

# 欧派家居（603833）系列报告之二： 多品类沉淀，全渠道发力，行业王者 强者恒强

2021年6月15日

推荐/维持

欧派家居

公司报告

## 报告摘要：

**报告亮点：**我们在《欧派家居（603833）系列报告一：流量入口变化中，不断破局前行的家居龙头》重点阐述了家具行业发展趋势，在本篇报告中我们将重点分析欧派如何通过多品类的生产、销售全产业链的布局，抓住了各个渠道的发展脉搏，从而保证了变化中不变的优势。

**品类布局领先行业，具有先发优势。**欧派自1994年成立后，是最早进行多品类布局的家具企业。由于各品类业务均布局较早，因此公司在布局初期能享受到行业红利，并有充足时间打通渠道体系，打磨制造工艺。

**全产业链布局，助力公司紧抓行业趋势。**公司自生产端到渠道端管理优质，对全产业链的强有力把控，使得公司在面临行业快速的变化的时候，能够抢占先机，始终走在竞争对手之前。

- 生产端：成本、效率优化，未来产能储备充足。公司核心品类保持稳定且领先的毛利率水平；新品类自给产能保证了新渠道的品类的协同。
- 销售端：公司激励充足打造了一支高素质销售队伍，为各个渠道的拓展储备了人才资源。公司营销手法创新有效，推动品类联动和品牌价值提升。
- 信息化系统，扩展业务边界之利器。销售端到生产端的全打通，帮助抢占市场。公司内部、外部品类的打通，将有效赋能家装渠道，助力抢占流量入口。

**工程、整装渠道领跑行业，传统经销渠道保持优势。**家具行业面临着流量入口变化的趋势，公司在各个渠道主动出击，先机占尽。

- 工程渠道：公司工程业务规模行业内居首，但18%的占比仍有很大提升空间。全品类布局及生产效率的提升，将帮助大宗业务继续提升，同时保证盈利质量。
- 整装渠道：发展趋势明确，欧派具备先发优势。公司在整装渠道的先发优势主要为优质家装资源、以及家装产业链资源的积累，同时公司自己产品和系统对于家装公司的赋能也保证了充分的主动权。
- 传统经销渠道：成熟稳定的分销商体系，稳住零售基本盘。渠道的利益平衡也保证了各渠道健康发展。

## 盈利预测及评级：

我们看好在家具行业流量入口变化中，公司各个渠道领先布局，获得更高市场份额的能力。预计公司2021-2023年实现营业收入179.30、207.34、241.01亿元，归母净利润分别为26.11、30.35、36.87亿元，对应EPS分别为每股4.32、5.02、6.10元。维持“推荐”评级。

**风险提示：**1、宏观经济压力；2、公司渠道培育发展受阻；3、管理层重大变化。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万）	13,533.36	14,739.69	17,930.08	20,734.44	24,100.76
增长率（%）	17.59%	8.91%	21.64%	15.64%	16.24%
归母净利润（百）	1,839.45	2,062.63	2,610.95	3,034.73	3,686.74
增长率（%）	17.02%	12.13%	26.58%	16.23%	21.48%
净资产收益率	19.24%	17.30%	18.28%	17.73%	17.92%
每股收益(元)	4.42	3.47	4.32	5.02	6.10
PE	34.39	43.80	35.18	30.26	24.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

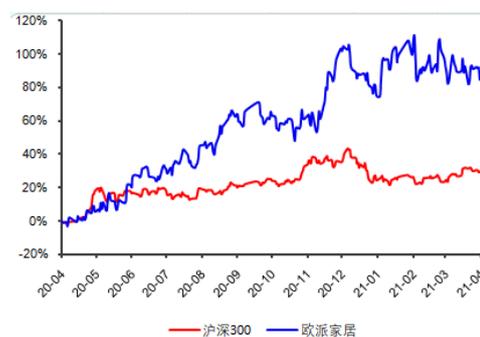
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间(人民币)	78.42-173.03
总市值(亿元)	910.05
流通市值(亿元)	910.05
总股本/流通A股(万股)	60,426.49
流通H股(万股)	0
52周日均换手率	0.38

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 研究助理：常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070055

