

欧派家居（603833）深度研究报告

“商机”嗅觉灵敏，标杆引领显龙头风范

强推（维持）

目标价：144 元

当前价：105.11 元

- ❖ **再看龙头，积极变革引领行业发展。**欧派家居是我国家具上市公司中第一大家具公司，对龙头企业的研究能够使我们更清晰的了解定制家具行业的发展历史和未来趋势，在激烈的竞争中觅得先机。本篇报告是我们自 2019 年来发布的第二篇欧派家居深度报告，从同行业比较的视角对定制家具龙头进行分析，深度剖析公司在产品拓展、产能扩充与渠道建设方面的领先之处。
- ❖ **嗅得先机，适时拓品类。**欧派家居自 1994 年成立以来，一直从事整体厨柜业务，并围绕整体厨柜拓展相关品类，品类拓展领先同行业其他可比公司。2003 年起，欧派家居开始经营整体卫浴业务；2005 年起，公司开始经营整体衣柜业务；2010 年起，公司开始经营定制木门业务。而同行业中志邦家居与金牌厨柜分别在 2015 年和 2016 年开始拓展定制衣柜业务，2018 年拓展木门业务。欧派家居积极有序率先拓展品类，一方面显示出公司运营实力，另一方面展示出公司敏锐的商业机遇嗅觉，引领行业潮流。
- ❖ **未雨绸缪，产能扩展领先。**我国定制家具公司上市之初均面临产能不足问题，其中欧派家居产销率、产能利用率均达到 90% 以上，特别是 2014 年-2016 年产销率达到了 97% 以上，公司积极扩展产能以缓解生产的压力，巩固欧派家居市场龙头地位。前已经拥有清远、天津、无锡、成都（建设中）四大生产基地，形成辐射华南、华北、华东、华西的全国性生产能力。2017 年 IPO 募投项目进入建设以来，公司产量逐渐增加，2019 年底公司产量已经达到了 337.9 万套，其中整体橱柜/衣柜、卫浴和木门产量分别达到 70.78/170.62/38.64/57.82 万套。欧派家居产能布局与新增产能数量处于同行业领先水平。
- ❖ **积极应变，铸就强势渠道力。**目前我国家具厂商产品出货以经销商渠道为主，欧派家居和索菲亚经销商渠道收入占比均在 75% 以上，志邦家居和金牌厨柜在 60% 左右。**经销商与门店数量行业居首**，截至 2019 年年末，除欧派家居（经销商数量 5199 家）、索菲亚（经销商数量 3043 家）和志邦家居（2141 家），其他定制家具公司经销商数量均未超过 2000 家。门店数量方面，截至 2019 年年末，欧派家居门店数量 7062 家，索菲亚门店数量 3952 家，志邦家居门店 2827 家，尚品宅配门店数量 2421 家，金牌厨柜 2144 家，其他定制家具公司门店数量均未超过 2000 家。随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，为布局整装渠道，拓展客户资源，**欧派在行业内率先开展渠道变革**，于 2018 年开始试点推进整装大家居业务，2019 年全年公司橱柜事业部整装接单业绩突破 6 亿元，同比增长达 106%。
- ❖ **流量竞争下龙头优势凸显，整装大家居业务前景广阔。**欧派家居作为定制家具行业龙头公司，在产品拓展、产能扩充和渠道变革方面均领先行业大部分公司，起到行业标杆和引领作用。我们看好整装欧派大家居业务未来发展前景，我们维持公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.27/23.50/27.16 亿元，对应当前市值 PE 分别为 22/19/16 倍。公司上市以来估值中枢 30 倍，目前公司估值处于历史估值底部区间，考虑到公司品牌实力和整装渠道的快速发力，维持 144 元/股目标价，对应 2020 年 30XPE，并维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**渠道拓展竞争加剧，信息系统开发不及预期，房地产市场大幅波动。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	13,533	14,513	16,764	19,234
同比增速(%)	17.6%	7.2%	15.5%	14.7%
归母净利润(百万)	1,839	2,027	2,350	2,716
同比增速(%)	17.0%	10.2%	15.9%	15.6%
每股盈利(元)	4.42	4.82	5.59	6.46
市盈率(倍)	24	22	19	16
市净率(倍)	5	4	3	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 05 月 07 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

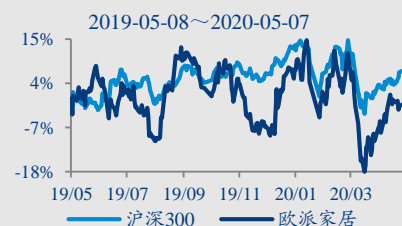
电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	42,017
已上市流通股(万股)	42,017
总市值(亿元)	441.64
流通市值(亿元)	441.64
资产负债率(%)	38.7
每股净资产(元)	22.5
12 个月内最高/最低价	125.15/87.67

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《欧派家居（603833）2019 年三季报点评：业绩符合预期，毛利率微降，大宗业务持续高增》

2019-10-30

《欧派家居（603833）2019 年业绩预告点评：业绩平稳符合预期，交房回暖叠加渠道精细化助力稳定成长》

2020-01-16

《欧派家居（603833）2019 年报与 2020 年一季度点评：大宗 & 整装快速增长，业绩表现符合预期》

2020-05-06

投资主题

报告亮点

本篇报告是我们自 2019 年来发布的第二篇欧派家居深度报告，从同行业比较的视角对定制家具龙头欧派家居进行分析，深度剖析公司在产品拓展、产能扩充与渠道建设方面的领先之处。

投资逻辑

本篇报告首先从产品拓展、产能扩充与渠道建设方面对公司和同行业可比公司进行比较分析：然后在主要财务指标与估值分析基础上得出结论。我们认为，欧派家居作为定制家具行业龙头公司，在产品拓展、产能扩充和渠道变革方面均领先行业大部分公司，起到行业标杆和引领作用。目前公司估值处于历史估值底部区间，考虑到公司品牌竞争实力强劲与整装业务快速发展，维持“强推”评级。

关键假设、估值与盈利预测

假设公司大宗业务中橱柜、衣柜、木门、卫浴收入占比分别为 70%、20%、5% 和 5%，零售业务收入增长主要来源店面开拓与单店收入提升。考虑到公司聚焦定制家具行业并稳定经营，我们采用 DCF 估值，维持公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.27/23.50/27.16 亿元，对应当前市值 PE 分别为 22/19/16 倍。

目 录

一、产品拓展领先，嗅得先机.....	6
（一）先人一步，品类拓展行业领先.....	6
（二）各品类发展战略清晰.....	7
1、整体橱柜：欧派家居以整体橱柜起家，是当前我国橱柜行业龙头.....	7
2、整体衣柜：后来居上，毛利率水平领先.....	8
3、定制木门：作为公司重点发展品类，保持快速增长.....	8
4、欧派卫浴：增长稳定，向定制卫浴发展.....	9
二、产能扩充领先，未雨绸缪.....	10
（一）产能利用率处于高位.....	10
（二）产能全国性布局，新增产能行业领先.....	12
三、渠道变革领先，创新活力.....	14
（一）渠道覆盖面广，下沉力度大.....	14
1、欧派家居以经销渠道为主，大宗业务占比提升.....	14
2、门店数量行业居首，渠道下沉力度大.....	15
（二）独有大宗业务信贷模式，保证资金周转与盈利水平.....	17
（三）整装：2018 年切入整装领域，获取流量能力强.....	20
四、做大做强做优，龙头地位稳固.....	23
（一）做大做强做优，经营能力优异.....	23
1、行业龙头，收益质量同行业领先.....	23
2、资本结构稳定，偿债能力提升.....	25
3、资金周转速度居中，运营能力稳健.....	26
4、收现能力中上，盈利质量较高.....	27
（二）估值处低位，维持“强推”评级.....	28
五、风险提示.....	29

图表目录

图表 1 欧派家居发展历程.....	6
图表 2 欧派家居主营收入结构.....	7
图表 3 欧派家居主要业务毛利率.....	7
图表 4 部分上市定制家具公司主要品类拓展路径.....	7
图表 5 欧派厨柜收入及增速.....	8
图表 6 2019 年主要上市公司厨柜收入规模及毛利率.....	8
图表 7 整体衣柜占比逐渐上升，成为第二大主业.....	8
图表 8 2019 年主要上市公司衣柜收入规模及毛利率.....	8
图表 9 欧派家居定制木门规模快速增长.....	9
图表 10 2019 年主要上市公司定制木门收入及毛利率.....	9
图表 11 欧派卫浴初期增长缓慢，2016-19 年快速增长.....	9
图表 12 欧派卫浴毛利率呈上升趋势.....	9
图表 13 欧派家居上市募投资金新建产能一览表.....	10
图表 14 欧派家居产销率维持高位.....	11
图表 15 欧派家居各业务产能利用率.....	11
图表 16 主要定制家具公司上市之前三年产能利用率.....	11
图表 17 主要家具公司厨柜产销率均接近 100%.....	12
图表 18 欧派家居生产基地情况.....	12
图表 19 欧派家居分区域收入结构.....	12
图表 20 索菲亚产品工业布局（2019 年）.....	13
图表 21 主要家具公司产能扩展情况.....	13
图表 22 欧派家居分渠道收入规模（万元）.....	14
图表 23 欧派家居分渠道收入结构.....	14
图表 24 主要定制家具公司经销渠道收入占比.....	15
图表 25 主要定制家具公司大宗业务收入占比.....	15
图表 26 欧派家居各业务的对应经销商数量（家）.....	15
图表 27 欧派家居各业务的对应门店数量（家）.....	15
图表 28 不同家具企业经销商数量（家）.....	16
图表 29 不同家具企业门店数量（家）.....	16
图表 30 欧派家居 2019 年分市场级别经销商占比.....	17
图表 31 欧派家居 2019 年分市场级别门店占比.....	17
图表 32 欧派家居大宗业务收入规模（万元）.....	18

图表 33	欧派家居分渠道收入增速	18
图表 34	欧派家居大宗业务收入占比	18
图表 35	欧派家居大宗业务前十大客户收入规模	18
图表 36	主要定制家具大宗业务收入规模（万元）	18
图表 37	2016 年主要定制家具公司向前三大客户销售收入规模	19
图表 38	欧派家居分渠道毛利率	20
图表 39	2019 年主要家具上市公司分渠道毛利率	20
图表 40	部分定制家具公司大宗业务信用政策	20
图表 41	欧派家居整装模式	21
图表 42	欧派家居部分合作家装公司	22
图表 43	部分定制家具公司拓展整装业务情况	22
图表 44	欧派家居收入规模及增速	23
图表 45	欧派家居归母净利润规模及增速	23
图表 46	主要家具上市公司年营业总收入（亿元）	24
图表 47	主要家具上市公司归母净利润（亿元）	24
图表 48	欧派家居毛利率逐年攀升（单位：%）	24
图表 49	欧派家居净利率逐年攀升（单位：%）	24
图表 50	欧派家居 ROE、ROA 情况	25
图表 51	欧派家居三费率变化（单位：%）	25
图表 52	欧派家居 ROE 处于行业领先水平	25
图表 53	欧派家居 ROA 处于行业领先水平	25
图表 54	欧派家居权益乘数、资产负债率逐年降低	26
图表 55	欧派家居流动比率和速动比率逐年攀升	26
图表 56	资产负债率比较	26
图表 57	流动比率比较	26
图表 58	欧派家居营业周期相对稳定（单位：天）	27
图表 59	欧派家居存货周转率保持稳定（单位：次）	27
图表 60	定制家具公司应收账款周转率变化（单位：次）	27
图表 61	经营活动现金流量净额/营业收入（%）	28
图表 62	经营活动现金流量净额/净利润	28
图表 63	欧派家居历史动态市盈率走势	28
图表 64	定制家具 PE(TTM)同行业比较	29

一、产品拓展领先，嗅得先机

欧派家居自 1994 年成立以来，一直从事整体厨柜业务，并围绕整体厨柜拓展相关品类，品类拓展领先同行业其他可比公司。2003 年起，欧派家居开始经营整体卫浴业务；2005 年起，公司开始经营整体衣柜业务；2010 年起，公司开始经营定制木门业务。而同行业中志邦家居与金牌厨柜分别在 2015 年和 2016 年开始拓展定制衣柜业务，2018 年拓展木门业务。欧派家居积极有序率先拓展品类，一方面显示出公司运营实力，另一方面展示出公司敏锐的商业机遇嗅觉，引领行业潮流。

（一）先人一步，品类拓展行业领先

欧派家居的前身是成立于 1994 年的广州康洁厨房设备有限公司，2013 年，欧派整体变更为股份有限公司。公司的发展大致可以分为五个阶段：第一阶段：1994 年-1998 年，成立欧派前身广州康洁，率先将“整体橱柜”概念引入国内；第二阶段：1999-2004 年，经销商加盟模式迅速发力，短时间内抢占全国市场；第三阶段：2005 年-2013 年，升级品牌形象，从橱柜单品类拓展为以橱柜、衣柜为主的多品类公司；第四阶段：2014 年-2016 年，推广全屋定制，推出副品牌欧铂丽，双品牌运行抢占市场；确立以“全屋 mall”为载体的大家居战略目标。第五阶段，2017 年以后，登陆上交所，实现产能迅速扩张，拓展整装业务。

