

证券研究报告 2017年03月28日

# 整体厨柜龙头，全屋定制翘楚

## 欧派家居（603833.SH）招股说明书精华

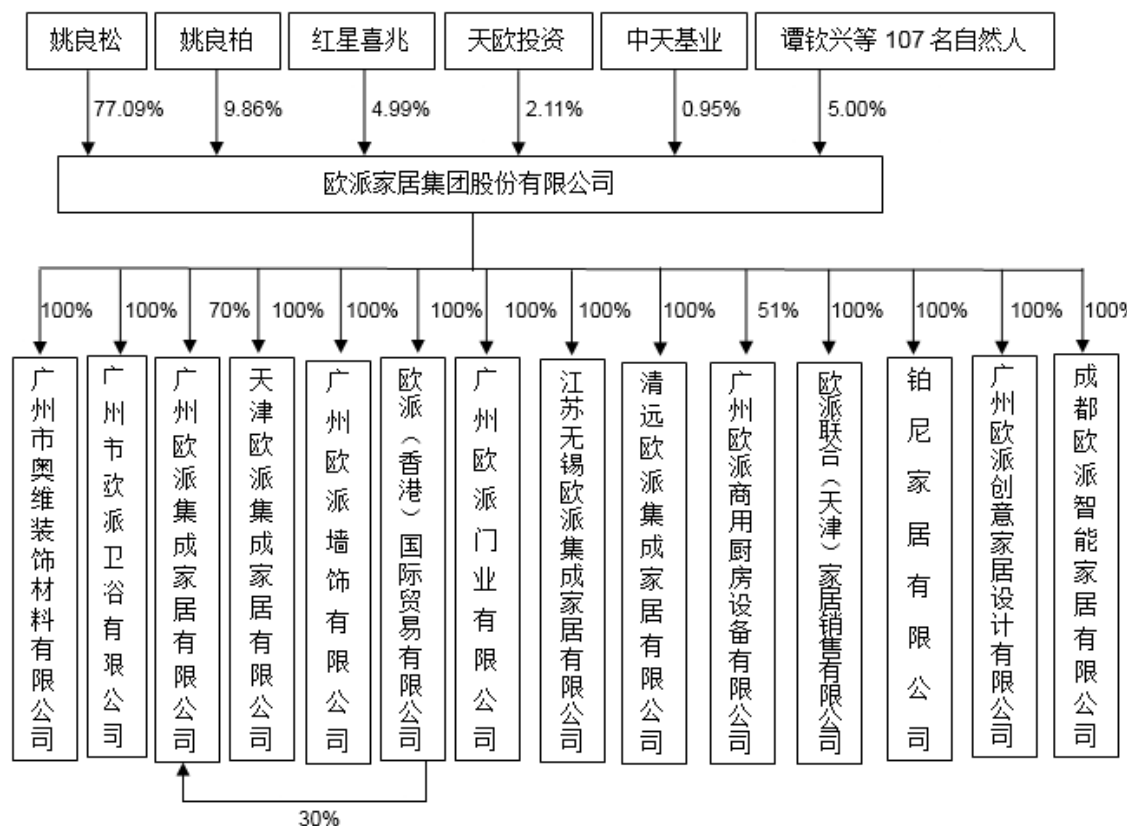
姓名：穆方舟（分析师）  
邮箱：mufangzhou@gtjas.com  
电话：0755-23976527  
证书编号：S0880512040003

姓名：吴晓飞（研究助理）  
邮箱：wuxiaofei@gtjas.com  
电话：0755-23976003  
证书编号：S0880115100027

姓名：林昕宇（研究助理）  
邮箱：linxinyu@gtjas.com  
电话：0755-23976212  
证书编号：S0880116080319

- 公司实际控制人为姚良松先生。截至2016年末，公司主要股东以自然人为主，其中姚良松先生凭借77.09%的持股比例成为公司的实际控制人。公司的控制权集中，股权结构相对稳定。

