为例，其作为集团大家居践行的基地，以“蝌蚪式”、“蝶变式”等大家居理论为指引，探索流量获取、团队迭代重塑路径，成为全国经销商的可参照经营样板。2023年，集团直营渠道实现营业收入8.29亿元，同比增长17.4%，近五年每年营业收入增速不低于14%。

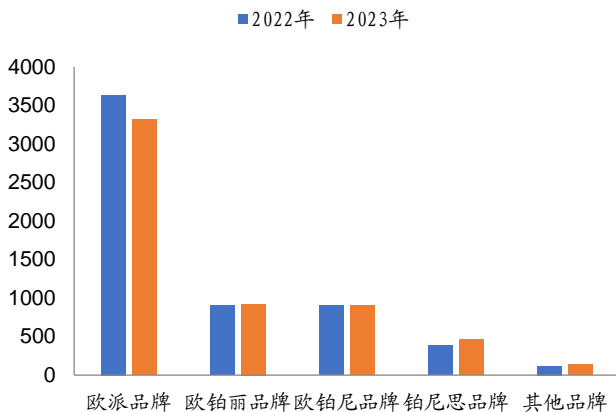
图表 52 2019-2023 年广州直营事业部营业收入（亿元）及 yoy(%)



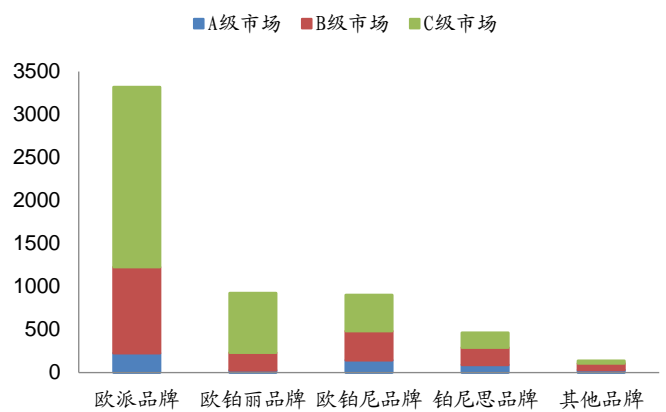
资料来源：公司 2019-2023 年历年年报，华安证券研究所

**经销商零售大家居转型，发展路径日趋清晰。**欧派从 2023 年开始推动经销商步入大家居转型之路，经过一年多来的探索，零售大家居的转型路径已渐清晰，转型初见成效。经销商在转型中经历从亏损到不亏损，再到与欧派的结算额回到转型前的水平，逐步站稳脚跟。2023 年末，公司经销商数量为 5745 家，同比减少 187 家，其中欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思/其他品牌的经销商数量分别为 3319/924/902/463/137 家，分别同比-314/+25/0/+83/+19 家，欧派旗下经销商缩减，欧铂尼维持稳定，其他品牌经销商有所扩张。截至 2023 年年末，全国有 800 多个城市申请开设零售大家居门店，已有 600 多个城市正式运营零售大家居门店。到 2024H1，公司零售大家居有效门店已经超过 850 家，较初期增加 200 多个。

图表 53 2022-2023 年公司按品牌分类经销商数情况 (家) 图表 54 2023 年公司不同级别市场按品牌分经销商数量(家)



资料来源：公司 2023 年报，华安证券研究所



资料来源：公司 2023 年报，华安证券研究所

**(3) 零售整装:**

在零售整装发展中, 门店形态主要是在装企内以店中店的形式存在, 其运营主体是零售代理商。2022年, 欧派面向经销商及整装企业伙伴开创高颜定制整装合作模式, 该模式具备“六大赋能”板块, 分别是欧派的品牌影响力、产品领先实力、成本领先的供应链体系、强大的信息化能力、活动策划能力以及强大的终端服务能力。该模式可以总结为“ABC模式”。

图表 55 公司高颜定制整家“ABC模式”

模式	运作特点	优势
A 模式 (供货商模式)	欧派各地经销商和当地装企合作, 是传统模式	能够将欧派当地经销商的优势和当地装企的优势结合起来, 潜力巨大。
B 模式 (服务商模式)	是欧派与所有装企重点主推的模式。由欧派总部和当地经销商、装企签订三方协议, 形成一种三方合作形式。装企直接跟总部对接, 负责前端销售成交, 成交以后的工作, 后端的整个设计、安装、售后交给当地的零售经销商负责。	为三方合作带来了非常大的价值, 真正实现了资源互补、优势互补和能力互补。
C 模式 (大客户模式)	大客户模式可以理解为家电 KA 直供, 由总部直接跟装企签订合作, 类似整装大家居模式。	打破了整装大家居只能受限一家的局限性, 当地头部装企都有机会与欧派合作。

资料来源: 未来居住研究公众号, 华安证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测:

