

欧派家居 (603833.SH) 家用轻工行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 108.93 元
目标价格 (人民币): 135.90-135.90 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	-
总市值(百万元)	40,694.19
年内股价最高最低(元)	116.15/72.12
沪深 300 指数	3409.97
上证指数	3104.44



橱柜霸主上市扩产，大家居舰队拔锚起航

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.31	2.54	3.02	4.02	5.15
每股净资产(元)	5.17	7.71	13.77	16.46	19.91
每股经营性现金流(元)	1.67	4.01	4.18	5.44	6.92
市盈率(倍)	NA	NA	36	27	21
行业优化市盈率(倍)	93	82	159	159	159
净利润增长率(%)	26.78%	94.39%	32.04%	32.98%	28.10%
净资产收益率(%)	25.28%	32.95%	21.94%	24.40%	25.85%
总股本(百万股)	373.58	373.58	415.09	415.09	415.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国整体橱柜先驱，行业霸主地位难撼。**公司成立于 1994 年，是一家以整体橱柜为旗舰，整体衣柜、整体卫浴和现代木门等为列舰的现代整体家居一体化服务商。近年，公司产品销量节节攀升，营收保持 20% 以上复合增长。
- **国内家具行业持续稳增长，定制家具将是行业未来高速增长领域。**家具行业营收重回两位数增长，出口增速也已转正，回暖迹象明显。作为地产后周期行业，家具行业与地产之间的相关性逐渐减弱，二手房和翻新房正在替代新房成为家具行业市场需求的主要来源。与传统家具相比，定制家具在环保、设计和空间利用等方面具有突出优势，同时渗透率对比日韩等国具有较高提升空间。结合全屋定制相关调查报告数据测算，我们预计未来几年整体衣柜增长中枢为 20%-30%，整体橱柜为 10%-15% 左右。我们看好在消费升级、全装修房屋以及城镇化推进等有利环境下定制家具行业的快速发展趋势。
- **木门行业稳健发展，珠三角地区家具企业切入木门业务优势明显。**我国木门行业产值已达 1,280 亿元，行业整体保持稳健增长。在需求端，行业主要包括五大类市场需求，能够有效应对地产调控带来的负面影响。从行业格局来看，目前国内已形成六大木门产业基地。其中，珠三角地区具备原料、港口等产业集群优势，家具企业切入木门业务具备极佳先天条件。
- **“大家居”舰队起航在即，募投扩产再添动力。**公司在渠道和制造方面具备突出优势，整体业务布局全面，“大家居”服务能力极强。IPO 募投项目主要扩充衣橱柜和木门产能。未来伴随定制衣橱柜行业渗透率提升，定制木门品牌企业崛起，公司有望在各领域持续保持领先优势。同时，公司 2016 年推出针对青年消费群体的子品牌，形成了双品牌金字塔模式，品牌间客户导流将愈加明显，子品牌未来发展潜力巨大，将成为公司新的增长极。

估值与投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 3.02/4.02/5.15 元/股。考虑到公司 IPO 上市扩充衣橱柜整体产能，同时，公司持续完善“大家居”产业，布局推广木门与子品牌业务，新的业绩增长极正在形成。我们给予公司 2017 年 PE 为 45 倍，对应目标价 135.9 元/股，首次给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，IPO 募投建设和达产不达预期的风险。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级	4
公司概况：中国整体橱柜先驱，行业霸主地位难撼	4
国内家具行业持续稳增长，定制家具将是行业未来高速增长领域	8
家具行业整体稳定，集中度低、后周期效应渐弱	8
定制家具是家具行业增长确定性最高的子行业	9
木门行业增长趋于稳健，六大产业集群形成	13
橱柜霸主竞争优势突出，“大家居”拓展长期发展空间	14
整体橱柜行业霸主，竞争优势突出	14
“大家居”舰队起航在即，募投扩产再添动力	16
风险因素	22
宏观经济波动风险	22
原材料价格波动风险	22
IPO募投项目建设和投产进度不达预期的风险	22
盈利预测	22
关键假设	22
盈利预测	22

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	4
图表 2：欧派家居 2016 年主营收入分解	5
图表 3：欧派家居 2016 年营业利润分解	5
图表 4：欧派家居发展历程	5
图表 5：欧派家居股权及公司结构	6
图表 6：欧派家居历史营运表现	6
图表 7：欧派家居近年盈利表现	6
图表 8：整体衣柜成为欧派家居第二大核心业务	7
图表 9：欧派家居整体衣柜业务收入增速远超整体橱柜	7
图表 10：大家居让利拉低欧派家居毛利水平，行业最低	7
图表 11：欧派家居净利率提升显著，仍低于行业中位	7
图表 12：欧派家居近年经营效率	8
图表 13：欧派家居近年现金流和盈利能力	8
图表 14：近期家具行业出现回暖	8
图表 15：家具出口下滑持续收窄	8
图表 16：家具行业与地产行业的后周期效应正在逐步减弱	9
图表 17：家具消费结构	9
图表 18：北京市二手房成交面积	9
图表 19：三大类家具对比	10

图表 20: 我国大家居行业竞争格局极度分散	10
图表 21: 韩国家具龙头汉森市占率较高	10
图表 22: 一线定制家具企业基本情况	10
图表 23: 整体衣柜增长空间最大	11
图表 24: 家具消费年龄结构	12
图表 25: 设计、空间利用是消费者选择定制的原因	12
图表 26: 中央与地方政府部分全装修政策	12
图表 27: 近 5 年我国婚姻登记对数保持千万以上	13
图表 28: 我国城镇化水平	13
图表 29: 木门行业保持稳健增长	14
图表 30: 木门行业需求呈现多元化	14
图表 31: 珠三角地区是木门行业核心产业群	14
图表 32: 国内大型地产商精装修项目占比 (%)	14
图表 33: 欧派家居拥有最多的定制家具实体店 (家, 2016 年)	15
图表 34: 欧派家居外销收入保持增长	15
图表 35: 欧派家居销售网络遍布全球	15
图表 36: 欧派家居板材利用率超过 90% (%)	16
图表 37: 欧派家居拥有极高的一次安装率 (%)	16
图表 38: 公司橱柜业务单位成本保持下降	16
图表 39: 公司业务布局多箭齐发	17
图表 40: 欧派家居橱柜业务收入稳健增长	17
图表 41: 欧派家居橱柜收入领跑行业 (亿元)	17
图表 42: 欧派家居衣柜业务收入高速增长	18
图表 43: 欧派家居衣柜业务对收入贡献度持续提升 (%)	18
图表 44: 公司 5D 产品矩阵	19
图表 45: 公司“四维创变”战略部署	19
图表 46: 欧派全屋定制 mall	19
图表 47: 木门业务是欧派家居增速最快的业务	20
图表 48: 欧铂尼木门在高铁投放广告	20
图表 49: “欧铂丽”与“欧派”的对比	20
图表 50: 欧派家居将形成双品牌金字塔模式	20
图表 51: “欧铂丽”已延伸至全屋定制领域	21
图表 52: 公司 IPO 募投项目情况 (万元)	21
图表 53: 欧派家居盈利预测	22

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司是一家以整体橱柜为核心，业务延伸至整体衣柜、整体卫浴和定制木门等领域的现代整体家居一体化服务商。我们认为公司正全面布局和完善“大家居”业务，因此其估值应该综合参考家居产业链，特别是定制家居企业。我们选取了索菲亚、亚振家居、江山欧派、皮阿诺、尚品宅配和顾家家居作为估值参考。可比公司 2017-2019 年预测 PE 均值分别为 40/30/20 倍。我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 3.02/4.02/5.15 元/股。考虑到公司 IPO 上市扩充衣橱柜整体产能，同时，公司持续完善“大家居”产业，布局推广木门与子品牌业务，新的业绩增长极正在形成。我们给予公司 2017 年 PE 为 45 倍，对应目标价 135.9 元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		EPS CAGR	PEG
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	(%)	(倍)	
002572.SZ	索菲亚	36.90	340.74	1.48	1.04	1.40	1.86	25	36	26	20	7.1	8.0	3.1	
603389.SH	亚振家居	20.63	45.17	0.46	0.34	0.44	NA	45	60	47	NA	4.8	NA	(0.4)	
603208.SH	江山欧派	53.43	43.18	1.80	1.64	2.03	2.59	30	33	26	21	7.5	12.9	2.3	
002853.SZ	皮阿诺	74.51	46.30	1.88	1.86	2.76	3.68	40	40	27	20	4.7	25.1	1.6	
300616.SZ	尚品宅配	131.80	142.34	3.15	3.15	4.26	5.74	42	42	31	23	7.5	22.1	1.9	
603816.SH	顾家家居	53.47	220.56	1.67	1.88	2.44	3.08	32	28	22	17	5.3	22.6	1.4	
	平均							35	40	30	20	6.1	18.2	1.6	
	中值							36	38	27	20	6.0	12.9	1.9	
603833	欧派家居	108.93	452.16	2.54	3.02	4.02	5.15	43	36	27	21	7.9	26.5	1.6	

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2017 年 5 月 17 日收盘价

公司概况：中国整体橱柜先驱，行业霸主地位难撼

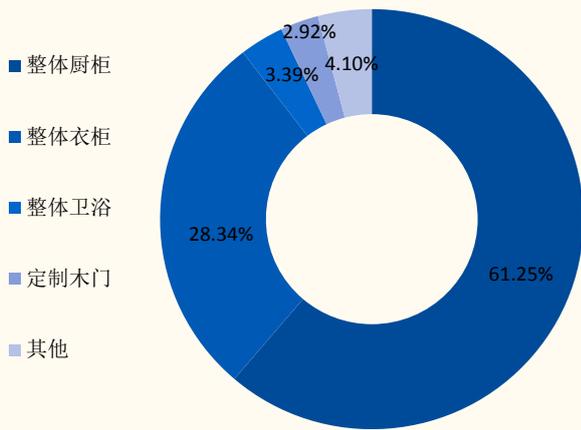
公司沿革：欧派家居集团成立于 1994 年，是一家以整体橱柜为旗舰，整体衣柜、整体卫浴和现代木门等为列舰的现代整体家居一体化服务商。2013 年，公司该改制为股份公司。2014 年，公司开启大家居战略，转型家居生活综合服务供应商。

管理层简介：姚良松先生，出生于 1964 年，曾任广州奥维董事长、绿海医疗董事长、欧派橱柜董事长等职位，现任公司董事长、欧派卫浴监事，同时还担任任广州市白云区政协副主席等职位。姚良松先生曾获广州市优秀中国特色社会主义事业建设者和全国就业创业优秀个人等称号。

