

欧派家居 (603833)

内外兼修，尽显家居王者风范

管理层传承航空制造经验，造就公司独特企业文化。

公司起始于整体厨柜业务，经过多年产品不断扩张，已经成为集厨柜、衣柜、卫浴、定制木门为一体的大型综合定制家居提供商。董事长姚良松毕业于北京航空航天大学，凭借深厚的航空制造渊源，公司“用造飞机的精神做家居”，将严密的品质把控和完美的细节追求结合在一起。**2019年公司营收135.33亿元，同比增长17.59%，2012-2019年CAGR达到24.75%，2019年归母净利润18.39亿元，同比增长17.02%，2012-2019年CAGR达到37.91%。**

竣工回暖带动行业复苏，中长期精装修趋势带动渠道分化

短期内竣工回暖有望带动家居行业景气度回升，长期看行业渗透率及龙头公司市占率均有较大提升空间。此外，精装修化是行业大势所趋，对标国外精装修渗透率还有很大成长空间，推动行业公司工程业务快速发展。

传统渠道精耕细作，新兴渠道模式优质

经销商团队在行业内规模较大。行业内优质经销商的数量是有限的，新增经销商也需要时间发展和培训，且经销商转换品牌的成本较高。截止2019年末，公司已经掌握有橱柜、衣柜的经销商共计3730家（包含欧铂丽），远超同行业其他公司。从均值角度看，欧派家居的经销商平均收入在行业前列。2019年欧派家居经销商平均收入约为203万元，居于行业领先地位；欧派家居经销商平均店面数为1.36个，处于行业前列。整装大家居率先发力，2019年共拥有经销商275家，开设整装大家居门店288家。依托渠道深度管理取得快速发展，有望成为持续发展的新增长点。

复盘汉森：定制家居企业的品牌建设之路

复盘汉森发展历程，通过To B业务起家后转型To C，通过不同品牌推动公司持续发展。汉森零售属性强，龙头地位稳固，享受消费企业和核心资产的估值溢价。汉森自上市以来，股价上涨了724%，而Livart只上涨了29%，汉森作为韩国家居龙头，享受核心资产估值溢价，并且深受海外资本青睐，外资持股占比较高。而Livart虽然其营收增长较快，但由于其B端业务占比的不断攀升和利润率的下滑，在估值上出现了一定的下滑，股价难以快速回升，长期维度来看，零售依然是行业发展的趋势。

我们预计2020/2021/2022年净利润分别为20.13、23.81、29.10亿元，对应PE30x、25x、21x。维持“买入”评级。

风险提示：需求端地产销售下滑、宏观疫情影响、产业链风险、全渠道布局推进速度不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509.39	13,533.36	15,311.70	17,997.56	21,438.19
增长率(%)	18.53	17.59	13.14	17.54	19.12
EBITDA(百万元)	2,734.32	2,961.37	2,463.54	2,775.86	3,276.42
净利润(百万元)	1,571.86	1,839.45	2,013.08	2,381.30	2,909.60
增长率(%)	20.90	17.02	9.44	18.29	22.19
EPS(元/股)	2.67	3.13	3.42	4.05	4.95
市盈率(P/E)	38.34	32.76	29.94	25.31	20.71
市净率(P/B)	7.97	6.30	5.51	4.72	4.04
市销率(P/S)	5.24	4.45	3.94	3.35	2.81
EV/EBITDA	11.23	15.96	22.09	19.01	15.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	102.45元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	588.24
流通A股股本(百万股)	588.24
A股总市值(百万元)	60,265.36
流通A股市值(百万元)	60,265.36
每股净资产(元)	21.77
资产负债率(%)	38.69
一年内最高/最低(元)	136.02/84.50

作者

范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
刘佳昆	联系人
liujiakun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《欧派家居-年报点评报告:疫情影响致Q1亏损，坚持长期布局核心真价值》 2020-05-01
- 《欧派家居-季报点评:各品类、各渠道均明显回暖，预收款持续改善》 2019-10-30
- 《欧派家居-半年报点评:收入前瞻指标改善，整装大家居圆满完成上半年目标》 2019-08-28



内容目录

1. 欧派家居：率先迈向大家居的行业龙头	6
1.1. 起始于橱柜，多元布局剑指大家居	6
1.2. 股权结构稳定，股权激励加狼性文化打造精英团队	7
1.3. 盈利能力优秀，经营效率高	8
2. 竣工回暖带动行业复苏，中长期精装修趋势带动渠道分化	9
2.1. 短期内竣工回暖将有望带动家居行业景气度回升	9
2.2. 零售：长期定制家居趋势不变，龙头集中度提升空间较大	10
2.3. 工程：中长期地产精装修趋势推动渠道分化	12
3. 传统渠道精耕细作，新兴渠道模式优质	14
3.1. 精细化管理提升团队实力，优质经销商助力公司战略有效实施	14
3.2. 大力发展工程端，优质业务模式应对精装房趋势	17
3.3. 率先启动整装大家居，迅速向全国拓展，巩固流量入口优势	19
4. 产品生命周期管理优秀，持续提供成长动力	21
4.1. 橱柜衣柜规模效应显著，龙头地位构筑品牌效应	22
4.2. 木门卫浴迅猛发展，大家居战略延伸品类布局，提升客单值	24
5. 品牌与服务优化客户体验	27
5.1. 梯队化品牌+高额广告营销投入，提升品牌认知度	28
5.2. 全链条服务提升客户体验，构筑品牌护城河	30
6. 复盘汉森：定制家居企业的品牌建设之路	32
6.1. 发展历程复盘：B 端起家，转战 C 端	32
6.1.1. 初创期（1970-1996）：工程端和出口业务起家，迅速放量成为橱柜单品牌龙头	32
6.1.2. 转型期（1997-2007）：转战零售，开始发展大家居战略，成功穿越危机	34
6.1.3. 快速成长期（2007-2015）：多品牌多渠道发展，全面发展稳固龙头地位，IK 业务推动橱柜份额迅速提升	36
6.1.4. 成熟期（2016-至今）：旧房重装的存量红利消耗殆尽，韩国地产周期进入下行区间，家居出海战略尚未盈利	39
6.2. 横向对比：韩国三大家居企业的不同成长路径，ToB or ToC?	41
6.2.1. To B 发展策略：扩大品类提升收入，维持利润率和周转率稳定	41
6.2.2. To C：汉森通过品牌与渠道服务能力构筑牢固护城河	43
7. 投资建议	46
8. 风险提示	46

图表目录

图 1：欧派家居发展历程	6
图 2：公司营业收入构成	6
图 3：同行业橱柜业务占比（2019 年）	6
图 4：公司经销商数量（家）	7

图 5: 公司各类经销商数量 (个) (截至 2019 年末))	7
图 6: 欧派家居股权结构 (截至 2019 年末)	7
图 7: 公司营业总收入及增长	8
图 8: 公司归母净利润及增长	8
图 9: 定制家具公司 ROE(摊薄)水平	8
图 10: 定制家具公司资产周转率水平	8
图 11: 定制家居公司净利率水平 (%)	9
图 12: 定制家居公司毛利率水平 (%)	9
图 13: 定制家居公司期间费用率水平 (%)	9
图 14: 新开工数据和竣工数据发生背离	10
图 15: 近年销售的期房待交付	10
图 16: 竣工数据回暖	10
图 17: 精装修房市场渗透率	12
图 18: 政策不断加码精装修	12
图 19: 精装修比例对标国外和一线城市还有很大成长空间	13
图 20: 标配品类渠道分化趋势更加显著	13
图 21: 房开商挑选供应商标准	14
图 22: Top 房企近年集中度及趋势	14
图 23: 经销模式仍是定制家居行业目前的主要销售渠道	14
图 24: 欧派经销商规模具可比优势	15
图 25: 2019 年经销商平均收入 (万元)	17
图 26: 2019 年经销商平均店面数 (个)	17
图 27: 橱柜+衣柜经销商数量 (截止 2019 年末)	17
图 28: 欧派应收账款周转率高于同行 (%)	18
图 29: 欧派应收账款账龄 1 年内占比 90.6%	18
图 30: 大宗业务保证金保障现金流	18
图 31: 欧派大宗业务毛利率较高	18
图 32: 定制家居公司大宗业务营收 (百万元)	19
图 33: 欧派大宗业务营收及增速	19
图 34: 家装行业市场空间大	19
图 35: 集中度有提升趋势, 但仍高度分散	19
图 36: 家装公司人力成本高 (以东易日盛为例)	20
图 37: 整装收入结构	21
图 38: 欧派整体 (经销+大宗) 收入结构	21
图 39: 主营业务增长贡献占比	22
图 40: 公司橱柜业务营收及增速	23
图 41: 定制橱柜毛利率对比	23
图 42: 公司衣柜业务营收及增速	23
图 43: 衣柜经销专卖店开店速度放缓	24
图 44: 衣柜经销专卖店单店收入稳步增加	24
图 45: 定制橱柜、定制衣柜渗透率比较	24

图 46: 橱柜龙头地位显著	24
图 47: 公司定制木门业务营收及增速	25
图 48: 木门单店收入情况	25
图 49: 欧铂尼木门+ “1+5” 全屋立面定制系统	26
图 50: 单经销商平均开店数量 (个)	26
图 51: 公司整体卫浴业务营收及增速	26
图 52: 卫浴毛利率不断缩小与龙头差距	26
图 53: 2017 年消费者对家装各类品质关注度调查	27
图 54: 欧派家居金保姆服务	27
图 55: 消费者整体橱柜消费预算	28
图 56: 近年广告展销费用及其占营收比率	28
图 57: 橱柜单经销商店收入	29
图 58: 衣柜单经销商店收入	29
图 59: 销售人员学习资源	31
图 60: 欧派 “10+1” 终端经营模式	31
图 61: 定制家居公司前两大地区销售占比	32
图 62: 97 年之前竣工数量快速增长	33
图 63: 耐用消费品消费占比显著提升	33
图 64: 1970-1996 城市化率提升 38 个百分点	33
图 65: 1970-1996 人均 GDP 快速增长 46 倍	33
图 66: 受益 “中东热” 家具出口比较高	34
图 67: 第一阶段汉森大事记	34
图 68: 竣工数量由 60 万套滑落至 40 万套左右	34
图 69: OECD 韩国房价指数 (以 15 年为基准)	34
图 70: 室内家居业务快速发展	35
图 71: 2000/2007 年各项业务收入占比	35
图 72: 营收增速与竣工走势相关度较高	35
图 73: 转型期股价下跌 18%	35
图 74: 营收增长乏力	35
图 75: 竣工数据重回上行区间	36
图 76: 互联网用户占人口比重快速增加	36
图 77: 家庭人口数下降, 独居人数增加	36
图 78: IK (现为 Rehaus) 业务快速发展	37
图 79: 房地产活动价值指数触底反弹	37
图 80: 韩国住宅房龄分布	37
图 81: 汉森事业部架构及发展策略 (七大事业部)	37
图 82: 汉森橱柜单经销商收入	38
图 83: 汉森室内装饰经销商收入	38
图 84: 线上渠道收入及增速	38
图 85: 各销售渠道占比	38
图 86: 快速成长期股价复盘	39

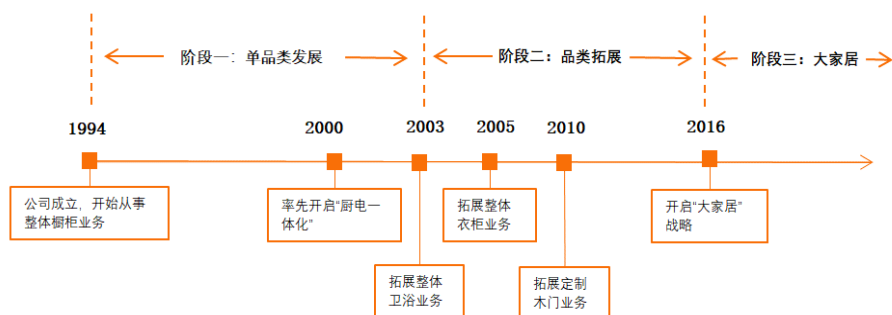
图 87: 韩国家居行业景气度持续下行	39
图 88: 韩国地产从 16 年开始进入下行区间	39
图 89: GDP 增速不断下行	40
图 90: 家庭贷款额相比收入快速上升	40
图 91: 营收略有下滑	40
图 92: 净利润率显著下滑	40
图 93: 成熟期股价复盘	41
图 94: 三大家居公司营收变化 (百万韩元)	42
图 95: 工程收入对比 (亿韩元)	42
图 96: 现代 Livart 收入增长拆分 (亿 KRW)	43
图 97: 现代 Livart 收入分类 (2018 年)	43
图 98: 大宗业务长期维持 50%左右的占比	43
图 99: 应收账款周转率稳步提升	43
图 100: 现代 Livart 零售收入增长	45
图 101: 现代 Livart 零售渠道增长 (个)	45
图 102: Livart 单店收入情况	45
图 103: 股价走势对比 (韩元/股)	46
图 104: 市值和市盈率比较	46
图表 1: 定制家具行业规模测算	11
图表 2: 定制橱柜市场 CR5 约 15%	11
图表 3: 定制衣柜市场 CR5 约 31%	11
图表 4: 经销商 9 级区域管理保证招商质量	15
图表 5: 欧派整体橱柜经销商结算系数	16
图表 6: 欧派整体衣柜经销商结算系数	16
图表 7: 全屋柜类客单价测算	22
图表 8: 木门行业测算	25
图表 9: 互联网广告覆盖率	29
图表 10: 2019 年天猫双 11 品牌排行榜之全屋定制	29
图表 11: 定制家居公司收入地区分布	31
图表 12: 同业比较	41
图表 13: 韩国汉森梯队化品牌建设	44
图表 14: 截止 2020 年 8 月 10 日可比公司 PE	46

1. 欧派家居：率先迈向大家居的行业龙头

1.1. 起始于橱柜，多元布局剑指大家居

公司起始于整体厨柜业务，经过多年产品不断扩张，已经成为集厨柜、衣柜、卫浴、定制木门为一体的大型综合定制家居提供商。公司发展历程可以大致分为三个阶段：阶段一，单品类发展阶段，1994 年公司成立后，开始从事整体厨柜业务；阶段二，品类拓展阶段，公司 2003 年拓展整体卫浴业务，2005 年拓展整体衣柜业务，2010 年起拓展定制木门业务；阶段三，大家居战略阶段，公司从 2016 年开始提出“大家居”和“全屋定制”战略。

图 1：欧派家居发展历程

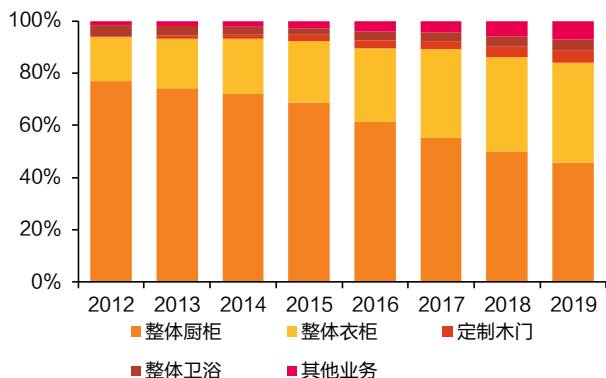


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司橱柜业务占比逐年下降，新兴业务增长强势。公司起家于整体橱柜业务，1994 年率先将整体橱柜引入国内，多年积累成长成为国内整体橱柜行业龙头。随着公司业务逐渐拓展到衣柜、卫浴、木门领域，公司业务呈现多元化发展趋势。2012 年-2019 年，公司整体橱柜业务的营收占比从 77% 逐年下降至 46%。而其他业务中，以衣柜业务增长最为强劲，2012-2019 年公司衣柜业务占比从 17% 增长至 38%。

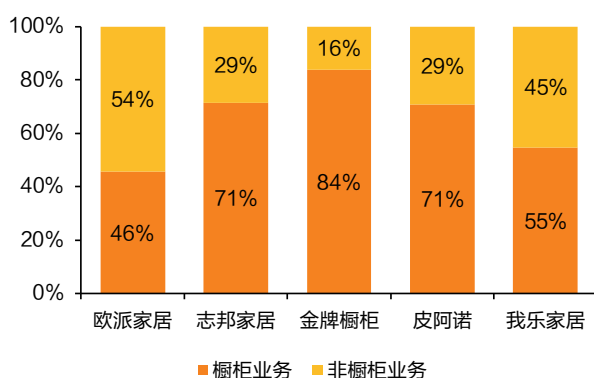
多元化布局日趋完善，具大家居战略实施基础。横向对比，在以橱柜业务起家的上市公司中，公司的业务多元化程度最高。目前，欧派家居橱柜业务只占公司营业收入的 46%，而同类公司橱柜业务基本占营业收入的 70% 以上（除我乐家居占比为 55%）。公司已经在衣柜、卫浴、木门等领域全面开花，相较于同行业，比较具备大家居战略的实施基础。

图 2：公司营业收入构成



资料来源：wind，天风证券研究所

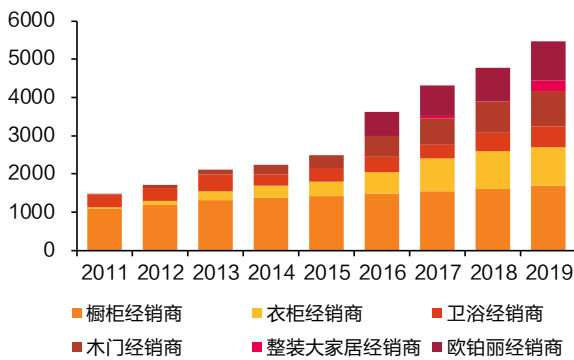
图 3：同行业橱柜业务占比（2019 年）



资料来源：wind，天风证券研究所

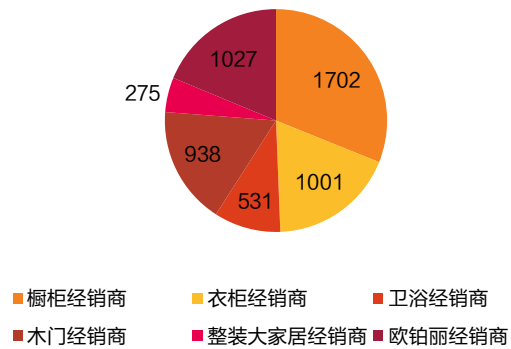
随着公司产销规模的不断扩大，公司下游经销商数量也在不断增加。截止 2019 年末，公司拥有橱柜经销商 1702 家，衣柜经销商 1001 家，卫浴 531 家，木门 938 家，整装大家居经销商 275 家，欧铂丽经销商 1027 家，共计 5734 家。

图 4：公司经销商数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司各类经销商数量（个）（截至 2019 年末）



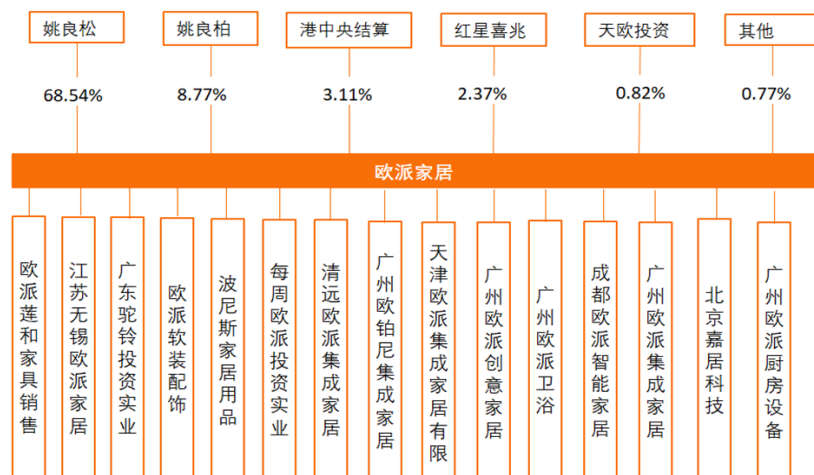
资料来源：公司公告，天风证券研究所

红星美凯龙通过红星喜兆增资成为公司股东，在家居领域进行广泛合作。红星美凯龙是我国家居建材市场的龙头企业，在商场内为家居公司提供展位，并搭建统一的营销、展示平台。2013 年，红星美凯龙通过子公司红星喜兆持有欧派家居 4.99% 股权，截止到 2019 年末，红星喜兆持有上市公司 2.37% 的股权，为第四大股东，是公司重要经销渠道和合作伙伴。

1.2. 股权结构稳定，股权激励加狼性文化打造精英团队

股权集中，董事长姚良松为实际控制人。公司董事长姚良松持有公司 68.54% 的股权，为公司实际控制人。第二大股东姚良柏为姚良松弟弟，持有 8.77% 的股权。香港中央结算有限公司持有公司 3.11% 股权，为公司第三大股东。红星喜兆为红星美凯龙子公司，持有公司 2.37% 的股权。

图 6：欧派家居股权结构（截至 2019 年末）



资料来源：wind，天风证券研究所

管理层传承航空制造经验，造就公司独特企业文化。董事长姚良松、总裁兼总经理张金良、副董事长谭钦兴毕业于机械制造、飞机制造相关专业。董事长毕业于北京航空航天大学，公司和北京航空航天大学、华南理工大学、中南林业科技大学等学校保持着密切的合作关系。凭借深厚的航空制造渊源，公司“用造飞机的精神做家居”，将严密的品质把控和完美的细节追求结合在一起。

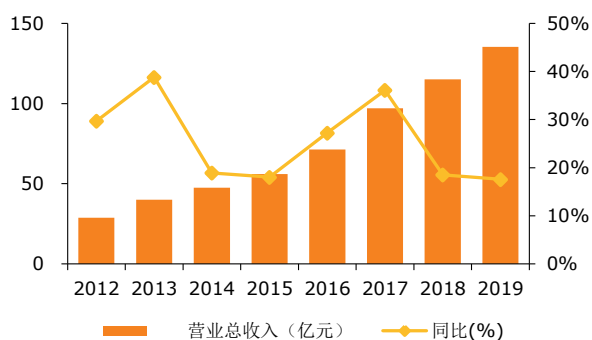
公司上市后，迅速发布高要求股权激励计划，向激励对象 835 人授予 550.54 万股限制性股票。业绩考核上，要求 2017、2018 年营业收入比 2016 年分别增长 20%、44%，公司的实际营收分别增长了 36%和 61%，达到了激励条件。此次激励范围较为广泛，除了副董事长谭钦兴 10.23 万股外，其余全部授予中层管理人员 637 人、核心技术（业务）人员 195 人。

