

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 104.30
合理价格区间(元): 114.74~119.96

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

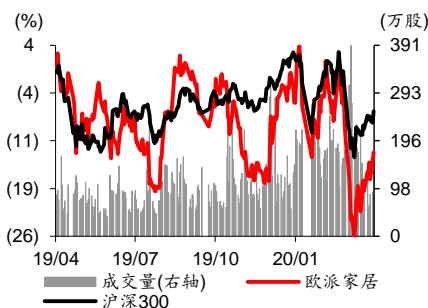
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《欧派家居(603833 SH,增持): 整装业务有序推进, 收入稳步增长》2019.08
- 2《欧派家居(603833,增持): 渠道+品类布局显成效, 业绩超预期》2019.04
- 3《欧派家居(603833,增持): 整装大家居落地, 多品类全渠道共成长》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

不惧潮水退去, 开启精益化扩张

欧派家居(603833)

开启整装+品类打通的精益化扩张

家居需求步入存量替换阶段, 传统粗放的门店扩张模式压力渐显, 我们看好欧派家居在品类、品牌力以及供应链管控能力方面的竞争优势, 公司有望依托整装渠道以及品类打通持续抢占市场份额。我们预计公司2019~2021年EPS分别为4.49、5.22、6.12元, 给予公司2020年22~23x目标市盈率, 对应目标价格区间114.74~119.96元, 维持“增持”评级。

供应链可控+柔性化生产, 欧派属于家居品类中的核心资产

我们认为定制家居是以渠道为核心、以营销打造供应链闭环的生意。基于预收、应收科目对比, 我们认为欧派对渠道的掌控力较强; 结合存货中产成品、原材料的同比增速以及销售收入的同比增速来看, 我们认为欧派进入到生产-交货周期综合来看优于可比公司的状态。国际对比维度, 拆分欧派家居、韩国汉森以及家得宝的营运数据看, 从存货、应收以及固定资产周转指标以及净利率来看, 我们认为欧派家居具备“制造+零售”的双重属性; 看好欧派基于供应链可控和柔性化生产下的系统运营效率提升空间。

整装渠道+信息化品类打通, 抵御地产周期

中期来看, 我们认为整装渠道将成为支撑欧派家居收入增速的有效路径; 此外, 公司沿着品类打通的思路持续重点突破信息化, 信息化打通“前端设计到后端生产”后的客单值和转化率提升值得我们期待。份额提升维度, 存量翻新占比提升将有助于份额向品牌企业集中, 我们预计欧派在中高端市场份额提升的逻辑较为顺畅。横向比较来看, 计算在建工程+固定资产以及在建工程/固定资产数据, 欧派家居两项指标均高于定制家居同行以及相关地产后周期公司; 显示出在行业平台期, 欧派更有底气作扩张。

柔性化效率提升支撑中期盈利, 龙头地位保障现金流

公司毛利率自2015年开始稳步提升, 我们认为定制家居因其柔性化生产的特殊属性, 盈利能力仍有释放空间, 以欧派家居2015~2018年数据作粗略测算, 公司固定资产周转率每提升1次, 对应毛利率提升空间约为2.3~2.8pct。大宗业务方面, 公司采取“总部代签、工程代理商落地”的模式, 该模式下落地服务由工程经销商负责, 工程经销商缴纳大宗业务保证金保障了欧派大宗业务较好的现金流, 侧面验证公司的品牌力。

内生优势显著, 维持“增持”评级

品类扩张以及整装渠道的有效推进, 我们预计公司收入将实现平稳增长。考虑到疫情影响, 我们略微下调2020和2021年盈利预测, 调整后2019~2021年公司盈利预测为18.9、21.9、25.7亿元(前值为18.9、22.5、26.5亿元)。当前股价对应2020年20.0x市盈率, 可比公司2020年PE平均值为15.9倍, 考虑到公司渠道优势明显、产品品类完善、整装等新渠道拓展顺利, 盈利能力以及营运能力高于同行, 给予公司2020年22~23x目标市盈率, 对应目标价格区间114.74~119.96元, 维持“增持”评级。

风险提示: 地产销售面积超预期下滑, 整装业务、信息化推进低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	420.17
流通A股(百万股)	420.17
52周内股价区间(元)	88.65-124.36
总市值(百万元)	43,824
总资产(百万元)	1,471
每股净资产(元)	21.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,710	11,509	13,364	15,264	17,628
+/-%	36.11	18.53	16.11	14.22	15.49
归属母公司净利润(百万元)	1,300	1,572	1,885	2,191	2,573
+/-%	36.92	20.90	19.95	16.22	17.41
EPS(元, 最新摊薄)	3.09	3.74	4.49	5.22	6.12
PE(倍)	33.71	27.88	23.24	20.00	17.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点：内功扎实不惧潮水褪去，精益化扩张方显英雄本色	4
供应链可控+柔性化生产，欧派属于家居品类中的核心资产	4
欧派中期看点在整装渠道放量，长期看点在信息化的品类和供应链打通	5
我们与市场认知的差异	5
传统零售领先同行，整装+信息化凸显公司竞争力	6
传统定制业务：以渠道为核心，打造营销打通供应链的生意闭环	6
地产存量时代：整装渠道+信息化品类打通，抵御地产周期	7
退可守：牵手家装公司，拓展整装流量入口	7
进可攻：大家居品类打通，子品牌渠道下沉	8
行业平台期，欧派家居更敢于扩张	9
大空间低市占率，中高端市场提份额逻辑顺畅	9
渗透率稳步提升，定制橱柜/衣柜行业规模平稳增长	9
存量翻新需求占比提升，利好家居类低频消费结构升级	10
行业震荡期敢于扩张产能，方显英雄本色	12
柔性化效率提升支撑中期盈利，龙头地位保障稳健现金流	13
欧派家居盈利能力稳步提升，柔性化生产仍将有效支撑盈利	13
现金流：工程业务采取总部代签、工程代理商落地模式保障现金流	14
盈利预测与估值讨论	15
盈利预测	15
估值讨论	17
风险提示	18
PE/PB - Bands	18

图表目录

图表 1: 欧派家居、韩国汉森、家得宝净利率以及营运能力对比	4
图表 2: 欧派家居、索菲亚、尚品宅配盈利能力及营运能力对比	5
图表 3: 欧派、尚品(加盟渠道)以及索菲亚毛利率走势	6
图表 4: 欧派、尚品以及索菲亚门店坪效(万元/平米/年)	6
图表 5: 欧派、尚品以及索菲亚预收款/收入比例	6
图表 6: 欧派以及索菲亚应收账款周转率	6
图表 7: 欧派家居资产负债表存货科目详解	7
图表 8: 尚品宅配资产负债表存货科目详解	7
图表 9: 索菲亚资产负债表存货科目详解	7
图表 10: 整装业务回款额测算	8
图表 11: 欧派家居、索菲亚、尚品宅配研发费用投入	8
图表 12: “欧派”+“欧铂丽”双品牌运营	9
图表 13: 定制橱柜渗透率持续提升	9
图表 14: 2013-2017 年我国橱柜行业市场规模	9
图表 15: 我国定制橱柜市场空间测算	10
图表 16: 我国定制衣柜市场空间测算	10
图表 17: 定制橱柜行业 CR5 (2018 年)	10
图表 18: 定制衣柜行业 CR7 (2018 年)	10
图表 19: 存量更新需求占比将持续提升(单位: 万平方米)	11
图表 20: 2016 年消费者购买橱柜预算金额(不含厨电)	11
图表 21: 2013 年消费者购买衣柜的预算金额分布	12
图表 22: 2017 年消费者购买衣柜的预算金额分布	12
图表 23: 欧派家居可转债募投项目	12
图表 24: 欧派在建产能占行业近一半(单位: 百万元)	12
图表 25: 欧派在建工程+固定资产远高于同行及相关地产后周期品种	12
图表 26: 欧派家居定制橱柜和定制衣柜历史毛利率走势	13
图表 27: 固定资产周转率(欧派家居 vs 顾家家居)	13
图表 28: 欧派家居固定资产周转率提升对毛利率的敏感性分析	13
图表 29: 欧派家居应收账款周转率高于同行	14
图表 30: 代理商向公司支付大宗业务保证金	14
图表 31: 欧派家居 2019~2021 年分业务收入预测	16
图表 32: 欧派家居历史市盈率走势和估值中枢	17
图表 33: 可比公司估值对比(2020 年 4 月 14 日)	17
图表 34: 欧派家居历史 PE-Bands	18
图表 35: 欧派家居历史 PB-Bands	18

核心观点：内功扎实不惧潮水褪去，精益化扩张方显英雄本色

欧派家居深耕定制家居 25 年，以定制橱柜为起点，围绕大家居战略布局，持续向定制衣柜、定制木门和卫浴品类进行延伸，凭借高效的营销策略、精益化的管理、创新的渠道探索，不断巩固定制家居龙头地位。2018 年欧派是家居行业唯一收入规模超百亿的上市公司；我们预计，中期依托大宗业务+整装渠道、长期依托信息化的品类打通，在行业红利褪去之后，欧派家居仍能依托份额提升实现持续稳健增长，从定制家居的生意模式出发，欧派家居在价值链把控和柔性化生产维度具备核心竞争力。