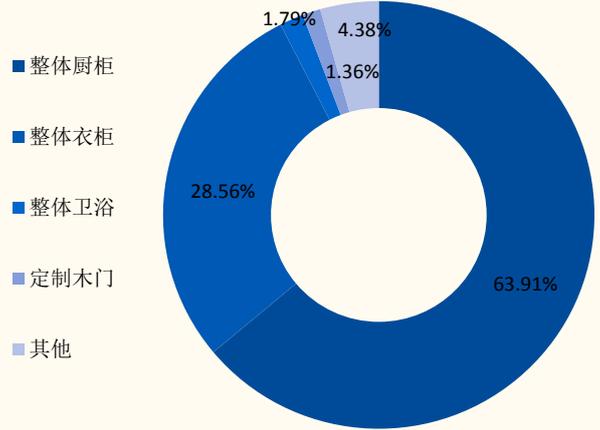
股权结构：公司总股本为 41,509.11 万股，姚氏兄弟持有公司 78.26% 的股份，其中董事长姚良松先生持有公司 69.38% 的股权，为实际控制人。其弟董事姚良柏先生持有公司 8.88% 的股份，为第二大股东。

融资历史与大小非情况：公司于 2017 年 3 月 28 日在上海证券交易所 IPO 上市，发行股数为 4,151 万股，发行价 50.08 元/股，发行后总股本 41,509.11 万股。公司通过公开发行股份募集 19.91 亿元，主要用于整体衣橱柜、木门产能扩充和信息化升级改造，以及品牌推广等项目。

图表 2：欧派家居 2016 年主营收入分解



图表 3：欧派家居 2016 年营业利润分解



来源：Wind，国金证券研究所

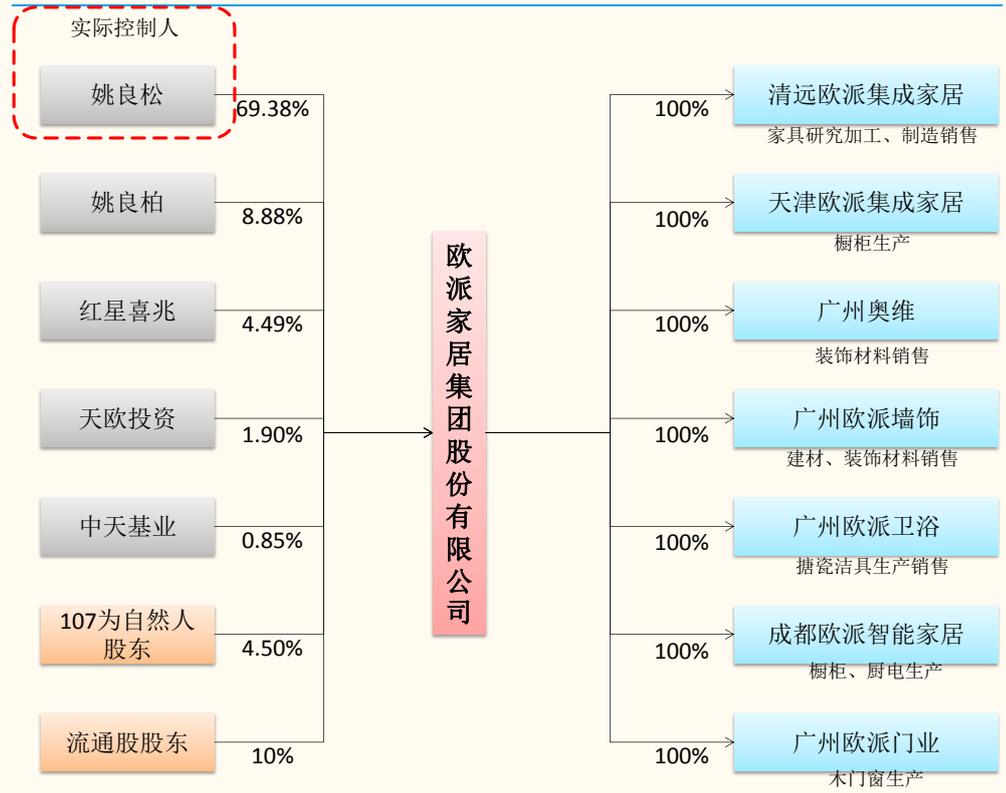
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：欧派家居发展历程



来源：公司官网，百度图片，国金证券研究所

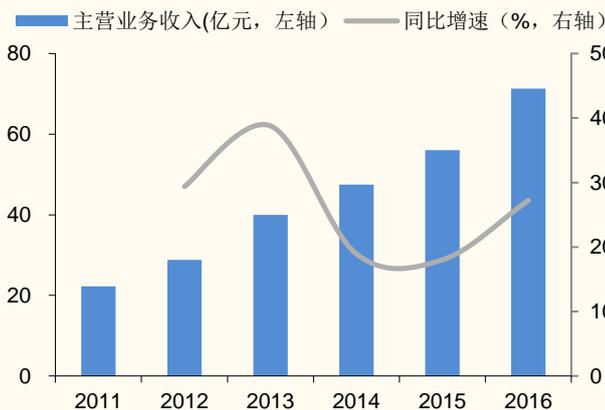
图表 5：欧派家居股权及公司结构



来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

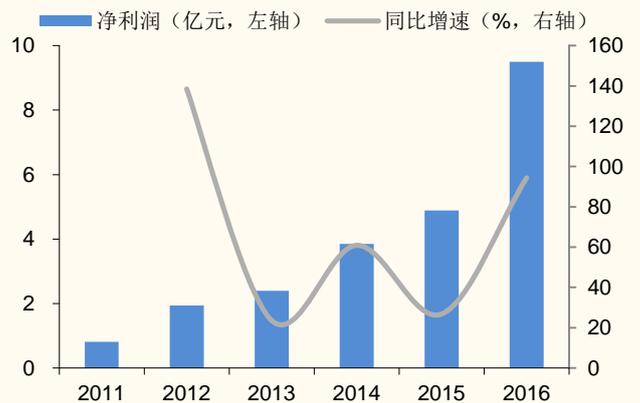
- **销量放量推动收入持续增长，盈利规模持续扩大。**2011至2016年，公司主营业务收入和净利润，分别实现复合增长21.48%和50.64%。2016年，公司核心产品整体橱柜和整体衣柜的终端售价分别下降1.85pct.和2.25pct.，不过受益于销量分别增长15.77%和54.88%，公司的整体营收增长了27.23%，达到71.34亿元。随着公司销售规模的持续扩大，以及销售网络的不断扩张，公司经营的规模效应愈发明显，净利率持续攀升。2016年，公司实现净利润9.49亿元，同比增长94.39%。

图表 6：欧派家居历史营运表现



来源：wind，国金证券研究所

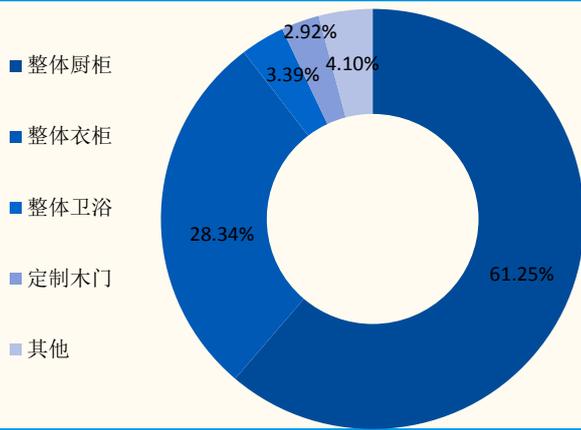
图表 7：欧派家居近年盈利表现



来源：wind，国金证券研究所

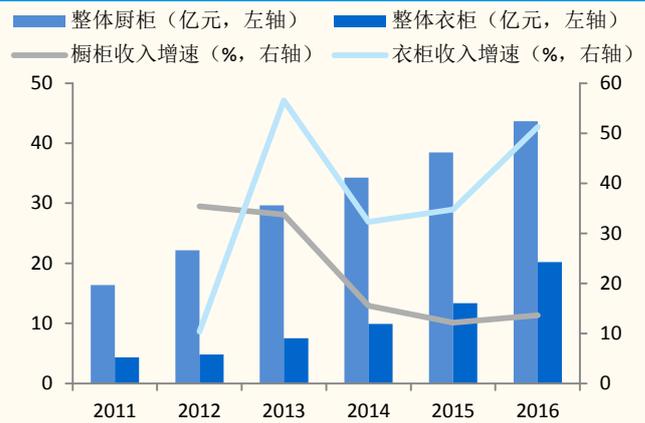
- **整体衣柜业务快速成长，已是公司又一盈利增长点。**2016年，公司整体衣柜业务收入为20.22亿元，占总收入的28.8%，是公司的第二大核心业务。从近年的收入趋势上看，公司橱柜和衣柜业务皆保持稳健增长态势。2011至2016年，公司橱柜业务和衣柜业务分别实现复合增速17.75%和29.24%。衣柜收入增速显著高于橱柜，已经成为公司最具成长性的业务。

图表 8：整体衣柜成为欧派家居第二大核心业务



来源：wind，国金证券研究所

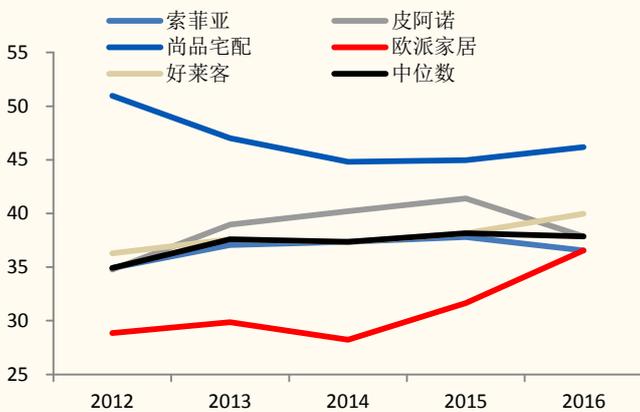
图表 9：欧派家居整体衣柜业务收入增速远超整体橱柜



来源：wind，国金证券研究所

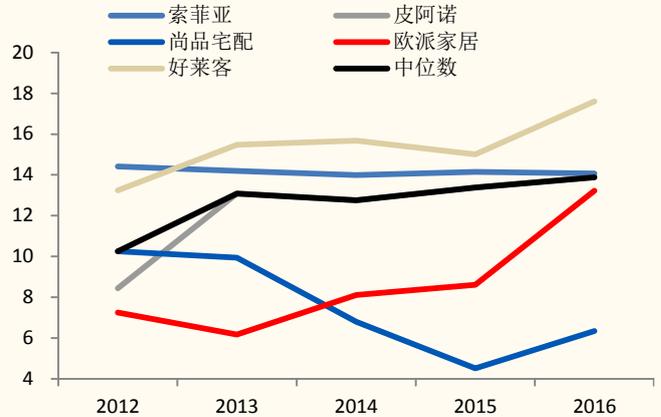
- 毛利率和净利率保持提升，整体盈利能力仍有提升空间。**由于大家居战略推进，公司持续让利经销商，同时规模扩大带来各项费用增加，所以公司的毛利率和净利率水平与同业相比处在显著较低位置。2011 至 2016 年，公司平均毛利率和净利率，分别为 31.03%和 8.68%，总体始终保持提升趋势。2016 年，公司整体毛利率为 36.55%，同比上升 4.9pct。2016 年公司毛利率的显著提升主要得益于 2015 年末较高的原材料库存使得公司在一定程度上缓解去年板材价格上涨的影响。同时，受益于信息化建设进一步完善，公司的板材利用率超过 90%，使得橱柜和衣柜单位成本分别下降了 10.66pct.和 7.26pct，推动盈利能力有效提升。成功上市后，公司拟投资 3,132.08 万元于信息化系统改造升级项目。预计该项目完成后，公司的上下游管理能力将得到进一步加强，内部生产和经营等方面效率将大幅加强，整体盈利能力有望向行业较高水平提升。