欧派内部重视人才建设和培养，强调人才梯队建设。公司内部强调公平、合作、追求完美，坚持人才是企业发展的第一源动力，人才布局优于产业布局，有完善的激励机制，打造立体培训体系和完善的职业发展双通道。同时，公司推出“欧派黄埔精英人才计划”批量引进 985、211 院校学历背景的高素质人才，通过 1-3 年系统化培养，补充到集团的制造、营销系统关键岗位。

1.3. 盈利能力优秀，经营效率高

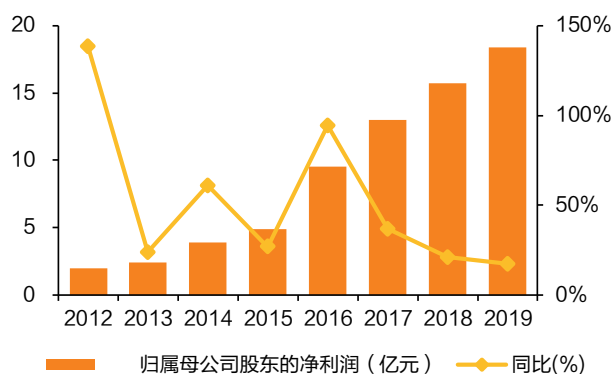
公司业绩亮眼，近年来营收和净利稳步增长。2019 年公司营收 135.33 亿元，同比增长 17.59%，2012-2019 年 CAGR 达到 24.75%，2019 年归母净利润 18.39 亿元，同比增长 17.02%，2012-2019 年 CAGR 达到 37.91%。

图 7：公司营业总收入及增长



资料来源：wind，天风证券研究所

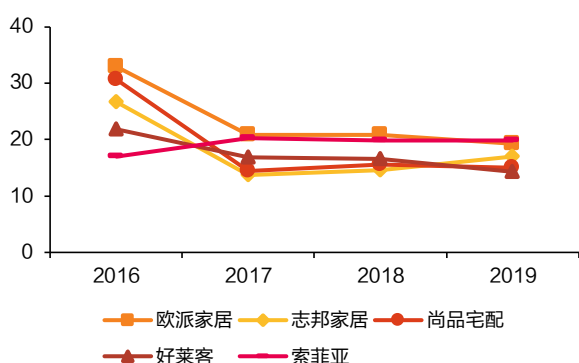
图 8：公司归母净利润及增长



资料来源：wind，天风证券研究所

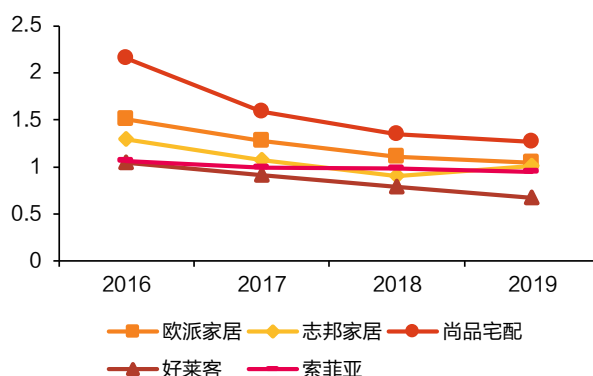
横向来看，公司 ROE 水平处于行业领先地位。公司 19 年的 ROE（摊薄）为 19.24% 在行业领先，公司的高 ROE 主要受较高的净利率和资产周转率驱动。公司资产周转率的优势主要来源于优秀的流通资产周转能力，包括良好的应收账款周转和存货周转水平。

图 9：定制家具公司 ROE(摊薄)水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：定制家具公司资产周转率水平



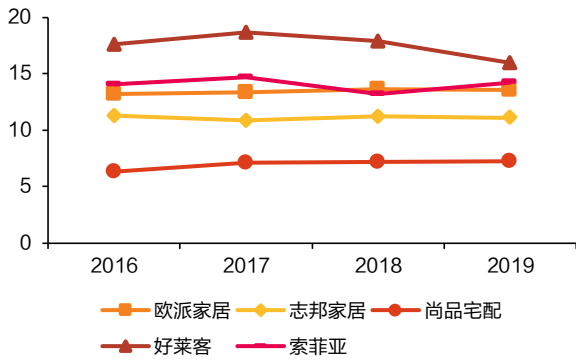
资料来源：wind，天风证券研究所

净利率分析①：主力产品逆势提价，规模化带来成本优势促使毛利率保持稳定提升。在 2018 年竞争加剧的情况下，公司主力产品逆势提升出厂价，依靠强有力的品牌和渠道建

设，实现量价齐升。同时，随着公司产能扩大，板材利用率及生产效率的提高，规模效益显著，公司定制家居毛利率达行业前列。

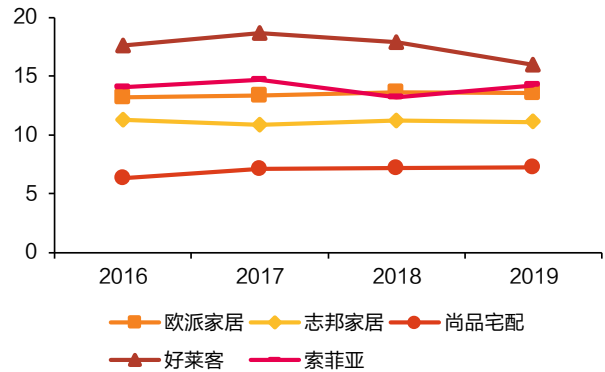
净利率分析②：信息化优势管控费用，费用率降至行业较低位置。2019 年公司销售费用占营收比例为 9.7%，管理费用占营收比例为 6.9%。横向来看，行业内销售期间费用率在 20%-35%之间，欧派 2019 年实现期间费用率 20.85%，在行业中处于低位。

图 11：定制家居公司净利率水平（%）



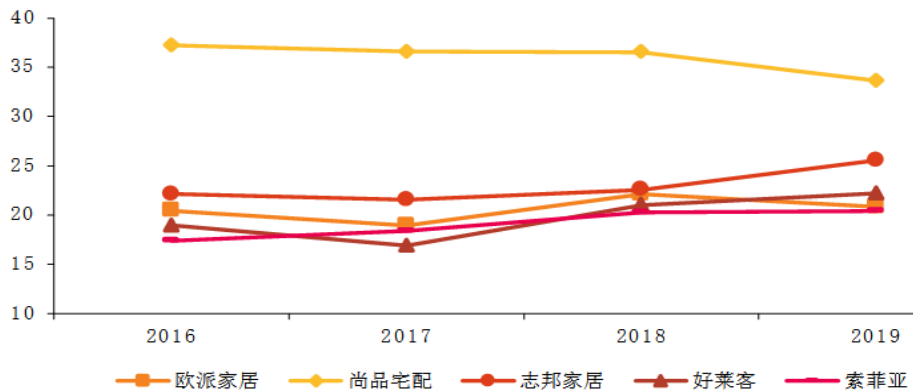
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：定制家居公司毛利率水平（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：定制家居公司期间费用率水平（%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 竣工回暖带动行业复苏，中长期精装修趋势带动渠道分化

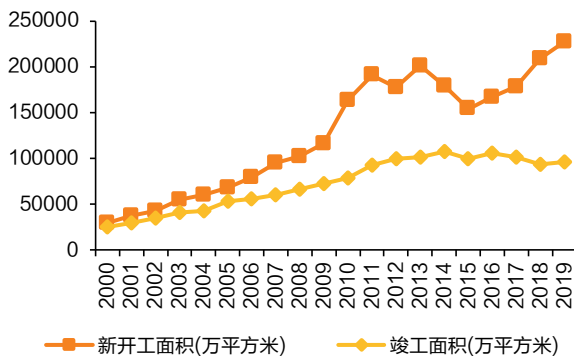
短期内：竣工回暖带动一次装修客户流量上涨，带动行业增速回升。

中长期内：定制家居渗透率仍有提升空间，精装修渗透率上升带动客户结构变化。

2.1. 短期内竣工回暖将有望带动家居行业景气度回升

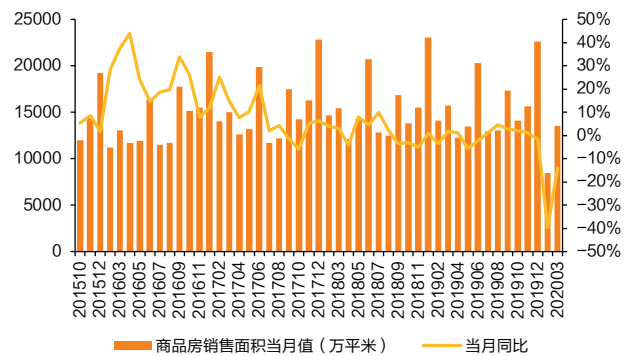
短期看，新开工数据和竣工数据的背离有望在明后两年发生一定修复。房地产开发建设需要一定的周期，所以历史上看新开工数对竣工数有一个明确的传导效应，但从 2016 年-2017 年新开工数据却和 2018 年-2019 年的竣工数据发生了背离，原因可能是部分房企受到“资本寒冬”的影响拉长了销售到竣工的时间，未来随着工程陆续完成，预计会带来一段时间的竣工回暖。

图 14：新开工数据和竣工数据发生背离



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

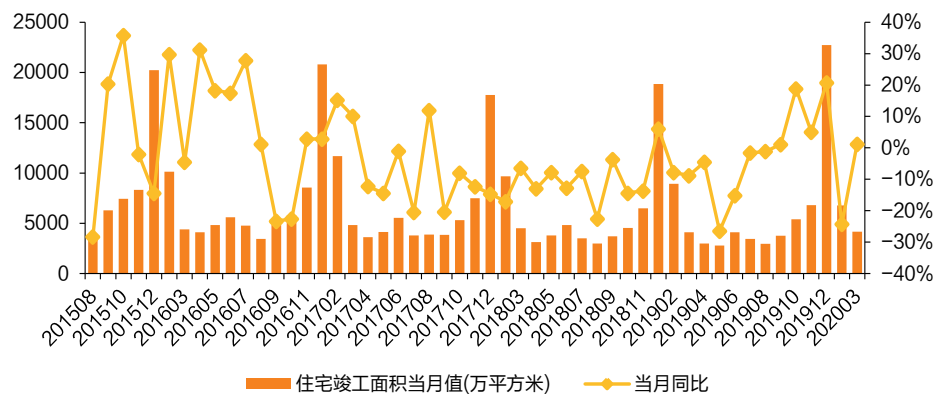
图 15：近年销售的期房待交付



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

竣工数据有持续回暖迹象，有望拉动家居行业景气度回升。2016-2017 年是商品房销售的高峰期，对应商品房将于 2019-2020 年进入交付周期，去年 8 月份开始的竣工数据持续正增长。截止到 2019 年末，国内房地产竣工面积已实现同比转正，12 月同比增长 20.7%。预计 2020 年将继续上行，家居行业作为地产后周期行业，受地产竣工数据的影响，竣工回暖有望带动行业景气度回升。

图 16：竣工数据回暖



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.2. 零售：长期定制家居趋势不变，龙头集中度提升空间较大

长期来看，定制家居更受消费者青睐，替代传统家居趋势不会改变。定制家居是指企业根据房屋户型结构、消费者个性化需求进行定制化的生产和安装。1) 相比于成品家居，定制家居具备尺寸贴切、空间利用率高的优点。2) 相比于手工家居，定制家居具备质量稳定、设计合理美观、售后服务有保障等优点。并且，由于我国的木工也存在传承问题，未来木工打制比例将会持续减少。

行业规模测算：2019 年我国住宅装修需求约为 1700 万套，对应整体橱柜市场规模 1600 亿元，成长中枢 3%；定制衣柜规模 1100 亿元，成长中枢 16%；定制橱柜、衣柜市场规模合计约 2700 亿元。

核心假设：

- 1) 2019-2022 年我国住宅商品房销售面积增长率为 1.5%，住宅平均面积为 100 平米；
- 2) 存量房装修比例为 1.5%；
- 3) 每套房屋配置 1 套橱柜、2 套衣柜。

图表 1：定制家具行业规模测算

	2018	2019	2020E	2021E
住宅商品房销售面积（万平方米）	147929.4	150148.4	152400.6	154686.6
YoY	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%
平均每套房面积（平方米）	100.0	100.0	100.0	100.0
新房装修需求（万套）	1479.3	1501.5	1524.0	1546.9
存量房（万套）	14879.5	16381.0	17905.0	19451.9
二次装修实际占比	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
二次装修需求（万套）	223.2	245.7	268.6	291.8
装修总需求（万套）	1702.5	1747.2	1792.6	1838.6
YoY	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%
整体橱柜				
渗透率	62.0%	65.0%	67.0%	69.0%
需求数量（万套）	1055.5	1135.7	1201.0	1268.7
市场价格（元/套）	15000.0	15000.0	15000.0	15000.0
橱柜市场规模（亿元）	1583.3	1703.5	1801.5	1903.0
YoY	8.5%	7.6%	5.8%	5.6%
定制衣柜				
渗透率	36.0%	40.0%	44.0%	48.0%
需求数量（万套）	1225.8	1397.8	1577.5	1765.1
市场价格（元/套）	9000	9225	9456	9692
衣柜市场规模（亿元）	1103.2	1289.5	1491.6	1710.7
YoY	16.20%	16.88%	15.68%	14.69%
总计				
定制橱柜+定制衣柜市场规模（亿元）	2686.5	2993.0	3293.1	3613.7
YoY	10.80%	11.41%	10.03%	9.74%

资料来源：Wind+团队假设，天风证券研究所

定制家居行业品牌众多，集中度低，龙头提升空间较大。根据我们测算，我国的定制橱柜行业 CR5 约为 15%，欧派家居作为橱柜行业龙头公司，市占率不及 8%。定制衣柜行业 CR5 约为 31%，索菲亚作为行业第一，市占率已经达到了 13%，欧派家居作为行业第二，市占率不及 9%。整个定制家居行业，尤其是定制橱柜行业，公司市占率提升仍有较大空间。

（注：1、假设公司出厂价为终端价格的一半，因此上市公司直面的市场规模，为终端市场规模的一半。2、部分上市公司将全屋板式的收入核算为整体衣柜销售额，因此我们根据实际情况分别假设了衣柜占比。）

图表 2：定制橱柜市场 CR5 约 15%

公司	橱柜销售额（亿元）	市场规模（亿元）	市占率
欧派家居	57.65	729.63	7.90%
志邦股份	19.28	729.63	2.64%
金牌厨柜	15.36	729.63	2.11%
我乐家居	5.88	729.63	1.08%
皮阿诺	7.88	729.63	0.97%
索菲亚	7.09	729.63	0.81%

资料来源：Wind+团队测算，天风证券研究所

图表 3：定制衣柜市场 CR5 约 31%

公司	衣柜销售额（亿元）	市场规模（亿元）	市占率
----	-----------	----------	-----

索菲亚	47.96	367.74	13.04%
欧派家居	31.11	367.74	8.46%
尚品宅配	15.44	367.74	4.20%
好莱客	15.05	367.74	4.09%
皮阿诺	2.96	367.74	0.80%
志邦股份	3.23	367.74	0.88%

资料来源：Wind+团队测算，天风证券研究所

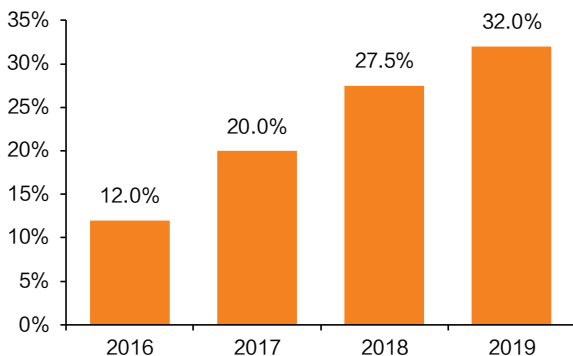
以橱柜行业为例，从国外成熟市场经验来看，2015年德国和欧洲橱柜行业市场占有率CR5分别约为65%和35%，2016年美国橱柜市占率CR5约50%，而韩国橱柜龙头汉森的市占率早在2013年就已超过20%。借鉴国外行业情形，欧派家居作为国内龙头公司，未来还有很大的市值成长空间。

2.3. 工程：中长期地产精装修趋势推动渠道分化

短期：精装房渗透率快速提升带动定制家居企业工程业务量快速增长，当前阶段推动的主要动力是精装修政策和房企的利润诉求。

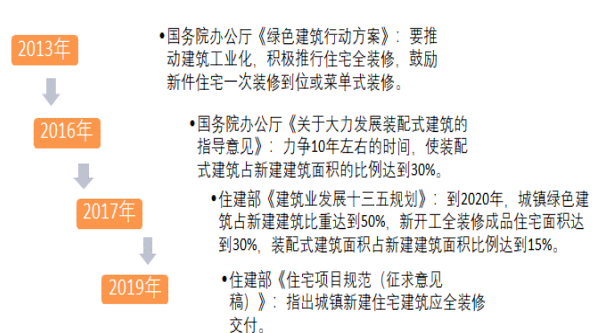
政策端：中央明确30%渗透率目标，推动各地快速出台相关政策提前达到目标。13年国务院办公厅《绿色建筑行动方案》提出要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修。17年住建部《建筑业发展十三五规划》先后提出使新开工全装修成品住宅面积占新建建筑面积的比例达到30%。成为了精装修行业快速发展的明确政策指引，加速了各地精装房政策的出台速度，推动了精装房渗透率的快速提升。目前精装房渗透率已经超过30%，提前一年完成目标，下一阶段的目标还未明确。

图 17：精装修房市场渗透率



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 18：政策不断加码精装修

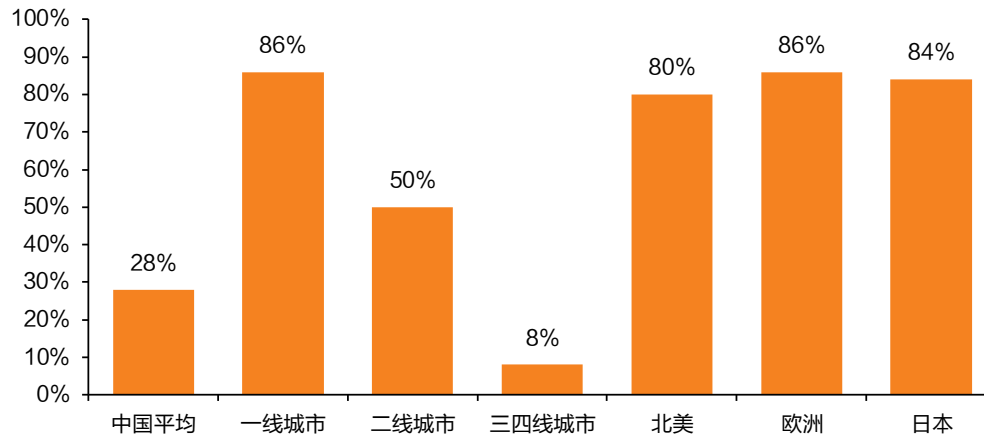


资料来源：国务院办公厅，住建部，天风证券研究所

企业端：毛坯房区域限价背景下，通过精装房增厚利润是房企开发精装房的一大推动力。目前精装房标准尚不明确，房地产商自行选择家居、家电、建材品牌合作，有很大压低价格的空间，所以相比对外宣布的装标有较大的利润空间，房企也有动力不断提升装标来增厚利润。所以近两年精装修项目迅速增加，开发商队伍也在不断壮大，装标也越来越高。

长期：多因素推动精装修趋势不断提升，对标国外精装修渗透率还有很大成长空间。精装房是一个中长期趋势，毛坯房的交付其实只是半成品交付，国外交付的房子预计80-90%是精装修，以前国家大力推进房地产业发展刺激经济，但产业链的供应和协调能力没有建立起来，所以房地产开发模式很多是先毛坯，完成房屋建设，后面装修是用户或业主自己去完成的。随着经济的高速发展、产业的协同、供应链的整合能力全面加强，毛坯房被取代会是未来的显著趋势。

图 19: 精装修比例对标国外和一线城市还有很大成长空间

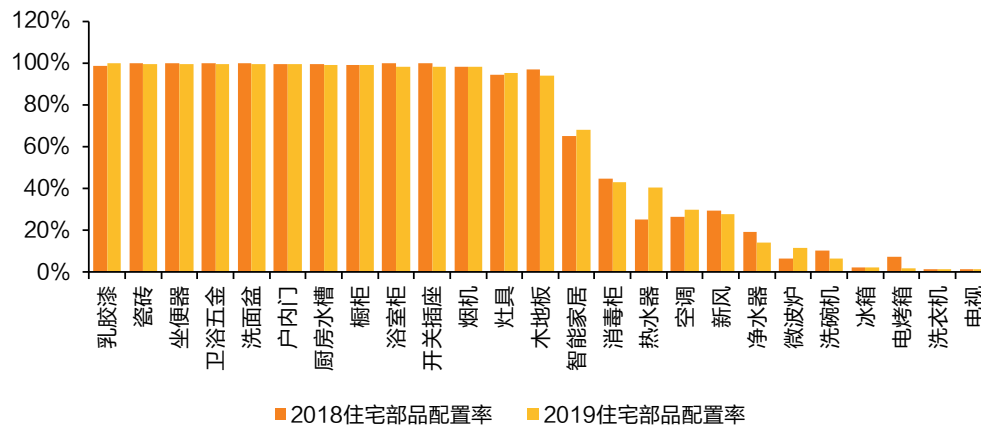


资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

对家居市场影响:

渠道分化: 随着精装房渗透率的上升, 高配置率品类的渠道将出现显著分化。对高配置率品类来说, 在蛋糕规模不变情况下, 精装房的渗透率提升, 必然对原有的零售市场产生挤压, 尤其是在精装房的一级配套部品品类上, 即配置率在 95% 以上的品类, 如橱柜、木门、卫浴、厨电等品类。针对这些品类, 随着精装房的快速扩张, 将有可能出现竞争格局的变化。