供应链可控+柔性化生产，欧派属于家居品类中的核心资产

对标国际家居企业，欧派具备“制造+零售”双重属性。从定制家居生意模式看，定制家居实现了对传统家居生意的价值链重构。纵观国内外，美国有集中度做得比较高的家居品类，但是高集中度很大程度上依托美国较强的零售渠道，所以美国零售商的品牌认知度更为突出，比如说家得宝。国际定制类可比公司来看，比较常规的是以韩国汉森作对标，但是从渠道和生产维度来看，汉森更接近整合供应链的品牌渠道商；国内定制家居模式是将家居消费的供应链进行了重构，依托柔性化生产实现家居行业的规模化生产，同时实现了从前端设计到后端生产的打通，供应链在企业端的可控有效助力系统运营效率的提升。拆分欧派家居、韩国汉森以及家得宝的营运数据看，从存货、应收、固定资产周转指标以及净利率来看，我们认为欧派家居具备“制造+零售”的双重属性。

图表1：欧派家居、韩国汉森、家得宝净利率以及营运能力对比

		2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
净利率(%)	欧派家居	13.66	13.38	13.22	8.61	8.11	6.17	7.26	3.97
	韩国汉森	4.67	4.65	6.59	6.71	6.54	6.09	5.04	5.54
	家得宝	10.28	8.55	8.41	7.92	7.63	6.83	6.07	5.52
存货周转天数	欧派家居	36.34	43.7	49.19	39.55	37.71	43.6	46.27	44.41
	韩国汉森	17.76	17.3	17.67	16.11	16.46	17.00	20.14	22.32
	家得宝	67.58	68.42	70.4	70.72	73.48	76.19	77.41	81.74
应收账款周转天数	欧派家居	6.67	5.15	5.13	4.67	6.52	8.21	10.32	13.5
	韩国汉森	22.82	22.71	22.96	23.79	29.28	32.63	32.63	33.81
	家得宝	7.01	7.1	7.46	6.86	6.24	6.38	6.89	5.96
流动资产周转率	欧派家居	2.54	2.77	3.8	3.65	3.41	4.02	4.44	3.81
	韩国汉森	4.53	4.27	3.81	4.75	4.84	4.29	3.94	3.38
	家得宝	5.78	5.51	5.45	5.48	5.44	5.14	5.00	5.03
固定资产周转率	欧派家居	3.87	4.82	5.04	4.96	5.69	6.16	5.31	4.56
	韩国汉森	6.71	7.71	9.04	8.78	8.43	8.3	7.14	8.05
	家得宝	4.87	4.59	4.29	3.94	3.61	3.32	3.08	2.84
总资产周转率	欧派家居	1.11	1.28	1.51	1.52	1.5	1.64	1.66	1.51
	韩国汉森	2.01	2.2	2.32	2.61	2.52	2.28	2.03	1.99
	家得宝	2.44	2.31	2.21	2.15	2.07	1.93	1.83	1.75

资料来源：Wind，华泰证券研究所

欧派供应链效率以及对渠道的把控力领先国内同行。在相似的生意模式下，企业之间经营效率的差别来自于渠道能力、企业对渠道的把控力以及企业在调配生产及销售环节的管理能力。基于渠道分成下的预收、应收科目对比，我们认为欧派家居对渠道的掌控力较强；从渠道搭建来看，据公告披露数据，截至 2018 年底，欧派家居橱柜门店数量全行业第一、定制衣柜门店数量全行业第二，且基于当前的定制模式来看，2018 年橱柜和衣柜同店提货额仍维持正增长显示了欧派优于同行的终端获客能力。再结合存货中产成品、原材料的同比增速以及销售收入的同比增速来看，我们认为欧派家居进入到了收入增速以及生产-交货周期综合来看优于可比公司的状态。（具体分析请参见我们 20190724 的深度报告《掘金轻工 Alpha 系列之定制家居篇：靠内功提份额，深耕整装和大众居》）

图表2：欧派家居、索菲亚、尚品宅配盈利能力及营运能力对比

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019.1-9M
营业收入同比增速	欧派家居	38.78%	18.92%	18.02%	27.23%	36.11%	18.53%	16.33%
	索菲亚	45.98%	32.39%	35.35%	41.75%	36.02%	18.66%	4.03%
	尚品宅配	58.39%	62.72%	61.47%	30.39%	32.23%	24.83%	9.04%
净利率	欧派家居	6.17%	8.11%	8.61%	13.22%	13.38%	13.66%	14.45%
	索菲亚	14.20%	14.00%	14.14%	14.07%	14.68%	13.19%	13.72%
	尚品宅配	9.94%	6.81%	4.52%	6.35%	7.14%	7.18%	6.63%
应收账款周转率	欧派家居	43.83	55.22	77.04	70.14	69.84	53.94	25.36
	索菲亚	37.86	42.67	48.10	47.53	35.89	23.20	11.12
	尚品宅配	90.06	473.39	934.25	1,544.99	1,860.31	505.97	119.35
存货周转率	欧派家居	8.26	9.55	9.10	7.32	8.24	9.91	8.27
	索菲亚	10.35	10.59	11.71	12.34	13.72	15.48	10.27
	尚品宅配	4.12	4.89	6.15	7.11	8.38	7.75	4.46
固定资产周转率	欧派家居	6.16	5.69	4.96	5.04	4.82	3.87	2.55
	索菲亚	4.55	5.10	4.34	4.22	3.68	3.19	2.10
	尚品宅配	16.87	12.26	11.95	7.94	6.75	7.64	5.81

资料来源：Wind，华泰证券研究所

欧派中期看点在整装渠道放量，长期看点在信息化的品类和供应链打通

家居需求步入存量阶段，传统粗放的门店扩张模式压力渐显，行业将进入依靠企业自身产品力、渠道力以及供应链管理效率抢份额的阶段。中期来看，我们认为整装渠道将推动 2C 零售模式向 2B2C 模式跨越，接棒传统渠道红利褪去后的增长，看好欧派家居在品类、品牌力以及供应链管控能力方面的竞争优势。相较于传统粗放式的门店扩张，整装模式更多的是对企业产品力、渠道力以及供应链管理能力的等全方位的考量；25 年深耕的产品力、渠道力将支撑欧派家居在存量阶段的份额扩张。

长期维度，存量翻新、渗透率提升仍将驱动定制家居市场规模稳步增长，我们预计至 2022 年，定制橱柜和定制衣柜市场规模有望达到 1324/747 亿元。根据我们测算，住房翻新面积与新房销售面积的比值将从 2018 年的 27.0% 提升至 2025 年的 48.9%；基于家居消费低频高额的属性，我们预计存量翻新将助力行业份额向品牌企业集中。对于个体企业而言，市占率提升的核心在于深度挖掘客户需求，并实现“一站式”解决家居消费需求。欧派沿着品类打通的思路持续重点突破信息化，信息化打通“前端设计到后端生产”后的客单值和转化率提升值得我们期待。

我们与市场认知的差异

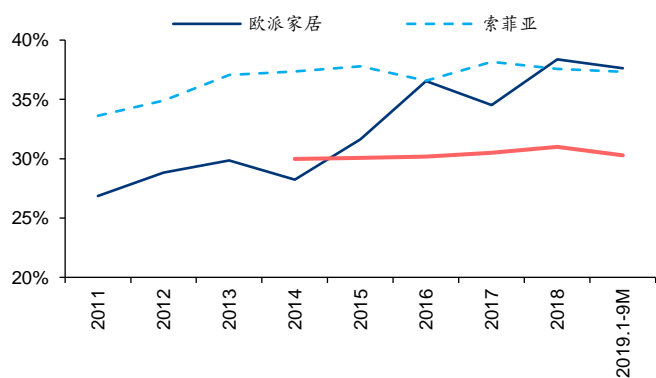
我们认为：1) 市场可能高估了大宗业务对于公司盈利能力和现金流的负面影响；2) 市场可能低估了信息化打通对于大家居模式推进及转化率提升的正向作用。