图表 10：大家居让利拉低欧派家居毛利水平，行业最低



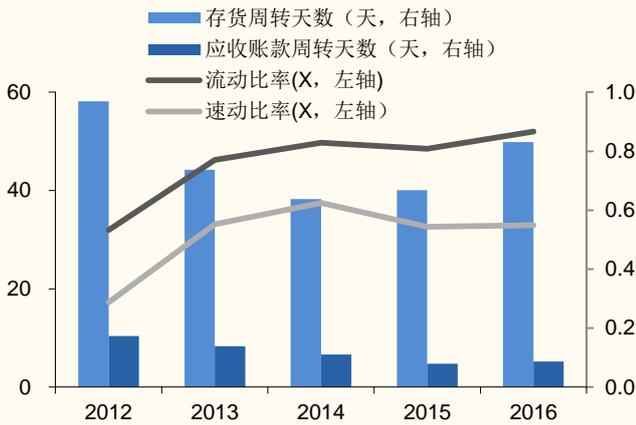
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：欧派家居净利率提升显著，仍低于行业中位



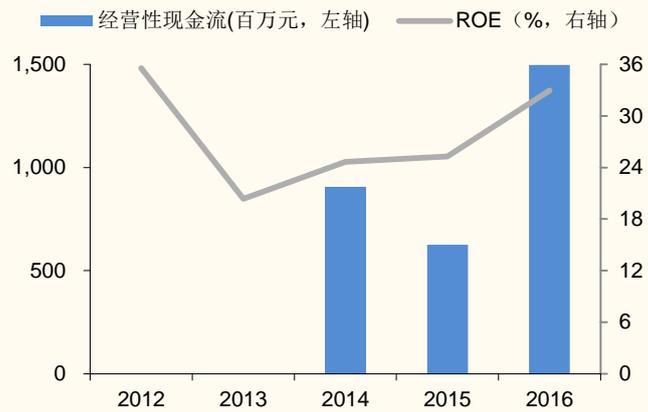
来源：wind，国金证券研究所

图表 12: 欧派家居近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 欧派家居近年现金流和盈利能力



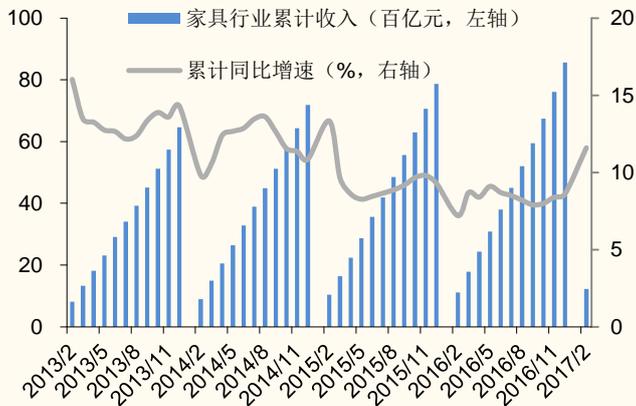
来源: Wind, 国金证券研究所

国内家具行业持续稳增长, 定制家具将是行业未来高速增长领域

家具行业整体稳定, 集中度低、后周期效应渐弱

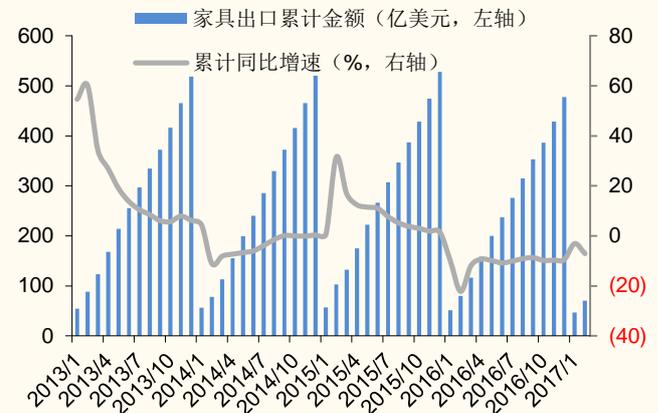
- **家具行业景气度回暖。**2017 年前 3 月, 国内家具行业实现累计营业收入 2,008.5 亿元, 累计增速为 12.60%, 与 2016 年同期相比增速提高了 3.9pct。实际上, 从去年年底开始, 家具行业累计增速就处在缓慢增长的趋势, 行业景气度有回暖迹象。而在今年农历春节提前的情况下, 前两月行业收入累计增速仍获得显著提升, 短期内基本可以确认行业景气度回暖好转。另一方面, 今年前两月实现家具累计出口金额达 70.22 亿美元, 累计下滑 7.1%, 与 2016 年同期相比出口下滑收窄 15.1pct。家具出口的转好, 也可从侧面印证行业短期回暖的观点。

图表 14: 近期家具行业出现回暖



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 家具出口下滑持续收窄



来源: wind, 国金证券研究所

- **地产后周期效应持续渐弱。**家具作为地产行业的下游行业, 其景气度与商品房销售有着密切联系。我们选取了家具零售额增速、住宅商品房销售面积增速和住宅商品期房增速进行相关性分析。从图表上看, 家具销售大致滞后于地产销售 8-12 个月。但与住宅商品房销售增速大幅波动不同, 家具行业增速的振幅明显较小, 且在 2015 年之后振幅逐渐收敛, 整体增速趋于平稳。

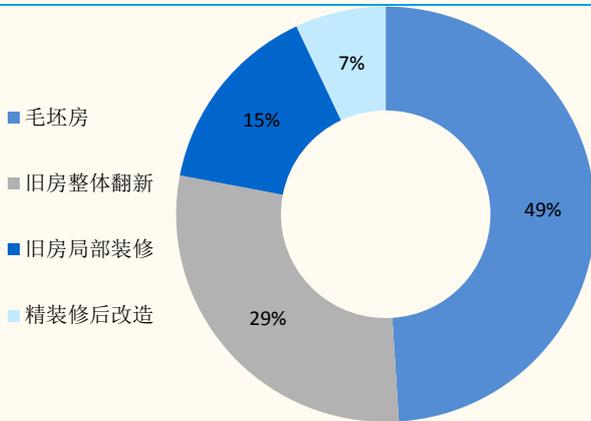
图表 16: 家具行业与地产行业的后周期效应正在逐步减弱



来源: wind, 国金证券研究所

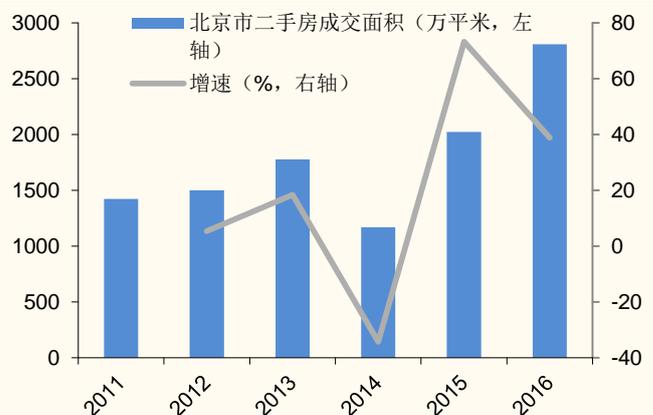
二手房+翻新房替代新房成为家具产品主要需求源。从家具产品消费结构上来看,旧房整体翻新和旧房局部翻新已经成为国内家具消费的重要领域。通常,居住5年以上房屋开始出现局部翻新需求,居住10年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看,从上世纪90年代末开始的房地产黄金发展期,已经累积了大量存量房产,近几年旧房翻新市场需求已经开始逐渐放量。随着存量房的不断增多,旧房翻新带来的家具消费需求已经超过新房,且差距将不断扩大,这种趋势在一、二线城市尤为明显。以北京市为例,2016年北京二手房成交面积为2,809.67万平方米,增速为38.86%。而同期北京住宅商品房成交面积仅为934万平方米,增速为-6.38%,即使二手房中仅有部分需要重新换装,其家具消费需求也已经超过新房。

图表 17: 家具消费结构



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 北京市二手房成交面积



来源: wind, 国金证券研究所

定制家具是家具行业增长确定性最高的子行业

■ 定制家具在设计、制造和环保方面具备优势。定制家具是基于消费者空间布局、风格样式、环保健康等多方面的个性化需求特征进行量身定做、个性化设计、标准化和规模化生产的家具产品。与传统家具相比,定制家具在前端借助消费者与设计师共同参与产品设计,从而实现最大化满足消费者个性化需求。而在制造端,定制家具采取标准化和柔性化生产,其产品制造工期较传统家具的非标准生产明显缩短。另一方面,对比手工打制家具,定制家具原材料皆采用E0或E1级板材,产品甲醛排放量低,环保属性突出。

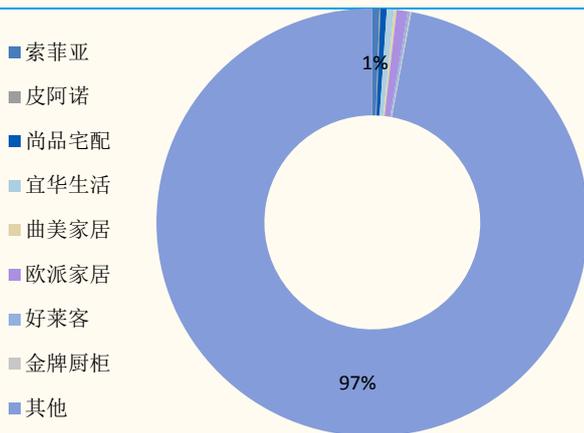
图表 19: 三大类家具对比

比较	成品家具	传统手工家具	定制家具
展示	种类有限	难以展示	选择自由
设计	设计师独立完成	客户&设计师共同参与	客户&设计师共同参与
生产	非标准化	一对一手工制作	标准化&柔性生产
价格	经销商加价	无中间商加价	C2B 价格透明
环保	环保、质量有保障	难以保障	环保、质量有保障
渠道	经销商、自营	销售体系不明确	经销商、自营、O2O、C2B
口碑	大众传媒	口口相传	大众传媒