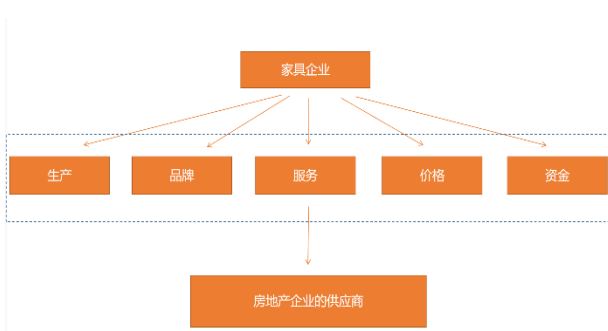
图 20: 标配品类渠道分化趋势更加显著



资料来源: 奥维云网, 天风证券研究所

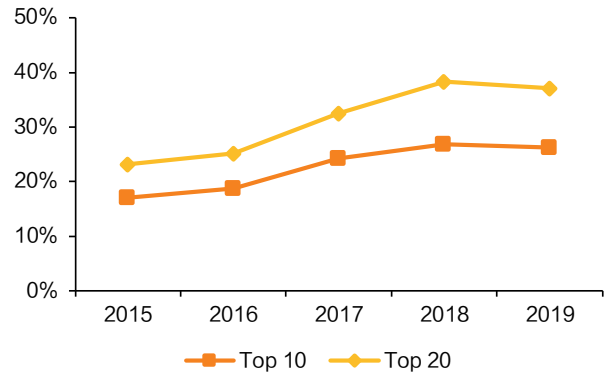
市场结构: ToB 端对供应商的能力要求不一致, 未来有望形成龙头对龙头格局。工程端市场对供应企业的要求与原有的零售端不一致, 中小供应商难以承受高额的风险和较大的垫资要求。并且对于大地产商来说, 品牌定位是一个重要的考量因素, 在消费者品牌敏感度高的品类如烟机、灶具、消毒柜、洗碗柜, 行业集中度均很高。并且虽然中小房企在快速推进精装修项目, 但是 2019 年 TOP10 和 TOP20 房企集中度分别达到了 26.3% 和 37.1%。未来随着标准化和品牌化的趋势, 有望形成龙头对龙头的格局。

图 21：房开商挑选供应商标准



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

图 22：Top 房企近年集中度及趋势



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

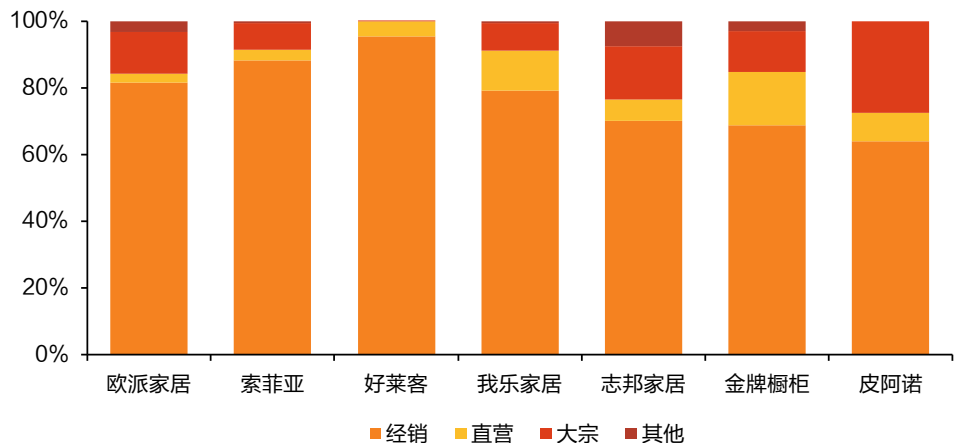
3. 传统渠道精耕细作，新兴渠道模式优质

渠道端是定制家居公司的主战场。1) 传统渠道的竞争日趋激烈，自然客流减少，开店红利逐渐萎缩，跑马圈地的阶段走向尾声。2) 年轻消费者受互联网的影响更偏好一站式、网络化的购物习惯，各大家居企业以各种模式纷纷切入整装行业，力求从前端截取客流。3) 地产精装修趋势推动渠道分化，B 端市场容量上升，B 端市场利润低、要求高，竞争更加激烈。

3.1. 精细化管理提升团队实力，优质经销商助力公司战略有效实施

经销模式仍是定制家居行业目前最主要的销售渠道。1) 经销商模式有利于公司在有限资金内，迅速扩张销售渠道规模，将公司人力、财力、物力等资源集中投入到生产运营中，实际上是利用经销商的社会资金的一种杠杆经营；2) 中国各地的消费者偏好、地理、经济差异较大，公司难以以直营方式实现全国销售；3) 经销商模式通过利益共享的方式，极大地提升了经销人员的积极性。

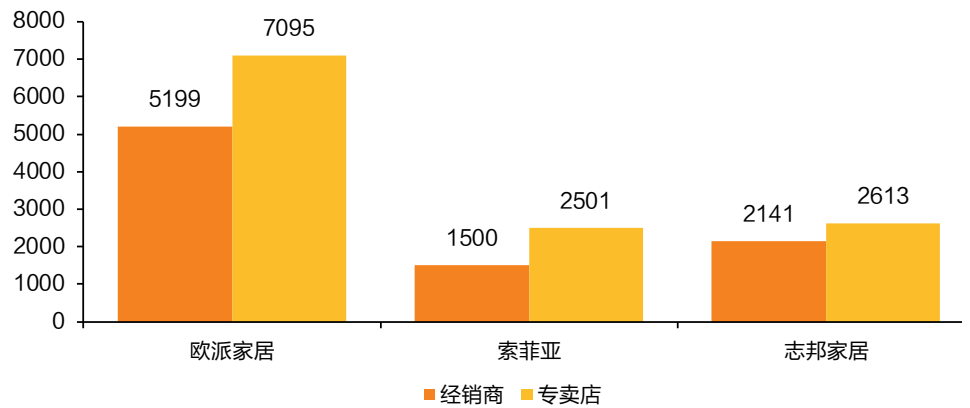
图 23：经销模式仍是定制家居行业目前的主要销售渠道



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经销商三阶段管理：欧派对经销商的精细化管理主要体现在招商、经营、迭代三个阶段，在不断提升经销商规模的同时，保证每一个经销商均是优中选优。

图 24：欧派经销商规模具可比优势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

管理①招商阶段：分级招商+竞争入选管理保证经销商质量，提高管理效率。1) 分 9 级招商，不同级别对经销商的资金实力有明确的要求，遴选具有品牌意识、资金实力雄厚、市场信誉良好、且具有丰富市场经验的经销商；2) 对于 B3 级以上的市场原则上必须有 2 家以上的加盟商竞选；3) 不同级别在经销商资格认定、资格转让、管理权限、广告宣传、培训支持等方面设定不同标准，节约管理成本，提高管理效率；4) 要求加盟商独自操盘，不提倡合资，如合资，则经营者需占 70%以上股份。

图表 4：经销商 9 级区域管理保证招商质量

市场级别	覆盖区域	欧派橱柜资金要求 (万元)	欧派衣柜、卫浴、木门资金要求 (万元)	欧铂丽资金要求 (万元)
A1	2000 亿以上省会城市，深圳	600	300	200
A2	400 亿(含)到 2000 亿省会城市， 2000 亿(含)以下副省级城市， 无锡、苏州、常州	500	200	150
B1	297 亿(含)到 1580 亿地级市， 顺德区，三亚 拉萨，120 亿(含)到 297 亿地级市， 380 亿(含)到 800 亿县级(市)，	300	120	100
B2	140 亿(含)以上直辖市、 省会、副省级城市直辖区：增城区、 嘉定区等	150	80	80
B3	120 亿以下地级市，100-140 亿(含) 100 亿)直辖市、省会、副省级城市直辖区：新都区、南沙区、龙泉驿区、长寿区、溧水区、双城区	80	60	50
C1	142 亿(含)到 380 亿县级(市)， 部分区镇，仁怀市，100 亿以下直辖市、省会、副省级城市直辖区： 东川区、万盛区等	80	60	50
C2	80 亿(含)到 142 亿县级(市)， 其他区镇级代理全部为七级市场	50	50	40
C3	45 亿(含)到 80 亿县级(市)	50	50	40
C4	45 亿以下县级(市)	50	50	40

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理②经营阶段：精准帮扶+差异化价格提升经销商积极性，强者更强。1) 通过千分制赛马机制考核排名决定次年提货折扣系数，激励经销商加强管理，提升业绩。以 16 年为例，橱柜的结算系数最大差距达到 0.08，即 A 级经销商和 I 级经销商橱柜提货价格差能到达终端售价的 8%，排名最高的经销商比最低的经销商利润率高 8 个百分点；2) 并且给业绩前列经销商开拓经营区域的机会。3) 设定设计培训师、销售培训师和主动营销专员进行**精准帮扶**，借助欧派自身的规模优势，各个事业部下对不同的地区经销商实现专人的帮扶，帮扶力度较大。

图表 5：欧派整体橱柜经销商结算系数

待遇级别	2016 年度	2015 年度	2014 年度
A	0.48	0.48	0.47
B	0.49	0.49	0.48
C	0.5	0.5	0.49
D	0.51	0.51	0.5
E	0.52	0.52	0.51
F	0.53	0.53	0.52
G	0.54	0.54	0.53
H	0.55	0.55	0.54
I	0.56	0.56	0.55
J	-	-	0.56
K	-	-	0.57

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图表 6：欧派整体衣柜经销商结算系数

待遇级别	2016 年度	2015 年度	2014 年度
A	0.49	0.49	0.48
B	0.5	0.5	0.49
C	0.51	0.51	0.5
D	0.515	0.515	0.51
E	0.52	0.52	0.515
F	0.525	0.525	0.52
G	0.53	0.53	0.525
H	0.535	0.535	0.53
I	0.54	0.54	-

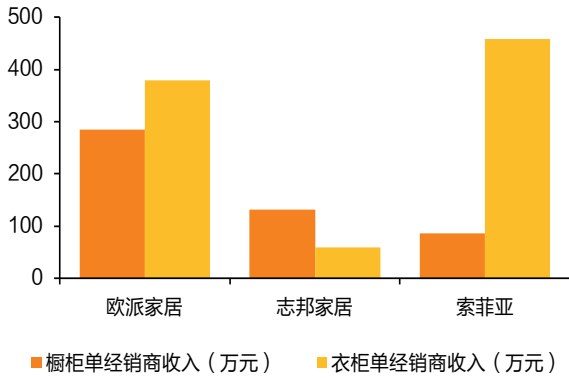
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理③迭代阶段：1) 业绩前列的经销商可以进行升级；2) 淘汰业绩靠后的经销商，约谈业绩中后的经销商；3) 退出的经销商可以收到一笔可观的转让费，高的可达千万，免除经销商的后顾之忧；4) 排名在头部的经销商，不仅可以增厚利润，还可以利用充足的资金去进军更大的市场，进行升级，保证每个梯队的后备力量充足，保证经销商的良性迭代。

实力：为在公司推行新产品、践行新战略的过程中，大商的实力尤为重要。大经销商往往经过多年积累，门店运营管理、产品营销方面的经验更加丰富。同时，资金相对比较充足，公司进行新的战略中能够迅速跟进。

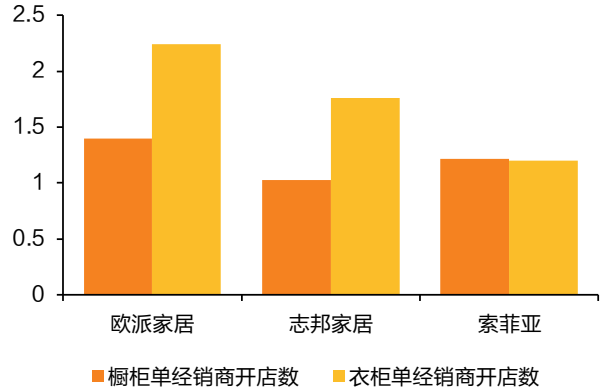
从均值角度看，欧派家居的经销商平均收入在行业前列。为了公司之间的可比性，我们只考虑欧派家居的橱柜、衣柜业务。2019 年欧派家居经销商平均收入约为 203 万元，居于行业领先地位；欧派家居经销商平均店面数为 1.36 个，位于行业前列。可见，公司经销商整体实力较为雄厚。

图 25：2019 年经销商平均收入（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

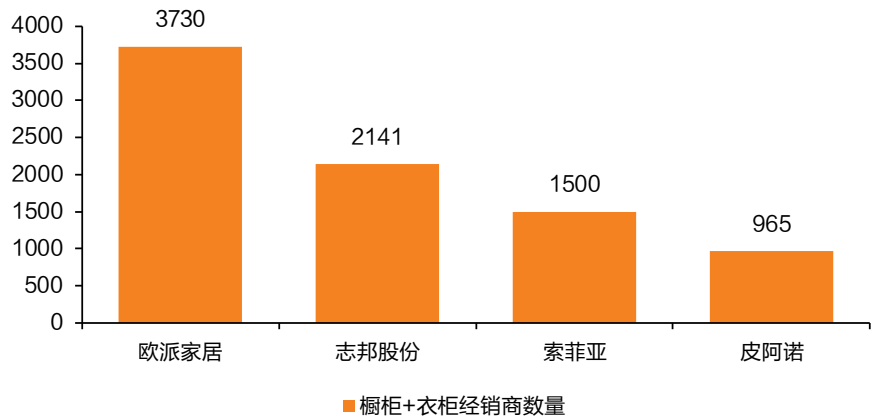
图 26：2019 年经销商平均店面数（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

规模：在行业内，公司经销商团队规模较大。行业内优质经销商的数量是有限的，新增经销商也需要时间发展和培训，且经销商转换品牌的成本较高，因此，先发展起来的行业龙头往往占有优质的经销商资源，具备先发优势。同时，由于 2017 年定制家居行业大批上市，未来扩张过程中优质经销商资源将更为紧俏。截止 2019 年末，公司已经掌握有橱柜、衣柜的经销商共计 3730 家（包含欧铂丽），远超同行业其他公司。

图 27：橱柜+衣柜经销商数量（截止 2019 年末）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

持续加大经销商补贴力度。公司经销商补贴主要包括广告宣传费、培训师费用、样品优惠金额等。不断加大的经销商培育投入使得公司经销商核心竞争力不断突出。

善于利用现有经销商资源扩展业务，促进战略目标有效实施。衣柜业务发展初期，欧派利用原有橱柜经销商资源去培育衣柜，建设橱衣融合店，后期衣柜业务体量做大后才开始独立招商。欧派 2015 年开始推行副品牌欧铂丽，截止 2019 年末，欧铂丽橱柜门店数量已经达到 1027 家。公司下一步计划重点发展木门业务，促进橱衣木门的深度融合，目前木门经销商已经到位，随着产能的投放有望快速放量。

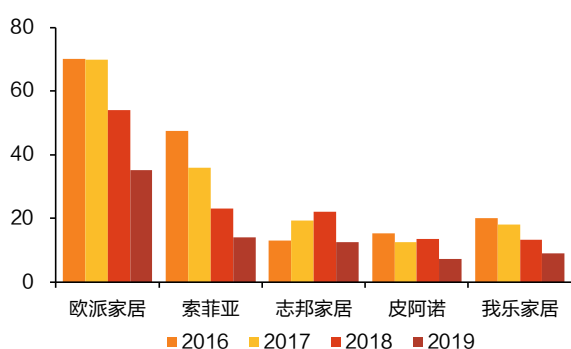
3.2. 大力发展工程端，优质业务模式应对精装房趋势

借助经销商分散风险，提升区域市场开拓能力。公司从 13 年下半年开始调整大宗业务流程，由经销商负责业务开拓和产品安装，18 年开始零售经销商也可以开拓大宗业务，并享受和大宗经销商的同样待遇，由于经销商对地区市场的了解程度更深，对区域市场的开拓更加便利。

通过大宗业务保证金模式维护现金流，保证服务质量。在公司与经销商、大宗客户签订业务订单后，除客户向公司支付一定的货款外，经销商需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金。公司在安排生产时实际已收到全额货款，不存在垫资和资金成本，维护现金流良好。同时将催收和验收结果与经销商保证金挂钩，推动经销商向地产商催收和保证安装质量。

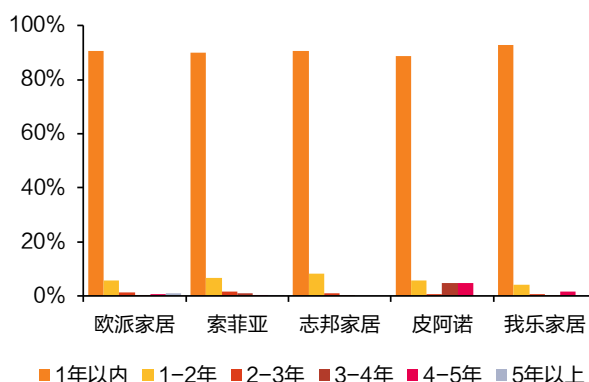
同时，应收账款增速不及大宗业务增速，且公司大宗业务毛利率较高。由于货款的回收和经销商的大宗业务保证金挂钩，经销商有动力帮助公司催收，保证了在大宗业务发展的同时，应收账款不会有大的增加。公司的毛利率较高的两个主要原因：1) 工程经销模式中工程安装交由经销商负责，计入费用科目；2) 强品牌力可以提升地产商项目的形象，有溢价空间，提高了大宗业务的毛利率。由于事先向经销商收取大宗业务保证金，公司不存在垫资，可有效减少财务费用，一定程度上提高公司净利率。

图 28：欧派应收账款周转率高于同行 (%)



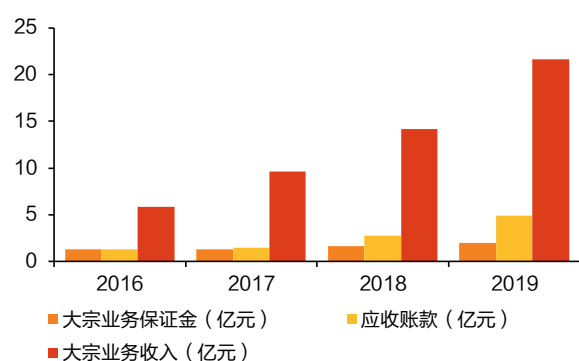
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：欧派应收账款账龄 1 年内占比 90.6%



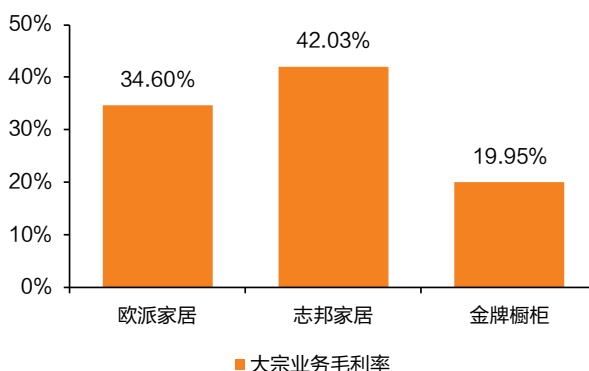
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：大宗业务保证金保障现金流



资料来源：公司公告，天风证券研究所

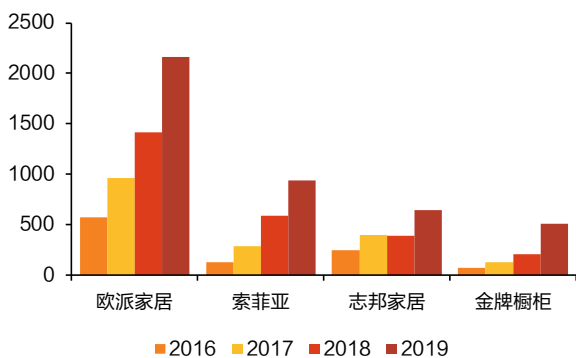
图 31：欧派大宗业务毛利率较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

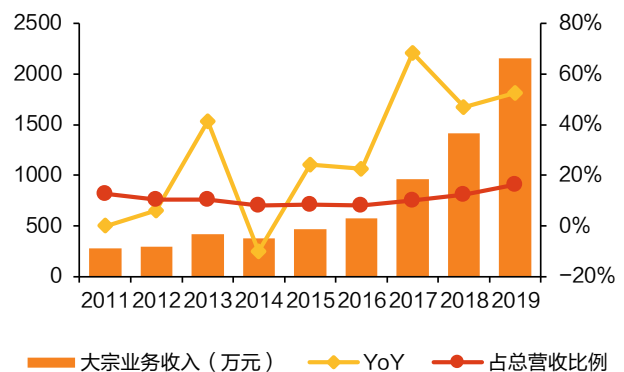
优质商业模式+多品类优势，工程业务快速放量。正如上文所说，地产精装修是一个长期趋势，并且 1) 欧派作为行业龙头品类齐全实力均衡，**品类属性契合精装房属性**，主营的橱柜、木门、卫浴都是精装修房的标配品类；2) **多品类投标也可以有效的降低投标价格**，提升竞争优势，也节省了双方的投标成本；3) 欧派的良好品牌形象也可以提升地产商项目的形象。2019 年公司大宗业务收入规模达 21.6 亿元，同比增长 52.53%，占总收入比 16.2%，在公司收入中的比重快速提升，主动发力迎合渠道分化的趋势。

图 32：定制家居公司大宗业务营收（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：欧派大宗业务营收及增速



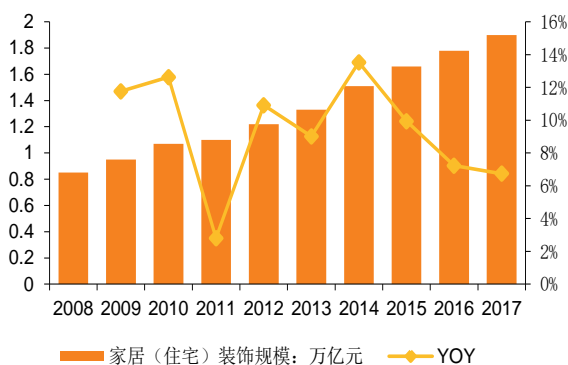
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 率先启动整装大家居，迅速向全国拓展，巩固流量入口优势

整装大家居：2018 年率先提出了“整装赋能”的全新商业模式，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，有望成为公司新的流量入口。携手地区头部家装公司完成对当地家居市场的销售拓展，推动自身渠道转型，由于家装公司只能提供硬装服务，服务链条无法延伸至装修全程，需要定制家居公司提升其品牌力和客单价；而定制家居公司也急需新的流量入口来抵御地产周期的影响。目前官网上的整装价格约 1198 元/m²，包括橱柜、木门、卫浴、主材、施工、设计和服务。19 年公司开始拓展小型整装业务的发展即星居/微居模式，未来有望在中小规模的市场快速拓展。