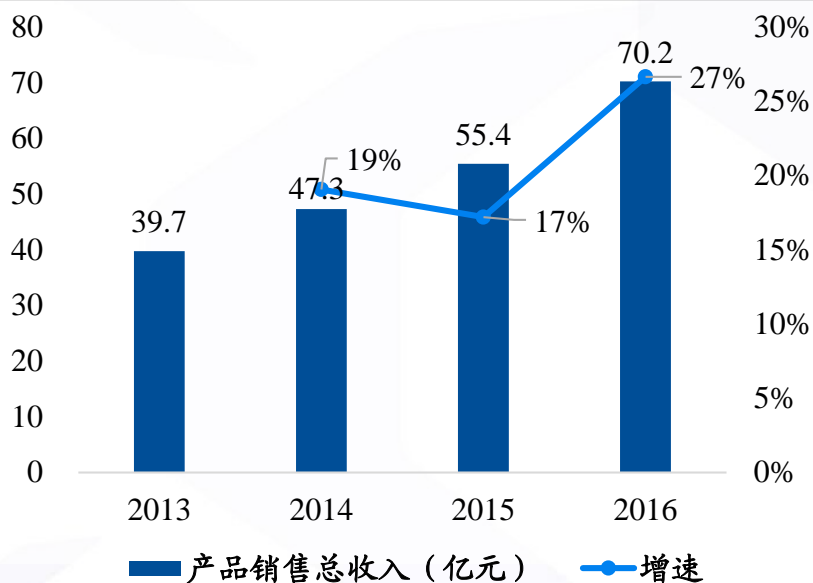
图：欧派家居控制权集中，股权结构稳定



数据来源：欧派家居招股说明书

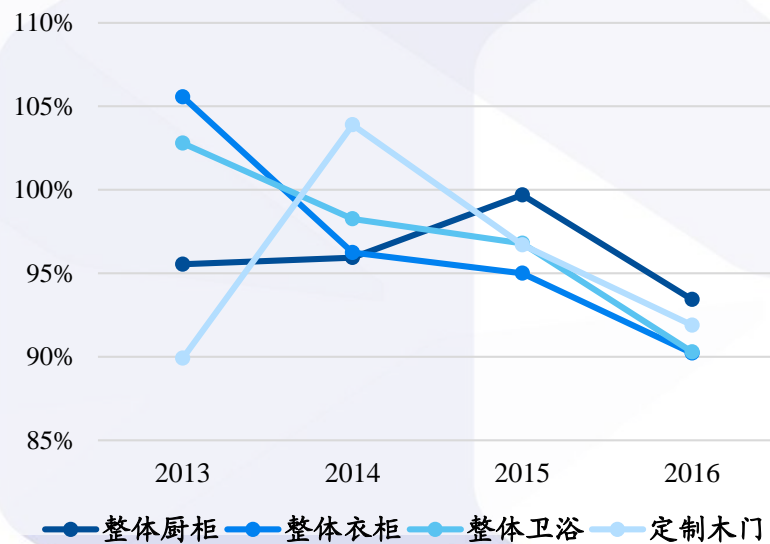
- **公司产品销售收入不断提升，产能利用率保持相对较高的水平。**截至2016年末，公司产品销售收入累计达到70.2亿元，其中整体厨柜贡献收入43.7亿元，收入占比为62.2%；整体衣柜、整体卫浴、定制木门和其他占比的收入分别为20.2亿、2.4亿、2.1亿和1.8亿元，收入规模保持相对稳定的增长。公司产能利用率以及产销率均保持在相对较高的水平。

图：公司的产品销售收入稳步提升



数据来源：欧派家居招股说明书

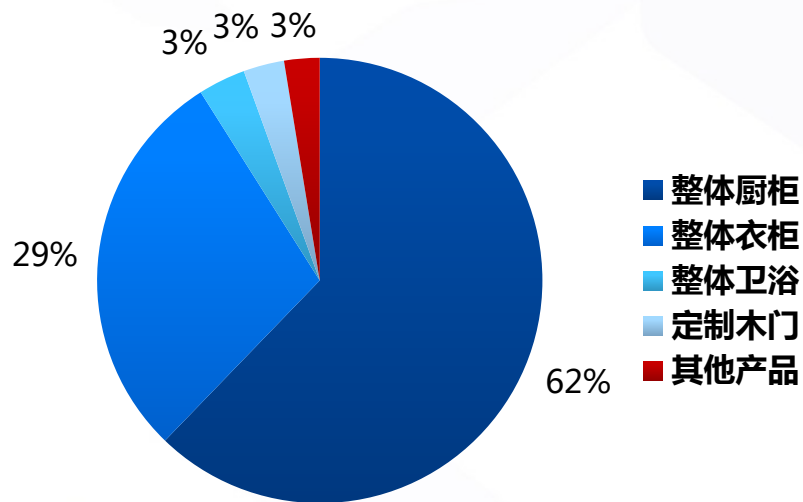
图：公司产能利用率保持相对较高水平



数据来源：欧派家居招股说明书

- **公司的主要产品销售收入来自于整体橱柜，是核心竞争力的体现。**整体橱柜作为公司最重要的收入来源，在2013~2016年这一部分产品销售收入占主营业务收入比例分别为74.7%、72.5%、69.4%、62.2%。在整体橱柜快速增长的带动下，公司主营业务保持相对稳定的增速。

