



橱柜作旗舰，衣柜等列舰，

家居一体化服务供应商

主营定制化家居产品，股权结构稳定。作为整体家居行业的领先企业，公司主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化家居产品的设计、研发、生产、销售和安装服务。公司本次发行前总股本 3.74 亿股，本次拟公开发行新股不超过 4,151 万股，占发行后公司总股本的 10%。上市前，姚良松先生是公司的唯一实际控制人，持有 77.09% 的股份；上市后，其唯一实际控制人绝对控股地位不变，持股占比变为 69.38%，公司股权结构稳定。

业绩高速增长，毛利率平稳上升。欧派的主要产品为定制橱柜、定制衣柜、整体卫浴和定制木门，2016 年四类产品分别实现营业收入 43.49 亿元、20.22 亿元、2.42 亿元和 2.08 亿元，占营业收入的比例分别为 62%、29%、3% 和 3%。2016 年欧派实现营业收入 71.34 亿元，同比增长 27.2%，2011~2016 年复合增长率为 26.3%；2016 年公司实现归母净利润 9.5 亿元，同比增长 94.39%，2011~2016 年复合增长率为 63.5%。2016 年欧派毛利率为 36.55%，较 2015 年毛利率 31.65% 增加 4.9pct。

家居行业空间近万亿，定制领域渗透率不断提升。家居行业产值的增长速度较为稳定，2015~2016 年我国家具行业产值分别为 7873 亿元和 8560 亿元，行业增速分别为 9.5% 和 8.7%。定制家具渗透率提升空间广，经我们测算从用户数的角度考虑，2016 年定制家具的渗透率约为 15.8%，定制行业还有广阔的发展空间。

品牌、生产、渠道三位一体，共筑定制家居龙头。(1) 品牌：公司多年以品牌建设为核心，全面推进“欧派”品牌建设，目前，“欧派”品牌在广大消费者心目中已有相当的知名度和影响力，“欧派”品牌被授予 2014 年广东泛家居领域最具价值十强品牌。

(2) 渠道：截至 2016 年底，公司已经发展经销商 3,331 家，专卖店 4,710 家，直营店 19 家，公司的销售网络已经基本覆盖了我国一线、二线城市以及大多数三线、四线城市，逐步形成完善的全国销售网络。国外经销商在 47 个国家或地区，共开设了 107 家店面销售“欧派”品牌的整体家居产品，其中“欧派”品牌形象店 54 家、非“欧派”品牌形象店 53 家。2016 年公司经销商渠道、直营渠道、大宗业务以及出口业务分别实现收入 60 亿元、2.38 亿元、5.72 亿元和 2.11 亿元，占营业收入的比例分别为 85.47%、3.38%、8.15% 和 3%。**(3) 生产：**随着“欧派”品牌知名度的不断提升，市场需求不断增大，产能不足已成为制约公司高速发展的首要因素，公司重点在整体橱柜（含厨房电器）、整体衣柜和定制木门三个业务领域扩大产能；在广州、天津和无锡建设生产基地，建设广州年产 15 万套橱柜扩产建设项目、天津年产 15 万套橱柜扩产建设项目、广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目、无锡生产基地（一期）建设项目和年产 60 万樘木门生产线建设项目，项目建设期均为 2-3 年。投产后，公司整体橱柜、整体衣柜及定制木门产能将分别提升至 80 万套/年、108 万套/年、75 万樘/年。

投资建议：募投项目的达产，将显著扩大公司的产能，提升公司品牌影响力和知名度。我们初步预计公司 2017、2018 年营业收入分别为 94.79 亿元和 123.53 亿元，同比分别增长 32.9%、30.3%，净利润分别 13.81 亿元和 18.63 亿元，同比分别增长 45.5%、34.9%。以发行后的 4.15 亿总股本计算，EPS 分别为 3.33 元/股和 4.49 元/股，考虑公司首发价格 50.08 元/股，对应的 P/E 分别为 15x 和 11x，首次覆盖。

风险提示：房地产行业宏观调控；定制家具行业竞争加剧。

欧派家居（603833）

首次覆盖

不评级

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2017 年 3 月 21 日

发行数据

| | |
|------------|--------------|
| 发行价格（元） | 50.08 |
| 发行规模（万股） | 4151 |
| 发行后总股本（万股） | 41509.11 |
| 发行方式 | 网上发行,网下配售 |
| 发行日期 | - |
| 上市日期 | - |
| 主承销商 | 国泰君安证券股份有限公司 |
| 主要股东 | |
| 姚良松 | 69.38% |

募股资金投向

| 项目名称 | 金额（亿元） |
|---------------------|--------|
| 广州年产 15 万套橱柜生产线建设项目 | 2.94 |
| 天津年产 15 万套橱柜生产线建设项目 | 2.92 |
| 广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目 | 3.41 |
| 无锡生产基地（一期）建设项目 | 7.80 |
| 年产 60 万樘木门生产线建设项目 | 2.83 |
| “欧派”品牌推广项目 | 3.00 |
| 信息化系统技术改造项目 | 0.39 |
| 总金额 | 23.30 |



表 1: 欧派家居上市前后股本结构变化

| 股东 | 发行前 | | 发行后 | |
|--------------|-----------|----------|-----------|----------|
| | 持股数量 (亿股) | 持股比例 (%) | 持股数量 (亿股) | 持股比例 (%) |
| 1 姚良松 | 2.88 | 77.09 | 2.88 | 69.38 |
| 2 姚良柏 | 0.37 | 9.86 | 0.37 | 8.88 |
| 3 红星喜兆 | 0.19 | 4.99 | 0.19 | 4.49 |
| 4 天欧投资 | 0.08 | 2.11 | 0.08 | 1.90 |
| 5 中天基业 | 0.04 | 0.95 | 0.04 | 0.85 |
| 6 107 位自然人股东 | 0.19 | 5.00 | 0.19 | 4.50 |
| 7 社会公众股 | | | 0.50 | 10.0 |
| 合计 | 3.74 | 100.00 | 4.15 | 100.00 |

资料来源: 公司招股说明书 中信建投证券研究发展部

表 2: 募集资金用途情况

| 项目名称 | 募集资金金额 (亿元) |
|-----------------------|-------------|
| 1 广州年产 15 万套厨柜生产线建设项目 | 2.94 |
| 2 天津年产 15 万套厨柜生产线建设项目 | 2.92 |
| 3 广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目 | 3.41 |
| 4 无锡生产基地 (一期) 建设项目 | 7.8 |
| 5 年产 60 万樘木门生产线建设项目 | 2.83 |
| 6 “欧派”品牌推广项目 | 3.00 |
| 7 信息化系统技术改造项目 | 0.39 |
| 合计 | 23.30 |

资料来源: 公司招股说明书 中信建投证券研究发展部

表 3: 分产品产销情况

| | | 整体厨柜 | 整体衣柜 |
|------|---------|---------|--------|
| 2014 | 产量 (万套) | 33.58 | 30.80 |
| | 销量 (万套) | 33.77 | 30.14 |
| | 产销比 | 100.58% | 97.88% |
| 2015 | 产量 (万套) | 39.88 | 42.75 |
| | 销量 (万套) | 39.49 | 42.50 |
| | 产销比 | 99.04% | 99.43% |
| 2016 | 产量 (万套) | 46.71 | 65.86 |
| | 销量 (万套) | 45.72 | 65.76 |



产销比 97.88% 99.84%

资料来源：公司招股说明书 中信建投证券研究发展部

表 4:分渠道销售收入情况

| | 2014 | | 2015 | | 2016 | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| | 金额（百万） | 比例 | 金额（百万） | 比例 | 金额（百万） | 比例 |
| 经销商专卖店销售 | 4031.56 | 85.21% | 4696.63 | 84.70% | 6001.60 | 85.47% |
| 直营店销售 | 175.56 | 3.71% | 191.83 | 3.46% | 237.50 | 3.38% |
| 大宗业务销售 | 375.61 | 7.94% | 466.36 | 8.41% | 572.27 | 8.15% |
| 出口销售 | 148.32 | 3.14% | 189.91 | 3.43% | 210.57 | 3.00% |
| 合计 | 4731.05 | 100.00% | 5544.73 | 100.00% | 7021.94 | 100% |

资料来源：公司招股说明书 中信建投证券研究发展部

表 5:欧派集团业绩拆分（百万元）

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 整体橱柜 | | | | |
| 收入 | 2968.4 | 3429.2 | 3845.0 | 4369.4 |
| 同比 | | 15.5% | 12.1% | 13.6% |
| 成本 | 2063.1 | 2435.9 | 2613.3 | 2703.1 |
| 毛利 | 905.3 | 993.3 | 1231.7 | 1666.3 |
| 毛利率 | 30.5% | 29.0% | 32.0% | 38.1% |
| 同比（pct） | | -1.53 | 3.06 | 6.11 |
| 整体衣柜 | | | | |
| 收入 | 749.5 | 992.5 | 1337.0 | 2022.0 |
| 同比 | | 32.4% | 34.7% | 51.2% |
| 成本 | 516.1 | 707.5 | 890.4 | 1277.4 |
| 毛利 | 233.5 | 285.0 | 446.7 | 744.6 |
| 毛利率 | 31.2% | 28.7% | 33.4% | 36.8% |
| 同比（pct） | | -2.44 | 4.7 | 3.42 |
| 整体卫浴 | | | | |
| 收入 | 143.5 | 139.9 | 148.2 | 241.7 |
| 同比 | | -2.5% | 5.9% | 63.1% |
| 成本 | 116.9 | 120.5 | 123.0 | 194.9 |
| 毛利 | 26.6 | 19.4 | 25.2 | 46.8 |
| 毛利率 | 18.6% | 13.9% | 17.0% | 19.4% |
| 同比（pct） | | -4.69 | 3.15 | 2.35 |
| 定制木门 | | | | |
| 收入 | 52.1 | 85.3 | 121.4 | 208.4 |



| | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 同比 | | 63.8% | 42.3% | 71.7% |
| 成本 | 53.9 | 81.9 | 101.6 | 173.1 |
| 毛利 | -1.8 | 3.4 | 19.8 | 35.4 |
| 毛利率 | -3.4% | 4.0% | 16.3% | 17.0% |
| 同比 (pct) | | 7.39 | 12.33 | 0.68 |

资料来源：公司招股说明书 中信建投证券研究发展部

表 6：2016-2018 年欧派家居主要财务指标预测（百万元）

| 利润表 | 2016 | 2017E | 2018E | 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------|---------|---------|----------|-------------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,134.1 | 9,478.8 | 12,353.1 | 成长性 | | | |
| 减:营业成本 | 4,526.8 | 6,042.5 | 7,847.1 | 营业收入增长率 | 27.2% | 32.9% | 30.3% |
| 营业税费 | 71.3 | 80.0 | 109.7 | 营业利润增长率 | 101.3% | 52.2% | 34.9% |
| 销售费用 | 815.9 | 947.9 | 1,198.3 | 净利润增长率 | 94.4% | 45.5% | 34.9% |
| 管理费用 | 653.0 | 805.7 | 1,050.0 | EBITDA 增长率 | 87.5% | 47.7% | 31.6% |
| 财务费用 | -9.5 | -22.4 | -44.2 | EBIT 增长率 | 99.5% | 51.5% | 34.0% |
| 资产减值损失 | 9.2 | - | - | NOPLAT 增长率 | 98.5% | 53.1% | 34.0% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | 投资资本增长率 | 51.0% | -27.2% | -13.8% |
| 投资和汇兑收益 | 0.4 | - | - | 净资产增长率 | 48.7% | 35.0% | 33.5% |
| 营业利润 | 1,067.7 | 1,625.1 | 2,192.2 | 利润率 | | | |
| 加:营业外净收支 | 54.1 | - | - | 毛利率 | 36.5% | 36.3% | 36.5% |
| 利润总额 | 1,121.9 | 1,625.1 | 2,192.2 | 营业利润率 | 15.0% | 17.1% | 17.7% |
| 减:所得税 | 178.4 | 243.8 | 328.8 | 净利润率 | 13.3% | 14.6% | 15.1% |
| 净利润 | 949.6 | 1,381.4 | 1,863.4 | EBITDA/营业收入 | 17.2% | 19.1% | 19.3% |
| 资产负债表 | 2016 | 2017E | 2018E | EBIT/营业收入 | 14.8% | 16.9% | 17.4% |
| 货币资金 | 1,145.4 | 2,433.6 | 3,902.9 | 运营效率 | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | 固定资产周转天数 | 71 | 64 | 55 |
| 应收帐款 | 163.5 | 196.7 | 246.0 | 流动营业资本周转天数 | -62 | -64 | -59 |
| 应收票据 | 7.2 | 23.3 | 12.2 | 流动资产周转天数 | 95 | 107 | 131 |
| 预付帐款 | 77.2 | 110.3 | 107.8 | 应收帐款周转天数 | 6 | 7 | 6 |
| 存货 | 756.9 | 658.1 | 1,244.0 | 存货周转天数 | 31 | 27 | 28 |
| 其他流动资产 | 48.6 | 39.8 | 39.8 | 总资产周转天数 | 239 | 238 | 234 |
| 可供出售金融资产 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 投资资本周转天数 | 69 | 54 | 33 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | 投资回报率 | | | |
| 长期股权投资 | - | 4.5 | 5.6 | ROE | 32.9% | 35.5% | 35.9% |
| 投资性房地产 | - | - | - | ROA | 17.0% | 19.7% | 20.6% |
| 固定资产 | 1,542.9 | 1,842.5 | 1,933.2 | ROIC | 81.5% | 82.6% | 152.1% |
| 在建工程 | 570.1 | 432.2 | 337.5 | 费用率 | | | |
| 无形资产 | 1,024.7 | 1,003.2 | 981.1 | 销售费用率 | 11.4% | 10.0% | 9.7% |
| 其他非流动资产 | | | | 管理费用率 | 9.2% | 8.5% | 8.5% |



上市公司新股简评

| | | | | | | | |
|------------|----------|---------|---------|-----------|---------|--------|--------|
| 资产总额 | 5,548.4 | 6,996.4 | 9,061.6 | 财务费用率 | -0.1% | -0.2% | -0.4% |
| 短期债务 | 103.4 | - | - | 三费/营业收入 | 20.5% | 18.3% | 17.8% |
| 应付帐款 | 737.3 | 858.8 | 1,271.9 | 偿债能力 | | | |
| 应付票据 | 216.4 | 323.7 | 388.1 | 资产负债率 | 48.0% | 44.4% | 42.7% |
| 其他流动负债 | | | | 负债权益比 | 92.5% | 79.8% | 74.4% |
| 长期借款 | 20.2 | - | - | 流动比率 | 0.87 | 1.16 | 1.48 |
| 其他非流动负债 | | | | 速动比率 | 0.57 | 0.94 | 1.15 |
| 负债总额 | 2,665.6 | 3,105.5 | 3,866.3 | 利息保障倍数 | -111.59 | -71.70 | -48.63 |
| 少数股东权益 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 分红指标 | | | |
| 股本 | 373.6 | 415.1 | 415.1 | DPS(元) | 1.42 | 1.00 | 1.35 |
| 留存收益 | 2,508.1 | 3,475.0 | 4,779.4 | 分红比率 | 61.9% | 30.0% | 30.0% |
| 股东权益 | 2,882.9 | 3,890.9 | 5,195.3 | 股息收益率 | | | |
| 现金流量表 | 2016 | 2017E | 2018E | 业绩和估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 943.4 | 1,381.4 | 1,863.4 | EPS(元) | 2.29 | 3.33 | 4.49 |
| 加:折旧和摊销 | 169.9 | 207.3 | 233.6 | BVPS(元) | 6.94 | 9.37 | 12.51 |
| 资产减值准备 | 9.2 | - | - | PE(X) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | PB(X) | - | - | - |
| 财务费用 | -0.1 | -22.4 | -44.2 | P/FCF | - | - | - |
| 投资收益 | -0.4 | - | - | P/S | - | - | - |
| 少数股东损益 | -6.2 | - | - | EV/EBITDA | - | - | - |
| 营运资金的变动 | 541.6 | 543.9 | 138.9 | CAGR(%) | 23.5% | 53.0% | 56.8% |
| 经营活动产生现金流量 | 1,496.8 | 2,110.3 | 2,191.7 | PEG | - | - | - |
| 投资活动产生现金流量 | -1,165.4 | -347.5 | -207.6 | ROIC/WACC | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -56.0 | -474.6 | -514.8 | REP | | | |

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造行业首席分析师，2015 年加入中信建投轻工研究团队，带领团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第 4 名。

研究助理 丰毅：三年金融行业从业经验，曾任私募研究团队负责人，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn
周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn
刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn
邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn
肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn
吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn
朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn
杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn
谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622