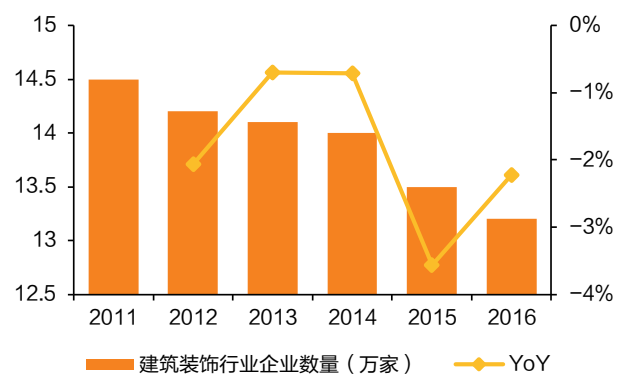
家装行业：家装行业较为分散，“大行业，小企业”格局明显。根据中国建筑装饰协会数据，2017 年全国家居（住宅）装饰行业规模为 1.9 万亿元，行业总产值比 2016 年增长 7.2%，增长的绝对量与 2016 年持平，增速比 2016 年回落了 0.5 个百分点。家装行业市场空间广阔，同时由于进入门槛不高，企业数量众多，市场集中度低。根据中国建筑装饰协会提供的数据来看，尽管中国建筑装饰市场的市场规模不断扩大，整个建筑装饰行业市场的企业数量却表现出稳定的减少趋势，从 2011 年的 14.5 万家减少到 2018 年的 12.5 万家，7 年共有 2 万家企业退出了市场，虽然装饰行业市场体量庞大，但市场份额比较分散，集中度低，没有任何一家市场占有率很高的企业，呈现出“大行业，小企业”的特点。以 A 股装修装饰上市公司中业绩排名前 20 的企业总收入占行业市场规模的百分比来近似估计行业的市场集中度 CR20，可以看出近几年市场集中度仅有 4% 左右，而且上升趋势缓慢，未来提升的空间还很大。

图 34：家装行业市场空间大



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

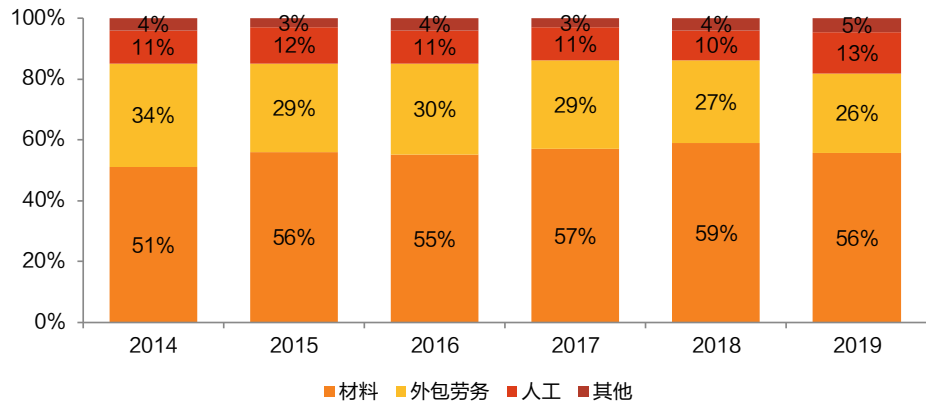
图 35：集中度有提升趋势，但仍高度分散



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

需求：消费者渴望一站式服务减少时间和精力投入，家装公司希望提升客单价和供应链能力。家居消费主力群体年轻化的背景下，消费者更注重一站式家居空间解决方案，希望获得性价比高、品质化、品牌化的家装。而整装公司则受限于非标程度高，人力成本占比高和原来垂直化经营的重资产投入模式，难以进行供应链整合和经营品牌实现规模化和快速推广，给中小企业留下了空间，而中小企业则难以规模化采购或者自建供应链难以完成从半包向全包的转变。

图 36：家装公司人力成本高（以东易日盛为例）



资料来源：东易日盛公司公告（以东易日盛为例），天风证券研究所

模式：目前的家居和家装企业都在积极探索整装发展路径，大致分为以下几种模式

- 1) 传统家装企业的产业链延伸：**如金螳螂、东易日盛等企业，通过将原有的半包向全包转变，从原有的硬装向软装配套延伸以达到一站式整装，提升客单价；
- 2) 家居企业的经销商赋能：**如欧派、索菲亚等，即与地区优质家装企业合作，将自身的渠道和供应链能力赋能于地方家装企业，提升自身客流量，加强家装企业竞争力；
- 3) 平台服务型：**如齐家网、土巴兔和尚品宅配整装云，搭建后端服务平台通过输出自身信息化和供应链能力等，提升家装企业整装交付能力，尚品宅配整装云和齐家网、土巴兔模式的区别在于面向的一个是小 B 端一个是 C 端；
- 4) 家居企业的自建整装，**尚品宅配自营，类似家装企业向上延伸产业链，是家具公司向前端的延展，自建设计、施工团队和主材采购以实现整装。

难点：在客单价提升的利润驱动下，行业内企业都有切入整装的动机，但对于所有企业来说都必须解决以下几个问题：

- 1) 规模化扩张：**整装服务非标准化程度高，产品推广困难，家装公司一般采取投资或自建的方式扩张，但投资周期长并且对投后管理能力要求高，家居公司一般采用合作模式合作，但难以用一套产品体系满足所有经销商，并且非排他的合作方式也很难保证销售份额；
- 2) 利益平衡：**家居企业与整装企业合作需要解决与原有经销商的利益冲突问题；
- 3) 供应链建设：**整装流程需要的品类多，涉及主辅材达数百种，同时涉及制造、采购、库存和物流等环节，家装公司或者是平台公司只是产品的拼凑，难以实现设计上的打通；
- 4) 交付能力：**整装流程长，信息不对称程度高，人力成本占比高，不易管理，质量和工期难以保证。

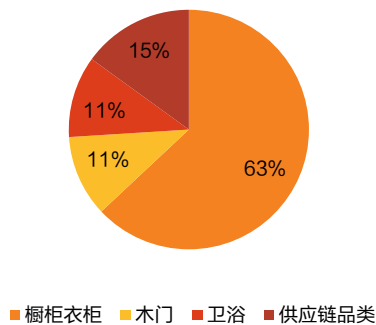
核心竞争力：但是欧派的整装模式可以充分解决现存模式的冲突，并且该模式已经在韩国市场得到了验证。韩国汉森的 IK 业务模式采用的是合作模式，即与家装公司合作，通过家装公司的推荐，向家装公司支付佣金，通过汉森强大的品牌力，保证市场份额，并且用自身的施工队来施工保证交付质量。品牌力是保证份额的关键，通过大品牌产品的影响力提升签单率和客单量。

特色①：利益平衡机制良好，受到整装经销商和传统经销商的共同支持，借助原有渠道快速全国化扩张。欧派目前是一个城市是选择一个经销商，加入了整装对一城一商发起了挑战，所以欧派会给当地的传统经销商补贴奖励，整装公司也给传统经销商补贴奖励，这样就安抚了传统经销商对市场被抢占的不满。同时，整装经销商的业绩会加到当地传统经销商的业绩考核上。甚至一些原本没有招商的城市强烈要求招商。对于整装经销商，在现在的返点政策下，价格对整装公司来说竞争力较强，加上欧派的强品牌力，还可以带动整装公司的签单率提高。

特色②：落地容易，便于推广，搭船出海快速变现。全国性的整装公司如金螳螂、东易日盛一般通过收购或参股区域家装龙头，自建直营分公司等方式进行区域拓展，这种模式效率低、投入高，周期也相对很长，但利润链条长。欧派采用将地区整装龙头转变为自身经销商的模式，既保证了落地的速度也留下了一定的利润空间。

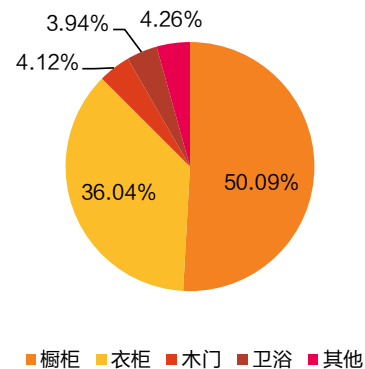
特色③：收入构成更加多样化，客单价更高，供应链能力强，打通体系设计。对于地方整装企业来说，没有能力在硬装，软装等给个体系的产品间统一设计，输出真正的整套的家装方案，但欧派作为全国的家居龙头，有能力整合供应链，打通全套设计，通过整装输出可以有效提高客单价，目前的整装收入结构相比零售的收入结构更加多样化，供应链品类和木门卫浴的收入占比更高。

图 37：整装收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：欧派整体（经销+大宗）收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

进度：19 年全年实现接单业绩近 7 亿元，卡位优势显著。截至 2019 年年末，公司整装大家居共拥有经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。公司与地方头部家装企业深度合作，依托渠道深度管理取得快速发展，有望成为持续发展的新增长点。欧派是行业里率先使用整装合作的方式进行快速推广的企业。

率先发展推广具备卡位优势：1) 目前整装行业品牌度不足，有欧派产品的背书后可以迅速帮助整装伙伴在区域建立竞争优势；2) 整装行业的地域性强，一个区域内龙头数量有限，率先合作具有先发优势。

4. 产品生命周期管理优秀，持续提供成长动力

强渠道也要强产品去支撑，“大家居”战略可以有效满足客户一站式采购的需要，提升客单价的基础。作为三车一马里的头一车：“大家居”战略也需要均衡完善的品类去支撑，从一个简单的产品的提供者，发展成为一体化的家居整体解决方案提供者。以整体橱柜为核心，涵盖整体衣柜、定制木门、厨房电器、整体卫浴、墙饰壁纸、实体面材、商用厨具等多类家居产品的现代一大家居产品供应商。

“大家居”提高品类间的协同效应，多种套餐组合有效提升客单值。目前欧派最新的 19800 套餐是 2018 年推出的，即仅需 19800 元，可定制全屋 22 m² 投影面积的家具，例如电视柜、酒柜、衣柜、衣帽间、书柜、书桌、玄关柜、鞋柜、阳台柜等。**目前客单的提升主要是通过：1) 品类的拓展来实现的。**即针对主要的品类，提供高度定制的产品，和原有的

品类套餐式销售，如橱柜+木门+卫浴；2) **配套品的拓展**。即通过将主品类和配套品捆绑销售的方式，比如将橱柜和厨电进行搭配，木门与护墙板等；3) **空间定制**。即打破品类的限制，一站式输出特定房型的解决方案，比如卧室、儿童房、衣帽间、书房等。4) **全屋搭配**，针对户型和面积，直接提供不同风格的整套方案。

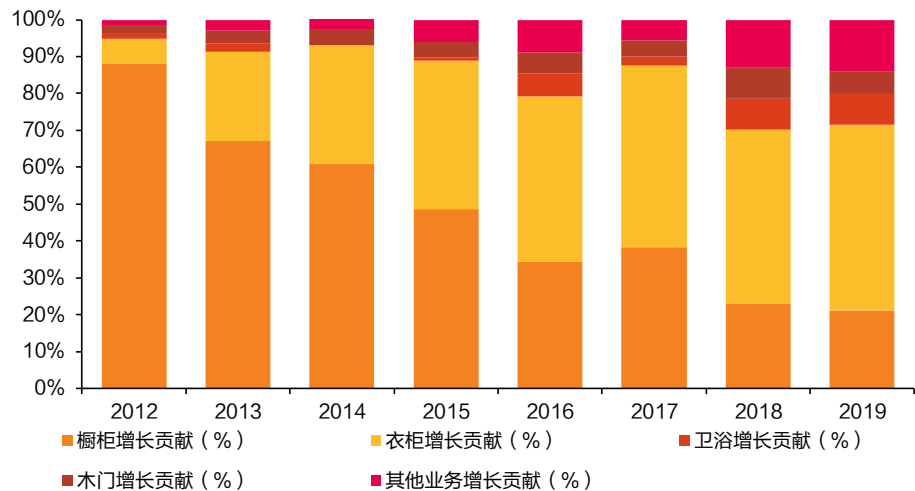
图表 7：全屋柜类客单价测算

定制空间	主要产品	投影面积 (平米)	板材+五金件单价 (元/平米)	定制消费 (元)
	床、衣柜、床头柜			
卧室	等	11	1500	16500
儿童房	床、衣柜等	9	1500	13500
餐厅	餐边柜等	3	1500	4500
功能房	书桌、书柜等	5	1500	7500
客厅	电视柜等	3	1500	4500
阳台	阳台柜等	3	1500	4500
玄关	玄关柜等	2	1500	3000
其他	各类壁柜等	4	1500	6000
厨房	橱柜等			20000
			总计	80000

资料来源：天猫，天风证券研究所测算

公司产品线丰富，产品生命周期管理能力突出，长期成长动力十足。94 年公司率先在中国引入整体橱柜，2003 年开展卫浴业务，2005 年开始发展衣柜业务，2010 年开展木门业务，2014 年推出副品牌欧铂丽，打开中端市场空间。2018 年开始公司加大投入资源战略发展木门业务，有望接替衣柜成为新的增长点。几次业务扩张与转型都取得成功，展现公司精准的战略眼光与强大的战略执行能力。

图 39：主营业务增长贡献占比



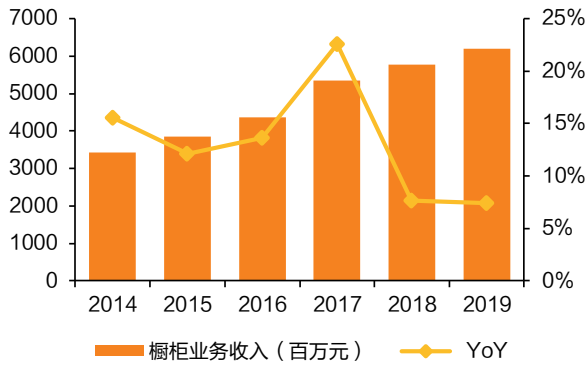
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1. 橱柜衣柜规模效应显著，龙头地位构筑品牌效应

定制橱柜：行业龙头，受限于行业渗透红利结束等原因增速有所放缓，但规模效应显著，毛利率处于行业前列。2019 年橱柜增速降至 7.4%，一方面是因为开店红利逐步降低，行业也已经渡过了跑马圈地的阶段，另一方面也是由于定制橱柜渗透率跨过 50% 大关，行业增速放缓。目前橱柜毛利率已达到同行业领先地位，橱柜毛利率不断提升主要系：1) 公司品牌的构建和生产规模的扩大，提升了橱柜的议价能力和规模效应，未来随着产能扩张还有提升空间；2) 厨电的配套率提升也增厚了利润，未来随着厨电 IPO 募投产能的投放

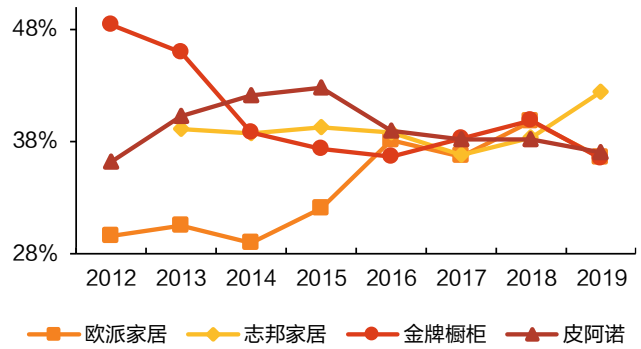
还有进一步提升的空间。3) 公司信奉“树根理论”，对经销商的让利规模较大，针对经销商的加价率一直保持在低位，宁愿公司少赚钱也要保证经销商的利益，如今毛利提升至行业平均水准说明公司已经可以在保证经销商高毛利的水平上实现自身的高毛利，整体产品毛利水平显著高于竞争对手。

图 40：公司橱柜业务营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：定制橱柜毛利率对比

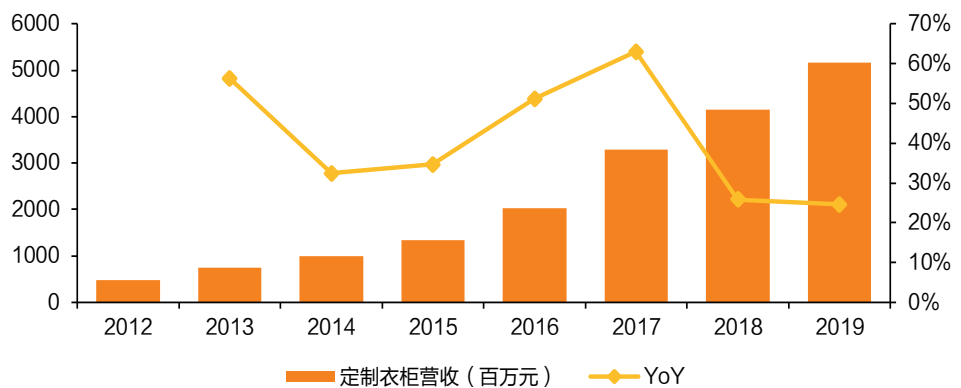


资料来源：Wind，天风证券研究所

基本覆盖县级市，未来将领先行业进入下沉市场，复制家电龙头成长路径。全国共有 2846 个县级行政区（包括 965 个市辖区），而欧派橱柜门店在 2019H1 已经达到 2330 家，基本实现了县级区域的覆盖。而白电的龙头企业的网点数量上万，覆盖到乡镇区域，并且正是在 09-11 年的“家电下乡”，美的、格力率先渠道下沉，享受到了更下层市场的需求红利，加上本身的规模优势，确立了寡头的市场地位。欧派橱柜在行业里已经遥遥领先，提前切入乡镇一级市场，将提前享受下沉市场的需求红利。

定制衣柜：在中高速发展，教科书级的品类扩张历程。公司从 2005 年开始拓展整体衣柜业务，初期鼓励橱柜经销商新增代理衣柜业务，以橱衣融合店的模式推广，2011 年衣柜成立独立事业部，逐步开始独立招商，经销商规模快速扩张，2015 年开始推行“19800 套餐”，2018 年行业增速放缓开始转变经营策略，2019 年订单数量已经超过了橱柜，并在行业不景气的情况下依然保持中高速增长。

图 42：公司衣柜业务营收及增速

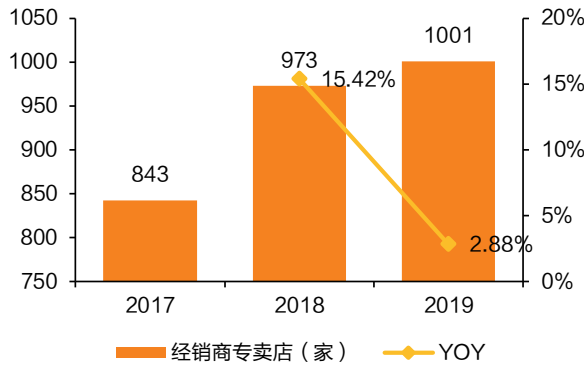


资料来源：wind，天风证券研究所

衣柜近期策略：多接单，做单值，持续优化 19800 套餐，带动客单提升。2019 年上半年，欧派衣柜在市场弱势环境下仍然取得较快增长。欧派衣柜着眼于客情和客流实际，多措施

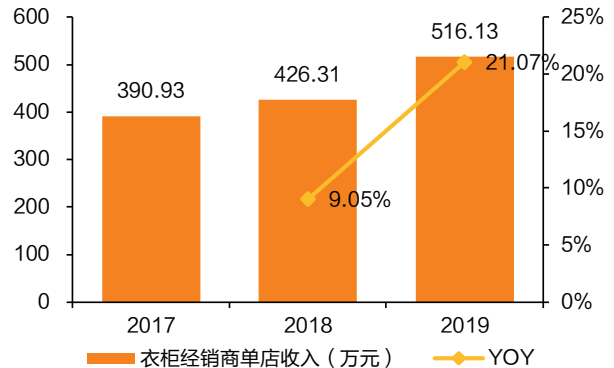
落地为经销商减负，优化终端店面，有效把握市场变化，立足于“多接单，做单值”这一核心主线，全力推进促销模式转型。持续创新优化 19800 套餐，并创造性地开展“送床垫”、“送保险箱”促销，及时有效地应对市场竞争，抢占市场份额。

图 43: 衣柜经销专卖店开店速度放缓



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 44: 衣柜经销专卖店单店收入稳步增加

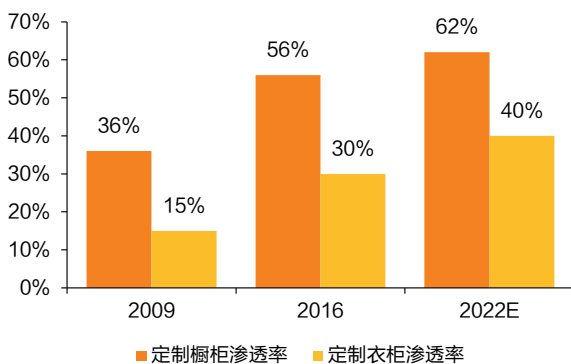


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

橱柜衣柜业务品牌红利已现，带单效应显著。橱柜带单能力强主要体现在以下三点：

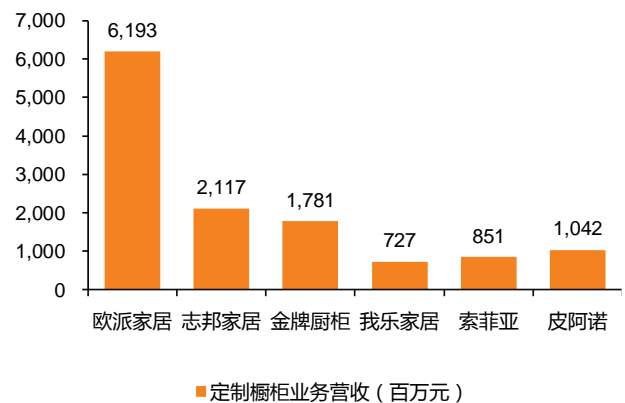
- ①在整个家装流程中，橱柜的安装要比木门、卫浴的安装更靠前，因此导流效果更为显著，品类之间的带单成功率更高，一般相似购买衣柜前橱柜已经购买完毕。
- ②从营收情况来看，公司目前橱柜业务已经做到了行业第一，具有较高的品牌知名度、美誉度。公司利用橱柜的优势，为推广自己的衣柜、木门、卫浴等业务提供了基础。
- ③定制橱柜的渗透率高于定制衣柜，作为前端引流的通道，可以将定制概念传输给消费者，起到推广和教育作用。并且欧派橱柜和衣柜的中高端定位较为一致，目标客户群体也较为一致，再辅以各类橱衣联动的套餐与活动，可以有效拉动衣柜销量。