## 目录

1. 多品类龙头具备先发优势，未来仍具空间 .....	4
2. 全产业链布局，助力公司紧抓行业趋势 .....	5
2.2 生产端：成本、效率优化，未来产能储备充足 .....	5
2.2.1 品类拓展伴随毛利率稳定，成本管控力强 .....	6
2.2.2 生产效率提升，助力公司扩张 .....	8
2.2.3 产能分配合理，未来有充足释放空间 .....	8
2.2 销售端：高活力销售队伍，高水平营销能力 .....	9
2.3 信息化系统，扩展业务边界之利器 .....	10
3. 工程、整装渠道领跑行业，传统经销渠道保持优势 .....	11
3.1 工程渠道：大宗业务促进多品类发展，工程代理商模式优化财务 .....	12
3.2 整装渠道：发展趋势明确，欧派已初具规模 .....	14
3.3 传统经销渠道：成熟稳定的分销商体系，稳住零售基本盘 .....	15
4. 公司盈利能力较强，资产运营效率出众 .....	17
4.1 费用控制能力较高，提升净利率水平 .....	17
4.2 运营能力较强，现金流与业绩匹配 .....	18
5. 盈利预测与投资建议 .....	19
5.1 盈利预测 .....	19
5.1 估值与评级 .....	20
6. 风险提示 .....	20

## 表格目录

表 1：家具企业四品类进入时间对比 .....	4
表 2：欧派历史产能情况 .....	8
表 3：欧派产能规划 .....	9
表 4：2020 中国房地产开发企业 500 强首选装饰材料类品牌测评 .....	13
表 5：欧派经销商分级管理 .....	16
表 6：经销商分级结算情况 .....	17
表 7：欧派家居收入测算（按品类） .....	19
表 8：主要上市家居公司估值比较 .....	20

## 插图目录

图 1：多品类发展，橱柜营收占比相对下行 .....	4
图 2：2020 年欧派多品类布局远超定制家具同业 .....	4
图 3：衣柜、木门、卫浴三品类仍维持较高增速 .....	5
图 4：橱柜毛利率对比 .....	6
图 5：衣柜毛利率对比 .....	6

图 6: 卫浴毛利率对比.....	6
图 7: 木门毛利率对比.....	6
图 8: 欧派的直接材料成本占比处于同业低位.....	7
图 9: 近六年直接材料成本占比基本处于下降趋势.....	7
图 10: 公司前五大供应商集中度显著低于同业.....	7
图 11: 在产品/主营业成本基本呈下降趋势.....	8
图 12: 各品类产能利用率情况.....	9
图 13: 各品类产销率情况.....	9
图 14: 欧派拥有庞大的销售队伍.....	10
图 15: 销售人员人均薪酬显著高于同业.....	10
图 16: 19800 套餐宣传图.....	10
图 17: 欧派投放的短片《喊你回家》，董事长本人编剧.....	10
图 18: 研发费用金额及营收占比均处于同业高位.....	11
图 19: 大宗业务占比显著增长.....	11
图 20: 工程渠道收入增速显著高于其他渠道.....	11
图 21: 2020 年欧派大宗业务收入规模（单位：万元）.....	12
图 22: 2018 年大宗业务导入新品类.....	13
图 15: 欧派营收现金比率处于行业较高水平.....	13
图 16: 欧派应收账款周转天数处于行业较低水平.....	13
图 23: 名牌计划整合十几家一线品牌.....	14
图 24: 全国总门店数量对比.....	15
图 25: 店均提货额对比.....	15
图 26: 欧派渠道覆盖面持续增加.....	16
图 27: 2020 年全国门店数量分品类对比.....	16
图 28: 公司毛利率处于行业平均水平.....	17
图 29: 公司净利率稳步上升，处于行业较高水平.....	17
图 30: 公司管理费用率与销售费用率均呈下降趋势.....	18
图 31: 公司费用率同业较低且呈下降趋势.....	18
图 32: 欧派固定资产周转率比相近规模的索菲亚高.....	18
图 33: 欧派净利润现金含量始终大于 1，相对索菲亚更稳定.....	18

## 报告前言：

我们在《欧派家居（603833）系列报告一：流量入口变化中，不断破局前行的家居龙头》重点阐述了家具行业发展趋势，以服务地产客户为主的工程渠道由于精装房普及而快速发展，零售市场方面整装渠道则正在夺取传统零售渠道的流量。在本篇报告中我们将重点分析欧派如何通过多品类的生产、销售全产业链的布局，抓住了各个渠道的发展脉搏，从而保证了变化中不变的优势，实现了在家具行业的强者恒强。

