

欧派家居（603833.SH）深度报告

品牌渠道构筑护城河，多品类布局践行大家居

● 定制家具龙头优势凸显，长期践行大家居战略

欧派家居作为国内较早布局定制家具的公司，品牌历史悠久，屡获殊荣。公司长期践行大家居战略（橱柜、衣柜、木门、卫浴、壁纸等），并通过纵向一体化经营模式，实现了对产业链的有效控制，生产效率高于同行业水平。2011-2016 年，公司收入规模在行业内具有优势，盈利水平逐步上升，募投项目将逐步解决产能足问题、提升公司经营效率，并通过品牌和信息化建设进一步提升品牌效应、推进公司大家居战略。

● 经济向好助力行业增长，定制家具马太效应显现

近年来，我国城镇化进程加快，居民人均可支配收入不断提高，居住条件与消费观念的改变正在推进家居行业的消费升级趋势。在产业链方面，以欧派家居为代表的定制家具龙头企业对上游有较强的议价能力，能够有效控制成本，下游刚需性住房和二次装修也为行业发展提供了有效需求。此外，定制家居行业规模与渗透率尚有待提升，全屋定制引领消费潮流，欧派家居凭借品牌、渠道、生产效率等优势深耕行业多年，马太效应显现。

● 盈利预测与投资建议

欧派家居具有大规模非标定制能力、强大的销售终端和品牌影响力三大核心竞争力，龙头优势显著。公司信息化建设领先，全产业布局，或将引领行业潮流率先步入全屋定制时代。同时，公司推出欧铂丽品牌进军中低端市场，为公司提供新的增长点。预计公司 2017~2019 年的归属母公司净利为 12.5、16 和 21.2 亿元，EPS 为 3.02、3.86 和 5.11 元，分别对应 38.5、30.1 和 22.7 倍 PE。参照公司未来业绩增速和家具上市公司估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

房地产调控政策超预期紧缩；新品类拓展和盈利不达预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,607.09	7,134.13	9,071.35	11,855.00	15,534.40
增长率(%)	18.02%	27.23%	27.15%	30.69%	31.04%
EBITDA(百万元)	657.83	1,236.94	1,579.28	1,994.77	2,595.42
净利润(百万元)	488.49	949.56	1,252.15	1,600.98	2,120.19
增长率(%)	26.78%	94.39%	31.87%	27.86%	32.43%
EPS（元/股）	1.308	2.542	3.017	3.857	5.108
市盈率（P/E）	-	-	38.52	30.12	22.75
市净率（P/B）	-	-	11.67	8.41	6.14
EV/EBITDA	-1.05	-0.83	28.98	21.98	15.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

116.19 元

报告日期

2017-06-13

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	415/42
流通 A 股市值（百万元）	48,229
每股净资产（元）	7.71
资产负债率（%）	48.04

相对市场表现



分析师：申 烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

分析师：赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、本文逻辑与投资要点	4
(一) 定制家具龙头优势凸显, 长期践行大家居战略	4
(二) 经济向好助力行业增长, 定制家具马太效应显现	4
(三) 经营情况行业领先, 募投项目引领未来	4
(四) 与大众观点不同之处	5
二、定制家具龙头优势凸显, 长期践行大家居战略	6
(一) 产品门类齐全, 品类延伸合理, 打造大家居产业	6
(二) 品牌历史悠久、知名度高, 品牌效应有望进一步发挥	8
(三) 有效控制产业链上游, 降低原材料成本	11
(四) 销售渠道广布提升成长空间, 销售终端优化促进持续发展	13
三、经济向好助力行业增长, 定制家具渗透率有待提升	17
(一) 宏观经济助力行业增长, 定制家具引领未来潮流	17
(二) 定制家具产业链完善, 上游发展成熟, 下游运营稳健	19
(三) 全屋定制引领消费潮流, 全产业布局支撑未来增长	21
(四) 住房刚需支持行业发展, 行业渗透率有待提升	22
四、经营情况行业领先, 募投项目引领未来	25
(一) 销售业绩持续增长, 财务数据支持成长	25
(二) 募投项目扩充产能, 生产基地打破发展瓶颈	26
(三) 品牌、信息化建设双管齐下, 引领欧派未来发展	28
五、盈利预测与投资建议	31
六、风险提示	31

图表索引

图 1: 欧派家居主要产品推出时间	6
图 2: 欧派家居主要产品销售情况	6
图 3: 欧派家居主要产品销售情况变化趋势	7
图 4: 欧派家居发展历程	8
图 5: 欧派家居对经销商的支持情况 (单位: 万元)	10
图 6: 可比公司广告宣传费用对比图 (单位: 万元)	11
图 7: 欧派家居采购流程图	12
图 8: 欧派家居板材成本变化趋势 (单位: 元/张)	12
图 9: 欧派家居不同销售模式收入情况	13
图 10: 欧派家居不同销售模式收入占比变化情况	14
图 11: 欧派家居广州直营店数量	14
图 12: 欧派家居经销商按类别分类情况	15
图 13: 欧派家居经销商占比变动情况	15
图 14: 欧派家居海外销售分布图	16
图 15: 中国家具制造业主营业务收入	17
图 16: 中国家具制造业利润总额及增速	17

图 17: 中国家具制造业毛利率及净利率趋势图	17
图 18: 我国城镇化率情况	18
图 19: 全国居民人均可支配收入及增速	18
图 20: 我国人口年龄结构比例变化情况	19
图 21: 我国人造板行业产量与增速	20
图 22: 我国人造板行业生产分布情况	20
图 23: 欧派家居产品销量变动与房地产变动情况	21
图 24: 90 平方米及以下住宅投资情况	22
图 25: 家具行业具有地产后周期特征	23
图 26: 欧派家居销售收入情况 (单位: 万元)	25
图 27: 欧派家居四大生产基地全国布局情况	28
表 1: 欧派家居发展大事记	8
表 2: 近几年公司所获主要荣誉	9
表 3: 可比公司广告宣传费用占营业收入比例	11
表 4: 主要原材料成本对比	13
表 5: 住房销售情况预测	23
表 6: 住房销售情况预测	24
表 7: 欧派家居销售情况与可比公司对比	25
表 8: 欧派家居期间费用率与可比公司对比	26
表 9: 欧派家居盈利指标与可比公司对比	26
表 10: 欧派家居产销情况	26
表 11: 欧派家居募集资金预期用途	27
表 12: 品牌推广项目投资概算	29
表 13: 媒介广告推广费用明细 (单位: 万元)	29
表 14: 可比公司估值对比	31

一、本文逻辑与投资要点

（一）定制家具龙头优势凸显，长期践行大家居战略

欧派家居成立于1994年，经过二十余年的建设与发展，已经成为家居行业的领导者之一。欧派家居品牌历史悠久，并屡获殊荣，在消费者中知名度与美誉度高于行业平均水平，品牌效应较为显著。欧派家居以整体橱柜为基础，不断拓宽产品类别，成为涵盖家居行业产品类别较全的行业龙头。从品类延伸策略来看，欧派家居巧妙地发挥了欧派橱柜的带单效应拓展整体衣柜产品，完善家居装修后端品类，并通过推出欧铂尼木门向家居装修前端扩延。公司在现有全产业布局的基础上，提出大家居战略，保障公司未来持续发展。欧派家居销售渠道广布全国，将规划形成全国性五大生产基地，进一步提升公司运营效率，此外，公司进入海外市场，全球性布局初现。红星喜兆入股企业，实现了欧派家居与红星美凯龙的强强联合，有望进一步从销售上促进公司发展。公司推出终端优化计划，进一步提升经销商质量和服务水平，从而巩固业内领先地位。公司采用双品牌策略于2016年成立欧铂丽大家居事业线，欧铂丽品牌定位中低端、年轻化，或将为公司未来发展提供新的增长点。我们认为，欧派集团将凭借自身的品牌优势、产品优势、技术优势、营销渠道优势及产业链控制优势得到进一步发展，继续领跑家居行业。

（二）经济向好助力行业增长，定制家具马太效应显现

我国正处于城镇化高速发展时期，预计2020年中国城镇化率将达到60.34%，与此相伴的是我国居民居住条件不断改善，预计2020年我国城镇居民人均住宅建筑面积将达35平方米，为家具制造业发展提供有利条件。2016年全国人均可支配收入增长6.3%达23,821元，消费者消费能力日益增强，加上消费观念的不断改变使得我国家具制造业将继续保持较快增长。家居行业在产业链中优势地位明显。产业链上游行业为人造板制造业（以中纤板、刨花板为主）、五金配件行业、建材行业和陶瓷加工行业，行业基础扎实、工艺较成熟，能够持续稳定地提供设备和原辅材料。上游行业产量不断增长，企业规模小，产业集中度较低使得家居行业拥有一定话语权，能够更好控制原材料品质与成本。下游为商品住房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出精装修商品住房的房地产企业。家具行业属于房地产后周期行业，住宅销售对家具销售的影响存在半年到一年的时滞。因此短期内家具行业发展依旧看好。而在长期，至2020年，我国将有2209万套潜在装修住房。随着住房销量增长，定制家具行业发展充满机遇。我国当前定制家具行业渗透率仍有很大提升空间，随着渗透率的提高，至2020年，我国定制衣柜渗透率将达到40%，市场规模达到929.32亿元；定制厨柜渗透率将达到69%，市场规模达到1482.07亿元，发展前景可期。随着行业发展，单品类定制企业逐步向全屋定制企业转型，欧派家居的全产业布局或将能有效地促进企业发展和转型的需求，继续巩固欧派家居的行业龙头地位。我们认为，定制家具行业马太效应开始显现，欧派家居在产业链中对上游产业拥有一定的议价能力和话语权，在下游产业销量增长提供发展机遇的背景下，公司能够进一步发挥自身品牌效应促进公司的进一步发展。

（三）经营情况行业领先，募投项目引领未来

2011至2015年，欧派家居销售业绩约为行业可比公司算术平均值的2倍，在业

内占据一定优势。此外，欧派家居销售费用率在2011至2016年比行业平均水平低2%到7%，很好地发挥了自身的品牌优势与销售渠道优势。欧派家居2012年至2016年间，净利率分别为3.97%、7.26%、6.17%、8.11%、8.61%、13.22%，盈利水平不断提高。与此同时，欧派家居产能利用率与产销率均接近甚至超过100%，产能不足严重阻碍了公司的发展，本次募投项目将大部分着眼于产能扩增，打破发展瓶颈，四大生产基地开始建设，有望促进公司效率提升。此外，公司还通过一系列的品牌建设活动及信息化建设项目进一步提升公司品牌知名度与美誉度并促进大家居战略的发展与落实，增强公司软实力，提高公司竞争力，为公司在未来的发展打下良好基础。我们认为，公司将利用募投资金，结合自身现有优势，打破发展瓶颈，并通过品牌建设和信息化建设，进一步提升公司在产品市场上的竞争力，为企业未来的持续发展提前布局。

（四）与大众观点不同之处

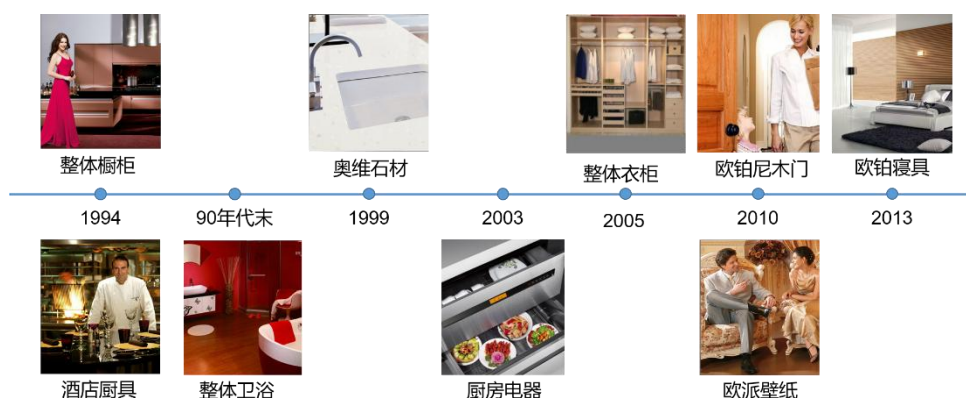
本文从欧派家居自身的发展历史及现状出发，结合定制家具行业的发展现状及趋势，着重分析欧派家居品牌知名度与美誉度的提升在推动公司现在和未来发展中的重要角色，并突出欧派家居对产业链的管控能力对公司原材料成本的影响以及公司全产业布局与定制家具行业发展趋势的联系，结合欧派家居发展战略分析公司的未来走势。通过分析，我们可以看出，品牌效应在欧派家居的发展过程中扮演重要角色，并且通过持续不断的品牌建设，欧派品牌有望在未来进一步提升公司的品牌溢价和估值溢价。此外，公司通过产业链管控和大规模柔性定制能力降低公司营业成本，全产业布局结合信息化建设将有助于公司大家居战略的落成，终端优化有望在未来进一步促进公司的产品市场增长和盈利能力的提升，凸显公司龙头价值。