图：整体橱柜是2016年主要销售收入来源



数据来源：欧派家居招股说明书

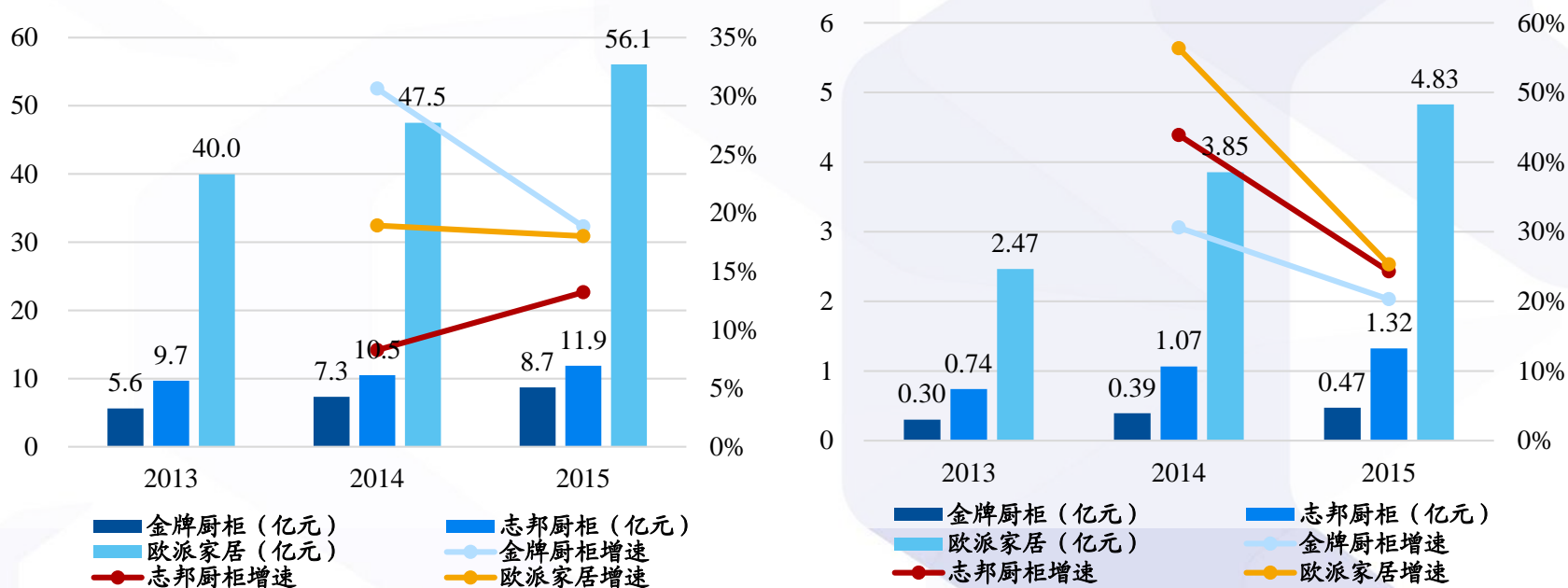
图：整体橱柜收入及增速保持较高水平



数据来源：欧派家居招股说明书

- **公司在厨柜行业是国内龙头企业，收入及净利润规模超过同行业竞争对手。**公司作为整体厨柜的龙头企业，其在厨柜领域的竞争优势明显，相对于同行业的金牌厨柜、志邦厨柜，在营业收入和净利润水平具有明显的优势，2015年欧派的营收超过56亿元，是金牌、志邦营收规模的6.4倍、4.7倍；2015年欧派的净利润达到4.83亿元，是金牌、志邦净利润规模的10.2倍、3.6倍。