## 1. 多品类龙头具备先发优势，未来仍具空间

橱柜龙头其他品类布局领先行业，具有先发优势。欧派成立于 1994 年，成立初首先进入橱柜制造领域，之后分别于 2003 年进入整体卫浴领域，于 2005 年进入整体衣柜领域，于 2010 年进入定制木门领域，是最早进行多品类布局的家具企业。目前公司分按业务分为七大事业部：欧派橱柜、欧派衣柜（全屋定制）、欧铂尼木门、欧派卫浴、欧派大宗业务、欧铂丽全屋定制、整装大家居。由于各品类业务均布局较早，因此公司在布局初期能享受到行业红利，并有充足时间打通渠道体系，打磨制造工艺。

表1：家具企业四品类进入时间对比

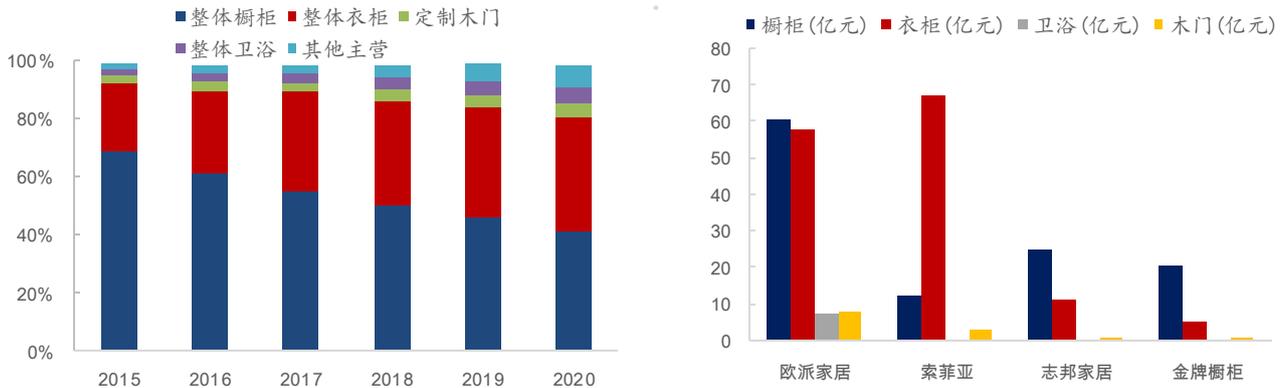
公司	橱柜	衣柜	卫浴	木门
欧派家居	1994 年	2006 年	2003 年	2010 年
索菲亚	2014 年	2003 年		2017 年
志邦家居	1998 年	2015 年		2018 年
江山欧派	2019 年			2006 年
金牌橱柜	1999 年	2017 年		2018 年
好莱客	2018 年	2002 年		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

橱柜是根基，其他品类是增速的主要驱动。发展至今，欧派已经由单一橱柜龙头发展为以橱柜、衣柜为核心的多品类定制家居龙头。2020 年公司各主营业务板块占比分别为橱柜 41%，衣柜 39%，木门 5%，卫浴 5%，其他 8%。其中衣柜业务规模增长最快，成为公司近年增长主要来源，衣柜业务收入由 2015 年的 13.37 亿元增长到 2020 年的 57.72 亿元，CAGR5 达到 39.98%，而同期公司总营收由 56.07 亿元增长到 147.4 亿元，CAGR5 为 21.33%。同时，欧派衣柜收入正在追赶当前衣柜收入最高的索菲亚，索菲亚 2020 年衣柜收入 67.02 亿元，yoy 为 1.49%，而欧派衣柜 2020 年 yoy 为 11.71%。此外，公司的卫浴、木门业务收入分别为 7.39、7.71 亿元，也有一定规模，未来有望成为公司增长点。