传统零售领先同行，整装+信息化凸显公司竞争力

传统定制业务：以渠道为核心，打造营销打通供应链的生意闭环

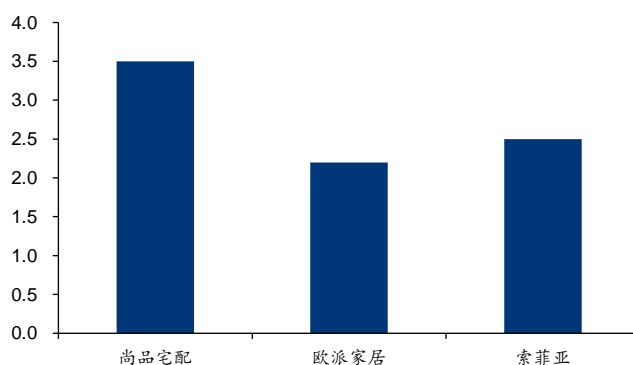
以订单指引生产的“拉式供应链”下，定制家居企业对渠道经营的把控力强于成品家居品类，总结当前定制家居的生意模式，我们认为以渠道为核心、以营销打造供应链闭环的生意，在相似的生意模式下，企业之间经营效率的差别来自于渠道能力以及企业调配从生产到销售环节的把控力。基于预收、应收科目对比，我们认为欧派家居对渠道的掌控力较强，坪效、渠道分成比例接近的情况下，欧派家居预收款比例以及应收账款周转率好于可比公司（索菲亚）；结合存货中产成品、原材料的同比增速以及营业收入的同比增速来看，我们认为欧派家居进入到了生产-交货周期综合来看优于可比公司（索菲亚和尚品宅配）的状态。具体分析请参见我们 20190724 的深度报告《掘金轻工 Alpha 系列之定制家居篇：靠内功提份额，深耕整装和大家居》。

图表3：欧派、尚品(加盟渠道)以及索菲亚毛利率走势



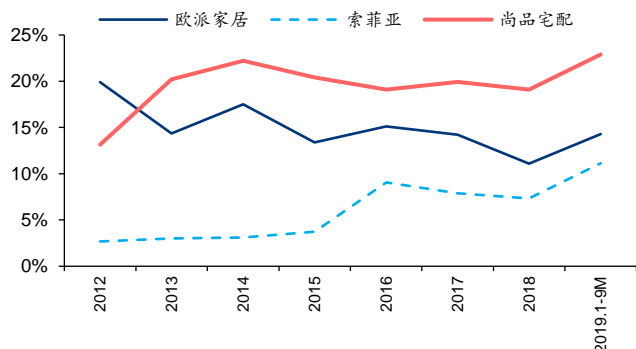
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：欧派、尚品以及索菲亚门店坪效 (万元/平米/年)



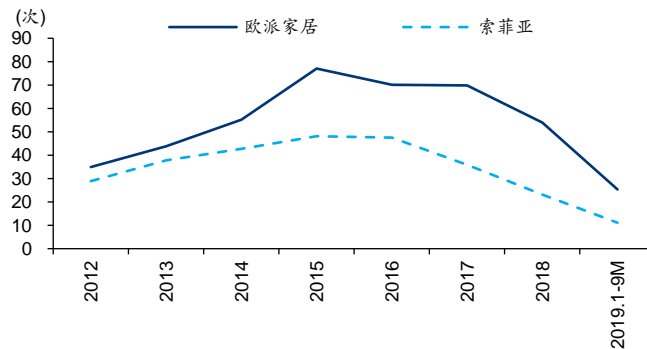
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：欧派、尚品以及索菲亚预收款/收入比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：欧派以及索菲亚应收账款周转率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：欧派家居资产负债表存货科目详解

单位：百万元	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19
营业收入	3,874.82	9,710.18	4,845.09	11,509.39	5,510.02
yoy	34.69%	36.11%	25.05%	18.53%	13.72%
存货	719.02	786.61	724.16	645.29	680.58
yoy			0.72%	-17.96%	-6.02%
存货-产成品	181.7	175.59	132.13	79.95	96.74
yoy			-27.28%	-54.47%	-26.79%
存货-原材料	423.76	529.35	498.88	471.44	476.30
yoy			17.73%	-10.94%	-4.53%
存货中产成品比例	25.27%	22.32%	18.25%	12.39%	14.21%
存货中原材料比例	58.94%	67.30%	68.89%	73.06%	69.99%
预收款	1,316.52	1,381.00	1,276.96	1,276.75	1,432.03
yoy			-3.00%	-7.55%	12.14%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：尚品宅配资产负债表存货科目详解

单位：百万元	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19
营业收入	2,145.23	5,323.45	2,866.79	6,645.39	3,137.46
yoy	30.33%	32.23%	33.64%	24.83%	9.44%
存货	268.1	400.84	397.6	565.47	605.32
yoy			48.30%	41.07%	52.24%
存货-产成品	106.33	208.57	199.14	306.54	313.29
yoy			87.28%	46.97%	57.32%
存货-原材料	123.43	128.45	138.16	187.56	246.66
yoy			11.93%	46.02%	78.53%
存货中产成品比例	39.66%	52.03%	50.09%	54.21%	51.76%
存货中原材料比例	46.04%	32.05%	34.75%	33.17%	40.75%
预收款	830.78	1,061.09	1,042.96	1,270.17	1,148.29
yoy			25.54%	19.70%	10.10%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：索菲亚资产负债表存货科目详解

单位：百万元	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19
营业收入	2,487.42	6,161.44	2,987.95	7,310.89	3,142.39
yoy	49.00%	36.02%	20.12%	18.66%	5.17%
存货	287.94	286.91	323.22	302.89	312.55
yoy	35.00%	6.82%	12.25%	5.57%	5.82%
存货-产成品	66.29	78.91	80.59	57.67	74.26
yoy	-6.81%	-2.90%	21.58%	-26.92%	-7.85%
存货-原材料	214.51	203.8	238.9	240.08	232.88
yoy	51.32%	9.31%	11.37%	17.81%	-2.52%
存货中产成品比例	23.02%	27.50%	24.93%	19.04%	23.76%
存货中原材料比例	74.50%	71.03%	73.91%	79.26%	74.51%
预收款	451.44	485.86	531.43	534.78	510.16
yoy	82.65%	18.40%	17.72%	10.07%	-4.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

地产存量时代：整装渠道+信息化品类打通，抵御地产周期

退可守：牵手家装公司，拓展整装流量入口

欧派在行业内率先开展渠道变革，公司于 2018 年开始试点推进整装大家居业务。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。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。欧派 2018 年 5 月开业整装大家居，据调研信息，截至 2019 年三季度，已有 260 个城市加盟整装业务，已开业的整装大家居 170~180 家；此外，2019 年欧派整装在供应链环节同时纳入了地板和软体等品类，供应链的延伸有望助力公司品类一体化的打通。

三种整装合作模式，家装设计师是转化率的核心环节。据调研信息，当前阶段，基于整装合作下家装公司销售模式的变化与否，欧派整装有三类合作模式：1) 家装公司半包绑定欧派签单，与客户签完基装之后，导入其他装修包，核心销售模式没有变化；2) 家装公司与欧派合作，实现由半包向整装切换；3) 合作方原本就是整装公司，欧派导入家居产品。前两种模式下，面临如何导入欧派产品的问题，涉及到家装公司的团队架构和激励，尤其是家装设计师的利益平衡问题，所以家装设计师是整装客户转化的核心环节。

中性假设下测算整装业务回款额可观。2018 年公司在 22 个城市实现整装大家居门店，2018 年底签订合作的整装公司 108 家，随着整装业务的持续推进，我们预计 2019~2020 年末签订合作的整装公司分别为 295 家和 390 家。假设单个城市合作的整装公司年均客户数为 500 户，中性假设 2019~2021 年整装公司客户向欧派产品的综合转化率为 40%/38%/35%，假设平均客单值为 3.0/3.0/2.5 万元，对应 2019~2021 年整装业务回款额分别为 6.5/11.5/15.0 亿元。

图表10： 整装业务回款额测算

	单个整装公司客户数量	转化率	客单值 (万元/户)	整装公司合作家数	开业整装公司数量	整装回款额 (万元)
2019	500.0	40.0%	3.0	108.0	108.0	64,800.0
2020	500.0	38.0%	3.0	295.0	201.5	114,855.0
2021	500.0	35.0%	2.5	390.0	342.5	149,843.8

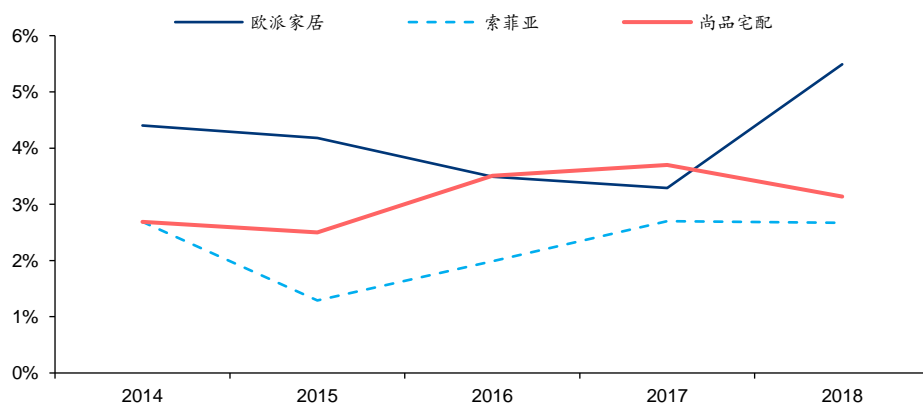
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