图 45: 定制橱柜、定制衣柜渗透率比较



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

图 46: 橱柜龙头地位显著

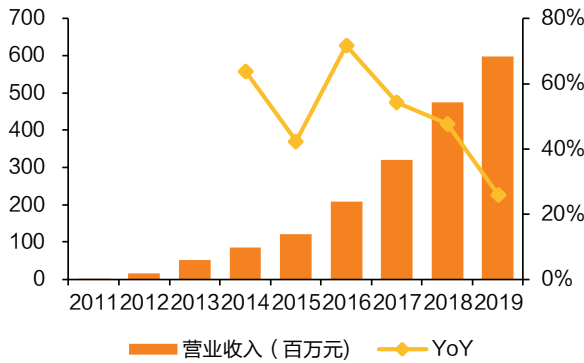


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 木门卫浴迅猛发展，大家居战略延伸品类布局，提升客单值

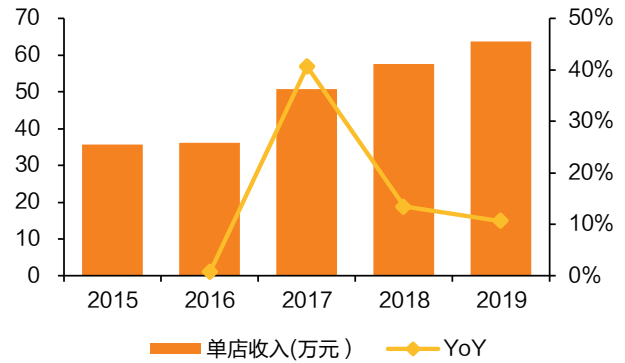
木门: 公司欧铂尼木门业务 2010 年起步，增长潜力较大。2019 年公司木门业务收入 5.97 亿元，同比增长 25.86%。欧派家居欧铂尼木门 19 年产量 57.8 万套，产销率 98.9%，定制木门业务作为公司未来重点发展品类，随着扩建产能的逐步投放，增长潜力较大。

图 47：公司定制木门业务营收及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 48：木门单店收入情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

木门行业规模测算：对于住宅装修规模的测算与上文对橱柜的一致，由于木门还可以用于办公楼及商业营业用房，所以增加这一部分的测算。

核心假设：

- 1) 每套住宅房 100 平米，配备 4 套木门；办公楼及商业营业用房每 400 平米配备 1 套木门；

图表 8：木门行业测算

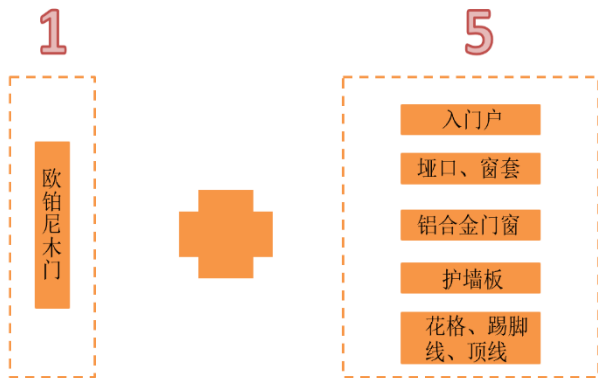
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
住宅商品房销售面积 (万平方米)	147929.4	150144.3	152400.6	154686.6	157006.9
YoY	2.20%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
平均每套房面积 (平方米)	100	100	100	100	100
新房装修需求 (万套)	1479.3	1501.4	1524	1546.9	1570.1
存量房 (万套)	14879.5	16381	17905	19451.9	21021.9
二次装修实际占比	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
二次装修需求 (万套)	223.2	245.7	268.6	291.8	315.3
办公楼及商业营业用房销售面积(万平方米)	16334.7	13895.6	13200.8	12870.8	12870.8
YoY	-7%	-15%	-5%	-3%	0%
办公楼及商业营业用房装修需求 (万套)	163.3	139.0	132.0	128.7	128.7
装修总需求 (万套)	1702.5	1747.1	1792.6	1838.7	1885.4
YoY	-	2.62%	2.60%	2.57%	2.54%
木门					
需求数量 (万套)	6973.3	7127.5	7302.4	7483.5	7670.3
市场价格 (元/套)	1200.0	1200.0	1200.0	1200.0	1200.0
木门市场规模 (亿元)	836.8	855.3	876.3	898.0	920.4
YoY	-	2.21%	2.45%	2.48%	2.50%

资料来源：wind，天风证券研究所测算

衣柜木门深度整合，协同效应凸显，有望接替衣柜。公司保持木门业务经销商体系不变的情况下，将衣柜、木门业务进行深度整合，构建木门+护墙板+门窗+定制柜类+成品家居的全新定制生态闭环，打造情景化平台型终端。针对现有的 938 家木门经销商，公司将通过木门经销商专项培训、“衣木”综合店面专项扶持等形式，提升木门经销商实力。借助

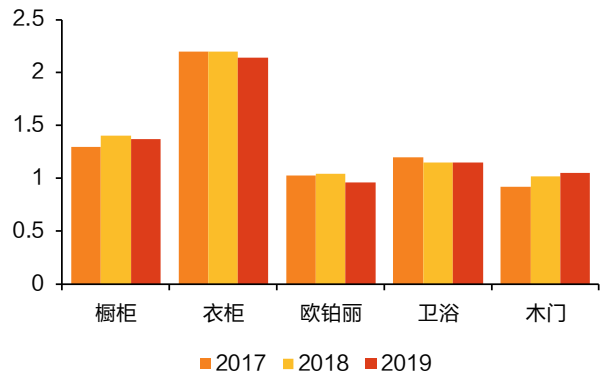
公司的电商、整装、工程新渠道布局。目前木门的经销商平均开店数量略高于 1，未来还有很大增长的空间。

图 49：欧铂尼木门+“1+5”全屋立面定制系统



资料来源：中华门窗网，天风证券研究所

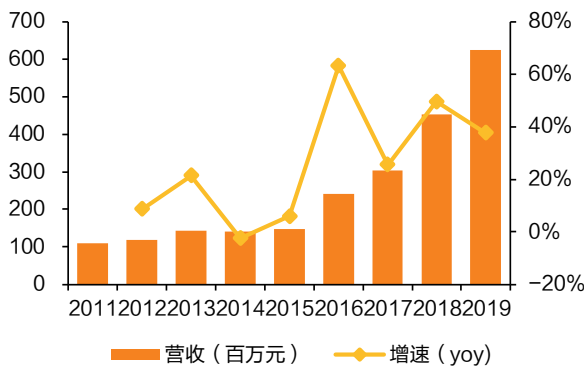
图 50：单经销商平均开店数量（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

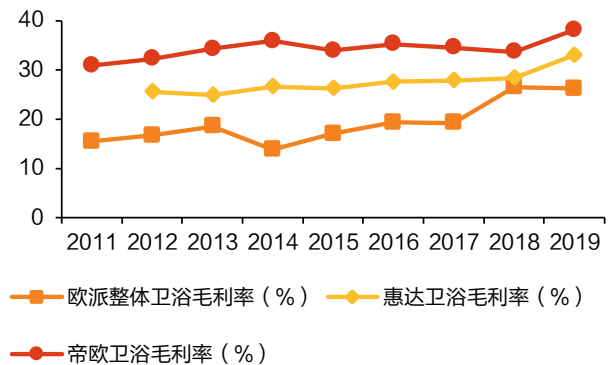
卫浴：公司整体卫浴业务增速提升，整体卫浴与整体家居协同效应初显。公司整体卫浴业务 2019 年营收 6.24 亿元，同比增长 37.67%。同时，卫浴业务毛利率与行业龙头帝欧家居和惠达卫浴的差距不断缩小，2019 年毛利率 26.20%。公司卫浴业务起步较早，但卫浴业务与木质家居业务协同性偏弱，在公司推进大家居模式和全屋定制模式后，协同效应提升显著，2019 年公司推出“全卫定制 2.0”，完成从产品组合设计到功能配置，模块组合，空间设计的全方位提升。

图 51：公司整体卫浴业务营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：卫浴毛利率不断缩小与龙头差距



资料来源：Wind，天风证券研究所

融合：迎合场景化营销需求，营销和制造职能合并，开创星居、微居新业态。场景化营销是行业未来的销售趋势，但是在定制家居公司传统的事业部形式中，制造和营销职能是分离的，并不适合品类间的设计协同和场景式销售，公司于 19 年调整了组织架构，将营销和制造职能合并。并且针对性的开创了星居、微居的场景化的融合店，以橱衣柜为核心，带动卫浴、木门等品类的发展。

星居/微居模式特征：

- 1) **开小店**，相比整装大家居的对门店面积的要求，星居/微居店门店面积更小，降低经销商的资金压力，这样也可以进一步向三四线城市市场延伸；
- 2) **多品类场景式营销，提升客单**，通过多品类引流和联单销售，提升客流量，突破单品

类增长瓶颈，通过橱柜带动木门卫浴等品类销售，实现业绩增长；

3) **标准化+微定制产品思路**，欧派在不同渠道间的产品并不相同，每个渠道都是单独的产品，这样既可以增加差异化，也能缓解不同渠道间的利益冲突，针对星居/微居渠道，公司采用标准化+微定制思路，将全屋空间变成模块化的功能单元，简化销售及设计流程，减少对前端设计师的依赖，易于推广。

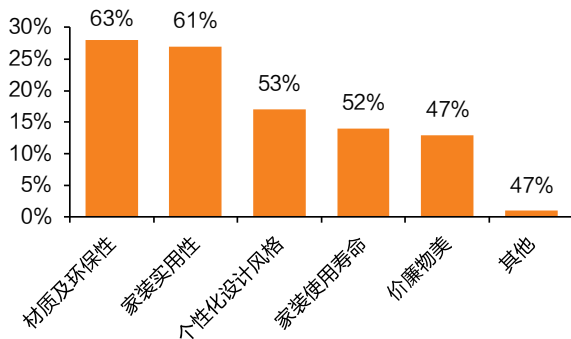
公司拥有极强的产品生命周期管理能力，丰富的产品品类布局持续为公司补充成长动力。公司 2003 年后先后布局了衣柜、木门、卫浴等业务。公司橱柜业务起家，衣柜也许迅速放量提供增长动力。未来几年，木门业务将作为公司发展重点，不断发展放量，推动公司市值不断攀升。

5. 品牌与服务优化客户体验

终端服务是塑造品牌的核心，欧派的“三马一车”战略里包括三马——大家居、欧铂丽和信息化，以及一车——终端服务。公司的多品类建设，全国化产能布局，信息化建设，梯队化品牌建设都是为了提高终端服务能力，为了客户有一个更合适的价格和更好的体验。

欧派家居拥有完善的全链条服务体系能在客户中形成良好的口碑传播效应，大幅度增强客户粘性和品牌忠诚度。目前，欧派家居在全球范围内建立 700 多个 4S 客服中心，拥有数万名专业安装售后人员，提供顾问式营销模式和一站式服务，11 年开始在行业内推出“金保姆”服务，针对购买使用其产品的用户每年提供一次免费的橱柜保养清洁服务。18 年在全行业增速放缓，各大企业争相降价的时候，欧派逆势提高出厂价，仍旧维持了行业领先的增速，展现了良好的品牌力。

图 53：2017 年消费者对家装各类品质关注度调查



资料来源：新浪家居，天风证券研究所

图 54：欧派家居金保姆服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

定制家居线下服务链条长环节多，且需要与家装部分配合，响应速度慢会拖长整体家装时间，降低客户体验。传统的装修方式是软装硬装分开，业主装修时，家居找家居公司，水电布局找装修公司，过程麻烦且涉及多工地管理、衔接协调等问题，并且定制家居采用的是先设计再生产模式，如果花费时间过长则会拉长装修周期，如果一次安装失败重新生产则会极大的考验公司供应链的响应速度并降低客户满意度。

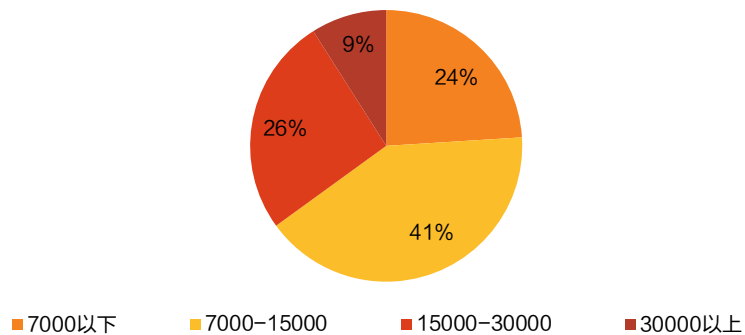
前后端衔接：C2M 信息化建设提高服务效率，减少衔接环节。C2M 模式直接将客户与工厂链接，实现一键设计—一键报价—一键下单—自动排产—精益物流的全流程服务。公司自主研发的订单排产系统，能够以一个批次的生产容量为单位，不限类型和尺寸，为同批次板材制定科学的裁板方案，最大限度地提高每一块板材的使用率。

5.1. 梯队化品牌+高额广告营销投入，提升品牌认知度

梯队品牌建设：公司采用多品牌战略，主品牌欧派主打中高端市场，副品牌欧铂丽主打中低端市场，即将推出新的高端品牌，实现梯队化品牌建设，满足各类客户需求。公司 2015 年推出副品牌欧铂丽，与定位高端市场的主品牌欧派不同，欧铂丽定制年轻化的终端市场，实现梯队化品牌建设，深度收割消费群体。

欧铂丽覆盖中端市场，形成业绩增长强劲驱动力。根据中华橱柜网的统计数据，41%的消费者预算在 7000-15000 元之间，正是欧铂丽瞄准的价格区间；26%的消费者预算在 15000-30000 元之间，主要是欧派瞄准的价格区间。欧铂丽品牌的推出将打开中端市场空间，两大品牌合计覆盖 67%以上的客户群体。

图 55：消费者整体橱柜消费预算

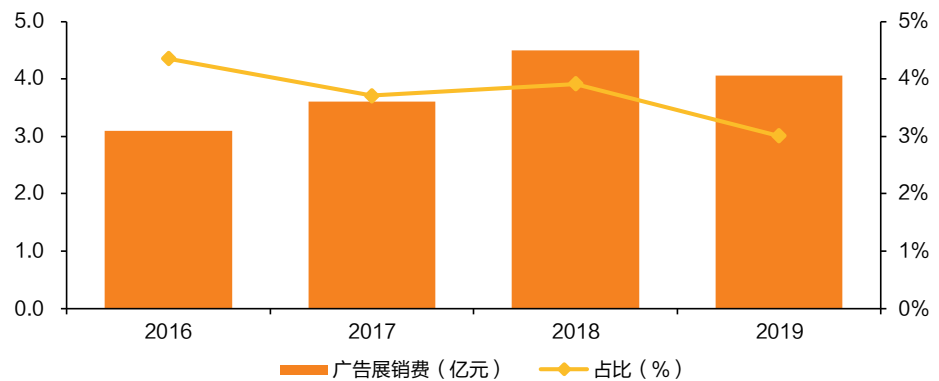


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

欧铂丽走出自己的道路，独立营销，品牌影响力逐渐加强。在欧铂丽发展初期，欧铂丽品牌以“欧派制造”为卖点，发展缓慢，公司在子品牌的设计上加大投入，18 年开始定位轻时尚和轻奢，从欧派的营销体系中剥离出来做自己的品牌，近年来逐渐被市场所认可。2019 年，欧铂丽正式独立为单独事业线，实现营收 7.25 亿元，同比增长 56.85%，毛利率为 34.65%。

营销投入：大量的广告宣传投入，造就一流的定制家居品牌。对于耐用低频消费品来说，品牌的知名度、美誉度需要大量的广告宣传。纵向来看，随着公司规模的不不断扩大，2019 年全年，公司投入广告展销费用 4.06 亿元，占营业收入比重 3.00%。可见公司对广告宣传的重视。

图 56：近年广告展销费用及其占营收比率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售投入：销售费用逐年提升，调动员工积极性，高人效有力推动营销活动的执行。公司

的销售人员薪酬水平较高并呈逐年提升态势，体现公司对于销售的重视，在用人上也是更看能力而不是更看资历。注重员工的内部竞争，把平等竞争，优胜劣汰，扬长避短，人尽其才作为人才理念，优者上、劣者下。

营销布局完善：公司在互联网上的大力投入，O2O 模式等新兴渠道引流增加品牌认知度。根据中华橱柜网的数据，欧派橱柜的互联网广告覆盖率为全行业最高。2019 年“双十一”公司适时推出了线上线下一系列大力度优惠活动，在双十一当天的销售额达到 7.07 亿元，名列天猫全屋定制行业第三名，连续四年蝉联天猫橱柜行业销售额冠军。全渠道营销，快速推进整装、电商、国美、社区等新兴渠道建设。

图表 9：互联网广告覆盖率

排序	品牌名	广告覆盖率
1	欧派橱柜	92%
2	金牌橱柜	90%
3	志邦橱柜	88%
4	德意·丽博橱柜	85%
5	韩丽橱柜	85%
6	司米橱柜	82%
7	博洛尼橱柜	80%
8	我乐橱柜	78%
9	箭牌橱柜	75%
10	华帝橱柜	75%

资料来源：中华橱柜网，天风证券研究所

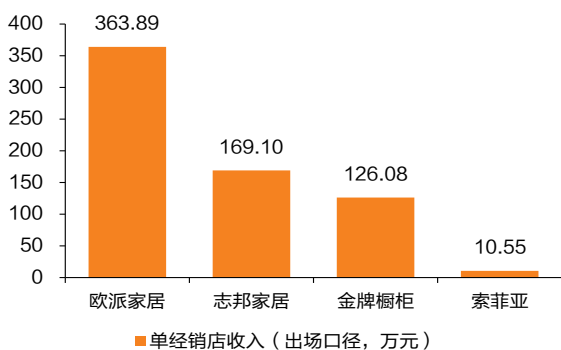
图表 10：2019 年天猫双 11 品牌排行榜之全屋定制

排名	去年排名	企业
1	2	索菲亚
2	3	TATA 木门
3	4	欧派家居
4	7	好莱客
5	-	金牌橱柜

资料来源：装修内参，天风证券研究所

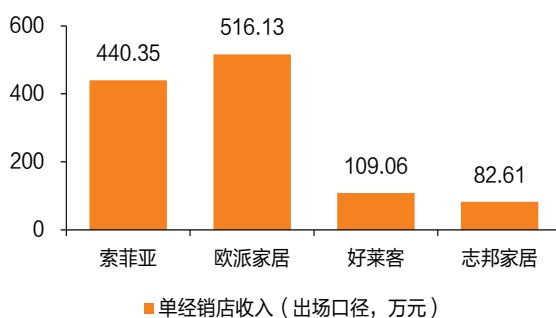
品牌实力：欧派家居的单店收入稳居高位，体现出公司强大的品牌实力。通过比较 2019 年各品牌经销模式下的单店收入，可以发现，欧派家居、索菲亚的单店收入额排在行业前列，其中公司的核心产品橱柜的单店收入遥遥领先行业，并且是在公司已经完全覆盖县级市的情况下，足见公司的品牌力。

图 57：橱柜单经销店收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 58：衣柜单经销店收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 全链条服务提升客户体验，构筑品牌护城河

服务端链条长，利润厚，终端服务能力提升客户体验，打造品牌护城河。相比于家电等更为标准化的产品，在产品价值链分配上，定制家具服务渠道端的利润占比更高。因此，提升渠道端的服务能力，产品的差异化，以及品牌力的不断塑造提升无疑显得格外重要。

行业特点：产品非标属性强，但产品生产门槛低，服务端利润占比高，链条长，服务属性重。相比于家电等标准化更高且技术壁垒更高的产品，定制家居企业可实现以销定产，从而产能利用率高，以产定销使渠道库存压力小，不具有打价格战的行业基础。其次在产品价值链分配上，定制家具服务端的利润占比更高，因此，提升渠道端的服务能力，服务的差异化，以及品牌力的不断塑造提升无疑显得格外重要。

前端服务：一线品牌服务更加到位，前端服务主要是售前体验和售中售后服务。售前服务能力的高低直接影响了客户的转化率、成交率，售中和售后服务很大程度上影响了客户满意度。**售前服务决定客户购买体验。**门店作为和消费者直接接触的环节，单纯的产品展示难以让消费者有更直观的感受，欧派家居引入 VR 技术来展示方式来增强消费者的体验，从而增加门店流量与转化率。

系统培训+严格考核+独特经营模式，保证经销商服务质量不断提升。家居公司本身并不直接为客户提供服务，家居公司是通过对经销商的培训和精细化管理来保证经销商的服务质量。欧派采用多种方式提升经销商服务质量：

1) 多层次的培训体系，包括基础入职培训，高级提升培训，专项培训，点对点培训等。其中点对点培训则直接使用点将制，在培训师内部进行市场化竞争，由经销商进行点将，在内部残酷竞争，迫使员工提升培训质量。据招股书披露公司拥有 155 名培训师，约 2,189 平方米的培训教室，完善的网络学习平台（包括视频学习、考试认证等），自主研发各类专业课程 1,600 多个，每年举办各类培训 3,700 余场，经销商和专卖店人员参训达 4 万多次。

2) 对经销商进行千分制 KPI 考核，对不同的方面设置不同权重，包括促销活动执行情况、客户遗留问题发生率、顾客满意度调查、顾客投诉率等方面，根据考核结果决定经销商的提货价。

3) “10+1” 终端经营机制，完善终端经营过程中的若干关键环节，其中“1”指经销商，主要包括经销商的综合素质、管理能力、经营思路；“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、市场拓展等，从日常经营和团队管理等方面帮助经销商提升，全面优化终端市场，大力加强品牌建设。

4) 率先引入 4S 店模式，通过为消费者提供一体化的售前、售中、售后服务，全面提升客户的购物价值，包括展示（Show）：风格一体化，注重客户体验，注意细节完美；销售（Sale）：一体化配套解决方案、一站式销售，节省客户时间成本；服务（Service）：专业的服务团队，优化服务流程，令客户安心、省心、舒心；信息反馈（Survey）：客户的每一道要求都努力满足，每一次信息都及时反馈。

图 59：销售人员学习资源



资料来源：欧派学院网站，天风证券研究所

图 60：欧派“10+1”终端经营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国多层次多区域的市场难以形成区域优势，分散化的市场决定全国化布局。韩国面积约 10 万平方公里，全国人口约 5200 万人，并且其中有 1 千万人都居住在首尔，市场非常集中且城市化水平高，多中心化和人口相对分散的特点决定，区域性布局的辐射面积太小，难以形成牢固的竞争优势，且区域优势，比如经销商和产能难以进行快速转移和复制。