来源: wind, 国金证券研究所

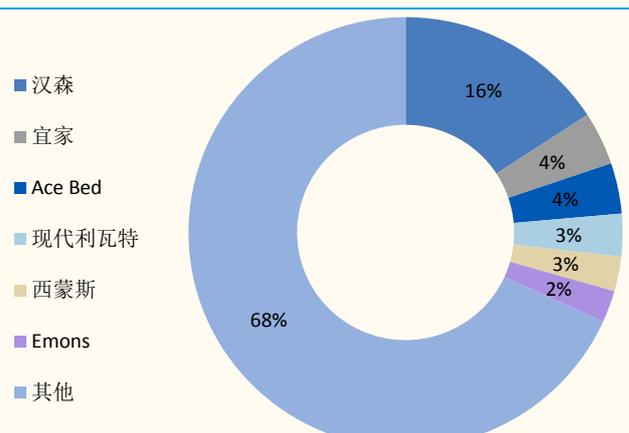
- **对比日韩, 我国定制家具渗透率低, 行业格局分散。** 依照我国消费习惯来看, 成品和手工打制家具是传统家具消费的主要品类。因此, 定制家具在初入市场之时, 行业渗透率较低。伴随行业相关技术的发展, 以及消费观念的转变, 近年定制家具市场快速兴起。目前来看, 我国定制家具行业渗透率达 20%-30%, 而在日韩等与我国城市发展具有参考意义的国家, 定制渗透率已达 60%-70%。从行业集中度来看, 在大家居行业发展较为成熟的韩国, 家具巨头汉森市场占有率达 15.8%, Ace Bed、现代利瓦特等其他家具企业市占率也在 3% 以上, 而我国目前没有一家大家居企业市占率超 1%, 行业格局非常分散。

图表 20: 我国大家居行业竞争格局极度分散



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 韩国家具龙头汉森市占率较高



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- **一线定制企业接连上市, 强者恒强格局可期。** 欧派、索菲亚、尚品宅配和好莱客, 是国内定制家具领域的代表性企业, 且目前 4 家企业皆已完成上市。从各家企业 IPO 募投和定增募投项目来看, 除了常规的产能扩充项目之外, 各企业都将柔性化、智能化和信息化生产作为核心建设项目。柔性生产和信息化对于企业设计、生产和经营等方面效率提升明显, 能够全面加强企业盈利能力。同时, 一线企业持续渠道加密和下沉, 并稳步推进大家居战略, 将使得企业终端销售迎来量价齐升。而对于中小企业而言, 由于自身资金和融资渠道的限制, 此类企业无法快速实现在营销和制造等方面的升级转型, 致使与一线品牌企业差距逐步加大。在能源运费价格提涨、消费持续升级、供给侧改革加速弱势企业淘汰及环保政策趋严的形势下, 整个大家居行业集中度将不断提升, 行业竞争也将呈现强者恒强的格局。

图表 22: 一线定制家具企业基本情况

项目	欧派集团	索菲亚	好莱客	尚品宅配
成立时间	1994 年	2003 年	2002 年	2004 年
实体店规模	经销商 3,331 家, 专卖店 4,710 家	经销商 1000 多家, 专卖店近 1,900 家	经销商近 1,000 家, 专卖店近 1,300 家	直营店 76 家, 加盟店 1,081 家

项目	欧派集团	索菲亚	好莱客	尚品宅配
营业收入 (亿元)	71.34	45.30	14.33	40.26
销售模式	经销商模式为主	“经销商专卖店”为主的形式,正在稳步推进 O2O 计划	经销商模式为主	以直营、加盟店为实体,新居网、微信公众号为网络平台,组成 O2O 立体营销网络
产品类别	整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品	整体衣柜、橱柜、其他柜体和配套成品家具	整体衣柜、电视柜、阳台柜等	整体衣柜、橱柜、书柜、组合家具等全屋定制家具产品及配套家居产品
生产技术	以一个批次的生产容量为单位,不限类型和尺寸,为同批次板材制定科学的裁板方案	标准件批量化生产,非标件柔性化生产	将订单区分为标准件和非标件进行加工	前端设计方案确定时同步生成后端加工信息,标准件和非标件在同一条流水线上加工

来源:国金证券研究所整理

- 2016 年,我国家具制造行业实现营业收入 8,559.5 亿,全年同比增长 8.6%。今年前 2 月,行业累计同比增长 11.60%。根据多家家具类上市公司在非公开发行招股书等资料中披露,目前定制家具占家具行业比重约为 20-30%。我们采用保守估计,2016 年定制家具行业渗透率为 20% (据此推算出在定制家具行业内,CR4 约为 7.7%),假设未来几年保持每年 2 个百分点的渗透率提升,到 2020 年定制家具行业整体营收规模将超过 3,500 亿元。
- 整体衣柜潜在空间大、增速快:根据 2016 年 5 月泛家居网发布的《2016 年全屋定制度度调查报告》数据显示,2015 年我国整体橱柜市场约为 1,000 亿,整体衣柜为 500 亿左右。由于整体橱柜相较于整体衣柜更早进入市场,发展已经相对成熟。同时,橱柜通常仅限于厨房和部分客厅空间,因此相对而言整体衣柜所占空间更大,客单价也更高。我们认为,未来整体衣柜市场规模增速将显著高于整体橱柜。我们预计未来几年整体衣柜增长中枢为 20%-30%,整体橱柜为 10%-15%左右。

图表 23: 整体衣柜增长空间最大

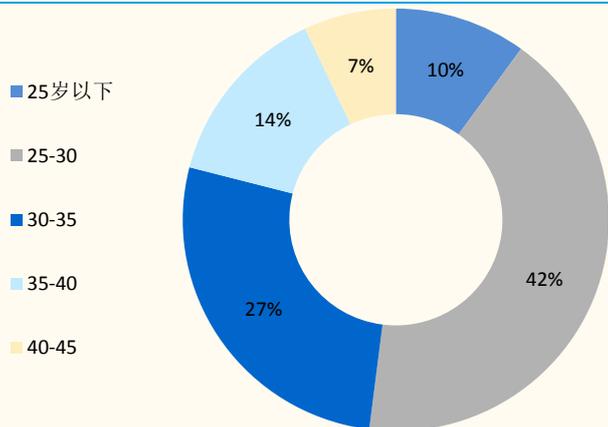
	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
家具行业产值 (亿元)	7,872.5	8,595.5	9,412.1	10,212.1	11,029.1	11,911.4
增速 (%)	9.3	9.0	9.5	8.5	8.0	8.0
定制家具行业						
渗透率 (占家具行业)	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模 (亿元)	1,574.5	1,891.0	2,258.9	2,655.1	3,088.1	3,573.4
增速 (%)		20.10	19.45	17.54	16.31	15.71
整体衣柜						
渗透率 (占定制家具行业)	32%	35%	37%	38%	40%	42%
市场规模 (亿元)	500.4	661.9	835.8	1,009.0	1,235.3	1,500.8
增速 (%)		32.27	26.28	20.72	22.43	21.50
整体橱柜						
渗透率 (占定制家具行业)	64%	60%	58%	55%	52%	50%
市场规模 (亿元)	1,000.6	1,134.6	1,310.2	1,460.3	1,605.8	1,786.7
增速 (%)		13.39	15.47	11.46	9.96	11.26
其他定制家具						
渗透率 (占定制家具行业)	5%	5%	5%	7%	8%	8%
市场规模 (亿元)	73.5	94.6	112.9	185.9	247.1	285.9
增速 (%)		28.59	19.45	64.56	32.92	15.71

来源:国金证券研究所测算

- 消费升级是驱动定制家具增长的核心因素。从家具的消费年龄结构上来看,25-35 岁年龄段的人群成为家具消费的绝对主力。而对应到消费者出生时

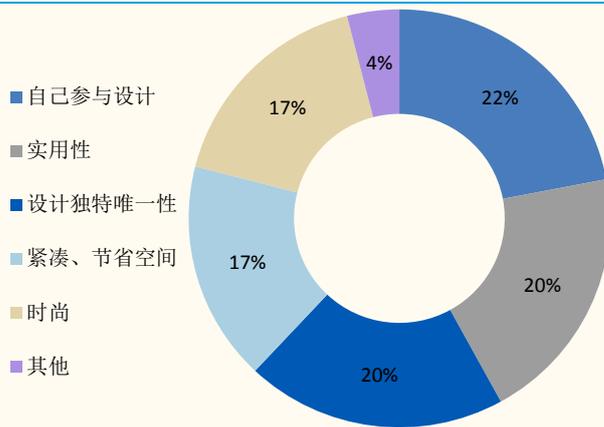
间上，现阶段国内的主力消费群体为 80、90 后人群。该部分消费者家具消费需求，已转变为整体性、协调性、环保性和个性化追求。传统成品家具，在设计和空间利用方面存在一定局限，致使年轻一代消费者对其满意度相对较低。而定制家具可根据客户住宅情况量身定做，充分利用室内空间，并且能够与家庭装修风格相协调，增加家居装饰的整体性和艺术感。同时，定制家具还能够让消费者参与到设计环节，满足不同消费者的独特要求，更加人性化。个性化设计、100%空间利用、美观时尚、环保以及标准化生产等诸多优点，成为行业发展的重要动力。

图表 24：家具消费年龄结构



来源：wind，国金证券研究所

图表 25：设计、空间利用是消费者选择定制的原因



来源：装一网，国金证券研究所

- “全装修房屋”纵向加深家具需求，婚配+城镇化横向延展潜在市场。2016年2月21日，国务院发布的“中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见”，指出我国“十三五”期间建筑产业化发展目标。随后，各省市积极响应，相继出台建筑产业化、一体化装修和全装修住宅等相关规划。我们认为，“全装修房屋”多采用标准化装修，其装修风格相对统一，具备良好的整体性和协调性但个性化不足。因此，家具产品便成为了房主彰显其个性和品位的重要工具，而具备极强设计感和个性化的定制家具将会备受消费者青睐。由此，我们看好在“全装修房屋”政策引导之下，家具行业的市场需求将得以纵向加深，同时也将为定制家具渗透率和占有率的提升起到良好支撑作用。