进攻：大家居品类打通，子品牌渠道下沉

信息化持续推进，助力大家居品类打通、提升客单值。欧派家居在经销体系内遴选头部经销商，开设“星居大家居”、“微型大家居”，据调研信息，截至 2019 年三季度，公司已开设 80 多个新居、微居城市店。大家居的关键点在于信息化的打通，近年来，公司持续在三维家和 CAXA 的投入，目前初步打通了终端销售和制造的前后端连接，公司计划在 2019 年基本完成设计生产一体化平台 MOM 建设，并实现所有商场全覆盖。通过营销端和生产端的打通，可进一步提升门店设计师工作效率，提升设计图的渲染效果进而提升客户转化率；品类的打通有望提升客户消费客单价。

欧派家居 2017~2018 年研发费用投入分别为 3.2 亿和 6.3 亿，占营收比重分别为 3.3%、5.5%。2018 年研发人员数量为 2533 人，相比 2017 年增加了 540 人。据调研信息，公司全新规划与设计综合橱、衣、木门、卫浴四大定制品类的统一订单 3D 设计平台，包含订单拆单管理平台 WCC、订单运营管理平台 MSCS、订单制造执行管理平台 APS/MES 以及订单物流管理平台 MCTS。

图表11： 欧派家居、索菲亚、尚品宅配研发费用投入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

子品牌欧铂丽开辟独立事业线，发力中端市场下沉。欧铂丽子品牌面向中端市场作品类下沉，实现产品的梯度化运营，抢占中小品牌市场份额。伴随家装消费者年轻化的趋势，2015年公司推出子品牌“欧铂丽”，欧铂丽产品同样涵盖橱柜、衣柜及客卧室配套柜体；“欧铂丽”品牌定位区别于“欧派”品牌，产品品质核心围绕“年轻时尚、高质低价、功能使用”理念，针对性满足年轻家庭的居住空间与功能需求。欧铂丽产品原材料以国产高性价比板材、五金件为主，终端价格较欧派产品普遍低20%-30%。2018年，欧铂丽正式独立为单独事业线，架构调整有望理清“欧铂丽”品牌定位，助力公司产品向中端市场下沉。

图表12：“欧派”+“欧铂丽”双品牌运营



资料来源：Wind，华泰证券研究所

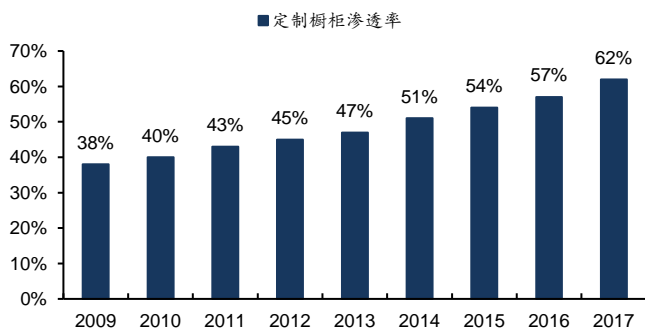
行业平台期，欧派家居更敢于扩张

大空间低市占率，中高端市场提份额逻辑顺畅

渗透率稳步提升，定制橱柜/衣柜行业规模平稳增长

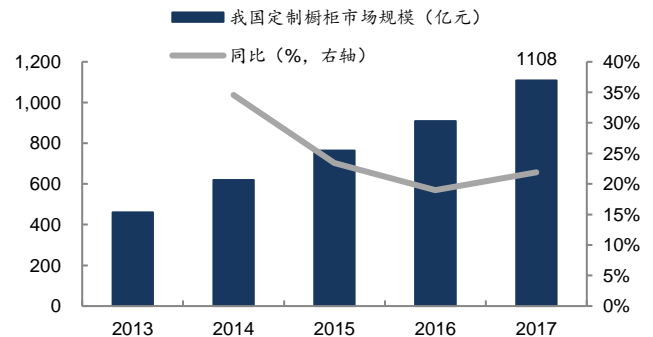
渗透率持续提升，2022年定制橱柜/衣柜市场规模有望达到1324/747亿元，行业规模平稳增长。据中国产业研究院数据，我国定制橱柜渗透率由2009年的38%提升至2017年的62%，截至2017年，定制衣柜的渗透率为35%，对标海外70%+的定制渗透率，我们预计定制橱柜和定制衣柜渗透率仍将稳步提升，我们假设商品房平均面积为90平米/套，2020-2022年住宅商品房销售面积增速为-2%/ -2%/0%，假设定制橱柜第10年进入更新期，第10-12年按3:3:4比例更新，每套房购置1套橱柜、2套衣柜，渗透率每年提升3pct，根据我们测算，到2022年我国定制橱柜、定制衣柜市场规模分别有望达到1324、747亿元。面对千亿市场规模，行业集中度仍然较低，据中国产业研究院数据，2018年定制橱柜行业CR5预计为10.2%，定制衣柜行业CR7预计为22.2%。

图表13：定制橱柜渗透率持续提升



资料来源：中国产业研究院，华泰证券研究所

图表14：2013-2017年我国橱柜行业市场规模



资料来源：中国产业研究院，华泰证券研究所

图表15: 我国定制橱柜市场空间测算

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
装修需求	住宅商品房销售面积 (万平方米)	112412	137540	144789	147929	150144	147141	144199	144199
	住宅商品房销售套数 (万套)	1249	1528	1609	1644	1668	1635	1602	1602
	YoY	6.9%	22.4%	5.3%	2.2%	1.5%	-2.0%	-2.0%	0.0%
	更新需求套数 (万套)	410	500	639	678	797	862	1016	1065
	YoY	29.3%	21.9%	27.7%	6.1%	17.5%	8.2%	17.9%	4.8%
	装修住房数量合计	1659	2029	2248	2321	2465	2497	2618	2667
	YoY	11.7%	22.2%	10.8%	3.3%	6.2%	1.3%	4.9%	1.9%
定制橱柜	平均每户购置数量 (套)	1	1	1	1	1	1	1	1
	橱柜市场规模 (万套)	1659	2029	2248	2321	2465	2497	2618	2667
	定制橱柜渗透率	54%	57%	62%	65%	68%	71%	70%	73%
	定制橱柜市场空间 (万套)	896	1156	1394	1509	1676	1773	1833	1947
	定制橱柜均价	8400	8000	7700	7500	7200	6900	6900	6800
	市场规模(亿元)	753	925	1073	1132	1207	1223	1265	1324
	YoY	12.9%	22.9%	16.0%	5.5%	6.6%	1.4%	3.4%	4.7%

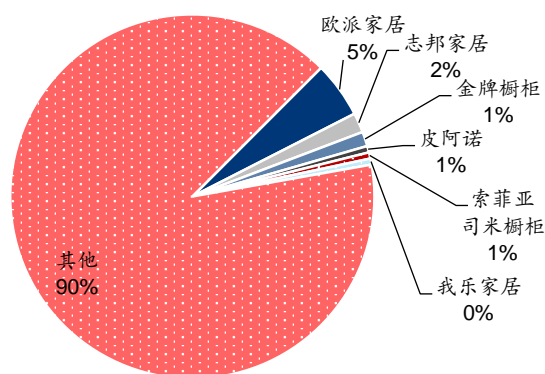
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 我国定制衣柜市场空间测算

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
装修需求	住宅商品房销售面积 (万平方米)	112412	137540	144789	147929	150144	147141	144199	144199
	住宅商品房销售套数 (万套)	1249	1528	1609	1644	1668	1635	1602	1602
	YoY	6.9%	22.4%	5.3%	2.2%	1.5%	-2.0%	-2.0%	0.0%
	更新需求套数 (万套)	410	500	639	678	797	862	1016	1065
	YoY	29.3%	21.9%	27.7%	6.1%	17.5%	8.2%	17.9%	4.8%
	装修住房数量合计	1659	2029	2248	2321	2465	2497	2618	2667
	YoY	11.7%	22.2%	10.8%	3.3%	6.2%	1.3%	4.9%	1.9%
定制衣柜	平均每户购置数量 (套)	2	2	2	2	2	2	2	2
	衣柜市场规模 (万套)	3319	4057	4495	4643	4930	4994	5237	5334
	定制衣柜渗透率	30%	33%	35%	38%	41%	44%	47%	50%
	定制衣柜市场空间 (万套)	996	1339	1573	1764	2021	2197	2461	2667
	定制衣柜均价	3500	3400	3300	3200	3100	3000	2900	2800
	市场规模(亿元)	348	455	519	565	627	659	714	747
	YoY	16.3%	30.6%	14.1%	8.7%	11.0%	5.2%	8.3%	4.6%