不同地区对装修风格和家居选择的偏好不同，消费需求呈多元化差异化特征。根据 CBNdata 数据，经济发展水平较高的地区消费者更偏好小众风格，比如美式田园、现代中式，而三四线更喜欢现代简约风格，而东北和西北更喜欢欧式风格，比如在北方实木家具的市场比较大，喜欢厚重风格的偏多，很少有金属家具，但是在南方，气温偏高，大家更偏爱一些板木结合和金属家具。

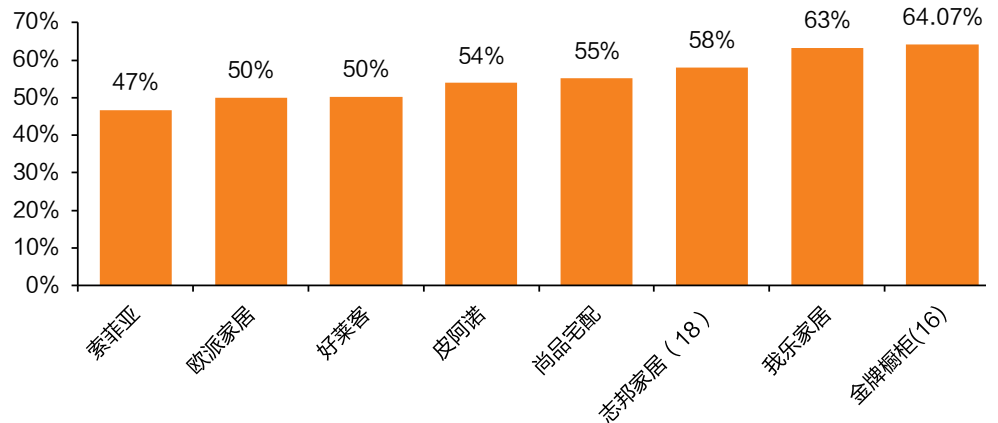
由于地域消费偏好的差异，缺乏对不同地区市场的了解和足够的全国化服务能力，使得二线企业销售收入大多集中在 1-2 处地区，区域性特征明显，短期内难以切入全国与欧派家居竞争。定制家居第一梯队欧派家居、索菲亚分地区收入比较分散。而第二梯队中仅有好莱客分地区收入比较分散，其他公司大多依赖 1-2 个区域，

图表 11：定制家居公司收入地区分布

	欧派家居	索菲亚	皮阿诺	志邦家居	金牌橱柜 (16)	我乐家居	好莱客	尚品宅配
华东	29%	22%	19%	47%	50%	50%	28%	29%
华南	17%	22%	37%	5%	5%	6%	14%	29%
华北	14%	22%	8%	11%	11.26`	13%	14%	13%
西南	14%	12%	13%	10%	8%	7%	11%	8%
华中	11%	9%	11%	10%	11%	9%	22%	14%
东北	6%	6%	3%	4%	4%	7%	3%	2%
西北	6%	5%	7%	5%	6%	8%	6%	4%
外销	3%	0%	0%	3%	2%	0%	0%	0%
其他	2%	1%	2%	4%	14%	0%	2%	1%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 61：定制家居公司前两大地区销售占比



资料来源：Wind，天风证券研究所整理

6. 复盘汉森：定制家居企业的品牌建设之路

汉森作为韩国家居龙头，营收、市值遥遥领先，品牌力突出。汉森连续 21 年获得韩国 K-BPI（韩国品牌力指数）橱柜第一名，连续 10 年获得室内装饰第一名，在韩国品牌竞争力指数中连续 13 年获得家居品牌第一名。

作为一个 B2B 模式起家的企业，逐步成长为韩国家居零售的龙头，其品牌力建设值得所有国内的定制家居企业学习。总结汉森 50 年企业发展经验，我们总结出其 3 大优秀的发展策略：

1) 差异化的品牌建设，满足全人群需求：汉森的品牌系列极多，并且和渠道深度结合，完美契合其多渠道的发展模式，满足不同人群的消费需求；

2) 通过高质量的店铺和服务提升品牌形象：公司对终端服务和店铺形象持续大量投入，注重终端门店的展示效应和给消费者提供快速、优质、全面的服务打造品牌形象，一次安装成功率全球领先；

3) 根据客流变化情况快速调整渠道布局：公司的渠道发展经历了几次重大变革，根据客流和地产的情况进行了渠道的调整，比如在 97 年开始的直营大店、08 年开始的电商、11 年推出的 IK 等，根据客户的需求及时进行渠道的整合。

6.1. 发展历程复盘：B 端起家，转战 C 端

我们在这根据行业变化和公司战略大致把汉森的发展历程分为了三个阶段：1) 初创期（1970-1996）：靠出口和工程业务快速放量；2) 转型期（1997-2007）：从 B 端转战零售，开始多品类发展，逐步摸索大家居的发展模式经验；3) 快速成长期（2007-2015）：做深渠道，建立品牌，利用第二阶段积累的经验获得了快速增长，迅速建立起牢固的品牌护城河。4) 成熟期（2016-至今）：巩固优势，拓展海外，在本土市场发展接近天花板的情况下，巩固自身的优势，向海外寻求更大的发展。

目前我国的定制家居企业普遍已经开始了积极转型，开始了多品类的发展，而我们认为接下来的做深渠道和建立品牌的阶段才是进一步与其他公司拉开差距的关键。

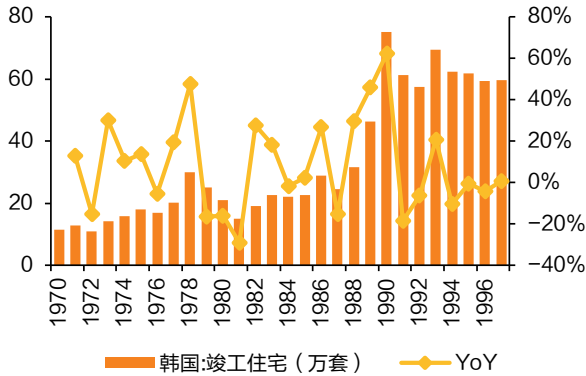
6.1.1. 初创期（1970-1996）：工程端和出口业务起家，迅速放量成为橱柜单品牌龙头

经济背景：韩国经济发展、人口发展和城镇化的高峰。这个阶段人均 GDP 由 1962 年的 87 美元增至 1996 年的 10548 美元，1965-1990 年城镇化率从 28% 提升至 74%，1955-1963 是韩国婴儿潮，大约出生了 710 万人，成长以后涌入城市带来大量消费需求。政府在这个阶段重点建设公寓住房，促使韩国精装房渗透率大幅提升至约 100%，竣工数

量从 70 年的 11.5 万套每年增长至 96 年的 59 万套每年，为公司的工程业务提升提供较大推力。

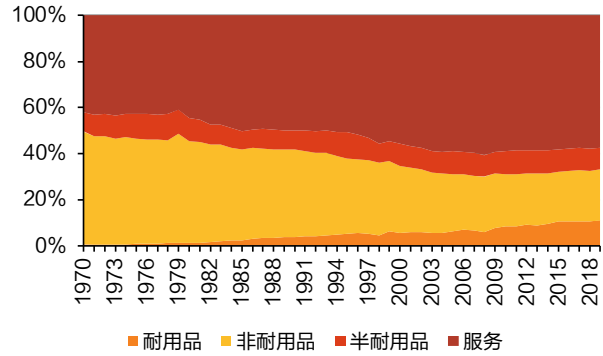
地产背景：竣工面积快速增长，且精装房渗透率高。不同于中国，韩国房地产从发展初期就是以精装房，尤其是精装公寓为主，而橱柜又是精装房的标配，在这个阶段的需求增长也有很大一部分集中于工程端。**年竣工数量由 1970 年的 10 万套左右提升至 1996 年的 60 万套。**

图 62：97 年之前竣工数量快速增长



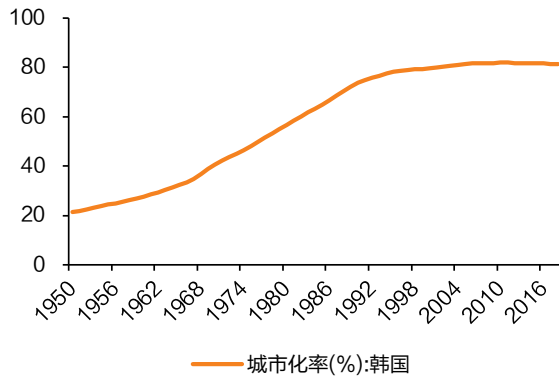
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 63：耐用消费品消费占比显著提升



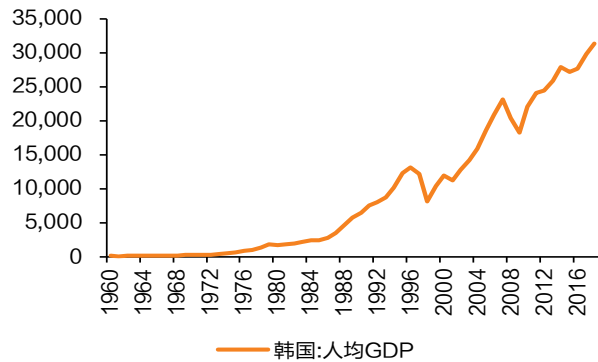
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 64：1970-1996 城市化率提升 38 个百分点



资料来源：Wind，天风证券研究所

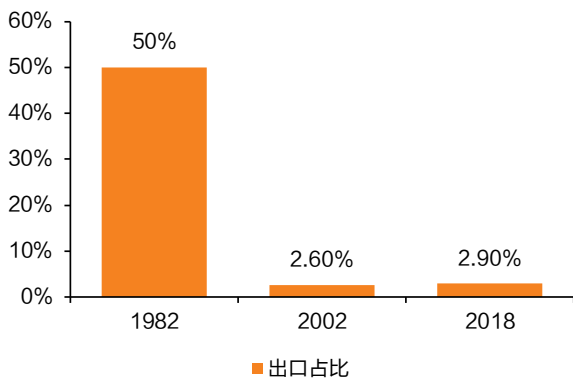
图 65：1970-1996 人均 GDP 快速增长 46 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

发展策略：以出口和工程为主，到 80 年代中期左右出口额大幅下降，公司提前布局提升设计能力和产品质量，为下一阶段 ToC 战略做积极准备。在 82 年至 84 年出口额占公司总收入 50%左右，但到 80 年代中期，物流成本大幅上升，中东国家经济增速下降，出口额大幅减少，到 2002 年家居行业出口占比只有 2%左右，厨房家具行业趋于本地化。公司开始转变方向向质量控制和合计开发转型，从 88 年开始大力投入发展公司设计能力，90 年正式成立设计研究中心。

图 66: 受益“中东热”家具出口比较高



资料来源: 汉森招股说明书, 天风证券研究所

图 67: 第一阶段汉森大事记

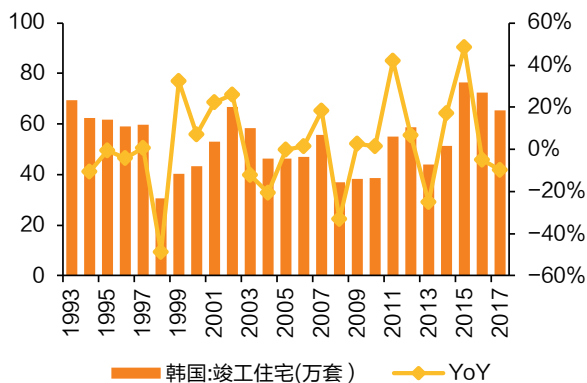
时间	事件
1970.4	汉森成立
1977.7	开始出口业务
1979.12	出口额超 100 万美元
1980	推出首个橱柜品牌“EURO”
1982.2	厨房家具出口额韩国第一
1983.12	出口额超 1000 万美元
1986	国内销量韩国橱柜第一名
1990.7	成立设计研究中心 (为 ToC 做准备)

资料来源: 汉森公告, 天风证券研究所

6.1.2. 转型期 (1997-2007): 转战零售, 开始发展大家居战略, 成功穿越危机

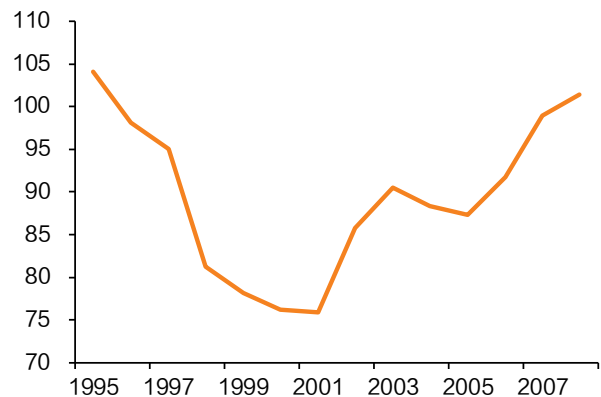
宏观背景: 97 年韩国发生金融危机, 竣工数大幅下降。97 年危机后为了活跃房地产市场, 政府在这个阶段实行了一系列的刺激政策, 包括减税、取消限价, 导致房价再次快速升高, 韩国政府又快速收紧了房市政策, 韩国地产陷入了高房价、低成交的不利局面。

图 68: 竣工数量由 60 万套滑落至 40 万套左右



资料来源: Wind, 天风证券研究所

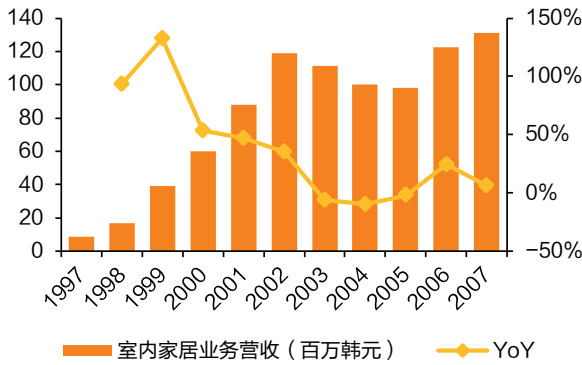
图 69: OECD 韩国房价指数 (以 15 年为基准)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

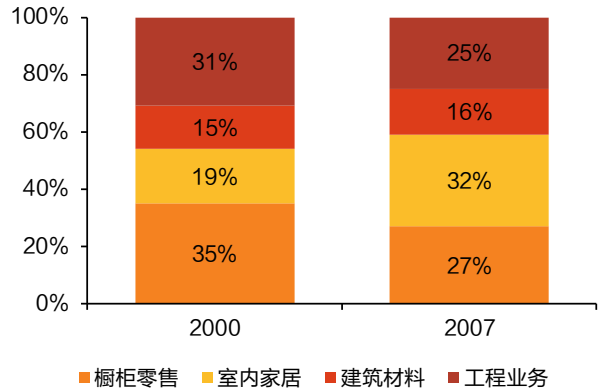
发展策略: 由橱柜单品类向多品类发展, 从 ToB 向 ToC 转型, 尝试跳出周期。从 1997 年开始公司将事业领域扩展至卧室、客厅、书房、儿童房、浴室等家居空间, 新增室内家居业务, 自 2001 年开始引领市内家居市场, 2006-2010 年汉森室内家居业务高速发展。截止到 2007 年室内家居零售收入占比达到 32%, 超过了橱柜零售业务收入占比。

图 70：室内家居业务快速发展



资料来源：汉森年报，天风证券研究所

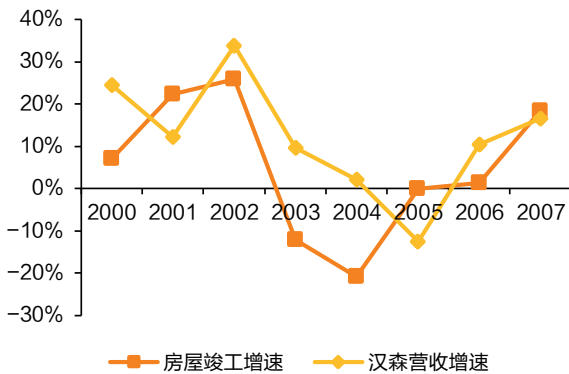
图 71：2000/2007 年各项业务收入占比



资料来源：汉森年报，天风证券研究所

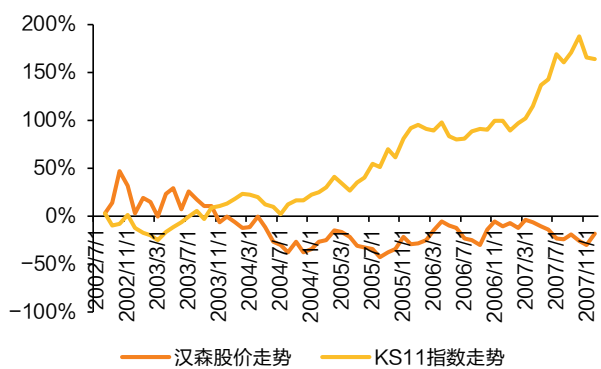
股价复盘：02 年 8 月上市，但转型尚未完成业绩增长不稳定，且与地产周期相关度高，股价表现不及大势。在 2002 年 8 月公司在韩国交易所上市，直至 2008 年 1 月 1 日，公司股价相较于上市时滑落 18.49%，而同期的韩国 KOSPI 指数上涨 164.23%，公司走势不及大势，也是因为虽然公司转型较为顺利，但在整体业绩上并没有显著的提升，营收上 07 年相比 02 年减少 11.75%。

图 72：营收增速与竣工走势相关度较高



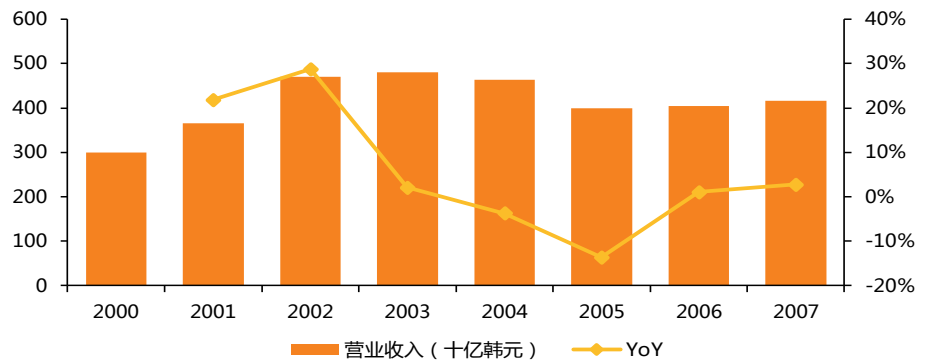
资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

图 73：转型期股价下跌 18%



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

图 74：营收增长乏力



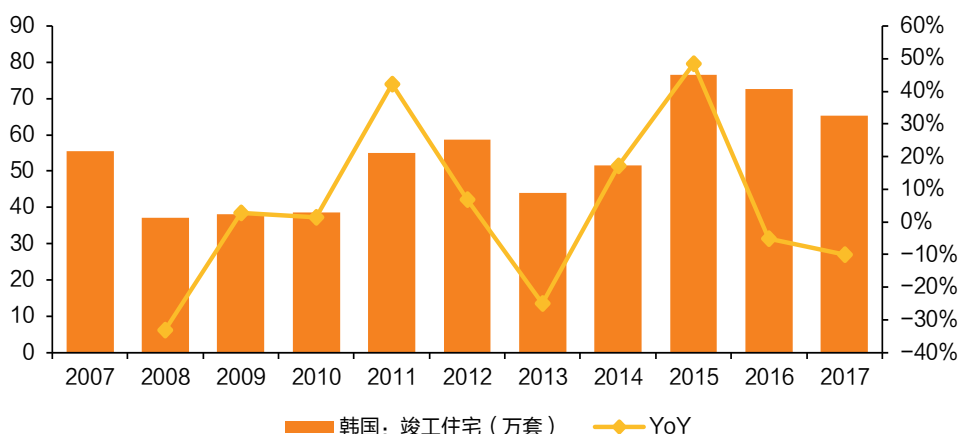
资料来源：汉森年报，天风证券研究所

6.1.3. 快速成长期 (2007-2015): 多品牌多渠道发展, 全面发展稳固龙头地位, IK 业务推动橱柜份额迅速提升

宏观背景: 08 年再次出现金融危机, 但韩国地产经历了 13 年短暂预冷后, 持续上行直至 15 年的高点。从 08 年开始韩国进入第四轮地产周期, 竣工数量由 40 万套左右波动攀升至 15 年的 77 万套。

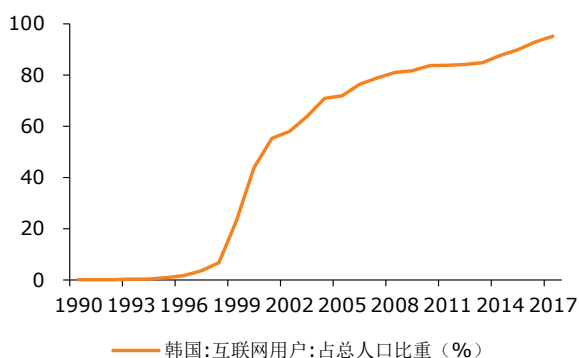
消费新趋势: 旧房重装需求产生, 消费群体年轻化, 网上购物快速兴起, 更加注重性价比。由于 09 年开始政府鼓励开发商对有 30 年历史的老房进行重建和再开发, 推动了旧房重装市场的发展。韩国的互联网渗透率逐年提高, 网络购物发展迅速, 且独居人数不断增加, 家庭人数的减少, 会减少对大面积高档家具的需求, 转而提升对小体积、高性价比家具的需求。

图 75: 竣工数据重回上行区间



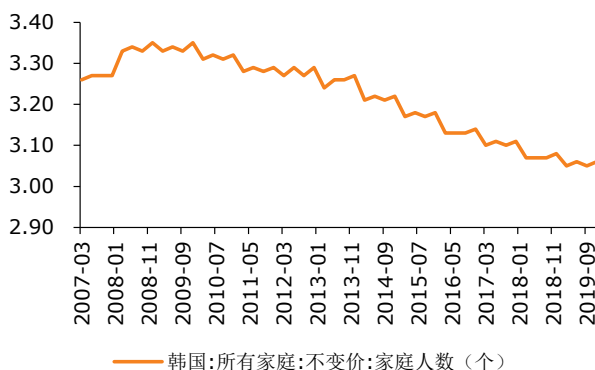
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 76: 互联网用户占人口比重快速增加