图表 26：中央与地方政府部分全装修政策

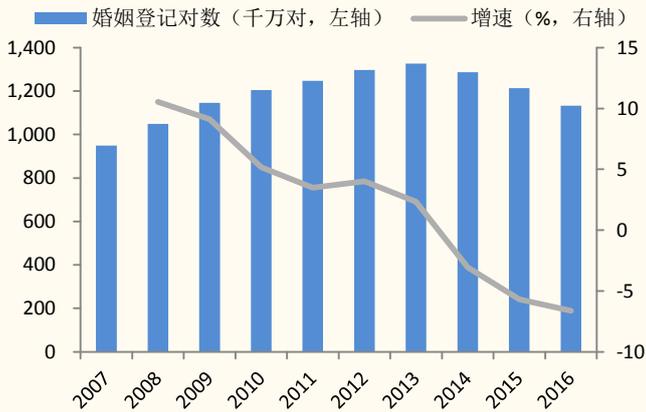
时间	颁布单位	名称	内容
2016/8/5	工信部	轻工业“十三五”规划	推动家具工业与建筑业融合发展，推进全屋定制新型制造模式发展。直接点明了家具制造行业未来发展方向
2016/9/10	浙江省人民政府	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	实现新建住宅全装修全覆盖。2016年10月1日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修
2016/9/6	山东省办公厅	《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017年设区城市新建高层住宅实行全装修,2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
2016/8/18	上海市住建委	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	从2017年1月1日起，全装修住宅面积占新建商品住宅面积（三层及以下的低层住宅除外）的比例为：外环线以内100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%，至2020年应达到50%
2016/6/29	河南省委省政府	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	2016年起，郑州航空港区、郑东新区新建商品住宅告别毛坯房；到2020年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房
2016/2/21	国务院	中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见	加大政策支持力度，力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。积极稳妥推广钢结构建筑。在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑
2016/1/29	泉州市政府	《鼓励推进新建商品住房精装修的	(一) 推行新建商品住房精装修项目，进入精装修阶段

时间	颁布单位	名称	内容
		《通知》	后，经本地有在建项目的二级或以上资质房地产开发企业出具担保函（明确企业在破产、解散等清算情况发生后，作为项目工程顺利竣工的责任承担主体），经企业申请，可以解除预售资金监管。（二）新建商品住房项目整体推行精装修的，选聘前期物业服务企业时可由开发企业参照相关规定采取邀请招标。（三）推行新建商品住房精装修项目，其基础设施配套费给予缓交，在规划验收时一次性交清。（四）推行新建商品住房精装修项目，在各相关手续的办理过程中，有关行政审批部门应为其开来源：通绿色通道，简化审批环节，缩短审批时限。（五）实行房地产开发企业资质等级升级与新建商品住房精装修开发业绩挂钩，对开发新建商品住房精装修的开发企业优先扶持升级；参与评先评优的，优先予以考虑；在房地产资质年度检查中，优先列入绿色通道办理。

来源：国务院、工信部、各省市人民政府、各省市城乡建设和管理委员会等，国金证券研究所

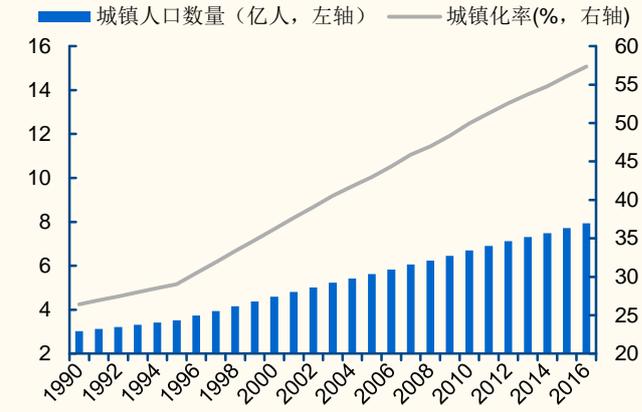
根据我国传统婚姻习惯，结婚一般需要配置新房，且婚房装修和家具用品较为考究。而过去 5 年我国婚姻登记对数始终维持千万以上，2015 年达到 1,224.70 万对。在这一情况之下，将使国内得房屋刚需得以持续释放，并将衍生新的高品质家具用品潜在消费需求。此外，根据“十三五规划纲要”，到 2020 年我国目标实现城镇化率为 60%，而 2016 年为 57.35% 存在提升空间。我们认为，在城镇化的推进过程中，新增城市将拉动房屋和基础设施建设，这将有效延展国内家具用品的市场需求。

图表 27：近 5 年我国婚姻登记对数保持千万以上



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：我国城镇化水平



来源：wind，国金证券研究所

木门行业增长趋于稳健，六大产业集群形成

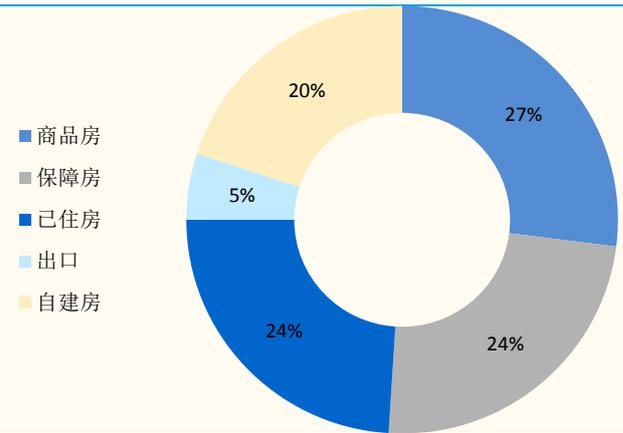
- 国内木门行业整体保持较快增长，多元化需求可规避地产调控风险。2000 年之前，我国木门生产主要以手工打制为主，进入新世纪之后，机械化、自动化和规模化木门制造逐渐兴起，行业整体也迎来了快速发展期。2005-2016 年，我国木门行业实现复合增长 14.97%，行业产值达到 1,280 亿元。从下游需求结构上看，我国木门行业主要包括五大类市场需求，其中商品房、保障房、已住房和自建房需求占比较为均衡。这一需求结构，使得行业能够有效应对地产调控所带来的负面影响。在商品房开工增速和销售增速下滑之时，行业依旧具备充足市场需求，避免了整体产值规模的快速缩水。

图表 29：木门行业保持稳健增长



来源：《中国门业发展研究报告》&泛家居网&江山欧派招股书，国金证券研究所

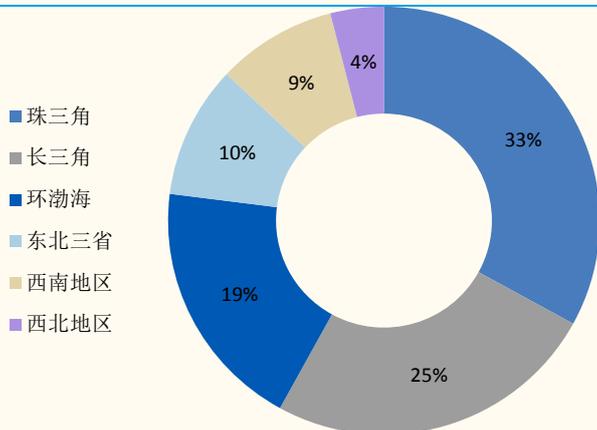
图表 30：木门行业需求呈现多元化



来源：江山欧派招股书，国金证券研究所

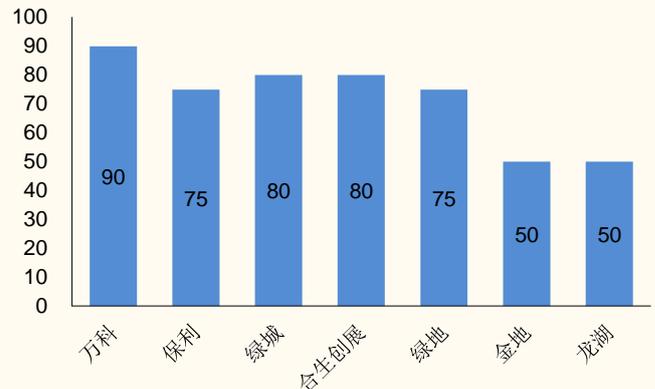
- **珠三角区域家具企业涉足木门产业优势明显。**现阶段国内木门行业已形成珠三角、长三角和环渤海等六大产业集群。从市场占有率上看，珠三角和长三角产业群，分别以 33%和 25%的占比成为核心基地。对于有意涉足木门行业的家具企业而言，珠三角产业群倚靠东南林区，毗邻越南和老挝，林木资源丰富，原材料运输距离短，有利于企业管控制造成本。同时，珠三角地区拥有广州港、深圳港和惠州港等一众港口，且邻近东南亚地区。与其他产业群相比，珠三角产业群拥有先天产品出口优势。因此，我们认为，珠三角地区家具企业拓展木门业务，将可以凭借区域性优势，加快产业延展的速度，缩短回报周期。木门作为大家居的产品成员，未来增长动力与家具一致，消费升级、全装修房屋和城镇化都将助力行业增长。特别是全装修房屋政策之下，将加快木门行业工程业务的发展。目前来看，国内主要地产开发商平均精装修项目占比为 71.43%，与部分省市制定 100%全装修交付的目标仍存差距。而木门作为房屋全装修过程中的标配家居产品之一，将在国家政策的推进下持续受益。

图表 31：珠三角地区是木门行业核心产业集群



来源：中国林产工业协会，国金证券研究所

图表 32：国内大型地产商精装修项目占比 (%)



来源：江山欧派招股书，国金证券研究所

橱柜霸主竞争优势突出，“大家居”拓展长期发展空间

整体橱柜行业霸主，竞争优势突出

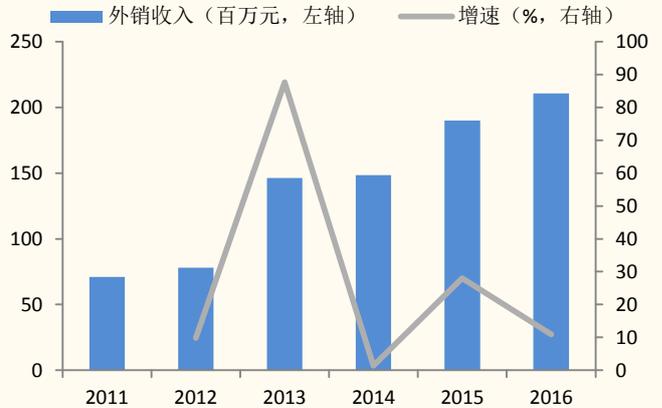
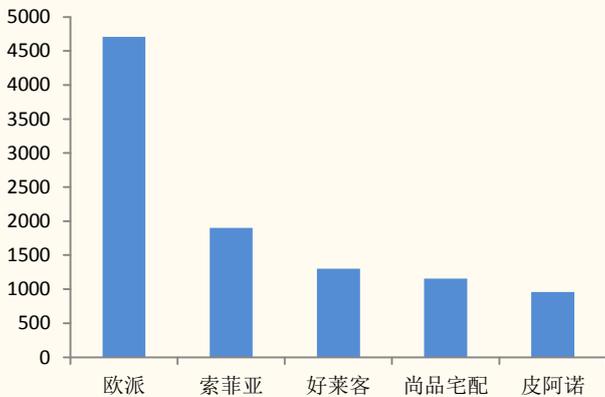
- **最早、最大和最完善的定制家具业务。**公司成立于 1994 年，不仅是国内整体橱柜行业内“资格最老”的企业，同时也是“整体厨房”这一概念的引入者。与其他同业竞争对手相比，公司在国内外都拥有完善销售网络。**内销：**截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有经销商 3,331 家，专卖店 4,710 家，直营店 19 家，是业内数量最多、覆盖范围最广的销售网络。为了加强终端销售人员销售技巧，提升客户消费体验度。公司建立了约 2,189 平方