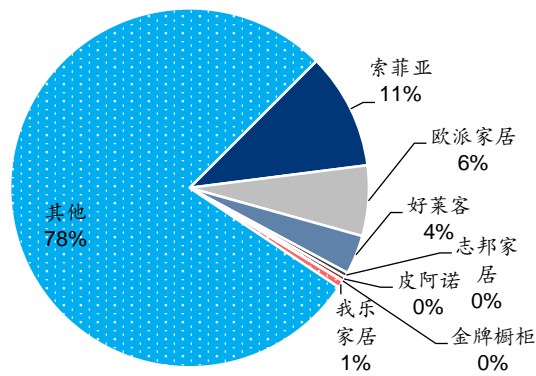
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 定制橱柜行业 CR5 (2018年)



资料来源: Wind, 中国产业研究院, 华泰证券研究所

图表18: 定制衣柜行业 CR7 (2018年)

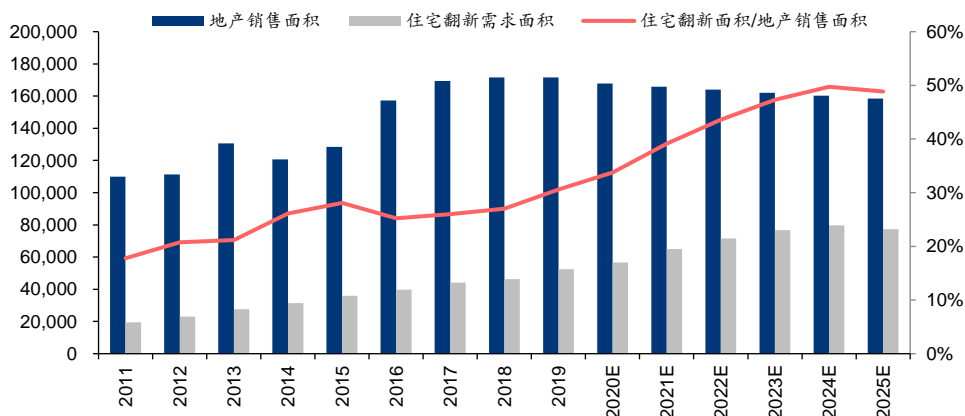


资料来源: Wind, 中国产业研究院, 华泰证券研究所

存量翻新需求占比提升, 利好家居类低频消费结构升级

存量房翻新需求稳步增长。我国房地产行业从 2002 年开始进入快速发展阶段, 存量房屋的翻修需求逐步增长, 未来有望成为家居需求的主要驱动力。我们假设房屋建成十年后进入翻修期, 并且假设三年内完成翻修, 以新房销售中期房从销售到产生家装需求的周期为一年, 假设 2020~2025 年期房销售面积年均下滑 1%、现房销售面积年均下滑 2%, 住房翻新面积与新房销售面积的比值将从 2018 年的 27.0% 提升至 2025 年的 48.9%。

图表19： 存量更新需求占比将持续提升（单位：万平方米）

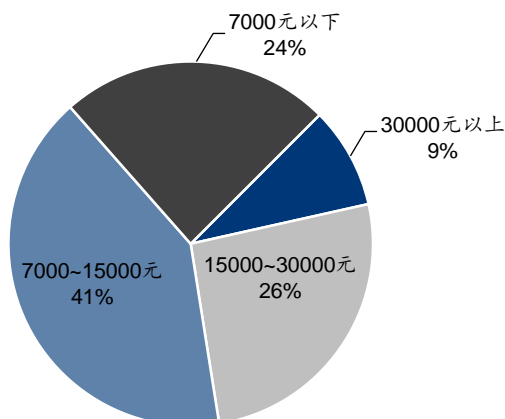


资料来源：Wind，华泰证券研究所

中高端市场提份额逻辑顺畅。从消费水平看，2016 年消费者购买整体橱柜（不含厨电）预算金额以 7000 元-15000 元区间占比最多，达到 41%。在城镇化推进、消费升级驱动下，未来定制橱柜在三四线城市消费有望快速增长、中高端产品消费比例有望得到提升，带动橱柜行业持续高增长。根据中华橱柜网数据测算，终端零售价在 1.5 万元以上中高端橱柜的消费比例为 35%（参考 2016 年底数据），按照 2000 万套的终端需求量以及 2018 年年底 28% 的精装修交付比例，我们预计零售端 1.5 万元以上的橱柜销售套数为 504 万套，以 2018 年欧派家居橱柜零售销售套数 45 万套预估，欧派家居在中高端市场的份额将近 8.9%，随着整装渠道以及零售渠道精益化的推进，我们预计欧派在中高端市场的份额有望持续提升。

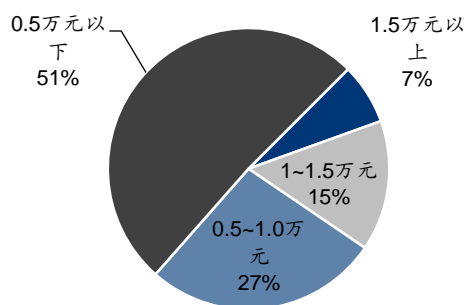
具体到衣柜行业，根据中华衣柜网数据，2017 年消费者购买衣柜的预算金额位于 0.8-1.5 万元区间和 1.5-3 万元区间的比重分别为 46%、28%，预算金额低于 0.8 万元的消费者比重仅占 18%，相比之下，2013 年购买衣柜预算金额低于 0.5 万元的比例高达 51%，而预算金额高于 1.5 万元仅占 7%，可见消费者支付高价购买衣柜的消费意愿不断增强，对价格相对较高的定制衣柜而言，消费者价格敏感性的下降有利于欧派等品牌定制衣柜渗透率的提升。

图表20： 2016 年消费者购买橱柜预算金额（不含厨电）



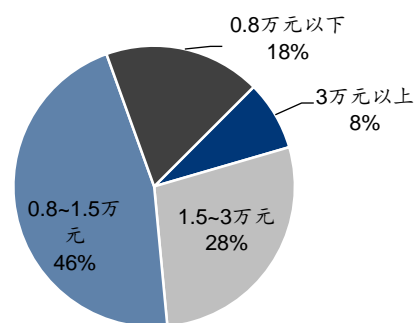
资料来源：中华橱柜网，华泰证券研究所

图表21: 2013年消费者购买衣柜的预算金额分布



资料来源: 中华衣柜网, 华泰证券研究所

图表22: 2017年消费者购买衣柜的预算金额分布



资料来源: 中华衣柜网, 华泰证券研究所

行业震荡期敢于扩张产能, 方显英雄本色

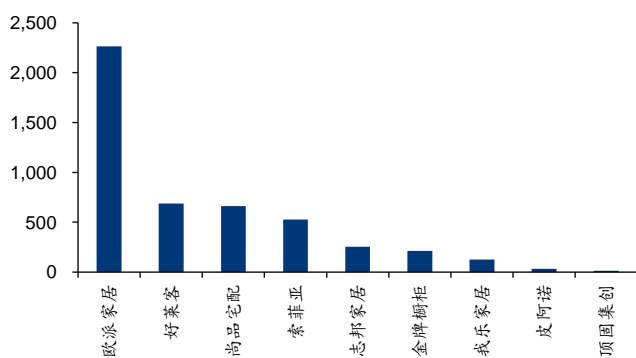
发行可转债助力产能扩张。公司现拥有清远、天津、无锡、成都四大生产基地, 形成辐射华南、华北、华东、华西的全国性生产能力, 生产规模全国领先。公司 IPO 募投项目建设进度领跑行业。近期, 公司再次发行可转债进一步募资 14.95 亿元扩建产能, 新增产能合计投资额 40.29 亿元, 产能建设完成后, 公司规模龙头地位将得到进一步巩固。截至 2019 年三季度, 欧派在建产能规模为 22.6 亿元, 占定制家居行业在建产能的 47.5%; 在建工程+固定资产规模为 62.8 亿元, 远高于定制家居同行及相关地产后周期公司。

图表23: 欧派家居可转债募投项目

序号	项目	总投资额(万元)	拟以募集资金投入金额(万元)
1	清远生产基地(二期)	108,083.00	40,000.00
2	无锡生产基地(二期)	83,539.00	19,500.00
3	成都欧派智能家居	211,303.00	90,000.00
		402,925.00	149,500.00

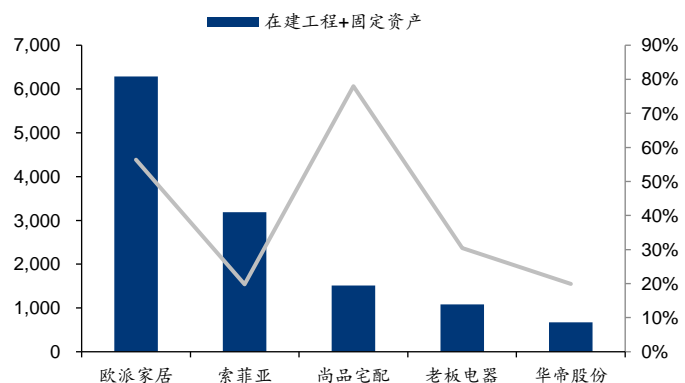
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表24: 欧派在建产能占行业近一半(单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 欧派在建工程+固定资产远高于同行及相关地产后周期品种