**(1) 整体衣柜:** 2024年由于消费承压, 整体衣柜业绩下滑。公司后续有望凭借良好的品牌声誉提升市场份额, 以大家居模式推动衣柜与软体家居连单率提升, 从而带动客单增长, 整体业务收入有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司整体衣柜业务收入增速分别为-17%/4%/3%。

**(2) 整体橱柜:** 2024年由于消费承压, 整体橱柜业绩下滑。公司后续有望凭借良好的品牌声誉提升市场份额, 以大家居模式推动厨电连单率提升, 从而带动客单增长, 整体业务收入有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司整体橱柜业务收入增速分别为-22%/2%/1%。

**(3) 定制木门:** 2024年由于消费承压, 定制木门业绩下滑。公司积极推广木门业务发展, 后续在大家居模式推动下, 定制木门业务有望凭借品牌声誉逐步提升市场份额。我们预计 2024-2026 年公司定制木门业务收入增速分别为-17%/10%/8%。

**(4) 整体卫浴:** 公司于 2015 年提出“全卫定制”概念, 提供卫浴空间解决方案, 客单价较单件产品提高很多, 卫浴业务收入迎来快速增长阶段, 2024 年有望实现逆势增长。后续在大家居模式推动下, 整体卫浴业务有望凭借品牌声誉逐步提升市场份额。我们预计 2024-2026 年公司整体卫浴业务收入增速分别为 1%/10%/8%。

公司正处于“大家居”深化改革阶段，2023年积极推进组织架构改革，变“垂直产品条线组织”为“横向区域块状组织”，随着营销组织架构变革落地，品类融合将进一步加快，提升公司核心竞争力和市场份额，业绩有望稳定增长。我们预计公司2024-2026年营收分别为194.75/206.28/215.62亿元，分别同比变化-14.5%/+5.9%/+4.5%；归母净利润分别为26.52/28.24/29.72亿元，分别同比变化-12.7%/+6.5%/+5.2%。截至2024年12月3日，EPS分别为4.35/4.64/4.88元，对应PE分别为17.17/16.12/15.32倍。

图表 56 盈利预测和估值 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22782	19475	20628	21562
收入同比 (%)	1.3%	-14.5%	5.9%	4.5%
归属母公司净利润	3036	2652	2824	2972
净利润同比 (%)	12.9%	-12.7%	6.5%	5.2%
毛利率 (%)	34.2%	34.7%	34.4%	34.2%
ROE (%)	16.8%	13.7%	13.7%	13.6%
每股收益 (元)	4.98	4.35	4.64	4.88
P/E	13.98	17.17	16.12	15.32
P/B	2.34	2.36	2.22	2.08
EV/EBITDA	9.87	11.76	10.63	9.92

资料来源: Wind, 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 12 月 3 日)

按照申万二级行业分类, 公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品”, 我们选取申万二级行业分类家居用品下的所有上市公司作为可比公司, 采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 12 月 3 日收盘价, 根据 Wind 一致预期, 家居用品公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 21.91/22.89/17.92 倍, 索菲亚的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 16.52/17.17/16.12 倍, 均低于可比公司平均值。维持“买入”评级。

图表 57 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
801142.SI	轻工制造—家居用品 (申万)	21.91	22.89	17.92
603833.SH	欧派家居	16.52	17.17	16.12

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 12 月 3 日, 家居用品指数的盈利预测采用 Wind 一致预期, 欧派家居的盈利预测采用华安证券的盈利预测)

## 5 风险提示

(1) **市场需求变化的风险。**家居行业属于房地产后周期行业, 受房地产销售不景气以及房屋销售结构变化等因素影响, 家具行业内的竞争将更加激烈, 可能对公司业绩达成以及终端销售模式和渠道造成较大影响。

(2) **市场竞争加剧的风险。**定制家具行业正处于从成长期向成熟期的换挡期, 加之上市公司募投项目产能释放等因素相互交织, 为抢占更多市场份额, 主流家居企业内部存在竞争加剧的风险。此外, 家居行业生态变迁, 传统建材市场家居零售迅速萎缩, 整装大家居快速崛起, 部分整装或跨界企业延伸产品价值链, 行业竞争

维度不再是平行企业竞争，行业跨界进入者增多。内外部因素的变化导致行业竞争将从产品价格的低层次竞争进入到由品牌、网络、服务、人才、管理以及规模等构成的复合竞争层级上。

**(3) 原材料价格波动的风险。**公司生产的定制家具产品原材料包括刨花板、中纤板、功能五金件、石英石板材及外购的部分电器。最近三年，公司直接材料成本占生产成本的比例较高，原材料价格变化对公司生产成本的影响较大。若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司盈利水平带来不确定性影响。

**(4) 应收账款、应收票据无法收回的风险。**随着近年来国内房地产行业宏观调控措施的推进，国内房地产企业经营情况也受到不同程度的影响，未来如果宏观经济形势、房地产行业融资政策等因素发生不利变化，客户经营状况发生重大困难，可能导致公司应收账款无法收回，商业承兑汇票无法兑付的风险，进而对公司财务状况和经营成果产生不利影响。

**(5) 经销商管理风险。**经销商专卖店销售模式是定制家具行业主要的销售模式，零售经销商渠道是公司最主要的销售渠道。经销商专卖店销售模式有利于定制家具企业借助经销商的区域资源优势拓展营销网络，并对各级市场进行有效渗透、提高产品的市场占有率。虽然公司与经销商在签订的合作协议中约定了彼此的权利与义务，且在店面形象设计、人员培训、产品定价等方面对经销商进行了统一管理；但是，若出现经销商未按照协议约定进行销售、业务宣传或者不履行销售责任，可能对公司的品牌形象、客户口碑带来负面影响。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	16365	16428	18244	20384	<b>营业收入</b>	22782	19475	20628	21562
现金	12575	11941	13663	15722	营业成本	15000	12717	13531	14191
应收账款	1362	1082	1146	1198	营业税金及附加	165	141	151	156
其他应收款	112	119	136	127	销售费用	1982	1714	1774	1811
预付账款	100	76	74	74	管理费用	1401	1246	1286	1337
存货	1132	883	902	946	财务费用	-308	-183	-149	-185
其他流动资产	1084	2326	2322	2317	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	17982	19625	20276	20764	公允价值变动收益	-22	0	0	0
长期投资	0	5	8	10	投资净收益	88	78	83	86
固定资产	7066	7184	7178	7180	<b>营业利润</b>	3513	3091	3292	3464
无形资产	1033	890	831	755	营业外收入	44	30	30	30
其他非流动资产	9882	11547	12258	12819	营业外支出	20	30	30	30
<b>资产总计</b>	34347	36053	38520	41148	<b>利润总额</b>	3537	3091	3292	3464
<b>流动负债</b>	13180	13694	14901	16204	所得税	511	448	477	502
短期借款	7796	8796	9796	10796	<b>净利润</b>	3025	2643	2814	2962
应付账款	1695	1617	1643	1711	少数股东损益	-10	-9	-10	-10
其他流动负债	3688	3280	3462	3697	<b>归属母公司净利润</b>	3036	2652	2824	2972
<b>非流动负债</b>	3051	3081	3081	3081	EBITDA	4055	3808	4143	4335
长期借款	607	607	607	607	EPS (元)	4.98	4.35	4.64	4.88
其他非流动负债	2444	2474	2474	2474					
<b>负债合计</b>	16231	16775	17983	19285					
少数股东权益	-1	-10	-19	-29					
股本	609	609	609	609					
资本公积	4357	4357	4357	4357					
留存收益	13151	14322	15590	16925					
归属母公司股东权	18117	19288	20557	21892					
<b>负债和股东权益</b>	34347	36053	38520	41148					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4878	3800	4056	4379
净利润	3025	2643	2814	2962
折旧摊销	916	900	1000	1056
财务费用	209	195	210	225
投资损失	-88	-78	-83	-86
营运资金变动	549	96	113	221
其他经营现金流	2743	2591	2702	2742
<b>投资活动现金流</b>	-4664	-3721	-1569	-1459
资本支出	-2099	-966	-1480	-1326
长期投资	-2044	-491	-171	-220
其他投资现金流	-522	-2264	83	86
<b>筹资活动现金流</b>	741	-702	-765	-861
短期借款	3211	1000	1000	1000
长期借款	602	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-3070	-1702	-1765	-1861
<b>现金净增加额</b>	994	-633	1722	2058

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.3%	-14.5%	5.9%	4.5%
营业利润	14.9%	-12.0%	6.5%	5.2%
归属于母公司净利	12.9%	-12.7%	6.5%	5.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	34.2%	34.7%	34.4%	34.2%
净利率 (%)	13.3%	13.6%	13.7%	13.8%
ROE (%)	16.8%	13.7%	13.7%	13.6%
ROIC (%)	9.5%	8.2%	8.2%	8.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	47.3%	46.5%	46.7%	46.9%
净负债比率 (%)	89.6%	87.0%	87.6%	88.2%
流动比率	1.24	1.20	1.22	1.26
速动比率	1.09	0.98	1.02	1.07
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.55	0.55	0.54
应收账款周转率	16.76	15.94	18.52	18.40
应付账款周转率	8.32	7.68	8.30	8.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	4.98	4.35	4.64	4.88
每股经营现金流	8.01	6.24	6.66	7.19
每股净资产	29.74	31.66	33.75	35.94
<b>估值比率</b>				
P/E	13.98	17.17	16.12	15.32
P/B	2.34	2.36	2.22	2.08
EV/EBITDA	9.87	11.76	10.63	9.92

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2024 年 12 月 3 日收盘价计)

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师：**余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。