米的培训教室和模拟厨房训练场所，配套完善了网络学习平台，并打造了一直 155 人的优秀培训师团队，为经销商、专卖店员工提供强大的培训服务支持。目前，公司完成各类专业培训课程研发 1,600 多个，每年举办各类培训 3,700 余场，培训人次达 4 万多。通过建立完整的终端销售人员培训体系，提升终端销售能力，是公司销售网络得以有效运作的基础。同时，这一培训体系也满足了经销商多样化培训需求，提高了其对企业的忠诚度。

外销：2003 年，公司成立外贸事业部，并在美国波士顿设立北美办事处，迈出了海外销售的第一步。2016 年，公司共有 48 个不同国家的海外经销商，共开设 91 家店面（“欧派”品牌形象店 55 家，非“欧派”品牌形象店 36 家），实现外销收入 2.11 亿元，同比增长 10.88%，占主营业务收入的 3%。而国内定制家具同业大多仅有少量外销收入，且都未形成销售体系。同时，公司的外销业务主要采取 FOB 价格模式结算，发货前客户须支付全额货款，在产品完成出口报关手续且越过船舷后，所有风险与报酬全部转嫁给客户，这样，公司的外销收入可以得到及时确认，现金流压力小且运营风险可控。

图表 33：欧派家居拥有最多的定制家具实体店（家，2016 年）

图表 34：欧派家居外销收入保持增长



来源：各公司年报、招股说明书，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

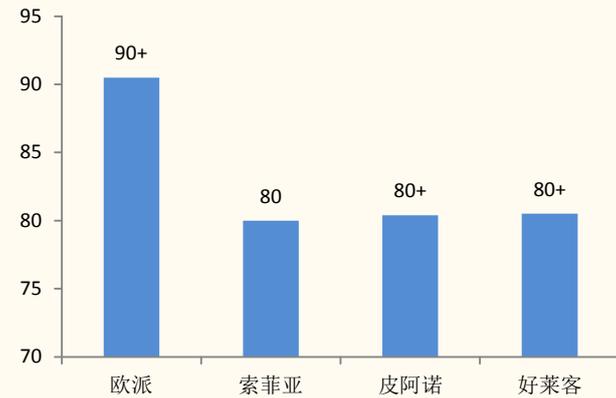
图表 35：欧派家居销售网络遍布全球



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

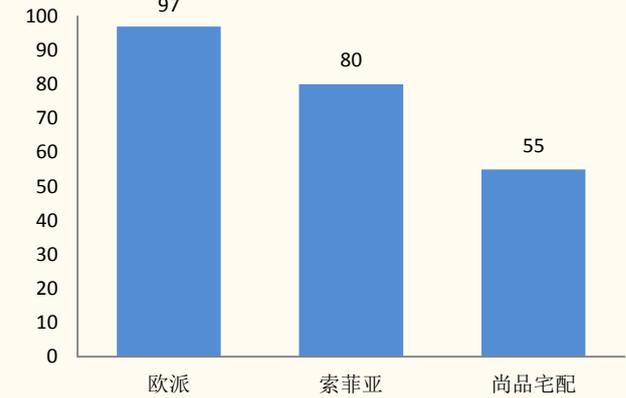
- **信息化建设水平领先同业。**公司是国内工业化生产现代橱柜的先锋企业，早在 2003 年便推出了“全国电脑互联设计系统”和“订单管理系统”，实现橱柜全程信息化管理，信息化建设持续完善，强大的系统是公司定制家具业务的核心优势之一：
 - **1) 原材料使用：**公司通过自主研发的订单排产系统，可以实现以一个批次的生产容量为单位，不限类型和尺寸，为同批次板材制定科学的裁板方案。同时配合公司柔性线的全自动数控系统，完成自动生成、自动识别、自动钻孔，解决了制约整体家居行业定制化生产的最大瓶颈。目前来看，公司板材利用率高达 90%以上，而同业公司平均板材利用率在 80%左右。
 - **2) 交货期与一次安装率：**公司以 Oracle 为数据基础平台，通过产品电子模数化管理、产销工艺执行同步化等方式，实现从产品设计到成品出货的全面信息化应用与全流程打通，促使公司订单生产周期持续缩短。2016 年，公司衣橱柜业务平均交货期为 19 天左右，较 2014 年 25 天的平均交货期明显缩短，明显短于 30-45 天的行业平均交货期。另一方面，一次安装率是定制家居企业的重要效率指标之一。公司的 97%的一次安装率同样大幅超过同业公司。信息化建设的持续推进，使得公司生产效率不断提升，同时也确保了衣橱柜产品拥有较高品质。

图表 36：欧派家居板材利用率超过 90% (%)



来源：公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

图表 37：欧派家居拥有极高的一次安装率 (%)



来源：调研数据，国金证券研究所

- **3) 单位成本：**信息化建设，使得公司在中前端订单确认和订单管理环节能够显著减少人工使用。同时配合制造环节柔性线的投放，公司整体单位成本持续下降。以橱柜产品为例，公司 2016 年，橱柜单位成本为 5,911.62 元，同比下降 10.66%，带动毛利率提升 7.24pct。

图表 38：公司橱柜业务单位成本保持下降

	2014		2015		2016	
	金额 (元)	金额 (元)	变动幅度 (%)	金额 (元)	变动幅度 (%)	
单位产品价格	10,153.66	9,735.53	-4.12%	9,555.86	-1.85%	
单位产品成本	7,212.54	6,616.81	-8.26%	5,911.62	-10.66%	
其中：直接材料费	5,939.34	5,384.56	-9.34%	4,727.96	-12.19%	
直接人工	700.4	687.88	-1.79%	664.63	-3.38%	
制造费用	572.79	544.37	-4.96%	519.03	-4.65%	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

“大家居”舰队起航在即，募投扩产再添动力

- 依托衣橱柜业务的快速发展，公司已经持续进行多元化业务布局。目前来看，公司产业触角已延伸至整体卫浴、厨电、壁纸、寝具、酒店家具和石材领域。公司具备极强一站式全屋定制服务提供能力，我们看好公司在

IPO 募投项目逐步落地后，对于整体综合服务能力的再度提升，“大家居”远洋巨舰起航在即。

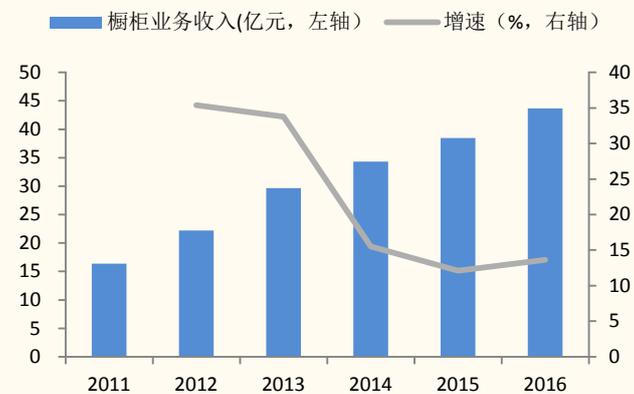
图表 39：公司业务布局多箭齐发



来源：欧派官网，国金证券研究所

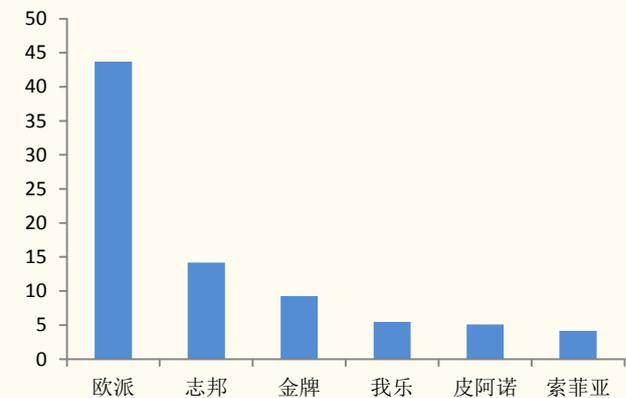
- 主舰—橱柜业务：收入稳健增长，霸主地位稳固。**公司从整体橱柜业务起家，虽然于 2010 年开始积极拓展厨电和衣柜业务，但近几年橱柜收入在整体收入中占比仍在 60% 以上，并且仍保持较快增长态势。2016 年，公司橱柜业务在全国范围内拥有柜经销商 1,488 家，专卖店 2,088 家，完成销售量 45.72 万套，实现销售收入 43.69 亿元，同比增长 13.64%，大幅超越同行业公司，整体橱柜霸主地位稳固。根据博思数据发布的《2015-2020 年中国整体厨柜市场分析与投资前景研究报告》来看，目前我国家庭整体橱柜拥有率仅为 6.8%，远低于欧美发达国家的 35%。伴随消费升级和整体橱柜概念的普及，国内整体橱柜拥有率还将较高发展空间，公司作为橱柜霸主，预计将持续受益行业的快速发展。本次上市募投项目，公司计划通过建设广州、天津和无锡三大生产基地，扩充整体橱柜年产能 40 万套，全面达产后，将会为公司新增 20 亿以上的营业收入，新增净利润超过 1.7 亿元。

图表 40：欧派家居橱柜业务收入稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

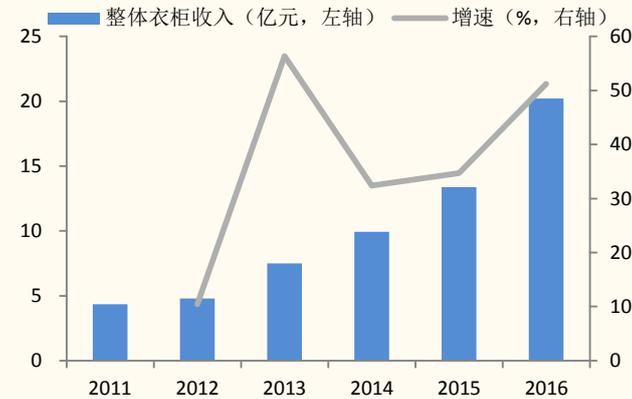
图表 41：欧派家居橱柜收入领跑行业（亿元）



来源：wind，各公司找过说明书，国金证券研究所

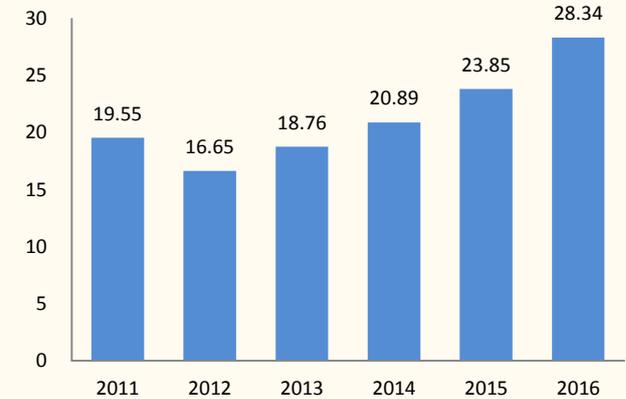
- **列舰 1—衣柜业务为基础，全屋定制量价齐升可期。**近年，公司衣柜业务持续保持快速增长，近五年实现复合增长 33.35%，2014 年衣柜业务在主营收入中占比突破 20%，成为公司第二大主营业务。2016 年，公司衣柜业务收入达到 20.22 亿元，同比增速为 51.23%。我们认为，公司衣柜业务的快速发展得益于橱柜业务积累的良好口碑效应以及客户基础，两项业务间形成客户互相导流，协同效应明显。

