

多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强

——欧派家居首次覆盖报告

公司深度

● 欧派家居：定制家具行业标杆，引领大家居革命

公司龙头地位稳固，主要产品包括橱柜、衣柜、木门、卫浴四大品类，设计系列涵盖多元化场景，旗下主打欧派与欧铂丽双品牌。公司于2014年布局大家居实现多品类融合，2018年率先切入整装赛道引领家居行业新趋势。

● 定制家具行业：受地产消费结构与政策预期、龙头市占率集中驱动

短期阶段，房地产竣工修复与精装房红利期带动家居需求集中释放；中长期来看，存量房、老旧小区改造提振二次装修需求，削弱家具行业地产后周期特征。目前，前期去产能效果显现与国内定制产品渗透率仍较低，头部企业可凭借品牌、生产、渠道实力提高市占率，实现“强者恒强”格局。

● 公司核心竞争力

产品端：多品类协同融合，大家居助力客单价提升。1)公司已形成橱衣双支柱、木卫贡献增量的格局；2)逆势加码研发，进军智能家居，提供多元场景体验；3)全品类整合大家居有助提升客单价。

生产端：产能辐射全国，信息化红利加速释放。1)生产基地覆盖东南西北四大区域，定制能力稳步提升，运输半径缩短强化区域订单消化能力；2)“欧派制造2025”战略优化非标定制能力，品质与效率实现双提升。

渠道端：工程渠道扩张迅速，整装大家居厚积薄发。1)终端销售网络强大，精细化管理打造优质营销团队，有力支持产销对接；2)优质客户与市场拓展双轮驱动，工程渠道大有可为，服务商模式下风险可控；3)整装大家居抢占前置客流，品牌、产品、渠道与服务优势打造新零售增长极。

● 未来看点

- 1、卫浴、木门仍处高速增长期，工程订单有望驱动单品收入高增。
- 2、欧铂丽品牌“高质低价”精准狙击大众刚需市场，业绩有望放量。
- 3、消费升级背景下，预计整装大家居新模式中长期内加速落地扩容。
- 4、精装红利释放，工程渠道持续发力客户拓展与市场下沉，提升市场份额。

● 盈利预测、估值与评级

预计公司2020-2022年EPS分别为4.95、5.87、6.91元，对应2020-2022年合理估值22X、19X、16X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1)房地产政策变动；2)疫情期间竣工交房延迟；3)原材料价格波动；4)市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509	13,533	15,198	17,858	20,626
增长率(%)	18.5	17.6	12.3	17.5	15.5
净利润(百万元)	1,572	1,839	2,081	2,466	2,902
增长率(%)	20.9	17.0	13.1	18.5	17.7
毛利率(%)	38.4	35.8	37.2	37.6	37.1
净利率(%)	13.7	13.6	13.7	13.8	14.1
ROE(%)	20.8	19.2	18.6	18.5	18.3
EPS(摊薄/元)	3.74	4.38	4.95	5.87	6.91
P/E	29.8	25.4	22.5	19.0	16.1
P/B	6.2	5.1	4.3	3.6	3.0

资料来源：Wind、新时代证券研究所（截止至2020年5月22日收盘价）

推荐（首次评级）

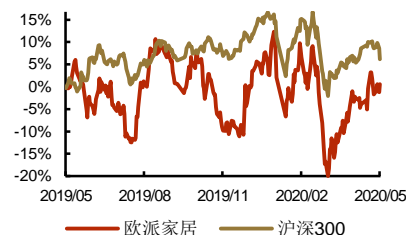
赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

市场数据	时间	2020.05.22
收盘价(元):		111.34
一年最低/最高(元):		87.67/125.15
总股本(亿股):		4.2
总市值(亿元):		467.82
流通股本(亿股):		4.2
流通市值(亿元):		467.82
近3月换手率:		22.48%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 151.98 亿元、178.58 亿元、206.26 亿元，增速分别为 12.30%、17.50%、15.50%；净利润分别为 20.81 亿元、24.66 亿元、29.02 亿元，增速分别为 13.1%、18.5%、17.7%；EPS 分别为 4.95 元、5.87 元、6.91 元。

根据公司历史 PE 值与可比公司 PE 值，综合考虑公司为定制家居行业绝对龙头，产品多元布局、大家居战略市场领先、信息化建设优化成本控制、地产交房预期回暖，中长期受益于精装房渗透率提升与消费升级，享有龙头估值溢价。首次覆盖，给予“推荐”评级。

关键假设

1) 公司是定制家居行业龙头，地位稳固，因此预计率先受益于地产竣工修复、精装渗透率提升与零售端需求释放；

2) 伴随公司品类拓展逐步完成，大家居战略布局领先，规模效应与成本优势持续释放红利。预计橱柜、衣柜两大支柱业务稳健增长，木门与卫浴持续中高速增长；定位于大众市场的欧铂尼品牌快速放量；

3) 公司信息化建设有序进行，持续优化订单流程与非标定制能力，前后端效率提升，品牌、行业地位、产品质量进一步稳固。

我们与市场的观点的差异

1) 市场有担忧认为，公司的整装渠道与现有零售渠道存在一定利益冲突：

我们判断，市场担忧的核心在于对部分整装经销商模式转变较慢，从而营销效率，与和零售商利益权衡的问题上。在推动整装大家居战略布局上，公司积极实施对整装经销商的帮扶与加强营销等政策，同时对原有零售商设立“不同产品、不同渠道、利益补偿与业绩共享”等基本原则保障其利益公平，并促进与鼓励两者共同完成销售目标。

2) 公司整装渠道布局上存在难点，与整装公司存在冲突：

我们认为，定制家具的品牌影响力是核心竞争壁垒，公司作为行业内龙头，在细分品类、生产优势、整合能力与信息化建设上均处于绝对领先的位置。家装公司是家装产业链的重要入口，在流量上具有较强的竞争优势，两者合作与优势互补是未来行业的确定性趋势。随着深入合作的模式越来越清晰，定制龙头公司可利用家装公司前端的流量效应进一步巩固规模，提升品牌力；另一方面，家装公司较强的交付施工能力也将有利于减少装修等时间成本，满足消费者需求，增强粘性。

股价上涨的催化因素

1) 工程渠道布局与下沉加快；2) “欧铂丽”品牌业绩快速放量；3) 零售端需求恢复优于市场预期。

投资风险

1) 房地产政策变动；2) 疫情期间竣工交房延迟；3) 原材料价格波动；4) 市场竞争加剧。

目 录

1、 欧派家居：定制行业标杆，大家居引领者.....	6
1.1、 发展历程：单品先驱向泛家居融合.....	6
1.2、 股权结构：控股权集中度高.....	6
1.3、 激励机制：实施股票激励，考核如期完成.....	7
1.4、 主营业务：产品矩阵齐全，三大品牌覆盖多元化应用场景.....	8
2、 定制家居行业分析.....	9
2.1、 定制家居：渗透率提升空间大，市场份额向头部企业集中.....	9
2.2、 工艺流程：柔性化生产，数字化程度持续提升.....	10
2.3、 行业成长驱动力.....	11
2.3.1、 短期：竣工与交房回暖、精装房渗透率提升提振需求.....	11
2.3.2、 中长期：行业集中度提升，老旧小区改造、存量翻新带动地产后周期弱化.....	13
3、 公司核心竞争力分析.....	14
3.1、 产品：多品类协同融合，大家居助力客单价提升.....	14
3.1.1、 橱柜、衣柜为两大支柱业务，卫浴、木门持续贡献增量.....	14
3.1.2、 积极布局智能家居，提供多元化生活场景.....	16
3.1.3、 领先布局大家居，有望持续提升客单价.....	17
3.2、 生产：产能布局辐射全国，信息化红利加速释放.....	18
3.2.1、 四大生产基地助力定制能力提升，产能利用率维持较高水平.....	18
3.2.2、 信息化系统稳步推进，前后端效率提升助力生产.....	19
3.3、 渠道：工程渠道增长快，整装大家居厚积薄发.....	20
3.3.1、 经销为主，工程渠道未来将贡献增量.....	20
3.3.2、 整装大家居引领渠道变革，赋能优势显著.....	22
4、 竞争对手比较分析.....	24
4.1、 体量：欧派为行业内绝对龙头，规模与产能均第一.....	24
4.2、 品牌：欧派广告投放居前，知名度更高.....	24
4.3、 产品：主打不同，但欧派更均衡.....	26
4.4、 渠道：经销为主，大宗为辅；尚品加盟与直营并重.....	26
5、 财务分析.....	28
5.1、 盈利能力：成本管控优异，毛利率与净利率稳中有升.....	28
5.2、 偿债能力：资本结构合理，短期负债率微增.....	29
5.3、 营运能力：大宗渠道致应收周转率下降，回报率居前.....	30
6、 关键假设与盈利预测.....	31
7、 估值水平与评级.....	32
7.1、 相对估值.....	32
7.2、 可比估值与投资评级.....	33
8、 风险分析.....	33
财务预测摘要.....	34

图表目录

图 1： 公司发展主要经历三大阶段：单品经营、多品扩张、大家居整装.....	6
图 2： 姚氏兄弟为实际控制人，股权集中度高.....	7
图 3： 公司主业为橱柜、衣柜、卫浴、木门与其它配套产品.....	8

图 4: 公司橱柜、衣柜占比合计为 83.94%	8
图 5: 欧派品牌营收贡献高达 90%，其次是欧铂丽	8
图 6: 我国定制家居行业于 2000 年开始发展	9
图 7: 国内整体定制家居渗透率约 30%	9
图 8: 国外定制家居渗透率 70% 左右	9
图 9: 定制橱柜竞争激烈，19 年欧派第一但仅有 5.64%	10
图 10: 定制衣柜格局相对较好，19 年 CR4 为 57.60%	10
图 11: 定制家具主要生产流程：测量设计、订单生产、交付售后	10
图 12: 2015 年起，新开工住宅面积 CAGR 近 12%	11
图 13: 2019Q4 竣工面积回暖，2020Q2 继续缓慢修复	11
图 14: 2020Q1 开始，建筑工程投资额累计同比改善	11
图 15: 2020 年 3 月起，电梯产量当月与累计同比均反弹	11
图 16: 2015 年开始，精装房开盘套数高速增长，4 年 CAGR 为 33.18%	13
图 17: 2019 年精装房渗透率已突破 30%	13
图 18: 中国精装房渗透率远低于海外发达国家	13
图 19: 2018 年我国套户比 1.13，处于国际中等水平	14
图 20: 一线城市二手房交易量占比较高	14
图 21: 公司业务结构趋于均衡，整体衣柜渐成第二支柱	14
图 22: 整体橱柜收入已具规模，增速放缓	15
图 23: 整体橱柜盈利水平稳健，毛利率在 38-40% 左右	15
图 24: 近 2 年，整体衣柜收入增速均在 25% 左右	15
图 25: 2017 年后，整体衣柜毛利率提升，稳定在 41%	15
图 26: 整体卫浴的收入规模处于高速成长期	16
图 27: 近年来，整体卫浴毛利率明显提升	16
图 28: 定制木门是公司增长最快的业务	16
图 29: 定制木门毛利率下降系低价抢占市场导致	16
图 30: 欧派 Magic Q 引领厨房“黑科技”	16
图 31: 华为欧派联手实现全屋智能家居体验	16
图 32: 联合家装企业布局大家居领域，实现强强联手，能力互补	17
图 33: 九大空间、七大品类一站解决全屋定制	17
图 34: 欧派全屋定制 MALL 全新升级	17
图 35: 公司橱柜单价变动情况	18
图 36: 公司衣柜单价变动情况	18
图 37: 公司木门单价变动情况	18
图 38: 公司卫浴单价变动情况	18
图 39: 公司生产基地覆盖华南、华东、华北、华西四大区域（含在建）	19
图 40: 募投产能逐渐释放，上市后产能接近翻倍	19
图 41: 各品类产能利用率在 90% 以上，木门有所下滑	19
图 42: “欧派制造 2025”战略，信息化加速推进	20
图 43: 2017-2019 年，研发费用率提升 1.5pct 至 4.74%	20
图 44: 经销渠道收入增速放缓	20
图 45: 经销收入占比下滑至 80% 以下	20
图 46: 经销商规模逐年扩容	21
图 47: 各品类门店稳步开设，整装大家居门店初见规模	21
图 48: 公司部分战略合作地产商	22
图 49: 公司大宗业务自 2017 年持续发力	22
图 50: 公司应收周转率下滑	22

图 51: 公司与多家龙头家装品牌合作.....	23
图 52: “名牌计划”产品一体化深度整合.....	23
图 53: 欧派大家居风格多样, 设计精良.....	23
图 54: 欧派家居市场规模稳居第一, 为行业内绝对龙头.....	24
图 55: 欧派广告投入居前.....	25
图 56: 2019 年定制企业广告费率均有下滑.....	25
图 57: 定制家居代表企业产品拓展时间线.....	26
图 58: 2019 年索菲亚业务以衣柜为主.....	26
图 59: 2019 年好莱客二、三品类仍处发展初期.....	26
图 60: 欧派门店数占绝对优势.....	27
图 61: 欧派经销商开店能力有所放缓.....	27
图 62: 欧派大宗业务规模领先.....	28
图 63: 欧派、索菲亚双十一销售额大幅领先.....	28
图 64: 可比公司毛利率情况.....	28
图 65: 可比公司净利率情况.....	28
图 66: 可比公司期间费用率情况.....	29
图 67: 可比公司管理费用率情况.....	29
图 68: 可比公司销售费用率情况.....	29
图 69: 可比公司财务费用率情况.....	29
图 70: 可比公司资产负债率情况.....	29
图 71: 可比公司经营现金流量负债比率情况.....	29
图 72: 可比公司总资产周转率情况.....	30
图 73: 可比公司应收账款周转率情况.....	30
图 74: 可比公司 ROE 情况.....	30
图 75: 可比公司 ROA 情况.....	31
图 76: 可比公司 ROIC 情况.....	31
图 77: 公司历史 PE 走势.....	32
图 78: 公司历史 PB 走势.....	32
表 1: 公司于 2017 年实施为期 2 年的股票激励计划, 超预期完成考核目标.....	7
表 2: 近年来, 全国各地陆续出台住宅精装修政策.....	12
表 3: 公司经销商管理政策主要分为招商、人才培养、考核与转让.....	21
表 4: 欧派橱柜产能为第一, 衣柜位居第二.....	24
表 5: 公司与同业竞争者旗下品牌、定位与主营业务.....	25
表 6: 定制企业销售模式多以经销为主, 大宗为辅.....	27
表 7: 主营业务拆分与收入预测.....	31
表 8: 可比公司估值.....	33

1、欧派家居：定制行业标杆，大家居引领者

1.1、发展历程：单品先驱向泛家居融合

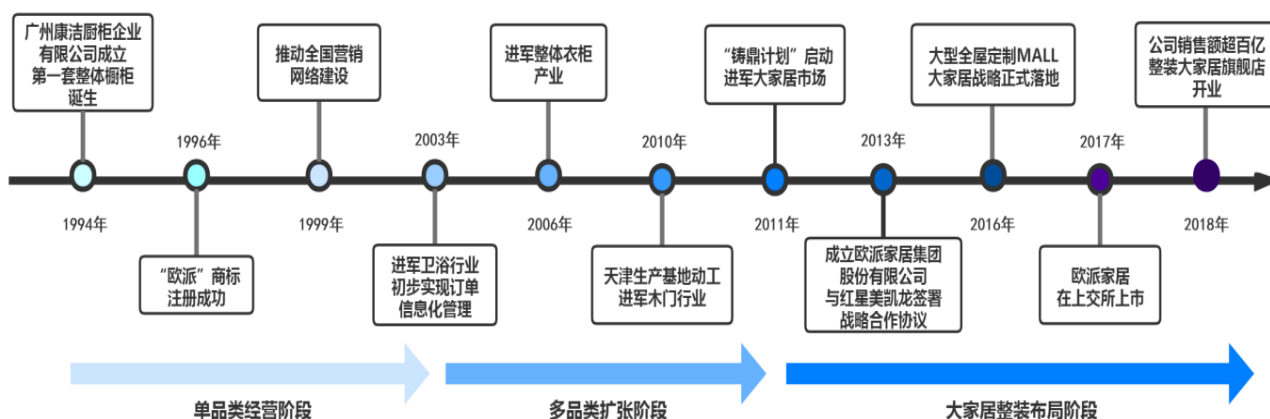
公司于1994年成立，以橱柜起家，经过多年发展成为橱柜、衣柜、卫浴、木门多元产品布局的定制家居龙头企业。公司主要发展历程可划分为单品类经营、多品类扩张、大家居整装三大阶段，引领了定制家居行业发展趋势。