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 77: 家庭人口数下降, 独居人数增加

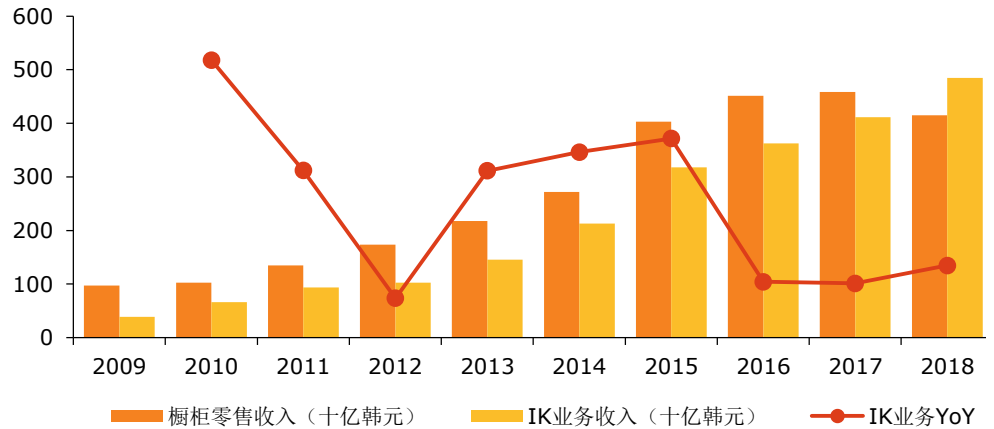


资料来源: Wind, 天风证券研究所

发展策略: 大力推行 IK 业务瞄准旧房重装市场, 全渠道发展获取前端流量。

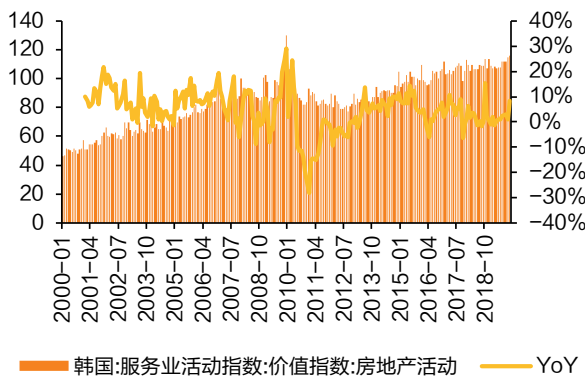
1) 2007 年推出 IK 业务针对存量房重装和中低端市场布局, 带动橱柜业务快速增长, 实现份额提升, 是汉森最主要的增长引擎。IK 业务即是和家装公司合作, 向他们提供低价优质的 IK 品牌橱柜, 家装企业只要推荐汉森品牌就可以获得佣金, 但之后的配送安装全部仍是由汉森负责, 主要针对存量房重装修需求带动公司橱柜业务走出了独立于竣工和地产周期的行情。

图 78: IK (现为 Rehaus) 业务快速发展



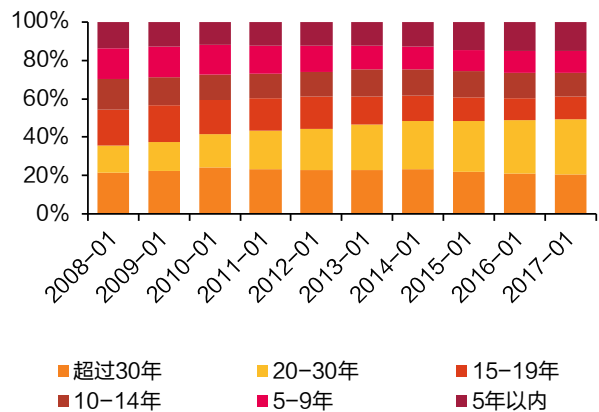
资料来源: 汉森年报, 天风证券研究所

图 79: 房地产活动价值指数触底反弹



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 80: 韩国住宅房龄分布



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2) 2011年后汉森重新划分以多层次渠道为核心的事业部组织架构, 并且将渠道战略与品牌战略融合。公司按渠道将业务分为七大事业部, 直属总裁, 并根据每个渠道密集的推出一系列品牌打开市场, 推动厨房至室内大家居业务均再次起飞。

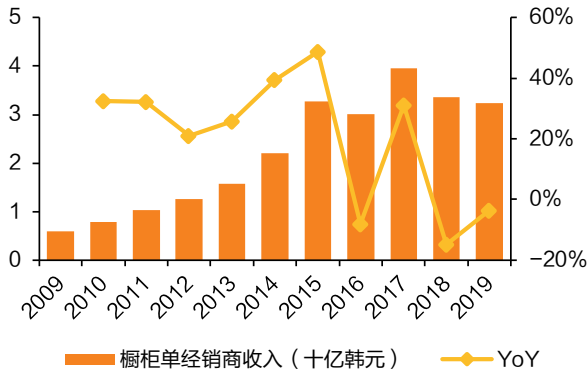
图 81: 汉森事业部架构及发展策略 (七大事业部)



资料来源: 汉森年报, 天风证券研究所整理

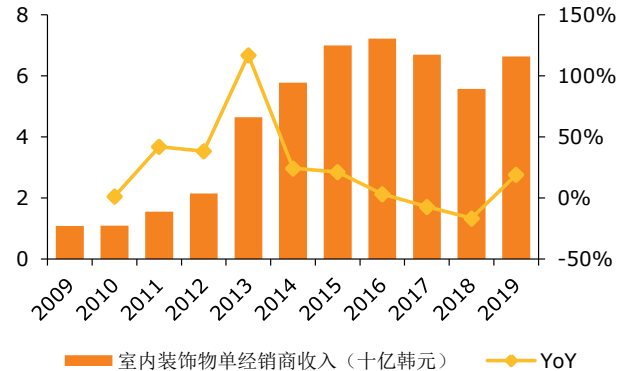
1. 经销事业部：将经销店的占地面积从每家店 330-500 平方米扩大到 1500 平方米以上，开设 12 家大型展示店（包含 3 家 Design Park）。12 家大型展厅每家面积都超过 1 万平米，一站式为消费者提供全套家装产品的体验以及室内设计专家的咨询。通过提升经销商门店面积，展现品牌形象加上各种营销手段，大大提升了品牌力，厨房和室内装饰单经销商的收入在 2009-2016 年间以 26.2%/31.2%的复合增长率高速增长。

图 82：汉森橱柜单经销商收入



资料来源：汉森公告，天风证券研究所

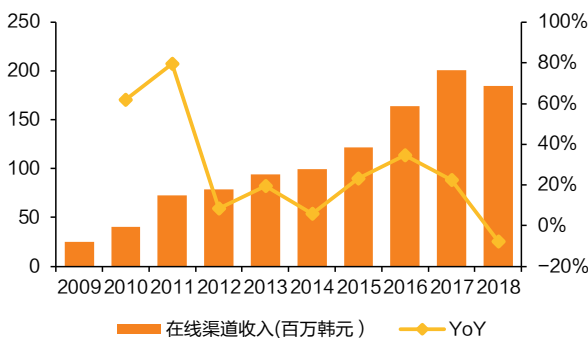
图 83：汉森室内装饰经销商收入



资料来源：汉森公告，天风证券研究所

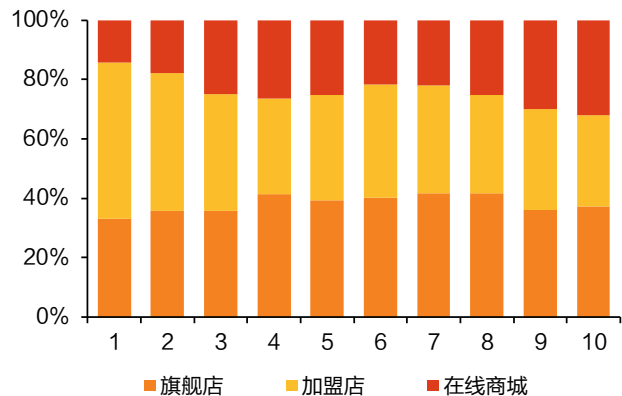
2. 线上事业部：针对年轻人的消费习惯，大力发展电商和 O2O 模式，促进室内家居业务发展。2008 年开始大力推进电商渠道，电商渠道主要是为了促进室内家居业务的增长，针对使用电商频繁的目标人群，设计年轻化和性价比高的专供室内家居品牌，2008-2018 年线上收入 CARG 达到 24.9%，有力带动室内家居业务的发展。

图 84：线上渠道收入及增速



资料来源：汉森年报，天风证券研究所

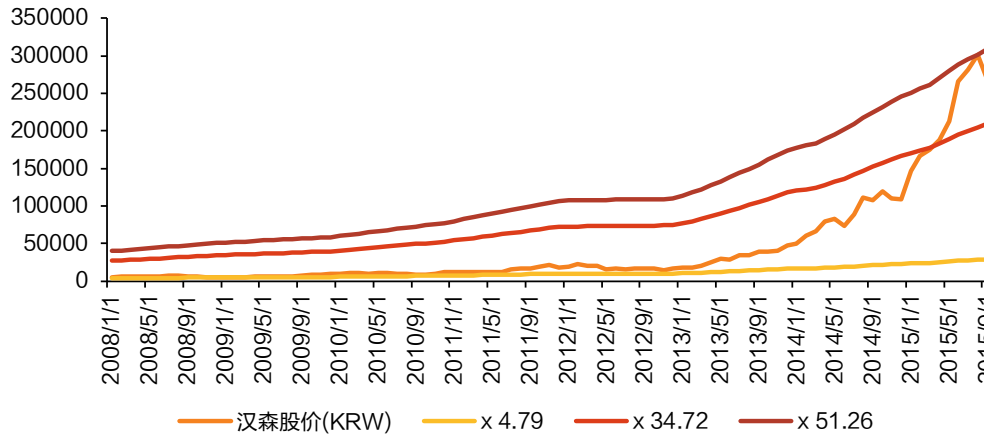
图 85：各销售渠道占比



资料来源：汉森年报，天风证券研究所

快速成长期股价复盘：业绩与估值共振，叠加地产上行背景，实现戴维斯双击，股价实现飞速增长，确立龙头地位。13 年以前股价的提升主要是以业绩为主，股价和 EPS 的年复合增长率分别为 27.9%和 22.4%。13 年开始地产行业再度复苏，公司业绩出现拐点，估值也开始快速增长，从 13 年初至 15 年末，股价上涨了 1128.67%，EPS 上涨了 185.79%，PE 倍数由 8.08 提升到了 34.72，最高时达到 51.26 倍，这个阶段的股价攀升主要是估值推动的。

图 86：快速成长长期股价复盘

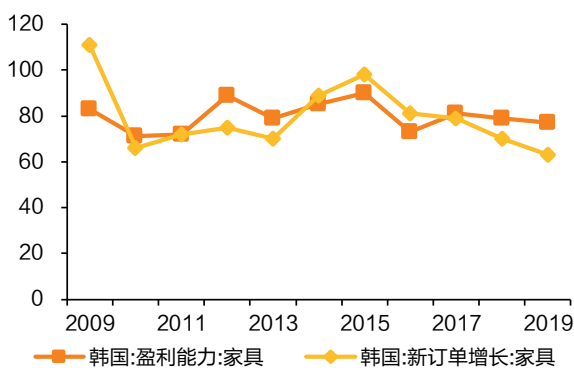


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所整理

6.1.4. 成熟期(2016-至今): 旧房重装的存量红利消耗殆尽, 韩国地产周期进入下行区间, 家居出海战略尚未盈利

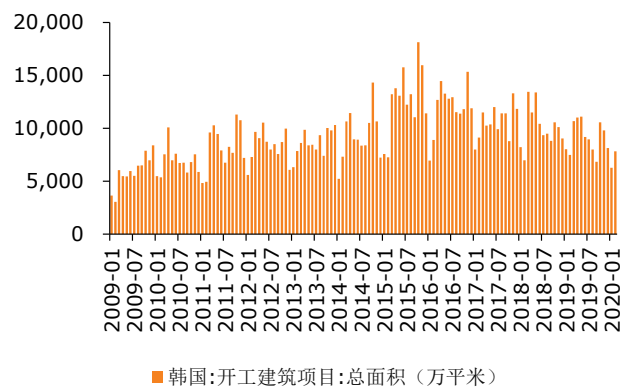
宏观背景：地产行业陷入衰退，居民消费能力下行。根据韩国央行公布的数据，15 年四季度韩国新开工面积达到 2148 万平米之后，开工数据正式进入负增长，韩国地产行业陷入衰落，近期每季度新开工面积只有 700 万平米左右，并且有持续走低趋势。家庭贷款数据相较可支配收入增长提升迅速，带动居民消费和资产结构恶化。

图 87：韩国家居行业景气度持续下行



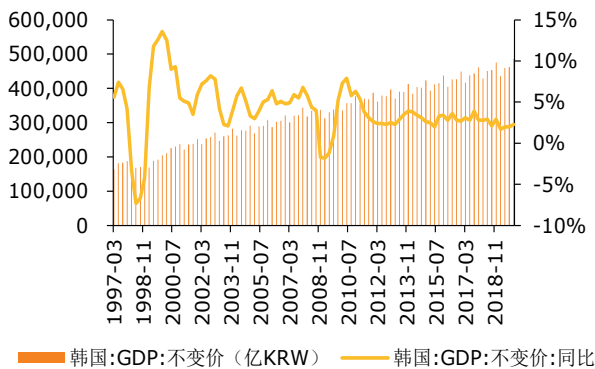
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 88：韩国地产从 16 年开始进入下行区间



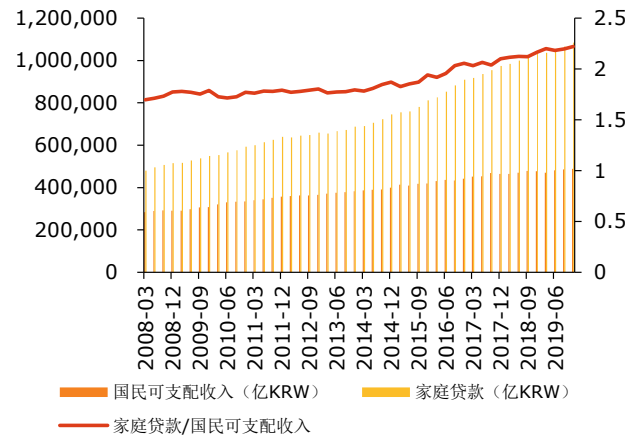
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 89: GDP 增速不断下行



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 90: 家庭贷款额相比收入快速上升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

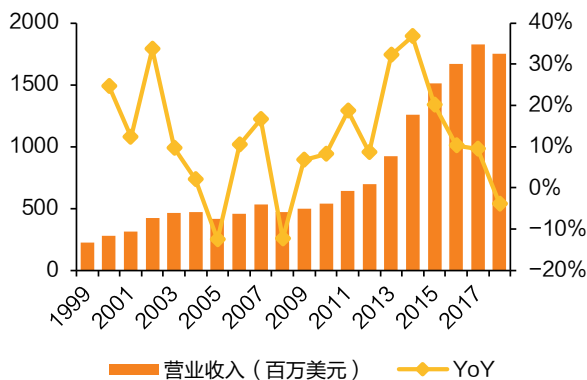
发展策略: 利润下滑严重, 自建物流以提升在线上渠道的占有率和利润率, 将 IK 业务转为 Rehaus 业务。

1) 公司虽然在韩国家居零售市场上龙头地位稳固, 自建物流以期提升市占率减少物流成本。公司在网络上市占率相比线下偏低的主要原因是在于一些小品牌甚至没有品牌的产品冲击, 尤其是集中在一些低价商品上, 公司近期成立了自己的物流公司, 期望通过提高配送速度、降低配送成本的方式加强在网络渠道上的竞争力。

2) 调整中国市场战略, 从直营改为采用经销商模式, 进入万科供应商名录。汉森在中国和美国都开设了海外分公司, 之前在中国采取直营模式, 但是由于对中国市场的不了解, 一直难以盈利, 从去年开始公司采取经销模式在中国开展业务, 并且开始发展工程业务, 19 年已经进入了万科的供应商名录。

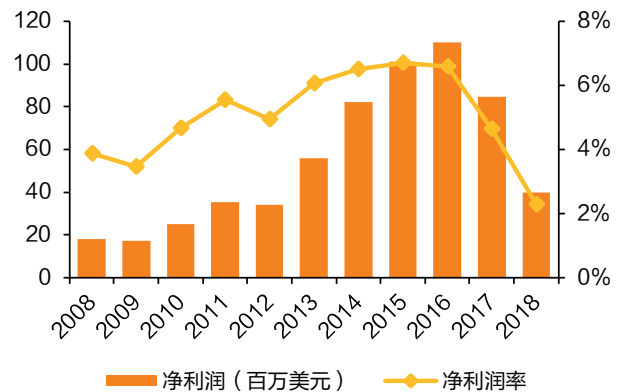
3) 由于原本的 IK 合作伙伴也是可以销售 Hanssem 以外的产品的, 整合为自身的经销商直接切入翻新和整装市场, 以产品包的形式直接输出设计+产品+安装+装修(翻新)全套服务, 可以提升汉森的客单价和利润水平。

图 91: 营收略有下滑



资料来源: 汉森年报, 天风证券研究所

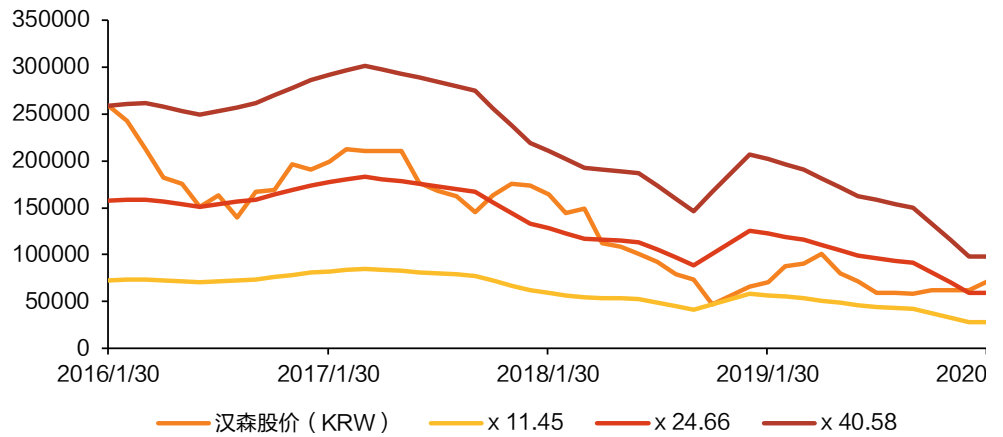
图 92: 净利润率显著下滑



资料来源: 汉森年报, 天风证券研究所

股价复盘：受到市场预期和公司盈利的双杀，股价大幅下挫，相比国际同业公司估值水平仍然领先，盈利空间仍在。韩国房市的衰退和经济的低迷预计还要持续，带到公司净利率水平滑落到不足 3%，在低房屋成交、低新开工、低竣工背景下，悲观情绪上行，公司短期内也难以在业绩上有所作为。新业务方面 Rehaus 展厅、物流和海外业务都还在培育期，目前对业绩增长的贡献也比较小，但相比于国际同业，其 PE 水平还是处于相对较高的水平。

图 93：成熟期股价复盘



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所整理

图表 12：同业比较

公司	代码	股价	货币	市值 (US\$bn)	PE	营收 (US\$bn)
汉森	009240 KS	51600	KRW	1	21.54	1.4
现代利美特	079430 KS	6620	KRW	0.11	6.93	1.03
宜德利	9843 JP	13980	JPY	14.77	22.27	5.92
家得宝	HD US	195.2 1	USD	209.8	18.02	110.23
劳氏	LOW US	88.11	USD	66.52	14.13	72.15
欧派家居	603833.SH	95.62	CNY	5.82	22.9	1.82
索菲亚	002572.SZ	17.95	CNY	2.32	15.22	1.09

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

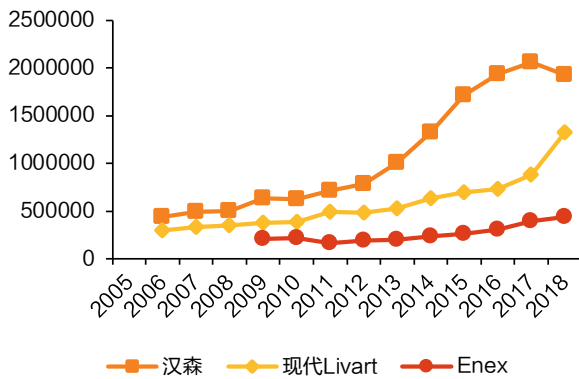
注：以 3 月 26 日股价为准

6.2. 横向对比：韩国三大家居企业的不同成长路径，ToB or ToC？

6.2.1. To B 发展策略：扩大品类提升收入，维持利润率和周转率稳定

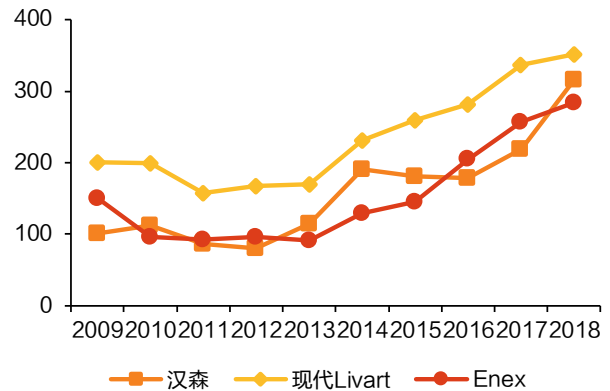
汉森、Enex 和现代 Livart 为韩国三大家庭家居品牌，都是以工程端的业务起家，在工程端市场较为接近，三家企业的份额也比较稳固。三家企业都成立于上世纪 70 年代，但现代 Livart 则是在 ToB 端市场不断延伸，其品牌战略迟迟没有成功，近年来开始代理海外品牌并且合并 H&S 公司进一步发展其 B2B 业务，带动营收快速增加，而 Enex 则坚守厨房家居和厨房电器市场，以工程渠道为主，19 年受韩国地产衰退影响营收出现大幅下滑。

图 94：三大家居公司营收变化（百万韩元）



资料来源：wind，汉森、现代 livart、Enex 年报，天风证券研究所

图 95：工程收入对比（亿韩元）



资料来源：汉森、现代 livart、Enex 年报，天风证券研究所

Livart 延伸 To B 链条，通过扩大品类规模提升收入。相比于零售端业务，Livart 在 2B 端发力显著，零售收入只占其总收入的 22%，而汉森零售收入占据其总收入的 85%。B 端业务中购买者与消费者并不是同一批人，所以对于品牌、设计和产品体验相对没有 C 端看重，但是对价格和品牌敏感程度更高。汉森除了工程和建材业务外并未切入其他几块业务。公司在 B 端业务上主要分为以下 4 类：

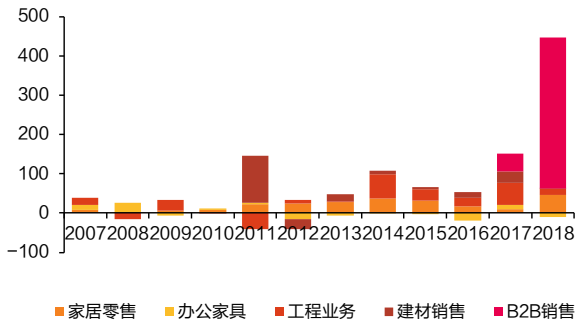
1) 工程业务：根据招股书显示从 2002 年开始公司始终是工程端业务份额始终保持行业第一，严格控制客户质量。作为韩国现代集团旗下公司，公司本身在工程端招标存在一定优势，可以更容易的承接一些现代集团的项目保证一定的市场份额，其次公司对项目的要求较低，也会承接一些中低端的项目，但公司有严格的账期和对客户的要求，账期一般为 3 个月至半年，且合作对象只针对 BBB 信用评级以上、排名地产前 50 或者预售率在 70% 以上的公司；

2) 办公家具：在办公家具领域，公司自上市以来一直维持着 70 多亿韩元的规模。公司在韩国办公家具市场始终处于第二梯队，主要是由于韩国经济的低迷投资较少且办公家具相比普通家居的更新年限更久，目前韩国的办公家具市场规模已经由巅峰的 1.5 万亿规模（2010 年前后）下降至目前的 1 万亿韩元左右，而公司在该领域份额一致维持在行业第二至第四的位置，与现代集团的其他公司和一些韩国大集团长期合作，收入稳定性高，公司近年来在努力开辟海外市场来弥补国内市场的不足；

3) B2B 业务：公司 17 年合并 H&S 公司进军 B2B 业务，与办公家具和建材销售形成协同效应。公司的 B2B 业务主要是进口和分销一些工业用品包括瓦楞纸板、PET、聚丙烯、MDF、员工制服等原料和办公品，与原有的建材销售和办公家具业务形成协同效应，2017 年将 H&S 公司与公司 B2B 部门合并后规模迅速扩张，18 年已经占据公司营收的 32%，成为公司的第一大业务；

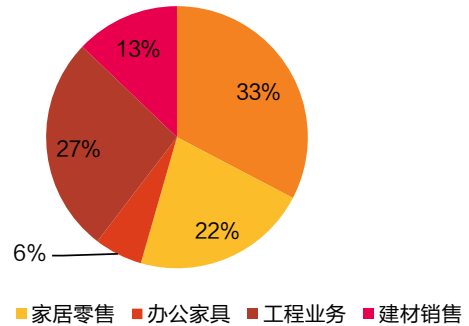
4) 建材销售：和汉森一样，由于韩国家居企业的原材料主要靠进口，所以大公司通过大规模集采降低成本，而低成本的原材料也可以在国内进行销售，本身与 B2B 业务的性质一致，所以公司在 11 年开始与汉森一样都开始进行建材销售业务。

图 96：现代 Livart 收入增长拆分（亿 KRW）



资料来源：现代 Livart 年报，天风证券研究所

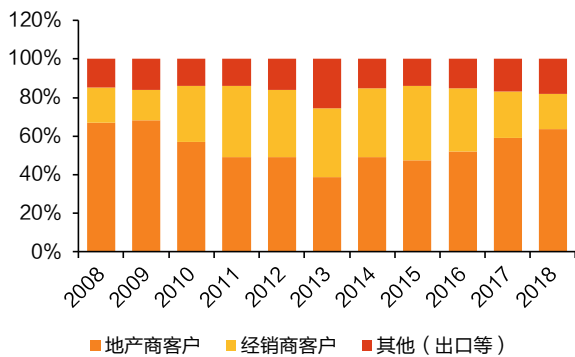
图 97：现代 Livart 收入分类（2018 年）



资料来源：现代 Livart 年报，天风证券研究所

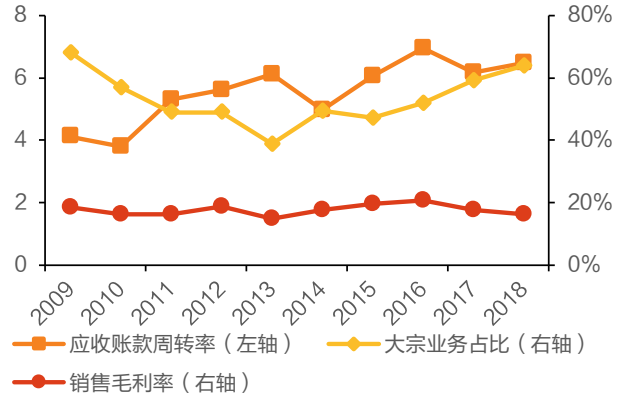
Enex 以大宗市场为主，专注厨房家居家电，应收账款周转率逐步改善。 Enex 始终坚持围绕厨房空间开发产品，主营产品包括橱柜、水槽、净水器、消毒柜等一系列厨房家具和厨房电器等。虽然大宗业务持续占据了公司 50% 以上的份额，近年来还有不断提高的趋势，但是公司的毛利率维持稳定，应收账款周转率也不断的提高，并未受到大宗业务变化的影响。

图 98：大宗业务长期维持 50% 左右的占比



资料来源：Enex 年报，天风证券研究所

图 99：应收账款周转率稳步提升



资料来源：Enex 年报，天风证券研究所

6.2.2. To C：汉森通过品牌与渠道服务能力构筑牢固护城河

汉森针对不同人群和渠道开发不同品牌，差异化竞争，增加客户认同感。公司在 1980 年推出高端橱柜品牌 Euro，从 05 年开始，密集地推出和打造了一系列品牌，05 年推出 KOLAS，06 年推出中高端橱柜品牌 Kitchenbach，07 年推出 I-Kitchen 专门针对中低端客户，为 IK 渠道的整装合作伙伴供应低价产品，09 年推出互联网品牌 Sam，实现分渠道梯队化品牌建设。而 Livart 则选择代理国外品牌来增强其品牌力。

图表 13：韩国汉森梯队化品牌建设

推出时间	品牌	定位	针对业务与渠道
1980	Euro	高端橱柜品牌，瞄准前 20% 的客户	橱柜卫浴经销渠道
2006	Kitchanbach	中高端橱柜卫浴品牌	
2007	I-Kitchen	中低端橱柜品牌，瞄准后 80% 的客户和 IK (Interior Kitchen) 渠道	Rehaus 家装渠道 (原 IK)
2007	TNTN	儿童房室内装饰品牌	室内家居经销+在线渠道
2008	Howiz Duspace	针对新一代夫妇的两个在线品牌	室内家居在线渠道
2008	Maistri	意式奢侈橱柜品牌	橱柜卫浴经销渠道
2009	Sam	室内装饰在线品牌	室内家居在线渠道
2016	HiBath	奢侈卫浴品牌	橱柜卫浴经销渠道

资料来源：汉森官网，天风证券研究所

汉森拥有高效、高质、全面服务能力，韩国家居企业中最大的配套服务团队，提供多种高效服务，如“3 天送达，1 天安装”、Living Club、一周翻新等。

- 1) 全部施工人员实现信息化管理，通过 CRM-ERP-SCM 信息系统和互联网为基础的全国性物流网与生产环节联动，实现“3 天交货 1 天施工”的超高速服务。
- 2) 基于 ERP 系统，顾客可在期望的日期和时间段内自由选择施工人员提供服务，这种“施工实名制”将一次安装成功率提升至世界顶尖水平。
- 3) 通过给家装经销商输出汉森的各类技术提升服务速度和质量，Rehaus 经销商可以完成“一周翻新”的高效服务；
- 4) 除此以外汉森还提供多种增值服务，进一步增强客户的粘性，也将业务从低频消费提升为高频消费，扩大收入的规模和降低地产周期的相关性。

零售上 Livart 渠道采取依托母公司和线上销售的打法，品牌商上以代理外国品牌提升品牌力，产品上以环保性能为主要卖点，也取得了不错的效果。公司的零售产品包括橱柜、床、沙发、桌子、餐具等，与汉森较为一致但公司目前在家居零售端整体上的体量大约只有汉森的 3%，还远远落后于汉森。

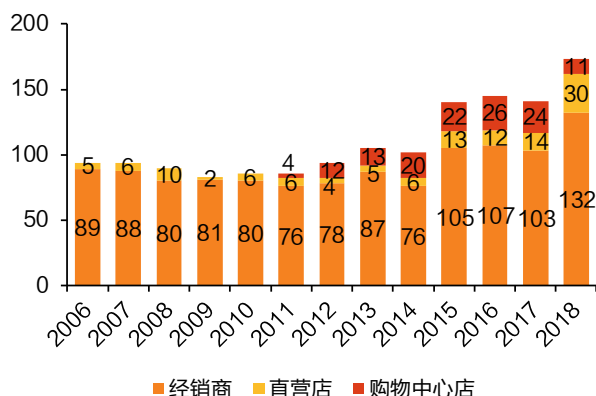
- 1) 零售方面发展较晚，产品主打环保性能，全部使用 E0 级板材。公司的家居零售业务相比汉森起步较晚，2000 年才开始建立自己的设计研究中心，相较汉森晚了 10 年的时间，但是公司对产品的环保性能非常重视，2004 年 6 月在业内首先获得了环保认证标志，所有的环保资质均为行业领先，18 年开始全部使用 E0 级板材。
- 2) 弥补品牌力不足，16 年开始独家代理 William Sonoma 切入高端市场。公司从 2016 年开始与美国家居巨头 William Sonoma 签订独家代理合同，并运营其旗下的八个品牌中的四个，定位高端市场，弥补其品牌力不足的缺陷，并且与现代百货的商场深度融合，更有利于打造高端形象，带动 18 年零售增速逆势上行。
- 3) 渠道上呈多元化发展，依托母公司的百货商店，主打线上线下结合的销售方式。公司零售渠道主要分为普通经销店、直营店、百货商店和线上销售，除了自营的网络平台外，还在 24 个外部的网络购物平台上运营。近年来百货商场店和直营店开店速度增加，带动零售快速增长。

图 100：现代 Livart 零售收入增长



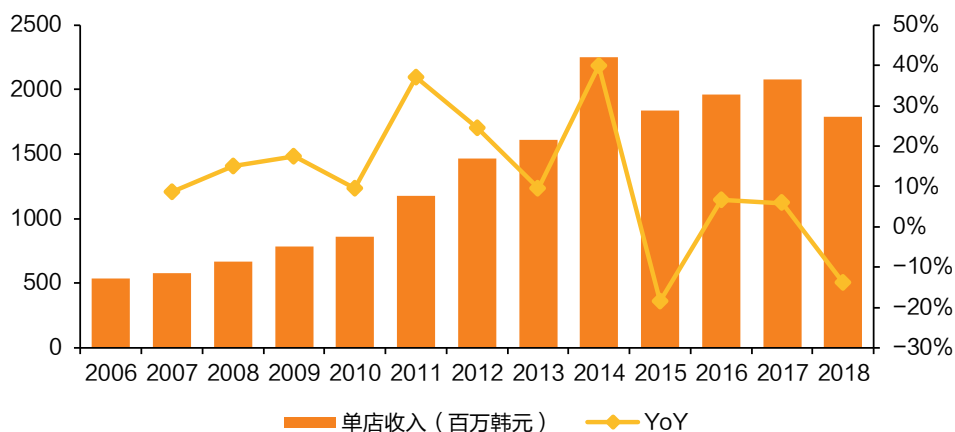
资料来源：现代 Livart 年报，天风证券研究所

图 101：现代 Livart 零售渠道增长 (个)



资料来源：现代 Livart 年报，天风证券研究所

图 102：Livart 单店收入情况

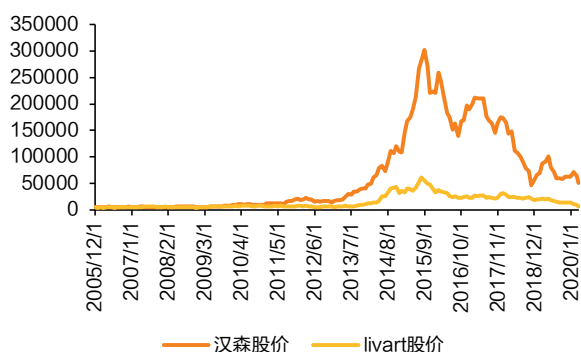


资料来源：现代 Livart 年报，天风证券研究所整理

估值差异：To C 估值显著高于 To B

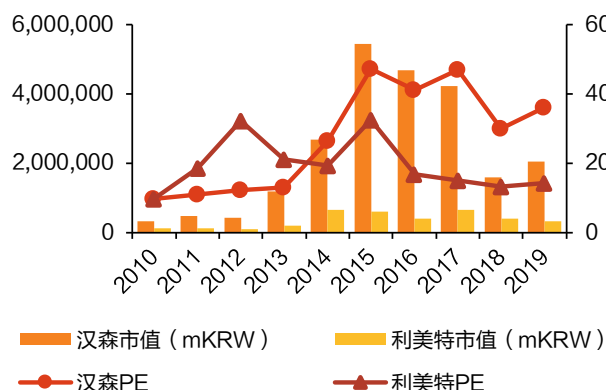
汉森零售属性强，龙头地位稳固，享受消费企业和核心资产的估值溢价。汉森自上市以来，股价上涨了 724%，而 Livart 只上涨了 29%，汉森作为韩国家居龙头，享受核心资产估值溢价，并且深受海外资本青睐，外资持股占比较高。而 Livart 虽然其营收增长较快，但由于其 B 端业务占比的不断攀升和利润率的下滑，在估值上出现了一定的下滑，股价难以快速爬升，Enex 市值过小在此不予比较。

图 103: 股价走势对比 (韩元/股)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 104: 市值和市盈率比较



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

7. 投资建议

横向来看, 选取有 Wind 一致预期的家居公司作为对标企业, 取 2020/8/10 的 Wind 一致预期作为 2020、2021 年 PE 值, 运用相对估值法对公司进行估值。欧派家居为行业绝对龙头, 给予公司一定估值溢价。我们预计公司 2021 年归母净利润 23.81 亿元, 结合对标企业, 我们给予公司 2021 年 30-35 倍 PE, 对应市值 714-833 亿元, 维持买入评级。

图表 14: 截止 2020 年 8 月 10 日可比公司 PE

公司名称	2019A	2020E	2021E
尚品宅配	28.02	24.87	21.49
菲亚	17.74	20.31	18.10
顾家家居	23.70	30.22	25.49
平均数	23.15	25.13	21.69

资料来源: Wind 一致预测, 天风证券研究所

8. 风险提示

需求端风险: 家居企业对房地产行业波动较为敏感, 房地产销售情况受政策导向较大, 因此政策变化会进一步传导到家居行业, 对家居企业的业务拓展和实操销售产生影响;

宏观疫情影响: 新型冠状病毒肺炎疫情对复工复产产生一定影响, 可能会影响房地产竣工并进而影响交房延迟, 从而间接导致家居需求延缓, 对公司业务、前景及经营业绩产生不确定性影响;

产业链风险: 家居行业对原材料依赖大, 上游原材料价格波动会直接影响家居行业产品价格、品质以及产销率等等, 原材料价格上涨势必会影响公司市场销售。

企业本身风险: 全渠道布局推进速度不及预期, 公司 2020 年渠道战略是在守住原有渠道优势及地位的同时, 积极布局精装、整装、电商和外贸渠道业务, 但新渠道和业务, 如整装、外贸等业务涉及更多的投入及市场抢占, 若推进不及预期, 将影响公司收入增长的稳健性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,518.01	1,466.51	5,369.98	6,663.41	10,632.26	营业收入	11,509.39	13,533.36	15,311.70	17,997.56	21,438.19
应收票据及应收账款	368.52	610.56	202.16	28.33	39.16	营业成本	7,092.64	8,683.56	9,966.31	11,747.11	14,022.31
预付账款	87.56	98.50	128.07	134.43	176.43	营业税金及附加	106.42	88.07	130.48	145.63	165.22
存货	645.29	845.82	1,201.87	1,065.57	1,780.57	营业费用	1,177.19	1,309.99	1,513.93	1,799.76	2,112.89
其他	634.17	3,430.16	2,549.65	2,713.30	2,935.94	管理费用	772.34	939.28	995.26	1,223.83	1,446.40
流动资产合计	4,253.55	6,451.55	9,451.72	10,605.04	15,564.37	研发费用	632.17	641.97	522.45	629.91	750.34
长期股权投资	0.00	8.16	8.16	8.16	8.16	财务费用	(31.84)	(69.58)	(133.47)	(263.14)	(385.21)
固定资产	3,457.54	4,960.20	5,453.88	5,676.26	5,722.85	资产减值损失	20.76	0.00	10.41	10.39	6.93
在建工程	1,887.90	1,694.10	1,052.46	679.48	437.69	公允价值变动收益	0.00	4.71	(14.41)	7.20	0.00
无形资产	1,092.23	1,125.17	1,067.42	1,009.67	951.92	投资净收益	57.38	24.49	39.38	39.38	39.38
其他	429.28	574.69	466.45	468.91	485.67	其他	(139.17)	(193.86)	(49.93)	(93.16)	(78.75)
非流动资产合计	6,866.95	8,362.33	8,048.38	7,842.47	7,606.29	营业利润	1,821.50	2,104.72	2,331.30	2,750.64	3,358.68
资产总计	11,120.50	14,813.87	17,500.10	18,447.51	23,170.65	营业外收入	14.00	27.21	20.99	20.73	22.98
短期借款	12.25	52.58	61.25	71.99	85.75	营业外支出	6.93	13.37	7.42	9.24	10.01
应付票据及应付账款	824.28	992.96	1,178.28	1,355.99	1,648.83	利润总额	1,828.57	2,118.57	2,344.87	2,762.14	3,371.65
其他	2,351.53	2,234.61	3,638.14	2,891.75	4,795.34	所得税	256.71	279.12	331.79	380.84	462.05
流动负债合计	3,188.05	3,280.14	4,877.67	4,319.73	6,529.93	净利润	1,571.86	1,839.45	2,013.08	2,381.30	2,909.60
长期借款	140.39	406.46	244.99	287.96	343.01	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,196.04	1,196.04	797.36	1,063.15	归属于母公司净利润	1,571.86	1,839.45	2,013.08	2,381.30	2,909.60
其他	231.12	372.32	249.22	284.22	301.92	每股收益(元)	2.67	3.13	3.42	4.05	4.95
非流动负债合计	371.51	1,974.82	1,690.25	1,369.54	1,708.08	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,559.55	5,254.96	6,567.92	5,689.27	8,238.01	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	18.53%	17.59%	13.14%	17.54%	19.12%
股本	420.28	420.17	588.24	588.24	588.24	营业利润	20.39%	15.55%	10.77%	17.99%	22.11%
资本公积	2,971.08	2,981.84	3,015.81	3,021.79	3,006.48	归属于母公司净利润	20.90%	17.02%	9.44%	18.29%	22.19%
留存收益	7,280.70	8,815.42	10,343.95	12,170.00	14,344.41	获利能力					
其他	(3,111.12)	(2,658.52)	(3,015.81)	(3,021.79)	(3,006.48)	毛利率	38.38%	35.84%	34.91%	34.73%	34.59%
股东权益合计	7,560.94	9,558.92	10,932.19	12,758.24	14,932.65	净利率	13.66%	13.59%	13.15%	13.23%	13.57%
负债和股东权益总计	11,120.50	14,813.87	17,500.10	18,447.51	23,170.65	ROE	20.79%	19.24%	18.41%	18.66%	19.48%
						ROIC	57.53%	37.07%	24.64%	42.07%	48.63%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	32.01%	35.47%	37.53%	30.84%	35.55%
净利润	1,571.86	1,839.45	2,013.08	2,381.30	2,909.60	净负债率	-31.28%	1.97%	-35.38%	-43.16%	-61.21%
折旧摊销	352.87	439.11	265.71	288.36	302.95	流动比率	1.33	1.97	1.94	2.46	2.38
财务费用	22.90	19.27	(133.47)	(263.14)	(385.21)	速动比率	1.13	1.71	1.69	2.21	2.11
投资损失	(57.38)	(24.49)	(39.38)	(39.38)	(39.38)	营运能力					
营运资金变动	210.35	(1,514.76)	2,496.85	(382.83)	1,191.58	应收账款周转率	39.46	27.64	37.68	156.17	635.27
其它	(82.40)	1,397.74	(14.41)	7.20	(0.00)	存货周转率	16.08	18.15	14.96	15.87	15.06
经营活动现金流	2,018.21	2,156.34	4,588.39	1,991.52	3,979.54	总资产周转率	1.11	1.04	0.95	1.00	1.03
资本支出	2,255.85	1,628.47	183.10	45.00	32.30	每股指标(元)					
长期投资	0.00	8.16	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.67	3.13	3.42	4.05	4.95
其他	(4,568.81)	(6,290.53)	(208.87)	(106.02)	(27.61)	每股经营现金流	3.43	3.67	7.80	3.39	6.77
投资活动现金流	(2,312.95)	(4,653.90)	(25.77)	(61.02)	4.69	每股净资产	12.85	16.25	18.58	21.69	25.39
债权融资	152.63	1,655.08	1,502.28	1,157.31	1,491.91	估值比率					
股权融资	215.10	543.60	12.18	269.12	369.90	市盈率	38.34	32.76	29.94	25.31	20.71
其他	(726.86)	(757.87)	(2,173.60)	(2,063.51)	(1,877.19)	市净率	7.97	6.30	5.51	4.72	4.04
筹资活动现金流	(359.13)	1,440.81	(659.14)	(637.07)	(15.38)	EV/EBITDA	11.23	15.96	22.09	19.01	15.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.81	18.59	24.77	21.22	16.52
现金净增加额	(653.88)	(1,056.76)	3,903.48	1,293.43	3,968.85						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com