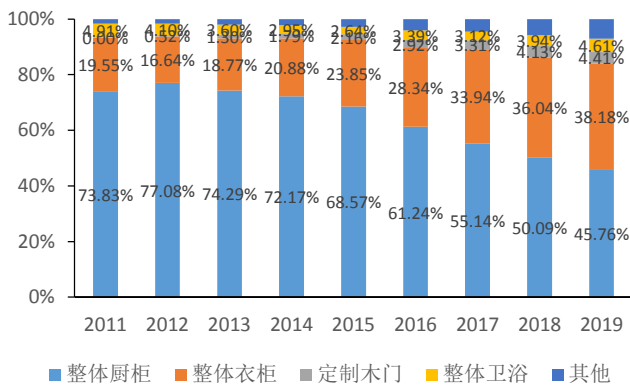
图表 1 欧派家居发展历程

1994年-1998年	1999年-2004年	2005年-2013年	2014年-2016年	2017年以后
欧派家居前身广州康洁成立，率先将“整体橱柜”概念引入国内。	经销商加盟模式迅速发力，短时间内抢占全国市场。	从橱柜单品类拓展为以橱柜、衣柜为主的多品类。	推广全屋定制，推出副品牌欧铂丽，双品牌运营。	上交所上市
<ul style="list-style-type: none"> 1994年姚良松成立广州康洁厨房设备有限公司，率先将欧洲“整体厨房”概念引入中国。 1995年，成立装饰工程有限公司，导入厨房与装修一站式服务理念。 1996年，“欧派”商标成功注册。 1997年，康洁厨房更名为广州欧派橱柜设备有限公司。 1998年，逐渐将业务扩展至北京、上海、杭州等中心城市。 	<ul style="list-style-type: none"> 1999年，强力推动全国营销网络建设，开创橱柜业连锁经营先河。欧派代理加盟制体系初见雏形，在全国一百多个大中城市建立专营店和服务中心。 2000年，欧派第一套“2000 功能化橱柜”诞生，正式宣布开启中国“橱柜电器配件一体化”进程。欧派年销售额突破1亿元。 2002年，欧派“2002风景线”产品闪亮登场，全国专营店达300余家。 2003年，进军卫浴行业。 2004年，欧派全国商场发展到近700家，产品出口美国、日本、加拿大、澳大利亚等二十多个国家和地区。 	<ul style="list-style-type: none"> 2005年，开始经营整体衣柜业务。 2016年，欧派集成家居有限公司成立，正式进军整体衣柜产业。 2007年，欧派年销售额突破10亿元。 2008年，欧派第一套数码化厨房“格林纳达”诞生，开启中国厨房智能化时代。欧派全国专营店突破1000。 2009年，“广东欧派集团”成立。欧派全国专营店接近2000家。 2010年，启用新LOGO-OPPEIN，公司更名“广东欧派家居集团有限公司”；进军木门产业。 2012年，欧派集团年销售额突破30亿元，全国专营店数超2000家。 2013年，与红星美凯龙签署战略合作协议。 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年，正式启动大家居战略，中国首创高端定制家居模式。 2015年，推出副品牌欧铂丽，定位中端白领人群。 2016年，欧派大家居战略正式落地，大型全屋定制MALL布局终端，引领行业二次革命。 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年3月28日，欧派家居在上交所上市。 2018年5月，欧派整装大家居旗舰店成功开业，成为欧派大家居发展之路上的一个标志性事件。 2019年，升级“整装赋能”的全新商业模式，与全国各地家装龙头企业强强联合，实现一体化家居装修解决方案；推出全新高端产品系列—BAUNIS铂尼斯。

资料来源：欧派家居集团官网，欧派家居招股书，华创证券

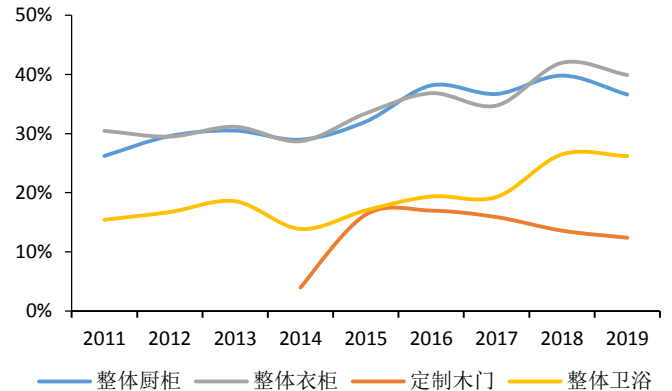
欧派家居在产品品类有序拓展。欧派家居自 1994 年成立以来，一直从事整体厨柜业务；2003 年起，公司开始经营整体卫浴业务；2005 年起，公司开始经营整体衣柜业务；2010 年起，公司开始经营定制木门业务。2019 年公司橱柜、衣柜、木门、卫浴产品占营业总收入比重分别为 45.76%、38.18%、4.41%和 4.61%。

图表 2 欧派家居主营收入结构



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 3 欧派家居主要业务毛利率



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

同行业比较来看，欧派家居品类拓展行业领先。我国定制家具发展大致分为三个阶段：（1）1990s 至 2004 年：单品类定制阶段。行业呈现年 20%以上的高增长，市场规模不断扩大至千亿级别，渗透率逐年提升。定制家具市场格局以中小厂商居多，行业较为分散。通过开单品类专卖店的形式进行渠道下沉。（2）2004 年至 2014 年：除尚品宅配外，部分厂商开始朝多品类定制家具发展，例如欧派家居、皮阿诺。（3）2014 年以后，定制家具厂商沿着“柜体类/木门类单品类→多品类→全屋”的成长路径发展，集中开启全屋定制战略。欧派家居在橱柜基础上，早于其他定制家具公司陆续拓展卫浴、衣柜、木门等业务，而二线家具企业如志邦家居、金牌厨柜则在 2015 年及之后拓展衣柜业务及开启全屋定制战略。

图表 4 部分上市定制家具公司主要品类拓展路径

欧派家居	1994年 整体橱柜	2003年 卫浴	2005年 整体衣柜	2010年 定制木门	2014年 全屋定制		
索菲亚	2003年 定制衣柜				2014年 定制橱柜	2017年 定制木门	
志邦家居	1998年 定制橱柜				2015年 定制衣柜	2016年 全屋定制	2018年 定制木门
金牌厨柜	1999年 定制橱柜					2016年 定制衣柜	2018年 定制木门

资料来源：华创证券整理

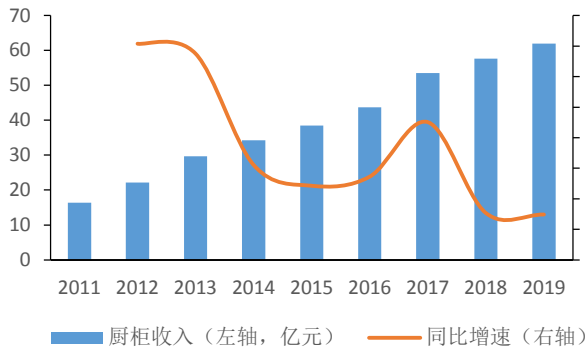
（二）各品类发展战略清晰

1、整体橱柜：欧派家居以整体橱柜起家，是当前我国橱柜行业龙头

橱柜为公司第一大业务，近年来随着整体衣柜的崛起及公司其他产品的开拓，整体橱柜占总体收入的比重逐渐下降，2019 年整体橱柜实现销售收入 61.93 亿元，同比增长 7.42%，占总体收入的比重为 45.76%，毛利率水平 36.60%。同业竞争方面，目前我国橱柜行业企业众多竞争激烈，欧派在收入规模和盈利能力方面均处于行业领先地位，我国 A

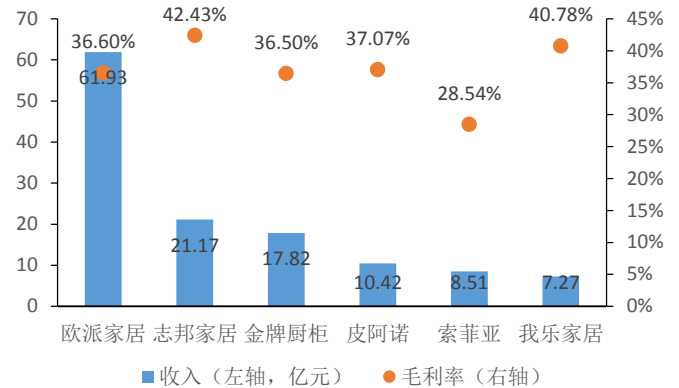
股上市家具公司中，欧派橱柜年销售规模约为排名第二的志邦家居橱柜收入的三倍。

图表 5 欧派橱柜收入及增速



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 6 2019 年主要上市公司橱柜收入规模及毛利率

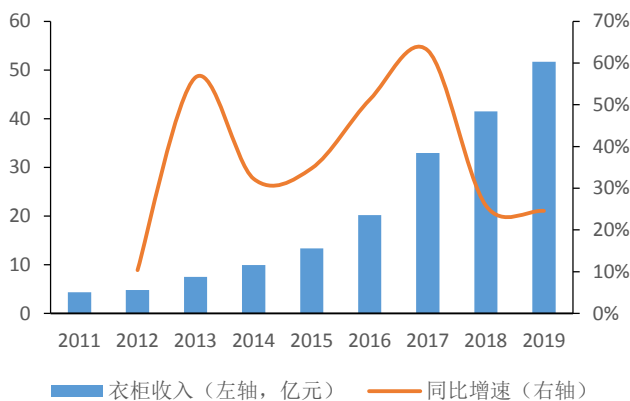


资料来源：各公司 2019 年报，华创证券

2、整体衣柜：后来居上，毛利率水平领先

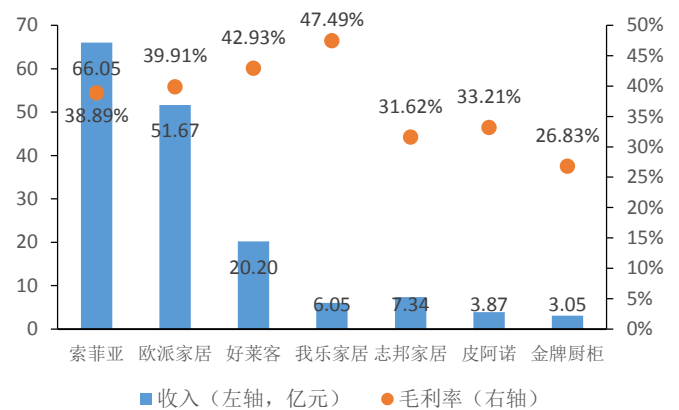
欧派衣柜业务始于 2005 年，2011 年之后，欧派的整体衣柜逐渐成为第二大主业。营业收入从 2011 年的 4.34 亿元增加至 2019 年 51.67 亿元，CAGR 达 36.29%，占总收入的比重从 2011 年的 19.55% 增长至 2019 年的 38.18%。盈利能力方面，公司整体衣柜毛利率在所有产品中最高，2019 年为 39.91%。同业竞争方面，目前我国衣柜行业企业众多，竞争激烈，欧派衣柜收入规模次于索菲亚，居于第二位，但是在盈利能力方面处于行业领先地位。

图表 7 整体衣柜占比逐渐上升，成为第二大主业



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 8 2019 年主要上市公司衣柜收入规模及毛利率

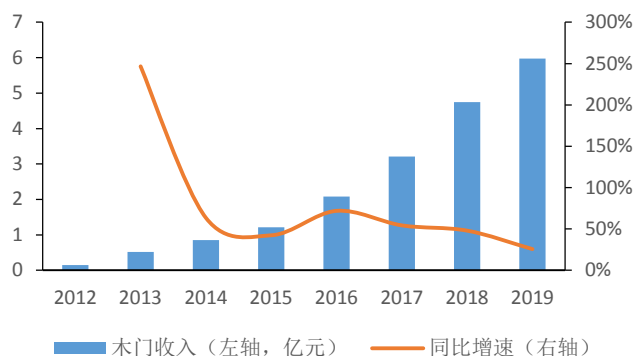


资料来源：各公司 2019 年报，华创证券

3、定制木门：作为公司重点发展品类，保持快速增长

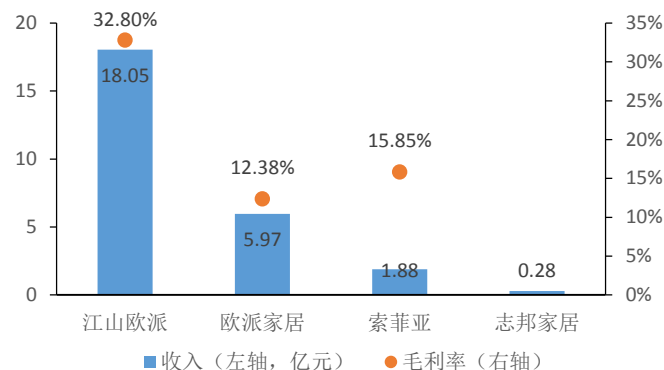
欧派家居在 2010 年开始拓展定制木门的业务，推出欧铂尼木门品牌。2019 年，公司实现整体木门营业收入 5.97 亿元，占总营业收入的 4.41%，同比增长 25.68%。近年来，整体木门作为欧派的重点发展品类，销售额快速增长。为快速抢占市场份额，公司木门产品定价较低，毛利率有所压缩，2019 年，整体木门的毛利率为 12.38%，明显低于整体橱柜和整体衣柜 30% 以上的毛利率水平。同业竞争方面，目前我国木门行业市场规模大但市场集中度低，在上市公司中，欧派家居木门在收入规模方面均次于江山欧派。

图表 9 欧派家居定制木门规模快速增长



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 10 2019 年主要上市公司定制木门收入及毛利率

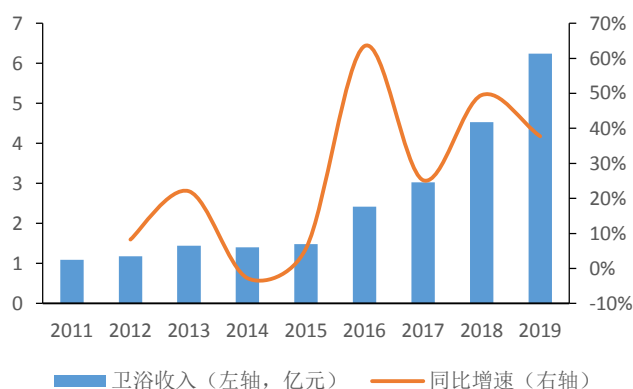


资料来源：各公司 2019 年报，华创证券

4、欧派卫浴：增长稳定，向定制卫浴发展

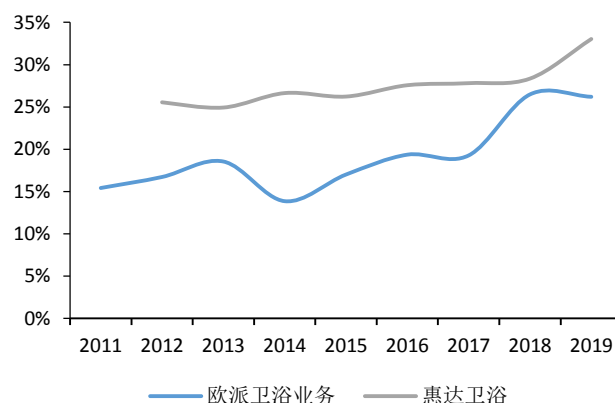
在 21 世纪初，中国本土卫浴品牌开始兴起，公司顺势拓展卫浴业务。但卫浴业务发展前期由于缺乏独立的生产线，品类跨越较大，公司卫浴业务增长缓慢。2015 年欧派提出“全卫定制”概念，结合空间结构与消费者个性化需求，将卫浴洁具、龙头、瓷砖等功能配件统筹配置形成成套卫浴产品。2019 年公司整体卫浴业务收入达 6.24 亿元，约为 2015 年销售额 4 倍。目前卫浴定制取得较大突破：从终端到研发、制造再到营销，已基本形成体系，与此同时，渠道梳理取得较大进展，品牌推广迈出坚实步伐，通过产品完善、模式打造、渠道拓展以及店面形象更新等一系列工作的积极推进，欧派卫浴“定制卫浴第一品牌”的形象初见端倪。同行业竞争方面，目前我国 A 股上市公司惠达卫浴年营收规模在 32 亿左右，远高于欧派卫浴业务规模；在盈利能力方面，欧派卫浴的毛利率水平呈现上升趋势，2019 年欧派整体卫浴毛利率 26.20%。预计未来公司卫浴产品仍将作为大家居战略的重要补充部分，保持快速发展。

图表 11 欧派卫浴初期增长缓慢，2016-19 年快速增长



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 12 欧派卫浴毛利率呈上升趋势



资料来源：各公司年报，华创证券

二、产能扩充领先，未雨绸缪

我国定制家具公司上市之初均面临产能不足问题，主要家具公司产能利用率在 90%以上，公司发展受到产能不足制约。欧派家居产销率、产能利用率均达到 90%以上，特别是 2014 年-2016 年产销率达到了 97%以上，公司积极扩展产能以缓解生产的压力，巩固欧派家居市场龙头地位。前已经拥有清远、天津、无锡、成都（建设中）四大生产基地，形成辐射华南、华北、华东、华西的全国性生产能力。2016 年年底，公司整体橱柜、整体衣柜、定制木门、整体卫浴的产能共计 150 万套，其中整体橱柜有 50 万套，整体衣柜有 73 万套，定制木门有 12 万套，整体卫浴有 15 万套。2017 年 IPO 募投项目进入建设以来，公司产量逐渐增加，2019 年年底公司产量已经达到了 337.9 万套，其中整体橱柜产量 70.78 万套，整体衣柜产量 170.62 万套，整体卫浴产量 38.64 万套，木门产量 57.82 万樘。从新增产能数量方面，欧派家居处于同行业领先水平。

（一）产能利用率处于高位

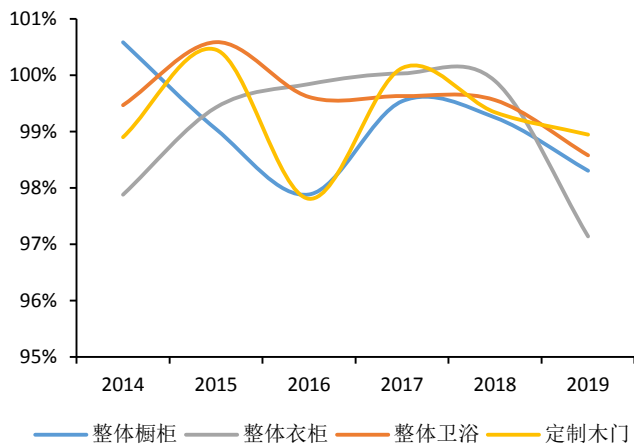
欧派家居产销率、产能利用率均达到 90%以上，特别是 2014 年-2016 年产销率达到了 97%以上，公司积极扩展产能以缓解生产的压力，以此实现产能与收入的增加，巩固欧派家居市场龙头地位。2016 年年底，公司整体橱柜、整体衣柜、定制木门、整体卫浴的产能共计 150 万套，其中整体橱柜有 50 万套，整体衣柜有 73 万套，定制木门有 12 万套，整体卫浴有 15 万套。2017 年 IPO 募投项目进入建设以来，公司产量逐渐增加，2019 年年底公司产量已经达到了 337.9 万套，其中整体橱柜产量 70.78 万套，整体衣柜产量 170.62 万套，整体卫浴产量 38.64 万套，木门产量 57.82 万樘。

图表 13 欧派家居上市募投资金新建产能一览表

业务名称	承诺投资项目名称	2016 年产能	投资项目新增产能	项目达到预定可使用状态日期	实际投资项目
橱柜	广州年产 15 万套橱柜生产线建设项目	50 万套/年	30 万套/年	2018 年 12 月	实施地点变更至清远市
	天津年产 15 万套橱柜生产线建设项目			2017 年 1 月	
	无锡生产基地（一期）建设项目：年产 10 万套橱柜生产线			2018 年 6 月	
衣柜	广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目	73 万套/年	55 万套/年	2018 年 12 月	实施地点变更至清远市
	无锡生产基地（一期）建设项目：年产 30 万套衣柜生产线			2018 年 6 月	
橱柜配套产品	无锡生产基地（一期）建设项目：新建年产 50 万套抽油烟机、50 万套燃气灶生产线			2019 年 12 月	实施地点变更至广州市。2020 年 4 月终止项目。
定制木门	广州年产 60 万樘木门生产线建设项目	15 万樘/年	60 万樘/年	2019 年 6 月	实施地点变更至清远市

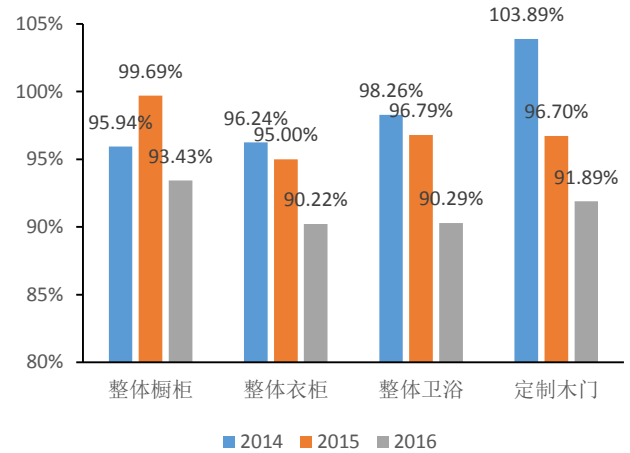
资料来源：欧派家居招股说明书，公司公告，华创证券

图表 14 欧派家居产销率维持高位



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

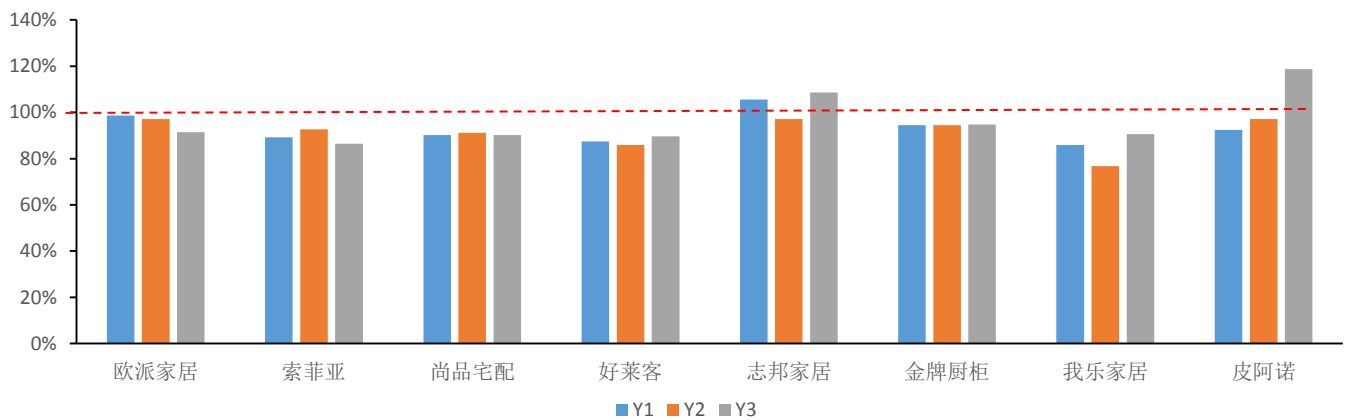
图表 15 欧派家居各业务产能利用率



资料来源：欧派家居招股书，华创证券

同行业比较来看，我国定制家具公司上市之初均面临产能不足问题，主要家具公司产能利用率在 90% 以上，公司发展受到产能不足制约。公司上市之初募投资金基本都涉及产能扩展项目，项目建设周期一般 18-24 个月，据此推算，2019-2020 年将迎来我国家具公司产能释放期，产能瓶颈将得以缓解。

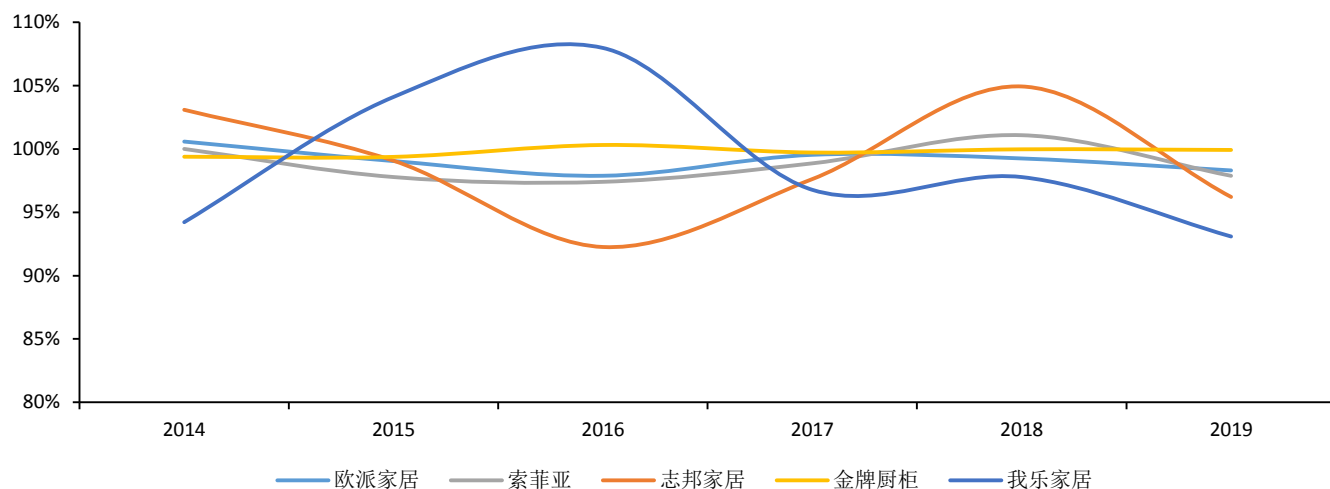
图表 16 主要定制家具公司上市之前三年产能利用率



资料来源：各公司招股说明书，华创证券

注：为方便比较，选取各上市公司上市前三年可得数据，索菲亚 Y1/Y2/Y3 分别为 2008、2009、2010 年，好莱客 Y1/Y2/Y3 分别为 2011、2012、2013 年，其他上市公司 Y1/Y2/Y3 分别为 2014、2015、2016 年

图表 17 主要家具公司橱柜产销率均接近 100%



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华创证券

（二）产能全国性布局，新增产能行业领先

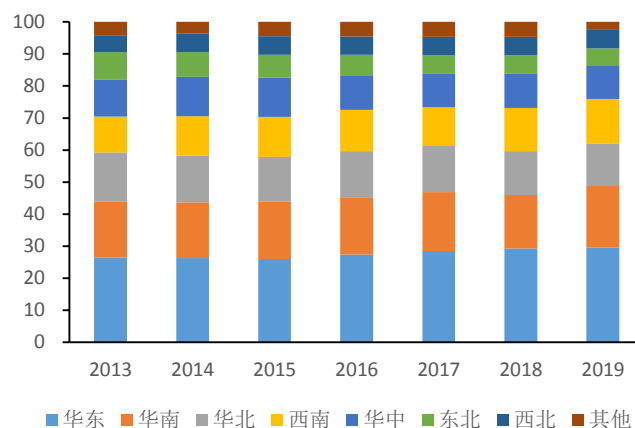
欧派家居四大基地全国性布局，具备大规模非标定制生产能力。欧派家居目前已经拥有广州总部和清远、天津、无锡、成都四大生产基地，形成辐射华南、华北、华东、华西的全国性生产能力，并已初步将原来的零部件生产模式提高为全屋定制家具产品的柔性化加工工艺，并辅之以自动加工技术，进行现代化和信息化改造，现已建立柔性化的定制生产线。欧派家居最初的生产基地仅局限于广州，带来了物流成本，生产周期较长的问题，公司的经营效率也因此受到一定的影响。欧派家居在全国分区域建设生产基地此举能够解决这一问题，使得生产基地一方面就近满足相应市场的需要，另一方面提升公司内部的运营效率。此外，四大基地所在区域华东、华南、华北、西南分别对公司贡献最大的四大区域，建筑生产基地在此能够进一步消化区域市场内部的订单，提升服务的效率，并转化为各个地区的销售收入的增长。

图表 18 欧派家居生产基地情况



资料来源：欧派家居 2019 年报，华创证券

图表 19 欧派家居分区域收入结构



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

同行业比较来看，索菲亚与尚品宅配等一线定制家具企业与欧派家居一样在不断完善全国布局，而志邦家居、金牌厨柜、我乐家居等主要聚焦区域精细化。索菲亚上市以来持续推进产能建设，产品运输辐射半径快速扩大。截至 2019

年底，已经形成华南、华东、华北、西部、华中、恒大索菲亚六大全屋定制家具生产基地和齐齐哈尔木门生产基地。尚品宅配也在位于佛山的华南生产基地基础上，进行江苏无锡华东生产基地建设与成都崇州西南生产基地建设，不断完善全国布局。二线定制家具企业方面，志邦家居主要厂区（含在建）分布在安徽省合肥市市区及合肥周边，目前拥有（含在建）荷塘路厂房、连水路厂房、双墩生产基地、长丰县下塘厂区长丰县双凤经济开发区以及庐阳经济开发区厂区。金牌厨柜在国内的厂区主要分布在厦门市同安区和江苏宿迁泗阳县。我乐家居厂区主要分布在南京市溧水区。整体来看，我国二线家具生产企业在厂区分布方面更偏向于区域精细化，从地理位置角度看，主要分布在我国中部交通发达地区，便于运输配送。

图表 20 索菲亚产品工业布局（2019 年）



资料来源：索菲亚年报，华创证券

新增产能数量方面，欧派家居也处于行业领先水平。定制家具上市公司陆续进行产能扩展，除在原有主要业务产线拓展的同时，也在积极拓展木门等业务产线，有助于实现多业务协同。从新增产能数量方面，欧派家居处于同行业领先水平。

图表 21 主要家具公司产能扩展情况

公司	上市年份	上市前产能	预计 2018-2020 年新增产能	备注
欧派家居	2017	橱柜 50 万套；衣柜 73 万套；卫浴 12 万套；木门 15 万樘	橱柜 30 万套；衣柜 60 万套；木门 60 万樘。	
索菲亚	2011	390 万平米定制衣柜及其配套家具	8.2 万套定制橱柜；144 万套定制衣柜及配套；30 万樘木门。	2017 年公司已经形成 221 万单定制衣柜产能；8 万单定制橱柜产能和 45 万樘木门产能。
尚品宅配	2017	142 万件	150 万套定制家具及配套家具成品。	
好莱客	2015	301.5 万平米（2013 年）	250 万平米定制衣柜产能	
志邦家居	2017	橱柜 20 万套；衣柜 3 万套	橱柜 20 万套；衣柜 40 万套；木门 50 万套；标准柜项目家居 4 万套、卫浴柜 4 万套和整体衣帽间 6.5 万套。	2018 年末已经形成整体橱柜产能 32 万套，全屋定制 20 万套。
金牌厨柜	2017	橱柜 13.5 万套	橱柜 13 万套	
我乐家居	2017	橱柜 7.26 万套；衣柜 2.26 万套；全屋定制 0.35 万套。	全屋定制家具生产线 174 万平米；实木家具生产线 8.3 万平米；台面加工	2018 年末形成橱柜 9.6 万单，衣柜 38.4 万单产能建设。

公司	上市年份	上市前产能	预计 2018-2020 年新增产能	备注
			线 8.3 万平米。	
皮阿诺	2017	橱柜 6.5 万套; 衣柜 2.5 万套。	橱柜 12 万套; 衣柜 9 万套。	

资料来源：各公司招股说明书，公司年报，华创证券

注：2018-2020 为据公司公告推算数据，如有出入，以上市公司公告为准。

三、渠道变革领先，创新活力

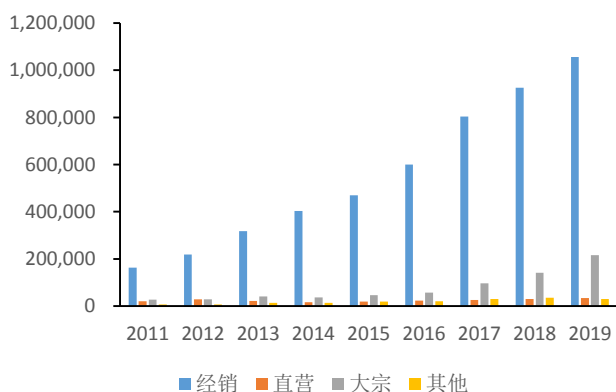
目前我国家具厂商产品出货以经销商渠道为主，但大宗业务占比上升趋势明显。欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在 75% 以上，志邦家居和金牌厨柜在 60% 左右。近两年，主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势。从近几年定制家具公司经销商及门店拓展情况来看，截至 2019 年年末，除欧派家居（经销商数量 5199 家）、索菲亚（经销商数量 3043 家）和志邦家居（2141 家），其他定制家具公司经销商数量均未超过 2000 家。门店数量方面，截至 2019 年年末，欧派家居门店数量 7062 家，索菲亚门店数量 3952 家，志邦家居门店 2827 家，尚品宅配门店数量 2421 家，金牌厨柜 2144 家，其他定制家具公司门店数量均未超过 2000 家。随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。为布局整装渠道，拓展客户资源，欧派在行业内率先开展渠道变革，于 2018 年开始试点推进整装大家居业务，公司橱柜事业部 2018 全年整装接单业绩突破 3.5 亿元，2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长达 106%，整装渠道的破局成为拉动零售业绩增长的重要推动力。

（一）渠道覆盖面广，下沉力度大

1、欧派家居以经销渠道为主，大宗业务占比提升

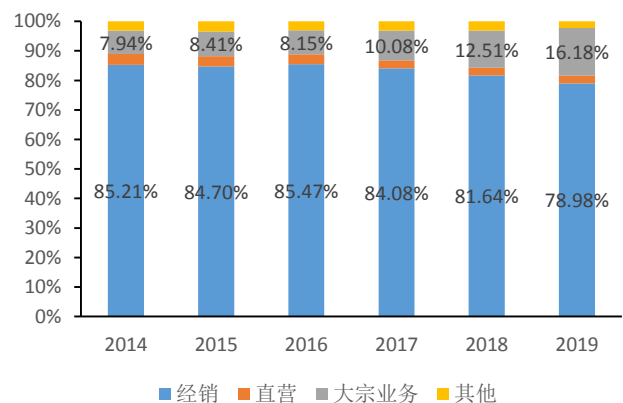
欧派家居以经销渠道销售为主，大宗业务占比提升。欧派家居 2014-2018 年年经销渠道收入占比均在 80% 以上，且成下降趋势，2019 年公司经销收入占比 78.98%。与此同时，公司大宗业务占比呈上升趋势，2019 年欧派家居大宗业务收入占比由 2014 年的 7.94% 提升至 16.18%。

图表 22 欧派家居分渠道收入规模（万元）



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 23 欧派家居分渠道收入结构

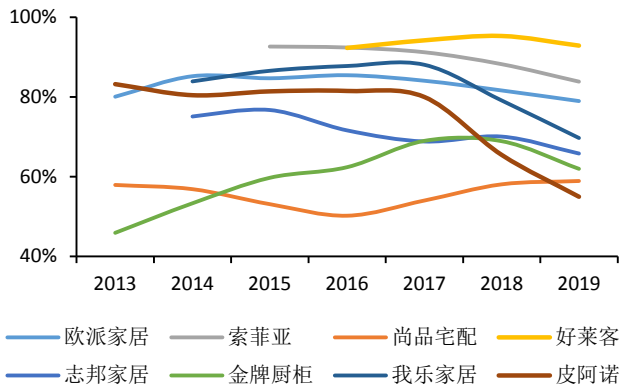


资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

同行业比较来看，欧派家居经销收入占比较高，大宗业务占比处于居中水平。在地产压制与行业竞争加剧压力下，家具企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主，但大宗业务占比上升趋势明显。欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在 75% 以上，志邦家居和金牌厨柜在 60% 左右。近两年，主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势，2019 年皮阿诺大宗业务占比最高，已经由 2014 年的 8.80% 提升

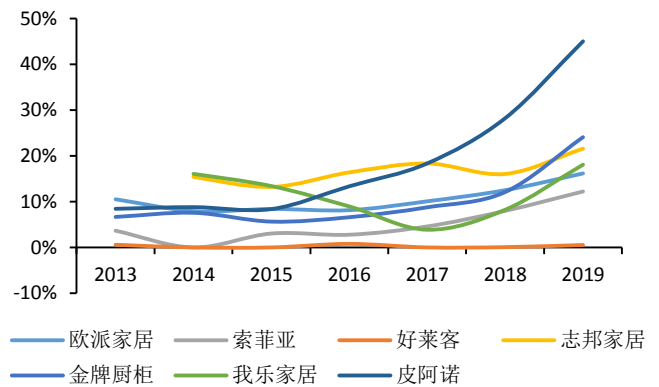
至 45.05%，志邦家居大宗业务占比一直在 13% 以上，2019 年大宗占比由 2014 年的 15.41% 提升至 21.59%，欧派家居大宗业务收入占比由 2014 年的 7.94% 提升至 2019 年的 16.18%，金牌厨柜大宗收入占比由 2014 年的 7.58% 提升至 24.10%。

图表 24 主要定制家具公司经销渠道收入占比



资料来源：各公司招股说明书，年报，华创证券

图表 25 主要定制家具公司大宗业务收入占比

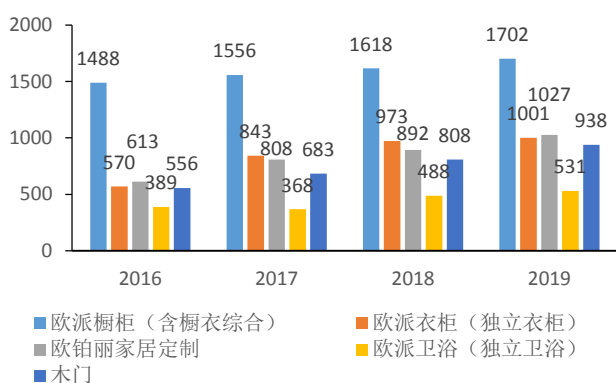


资料来源：各公司招股说明书，年报，华创证券

2、门店数量行业居首，渠道下沉力度大

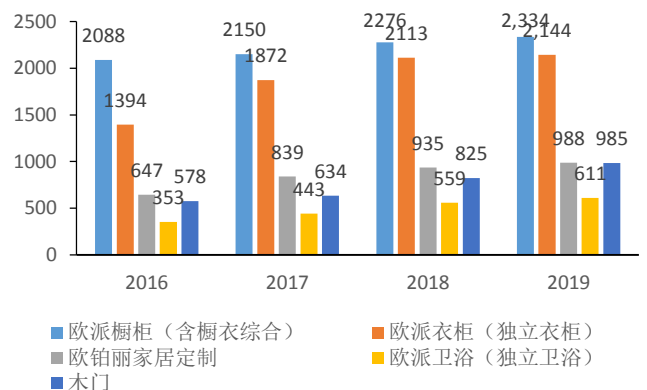
渠道覆盖广，门店数量行业居首。公司一直以来奉行“树根理论”，把公司比作大树，把众多的经销商比作树根，只有树根不断地输送养分，大树才能够长得枝繁叶茂，执行共创、共享、共赢的企业之道。“树根理论”的哲学使得欧派的经销商队伍不断发展壮大，2019 年底，公司共有经销商 5199 家，经销商门店 7062 家，门店数量居业内第一。经销商的不断壮大给公司带来了更大的辐射范围，有助于公司进一步下沉渠道至三四五线城市。结构上看，公司 2019 年经销商中橱柜、衣柜、欧铂丽家居定制、卫浴、木门经销商数量占比分别为 33%、19%、20%、10% 和 18%，门店中橱柜、衣柜、欧铂丽家居定制、卫浴、木门门店数量占比分别为 33%、30%、14%、9% 和 14%。

图表 26 欧派家居各业务的对应经销商数量（家）



资料来源：欧派家居招股说明书，公司年报，华创证券

图表 27 欧派家居各业务的对应门店数量（家）



资料来源：欧派家居招股说明书，公司年报，华创证券

同行业比较来看，欧派家居经销商与门店数量均行业领先。从近几年定制家具公司经销商及门店拓展情况来看，截至 2019 年年末，除欧派家居（经销商数量 5199 家）、索菲亚（经销商数量 3043 家）和志邦家居（2141 家），其他定制家具公司经销商数量均未超过 2000 家。门店数量方面，截至 2019 年年末，欧派家居门店数量 7062 家，索菲亚门店数量 3952 家，志邦家居门店 2827 家，尚品宅配门店数量 2421 家，金牌厨柜 2144 家，其他定制家具公司门店数量均未超过 2000 家。

图表 28 不同家具企业经销商数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	备注
欧派家居	2,210	2,557	2,813	3,616	4,258	4,779	5199	不含墙饰经销商
索菲亚	650	800	1,100	1,400	2,050	2,771	3043	
好莱客	553	672	926	1000-	1000+	1100+	1100+	
志邦家居		813	919	1,061	1,400	1,815	2141	
金牌厨柜	350	497	578	603	-	-	-	
我乐家居	-	784	807	706	740	800+	-	
皮阿诺	685	729	780	803	1,026	1,126	-	

资料来源：相关公司招股说明书，相关公司年报，华创证券

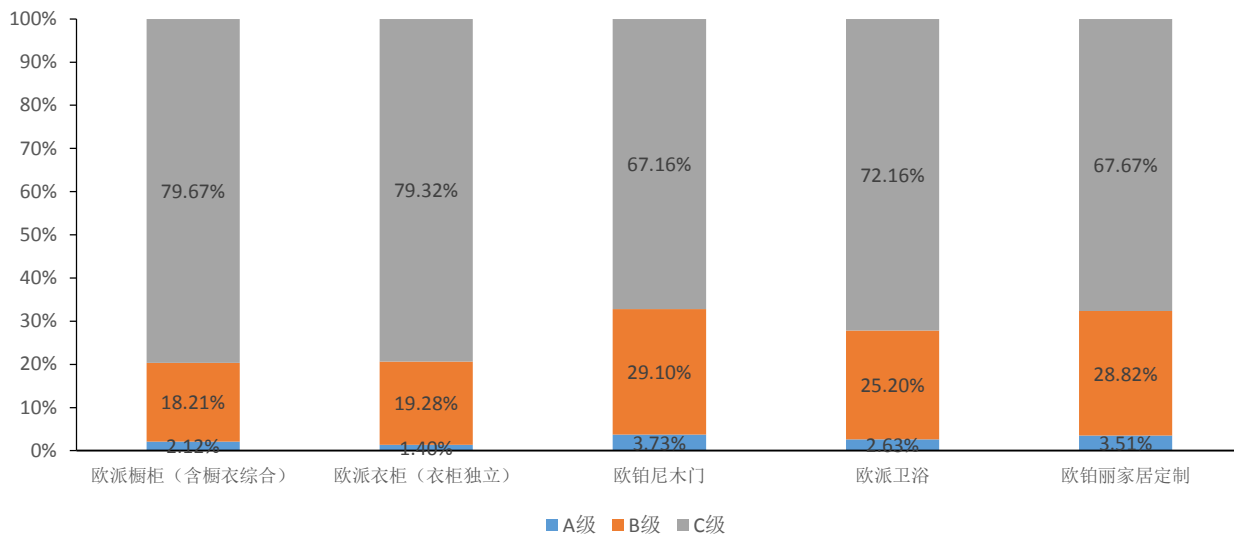
图表 29 不同家具企业门店数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	备注
欧派家居				5,060	5,938	6,708	7,062	不含墙饰门店
索菲亚	1,200	1,520	1,861	2,500	3,035	3,558	3,952	
尚品宅配	830	969	1,073	1,157	1,642	2,100	2,421	
好莱客	691	857	1,174	1300-	1,511	1,766	1,795	
志邦家居		981	1,007	1,265	1,759	2,363	2,827	
金牌厨柜	453	628	741	806	1,250	1,759	2,144	
我乐家居		760	787	731	1,062	1,283	1,170	
皮阿诺	737	802	864	870	1,103	1,256	965	

资料来源：相关公司招股说明书，相关公司年报，华创证券

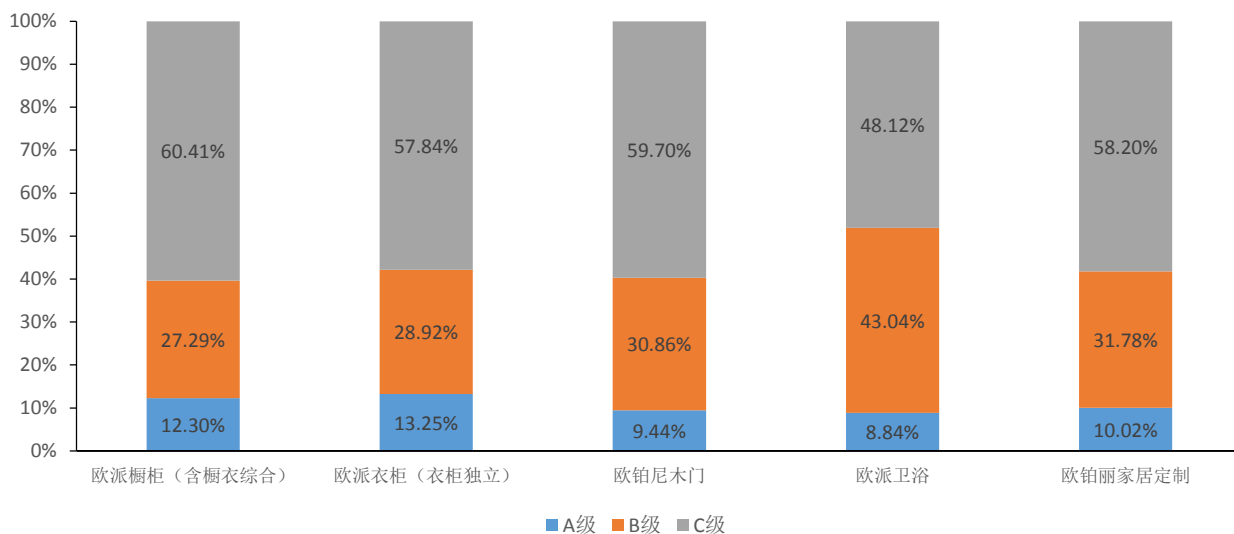
严格经销商管控机制，渠道下沉力度大。欧派家居经销商数量虽然多，但是对于经销商的资格认定非常严格。公司制定了招商管理办法，需要对经销商加盟申请人的文化程度、行业经验、个人履历、团队现状、资金实力、店面现状及社会资源等进行综合评价。公司将全国区域划分为九级，不同级别区域市场的经销商最终由不同层级人员商议确定，其中：C2、C3、C4 级市场的经销商由所辖营销部门总监确定最终人选；B1、B2、B3、C1、级市场的经销商由营销总经理确定最终人选；A1、A2 级市场的经销商由公司董事长召集营销总经理和营销部门总监共同商议确定最终人选。现有经销商申请成为下一级别市场经销商时，该经销商上一年度销售业绩必须在同级别所有经销商中排名前 40%；经营两个或两个以上区域的经销商再申请成为其他市场经销商时，该经销商上一年度销售业绩必须在同级别所有经销商中排名前 30%。严格的甄选制度使得经销商必须努力完成自己所在级别的任务。与此同时，公司还实行对经销商的末位淘汰，排在后 5% 的经销商，则进入淘汰行列；排在后 25% 的经销商，则接到总部的警示，必要时，总部约谈并需提交下年度提升业绩的经营承诺书。从经销商和门店城市级别来看，公司渠道下沉力度大，经销商分城市等级占比方面，C 级城市占比超过 50%，门店数量上也呈现出 C 级城市占比远高于 A 和 B 级城市的状况。这为公司抢夺三四级市场巨大空间提供基础。

图表 30 欧派家居 2019 年分市场级别经销商占比



资料来源：欧派家居 2019 年报，华创证券

图表 31 欧派家居 2019 年分市场级别门店占比

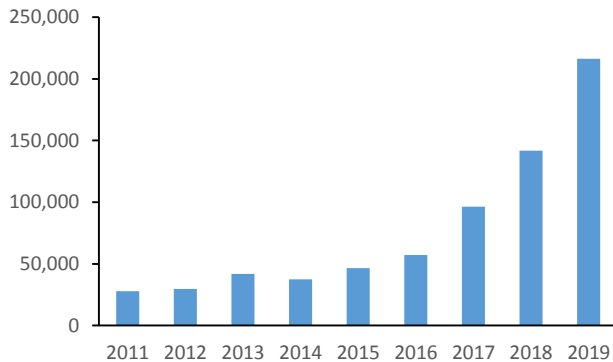


资料来源：欧派家居 2019 年报，华创证券

（二）独有大宗业务信贷模式，保证资金周转与盈利水平

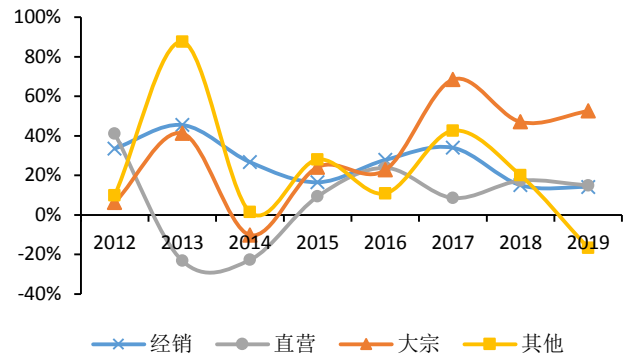
欧派家居近几年大宗业务收入规模保持快速增长。欧派家居在完善经销商市场销售网络的建设和发展后，自 2003 年开始拓展大宗用户市场，主要面向房地产开发商，针对其开发销售的精装商品房楼盘提供整体家居产品。近几年公司大宗业务收入保持快速增长，2019 年公司大宗收入规模已经由 2011 年的 2.79 亿增加至 21.62 亿，年均复合增速 29.18%，大宗业务收入占比也由 2011 年的 12.69% 提升至 2019 年的 16.18%。

图表 32 欧派家居大宗业务收入规模（万元）



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

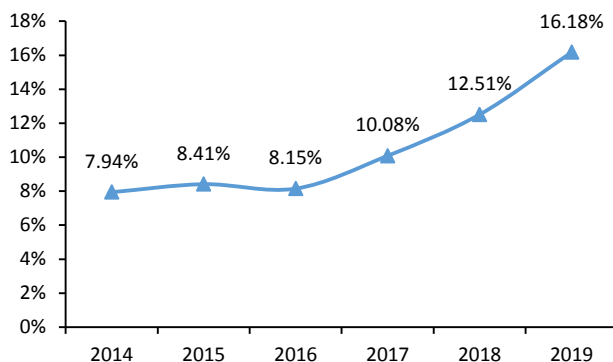
图表 33 欧派家居分渠道收入增速



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

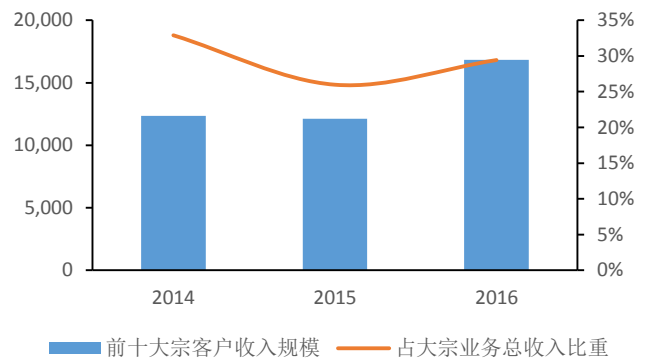
公司大宗业务客户集中度较高。从欧派家居招股说明书披露数据计算得出，公司 2016 年大宗业务前十大客户销售规模 1.68 亿元，占当期大宗业务总收入的 29%，占当期公司营业总收入的 2.36%。其中向保利房地产（集团）股份有限公司及关联方销售收入规模 7254.52 万元，占当期大宗收入的 12.68%，占当期营业总收入 1.02%。

图表 34 欧派家居大宗业务收入占比



资料来源：欧派家居招股书，年报，华创证券

图表 35 欧派家居大宗业务前十大客户收入规模



资料来源：欧派家居招股书，华创证券

图表 36 主要定制家具大宗业务收入规模（万元）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	41,845	37,561	46,636	57,227	96,411	141,762	216,228
索菲亚	6,303	-	9,220	10,909	23,687	48,424	75,526
志邦家居	-	15,702	15,103	24,771	39,590	39,075	63,947
金牌厨柜	3,745	5,200	4,425	7,259	12,373	20,253	50,491
我乐家居	-	8,368	7,768	6,056	3,543	8,907	24,098
皮阿诺	3,520	4,387	4,219	8,300	14,829	30,645	64,367

资料来源：相关公司招股说明书，相关公司年报，相关公司半年报，华创证券

同行业公司来看，欧派家居大宗业务收入规模行业领先，客户依赖度相对小。由于地产商和装修公司处在流量入口上游，且能够批量采购，家具企业积极开展大宗业务，从近几年家具企业大宗业务收入规模绝对数来看，龙头企业依托品牌力、供货能力等获取更多大宗业务订单，收入规模也处于领先水平。2019 年，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入分别为 21.62 亿、7.55 亿、6.39 亿和 5.05 亿。家具公司在与地产商、装修公司合作时

议价能力尚为有限，易形成对单一或数个大宗客户依赖。根据主要定制家具公司招股书数据，家具企业主要面对的大宗客户为恒大、万科、碧桂园等全国性大型地产商以及地方性房地产商、装修公司。2016 年欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺第一大客户均为大宗客户，销售收入规模占当期营业总收入比重分别为 1.02%、7.01%、1.39%、8.64%和 5.95%。

图表 37 2016 年主要定制家具公司向前三大客户销售收入规模

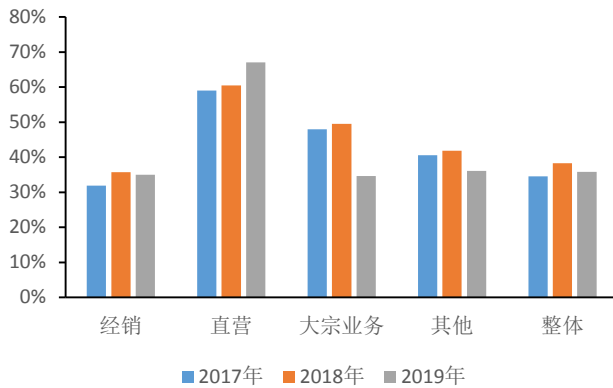
公司	前三大客户	销售金额（万元）	销售金额占营收比重
欧派家居	保利房地产（集团）股份有限公司及其关联方	7,254.52	1.02%
	广州市番禺祈福新邨房地产有限公司	3,714.27	0.52%
	广州新建开发装饰有限公司	2,156.26	0.30%
志邦家居	恒大地产集团有限公司下属单位	11,011.14	7.01%
	王泽志控制的单位	4,244.18	2.70%
	北京智慧家厨房设备有限公司	4,150.51	2.64%
金牌厨柜	重庆市狄田建材有限公司	1,526.05	1.39%
	厦门东源泰建筑工程有限公司	1,190.91	1.08%
	海南丽家装饰材料有限公司	1,085.31	0.99%
我乐家居	广州恒大材料设备有限公司	5,839.12	8.64%
	南京快特兰汀家居有限公司	3,379.07	5.00%
	四川成都我乐橱柜（古代英）	929.38	1.37%
皮阿诺	广州恒大-大宗用户客户	3,746.36	5.94%
	上海广诺-上海经销商	1,594.47	2.53%
	上海张江万科房地产开发有限公司-大宗用户客户	1,236.31	1.96%

资料来源：各公司招股说明书，华创证券

注：欧派家居为前三大大宗客户数据

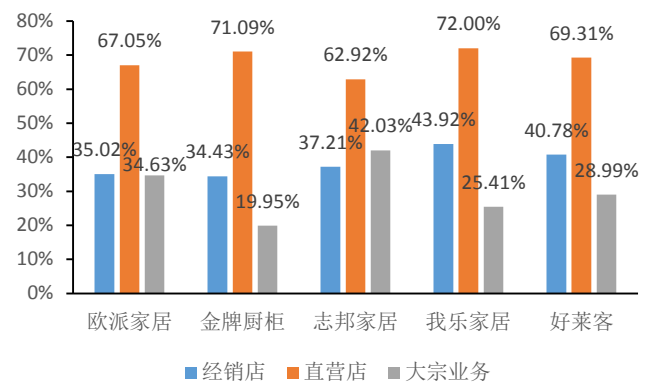
盈利能力方面，欧派家居大宗业务保持较高毛利率水平。据公司年报数据，2019 年欧派家居大宗业务毛利率 34.63%，同期直营和经销业务毛利率分别为 67.05%和 35.02%。同行业来看，主要上市公司大宗业务毛利率普遍低于直营和经销毛利率水平。我们认为主要与公司大宗业务开展模式有关。目前我国上市的主要定制家具企业大宗业务开展方式主要有两种，一是公司直接与房地产商/项目合作，二是通过工程经销商/代理商进行大宗业务开展。其中，欧派家居大宗业务由公司与房地产开发商或工程承包商签订产品供应与安装合同，工程经销商作为项目履约实际操作人，负责相关产品的设计、运输、安装和售后等具体业务，公司与工程经销商签订供货协议，由公司负责供货，监督工程经销商履约项目。

图表 38 欧派家居分渠道毛利率



资料来源：欧派家居年报，华创证券

图表 39 2019 年主要家具上市公司分渠道毛利率



资料来源：各公司年报，华创证券

欧派家居大宗业务保证金模式保证公司大宗业务回款顺利。在信用政策方面，每个定制家具公司在具体开展大宗业务时收款模式各有差异，目前主要定制家具公司有两种授信方式：一种是欧派家居大宗经销商支付保证金方式，即在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款；另一种是分阶段收款方式。欧派家居大宗业务保证金方式使得公司在拓展大宗业务时承受的坏账损失风险远小于其他采用分阶段收款方式的定制家具公司。

图表 40 部分定制家具公司大宗业务信用政策

公司名称	主要信用政策
欧派家居	公司大宗业务由经销商负责业务开拓和产品安装，在公司与经销商、大宗客户签订业务订单后，除大宗业务客户向公司支付一定比例的货款外，经销商需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金。公司在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款，相关应收账款基本不存在坏账损失风险。
志邦家居	大宗业务模式主要包括房地产开发商和工程经销商。 房地产开发商：针对一般房地产开发商采取按进度付款方式货款结算；对于广州恒大，下单结算货款 10%，到货结算货款 20%，安装验收结算货款 70%，上述各期结算款均在 6 个月内以商业承兑汇票支付。 工程经销商：在收取工程经销商全款后，公司按照订单安排生产。
金牌厨柜	给工程代理商的信用政策主要是融资担保支持和货款结算方式上的支持。 (1) 融资担保：为了及时收回货款，经过授权，工程代理商可在兴业银行办理“卖方担保买方融资业务”，即工程代理商与兴业银行签订授信贷款合同并约定贷款用途，贷款只能用于支付代理商与公司之间购销合同项下的货款，公司为前述合同提供担保，该贷款账户由公司和代理商共同管理。(2) 货款结算：一般情况下，下单前工程代理商支付货款的 30%，出货前支付该笔货款的 70%；经授权的个别代理商，下单前支付货款的 30%，出货前支付货款 40%，剩余 30%的货款给予 1 个月信用期。
皮阿诺	根据公司与大宗用户签订的合同信用期条款约定，合同签署后公司需预收部分定金，产品安装并经验收合格，公司与客户进行账单核对并开具发票后，收取 95%左右的货款（公司开票、客户核对账单及付款一般需一个月左右），剩余 5%质保金于质保期（一般为 2 年）满后收取。

资料来源：各公司招股说明书，华创证券

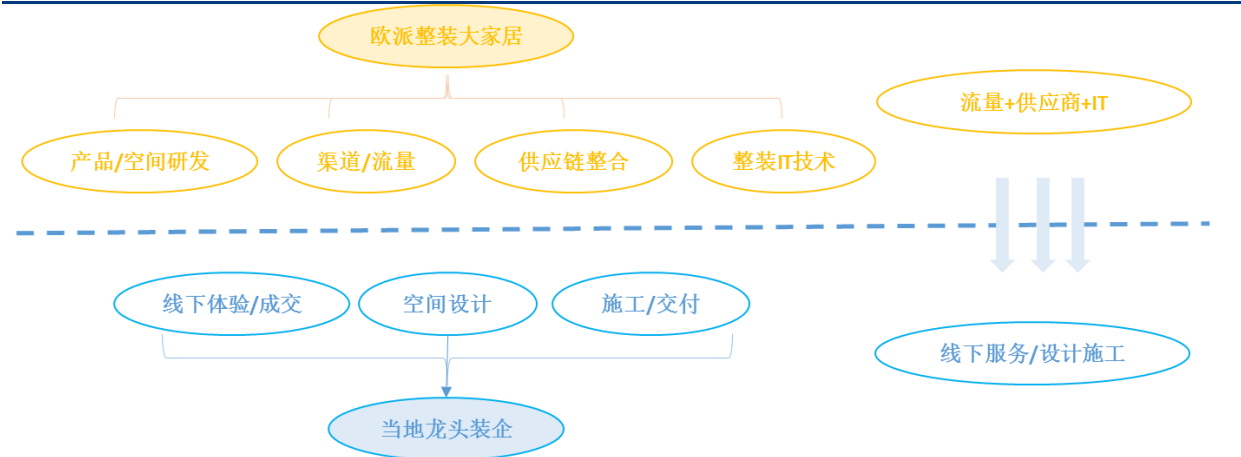
（三）整装：2018 年切入整装领域，获取流量能力强

随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。为布局整装渠道，拓展客户资源，欧派在行业内率先开展渠道变革，于 2018 年开始试点推进整装大家居业务，公司橱柜事业部 2018 全年整装接单业绩突破 3.5 亿元，2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长

达 106%，整装渠道的破局成为拉动零售业绩增长的重要推动力。

欧派整装大家居是指公司直接选择和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展合作，充分利用公司品牌知名度高、产品品类丰富、品类搭配工艺板材一体化等优势，对其进行品牌和产品的同步赋能。在整个客户服务环节，公司负责提供产品生产制造以及营销支持培训，家装公司负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。

图表 41 欧派家居整装模式



资料来源：公司官网，华创证券

整装业务的拓展有利于在新的市场环境下扩展客流渠道，与当地头部家装公司强强合作，抢占市场份额。在整装大家居的推广过程中，也存在少数整装经销商营销模式转变较慢、原有零售经销商心理抵触等问题，为此公司积极落地整装经销商营销帮扶政策，加快整装渠道信息化建设步伐。针对原有零售经销商，公司也通过制度等形式，强化对原有欧派零售经销商的利益保障，使其携手一起努力完成对当地家居市场的销售拓展。欧派整装大家居包括欧派整装大家居、欧铂丽整装大家居和整装大客户三大业务模块，截至 2019 年底，公司已有整装大家居经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。

目前，欧派家居渗透入整体家装的途径主要有——**联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式**。（1）联营全屋定制 mall 店：欧派与部分当地家装公司门店开联营全屋定制 mall 店，提供整装大家居服务。例如 2018 年 5 月，欧派家居与业之峰子公司组建临沂全屋定制 mall 店，欧派提供全屋定制产品和主辅材，临沂业之峰提供配套装修服务，提供整装一体化服务。2018 年 6 月，欧派与广东清远健康家装修公司成立健康家·欧派整装大家居旗舰店。（2）招商合作家装公司：在整装大家居业务上，欧派家居招商当地排名前三的家装公司，要求家装公司加盟对象开设展区面积不小于 250 平方米，在不同区域具备上年完工户数达到 200-700 户的能力。（3）切入家装公司整装包：多数家装公司缺少定制家具生产产品线配置，在推出整体家装时邀请欧派家居入驻。一方面，欧派家居为大型家装公司的当地子公司提供所需定制家具产品，成为许多大型家装公司整装包套餐中的定制家具合作厂商，与家装公司的直营团队和加盟团队均有良好的合作关系；另一方面，欧派家居产品也入驻大型家装公司的体验馆，成为大型家装公司整体家装方案的一部分，获取家装公司的线下流量。

图表 42 欧派家居部分合作家装公司

名称	成立时间	强势服务区域	实力	合作方门店数量	合作产品	合作方导流方式
业之峰	1997 年	环渤海区和华中区	全国性家装公司	23 家直营+200 家实体店	全屋定制产品、橱柜	业之峰实体门店 业之峰在线官网
生活家	2010 年	环渤海和华东区	全国性家装公司	24 个一二线城市分布	橱柜	生活家连锁门店
星艺装饰	1991 年	华南区	全国性家装公司	450 家直营	橱柜	星艺装饰部分门店
居立方	1997 年	西南区	区域性家装公司	10 余家直营	橱柜	居立方实体门店
春秋装饰	2007 年	安徽省	区域性家装公司	6 个安徽省内城市分布	全屋定制产品、橱柜、卫浴	春秋装饰部分门店
健康家	2018 年	广东省清远市	地方性家装公司	广东省清远市	全屋定制产品	联营全屋定制 mall

资料来源：公司官网，华创证券

同行业比较来看，目前我国主要定制家具公司陆续开展整装业务，据各公司年报及半年报披露数据，各公司开展整装业务方式有所差异，其中欧派家居主要通过与合作家装公司合作进行整装业务开拓，尚品宅配采用自营整装与 Homkoo 整装云相结合模式，索菲亚 2019 年开始探索整装业务，金牌厨柜通过投资设立整装子公司进行整装业务拓展，志邦家居则通过与全国性整装公司合作进入整装领域。

图表 43 部分定制家具公司拓展整装业务情况

公司名称	开展整装业务时间	整装业务表现
欧派家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年全年接单业绩突破 3.5 亿；2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长达 106%。 至 2019 年底，公司已有整装大家居经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。
尚品宅配	2017 年	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年公司整装收入 1.94 亿元，自营整装工地交付数 849 个，年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 1200 家； 2019 年上半年公司整装业务收入约 1.55 亿元，自营整装工地交付数 708 个，期末公司 Homkoo 整装云会员数量 1663 家。
索菲亚	2019 年	<ul style="list-style-type: none"> 整装/家装渠道是公司 2019 年新开发渠道，年度内主要任务是打造专属产品，制度、流程和合作伙伴开发，还未形成规模销售。
金牌厨柜	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年 12 月投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，公司持股 80%，整合产业链资源逐步构建整装服务能力； 2019 年桔家云整装专卖店 2 家（全部为新增）。
志邦家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> 公司与全国性大型整装公司合作，为其全国客户提供定制部品和服务。

资料来源：各公司年报及半年报，华创证券

四、做大做强做优，龙头地位稳固

欧派家居收入与业绩规模均领先行业其它可比公司，2019 年公司营业总收入 135 亿元，高于排名第二的索菲亚 58 亿元；2019 年归母净利润 18 亿元，高于排名第二的索菲亚 7.6 亿元。公司具有由于同行业公司的收益质量，欧派家居净资产收益率在 2017 年以前保持在 30% 左右，2019 年为 21.66%。总资产报酬率由 2011 年的 7.93% 增长至 2019 年的 15.79%；资本结构方面，欧派家居资产负债率由 2011 年的 72.11% 逐年降低至 2019 年的 35.47%，权益乘数由 3.59 降低至 1.55，财务风险较小，长期偿债能力增强，经营较为稳健。流动比率和速动比率逐年攀升，在 2019 年分别为 1.97 和 1.71，企业资产变现能力增强，短期偿债能力提升。目前公司估值处于历史估值底部区间，具备长期投资价值。

（一）做大做强做优，经营能力优异

1、行业龙头，收益质量同行业领先

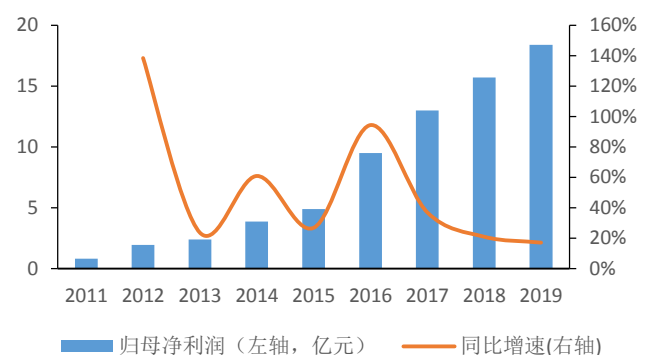
欧派家居收入规模逐年提升，2011 年至 2019 年公司收入规模由 22.20 亿元提升至 135.33 亿元，复合增长率 25.35%；归母净利润由 2011 年的 8128 万元提升至 2019 年的 18.39 亿元，复合增长率高达 47.69%。公司营收与业绩增速在 2018 年出现放缓，主要原因在于 2017 年之后地产成交下行的滞后影响和行业竞争加剧。

图表 44 欧派家居收入规模及增速



资料来源：Wind，华创证券

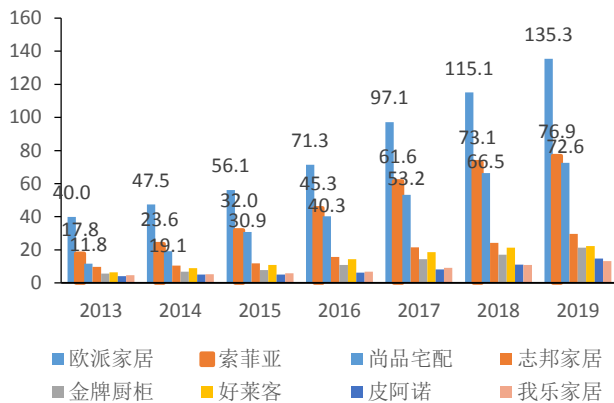
图表 45 欧派家居归母净利润规模及增速



资料来源：Wind，华创证券

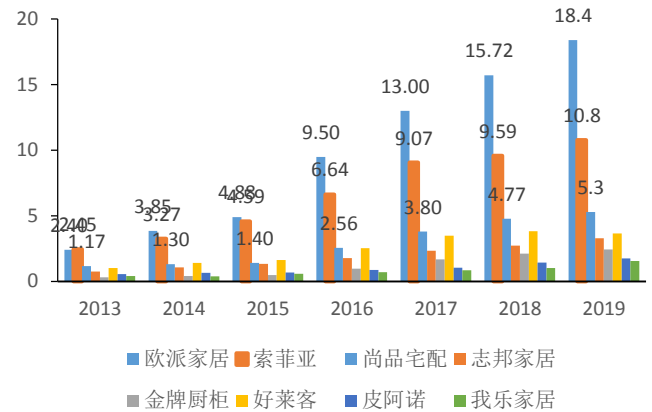
目前在我国 A 股上市的家具企业中，欧派年营收与业绩规模居首，2019 年公司营业总收入 135 亿元，高于排名第二的索菲亚 58 亿元；2019 年归母净利润 18 亿元，高于排名第二的索菲亚 7.6 亿元。

图表 46 主要家具上市公司年营业总收入（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

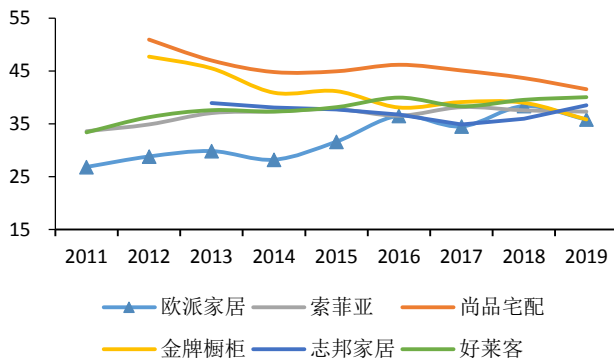
图表 47 主要家具上市公司归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

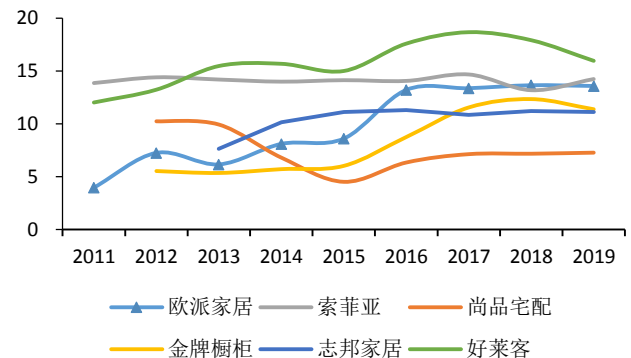
欧派家居盈利能力呈上升趋势。据公司历史数据，欧派家居毛利率与净利率水平呈上升趋势，与同行业公司相比，公司净利率水平处于较为领先水平，其中 2019 年，公司毛利率 35.84%，净利率 13.59%。

图表 48 欧派家居毛利率逐年攀升（单位：%）



资料来源: Wind, 华创证券

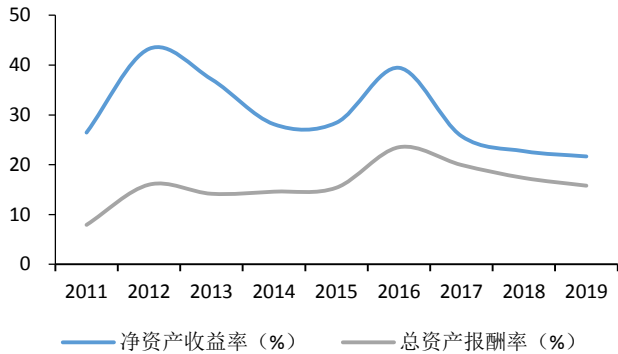
图表 49 欧派家居净利率逐年攀升（单位：%）



资料来源: Wind, 华创证券

欧派家居净资产收益率在 2017 年以前保持在 30% 左右，2019 年为 21.66%。总资产报酬率由 2011 年的 7.93% 增长至 2016 年的 23.51%，受行业竞争加剧与公司资产投入增加影响近两年有小幅回落趋势，2019 年为 15.79%。公司销售费用率维持在 10% 左右，管理费用率维持在 7% 左右，2018-2019 年公司管理费用率有较为明显提升主要在于公司职工薪酬增加以及生产基地投入使用折旧费用、办公费用增加。整体看，公司期间费用控制合理，盈利质量表现良好。

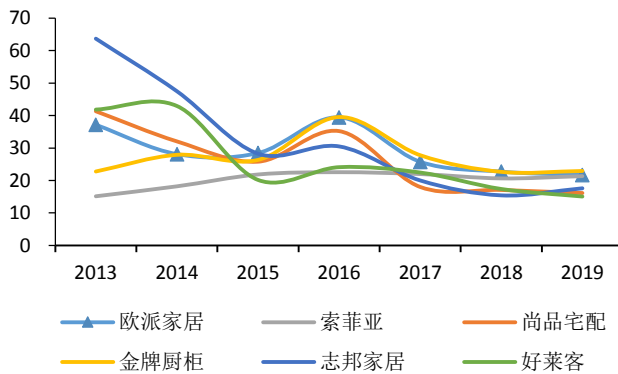
图表 50 欧派家居 ROE、ROA 情况



资料来源: Wind, 华创证券

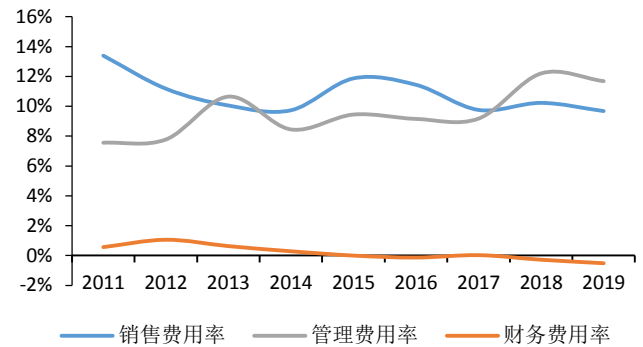
从行业可比公司来看, 欧派家居净资产收益率与总资产报酬率处于同行业领先水平, 且波动性相对较小, 表明公司资产运营效率较高。

图表 52 欧派家居 ROE 处于行业领先水平



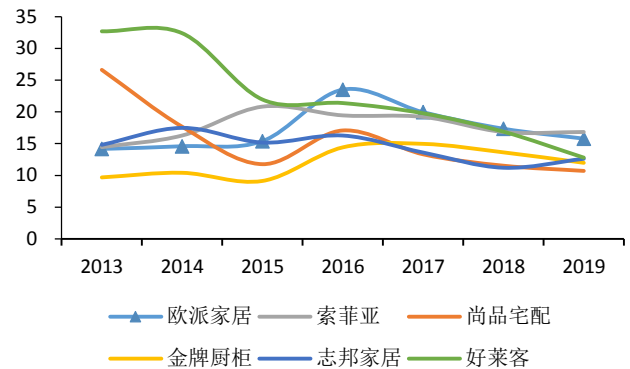
资料来源: Wind, 华创证券

图表 51 欧派家居三费率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 欧派家居 ROA 处于行业领先水平

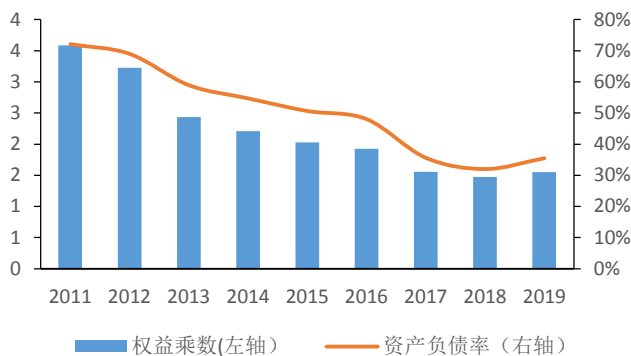


资料来源: Wind, 华创证券

2、资本结构稳定, 偿债能力提升

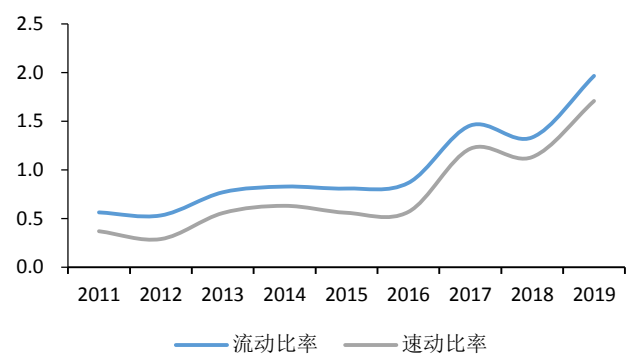
欧派家居偿债能力呈上升趋势。欧派家居资产负债率由 2011 年的 72.11% 逐年降低至 2019 年的 35.47%, 权益乘数由 3.59 降低至 1.55, 财务风险较小, 长期偿债能力增强, 经营较为稳健。流动比率和速动比率逐年攀升, 在 2019 年分别为 1.97 和 1.71, 企业资产变现能力增强, 短期偿债能力提升。

图表 54 欧派家居权益乘数、资产负债率逐年降低



资料来源: Wind, 华创证券

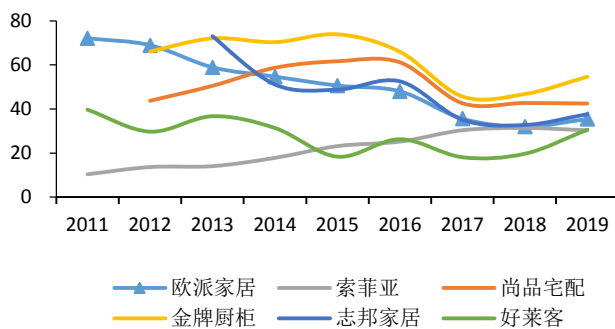
图表 55 欧派家居流动比率和速动比率逐年攀升



资料来源: Wind, 华创证券

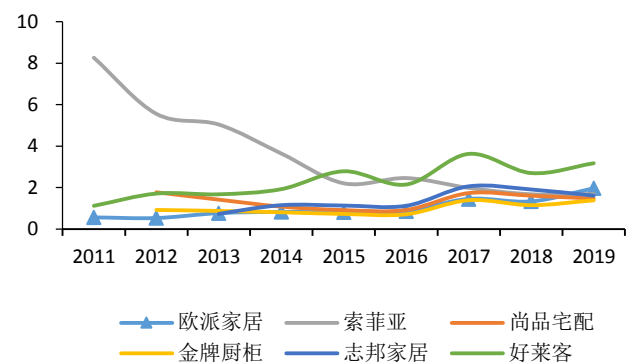
同行业比较来看, 欧派家居资产负债率居于同行业可比公司之间, 流动比率低于同行业可比公司, 表明公司长期偿债能力居中但短期偿债能力稍弱于可比公司。

图表 56 资产负债率比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 57 流动比率比较

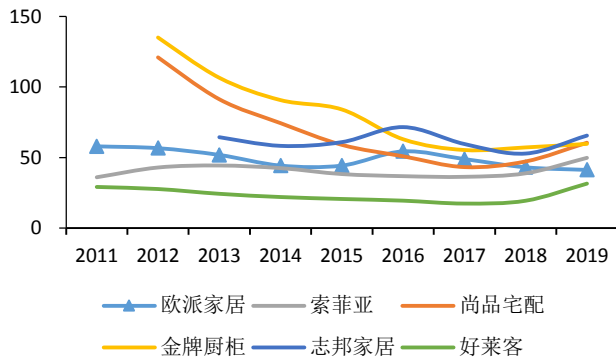


资料来源: Wind, 华创证券

3、资金周转速度居中, 运营能力稳健

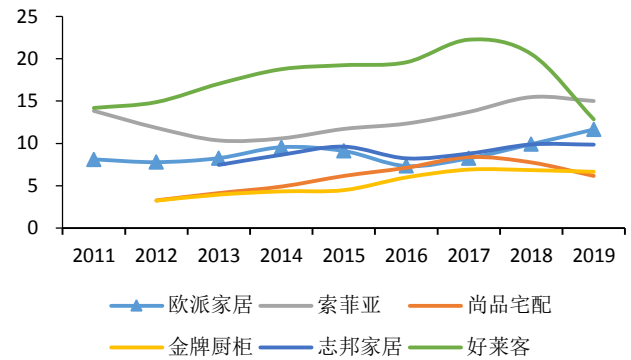
欧派家居营运能力较为稳定, 营业周期保持在 50 天左右, 2019 年营业周期 41 天, 在同行业可比公司中处于居中水平, 表明公司资金周转速度居中。存货周转率维持在 9 次左右, 2019 年为 11.6 次, 低于索菲亚与好莱客, 高于尚品、金牌和志邦, 而应收账款周转率在 2015 以前由 26.67 次增长至 77.04 次, 后又逐年降低, 2019 年为 35.12 次, 带来这种变化的原因或主要在于公司业务结构变化所致。

图表 58 欧派家居营业周期相对稳定（单位：天）



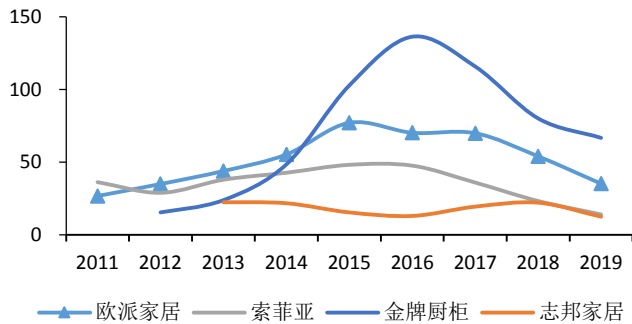
资料来源：Wind，华创证券

图表 59 欧派家居存货周转率保持稳定（单位：次）



资料来源：Wind，华创证券

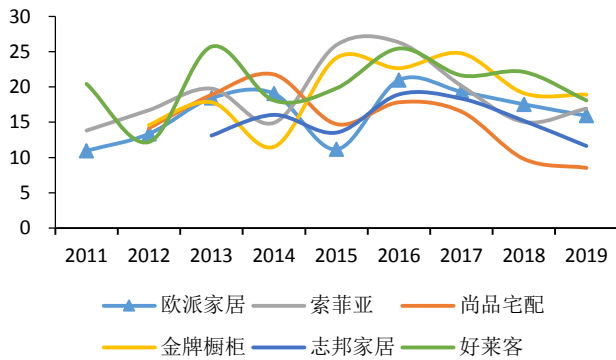
图表 60 定制家具公司应收账款周转率变化（单位：次）



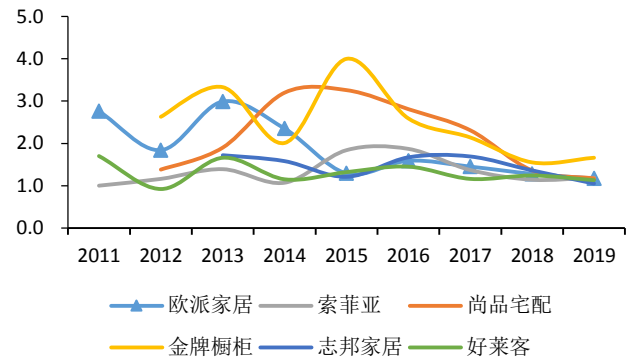
资料来源：Wind，华创证券

4、收现能力中上，盈利质量较高

欧派家居收现能力处于行业中上游，盈利质量较高。经营活动现金流量净额与营业收入比率近三年保持在 15% 以上，2019 年为该比值为 15.93%，低于金牌厨柜的 18.92% 和好莱客的 18.10%，公司资金回笼情况较好。净利润现金比率逐年下降，但整体仍保持在 1.1 以上，2019 年为 1.17，企业盈利质量较高。

图表 61 经营活动现金流量净额/营业收入 (%)


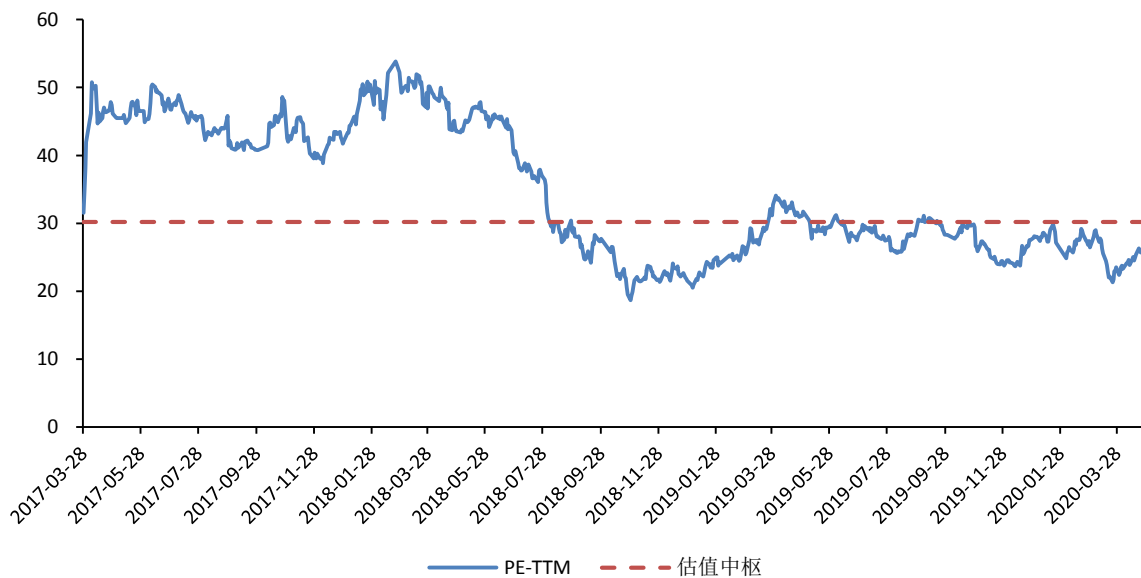
资料来源：Wind，华创证券

图表 62 经营活动现金流量净额/净利润


资料来源：Wind，华创证券

（二）估值处低位，维持“强推”评级

欧派家居历史估值中枢 30 倍，今年以来 PE(TTM)由年初的 28 倍调整至现在的 27 倍，我们认为一定程度隐含了市场对“新冠”疫情对公司经营不利影响的担忧。与同行业公司比较来看，公司目前估值水平处于同行业上市公司中较高水平，显示出市场对欧派龙头地位和管理及经营能力的看好。

图表 63 欧派家居历史动态市盈率走势


资料来源：Wind，华创证券

图表 64 定制家具 PE(TTM)同行业比较



资料来源: Wind, 华创证券

综合来看, 欧派家居作为定制家具行业龙头公司, 在产品拓展、产能扩充和渠道变革方面均领先行业大部分公司, 起到行业标杆和引领作用。目前公司估值处于历史估值底部区间, 考虑到公司品牌竞争实力强劲与整装业务快速发展, 维持“强推”评级。

五、风险提示

渠道拓展竞争加剧风险, 信息系统开发不及预期风险, 房地产市场大幅波动风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,467	2,281	3,821	5,932
应收票据	118	127	146	168
应收账款	493	485	560	642
预付账款	98	105	119	137
存货	846	897	1,026	1,179
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,430	3,567	3,888	4,237
流动资产合计	6,452	7,462	9,560	12,295
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	4,960	5,733	6,188	6,305
在建工程	1,694	1,694	1,694	1,694
无形资产	1,125	1,013	911	820
其他非流动资产	575	566	561	555
非流动资产合计	8,362	9,014	9,362	9,382
资产合计	14,814	16,476	18,922	21,677
短期借款	53	103	143	183
应付票据	156	166	189	217
应付账款	837	888	1,015	1,166
预收款项	1,160	1,244	1,437	1,648
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	536	536	536	536
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	538	560	631	698
流动负债合计	3,280	3,497	3,951	4,448
长期借款	406	606	706	806
应付债券	1,196	1,196	1,196	1,196
其他非流动负债	373	373	373	373
非流动负债合计	1,975	2,175	2,275	2,375
负债合计	5,255	5,672	6,226	6,823
归属母公司所有者权益	9,559	10,804	12,696	14,854
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	9,559	10,804	12,696	14,854
负债和股东权益	14,814	16,476	18,922	21,677

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,156	2,460	2,690	3,061
现金收益	2,209	2,554	2,926	3,316
存货影响	-201	-52	-128	-153
经营性应收影响	-253	-17	-120	-132
经营性应付影响	31	145	344	391
其他影响	369	-170	-331	-361
投资活动现金流	-4,654	-1,200	-950	-650
资本支出	-1,781	-1,208	-957	-655
股权投资	-8	0	0	0
其他长期资产变化	-2,865	8	7	5
融资活动现金流	1,441	-446	-200	-300
借款增加	1,502	250	140	140
股利及利息支付	-337	-468	-568	-640
股东融资	0	30	30	30
其他影响	276	-258	198	170

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,533	14,513	16,764	19,234
营业成本	8,684	9,214	10,533	12,103
税金及附加	88	102	117	135
销售费用	1,310	1,379	1,593	1,827
管理费用	939	978	1,125	1,264
研发费用	642	688	805	904
财务费用	-70	-22	-26	-29
信用减值损失	-8	0	0	0
资产减值损失	0	10	10	10
公允价值变动收益	5	2	2	2
投资收益	24	39	20	20
其他收益	143	84	30	30
营业利润	2,105	2,309	2,680	3,094
营业外收入	27	28	28	27
营业外支出	13	7	7	7
利润总额	2,119	2,330	2,701	3,114
所得税	280	303	351	398
净利润	1,839	2,027	2,350	2,716
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,839	2,027	2,350	2,716
NOPLAT	1,779	2,008	2,327	2,690
EPS(摊薄) (元)	4.27	4.82	5.59	6.46

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	17.6%	7.2%	15.5%	14.7%
EBIT 增长率	14.0%	12.6%	15.9%	15.3%
归母净利润增长率	17.0%	10.2%	15.9%	15.6%
获利能力				
毛利率	35.8%	36.5%	37.2%	37.1%
净利率	13.6%	14.0%	14.0%	14.1%
ROE	19.2%	18.8%	18.5%	18.3%
ROIC	19.2%	18.9%	18.7%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	34.4%	32.9%	31.5%
债务权益比	21.2%	21.1%	19.0%	17.2%
流动比率	196.7%	213.4%	242.0%	276.4%
速动比率	170.9%	187.7%	216.0%	249.9%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	10	12	11	11
应付账款周转天数	31	34	33	32
存货周转天数	31	34	33	33
每股指标(元)				
每股收益	4.42	4.82	5.59	6.46
每股经营现金流	5.13	5.85	6.40	7.29
每股净资产	22.75	25.71	30.22	35.35
估值比率				
P/E	24	22	19	16
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	20	17	15	13

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500