第一阶段（1994年-2003年）：单品类经营，整体橱柜引领“厨房革命”浪潮。1994年，公司前身广州康洁厨柜企业有限公司成立，是国内橱柜工业化生产先驱；1996年，“欧派”商标注册成功，经营体系、产能建设、产品开发逐渐开展。

第二阶段（2003年-2011年）：多品类扩张，产能与渠道双管齐下。2003年，公司进入卫浴行业，并初步实现厨柜订单信息化管理；2006年、2010年，分别进军整体衣柜、木门行业，形成了家居主品类全覆盖式的发展格局。

第三阶段（2011年至今）：领先布局大家居，实现业务整合。2011年，公司启动大家居发展战略，向高端定制家居领导品牌飞跃。2016年、2018年大型全屋定制MALL、整装大家居旗舰店开业标志大家居布局进入实质性阶段。

图1：公司发展主要经历三大阶段：单品经营、多品扩张、大家居整装

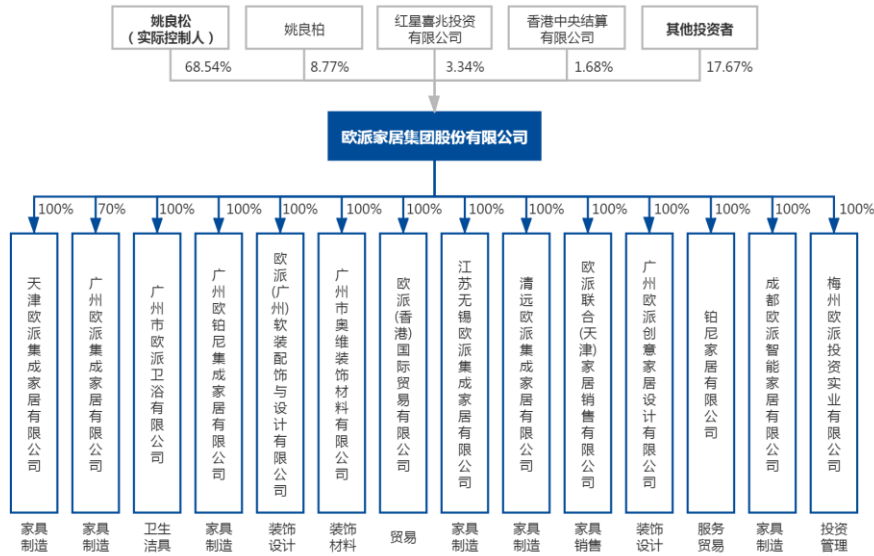


资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.2、股权结构：控股权集中度高

股权集中，实际控制人为姚氏兄弟。公司实际控制人、董事长姚良松与其弟姚良柏分别直接持有公司 68.54%、8.77% 的股份，两者合计持股比例高达 77.31%，公司第三大股东红星喜兆投资有限公司仅持有 3.34% 的股份。控股权高度集中，有利于决策权与话语权，提高公司战略的实施效率。

图2: 姚氏兄弟为实际控制人, 股权集中度高



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

1.3、激励机制: 实施股票激励, 考核如期完成

公司于2017年开展了为期2年的限制性股票激励计划, 以586.13万股公司股票对董事、中高层管理人员等895人实施股权激励, 以2016年营业收入与扣非后归母净利润作为考核基准, 2017年营收与净利润增长分别不低于20%、30%; 2018年分别不低于44%、69%。从完成情况来看, 两个阶段的业绩目标均已达到, 且超预期完成考核条件。

表1: 公司于2017年实施为期2年的股票激励计划, 超预期完成考核目标

公告日期	激励期限	激励股数 (占比)	授予价格	激励对象	考核标准	完成情况
2017年6月	2017-2018年	586.1292万股 (1.41%)	55.18元/股	董事、高级管理人员、 公司(含子公司) 中层管理人员、 核心技术(业务)人 员, 共计895人	以2016年度营业收入为 考核基数, 2017年营业 收入增长率不低于20%; 以2016年度扣非归母净利 润为考核基数, 2017年 净利润增长率不低于30% 以2016年度营业收入为 考核基数, 2018年营业 收入增长率不低于44%; 以2016年度扣非归母净利 润为考核基数, 2018年 净利润增长率不低于69%	2017年, 公司营业收入 相比2016年增长36.11%; 扣非归母净利润相比2016 年增长35.27%。 2018年, 公司营业收入 相比2016年增长61.33%; 扣非归母净利润相比2016 年增长69.60%。

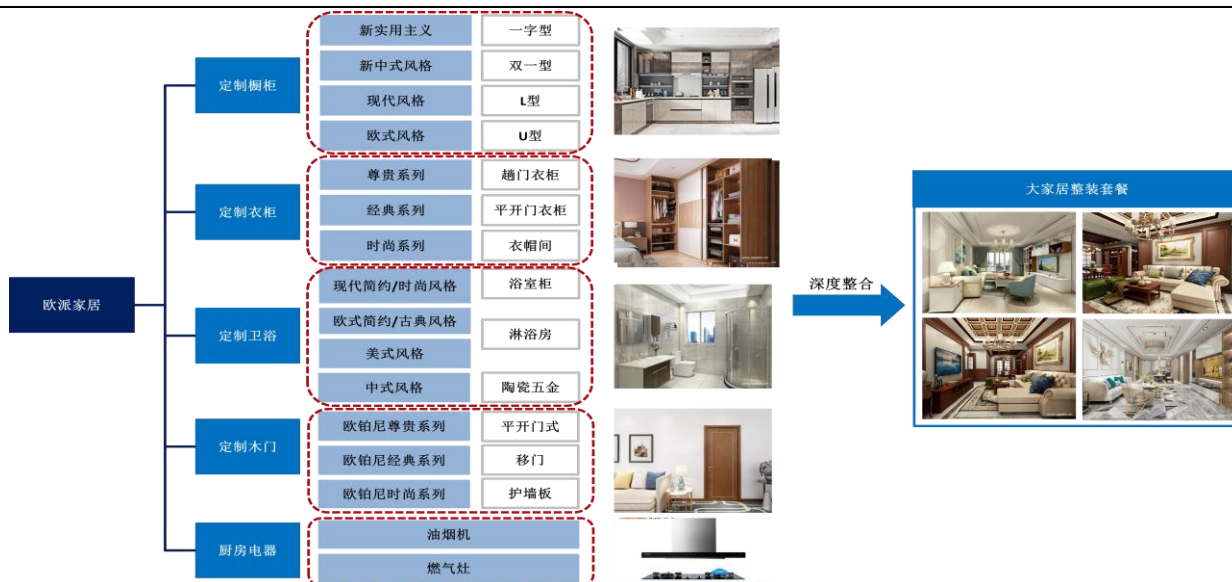
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.4、主营业务：产品矩阵齐全，三大品牌覆盖多元化应用场景

分品类看，经过多年发展与战略扩张，公司主要产品为橱柜、衣柜、卫浴、木门四大定制品类，产品设计拥有实用、中式、欧式等多种设计风格，并覆盖厨卫、卧室等多元应用场景，能够满足不同人群的个性化家装需求。2019年，公司营收占比以橱柜、衣柜最高，分别为45.76%、38.18%；卫浴、木门占比分别为4.61%、4.41%，产品线协同效应逐步显现。2018年开始，公司与知名家装企业合作开展整装大家居业务，品牌与产品同步赋能抢占前置客流，进一步驱动业务深度融合。

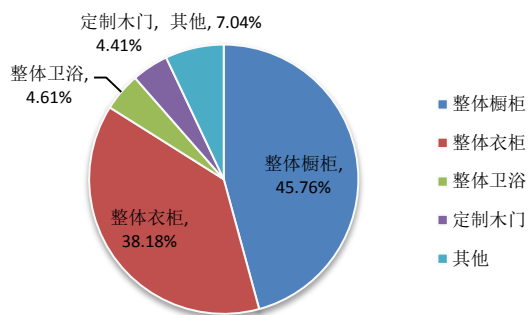
从品牌角度看，公司下设“欧派”、“欧铂丽”、“欧铂尼”三大核心品牌。其中，欧派与欧铂尼定位中高端，并可通过差异化设计聚焦到细分消费人群，如欧派Leshare系列橱柜定位注重生活品质的新中产阶层，L-Class系列面向高品位精英阶层；而欧铂丽为轻时尚品牌，主打“年轻时尚、高质低价、功能实用”理念，瞄准大众刚需市场。2019年，三大品牌收入贡献分别为90.10%、5.43%、4.47%，欧派知名度与认可度最高，仍为公司主力品牌，欧铂尼与欧铂丽尚处于市场培育期，有望通过欧派品牌“连帮带”效应成为新增长极。

图3：公司主业为橱柜、衣柜、卫浴、木门与其它配套产品



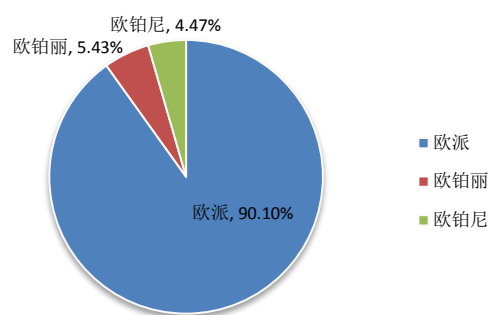
资料来源：公司官网，新时代证券研究所整理

图4：公司橱柜、衣柜占比合计为83.94%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5：欧派品牌营收贡献高达90%，其次是欧铂丽



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

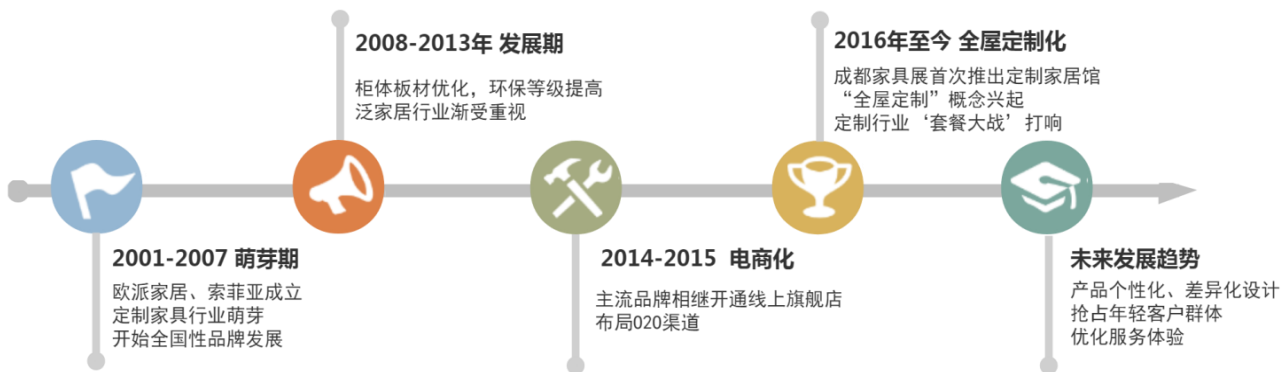
2、定制家居行业分析

2.1、定制家居：渗透率提升空间大，市场份额向头部企业集中

我国定制家居行业处于发展阶段，产品渗透率较低。相比传统家具，定制家居集手打家具个性化设计与成品家具工业化、规模化生产于一体，满足了消费者对产品设计与服务的需求，同时其零库存、高周转、柔性化特征一定程度上缓解了传统家具企业的流动性困境。

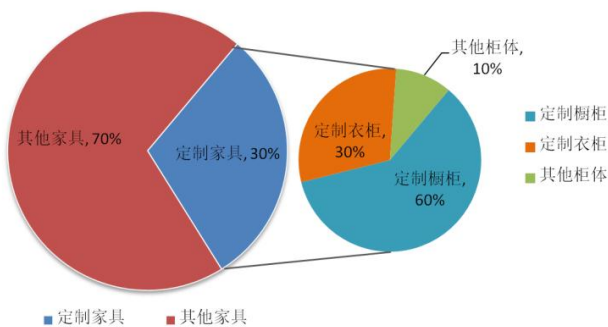
20世纪80年代起，欧美多国已开始使用定制衣柜，市场已发展成熟；对标海外，国内定制家居于2000年起步，由单品类向全屋定制转型，未来在产品设计、客户发展上仍有较大提升空间。我国定制家具整体渗透率约30%；其中，定制橱柜发展较早，渗透率达60%，定制衣柜提升至30%，其他柜体渗透率均不足10%，与发达国家普遍60%-70%的渗透率相比，差距较大。

图6：我国定制家居行业于2000年开始发展



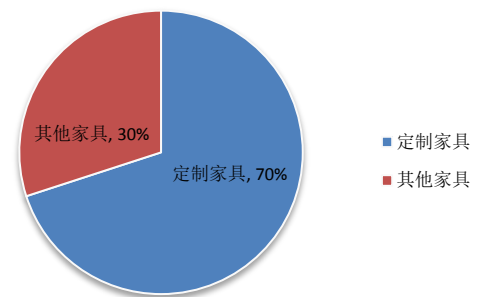
资料来源：新时代证券研究所整理

图7：国内整体定制家居渗透率约30%



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图8：国外定制家居渗透率70%左右

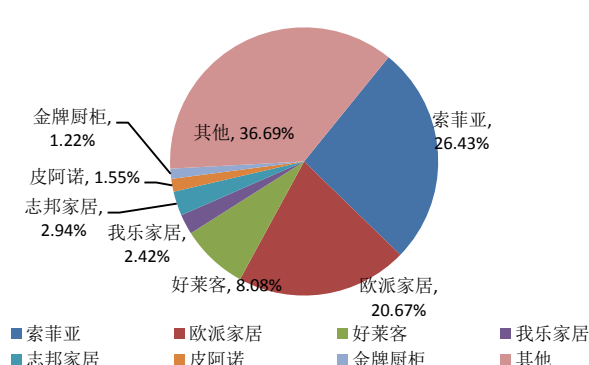
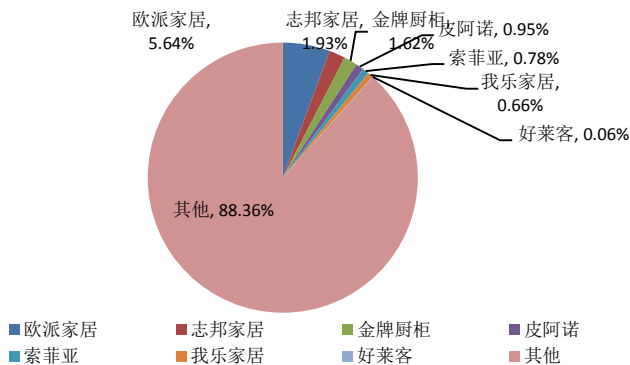


资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

定制家居呈“大行业小公司”格局，市场集中度将提升。行业进入壁垒较低，除知名大型上市公司外，还存在很多区域性品牌。按营收口径测算，2019年定制橱柜CR4仅10.14%，欧派家居市场份额第一，但也仅有5.64%。与美国橱柜厂商56.5%的CR5相比格局极为分散。定制衣柜格局相对较好，CR4达57.60%，其中索菲亚、欧派家居市场份额分别为26.43%、20.67%，龙头优势明显。伴随个性化、高端化消费观念的演变，消费者对产品品牌、质量愈发看重，中长期市场份额有望向产能规模大、品牌效应强的头部企业集中，带动行业进一步整合。

图9：定制橱柜竞争激烈，19年欧派第一但仅有5.64%

图10：定制衣柜格局相对较好，19年CR4为57.60%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、工艺流程：柔性化生产，数字化程度持续提升

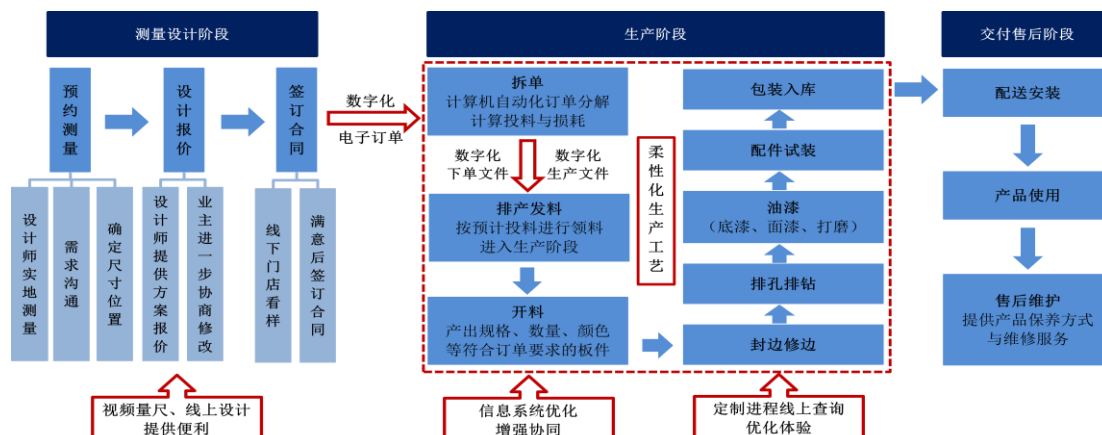
定制家具生产可分为测量设计、订单生产、与交付售后三个主要阶段。

测量设计阶段：由设计师进行实地测量，确定尺寸与摆放位置，与客户沟通需求后敲定设计方案及报价，达到要求后签订合同。疫情期间，视频量尺、在线设计服务兴起，足不出户满足家装需求，有助提升服务体验。

订单生产阶段：生产订单通过自动化拆单，生成数字化下单与生产文件，据此组织领料投产。生产中开料、封边等工序均采用柔性化生产工艺，自动化程度与生产精度较高，部门间信息资源高效共享驱动流程协同；同时，客户可线上查询产品定制进程，消费体验进一步优化。

交付售后阶段：半成品出库配送至客户端，由经销商、生产企业或合作家装公司提供现场安装服务，在产品使用期内，定制企业仍需完成后续售后维护服务。

图11：定制家具主要生产流程：测量设计、订单生产、交付售后



资料来源：新时代证券研究所整理

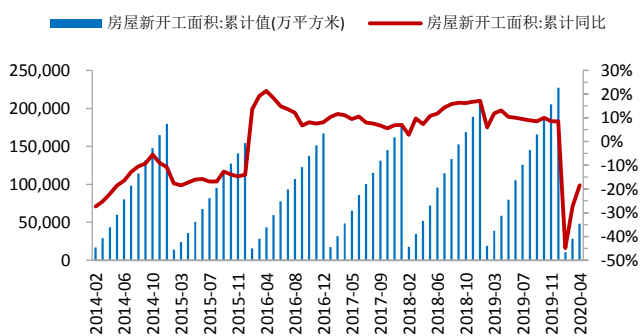
2.3、行业成长驱动力

2.3.1、短期：竣工与交房回暖、精装房渗透率提升提振需求

住宅竣工与交房回暖，带动家装、家居需求增长。2015年开始，住宅房屋新开工面积稳步增长，4年CAGR约12%，但2018-2019年间，受房地产调控政策趋紧影响，新房建设承压，住宅新开工增速趋缓。同时，住宅竣工面积自2016年开始连年下滑，2019Q4起止跌回升，迎来竣工小阳春，2019年10月、11月、12月竣工面积同比增速分别达18.82%、5%、20.7%，拉动2019年竣工量略有回升。

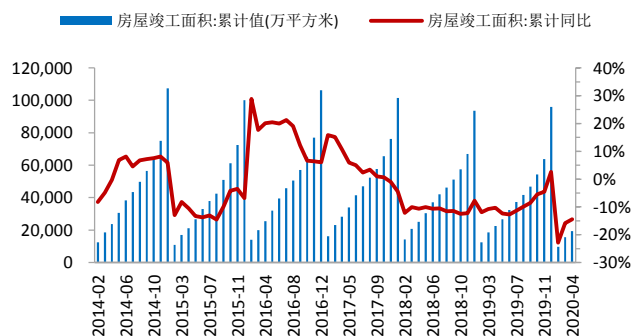
但今年新冠疫情打断了去年四季度竣工回暖的节奏，2020Q1房屋建设复工受限，竣工与交房量不及预期，同时装修与家居消费需求被制约。今年二季度以来，竣工情况缓慢修复，由于家装偏刚需属性，需求会推迟却不会消失，叠加2017-2018年间大量新开工住宅陆续完成建设进入交付期，预计2020年下半年有望迎来较强的回补周期，进而带动家装、家居等地产后周期产业需求增长。

图12：2015年起，新开工住宅面积CAGR近12%



资料来源：wind，新时代证券研究所

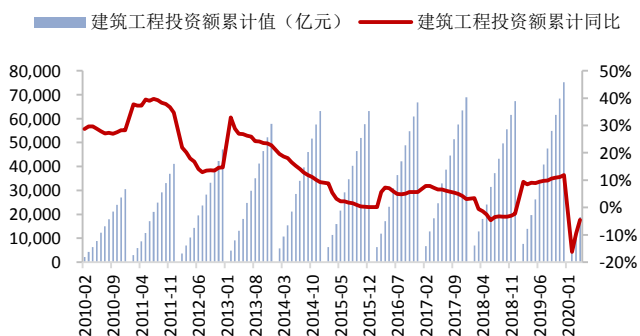
图13：2019Q4竣工面积回暖，2020Q2继续缓慢修复



资料来源：wind，新时代证券研究所

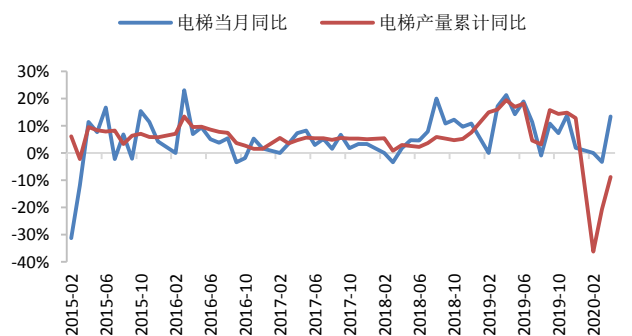
从建安工程、电梯产量等竣工前瞻指标来看，竣工情况在逐步修复。2019年，建筑工程投资完成额75248亿元，同比增长11.78%。今年二月受突发疫情影响，同比下滑16.3%，但3月为6300亿元，较上年同期微增0.03%，4月为6200亿元，当月同比增长7.36%，累计1-4月环比持续改善。此外，今年3-4月电梯产量当月同比分别为-3.3%、13.40%，累计同比分别为-20.7%、-8.80%，均有明显改善。

图14：2020Q1开始，建筑工程投资额累计同比改善



资料来源：wind，新时代证券研究所

图15：2020年3月起，电梯产量当月与累计同比均反弹



资料来源：wind，新时代证券研究所

政策加持，精装房带动定制家具增长红利。2016年起，国家出台了一系列政策鼓励装配式建筑建设与全装修住宅交付，其中《建筑业发展“十三五规划”》明确提出，到2020年新开工全装修成品住宅面积要达到30%，各省也陆续出台配套政策，对全装修比率及时间线做出要求。

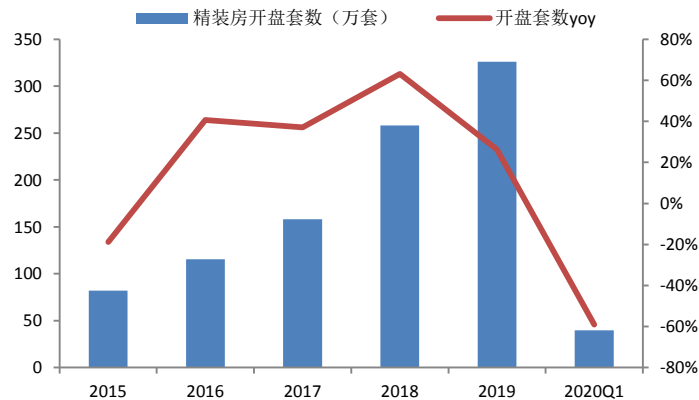
表2：近年来，全国各地陆续出台住宅精装修政策

政策类型	发文时间	发文机构/省份	政策名称	政策要点
国家级政策	2016年9月	国务院	关于大力发展装配式建筑的指导意见	力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，促进整体厨卫、轻质隔墙等材料、产品和设备管线集成化技术的应用，提高装配式装修水平。倡导菜单式全装修，满足消费者个性化需求。
	2017年4月	住建部	建筑业发展“十三五”规划	到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。
	2019年2月	住建部	住宅项目规范	城镇新建住宅建筑应全装修交付。所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，给水排水、供暖、通风和空调、燃气、照明供电等系统基本安装到位，厨房和卫生间的基本设备全部安装完毕，达到基本使用标准。
省级政策	2014年10月	江苏	关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见	2025年年末，新建住宅装饰装修装配化率达到60%以上。
	2015年5月	北京	关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知	2015年5月1日起，由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房，其他新建住宅鼓励采用装配式装修工艺。
	2015年9月	山东	山东省房地产业转型升级实施方案	2017年社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年1月	河南	关于加强城市规划建设管理工作的意见	到2020年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合试验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。
	2016年3月	四川	关于推进建筑产业现代化发展的指导意见	到2020年，新建住宅全装修达到50%。
	2016年8月	上海	关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知	2017年1月1日起，外环线以内的城区应达到100%全装修率；奉贤区、金山区、崇明区实施全装修比例为30%，至2020年应达到50%；其他地区应达到50%。
	2016年9月	浙江	关于加快推进住宅全装修工作的指导意见	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，要求全装修实行菜单式装修和个性化服务相结合。
	2016年12月	海南	关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知	2017年7月1日起，各市县商品住宅项目全部实行全装修。
	2017年8月	辽宁	促进建筑业持续健康发展的实施意见	城市中心区新建住宅全部实行全装修，中心区以外地区鼓励实行新建住宅全装修。
	2018年4月	湖北	省人民政府关于促进全省建筑业改革发展二十条意见	2019年1月1日起，全省各城市新建商品住宅中，全面推行一体化装修技术。

资料来源：政府官网，新时代证券研究所整理

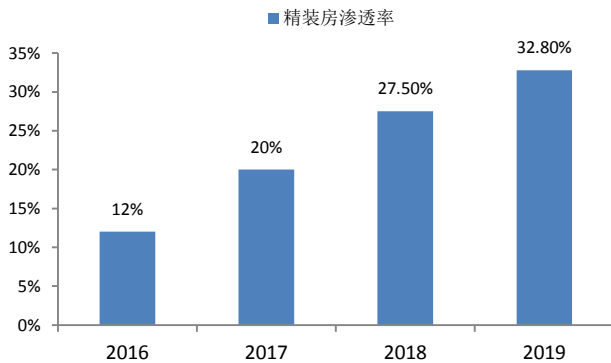
2015年开始，我国精装房开盘量迅速增加，4年CAGR为33.18%，2019年精装房开盘套数达326万套，同比增长26.36%，同时精装修渗透率达到32.80%，近年来精装房渗透率以7%-8%的速度提升，但相比于海外发达国家80%以上的全装修率仍有较大提升空间。2020Q1精装房开盘量达到39.8万套，同比下滑59.10%，但我们根据2016年-2018年精装房开盘量增速判断，一般为2-3年建设期，今明两年仍在精装房红利期，加上地产投资与开工逐步修复，今年精装房总体预计维持中高速增长，为中长期家居需求提供基础。

图16: 2015年开始，精装房开盘套数高速增长，4年CAGR为33.18%



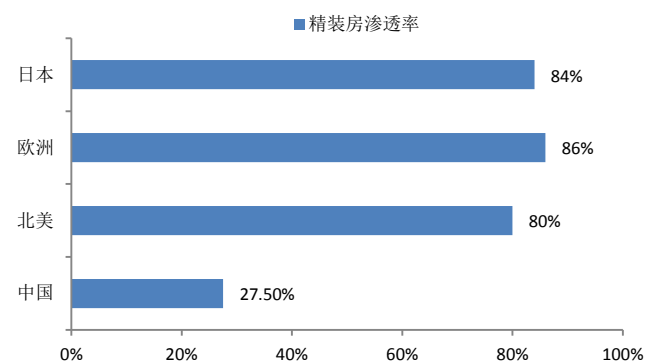
资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图17: 2019年精装房渗透率已突破30%



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图18: 中国精装房渗透率远低于海外发达国家

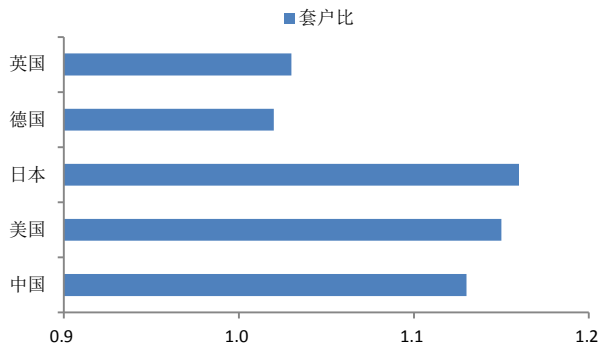


资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

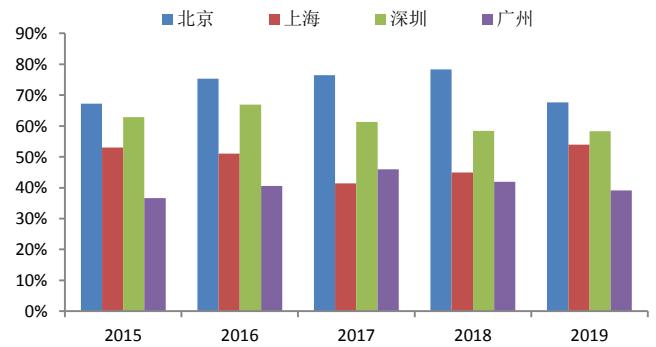
2.3.2、中长期：行业集中度提升，老旧小区改造、存量翻新带动地产后周期弱化

头部企业在品牌建设、产销布局、工程业务拓展上具有相对优势，而小品牌受资金、资源等因素，长期将被迫退出竞争，行业“强者恒强”，格局优化。我国房地产已告别新房主导时期，重心向存量交易转移。2018年，我国套户比达1.13，处于国际中等水平，表明住房短缺问题已得到缓解，住宅存量较为充裕。从交易量看，一线城市二手房交易占比有所提高，北京、深圳二手房交易量占比超60%，广州二手房交易仍有提升空间，整体步入存量房时代。

此外，老旧小区升级改造也被纳入重点计划，今年4月发布《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》强调推进城市更新、老旧小区改造等；政治局会议也明确了特别国债的投向，其中就包括对老旧小区的改造。我们预计，老旧小区升级改造、二手房交易带来的住房翻修需求成为家居行业未来的新增长点，并在一定程度上平抑房地产周期性波动影响，弱化家居行业地产后周期属性。

图19: 2018年我国套户比1.13, 处于国际中等水平

资料来源: 恒大研究院, 新时代证券研究所

图20: 一线城市二手房交易量占比较高

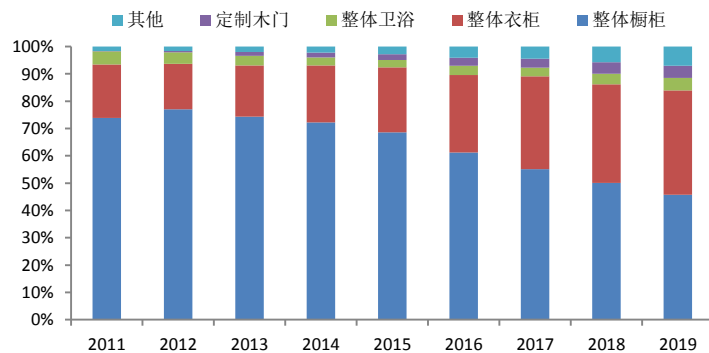
资料来源: wind, 新时代证券研究所

3、公司核心竞争力分析

3.1、产品: 多品类协同融合, 大家居助力客单价提升

3.1.1、橱柜、衣柜为两大支柱业务, 卫浴、木门持续贡献增量

公司率先开辟整体橱柜市场, 随后领先布局卫浴、整体衣柜与木门产品线, 完成家居核心品类全覆盖。一方面实现了品牌协同效应最大化, 另一方面能够分散单品类经营风险, 为整装大家居业务拓展提供产品基础。2011年起, 公司橱柜业务占比由73.83%下滑至2019年的45.76%, 整体衣柜逐渐成为第二支柱业务, 占比达到38.18%, 卫浴、木门产品占比稳定在4%左右, 业务结构持续优化。

图21: 公司业务结构趋于均衡, 整体衣柜渐成第二支柱

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司橱柜业务在品质、研发、设计方面形成强劲实力, 稳居行业龙头。2011-2017年, 定制橱柜高速增长, 7年CAGR达18.43%, 随后增长趋稳, 2019年实现营收61.93亿元, 同比增长7.42%, 毛利率自2016年起稳定在38%-40%左右, 增长与盈利水平稳健。

2006年公司进军整体衣柜市场, 产品结构调整较顺利, 第二业务高速扩张。2019年整体衣柜营收51.67亿元, 2011-2019年CAGR高达36.29%, 成为公司第二大支柱产品, 规模仅次于索菲亚, 产品毛利率为39.91%, 同比下滑2.06%, 盈利能力较优。

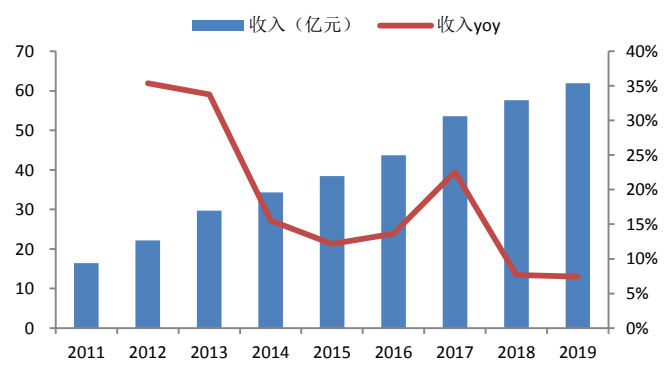
我们认为，公司整体衣柜拓展成功主要有以下几个原因：

1) 市场：橱柜行业竞争格局分散，公司盈利性突破存有较大阻碍；而定制衣柜市场格局集中，公司作为龙头之一，竞争压力较小，有利于分散经营风险，拉动盈利能力提升。

2) 生产：橱柜生产技术与研发要求更高，公司凭借橱柜的先发优势和龙头地位，向衣柜品类拓展具有技术优势，且橱柜、衣柜定制工艺相近，生产过程易产生协同效应，规模效应下尽显成本优势。

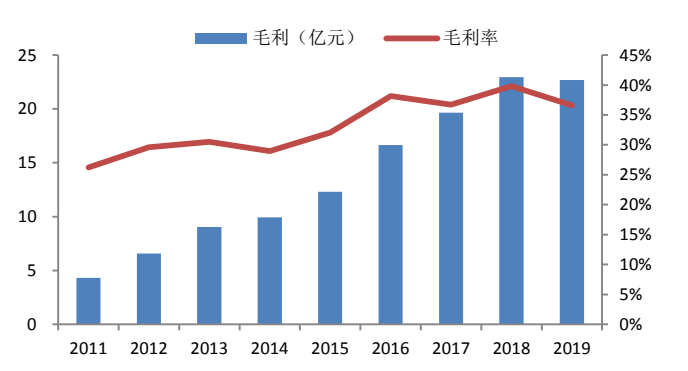
3) 渠道：衣柜产品依托长期积累的橱柜营销网络与品牌知名度进行引流，从而快速打通下游销售渠道，顺利拓展市场。

图22：整体橱柜收入已具规模，增速放缓



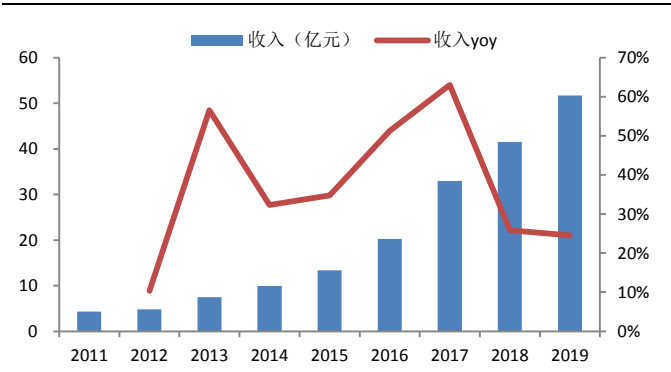
资料来源：wind，新时代证券研究所

图23：整体橱柜盈利水平稳健，毛利率在38-40%左右



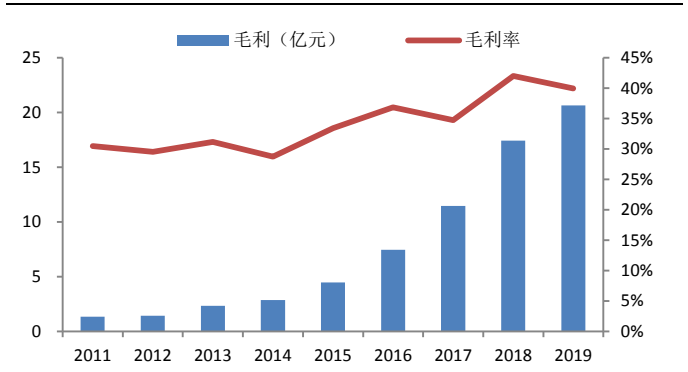
资料来源：wind，新时代证券研究所

图24：近2年，整体衣柜收入增速均在25%左右



资料来源：wind，新时代证券研究所

图25：2017年后，整体衣柜毛利率提升，稳定在41%左右

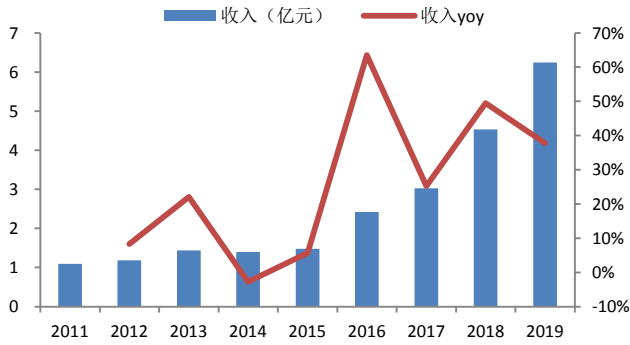


资料来源：wind，新时代证券研究所

产品全方位拓展，卫浴、木门开始放量。2015年起，公司卫浴产品随着住宅精装概念而进入高速增长期。2019年，整体卫浴实现营收6.24亿元，2015-2019年CAGR达43.29%，毛利率升至26.20%，同比小幅下滑0.28%，业务规模与盈利能力均处上升周期。

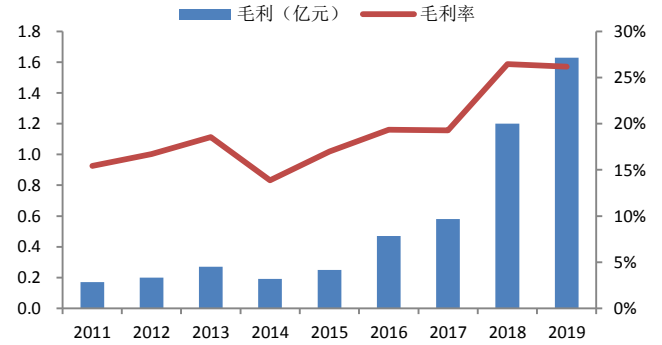
目前，木门与卫浴的收入体量接近，2019年木门营收5.97亿元，2015-2019年CAGR为49.03%，是公司增长最快的业务，但木门毛利率较低，仅12%-16%，主要原因是近3年来，公司通过低价策略抢占市场，毛利率逐年下滑，2019年已跌至12.38%。公司卫浴、木门业务占比较低，未来有望借助定制化、个性化设计与品牌效应拓展市场；另一方面，伴随精装房渗透率提升的逻辑，木门、卫浴等产品将通过工程渠道实现快速扩张。

图26: 整体卫浴的收入规模处于高速成长期



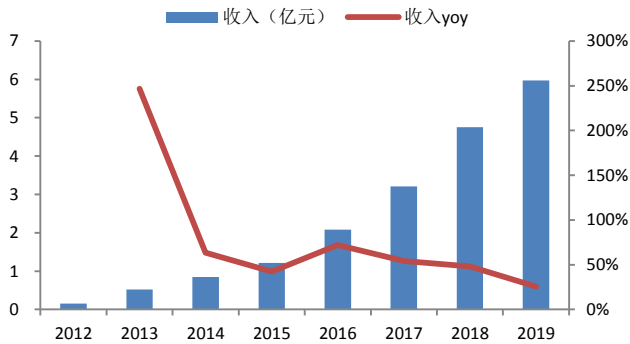
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图27: 近年来, 整体卫浴毛利率明显提升



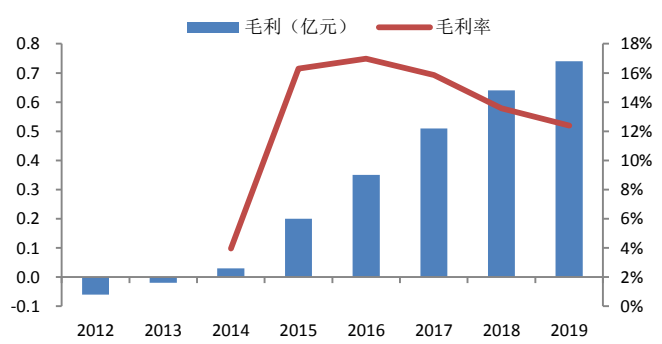
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图28: 定制木门是公司增长最快的业务



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图29: 定制木门毛利率下降系低价抢占市场导致



资料来源: wind, 新时代证券研究所

3.1.2、积极布局智能家居, 提供多元化生活场景

智能橱柜开启先河, 对接华为 HiLink 构建万物互联。近年来, 公司转向智能家居研发与场景展示, 旨在构建万物互联的基础设施, 提升人居体验。2018年, 推出 Magic Q 橱柜集功能化、智能化于一体, 成为一款革命性智能厨房产品, 其电动升降拉篮、可移动插座、嵌入式厨电等设计满足了消费者对品质与便利性的追求。

2019年, 公司与华为正式开启物联网生态与智能家居领域的战略合作。全面对接华为 HiLink 平台后, 将共享华为 3000 万注册用户、拥有 600 家加盟伙伴的流量优势; 此外, 联合打造的智慧家庭实验样板间 3.0 已建成, 以智能家居产品+实景全屋体验实现多品牌、多产品联动, 提供一站式全屋智能解决方案。

图30: 欧派 Magic Q 引领厨房“黑科技”



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图31: 华为欧派联手实现全屋智能家居体验

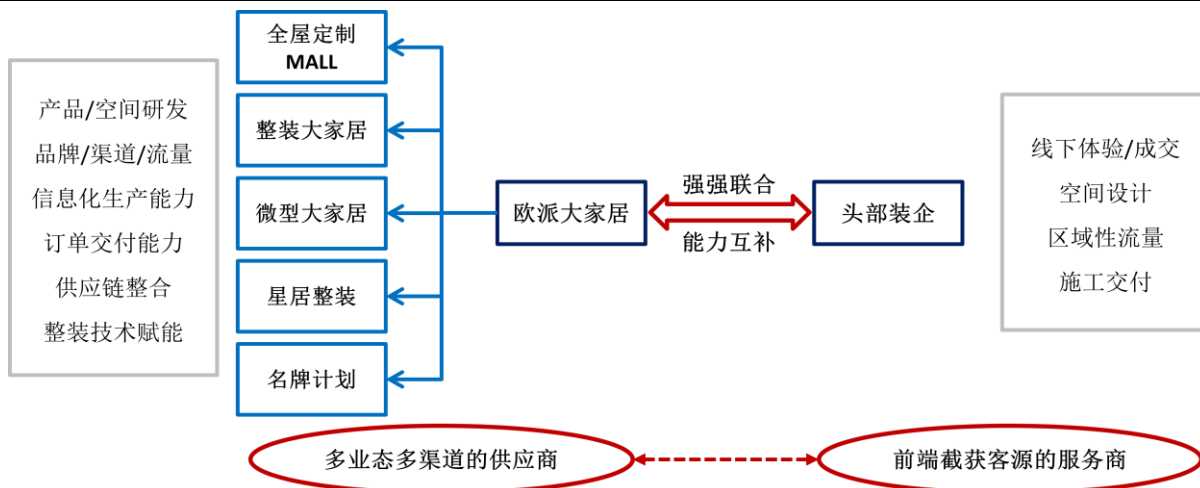


资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

3.1.3、领先布局大家居，有望持续提升客单价

2018年开始，公司试点推进整装大家居业务，联合优质装企抢占前置客流入口。公司主要与龙头家装企业直接合作，开辟“整装赋能”新模式，通过全屋定制MALL、星居整装等实现多业态融合营销。公司前端研发设计优势与后端强大的订单交付和供应链整合能力有助于降低家装企业经营定制产品的出错率，保障服务品质；另一方面，家装企业拥有较强的引流能力，能够有效减少公司在前端的获客成本，两者实现能力互补。

图32：联合家装企业布局大家居领域，实现强强联手，能力互补



资料来源：新时代证券研究所整理

从品类上看，公司不仅自营橱柜、衣柜、木门、卫浴、厨电、壁纸、金属门窗、软装，还通过名牌计划整合建材、电器、成品家具等精品系列，进一步扩展产品矩阵，实现入户、客餐厅、厨卫、卧室等九大空间一站式定制，优化消费体验。2018年，公司整装大家居已初见雏形，整装事业部接单突破3.5亿元，2019年接单近7亿元，同比增速达106%，带动业绩增长，并为传统零售渠道破局提供新动力。

图33：九大空间、七大品类一站解决全屋定制



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

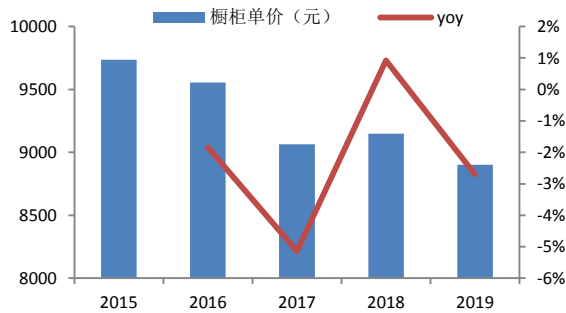
图34：欧派全屋定制MALL全新升级



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

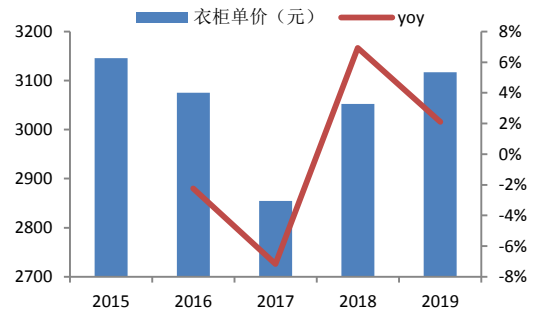
大家居布局有助实现产品单价提升。2017年，公司通过降价促销形式拉动销售，叠加工程渠道中有相对低价产品供应，客单值跌至历史低点。2018年，公司进军大家居业务，通过19800、59800等全屋套餐强化一站式服务理念，新渠道逆势拉升各品类客单价，其中成长期的木门与卫浴产品客单价增长尤为明显。2019年，公司橱柜、衣柜、木门、卫浴四大品类分别实现单价8901元、3116元、1044元、1638元，在大宗业务迅速拓展下保持单价相对稳定。

图35: 公司橱柜单价变动情况



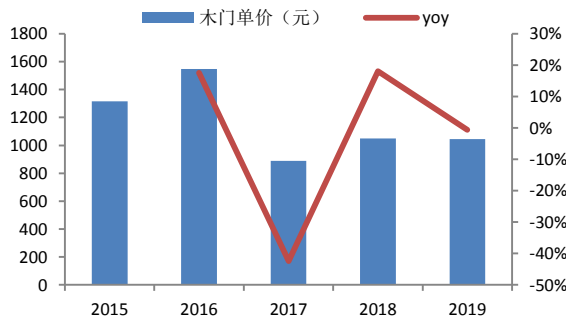
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图36: 公司衣柜单价变动情况



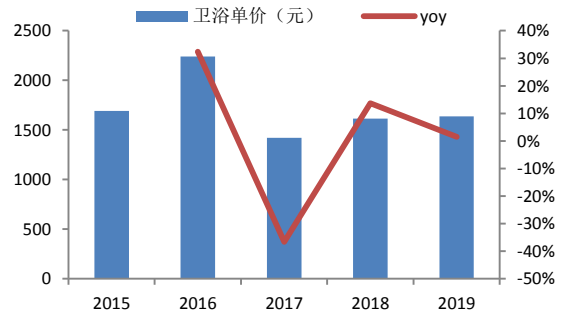
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图37: 公司木门单价变动情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图38: 公司卫浴单价变动情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、生产：产能布局辐射全国，信息化红利加速释放

3.2.1、四大生产基地助力定制能力提升，产能利用率维持较高水平

目前，公司拥有亚洲规模最大的整体橱柜制造基地与先进的整体衣柜生产基地，已建成广东清远、江苏无锡、天津、与四川成都四大基地，覆盖华南、华东、华北、华西四大区域。一方面，通过完善生产模式并辅之以自动加工生产技术，有效提高生产与非标定制能力；另一方面，生产基地全国覆盖有助于缩小产品运输半径，增强区域内订单消化能力，与辐射全国的销售网络形成合力。

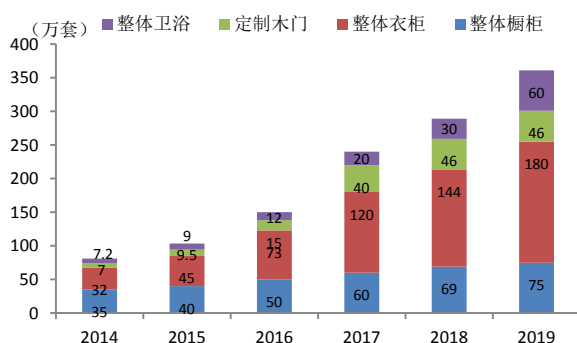
图39: 公司生产基地覆盖华南、华东、华北、华西四大区域(含在建)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

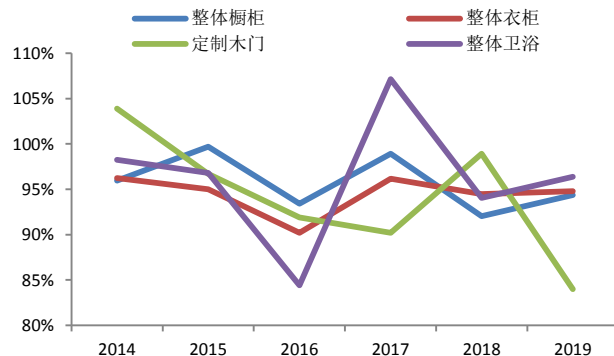
2019年, 公司整体橱柜、衣柜、卫浴、定制木门产能分别为75、180、60、46万套, 总产能较上市前几乎翻倍, 且各品类产能利用率基本维持在90%以上。伴随前期募投项目陆续落地与2019年二期项目的筹建, 中长期公司产能有望持续释放, 募投项目全部建成后预计实现橱柜105万套、衣柜125万套、木门90万套总产能, 业务承载能力大幅提升。

图40: 募投产能逐渐释放, 上市后产能接近翻倍



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图41: 各品类产能利用率在90%以上, 木门有所下滑



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2.2、信息化系统稳步推进, 前后端效率提升助力生产

公司于2015年启动“欧派制造2025”战略, 领先布局“工业4.0”体系。战略包括MTDS终端设计营销服务管理、WCC智能拆单、MSCS生产调度控制、APS+MES柔性生产制造管理、MCTS物流管理五大系统, 打通销售、研发、生产、物流全流程, 产品非标定制能力显著占优。同时, 公司与西门子、Oracle等国际知名信息技术公司合作, 开发了终端快速智能设计、即时BOM订单生成、订单排产、产品管理等行业领先的数字化系统, 为提升品质、缩短生产周期提供技术保障。

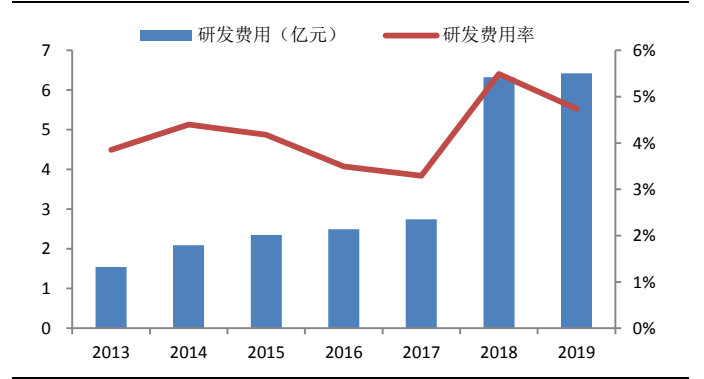
公司重视产品研发, 高研发红利逐步释放。2018年开始, 行业景气度受前期产能快速扩张影响而有所下滑, 但公司在当时逆势加大研发投入, 推进信息化系统开发。2017-2019年, 研发费用分别达2.74、6.32、6.42亿元, 研发费用率由3.29%提升至4.74%, 信息化快速推进与高研发投入形成惯性后能量将逐步释放。

图42: “欧派制造 2025” 战略, 信息化加速推进



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图43: 2017-2019 年, 研发费用率提升 1.5pct 至 4.74%



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

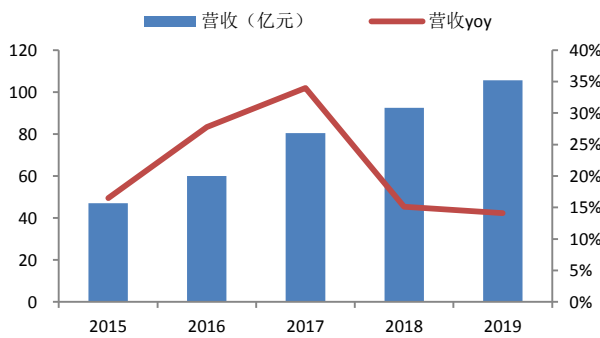
3.3、渠道: 工程渠道增长快, 整装大家居厚积薄发

3.3.1、经销为主, 工程渠道未来将贡献增量

目前, 公司销售模式以经销为主。2019 年, 经销渠道收入为 105.56 亿元, 占比降至 78%, 同比下滑 2.38%, 2015-2019 年 CAGR 为 22.44%。2018 年起, 家具行业承压, 公司经销收入增速呈下滑态势, 但仍保持在 10%-15% 的水平。

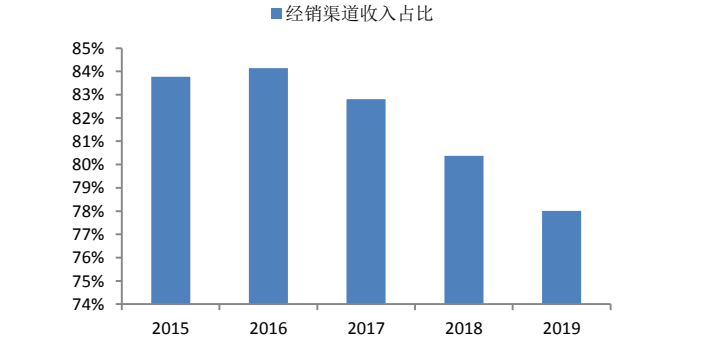
从销售终端看, 公司已开设线下经销与直营门店超 7000 家, 发展各级经销商 5100 余家, 拥有业内最大的终端销售网络。分品类看, 橱柜门店数量稳步增长, 并通过橱衣综合门店为衣柜产品引流; 同时, 衣柜独立门店迅速扩张, 截至 2019 年末, 衣柜门店达 2144 家, 与橱柜门店量相近; 木门与卫浴业务尚未成熟, 门店数量均不足 1000 家, 但木门新店落地速度与数量均高于卫浴; 欧铂丽定位年轻消费群体, 保持年均 100 家左右的新店开设速度; 整装大家居门店年内新增 267 家, 业务规模初显。

图44: 经销渠道收入增速放缓



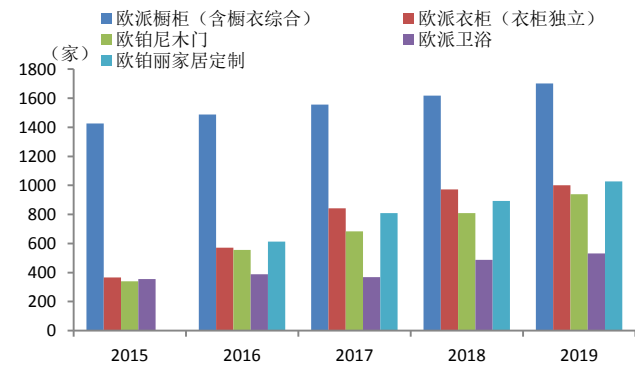
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图45: 经销收入占比下滑至 80% 以下



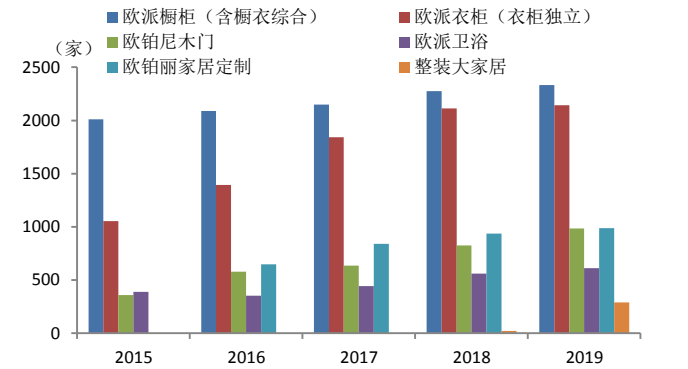
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图46: 经销商规模逐年扩容



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图47: 各品类门店稳步开设, 整装大家居门店初见规模



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司完善的营销服务网络得益于对经销商的全方位、精细化管理。准入方面, 公司综合考量加盟商硬实力(资金、开店水平)与个人软实力(领导力、社会关系), 保障经销团队优质性; 人才培养方面, 公司“树根理论”强调合作共赢, 提升经销商的企业文化认同感, 成熟的培训系统满足“泛欧派人”多元需求; 考核方面, 公司实行千分考核与末位淘汰制, 优胜劣汰的竞争体系激励经销商优化服务质量。系统化的经销商管理有助于公司建立高素质、高水平、有斗志、凝聚力强的营销团队, 助力渠道下沉, 成为产品与消费市场对接的有力支持。

表3: 公司经销商管理政策主要分为招商、人才培养、考核与转让

政策类型	政策名称	主要内容
招商	欧派家居代理招商管理办法	分品类、分市场级别对加盟商实力进行考核, 包括资金量、店面数量、经营面积等资金实力与销售能力、社会关系、领导力、文化程度等综合实力。
	树根理论	如果把欧派比作一棵大树, 经销商就是欧派的树根。只有使树根生长够深够粗够密, 欧派之树才能成长起来, 体现了分利共享, 共推事业良性发展的理念。
	“50: 50”理论	如果把品牌在单个区域市场的竞争力以100分来计算, 企业总部的支撑力占50分(包括制造力、研发力、品牌影响力、营销支持力等), 终端经销商的运营能力占50分(包括经销商的个人能力、集中力、资金和社会资源等)。只有这两个50分出色完成, 才能形成掌控终端市场的合力。
人才培养	“10+1”终端营销理论	“1”指经销商, 主要包括经销商个人的综合素质、管理能力、经营思路等, 这是终端经营最核心的部分; “10”指经营过程中的10个方面, 包括店面布局、装修展示、组建团队、机制建立、日常管理、客户服务、广告投放、促销活动、配套经营、市场拓展。
	店面4S管理	聆听客户的每一个需求, 重视对客户的承诺, 以“体验、专业、速度、尊崇”四大维度为标准, 确保每一个客户满意。
	培训体系	公司拥有优秀的培训师团队、大规模模拟培训场所与完善的线上教学平台欧派学院, 自主研发各类专业课程200多个, 对各岗位工作人员全方位、高频率培训考核, 通过培训付费形式加强从业者重视程度。
考核	1000分考核机制	从经营业绩绝对值、经营业绩增长率、专卖店营业面积、专卖店设计装修、促销活动执行情况、客户遗留问题发生率、顾客满意度调查、顾客投诉率等八大维度对经销商进行加权评分, 满分为1000分。
	末位淘汰机制	经销商排名与下一年度结算折扣系数挂钩, 排名靠后的经销商将进入淘汰行列或接到警示进行整改。
转让	经销商转让管理办法	对转让流程、转让总价核算、遗留单、保证金等处理形成规范, 保护转让双方权益。

资料来源: 公司公告, 中华橱柜网, 新时代证券研究所

与优质地产商合作，工程渠道大有可为。从客户开发情况看，公司已与保利地产、恒大集团等 47 家国内百强地产开发商签订战略合作协议，同时通过与地方标杆企业合作向三四线市场下沉，不断扩张市场份额。

从业务规模看，2017 年起，公司大宗业务持续发力，2018、2019 年分别实现营收 14.18 亿元、21.62 亿元，渠道占比提升至 15.98%，与索菲亚（12.23%）等定制衣柜企业相比较，但在定制橱柜企业中仍有待提升（志邦家居 22.2%、皮阿诺 43.71%），发展潜力较大。

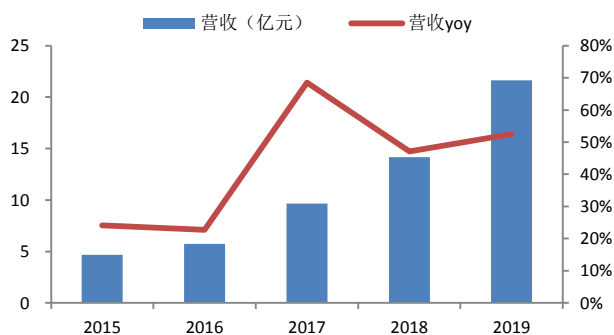
从商业模式看，公司大宗业务主要以工程服务商模式开展。公司（服务商）与房地产开发商或工程承包商签订安装合同后，工程经销商作为项目履约实际操作人负责产品设计、供货、运输、安装、售后等具体业务。公司合作方多为优质开发商，业务风险在可控范围；另一方面，经销商业务保证金与大宗业务工程款回收相挂钩，为应收账款催收提供激励，缓解资金周转压力。伴随工程渠道拓展，公司应收款项自 2016 年起快速增长，2019 年合计 6.11 亿元，应收账款周转率降至 35.12 次，但仍处于行业内较高水平。

图48: 公司部分战略合作地产商



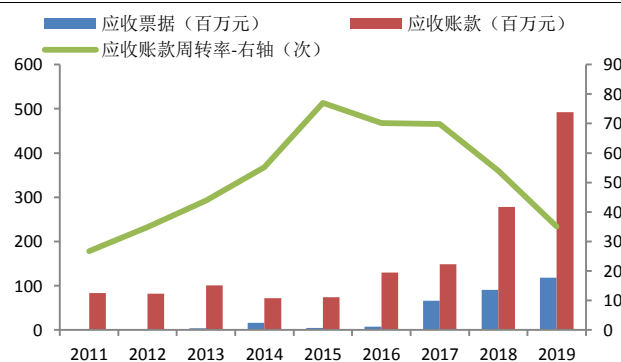
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图49: 公司大宗业务自 2017 年持续发力



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图50: 公司应收周转率下滑



资料来源：wind，新时代证券研究所

3.3.2、整装大家居引领渠道变革，赋能优势显著

在精装兴起、传统渠道承压的背景下，公司于 2018 年布局整装大家居业务，以新经销模式打通装修前置入口，扩展客流渠道。目前，公司已与星艺、业之峰等地区性龙头家装公司直接合作，客户服务过程中由公司负责生产制造与营销培训，家装公司负责设计施工与家居安装。2019 年公司整装订单接单规模近 7 亿元，同比增长 106%，有望成为零售模式新增长点。

公司整装大家居业务发展优势在于:

- 1) **品牌力:** 欧派品牌知名度高, 与优质家装公司强强联手, 产品与工程质量有保障;
- 2) **产品力:** 橱、衣、木、卫四大品类可基本满足软装家居需求, 并通过“名牌计划”持续拓展 SKU, 一线品牌精选商品覆盖家电、家居、基材全链条;
- 3) **渠道力:** 整装业务推广可借力于公司原有的强大经销商网络, “不同产品、不同渠道、利益补偿、业绩共享”的帮扶原则能够有效解决整装与零售经销商间的利益冲突, 有利于二者协同完成销售拓展;
- 4) **服务力:** 公司向客户提供设计、选材、采购一条龙服务, 多样化设计风格能够满足业主个性化需求, 业内首创“金保姆”终身服务制定期上门维护, 全方位提升客户体验。

图51: 公司与多家龙头家装品牌合作



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图52: “名牌计划”产品一体化深度整合

资料来源: 欧派官方公众号, 新时代证券研究所

图53: 欧派大家居风格多样, 设计精良

<p>巴黎左岸 简欧设计, 典雅浪漫</p>	<p>埃斯特庄园 北美乡村风, 古典质朴</p>	<p>新魅力 现代都市风, 简洁时尚</p>	<p>王者世家 实用主义, 轻奢优雅</p>
<p>原木物语 现代时尚风, 沉稳灵动</p>	<p>欧派大家居 玄关、客厅、餐厨空间、浴室 卧室、书房、儿童房、衣帽间 九大空间个性化定制</p>		<p>纽约迷情 现代简约风, 精致简洁</p>
<p>英伦新贵 现代简约风, 低调休闲</p>	<p>米兰印象 色彩新鲜, 张扬个性</p>	<p>名仕之家 欧式古典风, 高端大气</p>	<p>水立方 元素混搭, 自然朴实</p>

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

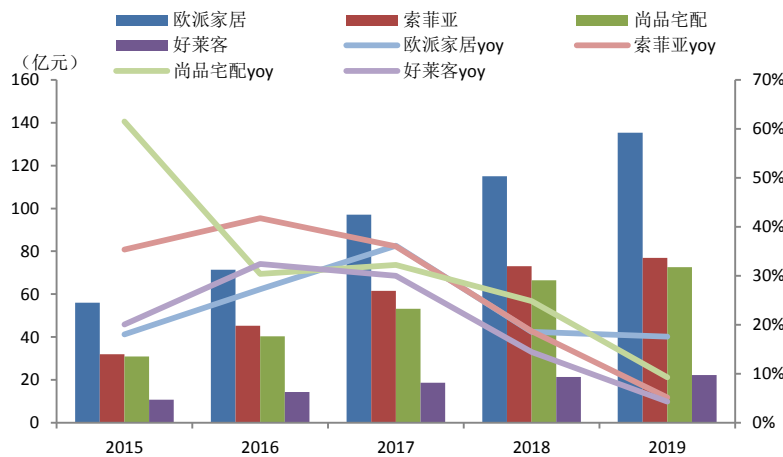
4、竞争对手比较分析

4.1、体量：欧派为行业内绝对龙头，规模与产能均第一

从经营情况看，欧派家居、索菲亚与尚品宅配起步较早、划分为第一梯队；好莱客的营收规模相对较小，位列第二梯队。从成长能力看，各公司营收增速均有所放缓。2016年前，索菲亚、尚品宅配、好莱客的营收增速维持在30%左右，随后大幅下降，2019年增长率不足10%，而欧派家居营收增长相对波动较小，增速稳定在20%-30%。

2016-2017年间，定制家具企业集中上市募资以扩张产能，包括本部扩建升级与省外区域新建生产基地。2014年起，各公司产能迅速扩张，产能瓶颈逐渐缓解但也由此带来了行业产能过剩的问题。从规模来看，欧派家居与索菲亚分别拥有业内最大的橱柜、衣柜产能，但索菲亚橱柜业务拓展较慢，产能约8万套。

图54：欧派家居市场规模稳居第一，为行业内绝对龙头



资料来源：wind，新时代证券研究所

表4：欧派橱柜产能为第一，衣柜位居第二

公司	产品	产能					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	橱柜（万套）	35	40	50	60	69	75
	衣柜（万套）	32	45	73	120	144	180
索菲亚	橱柜（万套）	0.05	0.83	4.80	5.90	8.00	10.00
	衣柜（万m ² ）	1500	2400	3200	3800	4540	4540
好莱客	橱柜（万套）	-	-	-	-	0.25	2.00
	衣柜（万m ² ）	369	460	650	850	990	1100
尚品宅配	定制家具（万件）	70	105	140	185	220	275

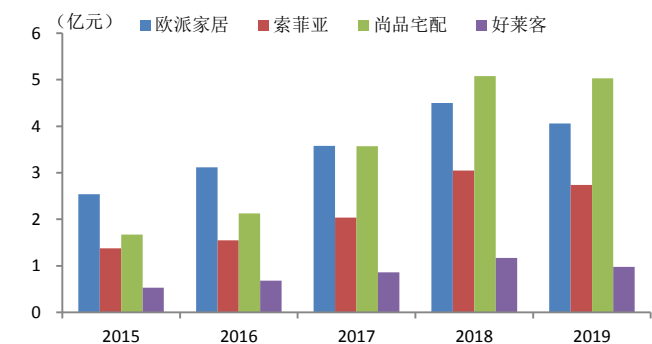
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.2、品牌：欧派广告投放居前，知名度更高

定制家居产品主打差异化、个性化，因此在宣传投入上较高，广告费用一般占比在4%-6%。其中，欧派与尚品宅配年度广告投入在5亿元左右，远超其他竞争者，且2018年起尚品宅配宣传力度加大，广告投入赶超欧派，2019年费率升达6.93%。不同于欧派将全品类整合在同一品牌下，索菲亚与尚品宅配均为新产品开设新品牌，如索菲亚2014年整合法国司米橱柜，尚品宅配2017年成立全屋整装品牌圣诞岛。

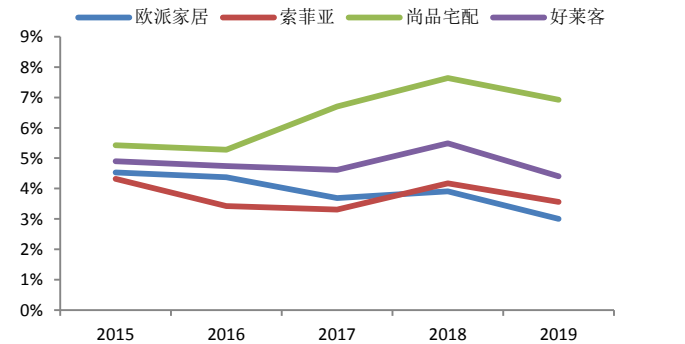
品牌整合有利于渠道共享与品类协同，而新品牌的形象建设与知名度提升耗时较长，在消费者对新品牌认知度较低时将处于竞争劣势。此外，伴随消费结构年轻化、个性化发展，欧派与好莱客已分别开设轻时尚品牌欧铂丽与 Nola，向 80、90 后年轻消费者提供整装、定制服务，实现了向中低端消费群体的业务拓展。

图55: 欧派广告投入居前



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图56: 2019年定制企业广告费率均有下滑



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表5: 公司与同业竞争者旗下品牌、定位与主营业务

公司	公司定位	旗下品牌	主营业务	客户群体
OPPEIN 欧派 有家 有爱 有欧派	高品质家居配置、一站式家居 设计方案 综合服务商	欧派	橱柜、衣柜、卫浴、墙饰、电器等	中高端
		欧铂尼	木门、金属门窗	中高端
		欧铂丽	家居定制	年轻消费群体
索菲亚 柜类定制专家 SOFIA 索菲亚 9611 索菲亚	定制衣柜第一品牌, 柜类定制 专家品牌	索菲亚	定制柜类及非定制配套家居产品	中高端
		司米	整体橱柜	中高端
		索菲亚 华鹤	定制木门	/
		易福诺	木地板	/
尚品宅配	个性化全屋定制与家居全品类 一站式配齐服务商	尚品宅配	全屋板式定制家具、家装主辅材及配套家居	/
		维意定制	各空间、各风格全屋定制	/
		圣诞鸟	自营整装, 全屋整装一体化解决方案	/
HOLIKE 好莱客 定制家居大师	综合型泛全屋定制零售服务商, 定制家居大师	好莱客	整体柜类、整体厨房、定制门窗及配套产品	/
		Nola	定制家居产品	快时尚面向年轻消费者
		雷拓 V12	定制金属门窗	/
ZBOM 志邦家居	以市场为导向, 向客户提供一体化、一站式整体定制家居解决方案	ZBOM 志邦	厨柜、全屋定制、木门/墙板等定制产品	中高端消费者
		IK	全屋定制产品	互联网思维的刚需家居人群
		FLY 法兰菲	配套家居成品	/
金牌厨柜 更专业的高端厨柜	高端整体厨柜、定制及智能家居解决方案提供商	金牌	整体橱柜	/
		桔家	定制衣柜、木门、云整装服务	/
欧派 JUPAI 欧 幸福家·欧派门	打造世界一流制门企业, 争创 中国木门	MALIO 玛尼欧	橱柜配套吸油烟机、灶具等厨电产品	高端市场
		欧派	实木复合门、夹板模压门、定制柜类	/
		欧罗拉	木门、地板、卫浴、橱衣柜等家居产品	年轻时尚群体

门第一品牌

花木匠

收纳、门窗、地面系统等木作智装产品

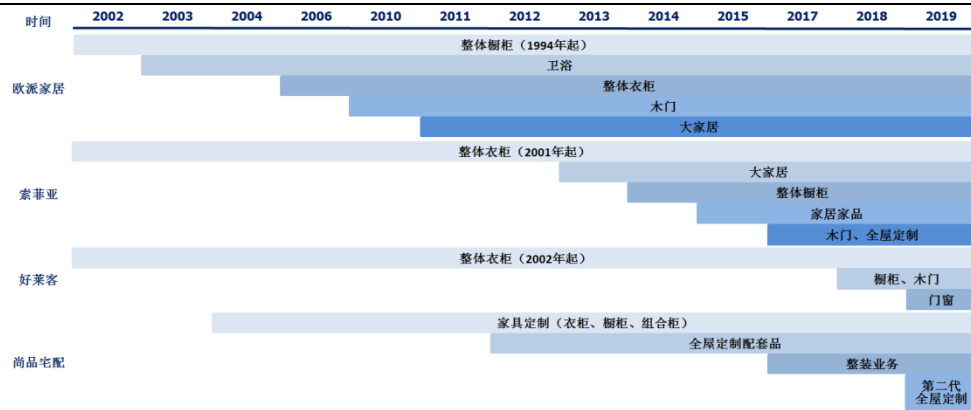
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

4.3、产品：主打不同，但欧派更均衡

从产品矩阵看，头部企业均开始品类扩张，其中尚品宅配分别于2012年、2017年起增加全屋定制配套产品与整装业务，而受衣柜制造低技术门槛约束，定制衣柜企业向橱柜制造业务拓展难度较大，索菲亚与好莱客分别于2013年、2018年才拓展整体橱柜业务。

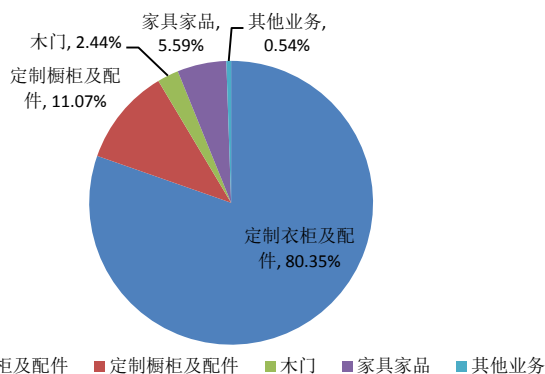
相比之下，欧派家居各条业务线拓展均领先于行业，且最早实现了全品类扩张，产品优势明显。目前，仅欧派家居与索菲亚两大龙头正式布局大家居业务，但索菲亚产品拓展相对落后于其大家居战略。从产品结构看，竞争对手各业务发展仍高度集中于第一品类，营收分布相对不均衡。2019年，索菲亚衣柜收入占比80.35%，定制橱柜占比11.07%，木门占比仅2%左右；好莱客衣柜业务占比超96%，橱柜、木门业务仍在发展初期，占比不足5%。

图57：定制家居代表企业产品拓展时间线



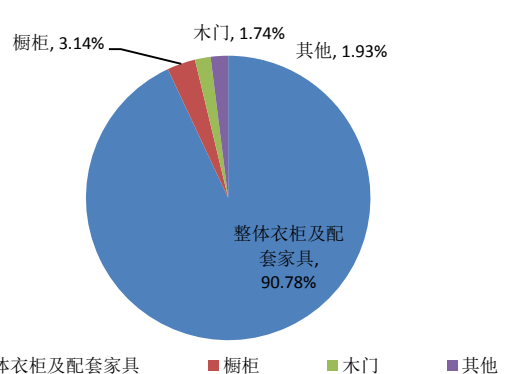
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图58：2019年索菲亚业务以衣柜为主



资料来源：wind，新时代证券研究所

图59：2019年好莱客二、三品类仍处发展初期



资料来源：wind，新时代证券研究所

4.4、渠道：经销为主，大宗为辅；尚品加盟与直营并重

渠道以零售为主，业内竞争对手渠道布局略有差异。索菲亚、好莱客与欧派家居均采取经销为主，直营、大宗业务为辅的线下销售模式，经销渠道占比80%左右，且伴随大宗业务的增长，零售渠道贡献度逐年下降。尚品宅配采取线下加盟、直营

店并重的模式，二者占比分别为 50%、40%，并通过自建 O2O 平台新居网实现线上流量向零售终端的引流，但工程业务尚不成熟。

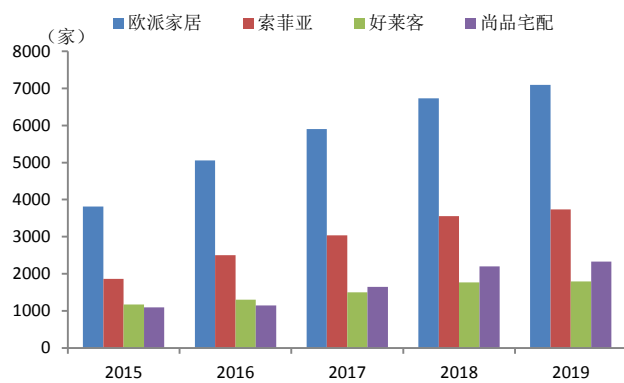
表6: 定制企业销售模式多以经销为主，大宗为辅

公司	时间	经销渠道	直营渠道	大宗渠道	其他渠道
欧派家居	2017	84.08%	2.70%	10.08%	3.14%
	2018	81.64%	2.67%	12.51%	3.18%
	2019	78.00%	2.57%	15.96%	3.47%
索菲亚	2017	91.23%	3.60%	4.59%	0.57%
	2018	88.24%	3.21%	7.99%	0.56%
	2019	83.86%	3.44%	12.23%	0.47%
好莱客	2017	94.23%	5.77%	0.00%	-
	2018	95.32%	4.61%	0.06%	-
	2019	92.90%	4.04%	0.53%	2.52%
尚品宅配	2017	50.72%	43.21%	6.07%	-
	2018	54.18%	39.13%	6.70%	-
	2019	52.46%	41.54%	6.00%	-

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

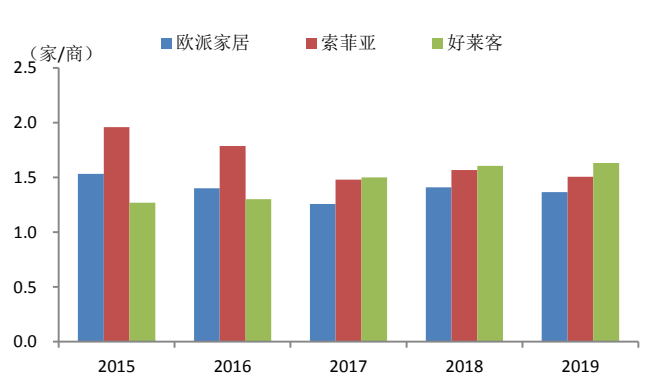
从线下门店数量看，各公司开店节奏均保持稳定，销售网络逐渐扩大，其中，欧派家居门店量占绝对优势，是第二名索菲亚的 2 倍左右，好莱客与尚品宅配门店数在 2000 家左右，但尚品宅配门店拓展速度较快，2017 年已超越好莱客。从经销商实力来看，2019 年欧派家居、索菲亚与好莱客商均开店量分别为 1.36、1.50 与 1.63，经销商。

图60: 欧派门店数占绝对优势



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图61: 欧派经销商开店能力有所放缓



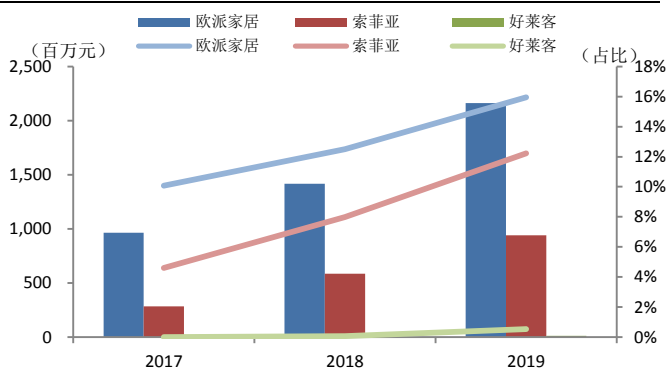
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

大宗渠道与线上销售均有待提升。在住宅精装修趋势下，定制家居企业均在大宗工程业务上发力，大宗收入占比逐年提高。分品类看，橱柜大宗收入占比相对较高。2019 年欧派家居大宗营收 21.62 亿元，占比 15.96%，而定制衣柜大宗业务起步较晚，占比整体较低。2019 年索菲亚大宗业务营收接近翻倍，渠道收入由 7.99% 提升至 12.23%，好莱客大宗业务占比仍不足 1%，成长空间较大。

随着电商兴起，传统线下渠道受到冲击，各企业陆续在天猫、京东等电商平台开设旗舰店，开辟新零售模式，实现线上线下相互赋能。以天猫双十一购物节来看，欧派、索菲亚、金牌等头部品牌单日销量均排名全屋定制类前十名。其中，索菲亚与欧派家居销售额大幅领先，2019 年分别达 7.07 亿元、9.1 亿元，为全年营收贡献

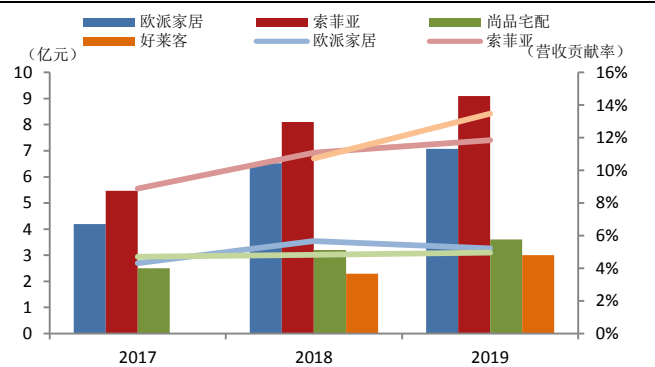
5.23%、11.84%；尚品宅配与好莱客双十一销量相对较低，但新零售渠道发展态势向好，2019 年好莱客双十一销售贡献率已超 13%。在消费群体年轻化驱动下，预计电商销售渠道将持续扩容。

图62: 欧派大宗业务规模领先



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图63: 欧派、索菲亚双十一销售额大幅领先



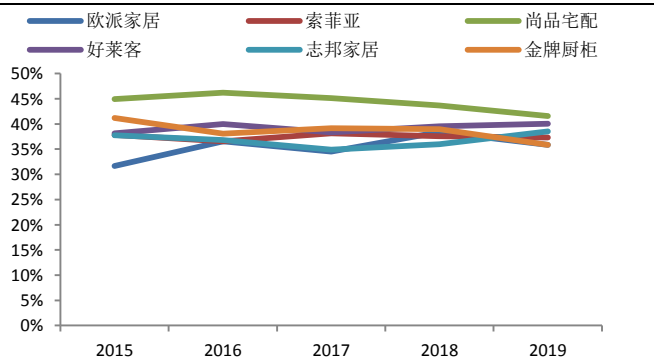
资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、财务分析

5.1、盈利能力: 成本管控优异, 毛利率与净利率稳中有升

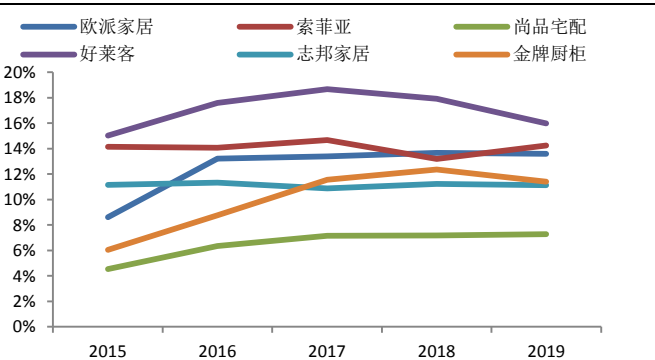
公司毛利率水平较好, 盈利能力稳中有升。纵向来看, 定制企业毛利率集中在 30-45%, 但经营战略差异导致净利率水平有分化。其中, 公司毛利率与净利率均处行业中等水平。横向来看, 公司盈利能力近 5 年内稳步提升, 2019 年毛利率与净利率分别为 35.84%、13.59%。我们判断, 公司多元化产品布局可部分抵消单一品类盈利水平的波动, 产能释放将加强规模效应; 同时信息化、智能化建设有望在中长期内提升公司成本控制能力, 驱动毛利率持续上升。

图64: 可比公司毛利率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

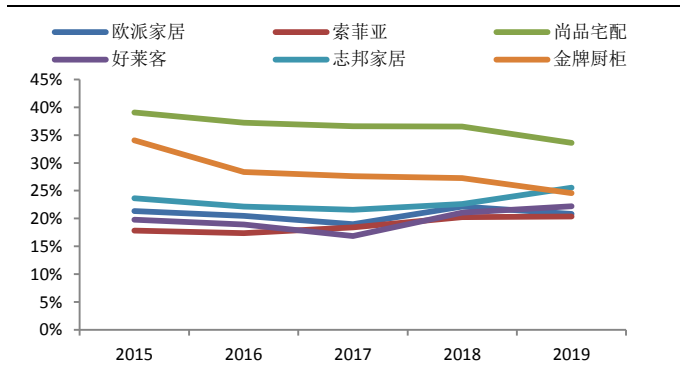
图65: 可比公司净利率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

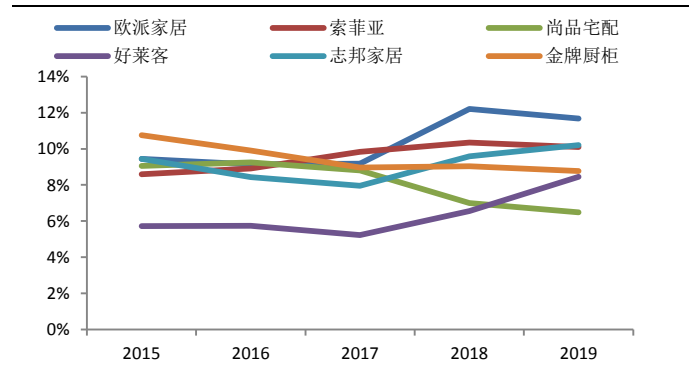
公司整体费用控制能力优异, 管理费用有所增加。公司期间费用率稳定在 20% 左右, 处行业中低水平, 费用管理能力显著优于尚品宅配与金牌厨柜。其中, 销售费用率稳中有降, 目前维持在 10% 水平; 财务费用占比很小, 费率不足 0.1%。2015-2017 年, 管理费用率与销售费用率接近, 但 2018 年起受职工薪酬增加、天津与无锡生产基地投产增加折旧办公费用双重影响, 管理费用率有所上升, 导致近 2 年期间费用率出现抬头趋势。

图66: 可比公司期间费用率情况



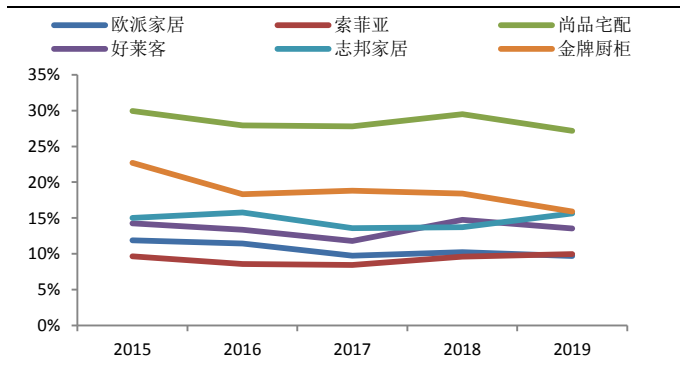
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图67: 可比公司管理费用率情况



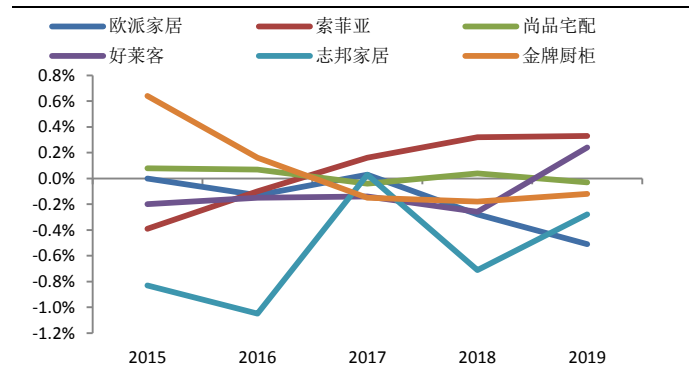
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图68: 可比公司销售费用率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图69: 可比公司财务费用率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

5.2、偿债能力: 资本结构合理, 短期负债率微增

2015-2018年, 公司资产负债率不断下降, 由50.64%降至32.01%, 处行业中低水平, 资本结构优化; 2019年, 由于大宗客户应收款项增加、琶洲建设项目委托贷款增加, 以及8月可转债的发行, 公司负债有所增加, 导致资产负债率略增。同时, 2019年经营现金净流量负债比率为0.41, 仅次于索菲亚, 虽较上年有所下降, 但偿债能力业内较强。我们预计, 目前在产能扩张阶段, 公司资产负债率将持平或略有上升, 伴随项目投产与借款陆续偿还, 资本结构长期内将进一步改善。

图70: 可比公司资产负债率情况

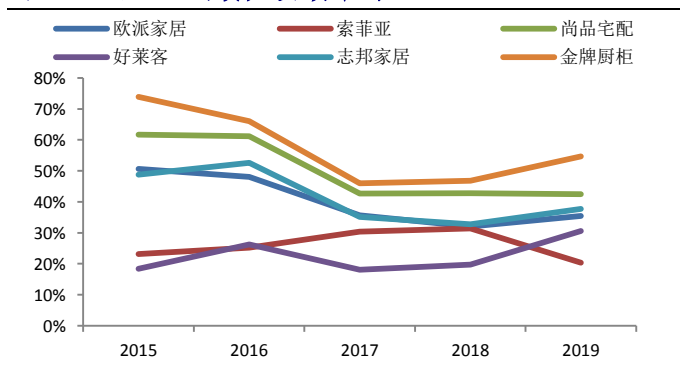
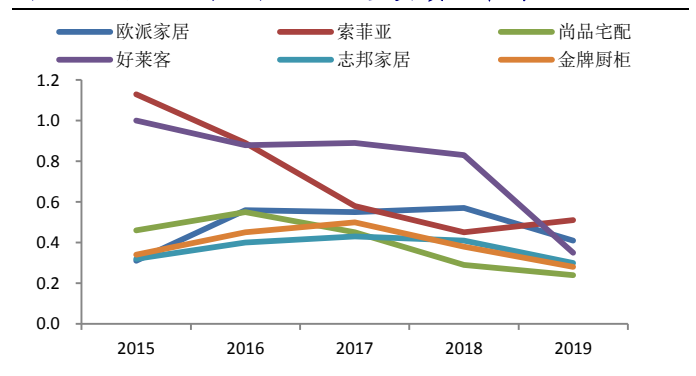


图71: 可比公司经营现金流量负债比率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

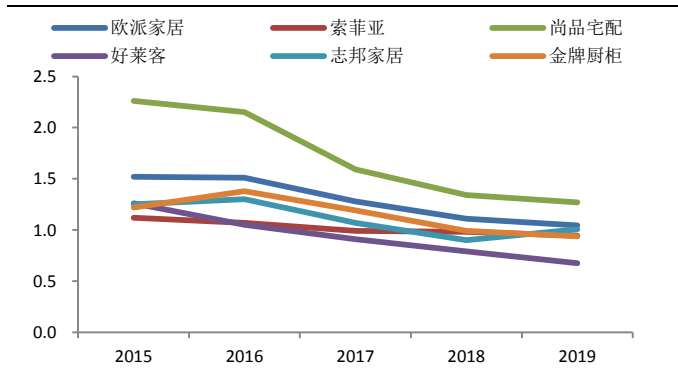
资料来源：wind，新时代证券研究所

5.3、营运能力：大宗渠道致应收周转率下降，回报率居前

总资产、应收周转率下降，处业内中游水平。2015-2019年，公司总资产周转率由1.52降至1.04次，与同行业公司相比资产使用效率较高，较尚品宅配1.27次的周转率仍有提升空间，但二者差距已逐年缩小。目前各大定制家居企业处于产能集中投放阶段，固定资产占比提升拉低总资产周转率，伴随未来3-5年产能布局基本完成，资产周转率有望回升。

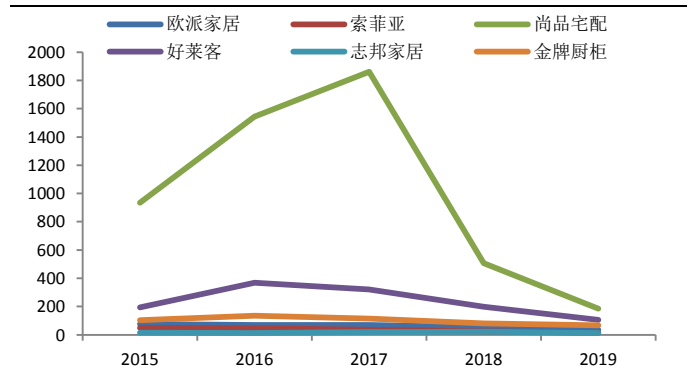
此外，大宗渠道布局导致应收款项增加，应收周转率呈下降趋势。欧派家居与索菲亚大宗业务占比相对较高，应收周转率较低，但受益于龙头优势与服务商模式，大宗客户回款能力强于第二梯队企业，2019年二者周转率分别为35.12次、13.97次。零售为主的模式下，尚品宅配、好莱客应收款项较少，周转率在200次以上。

图72：可比公司总资产周转率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

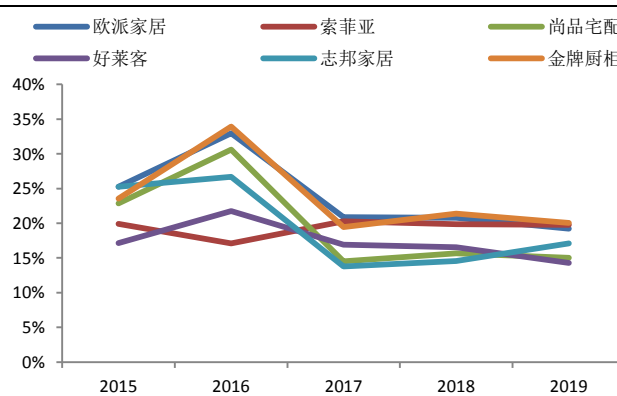
图73：可比公司应收账款周转率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

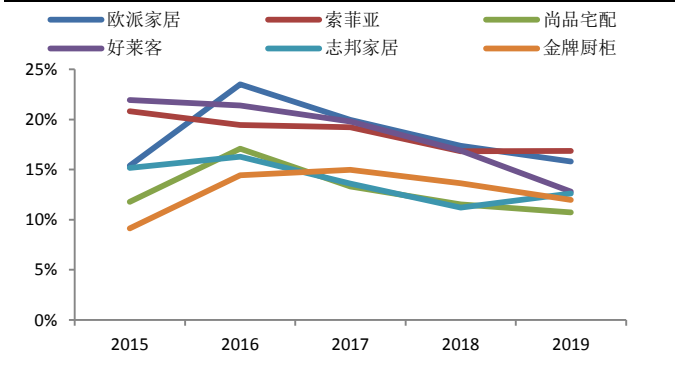
回报率居行业首位，但整体水平下降。2016年起，定制家居行业回报率整体呈下降趋势，行业景气度下滑的背景下，公司回报率仍表现优异。2019年，公司ROE、ROA与ROIC分别为19.24%、15.79%、18.79%。纵向来看，ROE下行主要与资产周转率下滑相关；横向来看，公司行业领先的ROE可归因于成本费用有效控制带来的较高净利率与较低的资产负债率。

图74：可比公司 ROE 情况



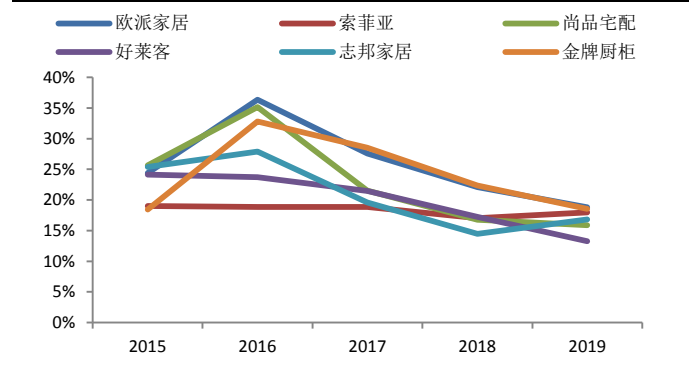
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图75: 可比公司 ROA 情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图76: 可比公司 ROIC 情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

6、关键假设与盈利预测

我们对公司主营业务进行分拆与盈利预测, 基于以下核心假设:

- 1) 公司整体橱柜业务占比略有下降, 2020-2022 年业务占比分别为 43.95%、42.14%、40.33%, 伴随规模生产效应加强, 2020-2022 年毛利率分别为 38.2%、38.7%、39.2%;
- 2) 整体衣柜收入占比稳步提升, 2020-2022 年业务占比分别为 40.32%、42.26%、44.60%, 毛利率分别为 41.7%、42.1%、42.2%;
- 3) 定制木门 2020-2022 年收入增速分别为 23.4%、21.1%、18.8%;
- 4) 整体卫浴 2020-2022 年收入增幅分别为 32.0%、26.2%、20.5%;
- 5) 公司整体毛利率保持稳定, 2020-2022 年分别为 37.2%、37.6%、37.1%。

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 151.98 亿元、178.58 亿元、206.26 亿元, 增速分别为 12.3%、17.5%、15.5%; 净利润分别为 20.81 亿元、24.66 亿元、29.02 亿元, 增速分别为 13.1%、18.5%、17.7%。

表7: 主营业务拆分与收入预测

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9710	11509	13533	15198	17858	20626
yoy (%)	36.1	18.5	17.6	12.3	17.5	15.5
营业成本	6358	7093	8684	9540	11152	12973
yoy (%)	44.4	11.6	22.4	9.9	16.9	16.3
毛利	3352	4416	4849	5658	6706	7653
毛利率 (%)	34.5	38.4	35.8	37.2	37.6	37.1
整体橱柜						
收入	5354	5765	6193	6680	7525	8318
yoy (%)	22.5	7.7	7.4	7.9	12.7	10.5
成本	3389	3470	3926	4128	4613	5058
yoy (%)	25.4	2.4	13.1	5.1	11.8	9.6
毛利	1965	2295	2267	2552	2912	3261

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率 (%)	36.7	39.8	36.6	38.2	38.7	39.2
整体衣柜						
收入	3296	4148	5167	6128	7583	9199
yoy (%)	63	25.8	24.6	18.6	23.7	21.3
成本	2151	2407	3105	3573	4390	5317
yoy (%)	68.4	11.9	29.0	15.1	22.9	21.1
毛利	1145	1741	2062	2555	3192	3882
毛利率 (%)	34.7	42	39.9	41.7	42.1	42.2
定制木门						
收入	321	475	597	737	892	1060
yoy (%)	54.2	48.0	25.7	23.4	21.1	18.8
成本	270	410	523	646	782	930
yoy (%)	51.7	51.9	27.6	23.5	21.1	18.8
毛利	51	65	74	91	110	130
毛利率 (%)	15.9	13.6	12.4	12.3	12.3	12.3
整体卫浴						
收入	303	453	624	824	1039	1253
yoy (%)	25.5	49.5	37.7	32.0	26.2	20.5
成本	245	333	461	607	765	922
yoy (%)	25.6	35.9	38.4	31.7	26.0	20.5
毛利	58	120	164	217	274	331
毛利率 (%)	18.3	26.5	26.2	26.3	26.4	26.4

资料来源: wind, 新时代证券研究所

7、估值水平与评级

7.1、相对估值

公司目前在历史估值中枢下方。公司上市以来,历史平均PE、PB分别为34.61、7.01,目前动态PE、PB分别为28.42、5.11,低于历史中枢水平,具有一定安全边际。中长期精装房渗透率提升叠加老旧小区改造、存量房翻修需求,定制家居市场仍有扩容空间。收入端,木门与卫浴预计处于高速增长期,欧铂丽品牌定位大众消费人群,将持续贡献业绩;成本端,费用控制能力优异,信息化建设推动定制流程前后端效率提升,进一步节约成本,整体盈利具有成长性。

图77: 公司历史PE走势

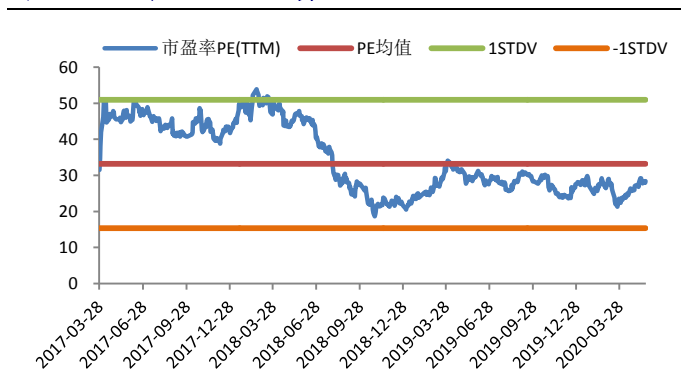
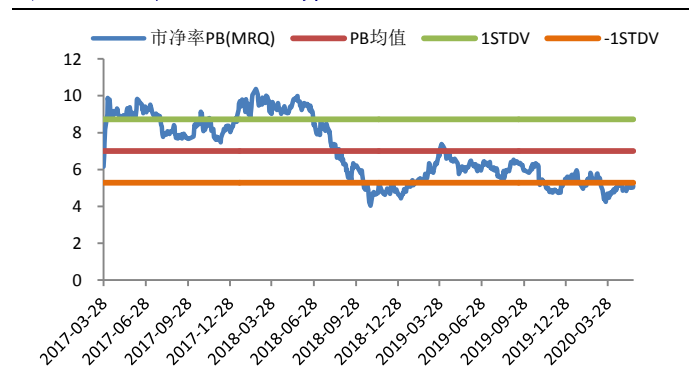


图78: 公司历史PB走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

资料来源：wind，新时代证券研究所

7.2、可比估值与投资评级

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 4.95 元、5.87 元、6.91 元，根据公司历史 PE 值与可比公司 PE 值，综合考虑公司为定制家居行业绝对龙头，产品多元布局、大家居战略市场领先、信息化建设优化成本控制、地产交房预期回暖，中长期受益于精装修房渗透率提升与消费升级，享有龙头估值溢价，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB (MRQ)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
600833.SH	欧派家居	111.34	4.20	467.82	4.38	4.95	5.87	6.91	25.00	22.10	18.70	15.90	5.11
002572.SZ	索菲亚	20.61	9.12	188.04	1.18	1.27	1.42	1.57	17.74	16.15	14.46	13.04	3.47
300616.SZ	尚品宅配	60.68	1.99	120.56	2.66	2.82	3.26	3.71	28.02	23.01	19.87	17.49	3.58
603898.SH	好莱客	13.66	3.10	42.29	1.18	1.23	1.36	1.50	13.88	11.29	10.23	9.29	1.79
603180.SH	金牌厨柜	70.64	0.68	47/84	3.61	4.16	4.89	5.66	18.51	16.96	14.41	12.46	4.14
平均值									20.63	17.90	19.42	17.05	3.62

资料来源：wind，新时代证券研究所（除欧派家居以外，其他公司盈利预测均来自于 wind 一致预期，时间截止为 2020.5.22）

8、风险分析

1) 房地产政策变动：家居属地产后周期行业，其发展与房地产市场高度相关，在我国“防风险”政策导向下，若未来房地产调控政策持续收紧，景气度下滑，下游装修需求将受到负面冲击，对公司生产经营产生一定影响。

2) 疫情期间竣工交房延迟：受肺炎疫情疫情影响，若房地产竣工继续不达预期，进而将推迟家居消费需求。

3) 原材料价格波动：公司主要原材料包括刨花板、纤维板、五金件等，且直接材料占生产成本比重较大，若未来原材料价格出现大幅波动情形，将影响产品生产成本，进而影响公司生产经营能力。

4) 市场竞争加剧：家居行业进入门槛低，且行业格局较为分散，过多竞争者进入将阻碍公司盈利能力提升。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4254	6452	7221	8498	10588	营业收入	11509	13533	15198	17858	20626
现金	2518	1467	2560	2918	5437	营业成本	7093	8684	9540	11152	12973
应收票据及应收账款合计	369	611	292	871	409	营业税金及附加	106	88	130	144	159
其他应收款	64	40	77	61	99	营业费用	1177	1310	1503	1774	2028
预付账款	88	98	110	135	148	管理费用	772	939	1156	1266	1488
存货	645	846	792	1123	1105	研发费用	632	642	519	812	874
其他流动资产	570	3390	3390	3390	3390	财务费用	-32	-70	4	-78	-170
非流动资产	6867	8362	8715	9450	10138	资产减值损失	21	0	15	16	13
长期投资	0	8	16	23	31	公允价值变动收益	0	5	1	1	1
固定资产	3458	4960	5436	6136	6821	其他收益	24	143	48	57	69
无形资产	1092	1125	1155	1195	1197	投资净收益	57	24	24	28	34
其他非流动资产	2317	2269	2108	2096	2090	营业利润	1822	2105	2405	2858	3366
资产总计	11120	14814	15937	17948	20727	营业外收入	14	27	34	31	26
流动负债	3188	3280	3096	3274	3852	营业外支出	7	13	7	7	7
短期借款	12	53	53	53	53	利润总额	1829	2119	2432	2882	3384
应付票据及应付账款合计	824	993	0	0	0	所得税	257	279	359	421	486
其他流动负债	2352	2235	3043	3221	3800	净利润	1572	1839	2073	2461	2898
非流动负债	372	1975	1667	1374	1077	少数股东损益	0	0	-8	-5	-4
长期借款	140	1602	1294	1002	704	归属母公司净利润	1572	1839	2081	2466	2902
其他非流动负债	231	372	372	372	372	EBITDA	2116	2623	2874	3335	3868
负债合计	3560	5255	4762	4647	4929	EPS(元)	3.74	4.38	4.95	5.87	6.91
少数股东权益	0	0	-8	-13	-17						
股本	420	420	588	588	588						
资本公积	2971	2982	2814	2814	2814						
留存收益	4310	5834	7586	9590	11843						
归属母公司股东权益	7561	9559	11182	13314	15815						
负债和股东权益	11120	14814	15937	17948	20727						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2018	2156	2319	2099	4268
净利润	1572	1839	2073	2461	2898
折旧摊销	353	439	451	494	578
财务费用	-32	-70	4	-78	-170
投资损失	-57	-24	-24	-28	-34
营运资金变动	82	-171	-184	-748	999
其他经营现金流	101	142	-1	-1	-1
投资活动现金流	-2313	-4654	-779	-1199	-1230
资本支出	2292	1831	345	728	681
长期投资	-63	-2851	-8	-7	-7
其他投资现金流	-83	-5674	-441	-479	-557
筹资活动现金流	-359	1441	-446	-541	-519
短期借款	-88	40	0	0	0
长期借款	140	1462	-308	-293	-297
普通股增加	-0	-0	168	0	0
资本公积增加	20	11	-168	0	0
其他筹资现金流	-432	-72	-138	-249	-222
现金净增加额	-675	-1051	1093	358	2519

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	17.6	12.3	17.5	15.5
营业利润(%)	20.4	15.5	14.3	18.8	17.8
归属于母公司净利润(%)	20.9	17.0	13.1	18.5	17.7
获利能力					
毛利率(%)	38.4	35.8	37.2	37.6	37.1
净利率(%)	13.7	13.6	13.7	13.8	14.1
ROE(%)	20.8	19.2	18.6	18.5	18.3
ROIC(%)	29.9	23.4	23.9	24.0	28.8
偿债能力					
资产负债率(%)	32.0	35.5	29.9	25.9	23.8
净负债比率(%)	-28.2	5.1	-5.3	-9.3	-25.6
流动比率	1.3	2.0	2.3	2.6	2.7
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	39.5	27.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.1	9.6	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.74	4.38	4.95	5.87	6.91
每股经营现金流(最新摊薄)	3.95	1.29	5.52	5.00	10.16
每股净资产(最新摊薄)	17.99	22.01	25.88	30.95	36.90
估值比率					
P/E	29.3	25.0	22.1	18.7	15.9
P/B	6.1	5.0	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	29.4	24.2	21.7	18.5	15.2

资料来源: wind, 新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>