二、定制家具龙头优势凸显，长期践行大家居战略

（一）产品门类齐全，品类延伸合理，打造大家居产业

欧派家居产品定位中高端市场，目前为止已推出整体橱柜、酒店厨具、整体卫浴、奥维石材、厨房电器、欧铂尼木门、欧派壁纸和欧派寝具等产品，产品类别覆盖大部分家居产品门类。

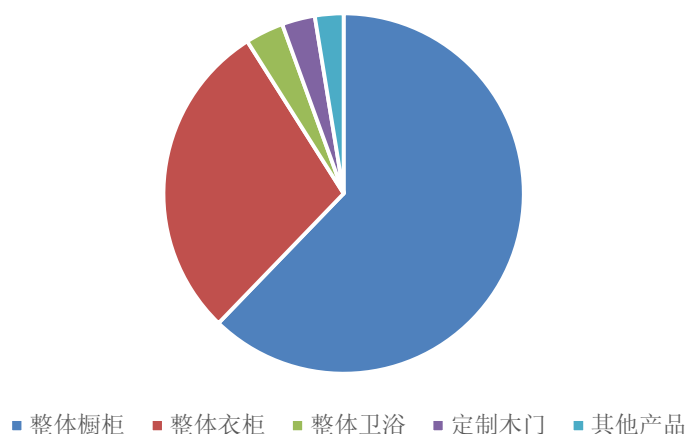
图1：欧派家居主要产品推出时间



来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

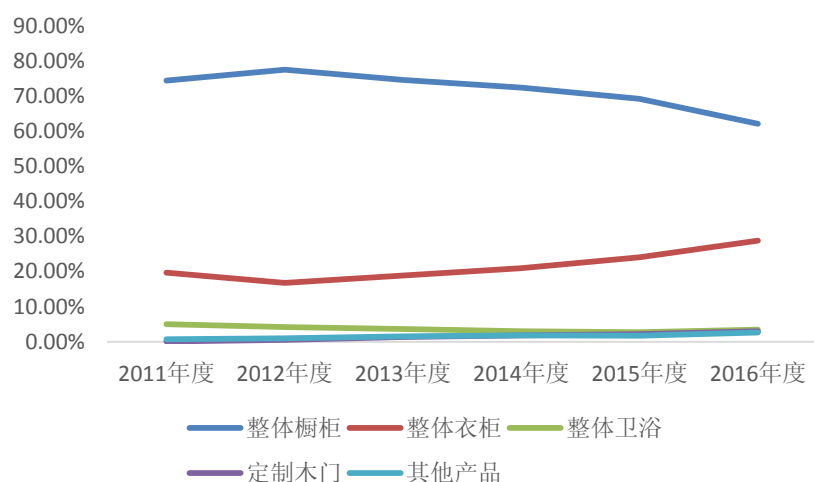
2016年，欧派家居产品销售收入为702,195万元，其中整体橱柜销售收入436,940万元、占比62.22%，整体衣柜销售收入为202,203万元、占比28.80%，整体卫浴销售收入为24,165万元、占比3.44%，定制木门销售收入为20,834万元、占比2.97%，其他产品销售收入为18,045万元、占比2.57%。从销售收入占比情况上看，整体橱柜产品作为欧派家居最为悠久的历史产品依旧是欧派家居的主要产品，但从销售收入占比变化趋势上看，可以看出，整体橱柜产品占比不断降低，而除整体橱柜产品外的其他类别产品占比均呈现上升趋势，说明欧派家居对整体橱柜的依赖性逐步降低，正逐步变为全品类全面发展的定制家居企业。

图2：欧派家居主要产品销售情况



来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

图3：欧派家居主要产品销售情况变化趋势



来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

从欧派家居产品的品类延伸来看，公司是以整体橱柜产品为基础，通过向前端和后端延伸，不断地完善产品类别。因整体橱柜与整体衣柜的互补性，消费者对整体橱柜的需求可能会带动整体衣柜需求的发展。从欧派家居官网公布的经销商数据来看，经销衣柜的经销商共1,074家，其中橱衣综合经营的经销商为408家，占比37.99%，经营橱柜、衣柜、木门、卫浴、壁纸多类别的经销商共46家。分省来看，北京、上海、天津等地区经营衣柜的经销商均为橱衣综合经销商。衣柜在家居装修中较橱柜产品相对较后，公司在进行产品投放时，优先考虑销售整体橱柜的经销商经营产品投放，消费者在购买橱柜时，很有可能选购衣柜产品，进而发挥带单效应。此外，通过橱衣综合的营销方式，可以更好地发挥经销商的优势特点，并减少公司在经销渠道投入的相关成本。

2010年，欧派家居推出欧铂尼木门。木门作为家居装修的前端产品，消费者在选购木门产品时，会同时考虑购买橱柜、衣柜等一系列家居产品，对橱柜、衣柜等产品具有显著的引流作用，欧派家居也适时推出橱柜、衣柜、木门、卫浴、壁纸多类别产品一体化的经销商，有望进一步促进公司销售绩效的提升，并有效提高门店坪效和客单价。欧派家居推出木门产品，能够进一步丰富定制家具产品线、更好地完善欧派家居整体的家居生态链、提高门店坪效，无论是对其销售情况还是全屋定制的发展都有着重要的作用。

欧派家居为了迎合消费者需要，解决消费者的“装修恐惧症”，结合自有产品特点，提出大家居发展战略。欧派的大家居战略，是利用信息化技术，采用线上互动、体验、展示实景效果，线下实现全屋定制的方式，实现一体化设计、一站式挑选、一揽子服务的发展战略。由于目前欧派集团的产品涵盖了橱柜、衣柜、卫浴、木门等品类，且采用定制化方式生产销售，这为欧派大家居战略的实现提供了很好的基础，只需整合其他类别的必要产品，便可以利用信息化技术解决大家居战略的产品生产问题。

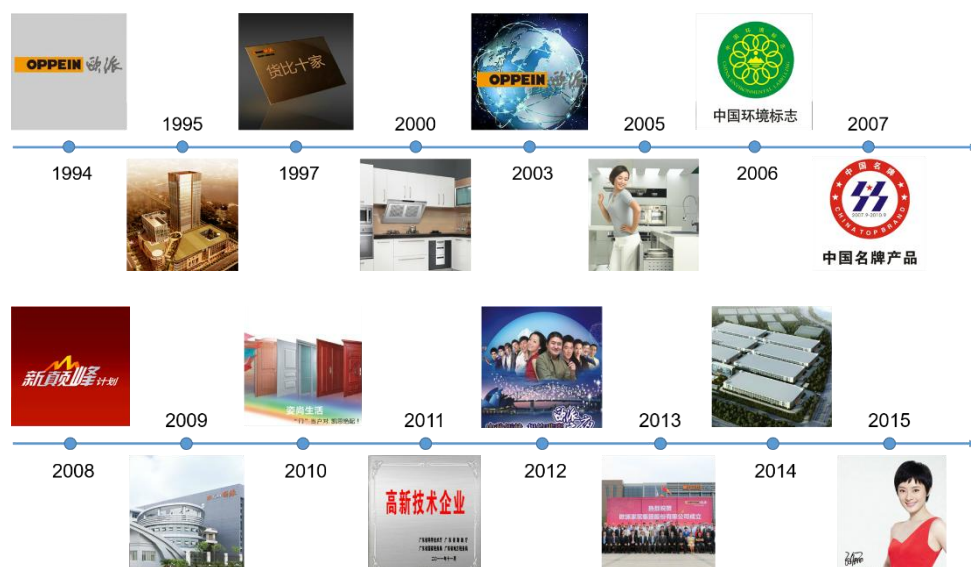
随着人们生活水平的不断提高以及消费观念的不断改善，随着家具行业不断发展使家装变得越来越方便，未来消费者的消费习惯也会随之改变，家具换新的速度

会越来越快，这将为家具行业带来广阔的成长空间。欧派集团大家居战略的实施，也是为了顺应市场需求。大家居产业建成后，将为欧派集团带来广阔的市场空间，进一步促进欧派集团的发展。

（二）品牌历史悠久、知名度高，品牌效应有望进一步发挥

欧派家居成立于1994年，将欧洲“整体厨房”概念引入中国，开创中国现代橱柜的先河。随后，欧派家居进入房地产楼盘橱柜配套市场，通过“中国环境标志产品”权威认证，荣膺“中国名牌产品”、“中国驰名商标”等称号。此外，欧派家居于2003年就设立外贸事业部和波士顿北美办事处，开始布局销售全球化。

图4：欧派家居发展历程



来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

表1：欧派家居发展大事记

时间	事件
1994 年	欧派企业成立。将欧洲“整体厨房”概念引入中国，开创中国工业化生产现代橱柜的先河，掀起中国“厨房革命”风暴。
1995 年	进入房地产楼盘橱柜配套市场，导入“厨房与装修一站式”服务。
1997 年	在全国推出“货比十家”诚信营销，承诺质保金卡服务。
2000 年	欧派系列功能橱柜诞生；“橱柜电器配件一体化”成为欧派新世纪的献礼。
2003 年	推出“全国电脑互联设计系统”和“订单管理系统”，实现橱柜全过程信息化管理。 欧派外贸事业部和波士顿北美办事处成立。
2005 年	聘请国内著名影星蒋雯丽作为欧派形象大使，全面规划、实施品牌战略工程。
2006 年	在业内通过“中国环境标志产品”权威认证，掀起行业环保风暴。
2007 年	荣膺“中国名牌产品”，并获得“中国橱柜领军企业”荣誉称号。
2008 年	欧派发布未来三年发展战略规划——“新巅峰计划”，标志着欧派吹响打造国际一流企业集团的号角，正逐步从中国名牌走向世界名牌。
2009 年	获“中国驰名商标”；欧派新工业园胜利竣工；正式成立“广东欧派集团有限公司”，成为欧派发展史上又一重要里程碑。

	一具有重要意义的里程碑。
2010 年	推出“龙腾虎跃计划”，重点拓展厨电和衣柜业务；天津生产基地正式破土动工；全国第一批橱柜 4S 形象店开业；欧派衣柜荣获“中国衣柜行业三十强”；开始进军木门领域。
2011 年	天津生产基地一期建成投产；荣获国家“高新技术企业”、“省级企业技术中心”、“广东省优势传统产业转型升级示范企业”；欧派天猫商城官方旗舰店开业。
2012 年	携手广东卫视共同打造星光璀璨的“欧派之夜”中秋晚会；蝉联“中国厨卫百强企业——橱柜领军企业 10 强”；荣获“中华粤商领袖联合会会员单位”、“广东省工业设计示范企业”、2012 年度中国橱柜十佳品牌、2012 中国橱柜绿色环保产品、中国外观设计优秀奖等荣誉；欧派大厦正式奠基启动，欧派家居集团未来将以更加崭新的国际化面貌面向世界。
2013 年	正式成立欧派家居集团股份有限公司；荣获“中国家居产业领军品牌（大雁奖）”、广州市“市长质量奖”；与红星美凯龙签署战略合作协议。
2014 年	广东省委书记胡春华莅临视察；无锡生产基地开始规划筹建；新总部北区 135 亩新厂区建设动工；启动“爱家计划”，打造全透明的公益捐助新模式。
2015 年	聘请孙俪作为欧派新的形象代言人；联合中科院心理研究所、《婚姻与家庭》杂志发布中国首份《中国家庭幸福指数与移动电子产品关系调查报告》；在 515 国际家庭日举行“关机一小时”爱家公益庆典，携手 20 多位明星名人共同呼吁“为爱关机一小时”。

来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

经过二十余年的发展，欧派家居“欧派”品牌认知度不断提高，品牌竞争力也不断加强。在居民生活水平大幅提升，品牌消费观念加强的大背景下，欧派家居有望继续发挥品牌。欧派家居已经获得“中国名牌产品”、“中国驰名商标”、“中国名牌”和“中国品牌价值 500 强”等多项荣誉，“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，并正逐渐转化为美誉度和信任度，“有家有爱有欧派”的广告语已经深入人心。

表2：近几年公司所获主要荣誉

序号	时间	评定/授予单位	认证/获奖名称
1	2005 年/2011 年	广东省名牌产品评价中心	广东省名牌产品
2	2007 年	国家质量监督检验检疫总局	中国名牌产品
3	2009 年	国家工商行政管理总局商标局	中国驰名商标
4	2009 年	中国家具协会	中国厨房家具 20 年突出贡献奖
5	2011 年	广东省经济和信息化委员会	广东省优势传统产业转型升级示范企业
7	2012 年	全国工商联家具装饰业商会	中国家居业（11-12）双年总评榜十大建材品牌
8	2012 年/2013 年	中国建筑装饰协会	中国橱柜绿色环保产品
9	2013 年	全国工商联家具装饰业商会、衣柜专业委员会	中国家居行业产品设计金奖
10	2014 年	广东卓越质量品牌研究院	广东省名牌产品
11	2015 年	广东省家居业联合会、广东省家具商会	2014 年广东泛家居领域最具价值十强品牌
12	2015 年	全国工商联家具装饰业商会	中国家居业（13-14）双年总评榜十大建材品牌
13	2015 年	广州市人力资源和社会保障局广州市总工会广州市企业联合会/企业家协会广州市工商业联合会	广州市劳动关系和谐企业 AAA 级
14	2016 年	广东卓越质量品牌研究院	2015 年广东省名牌产品“网络人气之星”
15	2016 年	《品牌观察杂志社》、中国品牌价值 500 强评审	中国品牌价值 500 强证书

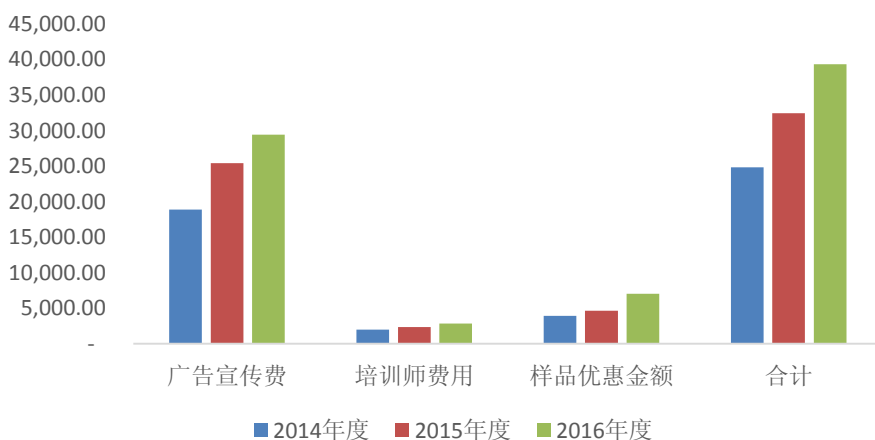
		委员会	
16	2016 年	《品牌观察杂志社》、中国行业标志性品牌评审委员会	中国行业标志性品牌证书
17	2016 年	广州市工商行政管理局	广州市著名商标 oppein/欧派：餐具柜，家具（衣柜）
18	2016 年	广州市工商行政管理局	广州市著名商标 oppein/欧派：厨房用抽油烟机，沐浴用设备
19	2016 年	广东卓越质量品牌研究院	2015 年广东省名牌产品“网络人气之星”
20	2016 年	中国品牌价值 500 强评审委员会	中国品牌价值 500 强证书
21	2016 年	中国行业标志性品牌评审委员会	中国行业标志性品牌证书
22	2016 年	广东省先进家居行业研究院	2015 年度广东家居行业知识产权创新标杆企业
23	2016 年	中共广州市白云区委员、广州市白云区人民政府	广州市白云区 2015 年度经济贡献突出奖
24	2016 年	广州市工商联、广州市工商联	2011-2016 年度积极贡献企业
25	2016 年	广东省家具商会、广东省家居业联合会	首届中国家居行业匠心奖
26	2016 年	广州市工业和信息化委员会	市级工业设计中心

来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

欧派家居“欧派”品牌能获得消费者的广泛认可，这与欧派集团在品牌建设上的投入密不可分。欧派集团品牌建设模式主要有三种。其一，是建设全国范围内的经销门店，利用门店布局和优质服务促进消费者对公司形象的感知。其二，是全面推行“10+1”终端经营模式，通过对终端经营过程中若干关键环节的严格把关，促进品牌知名度与美誉度的提升。其三，是广告宣传。

在终端建设上，欧派家居以培训师培训和样品优惠等方式为经销商提供一系列服务和支持，努力提升经销商销售水平，并以此巩固其品牌知名度和美誉度。我们可以看出，欧派家居在经销商支持方面的投入也不断增大，这样可以通过提高经销商的服务水平，直接在消费者消费的过程中，提升消费者对“欧派”品牌的好感，有助于品牌效应的进一步发挥。

图5：欧派家居对经销商的支持情况（单位：万元）

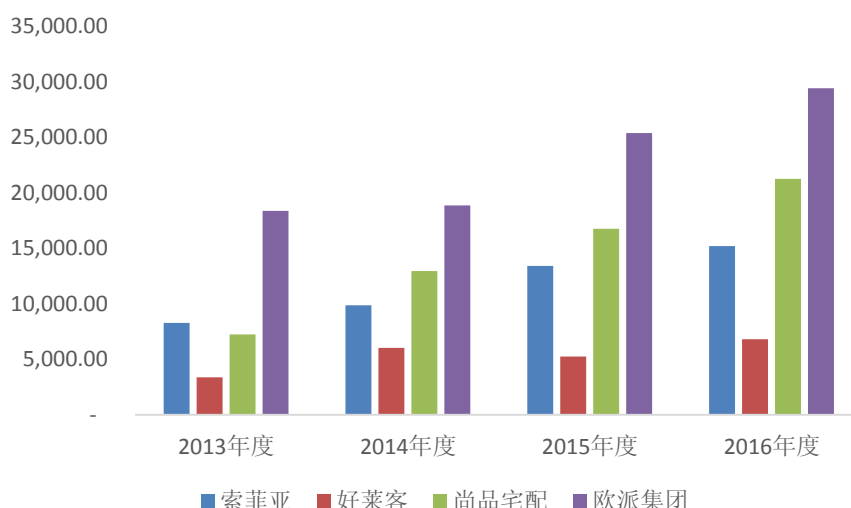


来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

在广告宣传上，从可比公司广告宣传费用金额来看，欧派家居2013-2016年投

入金额分别为18,381.16万元、18,856.21万元、25,387.88万元、29,429.79万元，投入金额在可比公司中最多。经过长时期的广告投入，欧派家居“欧派”品牌已经取得了一定的品牌效应。从广告宣传费用占营业收入的比例来看，欧派家居广告宣传费用占营业收入的比例并不高，这是因为欧派家居经过长期的积累，“欧派”品牌效应已经有所发挥，广告营销的边际效应显现。

图6：可比公司广告宣传费用对比图（单位：万元）



来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

表3：可比公司广告宣传费用占营业收入比例

公司	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度
索菲亚	4.64%	4.18%	4.18%	3.35%
好莱客	5.20%	6.71%	4.86%	4.76%
尚品宅配	26.56%	26.50%	18.11%	18.90%
欧派集团	4.60%	3.97%	4.53%	4.13%

数据来源：相关企业年报及招股说明书整理、广发证券发展研究中心

欧派集团除了欧派品牌外，还在2016年成立了欧铂丽大家居事业线。欧铂丽大家居事业线是欧派集团为了布局中低端市场推出的年轻化品牌。欧派集团未使用欧派品牌，而推出欧铂丽品牌定位中低端市场进行探索与发展，可以确保欧派品牌的知名度与美誉度的持续提升，并通过欧派品牌在消费者中形成的有效预期促进欧铂丽品牌的发展。同时，利用欧派和欧铂丽品牌分割市场、品牌定位清晰，可以进一步提升消费者对各个品牌的认知。欧铂丽品牌有望为欧派家居提供新的增长点。

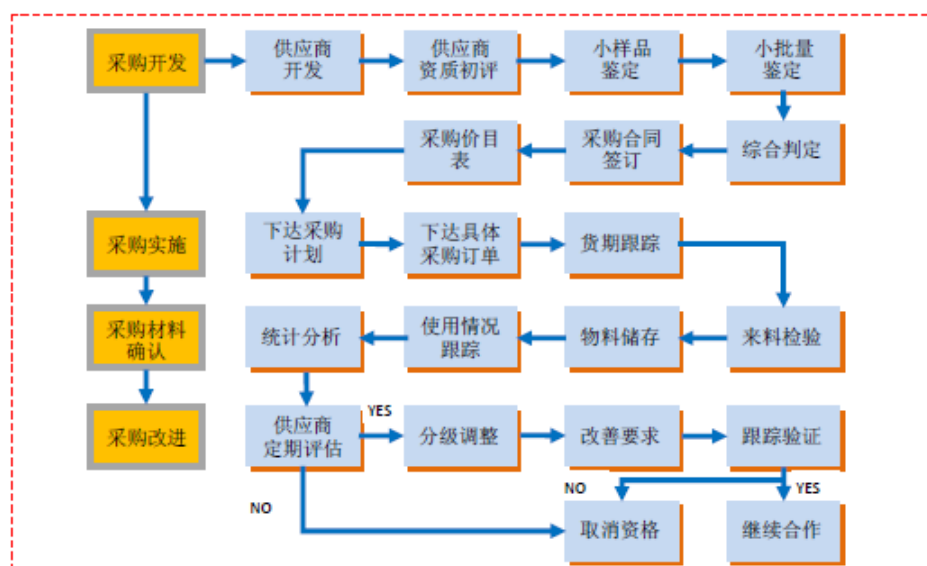
（三）有效控制产业链上游，降低原材料成本

公司采取纵向一体化的业务模式，覆盖从品牌建设、设计开发、原料采购、生产制造到产品销售等各个环节，实现对整个产业链的有效控制。

在采购方面，公司通过供应链管理部门对原材料采购的各个环节进行严格把关。公司通过信息化系统可以迅速的计算出原材料的采购数量，供应链管理部门可以以此进行集中采购，进而发挥采购的规模优势。对于年度用量达到一定数量的物料和

设备，公司还采用现场招标的方式，选择质优价廉的产品。

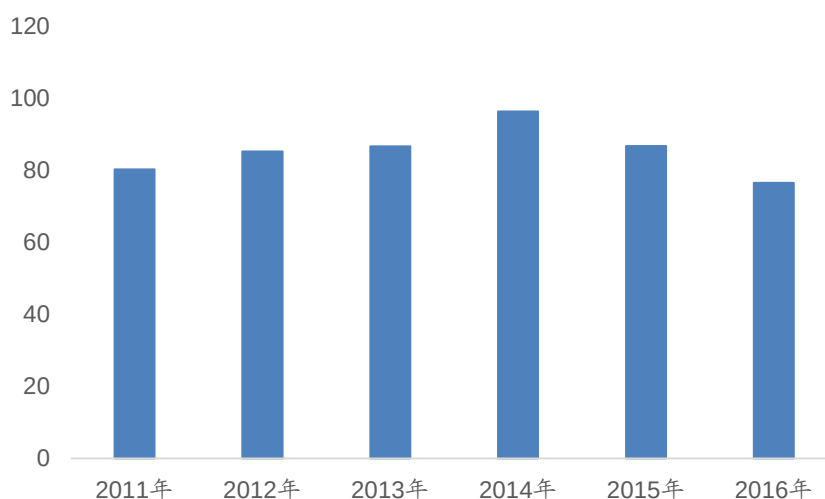
图7：欧派家居采购流程图



来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

受惠于欧派家居的采购方法和规模效应，欧派家居的板材价格2016年相比同行业竞争企业有一定优势。从变化趋势中可以看出，欧派家居板材成本在受市场影响上涨后于2014年开始下降；从数据对比中可以看出，2016年，欧派家居板材的单位成本相对行业内公司有一定优势，成本得到控制，体现出公司在整个产业链中对上游拥有一定议价能力。

图8：欧派家居板材成本变化趋势（单位：元/张）



数据来源：相关企业招股说明书整理、广发证券发展研究中心

注：欧派家居板材成本为刨花板成本、中纤板成本和石英石成本按采购数量加权平均。

表 4: 主要原材料成本对比

时间	原材料	欧派家居	好莱客	尚品宅配
2011 年	板材 (元/张)	80.30	88.82	-
2012 年	板材 (元/张)	85.26	84.92	-
2013 年	板材 (元/张)	86.67	85.78	94.96
2014 年	板材 (元/张)	96.38	-	89.45
2015 年	板材 (元/张)	86.71	-	83.34
2016 年	板材 (元/张)	76.54	-	86.35

数据来源: 相关企业招股说明书整理、广发证券发展研究中心

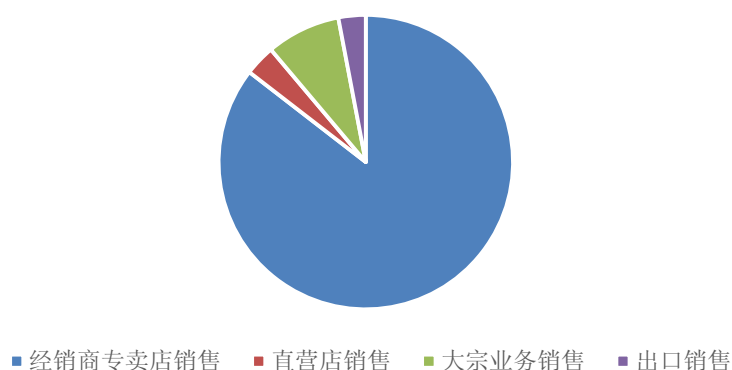
注: 欧派家居板材成本为刨花板成本、中纤板成本和石英石成本按采购数量加权平均。

成本端的优势加上中高端的市场定位, 欧派家居给经销商留出了更多的利润空间, 这与我们终端调研的结果相吻合, 较高的盈利水平使得经销商更有动力为顾客提供优质服务, 进一步提升欧派的品牌价值。

(四) 销售渠道广布提升成长空间, 销售终端优化促进持续发展

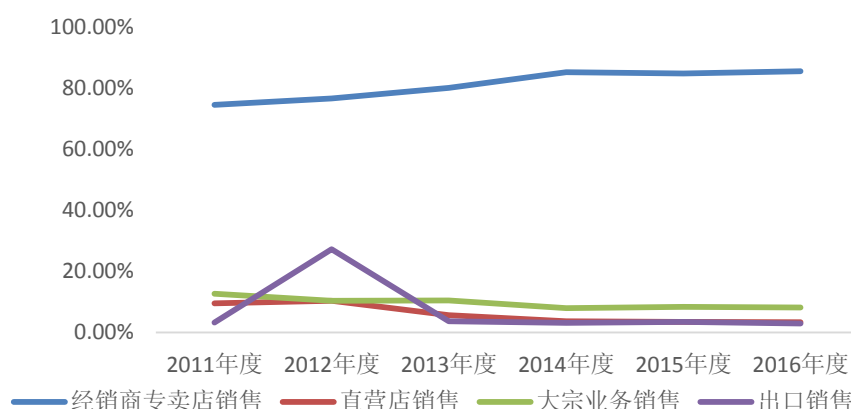
欧派家居的销售模式主要有四种, 分别为直营店销售模式、经销商专卖店销售模式、大宗业务销售模式和出口销售模式。2016年, 欧派家居经销商专卖店销售额为600,160.32万元、占比85.47%, 直营店销售额为23,750.29万元、占比3.38%, 大宗业务销售额为57,227.24万元、占比8.15%, 出口销售额为21,056.88万元, 占比3.00%, 经销商专卖模式为欧派家居最主要的销售模式。从不同销售模式的占比变化来看, 经销商销售模式有上升趋势, 直营店模式占比略有下降, 而大宗业务和出口模式近几年较为平缓, 没有出现太大变化。这也从侧面反映出, 公司通过着力经销商质量的提升来增加产品销售收入以及巩固和提升“欧派”品牌美誉度的合理性。

图9: 欧派家居不同销售模式收入情况



数据来源: 欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

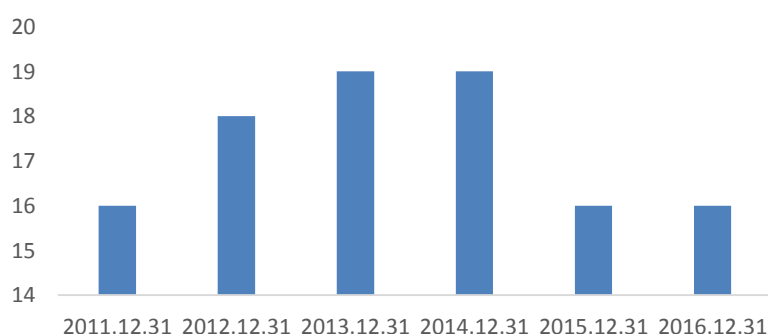
图10：欧派家居不同销售模式收入占比变化情况



数据来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

直营店模式销售占比下降的原因是，公司在北京、武汉、南京等地直接开设的直营店，逐步变成以设立控股子公司的方式开设销售店面。目前欧派家居仅在广州实行直营店销售模式，近年来公司直营店数量较为稳定，能够满足相关地区的购买需求。

图11：欧派家居广州直营店数量



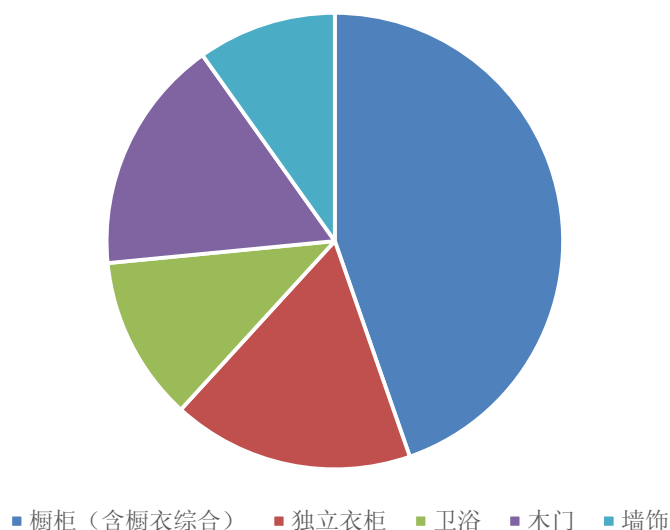
数据来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

经销商专卖店销售是欧派家居最主要的销售渠道。欧派家居采用经销商专卖店的销售模式可以更好地适应不同地区的消费习惯，因地制宜地推进“欧派”品牌建设。欧派家居对经销商筛选标准较为严格，入选经销商大多具有品牌意识、资金实力雄厚、市场信誉良好且有丰富市场经验，独家销售欧派整体家居产品，促进了“欧派”品牌形象的建设。此外，公司每年根据同级别市场排名给予优惠政策并确定一定比例的淘汰对象，销售门店2-3年强制性整体装修换新的要求也使得经销商能够紧跟市场潮流，争取更多的销售绩效。截至2016年12月31日，欧派家居在我国境内的专卖店达4,710家。

通过经销商按类别分类情况来看，2016年12月31日欧派家居整体橱柜（含橱柜衣综合）经销商共1,488家、占比44.67%，独立衣柜经销商共570家、占比17.11%，卫浴经销商共389家、占比11.68%，木门经销商556家、占比16.69%，墙饰经销商328家、占比为9.85%。从经销商分类情况看，橱柜（含橱柜衣综合）经销商占比最大，

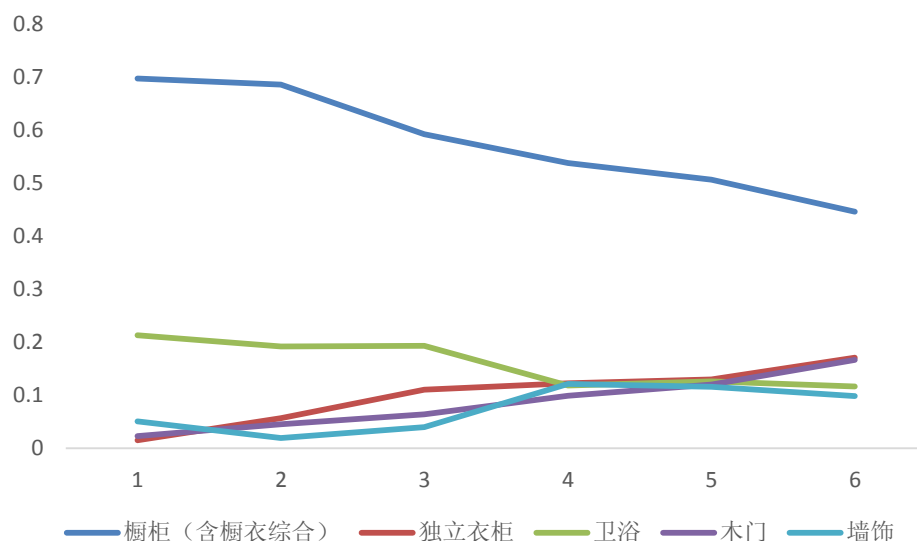
这符合欧派家居以橱柜业务为基础的特点，而从经销商占比变动情况来看，橱柜（含橱衣综合）经销商占比又呈现出明显的下降趋势，说明了公司正逐步降低对橱柜等传统产品的依赖性，并向全类别、全产品的定制家居企业转型，这将有利于欧派家居在家居行业全屋定制发展趋势下竞争力的提升。

图12：欧派家居经销商按类别分类情况



来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

图13：欧派家居经销商占比变动情况

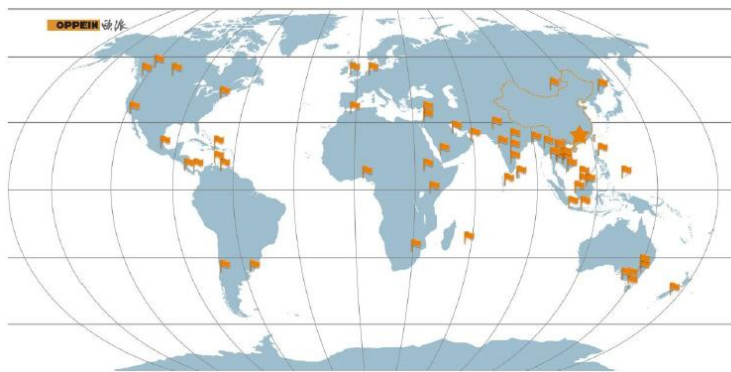


来源：欧派集团官网、广发证券发展研究中心

大宗业务销售模式，主要通过与企业合作，满足企业住宅精装修需求。目前，欧派家居与保利地产、和记黄埔、华润等知名房地产企业建立了合作关系，为其提供大兴房地产项目精装修配套整体橱柜、整体衣柜为主的服务。在大宗业务方面，欧派家居有望发挥其行业龙头的地位优势与品牌效应，巩固其与大宗客户的关系，提高销售业绩。

出口销量主要通过国外大宗业务销售和国外店面销售两种模式实现。欧派家居自2003年起就率先从北美开始布局海外市场，发展至今，欧派家居已经走出国门，全球竞争格局基本形成。截至2016年12月31日，国外经销商在 48个国家或地区，共开设了91家店面销售“欧派”品牌的整体家居产品。目前，欧派家居出口销量占比不高，但作为家居行业全球性布局较早的企业，全球性业务有望成为未来欧派家居新的增长亮点。

图14：欧派家居海外销售分布图



来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

在销售渠道方面，欧派家居还与红星美凯龙强强联合。红星美凯龙全资子公司红星喜兆占欧派家居发行后股本的4.49%。红星美凯龙将为欧派家居提供产品营销与展示平台，利用自身的优势发挥引流作用，促进欧派家居发展。截至2016年12月31日，“欧派”整体家居在红星美凯龙开设的专卖店达331家，基本覆盖全国各个区域，区域布局较为合理。从销售情况来看，2014-2016年经销商通过红星美凯龙实现销售收入分别为 71,071.24 万元、99,975.54 万元和 137,405.30 万元，经销商销售金额占比约为15.02%、18.03%、19.57%，高于同年经销商数量占比（2016年约为7.03%）。红星美凯龙作为国内一流的家居卖场，客流量、客户质量、消费水平和品牌定位等指标高于一般的家居建材市场，这与欧派家居中高端的产品定位较为契合。欧派家居通过红星美凯龙进行销售或能促进销售业绩的提升，并且能够较好地控制营销成本。强强联合，有望进一步增加欧派家居的销售收入。

三、经济向好助力行业增长，定制家具渗透率有待提升

（一）宏观经济助力行业增长，定制家具引领未来潮流

我国经济的持续增长不断推升我国家具制造业的发展。至今，我国家具行业已经形成了一定的产业规模，产业工艺更加成熟，并出现了一些具有国际先进水平的家具明星企业和家具配套产业。

2012年至2016年，我国家具制造业主营业务收入年复合增长率约为12.0%，家具制造业主营业务收入继续保持高速增长。2012年至2016年，我国家具制造业利润总额年复合增长率约为11.75%。虽然2016年家具制造业因成本上升导致行业利润总额增速放缓，但随着家具制造业的不断成熟，对上游产业议价能力的提高，未来行业发展增速依旧可期。

图15：中国家具制造业主营业务收入

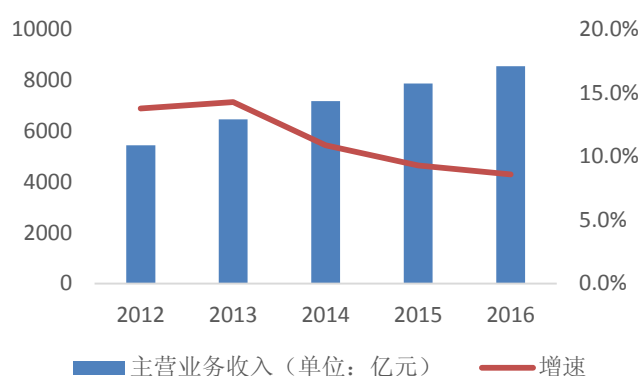
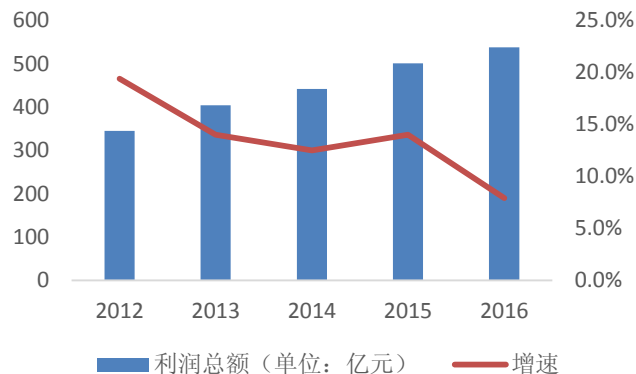


图16：中国家具制造业利润总额及增速

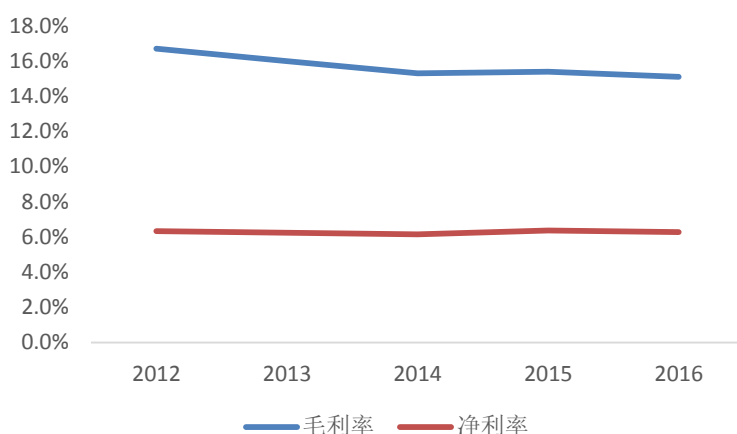


数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

2012-2016年，我国家具制造业毛利率及净利率走势平稳，毛利率维持在15%以上，净利率维持在6%以上，表明我国家具制造业的成本控制能力不断增强。而随着我国宏观经济的不断发展，定制家具行业在未来有望继续保持高速增长。

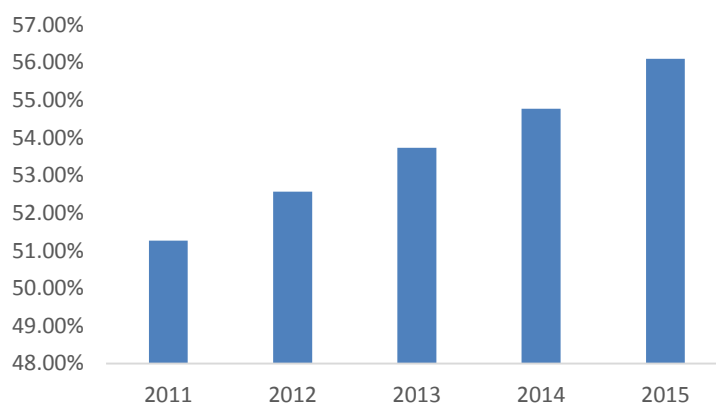
图17：中国家具制造业毛利率及净利率趋势图



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

城镇化进程加快促家具行业发展。我国正处于城镇化发展高速时期，2011年我国城镇化率为51.27%，至2015年已达到56.10%，《2013中国中小城市绿皮书》（2013.10）预计2020年中国城镇化率将达到60.34%。由于城镇人口相对收入较高、购买力较强，将促进家具行业需求的不断增长，并且由于城镇人口的家装观念更强调对个性化的追求，这将有效地促进家具行业的发展，并且对定制家具企业产生积极影响。

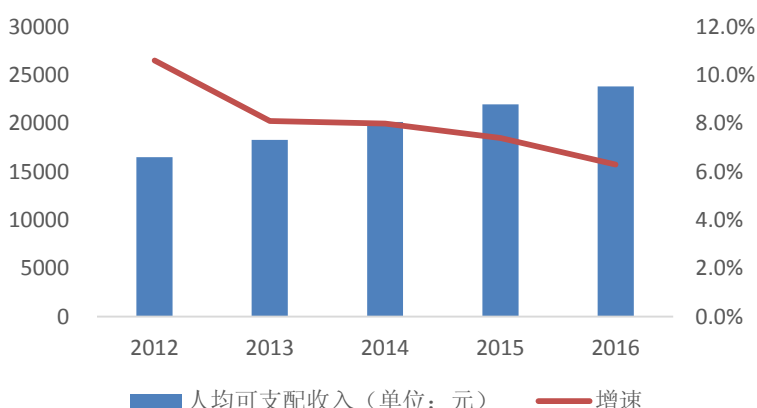
图18：我国城镇化率情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

人均可支配收入提升促进家具市场需求。随着我国经济的不断发展，全国居民人均可支配收入从2012年的16,510元稳步上升至2016年的23,821元，年复合增长率约为9.60%。人均可支配收入的增长能够有效地促进我国居民购买力的提升，并进一步促进家具行业市场需求的的发展。欧派家居可以利用其自身广布全球的营销网络，进一步提升销售业绩。

图19：全国居民人均可支配收入及增速



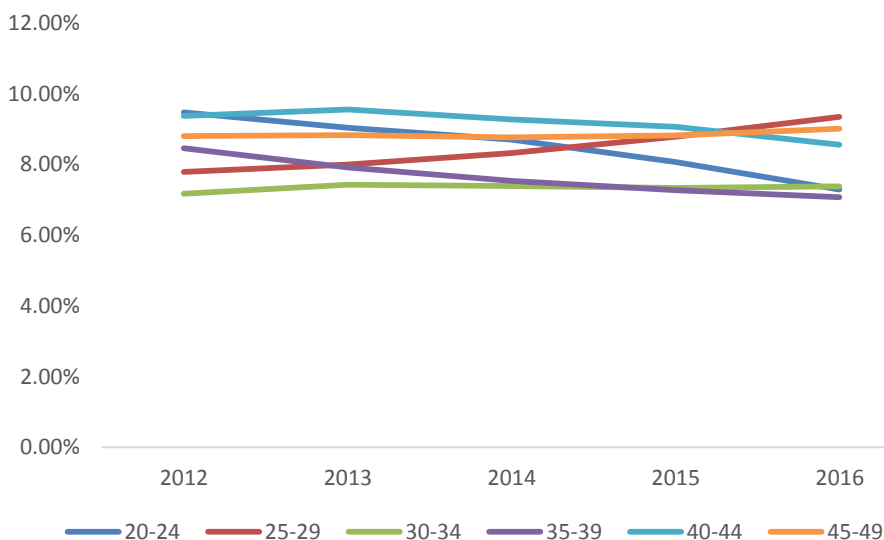
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

居民居住条件与居住观念的改变将促进定制家居行业的整体发展。根据国家统

计局数据，2012年城镇居民人均住宅建筑面积为32.91平方米，比1978年的6.70平方米增长近4倍，《经济体制改革报告2013》（2013.12）预计2020年我国城镇居民人均住宅建筑面积将达到35平方米，这将直接促进居民对家居的整体需求。并且随着居住条件的改善，居民的家装将不再局限于满足居住的基本需求，进而追求家装对居民较高层次需求的满足。因此，定制家居行业将能够进一步发挥自身的优势，满足居民的特殊需要。

定制家具有望引领新房装修潮流。在我国总人口数目依旧不断上升的前提下，我国现阶段25岁至29岁人口占比不断上升，而这部分人群对购房具有刚性需求，将在未来推动房地产行业持续发展。此外，此阶段年龄层次人口对个性化定制产品更加推崇，更加注重生活品质的提升，因此能够拉动定制家具需求。二胎政策全面开放后，改善性住房需求有所增长，对于功能性家具的需求也有所提升，定制家具“量身定制”的特点得以更好发挥。

图20：我国人口年龄结构比例变化情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

旧房装修有望推动家具行业增长。根据年龄结构数据，40岁至49岁年龄结构人口也呈现上升趋势，这类人口具有较强的经济实力，并且对于产品有着更高的追求，将为旧房装修提供需求。欧派家具专注的中高端家具产品行业，将得益于此结构人口发展，进一步拓宽市场。

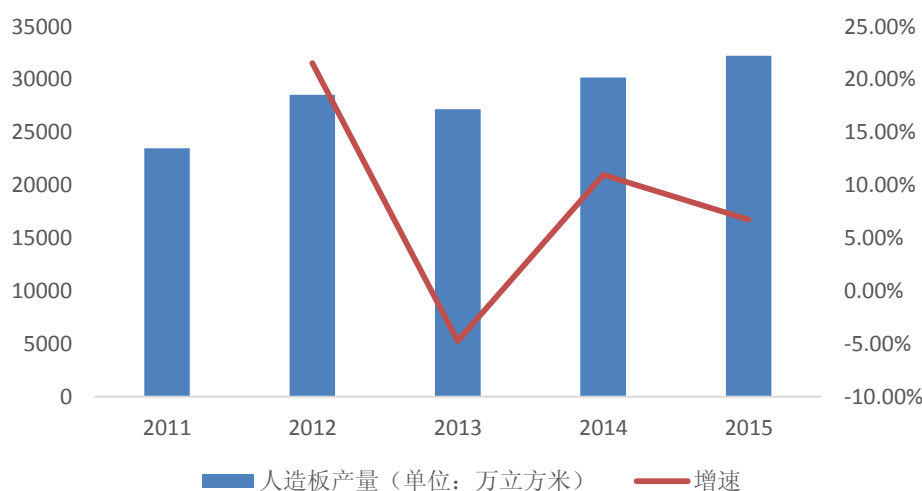
（二）定制家具产业链完善，上游发展成熟，下游运营稳健

公司所处家居行业上游行业为人造板制造业（以中纤板、刨花板为主）、五金配件行业、建材行业和陶瓷加工行业，下游为商品住房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出精装修商品住房的房地产企业。

家居行业与上游行业关系密切，目前上游行业基础扎实、行业工艺较成熟，能够持续稳定地提供设备和原辅材料，满足本行业快速发展的需求。由于生产中纤板、刨花板、五金配件、建材及陶瓷的企业众多，产能增加较快，家居制造业企业对其产业中的个别企业依赖性较小。

以人造板行业为例，中国人造板年产量持续增长，依国家统计局数据显示：全
国人造板产量2000年为0.3亿立方米，2015年为3.2亿立方米，年复合增长率约为
17.09%。虽然人造板产量于2013年略有下降，不过2014年后进入稳定增长阶段，
这减小了家居行业对单个企业的依赖性。

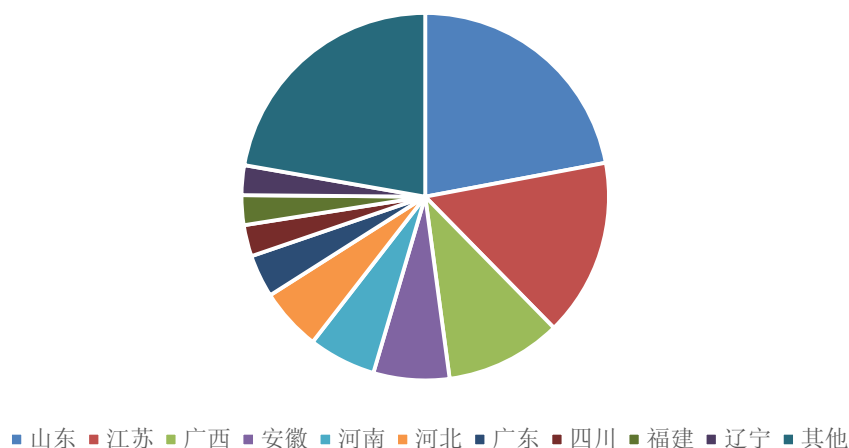
图21：我国人造板行业产量与增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

此外，中国人造板生产省区集中度较高，但企业规模较小，产业集中度低。从
数据可以看出，人造板生产排名前五的省区，占全部产量40.49%，其中山东省占比
22.04%，而人造板生产排名前十的省区，占全部产量的77.75%。与此同时，中国
人造板生产企业经营规模小。以纤维板生产企业为例，我国约500家纤维板生产企
业中，90%以上为中小型企业，企业平均单线生产能力每年不足7万立方米。全国家
庭作坊式工厂集聚，缺乏具有超强竞争力的产业和商业巨头，这使得家居行业企
业在与人造板行业企业接触过程中，能够较好把握主导权，进而促进行业发展，于此同
时，也可以抵御人造板行业波动对企业造成的影响。

图22：我国人造板行业生产分布情况

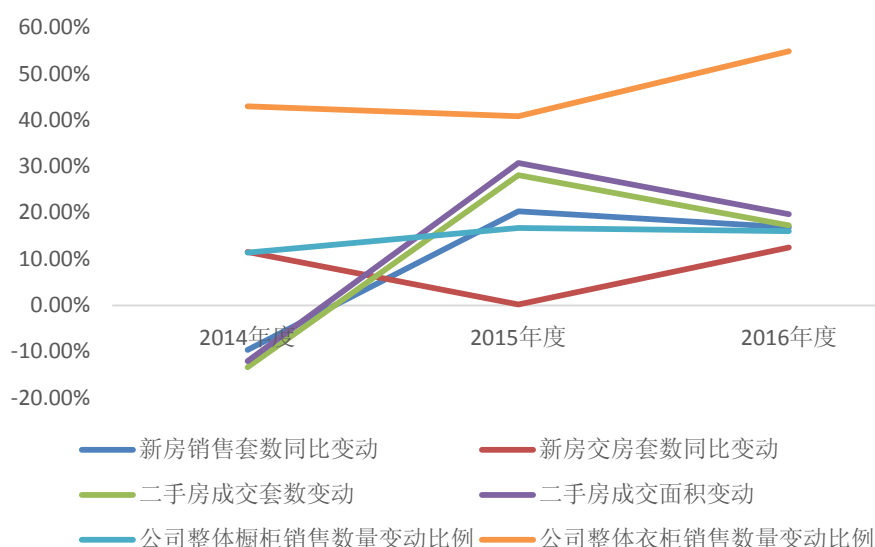


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

总体来说，家居行业的上游产业情况有利于家居行业发展，且由于上游产业行业特点，其波动对家居行业的影响不大。

家居行业的下游产业为商品住房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出精装修商品住房的房地产企业。从欧派家居主要产品销售变动与房地产变动的数据中我们可以看出，公司衣柜产品销量一直保持相对高速增长，与房地产市场变动关系不大，而橱柜产品销量与房地产市场存在一定的相关性。这是由于橱柜属于硬装类别产品，初次装修及房地产企业精装房需求量较大，因而受到一定房地产市场波动影响，而衣柜一般在装修后选购，并且二次装修中需求量依旧较大，波动性相对较弱。

图23：欧派家居产品销量变动与房地产变动情况



数据来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

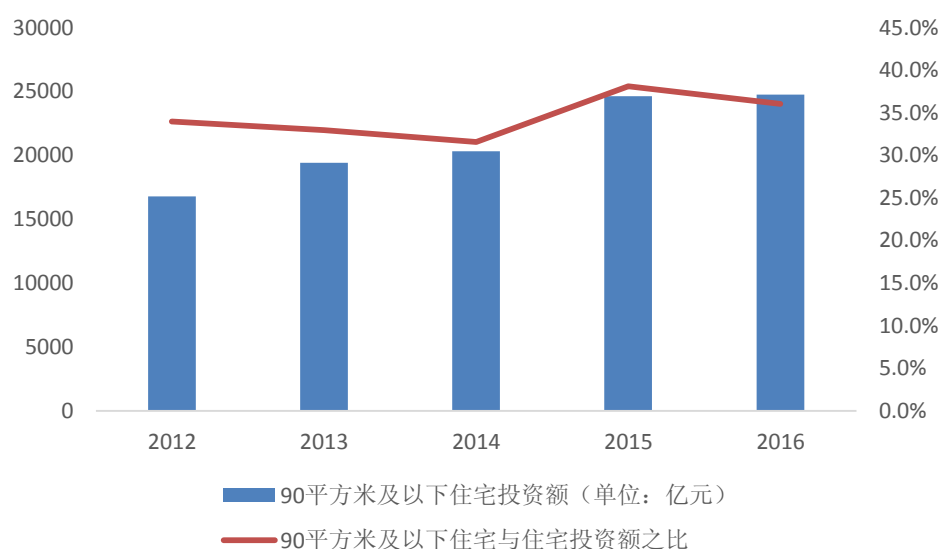
随着欧派家居产品品类的不断延伸、全产业布局的逐步推进，欧派家居对于房地产行业波动的抵抗能力会随之增强。且在我国城镇化建设稳步推进的背景下，城市住房的刚性需求没有减弱，政府会适时出台相关政策平抑房地产行业的市场波动，因此，从长期来看，房地产行业的波动对欧派家居的影响较小。

（三）全屋定制引领消费潮流，全产业布局支撑未来增长

定制家具又称整体家具，与机械化、规模化生产的成品家具不同。相对于成品家具，定制家具根据客户的需求进行设计、生产并能满足不同消费者对家具的不同个性需求，能够解决问题房型困扰，拥有较高的空间利用率。

根据国家统计局的数据，2016年90平方米及以下住宅投资额为24,772亿元，占住宅投资总额的36.1%。小户型房屋投资的增长以及房屋占比的增长导致消费者对空间利用率的要求有着显著的提升，此外，在房价高企的一、二线城市，住宅的空间利用率对消费者而言至关重要。而定制家具高空间利用率的特点可以很好地满足住宅购买者的空间利用需求，在一定程度上推动了定制家具产品在家具产品中地位的提升。全屋定制相较单一定制家具在空间利用率的提高上有着显著的优势，因此全屋定制是定制家具发展的一个趋势。

图24: 90平方米及以下住宅投资情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

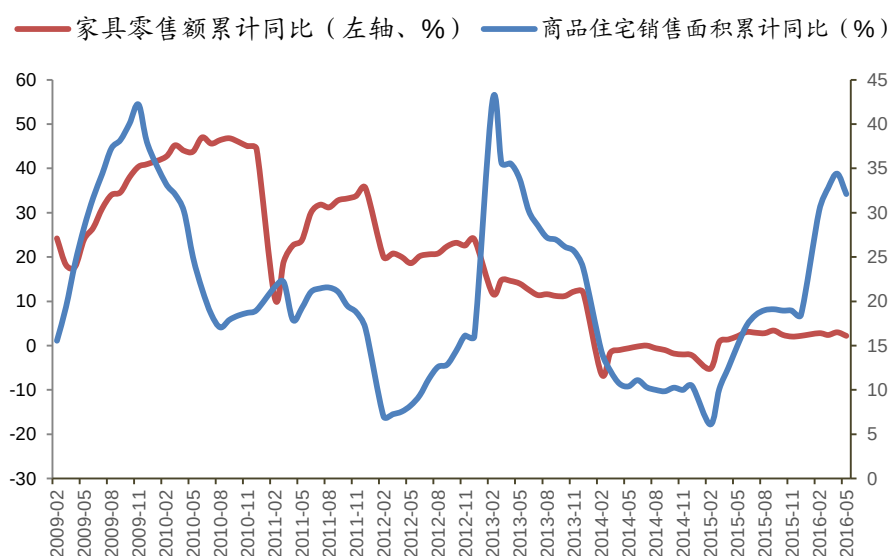
此外，定制家具产品主要分布在家装流程中后期，主要体现为中期施工的定制橱柜、定制木门、整体卫浴等产品以及后期收尾阶段的定制衣柜以及其他各式柜类，空间上贯穿整个家居空间。随着消费者对于定制家具的接受程度越来越高，全屋定制可为消费者带来统一的家居空间风格，并能满足消费者的个性化需求。而对定制家具公司而言，全屋定制能为公司带来较高的客单价，因此越来越多的家具行业企业逐步从单品定制开始向全屋定制过渡。

欧派家居的全产业布局，在一定程度上顺应了定制家具行业全屋定制的行业趋势，为公司未来向全屋定制公司转型提供了良好的基础。在全产业布局的基础上，欧派家居在未来有望具备全屋定制的全部核心生产技术，并通过欧派家居的品牌效应，打造全屋定制的增长点。

（四）住房刚需支持行业发展，行业渗透率有待提升

家具行业属于地产后周期行业。房地产销售面积与家具行业零售增速具有正相关关系，而由于住房销售与交付使用、住房交付使用与家具订购间均存在时滞，住宅销售对于家具销售的影响存在半年到一年的时滞。

图25: 家具行业具有地产后周期特征



数据来源：国家统计局、wind资讯资讯、广发证券发展研究中心

根据国家统计局统计数据，2016年我国住房销售面积为13.75亿平米，按照每套住房面积95平米测算，2016年商品房成交量为1447万套，根据具备代表性一二三线城市二手房成交占比推算，全国二手房成交量约为478万套，潜在装修住房达1925万套。据此测算，至2020年，我国将有2209万套潜在装修住房。随着住房销量增长，定制家具行业发展充满机遇。

表 5: 住房销售情况预测

预测指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
住房销售面积 (亿平米)	11.24	13.75	14.30	14.87	15.32	15.78
同比增长		22.33%	4.00%	4.00%	3.00%	3.00%
商品房成交套 数(万套)	1183	1447	1505	1565	1612	1661
非新房成交	390	478	497	517	532	548
潜在装修住房 (万套)	1574	1925	2002	2082	2145	2209

数据来源：国家统计局、wind资讯资讯、广发证券发展研究中心

除了房地产行业能为家具行业提供新的增长点外，定制家具行业由于其行业特殊性，增长空间广阔。2017年定制衣柜市场规模可达546.68亿元，定制厨柜市场规模可达1009.01亿元。根据2009年以来定制衣柜渗透率提升速率以及智研数据中心对橱柜渗透率的推算，至2020年，我国定制衣柜渗透率将达到40%，市场规模达到929.32亿元；定制厨柜渗透率将达到69%，市场规模达到1482.07亿元。

此外，从产品品类类别数据可以看出，当前定制家具主要集中在定制衣柜与定制厨柜，而其他定制柜类产品渗透率相对较低。根据目前全屋柜类消费客单价及其

他定制柜类渗透率预测上限，推测其他定制柜类市场空间大约为3892亿元，而2016年行业内其他定制柜类市场规模仅143.4亿元，其他定制柜类市场同样存在广阔的提升空间。

表 6: 住房销售情况预测

类别	预测指标	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	类别	预测指标	2016
定制衣柜	总套数（万套）	1024	1215	1427	1647	1889	其他定制柜类	上市公司非衣柜橱柜定制规模（出厂口径，亿元）	47.80
	户均套数（套）	1.90	1.96	2.02	2.08	2.14		系数（考虑非上市公司因素）	3.00
	渗透率	28%	31%	34%	37%	40%		行业内非衣柜橱柜定制规模（出厂口径，亿元）	143.40
	柜体每套出厂价（元）	2300	2369	2440	2513	2589		全屋客单价空间（出厂口径，元）	50000
	含五金件出厂价（元）	4370	4501	4636	4775	4918		非衣柜橱柜客单价空间（元）	33697
定制厨柜	市场规模（亿元）	447.53	546.68	661.55	786.67	929.32		渗透率上限	60.00%
	总套数(万套)	1097	1201	1312	1415	1524		市场空间（对应极限渗透率，亿元）	3892.00
	户均套数（套）	1	1	1	1	1		行业渗透率	3.68%
	渗透率	57%	60%	63%	66%	69%			
	出厂价（元）	8000	8400	8820	9261	9724			
	市场规模（亿元）	878	1009	1157	1311	1482			

数据来源：国家统计局、wind资讯资讯、广发证券发展研究中心

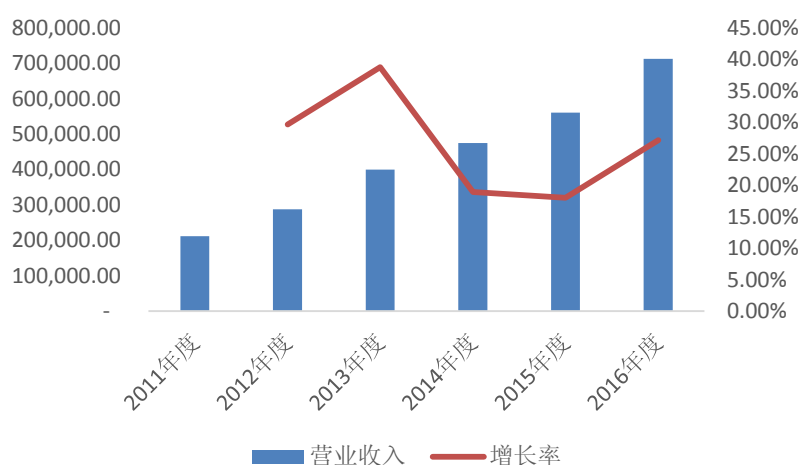
根据上面的分析与预测，定制家具行业未来增长空间大，而欧派家居则能够利用自身的品牌优势，进一步提升销售业绩。此外，欧派正逐步推进的全产业布局战略，也将促进其对其他定制柜类产品市场的瓜分，迎来新的利润增长点。

四、经营情况行业领先，募投项目引领未来

（一）销售业绩持续增长，财务数据支持成长

欧派家居2011年-2016年销售收入年复合增长率为27.53%，自2012年度以来，销售收入约为可比公司算术平均值的2倍以上，销售情况在业内占据一定优势。从营业收入增长速度来看，欧派家居增长速度略逊色于可比公司，这是因为欧派家居在销售收入绝对水平增长较快的同时，本身销售收入体量较大，从而导致增长率相对较低。我们认为，借助欧派家居“欧派”品牌优势，公司正在大力推进全屋多品类定制家具体系，未来三年收入增速值得期待。

图26：欧派家居销售收入情况（单位：万元）



数据来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

表7：欧派家居销售情况与可比公司对比

	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
公司简称	营业 收入	营业 收入	增长率	营业 收入	增长率	营业 收入	增长率	营业 收入	增长率	营业 收入	增长率	
索菲亚	100,359.63	122,170.37	21.73%	178,347.76	45.98%	236,108.44	32.39%	319,573.87	35.35%	452,996.64	41.75%	
好莱客	38,488.11	45,523.80	18.28%	64,966.58	42.71%	90,102.79	38.69%	108,198.21	20.08%	143,308.82	32.44%	
尚品宅配		74,192.60		117,515.26	58.39%	191,223.82	62.72%	308,773.08	61.47%	402,600.18	30.39%	
算术平均值	69,423.87	83,847.09	20.01%	121,657.17	44.35%	172,478.35	44.60%	245,515.05	38.97%	332,968.55	34.86%	
欧派集团	211,992.34	287,873.89	29.68%	399,521.58	38.78%	475,108.00	18.92%	560,708.97	18.02%	713,130.65	27.18%	

注：表中营业收入单位为万元

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

从期间费用率来看，可以看出欧派集团期间费用率略低于可比公司平均水平，但相对索菲亚和好莱客。从2016年度看，欧派家居销售费用率和管理费用率分比为11.44%和9.15%，同时期索菲亚为8.56%和8.92%，好莱客为13.35%和5.75%，尚品宅配为27.93%和9.24%。综合分析可以看出，欧派家居在期间费用的控制上还有进一步的提升空间。欧派家居期间费用整体呈下降趋势，表明欧派家居对期间费用

的控制能力增强，这将有助于公司盈利能力的提升。

表8：欧派家居期间费用率与可比公司对比

公司简称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
索菲亚	16.60%	16.87%	19.46%	19.70%	17.85%	17.47%
好莱客	18.40%	19.63%	18.43%	18.62%	19.78%	18.95%
尚品宅配		37.49%	34.39%	36.15%	39.09%	37.24%
算术平均值	17.50%	24.66%	24.09%	24.82%	25.57%	24.55%
欧派集团	21.52%	20.01%	21.33%	18.47%	21.32%	20.43%

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

从盈利能力指标可以看出，欧派家居2011年至2016年销售毛利率和销售净利率相对可比公司平均水平较低，这是因为欧派家居虽然正在进行全产业布局，并取得一定成效，但定制橱柜依旧是欧派家居目前的主要销售产品。此外，欧派家居主要采用经销商模式进行销售，虽然公司能够对产业链进行有效控制，原材料成本占优，且公司定位中高端产品价格较高，但是公司为品牌建设，销售投入也较多并且为经销商让利较大，使得公司的利润率较低。虽然目前来说，欧派家居的利润率较低，但我们可以看出，欧派集团的毛利率及净利率指标在不断上升，并且随着公司品牌价值的不断提升，全产业布局的继续推进，销售规模的继续扩大，我们相信公司的盈利指标将继续保持上升趋势，成为公司盈利的新增长点。

表9：欧派家居盈利指标与可比公司对比

公司简称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
	销售 毛利率	销售 净利率	销售 毛利率	销售 净利率	销售 毛利率	销售 净利率	销售 毛利率	销售 净利率	销售 毛利率	销售 净利率
索菲亚	34.90%	14.41%	37.05%	14.20%	37.36%	14.00%	37.80%	14.14%	36.57%	14.07%
好莱客	36.27%	13.24%	37.60%	15.48%	37.34%	15.69%	38.17%	15.01%	39.98%	17.60%
尚品宅配	50.96%	10.25%	47.01%	9.94%	44.82%	6.81%	44.96%	4.52%	46.19%	6.35%
算术平均值	40.71%	12.63%	40.56%	13.20%	39.84%	12.16%	40.31%	11.22%	40.91%	12.67%
欧派集团	28.84%	7.26%	29.86%	6.17%	28.23%	8.11%	31.65%	8.61%	36.55%	13.22%

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

（二）募投项目扩充产能，生产基地打破发展瓶颈

按照国际通行标准，产能利用率（实际产量与产能之比）超过90%为产能不足，79-90%为正常水平，低于79%为产能过剩，低于75%为严重产能过剩。从欧派家居的产销情况来看，近年来欧派家居产品的产能利用率几乎达到100%，产能严重不足。与此同时，销售表现优异，产销率也几乎达到100%。这说明欧派家居产品产能严重阻碍了欧派家居的进一步发展。

表10：欧派家居产销情况

公司简称	时间	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
整体橱柜	2016 年度	500,000	467,136	93.43%	457,248	97.88%
	2015 年度	400,000	398,764	99.69%	394,946	99.04%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	2014 年度	350,000	335,774	95.94%	337,731	100.58%
	2013 年度	320,000	305,714	95.54%	303,314	99.21%
	2012 年度	250,000	228,599	91.44%	227,975	99.73%
	2011 年度	200,000	181,040	90.52%	182,754	100.95%
	2016 年度	730,000	658,592	90.22%	657,552	99.84%
	2015 年度	450,000	427,480	95.00%	425,033	99.43%
整体衣柜	2014 年度	320,000	307,956	96.24%	301,427	97.88%
	2013 年度	200,000	211,320	105.66%	210,784	99.75%
	2012 年度	130,000	126,888	97.61%	124,823	98.37%
	2011 年度	100,000	100,340	100.34%	100,881	100.54%
	2016 年度	120,000	108,343	90.29%	107,923	99.61%
	2015 年度	90,000	87,108	96.79%	87,618	100.01%
整体卫浴	2014 年度	72,000	70,750	98.26%	70,373	99.47%
	2013 年度	60,000	61,672	102.79%	60,741	98.49%
	2012 年度	60,000	68,582	114.30%	68,457	99.82%
	2011 年度	60,000	41,968	69.95%	42,162	100.46%
	2016 年度	150,000	137,832	91.89%	134,809	97.81%
	2015 年度	95,000	91,869	96.70%	92,283	100.01%
定制木门	2014 年度	70,000	72,722	103.89%	71,922	98.90%
	2013 年度	45,000	40,462	89.92%	39,564	97.78%
	2012 年度	16,000	6,101	38.13%	6,048	99.13%
	2011 年度	2,500	57	2.28%	51	89.47%

数据来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

欧派家居所拥有的品牌效应能够促进欧派家居产品的推广，因而产能的限制对欧派家居产生了严重的负面影响。2016年欧派家居整体橱柜产能50万套，整体衣柜73万套、整体卫浴12万套、定制木门15万套。本次募集资金将主要用于公司的产能扩充，打破发展瓶颈。在整体橱柜方面，公司计划建设广州年产15万套橱柜生产线建设、天津年产15万套橱柜生产线建设与无锡新建年产10万套橱柜生产线，新建橱柜生产线年产共计40万套，为现有产能的80%，同时，公司新建年产50万套抽油烟机、50万套燃气灶生产线，这可以有效地缓解欧派家居橱柜产能严重不足的实际情况。在整体衣柜方面，公司计划建设广州年产30万套衣柜生产线建设项目和无锡年产30万套衣柜生产线，位现有产能的82.19%，在定制木门方面，公司将建设年产60万樘木门生产线，为现有产能的四倍。目前欧派家居的产销率接近100%，按80%产能增长和80%的产销率保守估计，欧派家居在产能扩充后将提升64%的销售收入，行业龙头地位将得到进一步巩固。

表11：欧派家居募集资金预期用途

投资目的	募集资金使用项目	投资金额（万元）	募集资金拟投入（万元）	实施主体
产能扩充	广州年产 15 万套橱柜生产线建设项目	29,445.70	15,000.00	欧派集团
	天津年产 15 万套橱柜生产线建设项目	29,244.36	29,000.00	天津欧派
	广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目	34,098.27	29,000.00	欧派集成

	无锡生产基地（一期）建设项目	78,000.00	78,000.00	无锡欧派
	年产 60 万樘木门生产线建设项目	28,298.47	15,000.00	欧派门业
品牌建设	“欧派”品牌推广项目	30,000.00	30,000.00	欧派集团
信息系统	信息化系统技术改造项目	3,928.36	3,132.08	欧派集团
	合计	233,015.16	199,132.08	-

来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

欧派家居生产不集中，生产周期较长、物流成本较高使公司整体的经营效率受到一定影响，为了解决这一问题，欧派家居从单一的广州生产基地，逐步发展形成全国性的生产格局。欧派家居目前已经规划广州、天津、无锡、成都四大生产基地，并已经开始建设或投产，公司年底将对第五大生产基地进行规划，进一步完善全国性布局。目前现有的四大生产基地都拥有50亿的产值规模，并具备橱柜、衣柜、卫浴、木门等产品的生产与销售服务。

从四大生产基地的覆盖范围来看，欧派家居不仅考虑了地域性的差异，还考虑了市场需求对订单数量的影响，总体来说布局比较合理，可以就近满足重要区域市场的订单需求。

图27：欧派家居四大生产基地全国布局情况



数据来源：欧派家居、广发证券发展研究中心

通过产能的扩充以及生产基地的建立，可以解决欧派家居生产不集中等问题，并减小生产周期和物流成本，提升经营效率，促进欧派家居的发展。

（三）品牌、信息化建设双管齐下，引领欧派未来发展

品牌不仅代表公司产品和服务的质量、定位、风格与特色，也凝结了公司的精神文化内涵。随着定制家具行业的不断成熟，品牌对于企业在市场中的竞争至关重要。品牌竞争已经演变为产品质量、消费体验、售后服务、客户关系和市场形象等全方位的竞争。欧派集团经过多年的悉心培养，品牌已经成为欧派家居最重要的核心竞争力之一。

随着定制家具行业的发展，同行业的其他企业也在不断加大品牌建设的力度，

并积极参与全方位的品牌竞争，因此欧派家居也继续投入品牌建设以应对行业内品牌竞争。此外，欧派家居可以通过不断巩固品牌知名度与美誉度，促进公司市场占有率的提升。

从项目投资概算上可以看出，欧派家居的品牌建设项目将通过媒介广告推广、主题活动推广及促销活动推广三种渠道进行，其中媒介广告投入较多。从媒介广告推广费用明细可以看出，公司的媒介推广方式覆盖了所有的主流媒体推广途径，并且在媒体的选择中，突出公信力强、传播力强及媒体的权威性，如在电视中选取公信力和权威性强的央视，传播力强的湖南卫视、凤凰卫视，可以在较好地传播欧派品牌的同时，促进消费者对欧派品牌形成正面的认知。而在户外广告的投放我们可以看出，欧派主要选取机场、高铁等商务人士出行较多的场所，这与公司自身的中高端品牌定位相吻合。欧派家居很好地结合了自身的特点，选择了较为合适的媒介广告推广方式和推广渠道，能够使品牌推广达到事半功倍的效果。

表 12: 品牌推广项目投资概算

项目（单位：万元）	T 年	T+1 年	T+2 年	小计
媒介广告推广费	4,800.00	6,000.00	7,200.00	18,000.00
主题活动推广费	1,600.00	2,000.00	2,400.00	6,000.00
促销活动推广费	1,600.00	2,000.00	2,400.00	6,000.00
合计	8,000.00	10,000.00	12,000.00	30,000.00

数据来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

表13: 媒介广告推广费用明细（单位：万元）

类型	媒介选择	T 年	T+1 年	T+2 年	小计
电视	央视 CCTV1、CCTV2、CCTV3、CCTV13	1,200.00	1,600.00	1,800.00	4,600.00
	卫视 湖南卫视、江苏卫视、山东卫视、凤凰卫视	720.00	800.00	1,080.00	2,600.00
报刊杂志	《瑞丽家居》、《时尚家居》、《周末画报》、《第一财经》	160.00	200.00	240.00	600.00
电台	《中国之声》	160.00	200.00	240.00	600.00
户外	机场广告、高铁广告、道路广告	1,600.00	2,000.00	2,400.00	6,000.00
网络	搜房网、搜狐、百度、大众点评网、团购类网站	960.00	1,200.00	1,440.00	3,600.00
	合计	4,800.00	6,000.00	7,200.00	18,000.00

来源：欧派家居招股说明书、广发证券发展研究中心

在主题活动推广方面，公司预算主要分为形象公关活动和主题推广活动，预算额分别为1,500万元和4,500万元，主要用于公益主题活动、研讨会、讲座、微电影拍照、举办相关活动等方面的投入。通过主题推广活动，欧派家居的品牌形象可以在短时间内，具体、丰富地展现给潜在消费者，进而提升欧派家居的品牌形象与行业地位。在促销活动推广方面，资金主要用于促销活动策划、展厅产品推广、终端促销活动的投入。通过促销活动可以吸引到更多的消费者，从而提升公司的市场占有率，并且通过对促销活动的投入，消费者对公司的品牌价值与品牌形象的感知也会有所提升。

综上，我们可以看出，欧派家居在品牌建设中，可以通过媒介推广让消费者欧派家居形成基本的感知，通过主题活动推广进一步提升欧派家居的品牌形象，并通过促销活动，切实地在吸引消费者的同时构建公司的品牌价值。我们认为，欧派家居通过一系列的品牌建设活动，能够进一步提升公司的品牌价值，并为公司带来品牌溢价和估值溢价。

信息化是当今信息社会的大势所趋。欧派家居的现代生产基地需要信息化的武装才能形成欧派的核心竞争力，并且欧派家居想要实现大家居产业必须利用信息化技术来实现。信息化系统可以解决批量生产和定制生产的矛盾，更好地提升欧派家居大规模非标定制的能力。欧派家居已经开始打造工业4.0时代的全流程信息化系统，将实现从决策层、经营管理层到基础层的全流程制造体系和营销体系的一体化整合，并围绕数字化、自动化和智能化的方向发展。欧派信息化系统建成后，将实现顾客下单、订单处理、产品生产、物流配送等流程的一体化，并与欧派家居全国性生产基地一起支撑欧派大家居战略。

信息化项目建设完成投入运营后，将优化欧派家居全生产链运作，有效地降低存货周转时间、原材料库存成本，提高存货周转率、订单达成率与响应速度，进而降低欧派家居的业务运营成本和闲置资金数量，促进资源的利用，并继续巩固欧派家居在产业链中的优势地位，降低相关成本，此外，信息化项目还有助于经销商销售水平的提升。根据招股说明书数据，信息化项目运营后，将减少加班工时10%，减少缺件15%，提高生产率15%，降低管理成本5%左右，经销商商场接单成功率提高25%以上，产业开发技术准备周期及制造周期缩短10%~20%，接单后的交货周期减少2天以上，交货履约率得到进一步提升。欧派家居未来将利用信息化的带单效应、持续降低引流成本，结合大家居一体化设计、一体化服务的大单值优势促进集团的不断成长。

综上，可以看出欧派家居信息化建设将进一步推动欧派大家居战略的落地实施，进一步巩固欧派家居行业龙头的地位。我们认为，品牌和信息化建设有望引领欧派家居未来的长期发展。

五、盈利预测与投资建议

- **收入假设：**考虑到住房刚需和改善型需求的持续释放，为定制家具市场提供广阔的下游需求，且定制家具渗透率有待提升，公司作为第一梯队的上市公司能够充分利用自身的资金、品牌、研发优势，随着募投项目打开产能瓶颈，欧铂丽品牌的推广，假设公司未来三年各家具品类的增速分别为橱柜（19-20%）、衣柜（38-40%）、卫浴（60-62%）、木门（57-64%）。
- **毛利率假设：**公司在定制家具行业的信息化水平居前，能够有效提升设计生产效率、降低生产成本，板材利用率逐步提升，我们预计公司未来三年产品毛利率水平将稳中有升：橱柜（38-40%）、衣柜（38-39%）、卫浴（20-22%）、木门（18-20%）。
- **费用假设：**随着收入端规模扩大，边际效应显现，销售费用率有望呈下降趋势，同时上市后可以预见公司将加大营销投入，综合考虑我们假设未来三年公司费用率基本平稳。

综上所述，预计公司2017~2019年的归属母公司净利为12.5、16和21.2亿元，EPS为3.02、3.86和5.11元，分别对应38.5、30.1和22.7倍PE。参照公司未来业绩增速和家具上市公司估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值对比

股票代码	证券简称	最新股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002572	索菲亚	38.96	1.04	1.39	1.83	37.46	28.03	21.29
300616	尚品宅配	128.32	3.19	4.3	5.86	40.23	29.84	21.90
	平均					38.84	28.94	21.59

数据来源：WIND 资讯、广发证券发展研究中心

六、风险提示

1. 房地产调控政策出现超预期紧缩，导致家具行业整体景气度下降；
2. 家具新品类的拓展和盈利能力不达预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1558	2199	3453	5675	8492	经营活动现金流	625	1497	1884	2482	2958
货币资金	902	1145	2085	3808	6093	净利润	483	943	1241	1589	2102
应收及预付	144	248	390	654	864	折旧摊销	125	170	191	226	253
存货	480	757	978	1213	1535	营运资金变动	1	381	463	719	652
其他流动资产	31	49	0	0	0	其它	17	2	-11	-51	-49
非流动资产	2370	3350	3502	3887	4255	投资活动现金流	-568	-1165	-328	-559	-572
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-569	-1216	-329	-560	-573
固定资产	1288	1543	1674	1760	1831	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	170	570	698	833	1006	其他	0	50	0	0	0
无形资产	757	1028	1129	1292	1417	筹资活动现金流	-188	-49	-216	0	0
其他长期资产	154	208	1	1	1	银行借款	424	75	-103	0	0
资产总计	3927	5548	6954	9561	12747	债券融资 7	-431	-164	-109	0	0
流动负债	1926	2537	2811	3829	4913	股权融资	5	0	0	0	0
短期借款	212	103	0	0	0	其他	-185	40	-4	0	0
应付及预收	1714	2433	2811	3829	4913	现金净增加额	-131	282	1340	1923	2386
其他流动负债	0	0	0	0	0	期初现金余额	982	902	1145	2485	4408
非流动负债	63	129	20	20	20	期末现金余额	851	1185	2485	4408	6793
长期借款	0	20	20	20	20						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	63	109	0	0	0						
负债合计	1989	2666	2831	3849	4933						
股本	374	374	415	415	415						
资本公积	650	650	609	609	609						
留存收益	908	1858	3110	4711	6831						
归属母公司股东权	1932	2882	4134	5735	7855						
少数股东权益	6	1	-10	-23	-40						
负债和股东权益	3927	5548	6954	9561	12747						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至12月31日					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5607	7134	9071	11855	15534	成长能力(%)					
营业成本	3833	4527	5790	7533	9878	营业收入增长	18.0	27.2	27.2	30.7	31.0
营业税金及附加	46	71	77	105	141	营业利润增长	23.1	101.3	32.6	29.2	33.4
销售费用	666	816	999	1356	1755	归属母公司净利润增长	26.8	94.4	31.9	27.9	32.4
管理费用	530	653	818	1091	1418	获利能力(%)					
财务费用	0	-9	-28	-60	-98	毛利率	31.6	36.5	36.2	36.5	36.4
资产减值损失	3	9	0	0	0	净利率	8.6	13.2	13.7	13.4	13.5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROE	25.3	33.0	30.3	27.9	27.0
投资净收益	0	0	0	0	0	偿债能力					
营业利润	530	1068	1416	1830	2441	资产负债率(%)	50.6	48.0	40.7	40.3	38.7
营业外收入	47	58	53	55	54	净负债比率	-0.4	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9
营业外支出	6	4	5	5	5	流动比率	0.81	0.87	1.23	1.48	1.73
利润总额	571	1122	1464	1881	2490	速动比率	0.54	0.54	0.96	1.21	1.45
所得税	88	178	223	292	387	营运能力					
净利润	483	943	1241	1589	2102	总资产周转率	1.52	1.51	1.45	1.44	1.39
少数股东损益	-6	-6	-11	-12	-18	应收账款周转率	77.04	70.14	58.68	64.11	66.80
归属母公司净利润	488	950	1252	1601	2120	存货周转率	9.10	7.32	8.54	8.25	8.00
EBITDA	658	1237	1579	1995	2595	每股指标(元)					
EPS(元)	1.31	2.54	3.02	3.86	5.11	每股收益	1.31	2.54	3.02	3.86	5.11
						每股经营现金流	1.67	4.01	4.54	5.98	7.13
						每股净资产	5.17	7.71	9.96	13.82	18.92
						估值比率					
						P/E	-	-	38.5	30.1	22.7
						P/B	-	-	11.7	8.4	6.1
						EV/EBITDA	-1.0	-0.8	29.0	22.0	16.0

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。