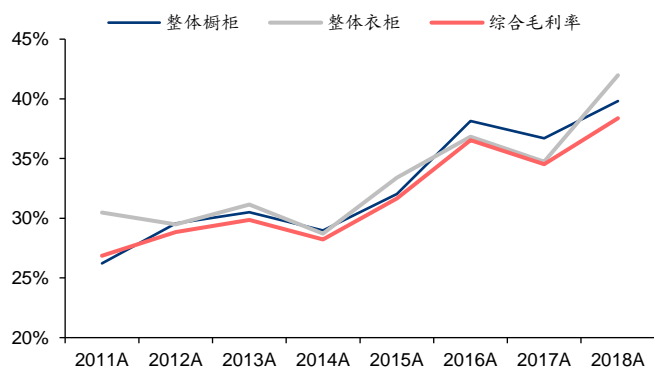


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

柔性化效率提升支撑中期盈利，龙头地位保障稳健现金流 欧派家居盈利能力稳步提升，柔性化生产仍将有效支撑盈利

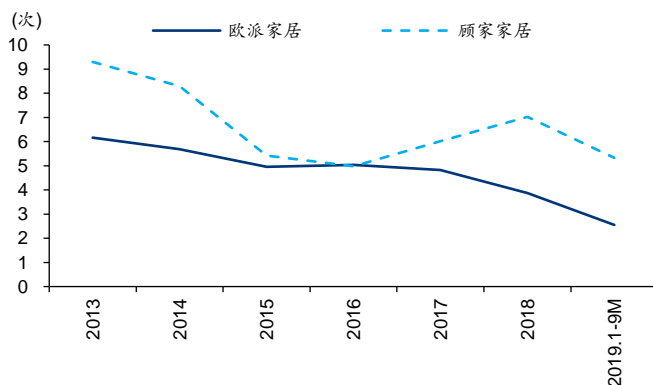
2015年以后，欧派逐步提高经销商的结算系数，叠加生产规模效应的释放，公司毛利率自2015年开始稳步提升。根据我们20190724的深度报告《掘金轻工 Alpha 系列之定制家居篇：靠内功提份额，深耕整装和大家居》中的分析，定制家居因其柔性化生产的特殊属性，排单周期缩短后，盈利能力仍有释放空间。2018年欧派家居固定资产周转率为3.9次，对比成品家居企业来看，因成品家居可以以备库形式实现产销平衡进而提升固定资产周转率，代表企业的顾家家居2018年固定资产周转率为7.02次，显著高于欧派家居。因此随着公司柔性化效率的提升带来的排单周期缩短，我们预计固定资产周转率尚有提升空间。以欧派家居2015~2018年数据作粗略测算，公司固定资产周转率每提升1次，对应毛利率提升空间约为2.3~2.8pct。

图表26：欧派家居定制橱柜和定制衣柜历史毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27：固定资产周转率（欧派家居 vs 顾家家居）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28：欧派家居固定资产周转率提升对毛利率的敏感性分析

单位：百万元	2015	2016	2017	2018
收入	5,607.09	7,134.1306	9,710.18	11,509.39
固定资产周转率（次）	4.96	5.04	4.82	3.87
提升1次	5.96	6.04	5.82	4.87
原毛利率	31.7%	36.6%	34.5%	38.4%
原成本	3,832.63	4,526.81	6,357.81	7,092.64
原折旧	459.92	543.22	762.94	851.12
原人工成本	383.26	452.68	635.78	709.26
更新后折旧	382.75	453.28	631.85	676.35
更新后人工	318.96	377.73	526.54	563.62
更新后成本	3,691.15	4,361.93	6,117.48	6,772.23
更新后毛利率	34.2%	38.9%	37.0%	41.2%
毛利率提升	2.5pct	2.3pct	2.5pct	2.8pct

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

现金流：工程业务采取总部代签、工程代理商落地模式保障现金流

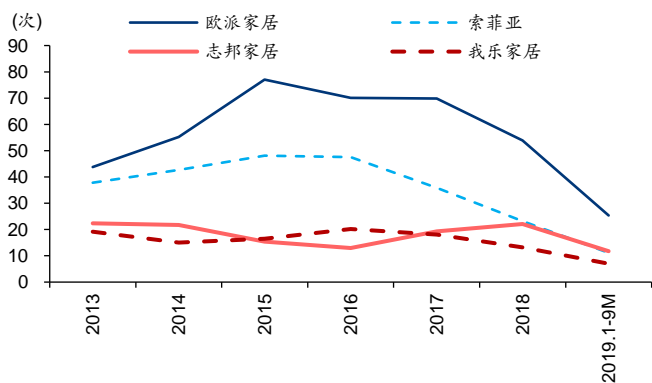
工程业务稳步放量，龙头享受溢价和较好的现金流。近年来，顺应房地产精装修趋势，公司大力拓展精装修配套橱柜、衣柜为主的大宗用户业务，并招募工程经销商在各地推进与区域性地产商的合作。2018年工程渠道收入规模达14.2亿元，同比增长47.0%，占总收入比12.5%。欧派家居作为国内定制行业龙头，品牌溢价叠加相对标准化的生产模式，大宗业务的盈利能力业内领先，根据调研信息，2018年欧派家居工程渠道业务的毛利率预计在40%左右，高于可比公司大宗业务的盈利能力；此外，大宗业务落地服务由工程经销商负责，工程经销商缴纳大宗业务保证金保障了欧派大宗业务较好的现金流水平。

凭借高品质的产品和服务，深耕房地产开发商在高端地产项目的工程业务市场。公司大宗业务均采用总部代签、经销商落地模式，保证了更为稳健的大宗业务模式。公司发展大宗业务时，由总部与地产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：

1) 总部代签模式下，合同总包金额确认为公司收入：公司与地产商签订产品供应及安装合同，按照合同约定价格结算，并分到货、安装、通过验收等不同环节支付约定的货款。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。这种业务模式下，地产商采购总额确认为公司收入，公司向工程代理商支付一定的服务费用（计入费用科目）。

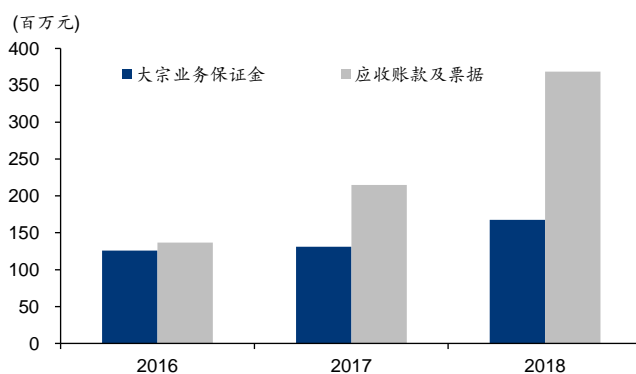
2) 现金流压力分散至工程代理商，盈利质量更佳：总部代签模式下，公司分步向地产商收取预付材料款、进度款、结算款、尾款；与此同时，每批次货物发出前向工程代理商收取大宗业务保证金。在地产商向公司打款额度超过一定比例后，逐步退还代理商大宗业务保证金。这种模式下，保证公司发展大宗业务时现金流持续优良，不承担应收账款风险。公司大宗业务对现金流和应收账款基本未形成压力。

图表29：欧派家居应收账款周转率高于同行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：代理商向公司支付大宗业务保证金



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值讨论

盈利预测

我们对欧派家居 2019-2021 年收入和盈利做出如下假设：

- 橱柜业务：**欧派品牌方面，随着橱柜布局趋于完善，我们预计 2019~2021 年欧派橱柜每年分别新开店 20/30/30 家，考虑到地产销售景气偏弱以及疫情影响，我们预计单店提货额分别增长 0%/0%/4%，对应 2019~2021 年欧派橱柜零售收入同比分别增长 3%/1%/5%至 44.7/45.2/47.6 亿元；欧铂丽方面，2018 年开始作渠道下沉，预计欧铂丽橱柜 2019~2021 年每年分别新开店 100/100/150 家，考虑到欧铂丽品类协同，预计单店提货额分别增长 3%/3%/3%，对应 2019~2021 年欧铂丽橱柜零售收入同比分别增长 14.4%/13.5%/17.1%至 3.5/4.0/4.7 亿元。橱柜工程渠道方面，考虑到精装修交付比例持续提升，预计 2019~2021 年橱柜工程业务分别增长 30%/30%/30%至 12.1/15.7/20.4 亿元。综合来看，我们预测 2019~2021 年橱柜业务收入分别增长 8.4%/7.7%/12.0%至 62.5/67.3/75.4 亿元。毛利率方面，考虑到规模效应的释放以及成本费用端的降本增效，我们预计橱柜业务毛利率整体维持平稳，预计 2019~2020 年橱柜业务毛利率为 40.0%/40.0%/40.0%。
- 衣柜业务：**欧派品牌方面，随着门店总数突破 2000 家，我们预计开店节奏有所放缓，预计 2019~2021 年欧派衣柜每年分别新开店 200/150/150 家，考虑到地产销售景气偏弱以及疫情影响，我们预计单店提货额分别增长 3%/0%/5%，对应 2019~2021 年欧派衣柜零售收入同比分别增长 8%/8%/12%至 40.3/43.5/48.5 亿元；欧铂丽方面，2018 年开始作渠道下沉，预计欧铂丽衣柜 2019~2021 年每年分别新开店 100/100/100 家，随着欧铂丽衣柜门店数量突破 1000 家，成熟门店比例有望持续提升，预计单店提货额分别增长 15%/15%/25%，对应 2019~2021 年欧铂丽衣柜零售收入同比分别增长 19%/33%/36%至 1.8/2.4/3.3 亿元。工程渠道方面，考虑到精装修交付比例持续提升且公司持续推进大宗业务，预计 2019~2021 年衣柜工程业务分别增长 30%/30%/30%至 3.4/4.4/5.7 亿元。综合来看，我们预计 2019~2021 年衣柜业务收入分别增长 9.7%/10.5%/14.4%至 45.5/50.3/57.5 亿元。毛利率方面，考虑到规模效应的释放以及成本费用端的降本增效，我们预计衣柜业务毛利率整体维持平稳，预计 2019~2020 年衣柜业务毛利率为 42.0%/42.0%/42.0%。
- 整体卫浴业务：**卫浴零售方面，考虑到卫浴业务尚处于导入期，且单店提货额基数较低，预计 2019~2021 年分别新开店 40/60/100 家；预计 2019~2021 年单店提货额分别增长 3%/3%/3%，对应 2019~2021 年卫浴零售收入同比分别增长 62%/12%/16%至 5.4/6.0/7.0 亿元；工程渠道方面，考虑到公司稳步推进大宗业务，预计 2019~2021 年卫浴大宗业务收入分别为 0.8/2.0/3.0 亿元。综合来看，我们预计 2019~2021 年卫浴收入同比分别增长 36.7%/29.7%/24.5%至 6.2/8.0/10.0 亿元。毛利率方面，考虑到业务扩张带来规模效应的释放，我们预计卫浴业务毛利率整体稳步提升，预计 2019~2020 年卫浴业务毛利率为 27.5%/30.0%/32.0%。
- 定制木门业务：**木门零售方面，考虑到木门业务处于大力培育期，预计 2019~2021 年每年分别新开店 150/200/200 家；考虑到单店提货额基数较低，且成熟门店比例在稳步提升，我们预计 2019~2021 年单店提货额分别增长 5%/5%/5%，对应 2019~2021 年木门零售收入同比分别增长 48.1%/25.4%/24.5%至 6.1/7.7/9.6 亿元；工程渠道方面，考虑到公司稳步推进大宗业务，预计 2019~2021 年木门大宗业务收入分别为 1.0/2.0/3.0 亿元。综合来看，我们预计 2019~2021 年木门收入同比分别增长 50.6%/35.8%/29.8%至 7.1/9.7/12.6 亿元。毛利率方面，考虑到业务扩张带来规模效应的释放，我们预计木门业务毛利率整体稳步提升，预计 2019~2020 年木门业务毛利率为 20.0%/22.0%/25.0%。

5. **整装业务**：根据前述分析预测，中性假设下我们预计 2019~2021 年整装业务回款额分别为 6.5/11.5/15.0 亿元。毛利率方面，因涉及与家装公司合作，我们预计整装业务维持相对稳定的毛利率水平，预计 2019~2020 年整装业务毛利率为 35.0%/35.0%/35.0%。

综上所述，欧派家居 2019~2021 年收入同比分别增长 16.1%、14.2%、15.5%至 133.6 亿元、152.6 亿元和 176.3 亿元；毛利率方面，结合分业务板块的毛利率走势，我们预计公司 2019~2021 年综合毛利率分别为 38.2%、38.1%和 38.3%。费用率方面，我们预计销售费用率整体维持平稳，对应 2019~2021 年销售费用率分别为 10.3%、10.2%和 10.2%；管理费用率整体维持平稳，研发费用方面，考虑到信息化持续推进，预计研发费用投入仍将维持增长，但同时考虑到收入规模持续扩张，预计研发费用率将稳步回落，对应 2019~2021 年管理+研发费用率分别为 11.2%、10.9%和 10.7%；财务费用率维持平稳，预计 2019~2021 年财务费用率为-0.2%、-0.2%和 -0.2%。综上所述，我们预计公司 2019~2021 年业绩同比分别增长 20.0%、16.2%和 17.4%至 18.9 亿元、21.9 亿元和 25.7 亿元，EPS 为 4.49、5.22、6.12 元。

图表31：欧派家居 2019~2021 年分业务收入预测

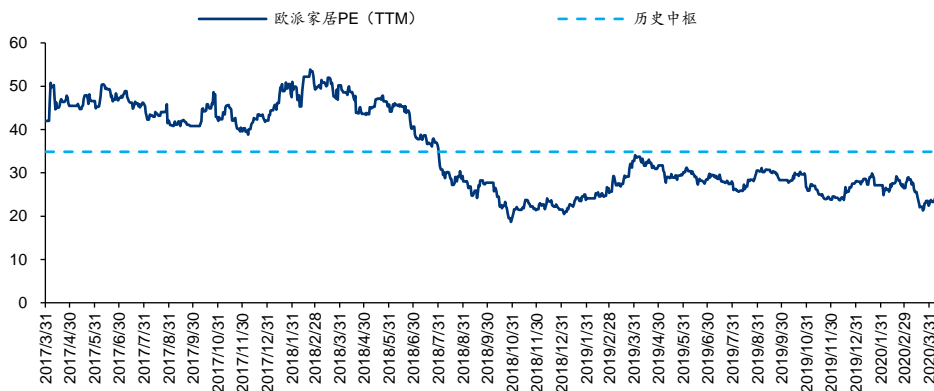
单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,710.18	11,509.39	13,363.84	15,264.07	17,627.91
yoy	36.1%	18.5%	16.1%	14.2%	15.5%
整体橱柜	5,354.44	5,765.22	6,250.84	6,731.19	7,536.34
yoy	22.5%	7.7%	8.4%	7.7%	12.0%
欧派橱柜	4,035.44	4,328.89	4,471.69	4,520.59	4,762.45
yoy	15.7%	7.3%	3.3%	1.1%	5.4%
欧铂丽橱柜	303.00	310.37	355.00	402.77	471.63
yoy	89.4%	2.4%	14.4%	13.5%	17.1%
橱柜工程	836.00	927.96	1,206.35	1,568.25	2,038.73
yoy	46.1%	11.0%	30.0%	30.0%	30.0%
出口	180.00	198.00	217.80	239.58	263.54
yoy	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	36.7%	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%
整体衣柜	3,295.57	4,147.96	4,549.27	5,028.12	5,750.50
yoy	63.0%	25.9%	9.7%	10.5%	14.4%
欧派衣柜	3,161.09	3,736.51	4,030.75	4,349.49	4,853.83
yoy	56.3%	18.2%	7.9%	7.9%	11.6%
欧铂丽衣柜	48.00	152.00	181.24	240.17	326.66
yoy	0.0%	216.7%	19.2%	32.5%	36.0%
衣柜工程	86.48	259.45	337.28	438.47	570.01
yoy		200.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	34.7%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
整体卫浴	303.23	453.35	619.65	803.84	1,001.06
yoy	25.5%	49.5%	36.7%	29.7%	24.5%
毛利率	19.3%	26.5%	27.5%	30.0%	32.0%
定制木门	321.40	474.67	714.89	971.18	1,260.38
yoy	54.2%	47.7%	50.6%	35.8%	29.8%
毛利率	15.9%	13.6%	20.0%	22.0%	25.0%
整装渠道	-	87.00	648.00	1,148.55	1,498.44
yoy			644.8%	77.2%	30.5%
毛利率			35.0%	35.0%	35.0%
综合毛利率	34.5%	38.4%	38.2%	38.1%	38.3%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值讨论

截至2020年4月14日，欧派家居自2017年3月上市以来至今的PE(TTM)估值中枢为34.9倍，当前股价对应的TTM市盈率为23.8x，隐含了地产下行周期中定制家居板块估值的回归。可比公司来看，定制家居可比公司2020年PE平均值为15.9倍，欧派家居当前股价对应2020年20.0x市盈率。考虑到欧派家居作为定制家居龙头，渠道优势明显、产品品类完善、整装等新渠道拓展顺利，盈利能力以及营运能力显著高于同行，此外房地产竣工交付有望提振家居板块基本面运营走势，给予公司2020年22~23x目标市盈率，对应目标价格区间114.74~119.96元，维持“增持”评级。