图表 42：欧派家居衣柜业务收入高速增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 43：欧派家居衣柜业务对收入贡献度持续提升 (%)



来源：wind，国金证券研究所

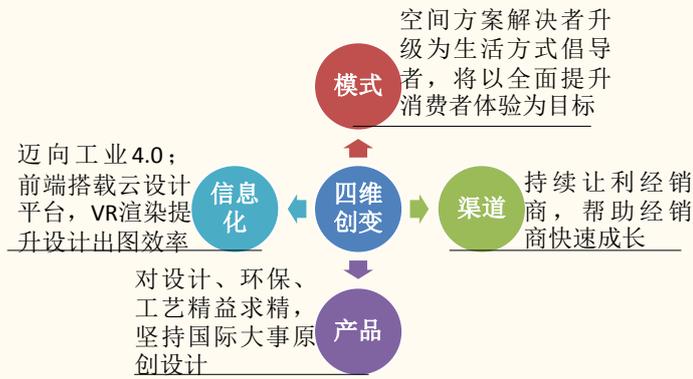
- **全屋定制服务再升级。**公司依托衣柜业务，提供全屋定制服务，践行“大家居”战略。目前，公司产品实现对客厅、厨房和卧室等，家居生活主要空间的覆盖，提供床、桌椅等其他配套家具服务。同时，公司也持续升级和优化全屋定制服务，不断提升客户消费体验感。本次 IPO 上市之后，公司对衣柜业务再次进行全面升级，提出了“5D 产品矩阵+4 维创变”的核心战略。“5D 产品矩阵”是指公司将六大空间定制系统与人生六大周期进行完美融合，并结合个体的兴趣，给用户提供更个性化的深度空间定制解决方案，更为贴近消费者的生活，消费者具备更强的感官度和体验感。“4 维创变”是在模式、渠道、产品和信息化四个维度持续进行创新、升级和变革。
- **全屋定制服务渠道再创新。**2016 年，为全面提升一站式服务能力，公司在全国 40 多个城市新设大店“欧派全屋定制 MALL”。与公司传统专卖店不同，欧派全屋定制 MALL”除了拥有自主的橱柜、衣柜、书柜、木门、卫浴等品类外，公司还与吊灯、瓷砖、地板、窗帘等其他品牌合作，致力于提供给消费者一站式购物的体验。公司计划在未来 3 年，在全国范围内新增“欧派全屋定制 MALL”300 家。我们看好在未来整体衣柜行业渗透率逐步提升的行业趋势下，公司稳步推进大店面，升级一站式全屋定制服务，公司性价比优势将持续增强，销售端量价齐升可期。

图表 44：公司 5D 产品矩阵



来源：泛家居圈微信推送，国金证券研究所

图表 45：公司“四维创变”战略部署



来源：泛家居圈微信推送，国金证券研究所

图表 46：欧派全屋定制 mall

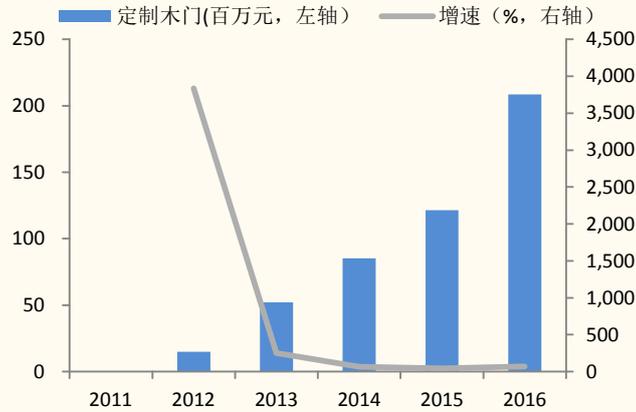


来源：百度图片，国金证券研究所

■ **列舰 2：—欧铂尼木门：行业方兴未艾，公司收入具备高增驱动。**木门作为“大家居”概念中重要的组成部分，其消费需求较其他家具产品更为刚性。目前，国内木门行业规模已上千亿，但产值规模破 10 亿的企业寥寥，龙头企业整体方兴未艾。同时，在制造方面，行业目前已经由传统的“上门手工制作”向“规模化定制”转型的阶段，品牌影响力在市场竞争中的作用日益凸显。“欧铂尼”是公司旗下木门品牌，近年伴随行业的快速发展，该项业务收入实现跨越式增长。2016 年，公司定制木门业务独立经销商达 556 家，实现 2.08 亿元收入，同比增长 71.73%，为公司增速最快的业务。目前，公司木门产能利用率为 91.89%，为应对未来品牌木门的快速发展，公司拟投资建设年产 60 万樘木门产线，现有产能瓶颈将有效突破。根据中国林业工业协会公布的数据，每 100 平方米建筑面积需要 7 樘门。2015 年和 2016 年全国期房销售面积分别为 8.65 亿和 10.56 亿平米，由于期房交房约有 2-3 年的滞后期，粗略估算未来 3 年全国至少将有 7,439.57 万樘木门的市场需求。另一方面，公司借上市扩大“欧派”品牌影响力之机，2017 年 4 月，欧铂尼木门联手国内各大铁路局，启动全国立体式覆盖广告投放模式，重磅投放千万级高铁列车广告，布局全国。公司进行高铁广告

投放，在提升欧铂尼品牌知名度的同时，也将挖掘出新的潜在消费者，有利于公司木门业务收入持续保持高增长。

图表 47：木门业务是欧派家居增速最快的业务



来源：wind，国金证券研究所

图表 48：欧铂尼木门在高铁投放广告



来源：欧铂尼木门官方微信，国金证券研究所

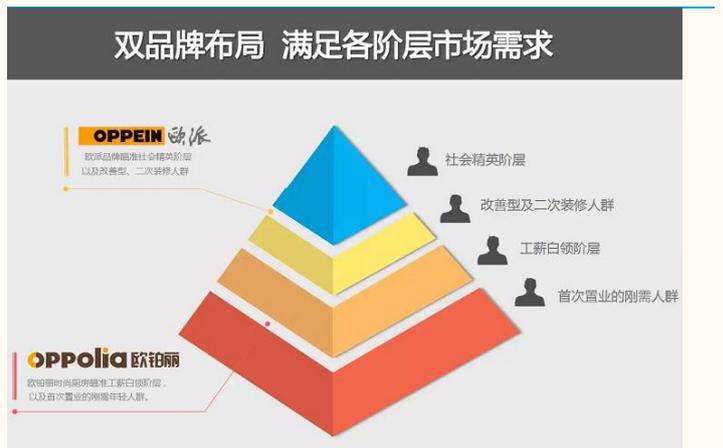
- **列舰 3—欧铂丽家居：子品牌精准定位青年人，业务快速放量可期。**2016年1月，公司子品牌“欧铂丽”正式上线。“欧铂丽”同样以整体橱柜作为核心业务，精准定位 80、90 后白领人群，产品风格主打时尚轻奢。凭借公司已有的强大制造、品牌和渠道优势，“欧铂丽”的“诞生”相较于其他橱柜品牌就具备了先天市场竞争优势。与公司橱柜业务相比，“欧铂丽”以“前瞻性、年轻化、智能定制化”为核心战略定位青年人，产品具备更强的性价比优势。同时，“欧铂丽”橱柜以打造厨房空间为主，提供包括柜体、厨电和厨房用品等一站式厨房空间定制服务，直击白领厨房消费中“厨房用品多、品牌选择少、耗时又耗力”的痛点。目前，“欧铂丽”橱柜已开始复制公司家居模式，产品开始延展至全屋定制领域，具备提供一站式家居定购服务潜质。我们认为，公司子品牌的推出，符合当下消费升级、年轻消费者崛起的发展方向，通过产品精准定位将直接有效的满足消费需求。另一方面，子品牌的推出，将促使公司形成“欧派+欧铂丽”高低结合的双品牌金字塔布局，品牌之间客户交互式引流效应将会更加显著

图表 49：“欧铂丽”与“欧派”的对比



来源：欧派家居工程精装微信推送，国金证券研究所

图表 50：欧派家居将形成双品牌金字塔模式



来源：欧派家居集团公众号，国金证券研究所

图表 51：“欧铂丽”已延伸至全屋定制领域



来源：欧铂丽官网，国金证券研究所

- 截止目前，“欧铂丽”在全国范围内约有店面 400 家，公司计划在未来三年内新增 1,200 店面。2016 年，公司经销商专卖店的单店平均销售收入约为 127.42 万元。我们假设未来三年公司单店销售收入不变，结合“欧铂丽”开店计划保守测算，到 2019 年，“欧铂丽”将至少为公司新增 15.29 亿元收入，是公司未来业绩的重要增长极。
- 全装修房屋风起，大宗业务收入或乘风而上。公司与保利地产、和记黄埔和华润等知名房地产商建立了合作关系，重点推进以大型房地产项目精装修配套整体厨柜和整体衣柜为主的大宗用户业务。2016 年，公司实现该类渠道销售收入 5.72 亿元，同比增长 22.70%。由于橱柜安装过程中，涉及水电线路问题，需与装修同时进场，各地产开发商和装饰商，需要长期配套供应商。因此，我们认为，公司作为国内家居龙头企业，有望在全装修房屋兴起的浪潮之下，加深与地产开发商的合作关系，B 端业务具备较大提升潜力。
- 总结：综合来看，公司与同业相比在渠道和制造方面具备突出优势，整体业务布局全面，多箭齐发，“大家居”服务能力极强。本次上市募集资金将主要扩充衣橱柜和木门业务产能。未来伴随定制衣柜行业渗透率提升，定制木门品牌企业崛起，公司有望在各领域持续享有行业红利。同时，公司 2016 年推出针对青年消费群体的子品牌，形成了双品牌金字塔模式，品牌间客户导流将愈加明显，子品牌未来发展潜力巨大，将成为公司新的增长极。