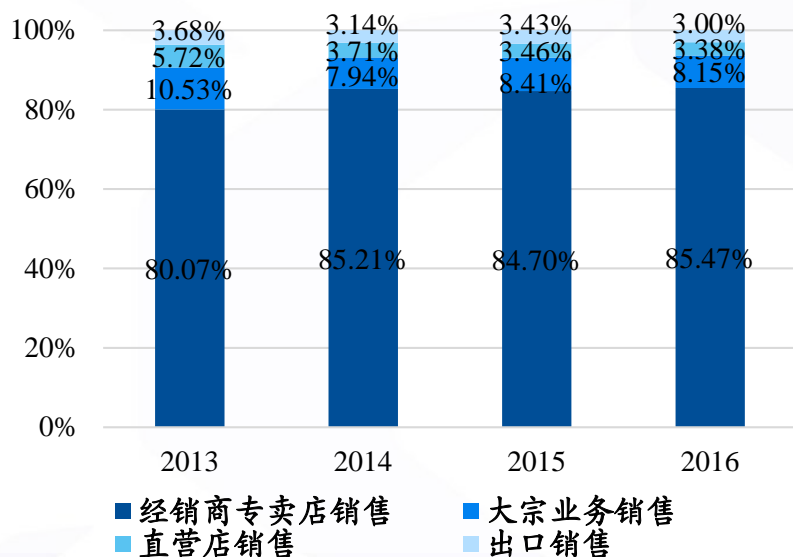
图：从收入和利润角度考虑，欧派家居总营收规模均超过同行业内公司



数据来源：欧派家居招股说明书

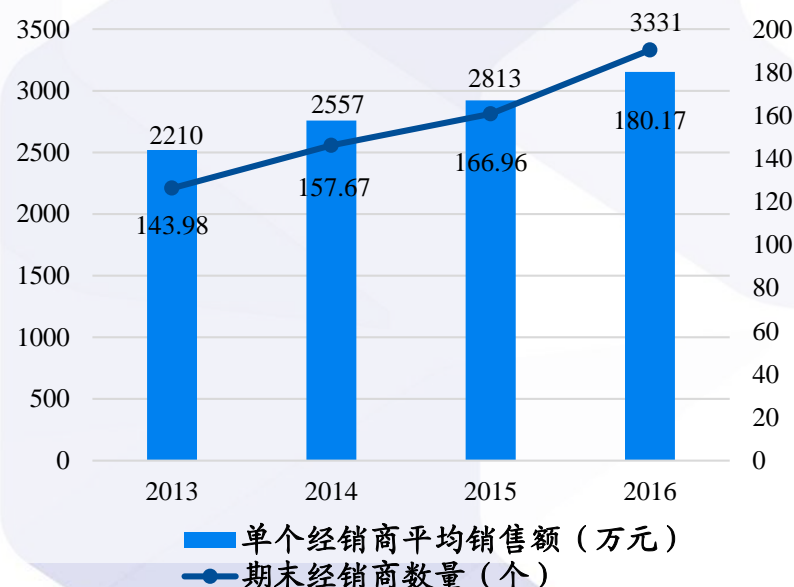
- **公司的产品销售模式分为直营店销售、经销商专卖店、大宗业务销售以及出口销售模式，其中经销商销售模式是公司最主要的方式。**随着公司品牌影响力的逐步提升，公司经销商营销网络实现不断优化并提高，在2013~2016年期间，经销商数量**在保持稳步增长的同时，实现了单个经销商平均销售额的逐步提高**，两个维度同时提升带来了经销商销售收入的不断增加。

图：经销商产品销售的最主要方式



数据来源：欧派家居招股说明书

图：经销商数量及平均销售收入稳步增长

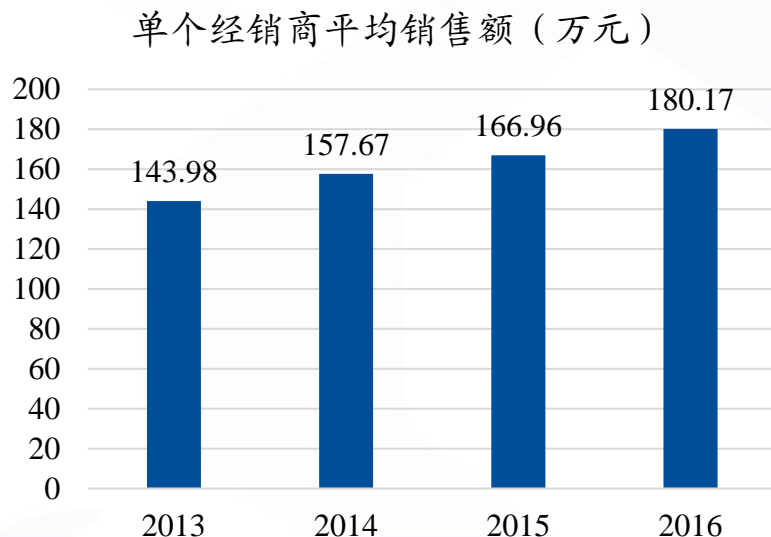


数据来源：欧派家居招股说明书



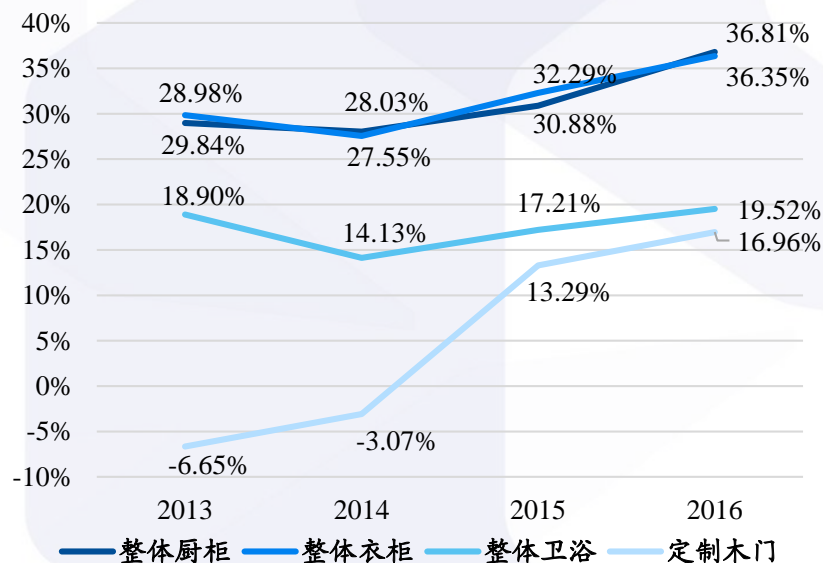
- **经销商的各个品类的平均收入逐年上升，平均毛利率稳中有升。**公司的整体厨柜、整体衣柜经销商覆盖全国一线、二线城市，部分三线、四线城市的销售网络布局已基本完成，经销商数量逐步提高，在拓展市场的过程中，公司通过定期对经销商进行业绩考核以及末位淘汰制度，经销商销售效率保持在相对较高水平。

图：单个经销商平均销售额贡献稳步增长



数据来源：欧派家居招股说明书

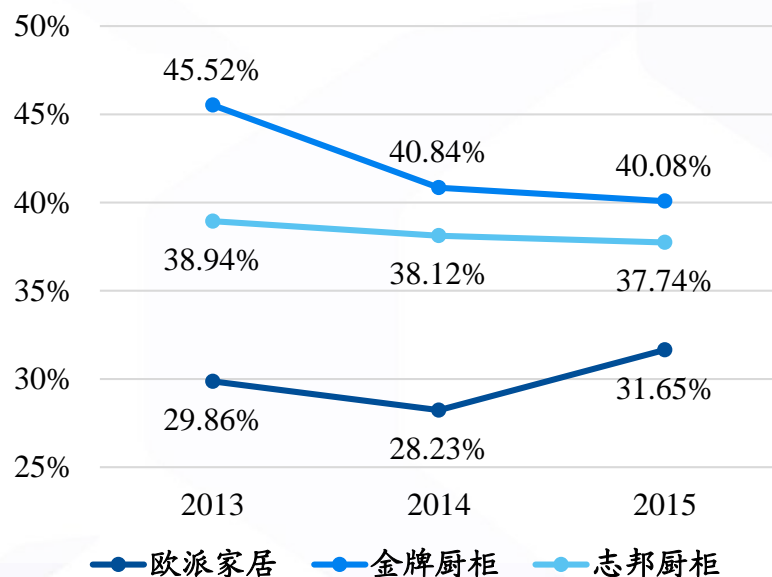
图：经销商销售各品类平均毛利率稳中有升



数据来源：欧派家居招股说明书

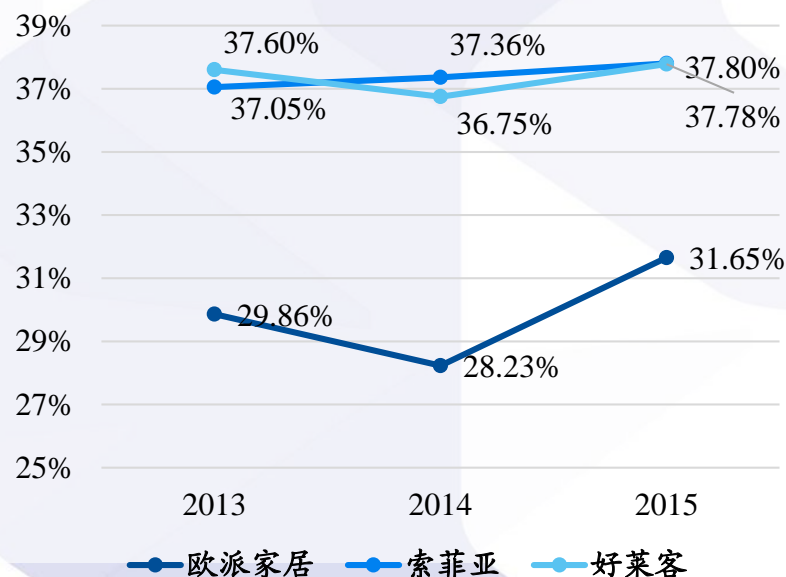
- **适当降低对经销商的销售毛利，激励经销商开拓市场的积极性。**公司的整体衣柜的销售毛利率水平低于同行业上市公司，通过适当降低对经销商的销售毛利，激励经销商开拓市场，逐步构建了完善的销售网络渠道，从而保证整体衣柜的销售增速保持在相对较高的水平，与整体衣柜行业龙头索菲亚接近。在这种销售模式下，公司的综合毛利率略低于定制衣柜类公司。

图：综合毛利率低于同行业内厨柜类公司



数据来源：欧派家居招股说明书

图：综合毛利率低于定制衣柜类上市公司

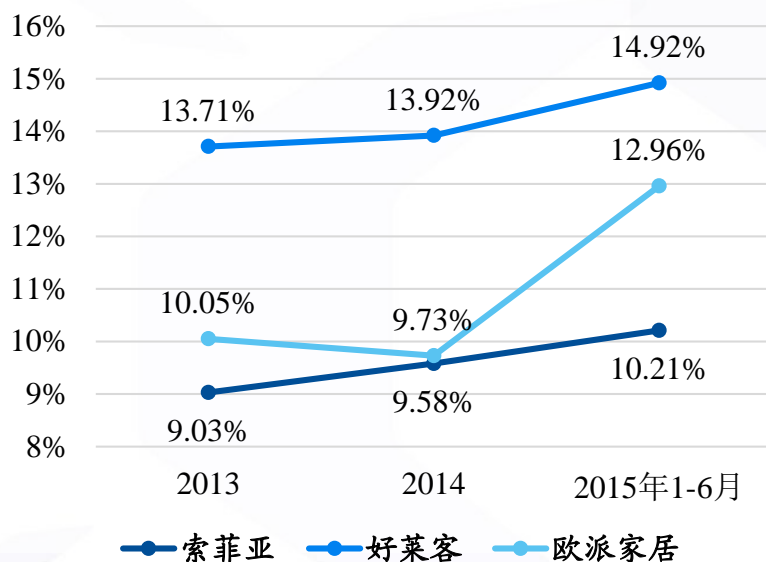


数据来源：欧派家居招股说明书



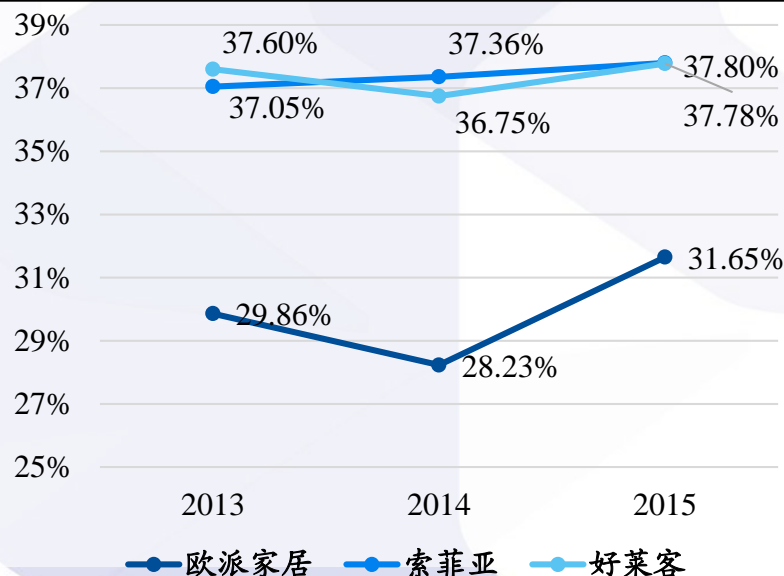
- **公司的销售费用率与同行业公司水平相对接近。**公司对于销售费用的把控能力相对较强，与定制行业的龙头公司索菲亚和好莱坞的水平相近。
- **随着公司经营规模的扩大，在管理方面的薪酬投入以及办公费用有所增加。**公司的管理费用率保持在相对稳定的状态，经营规模扩大带来的薪酬及办公费用的增加，2015年上半年略有上升，其变化处在相对合理的区间。

图：销售费用率与同行水平接近



数据来源：欧派家居招股说明书

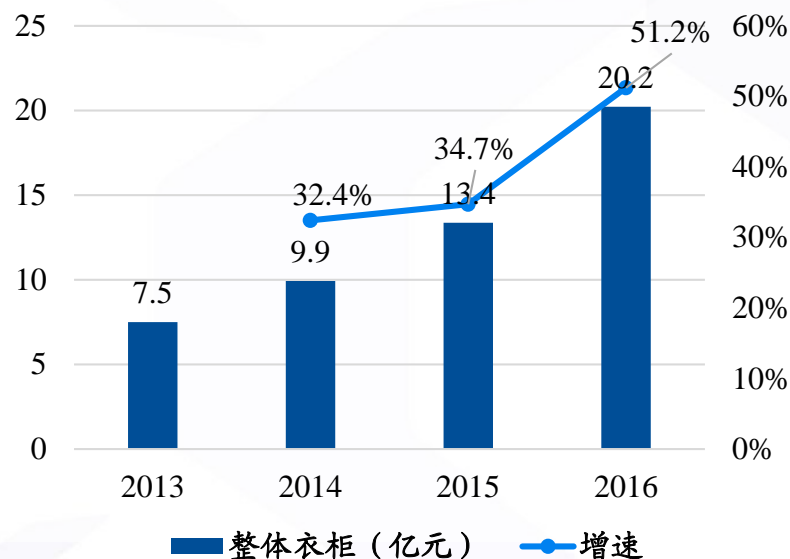
图：管理费用率略高于同行水平



数据来源：欧派家居招股说明书

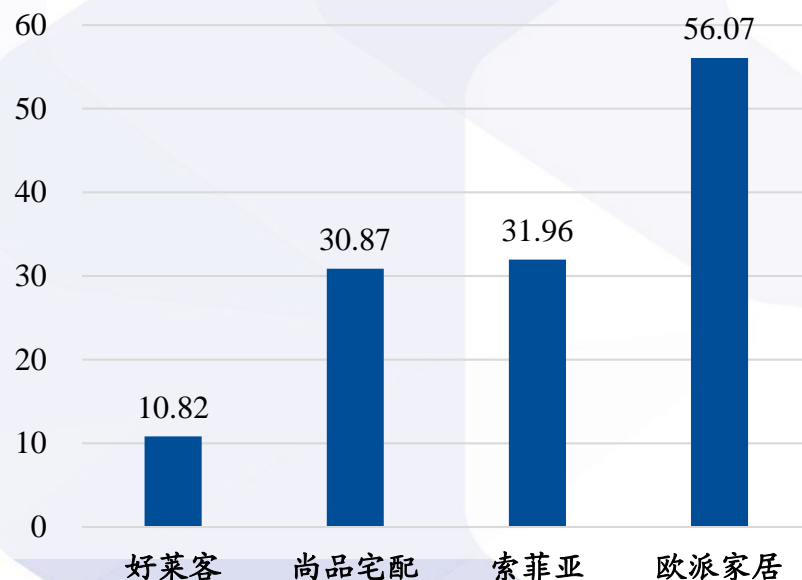
- 2013~2016年度，公司整体衣柜产品销售收入占主营收入比例分别为18.9%、20.9%、24.1%和28.8%，是除整体厨柜以外最主要的收入来源。2014~2016年分别同比增长32.42%、34.72%、51.2%，整体衣柜业务的增速维持高速增长。

图：整体衣柜收入保持快速增长



数据来源：欧派家居招股说明书

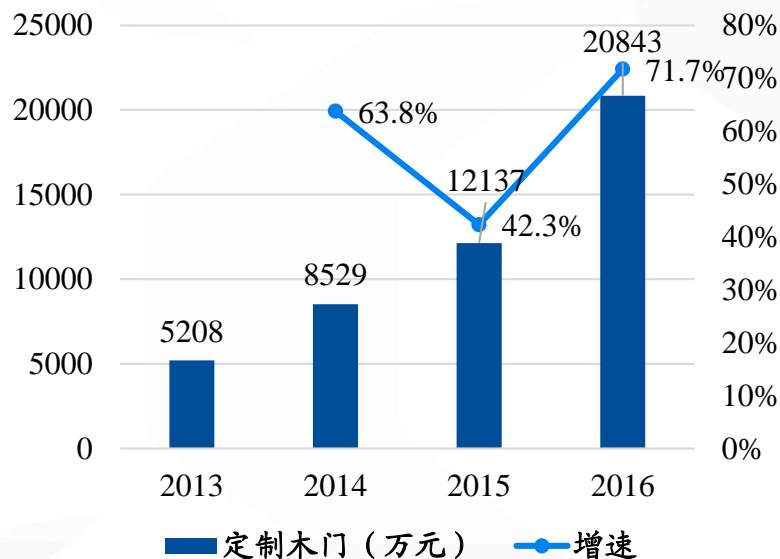
图：2015年公司收入在定制领域内位居前列



数据来源：欧派家居招股说明书

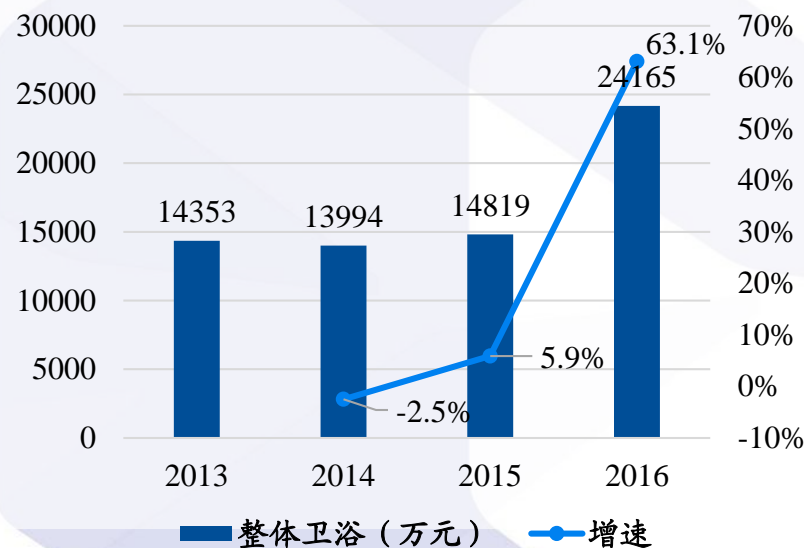
- **定制木门和整体卫浴将成为公司经营业绩的有效补充，是全屋定制品类扩充的重要组成部分。**2013~2016年，整体卫浴和定制木门两类产品合计销售收入仅占主营收入的4.9%、4.8%、4.9%和6.4%。2016年，定制木门增速达到71.7%，整体卫浴增速为63.1%，上述两种品类均保持快速增长。

图：2013-2016年定制木门保持快速增长



数据来源：欧派家居招股说明书

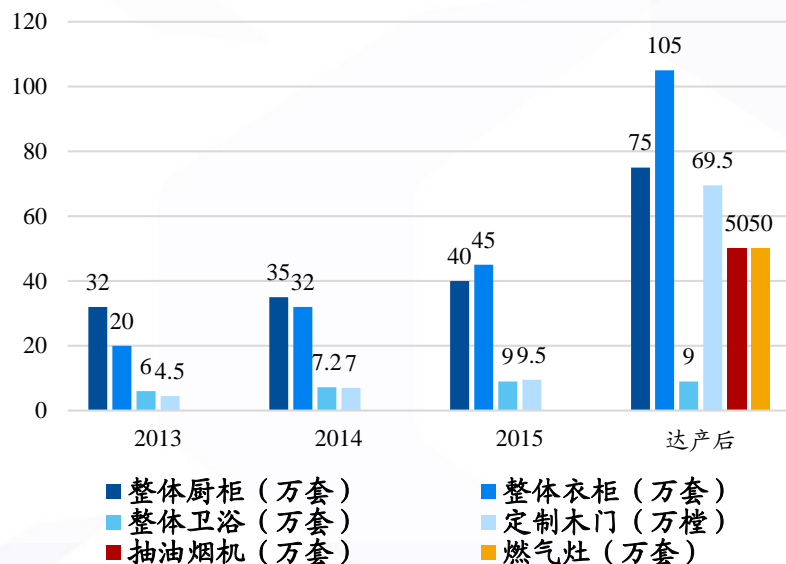
图：整体卫浴2016年实现高速增长



数据来源：欧派家居招股说明书

- 公司拟定通过新建厨柜生产线提升传统厨柜产品的市场份额，厨柜产品一体化将逐步推进。公司拟定在广州、天津和无锡分别建设年产15万、15万和10万套厨柜生产线，并在无锡新建年产50万套抽油烟机、50万套燃气灶生产线，新增产能完全达产后，整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门及厨电产能均有提高。

图：新增产能完全达产后将提升生产能力



数据来源：欧派家居招股说明书

图：新增产能达产后将带来收入和净利润增加

项目名称	预计新增年均销售收入 (万元)	新增年均净利润 (万元)
广州年产15万套厨柜生产线建设项目	84000	6317.52
天津年产15万套厨柜生产线建设项目	84000	6626.72
广州年产30万套衣柜生产线建设项目	78900	6237.14
无锡生产基地(一期)	231100	16789.20
年产60万樘木门生产线建设	78000	6179.09
合计	556000	42149.7

数据来源：欧派家居招股说明书

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



**国泰君安证券**

GUOTAI JUNAN SECURITIES