图表32：欧派家居历史市盈率走势和估值中枢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：可比公司估值对比（2020年4月14日）

	股价	市值：亿元	归母净利润（亿元）			PE			
			2019A/E	2020E	2020E	2019A/E	2020E	2021E	
002572.SZ	索菲亚	18.78	171.34	10.77	11.62	12.83	15.91	14.75	13.36
300616.SZ	尚品宅配	67.93	134.96	5.27	6.29	7.29	25.61	21.47	18.51
603898.SH	好莱客	14.06	43.53	3.84	4.20	4.72	11.35	10.36	9.21
603801.SH	志邦家居	21.19	47.32	3.31	3.82	4.44	14.30	12.38	10.66
603180.SH	金牌厨柜	59.01	39.66	2.42	2.78	3.25	16.39	14.27	12.19
002853.SZ	皮阿诺	16.80	26.10	1.75	2.23	2.84	14.91	11.72	9.21
603326.SH	我乐家居	18.89	42.73	1.54	1.61	1.91	27.75	26.54	22.37
平均值							18.03	15.93	13.65
603833.SH	欧派家居	104.30	438.24	18.85	21.91	25.73	23.24	20.00	17.03

资料来源：Wind，华泰证券研究所（注：欧派家居业绩为华泰预测，其余为wind一致预测）

风险提示

地产销售大幅下滑

定制家居属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居消费存在 5~6 个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响公司收入增长的可持续性。

整装业务拓展不及预期

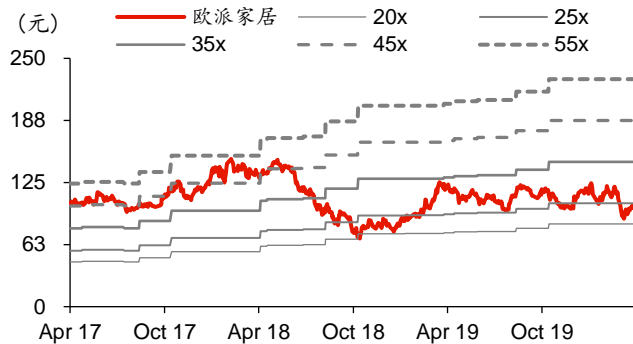
整装业务作为公司新的渠道模式和流量入口，预计未来 2~3 年将成为主业增长的重要增量。但整装业务涉及和装修公司的合作与利益分配，若整装渠道业务推进不及预期，将影响公司收入增长的稳健性。

信息化以及零售大家居推进效果低于预期。

信息化后续将成为定制家居行业打通“需求和供给”、打通品类做大家居、提升供应链效率的有效路径，欧派家居能否打通信息化代表着其能否与可比公司持续拉开差距，若信息化推进低于预期，远期的成长空间将受影响。

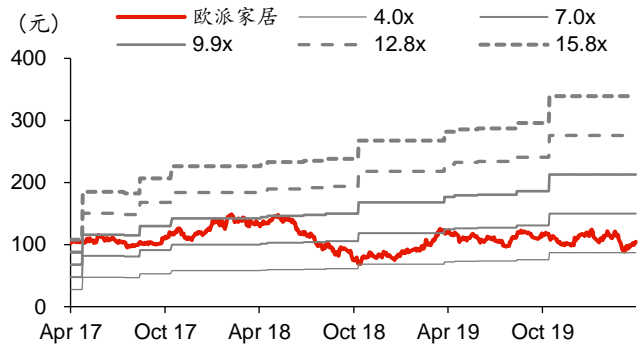
PE/PB - Bands

图表34: 欧派家居历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表35: 欧派家居历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,806	4,254	4,842	5,805	7,351
现金	3,219	2,518	2,933	3,704	5,015
应收账款	214.86	368.52	411.91	470.48	543.33
其他应收账款	29.32	64.31	74.67	85.29	98.50
预付账款	74.70	87.56	101.92	116.61	134.29
存货	786.61	645.29	751.11	859.42	989.65
其他流动资产	481.16	569.86	569.86	569.86	569.86
非流动资产	4,864	6,867	8,049	9,745	10,978
长期投资	16.02	85.88	85.88	85.88	85.88
固定投资	3,397	5,345	6,480	8,125	9,309
无形资产	1,035	1,092	1,147	1,200	1,250
其他非流动资产	353.08	276.66	268.95	266.81	266.22
资产总计	9,670	11,120	12,892	15,550	18,329
流动负债	3,300	3,188	3,705	4,235	4,880
短期借款	100.00	12.25	12.25	12.25	12.25
应付账款	535.10	635.43	739.63	846.29	974.53
其他流动负债	2,665	2,540	2,953	3,376	3,893
非流动负债	144.21	371.51	55.51	371.51	371.51
长期借款	0.00	140.39	140.39	140.39	140.39
其他非流动负债	144.21	231.12	(84.88)	231.12	231.12
负债合计	3,444	3,560	3,761	4,606	5,252
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	420.60	420.28	420.17	420.17	420.17
资本公积	2,647	2,831	2,831	2,831	2,831
留存公积	2,967	4,099	5,670	7,483	9,617
归属母公司股东权益	6,226	7,561	9,131	10,944	13,078
负债和股东权益	9,670	11,120	12,891	15,550	18,329

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,878	2,018	2,954	3,370	3,963
净利润	1,300	1,572	1,885	2,191	2,573
折旧摊销	219.08	352.87	428.31	547.47	692.59
财务费用	2.79	(31.84)	(28.70)	(32.43)	(39.37)
投资损失	(36.26)	(57.38)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	233.78	(173.24)	343.21	337.35	411.51
其他经营现金	158.35	355.93	355.93	355.93	355.93
投资活动现金	(2,055)	(2,313)	(2,253)	(2,253)	(2,253)
资本支出	(1,784)	(2,292)	(2,283)	(2,283)	(2,283)
长期投资	(270.71)	(20.86)	30.00	30.00	30.00
其他投资现金	4,109	4,626	4,506	4,506	4,506
筹资活动现金	(176.84)	(294.74)	701.21	1,117	1,710
短期借款	100.00	12.25	12.25	12.25	12.25
长期借款	0.00	140.39	140.39	140.39	140.39
普通股增加	47.02	(0.31)	(0.11)	0.00	0.00
资本公积增加	1,997	183.41	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,321)	(630.47)	548.69	963.98	1,558
现金净增加额	(353.68)	(589.49)	1,402	2,233	3,421

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,710	11,509	13,364	15,264	17,628
营业成本	6,358	7,093	8,256	9,446	10,878
营业税金及附加	95.27	106.42	131.12	141.13	172.95
营业费用	947.17	1,177	1,376	1,557	1,798
管理费用	890.98	772.34	829.96	947.97	1,095
财务费用	2.79	(31.84)	(28.70)	(32.43)	(39.37)
资产减值损失	10.45	20.76	20.76	20.76	20.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.26	57.38	30.00	30.00	30.00
营业利润	1,513	1,822	2,170	2,526	2,970
营业外收入	21.78	14.00	30.00	30.00	30.00
营业外支出	1.98	6.93	6.93	6.93	6.93
利润总额	1,533	1,829	2,193	2,549	2,993
所得税	233.52	256.71	307.93	357.88	420.18
净利润	1,299	1,572	1,885	2,191	2,573
少数股东损益	(0.81)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,300	1,572	1,885	2,191	2,573
EBITDA	1,638	2,714	3,199	3,719	4,377
EPS (元, 基本)	3.09	3.74	4.49	5.22	6.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.11	18.53	16.11	14.22	15.49
营业利润	41.71	20.39	19.15	16.39	17.57
归属母公司净利润	36.92	20.90	19.95	16.22	17.41
获利能力 (%)					
毛利率	34.52	38.38	38.22	38.11	38.29
净利率	13.39	13.66	14.11	14.36	14.59
ROE	20.88	20.79	20.65	20.02	19.67
ROIC	20.47	20.74	20.62	20.00	19.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.62	32.01	29.17	29.62	28.65
净负债比率 (%)	(50.10)	(31.28)	(30.45)	(32.45)	(37.18)
流动比率	1.46	1.33	1.31	1.37	1.51
速动比率	1.22	1.13	1.10	1.17	1.30
营运能力					
总资产周转率	1.00	1.04	1.04	0.98	0.96
应收账款周转率	8.82	11.67	13.91	13.85	13.89
应付账款周转率	42.29	42.42	42.42	42.42	42.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.09	3.74	4.49	5.22	6.12
每股经营现金流(最新摊薄)	4.47	4.80	7.03	8.02	9.43
每股净资产(最新摊薄)	14.81	17.99	21.73	26.05	31.12
估值比率					
PE (倍)	33.71	27.88	23.24	20.00	17.03
PB (倍)	7.04	5.80	4.80	4.00	3.35
EV_EBITDA (倍)	28.12	16.98	14.40	12.39	10.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，陈羽锋、倪娇娇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈羽锋、倪娇娇本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司