图表 52：公司 IPO 募投项目情况（万元）

投资目的	募集资金使用项目	投资金额	募集资金拟投入	核准/备案情况	环评批复
产能扩充	广州年产 15 万套厨柜生产线建设项目	29,445.70	15,000.00	广州市发展和改革委员会 140101211010334 号备案证	云环保建 [2014]78 号
	天津年产 15 万套厨柜生产线建设项目	29,244.36	29,000.00	静发改许可[2014]48 号	静环保许可表 [2014]0040 号
	广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目	34,098.27	29,000.00	广州市发展和改革委员会 140101211010333 号备案证	花环监字 [2014]103 号
	无锡生产基地（一期）建设项目	78,000.00	78,000.00	无锡市惠山区发展和改革委员会 20140141 号备案通知书	惠环审 [2014]325 号
	年产 60 万樘木门生产线建设项目	28,298.47	15,000.00	广州市发展和改革委员会 140101211010334 号备案证	云环保建 [2014]133 号
品牌建设	“欧派”品牌推广项目	30,000.00	30,000.00	-	-

投资目的	募集资金使用项目	投资金额	募集资金拟投入	核准/备案情况	环评批复
信息系统	信息化系统技术改造项目	3,928.36	3,132.08	广州市白云区经济贸易局 14011121103000256号备案证	-
	合计	233,015.16	199,132.08	-	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

风险因素

宏观经济波动风险

- 公司所属行业属于周期性行业，易受到经济增长周期性的影响，特别是房地产行业波动的影响。如果经济出现较大波动，终端消费者将减少对民用家具的需求，导致公司主要客户订单需求不稳定性增加，最终影响公司的盈利水平。

原材料价格波动风险

- 公司整体衣橱柜生产所需主要原材料为中密度纤维板、铝型材、百叶板和五金配件等，直接材料成本占比较高。主要原材料采购价格的波动，将直接影响公司的经营业绩。

IPO 募投项目建设和投产进度不达预期的风险

- 公司 IPO 上市募投橱柜、衣柜和定制木门扩产项目。虽然现阶段定制家具行业具有良好的市场发展前景，但在项目实施及后续经营过程中，如果出现市场开拓滞后或市场环境不利变化，公司存在 IPO 募投项目建设和投产进度不达预期的风险。

盈利预测

关键假设

- IPO 募投橱柜、衣柜和木门项目，2017-2019 年达产率分别为 40%、80% 和 100%。
- 2017-2019 年，公司新增店面数量分别为 500 家、400 家和 300 家。
- 客单价年均增长 5%。

盈利预测

图表 53：欧派家居盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (万元)	475,108.00	560,708.97	713,413.06	881,683.54	1,122,991.80	1,429,840.78
整体厨柜	342,921.00	384,501.00	436,940.00	502,481.00	592,927.58	711,513.10
整体衣柜	99,249.00	133,704.00	202,203.00	272,974.05	382,163.67	515,920.95
整体卫浴	13,994.00	14,819.00	24,165.00	35,039.25	49,054.95	67,695.83
定制木门	8,529.00	12,137.00	20,843.00	30,222.35	42,311.29	58,389.58
其他	10,415.00	15,547.97	29,262.06	40,966.89	56,534.31	76,321.32
营业成本 (万元)	340,975.72	383,262.50	452,680.88	567,402.50	729,686.16	937,658.08
整体厨柜	243,590.00	261,328.00	270,308.00	316,563.03	376,509.01	455,368.38
整体衣柜	70,750.00	89,036.00	127,739.00	171,973.65	242,673.93	330,189.41
整体卫浴	12,054.00	12,299.00	19,486.00	28,381.79	39,979.78	55,375.19
定制木门	8,191.00	10,160.00	17,306.00	25,084.55	34,906.81	47,879.46
其他	6,390.72	10,439.50	17,841.88	25,399.47	35,616.61	48,845.64
业务利润 (万元)	134,132.27	177,446.48	260,732.18	314,281.04	393,305.64	492,182.70

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
整体厨柜	99,331.00	123,173.00	166,632.00	185,917.97	216,418.57	256,144.71
整体衣柜	28,499.00	44,668.00	74,464.00	101,000.40	139,489.74	185,731.54
整体卫浴	1,940.00	2,520.00	4,679.00	6,657.46	9,075.17	12,320.64
定制木门	338.00	1,977.00	3,537.00	5,137.80	7,404.48	10,510.12
其他	4,024.27	5,108.48	11,420.18	15,567.42	20,917.69	27,475.67
毛利率 (%)	28.23	31.65	36.55	35.65	35.02	34.42
整体厨柜	28.97	32.03	38.14	37.00	36.50	36.00
整体衣柜	28.71	33.41	36.83	37.00	36.50	36.00
整体卫浴	13.86	17.01	19.36	19.00	18.50	18.20
定制木门	3.96	16.29	16.97	17.00	17.50	18.00
其他	38.64	32.86	39.03	38.00	37.00	36.00
增速 (%)	27.79	18.02	27.23	23.59	27.37	27.32
整体厨柜	15.53	12.13	13.64	15.00	18.00	20.00
整体衣柜	32.41	34.72	51.23	35.00	40.00	35.00
整体卫浴	-	5.90	63.07	45.00	40.00	38.00
定制木门	-	42.30	71.73	45.00	40.00	38.00
其他	27.45	49.28	88.21	40.00	38.00	35.00

来源: Wind, 国金证券研究所预测

基于以上假设, 经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 12.53/16.67/21.35 亿元, 三年 CAGR 为 30.52%, 全面摊薄后每股收益为 3.02/4.02/5.15 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,751	5,607	7,134	8,817	11,230	14,298
增长率	18.0%	27.2%	23.6%	27.4%	27.3%	
主营业务成本	-3,410	-3,833	-4,527	-5,674	-7,297	-9,377
%销售收入	71.8%	68.4%	63.5%	64.4%	65.0%	65.6%
毛利	1,341	1,774	2,607	3,143	3,933	4,922
%销售收入	28.2%	31.6%	36.5%	35.6%	35.0%	34.4%
营业税金及附加	-34	-46	-71	-81	-101	-122
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-462	-666	-816	-868	-1,044	-1,287
%销售收入	9.7%	11.9%	11.4%	9.9%	9.3%	9.0%
管理费用	-401	-530	-653	-794	-955	-1,165
%销售收入	8.4%	9.4%	9.2%	9.0%	8.5%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	444	533	1,067	1,400	1,833	2,348
%销售收入	9.3%	9.5%	15.0%	15.9%	16.3%	16.4%
财务费用	-14	0	9	54	107	142
%销售收入	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.6%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	0	-3	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	2	2	2
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	431	530	1,068	1,456	1,942	2,492
营业利润率	9.1%	9.5%	15.0%	16.5%	17.3%	17.4%
营业外收支	19	41	54	26	27	27
税前利润	450	571	1,122	1,482	1,969	2,520
利润率	9.5%	10.2%	15.7%	16.8%	17.5%	17.6%
所得税	-64	-88	-178	-222	-295	-378
所得税率	14.3%	15.5%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	385	483	943	1,260	1,673	2,142
少数股东损益	0	-6	-6	6	6	6
归属于母公司的净利润	385	488	950	1,254	1,667	2,136
净利率	8.1%	8.7%	13.3%	14.2%	14.8%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	385	483	943	1,260	1,673	2,142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	95	128	179	123	138	153
非经营收益	13	14	-7	7	-28	-28
营运资金变动	413	1	381	346	473	604
经营活动现金净流	906	625	1,497	1,736	2,257	2,871
资本开支	-436	-569	-1,216	-147	-338	-356
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	27	0	50	2	2	2
投资活动现金净流	-409	-568	-1,165	-146	-336	-354
股权募资	5	5	0	1,993	0	0
债权募资	-200	-8	-89	-212	0	1
其他	-37	-185	40	-4	-415	-552
筹资活动现金净流	-232	-188	-49	1,777	-415	-551
现金净流量	265	-131	282	3,366	1,506	1,966

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	982	902	1,145	4,512	6,017	7,983
应收款项	111	98	171	202	257	327
存货	362	480	757	670	862	1,107
其他流动资产	62	77	126	109	140	179
流动资产	1,517	1,558	2,199	5,493	7,276	9,597
%总资产	43.7%	39.7%	39.6%	62.0%	66.9%	71.5%
长期投资	1	1	1	2	1	1
固定资产	1,115	1,458	2,113	2,341	2,570	2,802
%总资产	32.2%	37.1%	38.1%	26.4%	23.6%	20.9%
无形资产	747	757	1,028	1,023	1,022	1,021
非流动资产	1,950	2,370	3,350	3,368	3,595	3,826
%总资产	56.3%	60.3%	60.4%	38.0%	33.1%	28.5%
资产总计	3,466	3,928	5,548	8,861	10,872	13,423
短期借款	220	212	103	0	0	0
应付款项	1,450	1,500	2,033	2,347	2,997	3,827
其他流动负债	160	214	400	772	1,009	1,293
流动负债	1,830	1,926	2,537	3,119	4,006	5,120
长期贷款	0	0	20	20	20	21
其他长期负债	67	63	109	0	0	0
负债	1,896	1,989	2,666	3,139	4,027	5,141
普通股股东权益	1,563	1,932	2,882	5,715	6,832	8,263
少数股东权益	7	6	1	7	13	19
负债股东权益合计	3,466	3,928	5,548	8,861	10,872	13,423

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.03	1.31	2.54	3.02	4.02	5.15
每股净资产	4.18	5.17	7.71	13.77	16.46	19.91
每股经营现金净流	2.43	1.67	4.01	4.18	5.44	6.92
每股股利	0.00	0.00	0.00	1.00	1.33	1.70
回报率						
净资产收益率	24.65%	25.28%	32.95%	21.94%	24.40%	25.85%
总资产收益率	11.12%	12.44%	17.11%	14.15%	15.34%	15.91%
投入资本收益率	21.24%	20.96%	29.85%	20.72%	22.70%	24.04%
增长率						
主营业务收入增长率	18.92%	18.02%	27.23%	23.59%	27.37%	27.32%
EBIT 增长率	33.49%	20.16%	100.13%	31.18%	30.96%	28.10%
净利润增长率	60.89%	26.78%	94.39%	32.04%	32.98%	28.10%
总资产增长率	20.64%	13.30%	41.26%	59.71%	22.68%	23.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7	5	5	6	6	6
存货周转天数	38	40	50	43	43	43
应付账款周转天数	29	32	35	31	31	31
固定资产周转天数	75	84	79	68	56	47
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.50%	-35.60%	-35.44%	-78.50%	-87.61%	-96.14%
EBIT 利息保障倍数	32.5	54,869.2	-112.5	-25.9	-17.2	-16.5
资产负债率	54.70%	50.64%	48.04%	35.43%	37.04%	38.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD