

## 家居行业

### 欧派家居（603833）

#### 推荐（首次）

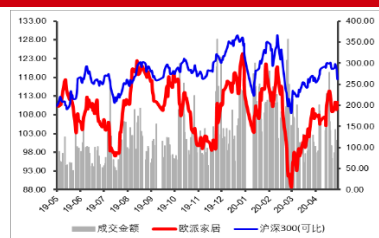
##### 市场数据（2020-05-22）

收盘价（元）	111.3
52周最高/最低（元）	125/87

##### 基础数据

总股本（百万股）	420
流通A股（百万股）	420
流通A股市值（亿元）	468
每股净资产（元）	21.77

##### 股价走势图



数据来源：Wind，研究与战略发展部

##### 研究员

贾俊超  
 执业证书编号：S0070517080001  
 电话：010-83991736  
 邮箱：jjajc@grzq.com

##### 相关报告

## 定制家居行业龙头，有望借助渠道向巨头迈进

### ——欧派家居深度报告

#### 盈利预测

单位：百万元；每股单位：元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509.39	13533.36	12893.08	15341.77	17972.14
增长率（%）	18.53%	17.59%	-4.73%	18.99%	17.15%
归母净利润	1571.86	1839.45	1730.58	2203.64	2637.60
增长率（%）	20.90%	17.02%	-5.92%	27.34%	19.69%
每股收益	3.74	4.38	4.12	5.24	6.28
市盈率（倍）	29.76	25.43	27.03	21.23	17.74

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

#### 投资要点

- **家居行业：短期关注大宗渠道的崛起，长期逻辑在于集中度提升。**地产红利式微导致家居行业增速放缓，但仍存在结构性机遇。我们看到大宗渠道受益于精装房渗透率提升而保持高速增长，短期是定制家居企业增流量的主要方向，龙头最为受益。长期看，存量房需求将成为主流，同时具备TB和TC渠道优势的龙头将充分受益。格局方面，定制家居行业格局分散，呈典型的“大行业、小公司”格局，我们测算收入端口径的CR3约18%，相比海外家居格局仍有较大的提升空间。未来家居行业的核心看点在于龙头企业依靠竞争优势实现份额的提升。
- **核心壁垒：渠道取胜，品牌助力，产品为基。****渠道力：**公司的核心壁垒在于渠道，相比之下，公司坐拥行业最优秀的经销商资源，体现为行业最多的经销商数、店面数以及处于行业前列的单店提货额。**品牌力：**我们认为在目前分散的格局下，短期品牌力并不是决定企业发展的核心，相比之下，渠道力作用更为重要。但品牌的背书能在一定程度上影响消费者的决策，赋能经销商，目前欧派的品牌影响力在家居行业排名第一，能够助力其零售渠道产品销售以及整装渠道的拓展。**产品力：**产品是企业发展的基础，由于定制家居行业产品壁垒并不高，企业之间的产品风格、质量很难拉开差距，不过多品类拓展方面，短期龙头发展领先，但从长期发展的角度看，这块也很难拉开

差距。目前欧派多元化拓展具备领先优势，短期能够支撑其稳健增长。

- **未来驱动力：全渠道发展拓流量，多元化布局提客单价。** **流量拓展方面：**1) **零售渠道：**公司依靠线上平台进行引流，逐步追赶尚品、索菲亚。同时线下创新拓展微店、社区店，布局市场空白区域，实现流量的拓展。2) **大宗渠道：**公司的大宗业务优势突出，短期公司有望借助工程红利，实现业务的稳健增长。3) **整装渠道：**公司依靠品牌优势，整装渠道拓展顺利，目前已实现了 275 家整装经销商的加盟，后续整装业务有望成为公司长期增长点。**客单价方面：**公司加大品类的扩张，后续可以依托整装业务，带动全品类发展，进而实现客单价的提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 17.31 亿元、22.03 亿元、26.37 亿元，对应 EPS 分别为 4.12 元、5.24 元、6.28 元。对应前日收盘价 PE 分别为 27X、21X、18X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险因素：**精装房发展不及预期，公司品类拓展不及预期，整装业务拓展不及预期。

## 与市场不同的认识

### 1) 市场认为地产红利不在，行业增长将承压，企业增长空间较小

我们认为定制家居龙头的成长空间巨大。首先，在行业层面，短期大宗渠道，长期存量房装修、渗透率提升、客单价提升等因素，仍将驱动定制家居市场规模稳健增长。格局方面，目前行业格局十分分散，我们测算行业 CR3 的市场份额仅 18%，未来龙头有望通过自身综合能力推动行业整合，实现集中度提升，进而带动企业规模的增长。所以，地产影响的只是行业的增速中枢，一线龙头依然可以通过份额的提升实现规模的增长。

### 2) 市场认为定制家居行业模式创新不足，壁垒不高

目前市场仍有很多人认为定制家居就是定制单体柜的行业，模式较为传统，且壁垒不高。与市场观点不同，我们认为，目前定制家居行业已经到了从传统向新模式、新业态转型的拐点：一方面，行业增量红利式微，渠道多元化、碎片化导致企业经营模式更加多元，包括大宗渠道、线下新零售、前端整装模式的拓展等，都将成为企业未来拓展流量的新方向。另一方面，目前行业已经从单一的柜体设计向全屋整装大家居、智能家居等方向拓展，这些新业态是海外没有的业态，也是未来国内定制家居新的增长点。而随着新模式、新业态的兴起，提前布局的企业，所带来的竞争壁垒会越来越强。

### 3) 市场担忧公司线上引流弱于尚品，未来发展可能受限

目前从各个平台的粉丝数量来看，公司的线上引流相比尚品、索菲亚确实存在一些差距。不过我认为，这种差距所体现的壁垒并不高，后期公司加大平台营销投入，有望实现快速追赶。而目前家居行业“线上引流+线下体验”的模式，决定了线下渠道是影响转化率高低的重中之重。公司拥有全行业最优秀的经销商资源，同时借助公司的品牌、产品优势，未来仍有望实现穿越周期增长。短期线上引流落后，并不能决定公司长期的发展。

## 目录

<b>1. 欧派家居：定制家居行业领军者</b>	<b>7</b>
1.1 公司基本情况简介	7
1.2 公司经营能力优异，近年来业绩高速增长	7
1.3 公司盈利能力领先，且逐步提升	9
<b>2. 行业空间仍在，格局分散为长期看点</b>	<b>11</b>
2.1 空间：短期精装驱动，长期看渗透率和存量房	11
2.1.1 短期：新房流量承压，家装、精装流量驱动行业增长	11
2.1.2 长期：存量房与渗透率提升驱动市场规模增长	12
2.2 格局：行业集中度低，一线品牌增长潜力大	13
<b>3. 核心壁垒：渠道取胜，品牌助力，产品为基</b>	<b>14</b>
3.1 渠道力：公司占据业界优秀销售资源，渠道管控能力强	14
3.1.1 公司门店数量大幅领先，单店提货额更具优势	14
3.1.2 公司对渠道的管控能力强，文化建设领先	15
3.2 品牌力：长久以来积累的口碑，与渠道呈正反馈	16
3.3 产品力：主要看服务和效率，欧派优势领先	17
<b>4. 未来驱动力：全渠道拓流量，多品类提单价</b>	<b>19</b>
4.1 拓流量：全渠道布局拓流量，全面提升渠道竞争力	19
4.1.1 零售渠道：加大线上引流投入力度，完善线下体验模式	19
4.1.2 工程渠道：未来主要的增量渠道，公司具备领先优势	20
4.1.3 整装渠道：与地方合作，提升渠道流量占比	21
4.2 提单价：依靠整装大家居模式，带动多品类销售	23
<b>5. 投资建议与估值</b>	<b>24</b>
5.1 盈利预测	24
5.2 估值与投资建议	26

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图	7
图 2: 欧派家居 2011-2019 的收入情况 (CAGR25%)	7
图 3: 欧派家居收入在可比企业规模优势明显 (亿元)	7
图 4: 欧派家居 2011-2019 的利润增速情况 (CAGR48%)	8
图 5: 欧派家居利润在可比企业规模优势最为显著	8
图 6: 衣柜等新兴品类收入占比逐年提升	8
图 7: 衣柜、木门、卫浴仍保持中高速增长	8
图 8: 欧派家居近年来渠道收入结构变动情况 (%)	9
图 9: 大宗渠道收入仍保持高速增长	9
图 10: 公司近年来的盈利能力持续提升	9
图 11: 定制企业受地产影响增速小幅下滑	11
图 12: 衣柜精装市场规模预测	12
图 13: 橱柜精装市场规模预测	12
图 14: 中国住宅市场规模及变化 (万套)	13
图 15: 2019 年橱柜市场份额情况	14
图 16: 2019 年衣柜市场份额情况	14
图 17: 公司橱柜门店数量远高于行业可比公司	14
图 18: 公司衣柜门店数量仅次于龙头索菲亚	14
图 19: 橱柜单店提货额领先于行业其他公司 (元)	15
图 20: 衣柜单店提货额仅次于龙头索菲亚 (元)	15
图 21: 各定制家居企业广告费用率	16
图 22: 各定制家居企业的广告费用	16
图 23: 公司历年橱柜的销量和均价情况	17
图 24: 公司历年衣柜的销量和均价情况	17
图 25: 主要家具企业大宗业务占比情况	21
图 26: 2019 年主要上市企业大宗渠道毛利率情况	21
图 27: 整装模式下的三方参与者	22
图 28: 公司整装大家居经销商拓展情况	22
图 29: 公司整装业务中, 各品类收入情况	23
图 30: 公司整装收入中, 各品类占比情况	23

## 表格目录

表 1: 对标公司 ROE 情况	10
表 2: 对标公司净利率情况	10
表 3: 对标公司各项费用率对比 (2019)	10
表 4: 对标公司资产周转率情况对比	10
表 5: 权益乘数对比	10

表 6: 定制家居企业大宗业务近年来保持高速增长.....	12
表 7: 定制家居行业空间测算 .....	13
表 8: 公司对经销商的资金实力有明确的要求, 与单店提货额基本匹配.....	16
表 9: 各定制家居企业的原材料来源情况 .....	17
表 10: 公司产品多样性布局相对更加完善 .....	18
表 11: 定制家居企业品类生产周期情况 .....	19
表 12: 各平台粉丝情况 (万人) .....	19
表 13: 家居行业线下开店新模式 .....	20
表 14: 近年来欧派家居大宗业务规模持续保持行业领先.....	21
表 15: 公司对于家装企业的招标条件.....	22
表 16: 公司整装业务未来收入的天花板预测.....	23
表 17: 橱柜业务收入预测 .....	24
表 18: 衣柜业务收入预测 .....	24
表 19: 木门+卫浴收入预测 .....	25
表 20: 公司主要财务指标预测.....	25
表 21: 对标公司估值情况对比.....	26

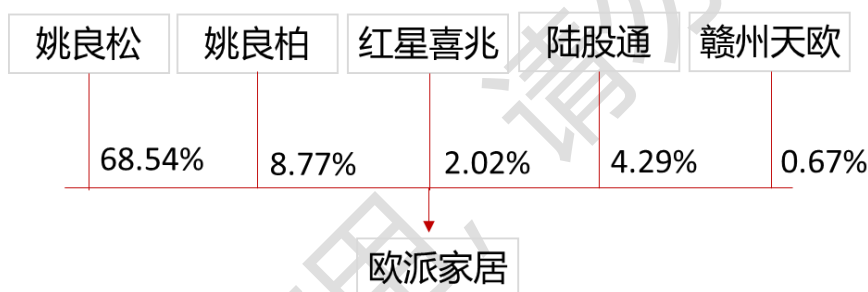
# 1. 欧派家居：定制家居行业领军者

## 1.1 公司基本情况简介

欧派家居成立于 1994 年，是国内领先的高品质家居产品配置、一站式家居设计方案、人性化的家居综合服务商。公司由定制橱柜起步，并从橱柜向全屋产品延伸，逐渐覆盖到整体衣柜（欧派全屋定制）、整体卫浴、定制木门、金属门窗、软装、家具配套等整体家居产品。

**公司控股权高度集中。**截至 2020 年一季度末，公司实际控制人姚良松及其弟合计持股 77.31%。值得一提的是，红星美凯龙子公司红星喜兆持有公司股份 3.08%，为公司第三大股东，美凯龙对于公司的渠道拓展具有积极意义。

图 1：公司股权结构图

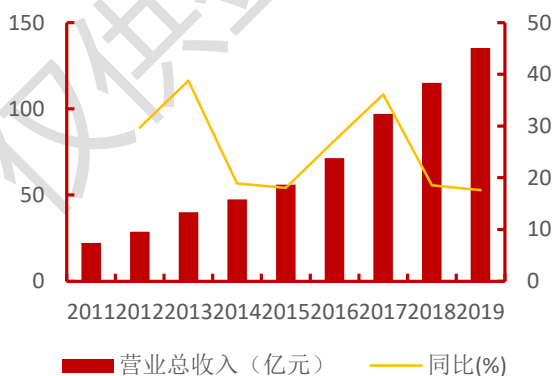


数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

## 1.2 公司经营能力优异，近年来业绩高速增长

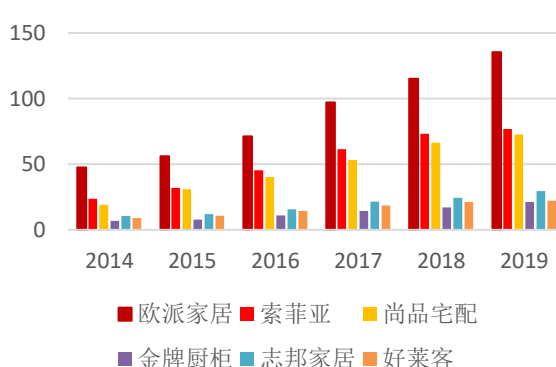
从收入端来看，2011-2019 年，公司主营业务收入由 22.2 亿元提升 135.3 亿元，复合增长率达到 25%；在此背景下业绩端增长也较为亮眼，2011-2019 年复合增速达 47%。不过，受疫情影响，2020Q1 公司的收入、利润分别下滑 35%、211%。从纵向对比来看，公司的规模优势特别显著，2019 年公司的收入和利润基本为龙二、龙三收入之和。

图 2：欧派家居 2011-2019 的收入情况（CAGR25%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3：欧派家居收入在可比企业规模优势明显（亿元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

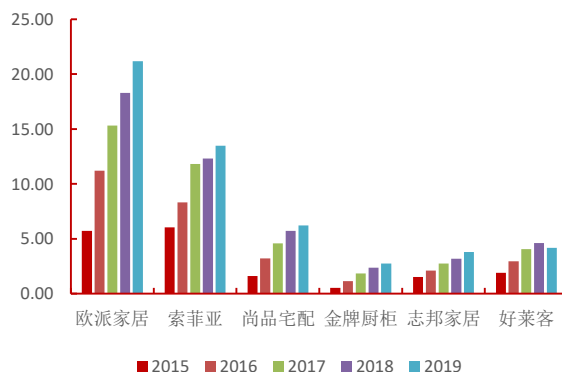


图 4：欧派家居 2011-2019 的利润增速情况(CAGR48%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

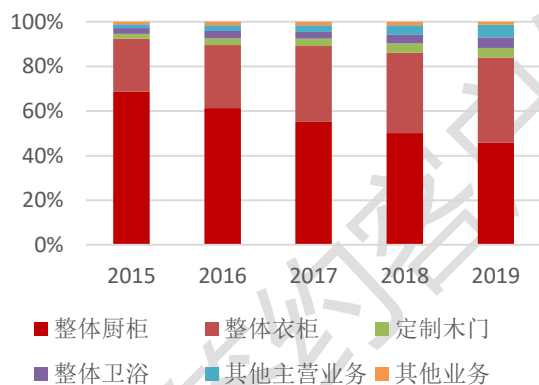
图 5：欧派家居利润在可比企业规模优势最为显著



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

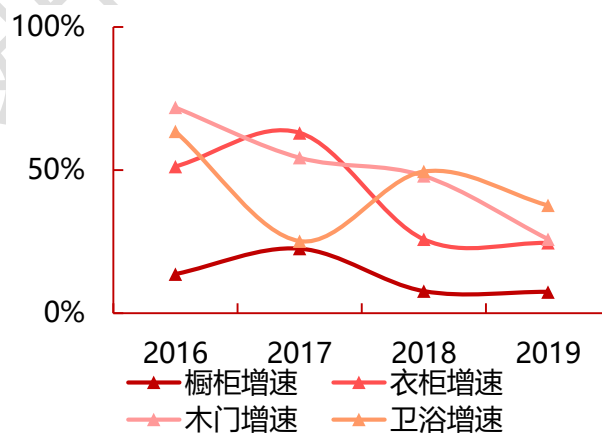
分业务来看，厨柜优势稳固，衣柜快速追赶。公司目前主要的收入来自于厨柜和衣柜，2019 年两项业务合计占比约 84%，不过，衣柜的收入占比逐年提升，由 2015 年的 24% 提升至 2019 年的 38%，提升幅度显著，目前已经成为公司的第二大主营业务，仅次于衣柜龙头索菲亚的规模。在厨衣业务的带动下，公司木门、卫浴业务保持较快增长，这两项业务的收入比重由 2015 年的 5% 提升至 2019 年的 9%，整体保持较快的增长。

图 6：衣柜等新兴品类收入占比逐年提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 7：衣柜、木门、卫浴仍保持中高速增长

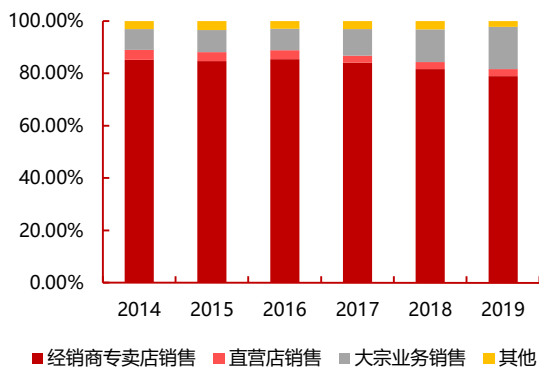


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

分渠道看，零售渠道占比仍较高，大宗保持高速增长，整装渠道开始逐步拓展。从结构上看，目前公司线下零售渠道（包括直营）的比重仍很高，2019 年占比接近 82%。不过，随着精装修渗透率的提升，公司大宗业务从 2017 年开始快速增长，目前占收入比重已经达到 16.18%，相比 2015 年提升了近 8 个 pcts。2019 年大宗业务仍保持 53% 的高速增长，远高于经销渠道的 14% 增速。整装业务是公司近年来新拓展的渠道，目前处于初级拓展阶段，不过，从门店拓展情况来看整体进展较为顺利。

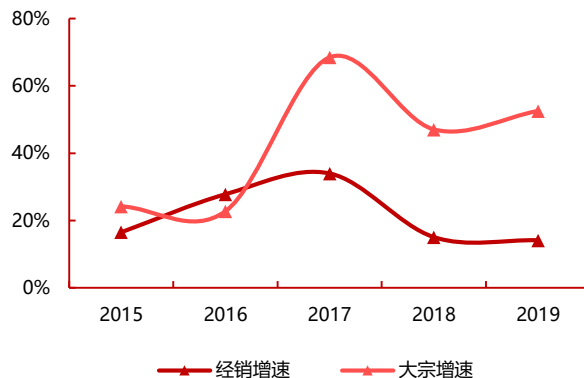


图 8：欧派家居近年来渠道收入结构变动情况（%）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 9：大宗渠道收入仍保持高速增长

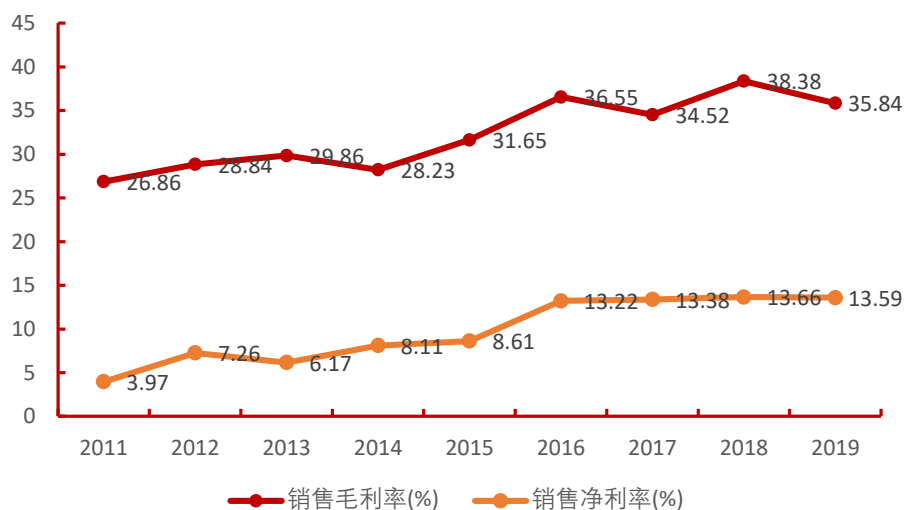


数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

### 1.3 公司盈利能力领先，且逐步提升

从 2011 年开始，不论是毛利率还是净利率，均呈现逐年上升的趋势。不过，公司的毛利率在 2017 年同比下滑接近一个百分点，主要在于产品小幅降价所致。2018 年公司毛利率大幅回升，主要在于公司小幅提价和原材料成本下降，2019 年再次下滑主要是低盈利能力的大宗业务占比提升以及竞争加剧下的小幅降价。整体看，公司的盈利能力在持续波动的上升。

图 10：公司近年来的盈利能力持续提升



数据来源：互联网渠道，国融证券研究与战略发展部

从横向比较来看，公司盈利能力保持行业领先。2019 年公司 ROE 为 21.66%，拆分来看，公司高 ROE 主要来自于较高的盈利能力（销售净利率）和资产周转率，而背后体现的是欧派在品牌、渠道和产品等方面多年的积累的优势。我们看到，公司的销售费用率仅 10% 不到，远低于二线龙头，一方面是源于其规模效应下的经销模式，另一方面，则是源于其较高的品牌力。

表 1：对标公司 ROE 情况

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	金牌厨柜	志邦家居	好莱客	我乐家居
2016	39.45	22.55	35.20	39.53	30.49	24.10	25.32
2017	25.75	21.98	18.00	27.78	20.01	22.45	16.03
2018	22.72	20.64	17.08	22.65	15.42	17.38	13.05
2019	21.66	21.34	16.14	22.92	17.59	15.06	17.29

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 2：对标公司净利率情况

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	金牌厨柜	志邦家居	好莱客	我乐家居
2016	13.22	14.07	6.35	8.76	11.32	17.60	10.15
2017	13.38	14.68	7.14	11.56	10.86	18.68	9.14
2018	13.66	13.19	7.18	12.35	11.22	17.92	9.41
2019	13.59	14.24	7.28	11.39	11.12	15.97	11.56

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 3：对标公司各项费用率对比（2019）

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	金牌厨柜	志邦家居	好莱客	我乐家居
期间费用率	20.85	20.39	33.61	24.55	25.55	22.22	29.64
销售费用率	9.68	9.96	27.16	15.91	15.62	13.52	22.22
管理费用率	11.68	10.10	6.49	8.77	10.21	8.46	7.38
财务费用率	-0.51	0.33	-0.03	-0.12	-0.28	0.24	0.04

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

同时，公司的高资产周转率也是 ROE 偏高的主要原因。我们看到 2019 年公司的周转率为 1.04，相比于二线龙头具有领先的优势。在权益乘数方面，相比之下，家居公司的权益乘数基本均在 1.5 左右，我们发现公司未有明显的优势。

表 4：对标公司资产周转率情况对比

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	金牌厨柜	志邦家居	好莱客	我乐家居
2016	1.51	1.07	2.15	1.38	1.30	1.05	1.53
2017	1.28	0.99	1.59	1.19	1.07	0.91	1.11
2018	1.11	0.98	1.34	0.99	0.90	0.79	0.89
2019	1.04	0.94	1.27	0.94	1.01	0.68	0.93

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 5：权益乘数对比

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	金牌厨柜	志邦家居	好莱客	我乐家居
2016	1.92	1.34	2.58	2.94	2.11	1.36	1.64
2017	1.55	1.44	1.74	1.84	1.54	1.22	1.55
2018	1.47	1.46	1.75	1.88	1.49	1.25	1.56
2019	1.55	1.44	1.74	2.20	1.60	1.44	1.64

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

展望未来，考虑到后续新业务的拓展可能会影响短期的利润率，以及募集资金进行产能扩建将影响短期的资产周转率，公司的 ROE 会存在下降的可能。

不过我们也要考虑到随着规模扩大带来的单位成本下降所带来的毛利率空间提升。整体来看，即使新业务拓展会导致 ROE 的小幅下调，但基于强大传统业务优势，公司仍将维持高于行业的回报水平，相比其他公司仍具有领先优势。

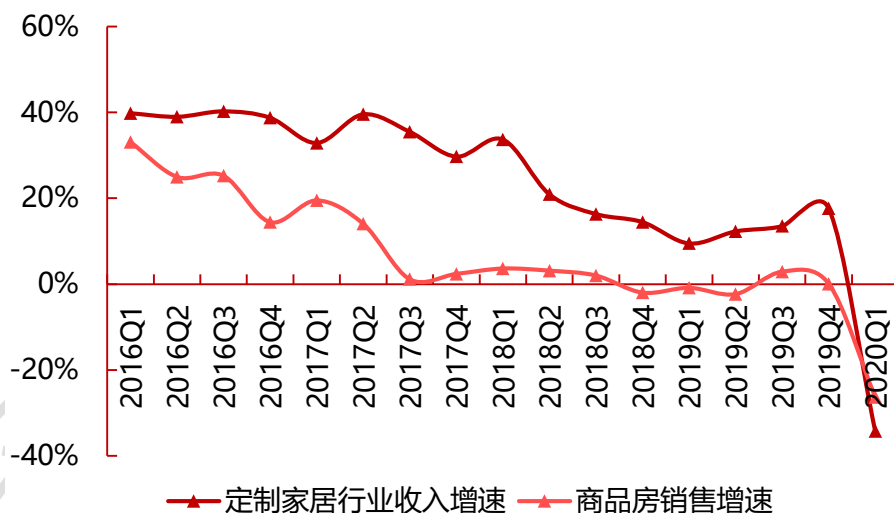
## 2. 行业空间仍在，格局分散为长期看点

### 2.1 空间：短期精装驱动，长期看渗透率和存量房

#### 2.1.1 短期：新房流量承压，家装、精装流量驱动行业增长

定制家居与地产景气度息息相关。定制行业始于上世纪 90 年代，享受了一波房地产销售高速增长的红利，上市公司通过粗狂式的开店，实现了高速增长。从定制家居行业上市公司营业收入来看，2014-2017 年，年均增速均在 30% 以上。而 2018 年以来，随着地产新房销售增速的放缓，家居行业受此影响，收入端、业绩端增速也呈现放缓的趋势。

图 11：定制企业受地产影响增速小幅下滑



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

虽然地产销量增速持续放缓，但细分领域仍存在差异化，短期精装房有望成为行业的主要增量来源。目前新房主要包括精装房和毛坯房。受政策推动，精装房的销量以及渗透率在逐步的提升。根据奥维云网数据，从 2016 年开始，我国精装修市场的渗透率由 10% 提升至 2019 年的 32%。而目前美国、日本的精装房渗透率都在 80% 以上，未来我国精装修市场的渗透率也有望向发达国家看齐，在政策推动下，未来发展空间较大。

从定制家居上市公司来看，近年来大宗业务已经成为其业务的主要增长点。2019 年，欧派家居大宗业务收入增速为 53%，在较大的基数之下仍能实现高增速，而其他定制企业的大宗业务，均有较高的增速，可见，目前大宗业务将成为定制家居企业的主要增长来源，具备大宗业务优势的企业将会受益。

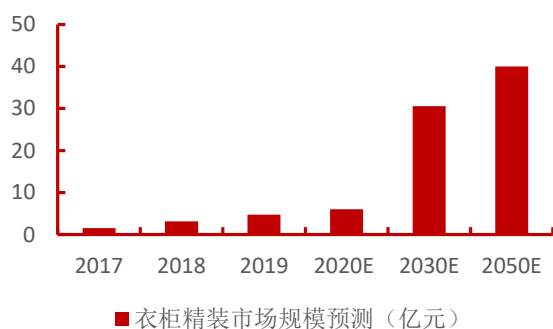
表 6：定制家居企业大宗业务近年来保持高速增长

公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居		24%	23%	68%	47%	53%
索菲亚			18%	117%	104%	56%
志邦家居		-4%	64%	60%	-1%	64%
金牌厨柜		-15%	64%	70%	64%	149%
我乐家居		-7%	-22%	-41%	151%	171%

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

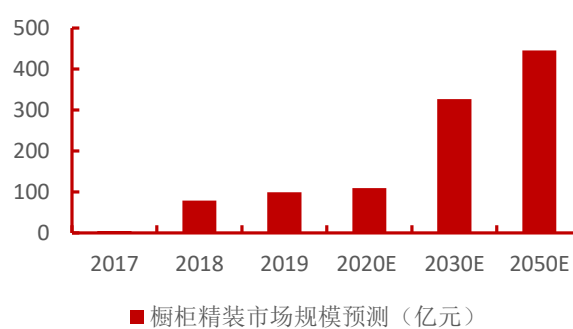
那么精装房将带动各品类的空间有多大？定制橱柜方面，橱柜在精装修市场配置率极高（98%），与精装市场相关大。我们测算，2019 年橱柜精装规模为 99 亿元，占总规模不到 10%。如果 2030/2050 年的精装修渗透率达到 60%、80%，那么拉动橱柜的规模分别为 326 和 445 亿，相比 2019 年有较大的增长空间。定制衣柜方面，目前衣柜的配套率不到 10%，与精装修市场相关性较低。我们预计 2030/2050 精装房渗透率为 60%、80%，衣柜的渗透率均为 15%，那衣柜精装修的市场空间为 31 亿和 40 亿，整体规模有限。

图 12：衣柜精装市场规模预测



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

图 13：橱柜精装市场规模预测

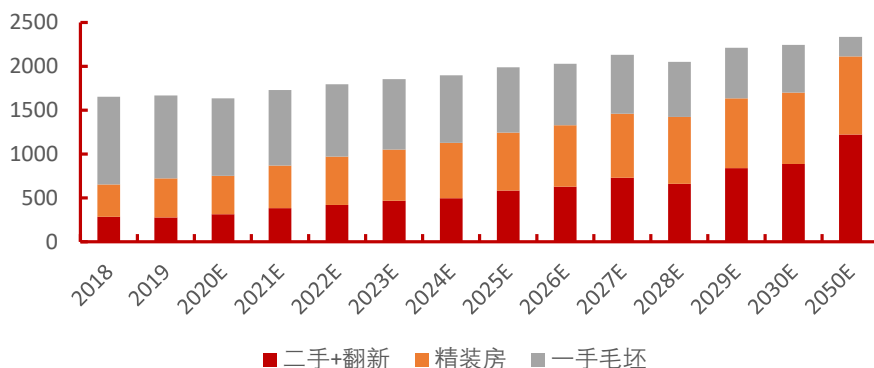


数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

### 2.1.2 长期：存量房与渗透率提升驱动市场规模增长

从长期来看，存量房更新将成为家居行业主要驱动力。我们对存量房翻新需求在内的定制家居消费需求结构进行测算：1）假设 2020-2050 年销售面积增速持续缓慢下滑，2050 年远期稳定新增 1100 万套/年新房销售；2）新房每五年换手，换手率约 20%；3）新房翻新周期为 20 年，翻新比例为 70%。测算结果显示，从目前来看，一手毛坯房仍占据销售的主导地位。2025 年，我们预计一手毛坯房、精装房和翻新需求三分天下。到 2050 年，翻新需求将成为主导。

图 14：中国住宅市场规模及变化（万套）



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

我们认为行业前期的高增长红利将会结束，未来低速增长将是常态。2018年以前，受益于地产的红利，定制家居行业整体增速较好。不过2018年以后，定制家居行业增速开始换挡，从2018年的19%下降至2019年的7%，不过其中细分行业仍有差异，橱柜由于其较高的渗透率，2019年增速基本维持个位数的增长。而衣柜受益于较低的渗透率，2019年仍能维持10%的增速。

表 7：定制家居行业空间测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E
定制橱柜规模（亿元）	618	704	732	733	784
定制衣柜规模（亿元）	309	379	418	447	502
其他柜体数（亿元）	142	188	216	240	279
定制家具市场合计（亿元）	1069	1271	1366	1419	1565
橱柜增速		14%	4%	0%	7%
衣柜增速		23%	10%	7%	12%
其他柜体增速		32%	15%	11%	17%
合计增速		19%	7%	4%	10%

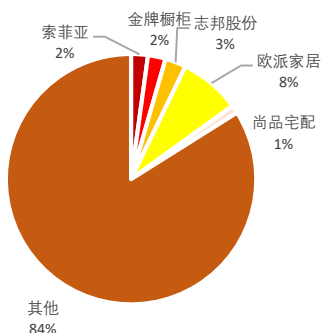
数据来源：国家统计局，公司公告，国融证券研究与战略发展部

从房地产的发展趋势来看，家居行业的需求主要来自于：短期仍看新房，其中精装修是增长方向，那些具备大宗优势的企业，短期成长确定性更高。而长期来看，存量房的翻新改造需求将成为主流，所以家居企业的C端布局也不能落下，而随着消费者信息获取的途径越来越多元化、碎片化，能够多元化布局渠道，实现精细化管理的企业，有望抢占存量房改造的客流，实现快速增长。

## 2.2 格局：行业集中度低，一线品牌增长潜力大

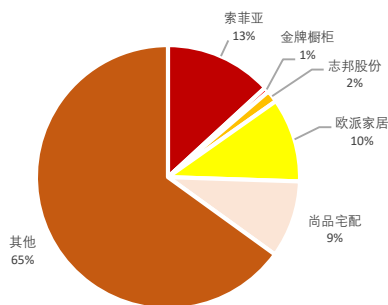
面对千亿市场的规模，我国定制家居行业的集中度仍偏低。2019年，国内定制橱柜和衣柜市场的CR3分别为13%和32%以上。定制橱柜领域，欧派以8%的市占率位居行业龙头。定制衣柜领域，索菲亚以13%的市占率位居龙头。目前家居行业整体呈“大行业，小公司”格局，从行业发展的机会角度来讲，虽然地产红利渐行渐远，但大空间之下，分散的竞争格局为行业龙头企业提供了成长的机遇，未来看好具有强竞争的龙头持续增长。

图 15：2019 年橱柜市场份额情况



数据来源：国家统计局，公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 16：2019 年衣柜市场份额情况



数据来源：国家统计局，公司公告，国融证券研究与战略发展部

### 3. 核心壁垒：渠道取胜，品牌助力，产品为基

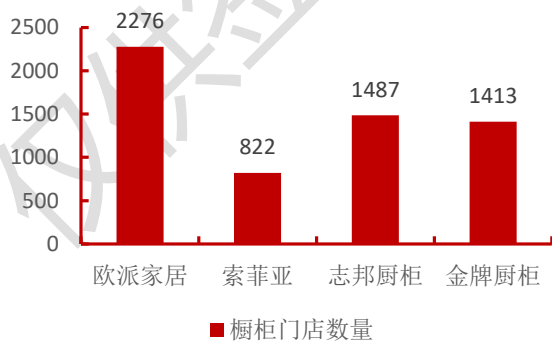
#### 3.1 渠道力：公司占据业界优秀销售资源，渠道管控能力强

从目前来看，地产红利式微背景下，行业增量越来越少，未来企业如果想要做大更需要磨练强大的竞争力。目前行业最大的变化在于需求端增速降档而渠道端开始分化：从过去的以零售为主，转变为精装房、整装、零售共存的局面，渠道的碎片化与多元化导致竞争者也更加多元。可见，目前行业渠道端的变化应该是最为核心的矛盾，那欧派家居是如何打造自己的渠道力来实现差异化的胜出呢？

##### 3.1.1 公司门店数量大幅领先，单店提货额更具优势

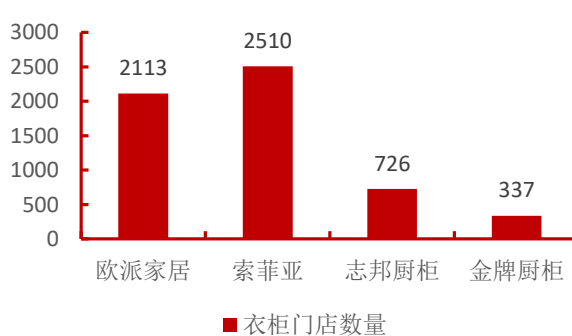
公司目前拥有家居行业最大的终端销售网络，包括经销商专卖店和直营店门店，数量超过 7000 家，远超前行业其他公司，从细分品类上来看，公司 2019 年橱柜门店数量为 2276 家，排名行业第一；而衣柜的数量为 2113 家，仅次于龙头索菲亚。从数量来看，公司的销售网络布局应该是行业最为完善的。

图 17：公司橱柜门店数量远高于行业可比公司



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 18：公司衣柜门店数量仅次于龙头索菲亚

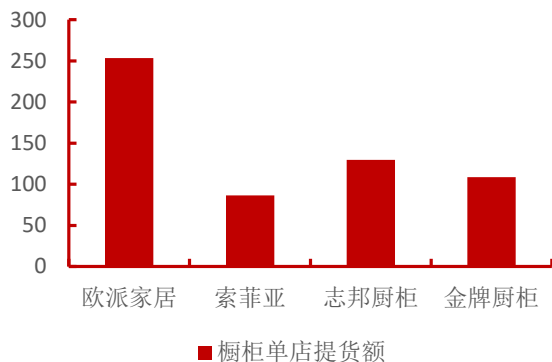


数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部



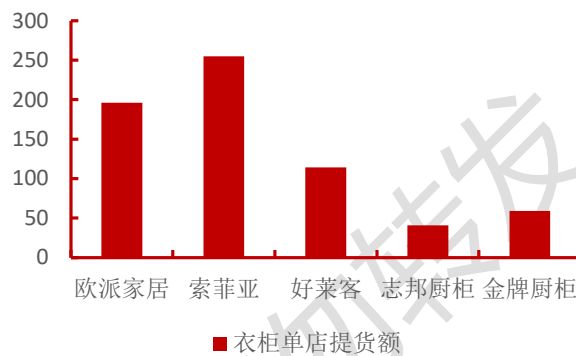
从渠道质量的情况来看，公司的单店提货额在行业排名更具优势。例如橱柜单店提货额业内排名第一；而衣柜单店提货额排在行业第二，仅次于龙头索菲亚。从质量看，欧派门店质量也是领先的。

图 19：橱柜单店提货额领先于行业其他公司（元）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 20：衣柜单店提货额仅次于龙头索菲亚（元）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

我们认为，目前渠道最稀缺的资源就是优质的经销商资源，欧派在这方面占据优势：目前行业人才匮乏，优质经销商无法速成，很难复制替代。欧派家居的几千家经销商都是当地行业里优秀人才，他们才是核心资源，而单店提货额较高，正是其能力的验证。

### 3.1.2 公司对渠道的管控能力强，文化建设领先

其实，市场上也有很多人存在这样的疑问：就是为什么欧派的渠道相比其他企业的渠道更具优势。我们认为，更深层次的原因应该在于管理和文化上。在渠道的管控方面，目前市场上各定制家居企业均向更加市场化、狼性的方向变革，如索菲亚 2018 年提升了经销商的淘汰率（从 2%左右的水平提升至 8%左右），金牌厨柜开始经销商分级管理、提升淘汰率等。而上述企业对渠道的管理无不借鉴了欧派的管理经验。我们认为，欧派能够拥有优秀的经销商资源，不仅仅在于其敢花钱投入，也更在于其对于成熟的渠道管理制度和先进的文化引领：

1) **准入机制：招商阶段严格筛选，竞争入围。**公司对经销商的资金实力、可开店数目、总经营面积均有精细化量化指标，同时要求经销商是从事建材家居或相关行业的市场精英、在当地市场销售业绩排名靠前、在当地拥有良好的社会关系、在当地主流建材卖场拥有铺位优先。招商阶段同样强调竞争制度，对于 B3 级以上的市场（地级），原则上要求有 2 家以上的加盟商进行竞选，最高不超过 4 家，确保每一个经销商均是优中选优。

2) **考核与退出机制：**公司根据市场级别和重要性，公司将全国市场细分为九级，实行经销商千分考核制，将考核结果在九级市场中分类排名，每类市场再划分为九个等级，对每个等级实施不同的提货价管理，借此来激励经销商。**严格的经销商末位淘汰制度**，公司规定每年排在后 5%的经销商，将进入淘汰行列；排在后 25%的经销商，则接到总部的警示，必要时接受总部约谈，并需提交下年度提升业绩的经营承诺书。



表 8：公司对经销商的资金实力有明确的要求，与单店提货额基本匹配

单位：万元	A1 级市场	A2 级市场	B1 级市场	B2 级市场	B3/C1 级市场	C2/3/4 级市场
欧派橱柜	600	500	300	150	80	50
欧派衣柜	300	200	120	80	60	50
欧柏丽	200	150	100	80	50	40
卫浴	300	200	120	80	60	50
木门	300	200	120	80	60	50

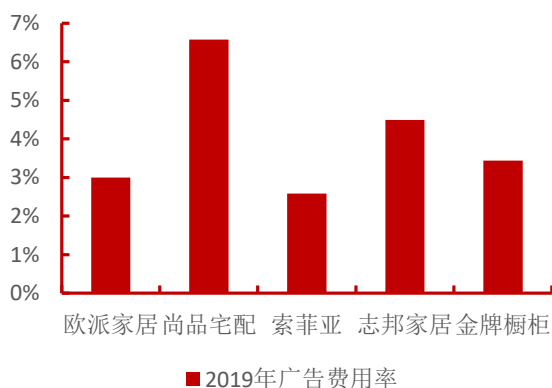
数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

3) 文化引领：我们从公司对于经销渠道准入、考核与退出机制可以看出，公司有意通过狼性化管理，实现经销商之间的合理竞争，保障渠道长久不衰的动力。同时，公司重视渠道的培训教育，通过搭建完善的经销商培训体系，向经销商输送优质的培训资源。

### 3.2 品牌力：长久以来积累的口碑，与渠道呈正反馈

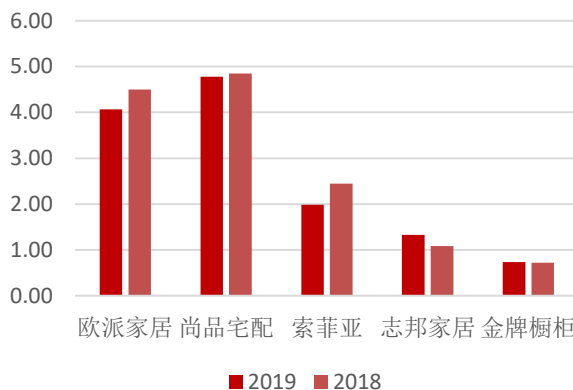
品牌力是企业多年来提供优质的产品和服务，以及品牌宣传所积累起来的口碑，与企业规模形成正反馈。欧派作为行业里唯一营收破百亿的上市公司，高收入基数所带来的费用投入将更具优势，目前欧派家居广告费用率处于业内低位水平，但广告费用的绝对值却是行业领先，长期正向反馈之下，欧派的品牌效应肯定是越来越好。

图 21：各定制家居企业广告费用率



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

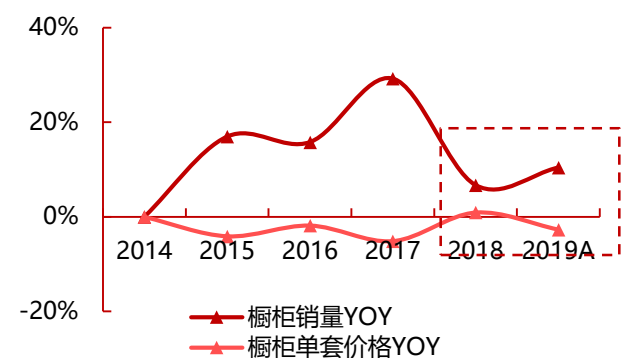
图 22：各定制家居企业的广告费用



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

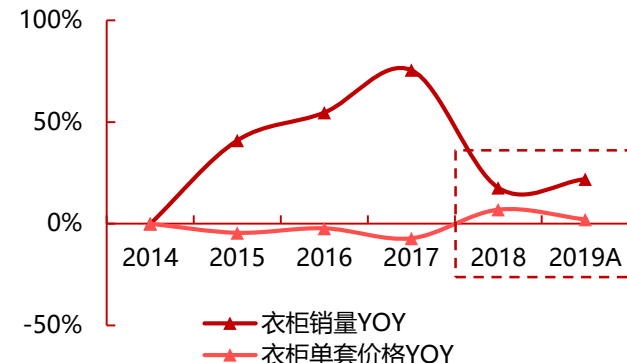
在定制家居行业里，公司的品牌力较强。我们通过公司产品端的价格与销量变化发现，公司在 2018 年行业下行周期中，对橱柜和衣柜等产品进行了小幅提价，相应的销量增速也有不错的表现；而 2019 年行业竞争加剧，公司橱柜的小幅降价所带来的产品销量弹性也不容忽视，衣柜小幅涨价也带来较高的销量弹性。可见，从价格政策实施的效果来看，公司的品牌在 C 端确实具有一定的议价力。

图 23：公司历年橱柜的销量和均价情况



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

图 24：公司历年衣柜的销量和均价情况



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

不过，家居行业的品牌建设，是一个漫长的过程，受制于家具产品“高价、低频”消费特性，短期依靠大规模的广告费用投入可能效果有限。因此，从现阶段分散的格局来看，短期品牌对于家居来讲，并不是最为核心的影响因素，但并不意味品牌影响力就没用。家居的品牌影响力，主要分为两种：

1、短期影响力，只有消费者开始进行装修这一步的时候，才会从卖场、网络等渠道逐步对品牌有认知，进而产生影响。

2、长期影响力：对于家居行业内部来说，品牌影响力所带来的效果更大，体现为品牌能带给经销商的红利比较多。

所以欧派家居依靠其品牌影响力，可以在三个地方获益：

1、提升顾客转化率：良好的品牌背书，能够在一定程度上影响大众对于产品购买的决策。

2、经销商红利：好的家居品牌能够反哺经销商，包括线下流量吸引、品牌力背书等，显著影响经销商的客户资源。

3、整装大家居战略受益：2019 年，欧派全力攻坚整装大家居，欧派强大的行业内影响力，会吸纳更优质的装修公司及经销商资源。

### 3.3 产品力：主要看服务和效率，欧派优势领先

好的产品是企业发展的基础，对于企业发展来讲十分重要。不过，由于家居产品技术壁垒较低，产品创新很容易被模仿，所以企业想依靠产品创新来提升份额难度较大。例如在产品品质方面，行业内很难拉开差距。产品质量关键在于原材料的品质，目前可比的定制家居上市公司，多采用海外知名厂商的产品，比如木板用的是泰国进口（欧派）、五金件多采用德国进口（基本都在用进口）、进口柔性生产设备（索菲亚、欧派），基本上，均可以通过前期投入，就可以达到行业优秀水平，这方面很难建立稳固竞争优势。

表 9：各定制家居企业的原材料来源情况

定制品牌	板材	五金件	数据来源
欧派	以泰国进口为主	百隆（奥地利）	公司年报
索菲亚	无甲醛康纯板	百隆（奥地利）	门店调研

尚品宅配	宏伟木业、耀东华等	百隆（奥地利）和海蒂诗（德国）	招股说明书
志邦家居	以泰国、奥地利进口为主	百隆（奥地利）	2018 年年报
金牌橱柜	福人木业、顶品家居	百隆（奥地利）、东泰五金	招股说明书

数据来源：公司年报、天猫、招股说明书，国融证券研究与战略发展部

另一方面则是产品多元化拓展，短期来看，目前欧派的品类拓展最均衡、完善。欧派在橱柜、衣柜的基础上，又拓展了卫浴、木门等品类（占比分别为 3.9%和 4.1%），而其他定制企业的多品类拓展的较为缓慢。虽然短期多品类的先发优势，能够为企业带来较为明显的收入弹性，但从长周期看，品类扩张难度并不大，只要通过不断的投入，家居企业终究会完成品类的拓展，这一点，也很难拉开差距。

表 10：公司产品多样性布局相对更加完善

	索菲亚	欧派家居	尚品宅配	志邦家居
2018 年 销售额 (亿元)	73.1	115.09	66.45	24.33
产品占 比 (%)	定制衣柜 87.46% 定制橱柜 9.69% 木门 2.16%	整体橱柜 50.09% 整体衣柜 36.04% 整体卫浴 3.94% 定制木门 4.12%	定制家具 75.51% 配套家居 16.83% 整装行业 2.92% O2O 引流与 软件服务 3.48%	整体橱柜 79.25% 定制衣柜 17.67% 木门 0.32%

数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

然而，由于家居销售的链条很长，不仅仅包括产品的销售，还有设计、安装、售后等服务，所以，除了品质、品类拓展之外，我认为企业间能做出差异化的地方，可能在于服务。定制家居的服务主要体现在：上门测量、方案设计、产品安装以及售后服务全流程，这一流程基本由经销商来执行，所以，优秀的渠道经销商，对于公司的后续口碑积累至关重要。前面我们已经提到，欧派经过多年积攒的优质经销商资源，是其持续做大的基础。同时我们也从近年来公司收到的客户投诉量可知，基本稳定在 1500-2000 次之间，其中关于产品质量的投诉仅为 20-100 次，占公司总体销售产品的比重非常小，也从侧面验证，欧派的产品和服务是比较优异的。

**3、生产效率：**一般装修耗时较长，如果企业能够显著缩减装修周期将提升消费者好感。缩短装修周期可以从生产效率提升维度入手，目前欧派的橱柜和衣柜生产周期分别为 17 天、28 天，相比之下，仍有提升空间。从下表可知，欧派的生产周期的瓶颈环节是排产，而排产的本质就是订单的聚集，因此前端的订单获取能力将影响后端的生产效率。从这个角度来看，其实规模优势就体现出来了，公司的规模越大，获得订单越多，那么排产的时间就会越短，呈现正向循环促进。虽然目前欧派的生产周期要长于索菲亚，但考虑到前端集单能力和后期的信息化系统的建设，未来公司的排产周期将会有改善。

表 11：定制家居企业品类生产周期情况

	审核	排产	组织生产	合计生产周期
索菲亚	-	-	-	7-12
志邦家居	-	-	-	7-15
好莱客衣柜	-	-	-	15
欧派橱柜	3	9	5	17
欧派衣柜	4	17	7	28

数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

## 4. 未来驱动力：全渠道拓流量，多品类提单价

### 4.1 拓流量：全渠道布局拓流量，全面提升渠道竞争力

#### 4.1.1 零售渠道：加大线上引流投入力度，完善线下体验模式

随着地产红利日渐消退、家居企业渠道网络布局日益完善，近年来，不论是线下开店数量还是线下客流均有下滑。因此，未来传统零售渠道的发展趋势将由开店向同店进行转化，而如何提升客单价、客流量、进店转化率将成为重点。那么线下零售渠道如何拓展流量？目前家居行业在线上的渗透率仍不及 10%（前瞻产业网），线上发展缓慢，主要源于家居行业的线下体验式消费痛点。不过，这也给了传统家居企业布局线上的机会。目前主流的模式为：**线上引流+线下体验，为客户打造一体化体验服务，最终带来流量转化率的提高。**

1) **线上引流：**目前，家居行业的主要线上渠道包括淘宝、天猫、京东等电商平台，以及抖音、快手等社交型内容平台。从企业各个平台的布局来看，目前尚品宅配、索菲亚的合计粉丝数据已经破 300 万，具有领先优势。欧派在电商引流方面，力度相对弱于尚品和索菲亚。不过，我认为只要欧派开始大力投入线上营销，追赶还是相对容易的。目前欧派线上的拓展模式主要为：通过自建线上商城，将商城内容输出到天猫、京东等平台，并不断投入资金从百度、今日头条等渠道买流量引至自建商城，同时也通过抖音、快手在内的线上平台运营，进一步拓宽线上引流渠道。

表 12：各平台粉丝情况（万人）

	索菲亚	尚品宅配	欧派家居	金牌橱柜	志邦
天猫	109.1	94.1	58.1	29.3	9.8
京东	13.3	11.2	14.2	1.6	3.1
抖音	198.5	328.9	58.3	35.9	14.8
快手	-	132.7	2.4	-	57

数据来源：天猫、京东、抖音、快手等平台，国融证券研究与战略发展部（数据时间截止至 2020 年 2 月）

2) **线下体验：**目前很多家居企业，依靠线上引流等模式，开始尝试开 SM 店、O 店、C 店等引流店，这些店的位置打破了传统建材市场的局限，形式更加灵活新颖。目前欧派家居的线上、线下新零售的思路是：以“经销商专卖店+引流店”的模式去辐射区域内的潜在客户、提升覆盖密度。除家居卖场店外，

公司又通过购物中心店、家装店中店、家电卖场店（苏宁、国美等）、社区店、微店、零售工程渠道以及甚至以分销模式去覆盖城市的空白区域。截至 2019 年 6 月 30 日，欧派已经开设有微店、社区等新兴引流店面共计 455 家。

表 13：家居行业线下开店新模式

门店形态	店面大小	流量来源	特点
SM 店 (Shopping mall)	300 平	购物中心自然流量	人流量大，广告效果好，但客户针对性不强，转化率低
O 店 (Office)	2000 平	主要将 O2O 线上营销平台的客户引流到线下	展示空间更大，客户体验更好；将非常低频的消费转变为中高频的集聚消费者；可以现在网上预约互动，然后提供线下的上门量尺、方案再设计、成品配送和上门安装等服务
C 店 (Collection)	3000 平以上	购物中心自然流量和线上引流等	包括咖啡、花艺、手作等多重消费业态，让即使当前没有家具消费需求的群体，也能进店找到可以消费的业态，并通过店内布局吸引客户关注线上活动，由线下反辅线上从而有效培养和转化潜在客户

数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

然而，定制家居作为低频、大额的消费产品，仅仅靠线上引流是不够的，如何提升转化率将成为重要问题。由于家居主要为生产+经销的模式，从企业端看，相对优势的产品力和品牌力是十分重要的因素；对于渠道端来讲，设计+安装+售后等服务也同样重要。目前欧派品牌、产品、经销商实力等方面均具备一定优势，相对来讲，转化能力更占优势。

#### 4.1.2 工程渠道：未来主要的增量渠道，公司具备领先优势

随着精装修渗透率的提升，厨柜作为其配套品（配套率 98%），未来有望受益于工程渠道的快速增长，由厨柜带动的其他品类也将受益。在行业空间方面，我们测算 2030 年，厨柜工程渠道市场空间约为 320 亿元，约占厨柜行业空间的 40%，整体看空间很大。此外，对于地产企业来说，工程渠道采购倾向于集采，公司如果相关配套品类成熟，有望获得更多的增长空间。

那么哪些企业最受益？我们认为兼具产能与成本优势的品牌制造商，可通过工程业务快速放量提份额。工装业务对于家居企业的品牌影响力、产能规模、交付能力、成本把控等方面均有较高要求，可见，给房企供应配套品的必然是大中型企业。目前在家居行业的工程渠道方面，欧派的大宗业务收入规模约等于后面四家企业收入之和。而且，从奥维数据可知，欧派目前精装修渠道的份额约为 10%，大幅高于零售端份额。可见，欧派在规模上绝对领先。



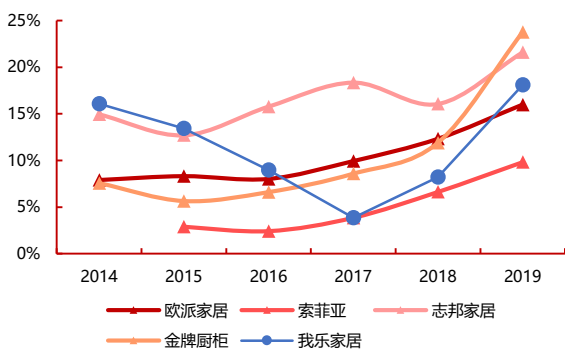
表 14：近年来欧派家居大宗业务规模持续保持行业领先

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

数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

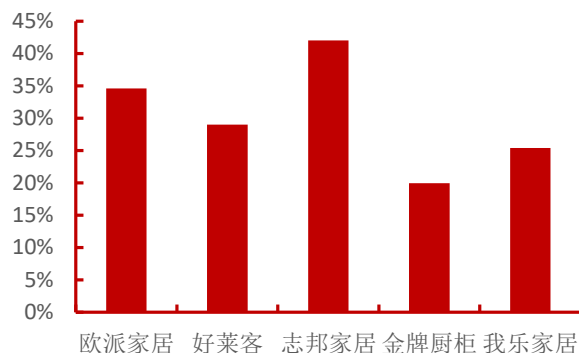
而且这种竞争优势，也体现在盈利能力方面。我们对比了近年来定制家居企业的大宗业务毛利率情况，从行业横向对比来看，2019 年，欧派以 35% 的毛利率位居第二，而且接近自身的橱柜业务毛利率（36.6%），整体看，公司的盈利能力优势还是非常显著的。

图 25：主要家具企业大宗业务占比情况



数据来源：产业信息网，国融证券研究与战略发展部

图 26：2019 年主要上市企业大宗渠道毛利率情况



数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

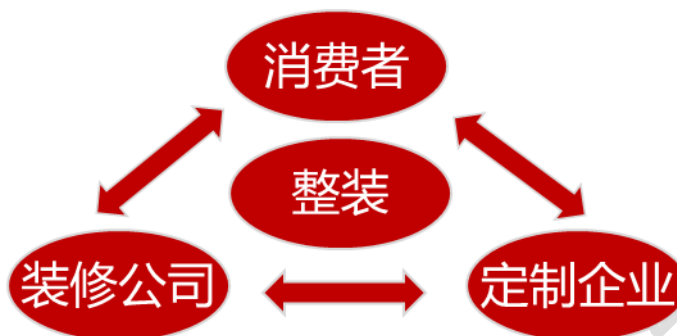
与零售相比，大宗业务门槛高，市场份额将逐步向知名品牌集中，快速拓展份额，抢占市场分额。中性假设下，我们假设 2030 年欧派工程渠道的市占率达到 20%，对应的收入为 64 亿，相比 2019 年仍有三倍的成长空间。

#### 4.1.3 整装渠道：与地方合作，提升渠道流量占比

公司从 19 年以来开始大力拓展整装渠道，主要逻辑在于：传统渠道流量下滑的背景下，定制家居企业通过发力产业链前端的整装渠道（规模庞大，但是定制家居企业渗透较少），拓展新的流量入口。

2016 年中国家装行业企业约 13.2 万家，行业产值 2.3 万亿元，CR50=1.17%，行业季度分散。目前定制家居与装修公司的发展均面临瓶颈，双方互相渗透可以实现双赢。传统装修公司只提供硬装服务，面临整装冲击；而在向后延伸家居销售时缺乏定制产品的交付能力。定制家居企业面临传统流量回落压力，需要更注重装修端的流量。定制家居企业与传统装修公司合作，有望实现双赢：装修公司通过与品牌定制合作，可提升装修公司品牌形象，带动转化率和客单价上升；定制家居企业可借力装修公司渠道，增加流量。而对于消费者来讲：一站式整装服务是趋势，将会解决消费者的装修痛点。

图 27：整装模式下的三方参与者



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

目前，行业不缺家装公司，但缺的是优质家装企业：2018 年全国每家装修企业平均装修 68 套，而欧派的最低招商标（120 套/年）远超行业平均，行业需求下降背景下，优质企业资源稀缺，行业龙头依托品牌力，拓展更具优势。

表 15：公司对于家装企业的招标条件

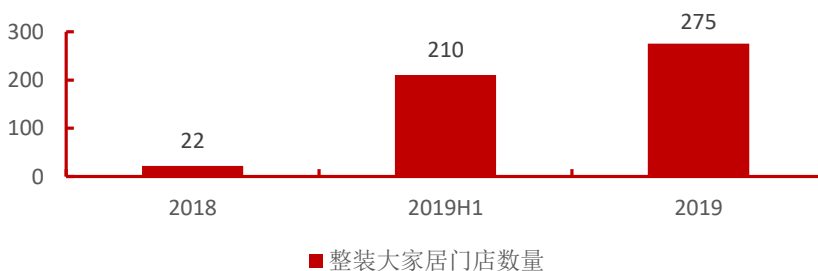
市场级别	A1-A2	B1	B2	B3-C1	C2-C4
开工户数	700	400	300	200	120

数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

目前定制家居企业拓展整装，主要有两种模式：1 是欧派模式，即通过让渡品牌优势，整合优势家装公司进入自身的经销渠道，切入家装公司的整装套餐并提供软装服务，目前 A+B 模式试点的宜宾等地均已验证成功并在全国范围充分复制。2 是尚品宅配模式，通过建立云平台系统为中小型家装企业提供销售设计、BIM 虚拟装修、供应链管理系统，并通过主辅材集采实现贸易收入。欧派与尚品最大的区别在于：1）欧派吸引家装公司成为经销商，而尚品则仅提供平台服务。2）欧派依只拓展地区排名前三家装企业，而欧派则通过打造平台，为所有中小家装企业服务。从目前拓展的情况来看，我们更看好欧派的模式，商业逻辑较为简单，未来拓展预计更为顺畅。

截至到 2019 年底，欧派整装大家居共有经销商 275 家，相比 2018 年底的 22 家，拓展非常迅速。整装业务的拓展有利于公司在新的市场环境下扩展客流渠道，与当地头部家装公司强强合作，抢占市场份额。

图 28：公司整装大家居经销商拓展情况



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部



**未来整装模式的空间有多大？**假设全国布点后获得全国装修客户中 5% 的份额。假设欧派产品 40% 的转化率，客单价为 4 万元，按照每年总装修需求客户 1500 万户家庭计算，我们测算欧派整装家居业务天花板约 112 亿元，基本上相当于再造一个欧派，未来的增长空间足够。

表 16：公司整装业务未来收入的天花板预测

	全国装修户数（万户）	转化率	市占率	客单价（万元/户）	业务天花板：亿元
谨慎假设	1400	40%	5%	4	112
中性假设	1500	50%	8%	5	300
乐观假设	1600	60%	10%	6	576

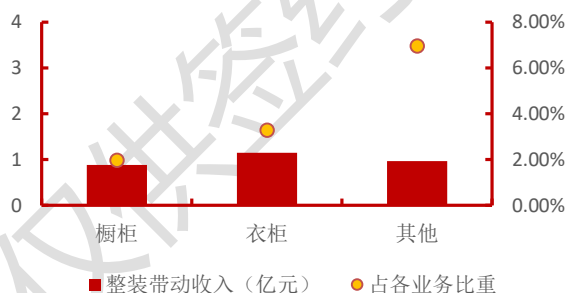
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

## 4.2 提单价：依靠整装大家居模式，带动多品类销售

**提升客单价，无非两种模式：**1) 直接提升单个柜体价格；2) 通过单个订单内所售柜体数量增加实现。就目前的行业趋势来看，定制家居行业已经进入较为激烈的竞争阶段，单个柜体价格提升不具性价比。而在各家品牌推进全屋定制产品的趋势之下，单个订单内出售柜体数量仍具备增长空间。

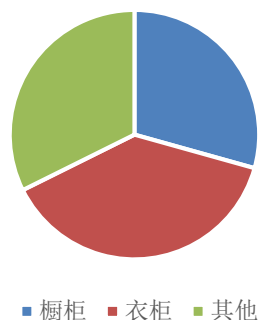
目前欧派的收入比较多元，其中，橱柜、衣柜已经成为公司的主营业务，木门、卫浴亦是全屋定制品类扩张的重要环节，是欧派家居的重要品类。公司通过整装大家居业务，带动了全品类的销售，进而提升客单价。2019 年 Q1-Q3，欧派家居整装渠道实现橱柜/衣柜/其他（包括卫浴&木门&主辅材）的收入分别 0.88/1.15/0.97 亿元，结构比重分别为 29%/38%/32%，与公司整体的橱衣柜 83% 的结构相比，结构十分均衡。未来整装大家居业务的拓展，将能显著提升其他品类业务的销售，是公司提升客单价的主要模式。

图 29：公司整装业务中，各品类收入情况



数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

图 30：公司整装收入中，各品类占比情况



数据来源：招股说明书，国融证券研究与战略发展部

我们测算，以欧派 2019 年单套橱柜、衣柜、木门、卫浴的均价 8900/3120/1040/1640 元为基准，如果全屋配齐的话，集成价格约为 2.5 万元（橱柜\*1，衣柜\*3，木门\*4，卫浴\*1.5）；如果消费者再选择高端型号（或者面积更大的话），客单价可达到 6 万元以上，可见，客单价的提升空间很大。

## 5. 投资建议与估值

### 5.1 盈利预测

**橱柜业务：短期看大宗驱动，长期看整装带动。**考虑到定制橱柜市场渗透率较高，且公司橱柜业务收入规模较大，其增速相较于其他品类将会略弱，不过，细分渠道会有差异：1) **传统零售渠道**：作为公司的引流产品，欧派橱柜未来发力点在于全渠道营销抢占流量。不过，短期受疫情影响，预计 20 年零售端下滑幅度较大；2) **整装渠道**：随着渠道的快速铺开，我们预计整装橱柜业务在整装带动下，2020 年将保持高速增长，但是比重较小；3) **大宗渠道**：随着欧派与优质房企的合作推进，有望受益于精装房渗透率持续提升，预计 20 年大宗渠道橱柜业务有望保持快速增长。

表 17：橱柜业务收入预测

橱柜业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E
传统经销（万元）	481164	444115	355292	373056	391709
YOY		7%	-19%	10%	10%
大宗渠道（万元）	92848	147628	206680	268684	322420
YOY		59%	40%	30%	20%
整装渠道（万元）	2509	27604	49687	74530	104342
YOY		1000%	86%	50%	40%
合计	576522	619347	611658	716270	818472
YOY		7%	-1%	17%	14%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

**衣柜业务：行业渗透率提升红利+整装带动。**目前行业渗透 40%左右，远低于橱柜的 70%，未来行业增速将好于橱柜。在全屋定制业务/整装业务的带动下，未来将保持中速增长。分渠道拆分来看：1) **传统零售渠道**：仍存在拓展渠道的空间，目前相比索菲亚仍有约 20%的提升空间。提单价：通过套餐及组合模式（如衣柜+等）提升单值。不过 2020 年受疫情影响，我们预计衣柜零售端的增速或将出现小幅下滑。2) **整装渠道**：整包模式下，全屋家具配套率基本接近，衣柜将受整装渠道的拓展而保持高速增长。3) **大宗渠道**：衣柜精装配套率低，精装渗透对其影响不大，但考虑到基数较低，我们预计公司整装衣柜业务 2020 年的增速将好于零售端。

表 18：衣柜业务收入预测

衣柜业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E
传统经销（万元）	385,676	477,467	381,973	420,171	462,188
YOY		23.8%	-20.0%	10.0%	10.0%
大宗渠道（万元）	25,848	31,018	34,119	37,531	41,284

YOY		20%	10%	10%	10%
整装渠道（万元）	3,272	8,180	12,270	18,406	25,768
YOY		150.0%	50.0%	50.0%	40.0%
合计	414796	516665	428363	476108	529240
YOY		25%	-17%	11%	11%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

**木门+卫浴：受益整装大家居战略落地，未来高速增长可期。**公司木门、卫浴基数较低，依托欧派橱柜构建的前端入口优势，我们预计未来将保持高速增长。分渠道拆分看：1) **传统零售渠道**：业务拓展初期，一方面利用熟渠道加速布局业务，另一方面快速拓展渠道数量。考虑疫情影响，预计20年木门、卫浴等传统零售渠道将小幅下滑。2) **整装渠道**：木门、卫浴作为大家居品类，将受益于欧派整装大家居战略加速落地，我们预计20年公司木门、卫浴在整装渠道将保持高速增长。3) **大宗渠道**：木门、卫浴作为精装房一级配套品，借助欧派橱柜建立的前端入口，有望实现大宗渠道的快速放量，当前由于木门、卫浴工程业务规模较小，我们预计2020年将实现快速增长。

表 19：木门+卫浴收入预测

木门+卫浴	2018	2019	2020E	2021E	2022E
传统经销（万元）	68,124	66,566	59,909	76,576	94,086
YOY		-2%	-10%	28%	23%
大宗渠道（万元）	23,066	37,617	52,664	78,995	110,594
YOY		63%	40%	50%	40%
整装渠道（万元）	1,612	18,022	36,043	54,065	75,691
YOY		1018%	100%	50%	40%
合计	92802	122205	148617	209636	280371
YOY		32%	22%	41%	34%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

综合上述业务，我们测算，受疫情影响，公司2020年营业收入为129亿元，同比下滑约5%，实现归母净利润为17.3亿，同比下滑约6%。

表 20：公司主要财务指标预测

（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509.39	13533.36	12893.08	15341.77	17972.14
YOY	18.53%	17.59%	-4.73%	18.99%	17.15%
归母净利润	1571.86	1839.45	1730.58	2203.64	2637.60
YOY	20.90%	17.02%	-5.92%	27.34%	19.69%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

## 5.2 估值与投资建议

公司近 1 年来，估值中枢基本在 25-30 之间。目前估值约为 27 倍，整体处于合理水平。从对标公司来讲，公司的估值整体偏高，体现出市场给予公司的估值高溢价。不过，考虑到目前行业空间大，格局分散的现状，我们预计公司有望依靠渠道、品牌等壁垒，实现份额的提升，进而实现规模的扩张。

表 21：对标公司估值情况对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE(2020E)
603833.SH	欧派家居	481	27
002572.SZ	索菲亚	209	18
300616.SZ	尚品宅配	124	22
603180.SH	金牌厨柜	50	18
603801.SH	志邦家居	65	17
603898.SH	好莱客	44	12

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 22: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9710.18	11509.39	13533.36	12893.08	15341.77	17972.14
减:营业成本	6357.81	7092.64	8683.56	8251.57	9742.02	11412.31
营业税金及附加	95.27	106.42	88.07	83.90	99.84	116.95
营业费用	947.17	1177.19	1309.99	1289.31	1534.18	1797.21
管理费用	890.98	772.34	939.28	915.41	1073.92	1258.05
财务费用	2.79	-31.84	-69.58	20.76	3.13	-11.60
资产减值损失	10.45	20.76	0.00	10.00	10.00	10.00
加:投资收益	36.26	57.38	24.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	4.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-200.00	-300.00	-300.00	-300.00	-300.00
<b>营业利润</b>	<b>1441.97</b>	<b>2229.26</b>	<b>2311.24</b>	<b>2022.13</b>	<b>2578.68</b>	<b>3089.22</b>
加:其他非经营损益	19.80	7.07	13.84	13.84	13.84	13.84
<b>利润总额</b>	<b>1461.77</b>	<b>2236.33</b>	<b>2325.08</b>	<b>2035.97</b>	<b>2592.52</b>	<b>3103.06</b>
减:所得税	244.57	272.82	286.81	305.40	388.88	465.46
<b>净利润</b>	<b>1217.20</b>	<b>1963.51</b>	<b>2038.27</b>	<b>1730.58</b>	<b>2203.64</b>	<b>2637.60</b>
减:少数股东损益	-0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1300.13</b>	<b>1571.86</b>	<b>1839.45</b>	<b>1730.58</b>	<b>2203.64</b>	<b>2637.60</b>
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2683.82	1834.89	649.85	2516.42	4669.24	7163.96
应收和预付款项	318.87	520.39	749.18	710.29	845.19	990.10
存货	786.61	645.29	845.82	805.80	958.84	1123.24
其他流动资产	1016.80	1252.98	4206.70	3390.04	3390.04	3390.04
长期股权投资	0.00	0.00	8.16	8.16	8.16	8.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3397.26	5345.44	6654.30	6674.89	6675.48	6656.07
无形资产和开发支出	1034.55	1092.23	1125.17	1135.17	1144.17	1152.17
其他非流动资产	432.46	429.28	574.69	374.46	333.47	333.47
<b>资产总计</b>	<b>9670.37</b>	<b>11120.50</b>	<b>14813.87</b>	<b>15615.25</b>	<b>18024.60</b>	<b>20817.21</b>
短期借款	100.00	12.25	52.58	448.14	548.14	648.14
应付和预收款项	2745.35	2657.06	2688.43	2561.23	3047.67	3570.20
长期借款	0.00	140.39	1602.50	1662.50	1722.50	1782.50
其他负债	599.00	749.86	911.45	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>3444.34</b>	<b>3559.55</b>	<b>5254.96</b>	<b>4671.87</b>	<b>5318.31</b>	<b>6000.84</b>
股本	420.60	420.28	420.17	420.17	420.17	420.17
资本公积	2647.17	2830.57	2981.84	2981.84	2981.84	2981.84
留存收益	3158.25	4310.09	6156.91	7541.37	9304.28	11414.36
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6226.02</b>	<b>7560.94</b>	<b>9558.92</b>	<b>10943.38</b>	<b>12706.29</b>	<b>14816.37</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>6226.02</b>	<b>7560.94</b>	<b>9558.92</b>	<b>10943.38</b>	<b>12706.29</b>	<b>14816.37</b>
负债和股东权益合计	9670.37	11120.50	14813.87	15615.25	18024.60	20817.21
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E

经营性现金净流量	1895.31	2011.61	2157.68	1910.41	2633.38	3047.08
投资性现金净流量	-2054.70	-2312.95	-4653.90	-238.23	-198.23	-198.23
筹资性现金净流量	2267.00	-359.13	1440.81	194.40	-282.33	-354.13
<b>现金流量净额</b>	<b>2091.45</b>	<b>-682.09</b>	<b>-1049.28</b>	<b>1866.58</b>	<b>2152.82</b>	<b>2494.71</b>

数据来源: Wind, 研究与战略发展部

表 23: 估值指标汇总表

财务分析和估值指标汇总						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收益率</b>						
毛利率	34.52%	38.38%	35.84%	36.00%	36.50%	36.50%
三费/销售收入	18.96%	16.66%	16.11%	17.26%	17.02%	16.94%
EBIT/销售收入	16.01%	16.17%	15.35%	15.94%	16.91%	17.19%
EBITDA/销售收入	18.26%	19.23%	18.59%	17.57%	18.42%	18.37%
销售净利率	13.38%	13.66%	13.59%	13.42%	14.36%	14.68%
<b>资产获利率</b>						
ROE	20.88%	20.79%	19.24%	15.81%	17.34%	17.80%
ROA	16.07%	16.73%	14.02%	13.16%	14.39%	14.84%
ROIC	42.26%	29.82%	23.11%	17.89%	19.78%	23.24%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	36.11%	18.53%	17.59%	-4.73%	18.99%	17.15%
EBIT 增长率	39.50%	19.70%	11.62%	-1.03%	26.21%	19.10%
EBITDA 增长率	38.10%	24.81%	13.66%	-9.94%	24.70%	16.83%
净利润增长率	37.73%	20.98%	17.02%	-5.92%	27.34%	19.69%
总资产增长率	74.29%	15.00%	33.21%	5.41%	15.43%	15.49%
股东权益增长率	116.03%	21.44%	26.42%	14.48%	16.11%	16.61%
经营营运资本增长率	100.33%	127.92%	197.42%	-10.28%	6.68%	6.73%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	35.62%	32.01%	35.47%	29.92%	29.51%	28.83%
投资资本/总资产	53.56%	68.59%	65.48%	71.00%	62.40%	54.97%
带息债务/总负债	2.90%	4.29%	31.50%	45.18%	42.69%	40.50%
流动比率	1.46	1.33	1.97	2.47	2.74	3.00
速动比率	1.07	0.95	1.14	1.58	1.95	2.29
股利支付率	0.00%	26.73%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
收益留存率	100.00%	73.27%	100.00%	80.00%	80.00%	80.00%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	1.00	1.03	0.91	0.83	0.85	0.86
固定资产周转率	3.90	3.33	2.73	1.99	2.37	2.78
应收账款周转率	45.19	31.23	22.17	22.17	22.17	22.17
存货周转率	8.08	10.99	10.27	10.24	10.16	10.16
<b>业绩和估值指标</b>						
EBIT	1554.45	1860.71	2076.84	2055.45	2594.13	3089.67
EBITDA	1773.53	2213.58	2515.95	2265.86	2825.53	3301.08
NOPLAT	1270.04	1544.39	1762.68	1735.37	2193.24	2614.45

净利润	1300.13	1571.86	1839.45	1730.58	2203.64	2637.60
EPS	3.094	3.741	4.378	4.119	5.245	6.277
BPS	14.818	17.995	22.750	26.045	30.241	35.263
PE	35.98	29.76	25.43	27.03	21.23	17.74
PB	7.51	6.19	4.89	4.27	3.68	3.16
EV/EBIT	29.45	25.18	22.59	22.83	17.47	14.05
EV/EBITDA	25.81	21.17	18.65	20.71	16.04	13.15
EV/NOPLAT	36.05	30.34	26.62	27.04	20.67	16.60
EV/IC	8.84	6.14	4.84	4.23	4.03	3.79
ROIC-WACC	42.26%	29.82%	23.11%	17.79%	19.67%	22.26%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部



## 投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；  
推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。