图1：多品类发展，橱柜营收占比相对下行

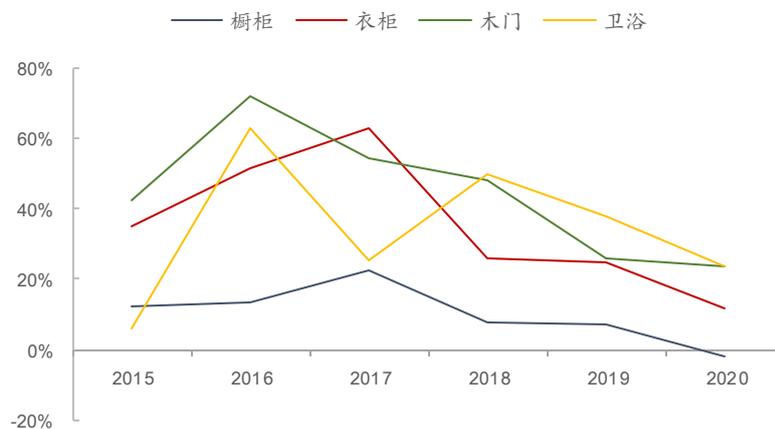
图2：2020 年欧派多品类布局远超定制家具同业



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**正确策略引领品类拓展，品类布局仍有发展空间。**我们认为公司新品类的顺利发展源于公司战略的正确选择，和渠道、品类相结合的正确发展策略。首先，在装修中，橱柜的安装会早于其他家具，具备更强的导流能力，终端销售更容易继续营销客户购买其他家居。其次，不同于其他家居公司，欧派实行同品牌，不同经销商的策略，可以依靠已经成熟的“欧派”品牌赋能新品类，同时利用在新品类方面更为专业的新经销商开拓市场。从目前结果来看，欧派的策略也是更为成功。最后，橱柜与衣柜在直接材料和制造流程方面重合度高，转型容易。公司在成功开拓出衣柜这一大品类后，继续利用品类优势，在零售和大宗渠道上，开展衣木融合，厨卫融合，进一步拉动多品类联动销售。公司目前衣柜仍处在高速发展期，木门、卫浴占比仍然较低且保持较高增速，未来公司多品类布局还将进一步发展。

**图3：衣柜、木门、卫浴三品类仍维持较高增速**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 全产业链布局，助力公司紧抓行业趋势

公司自生产端到渠道端实行精细化管理，对全产业链的强有力把控，使得公司在面临行业快速的变化的时候，能够抢占先机，始终走在竞争对手之前。同时信息化的手段，帮助公司打通纵向各个环节和横向各个渠道，帮助公司战略的更好落地。

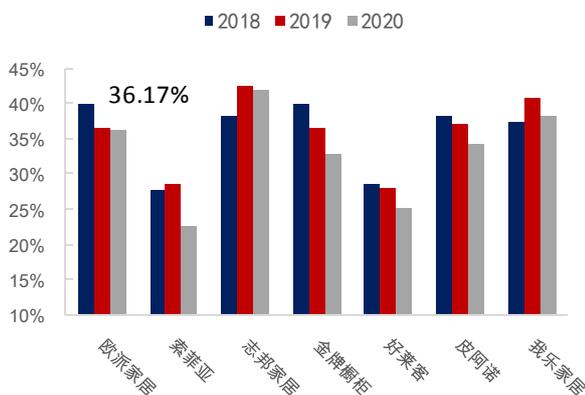
### 2.2 生产端：成本、效率优化，未来产能储备充足

### 2.1.1 品类拓展伴随毛利率稳定，成本管控力强

公司核心品类毛利率处于行业中高水平。目前欧派的收入与利润主要来自于橱柜和衣柜的销售，在同行业上市公司中，欧派两大品类的毛利率均处于中高水平。**橱柜品类**：欧派除了比定位更高端的我乐家居和大宗业务占比较高的志邦略低，较其他企业相比处在较高水平。**衣柜品类**：欧派较主打衣柜的索菲亚、好莱客略低，但是过去十年看呈明显爬升态势。欧派衣柜的毛利率仍有提升空间，因为目前欧派在衣柜品类上仍有较明显的支持政策：1) 欧派给经销商让利，激发经销商活力。2) 欧派用低毛利产品去打开大宗和整装的市场。

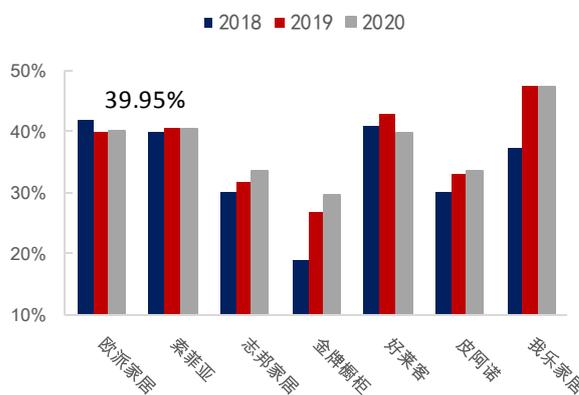
**橱柜生产对比，欧派从橱柜向衣柜拓展顺利，衣柜毛利率爬坡快。**生产方面：橱柜生产难度更高，因此制造其他品类时更容易。难度主要体现为两点：1) 工艺要求高。除基本柜体功能外，橱柜还需具备更强的防火防水性能，因此需要 PVC 贴面、烤漆等更复杂的工艺。2) 所需材料多。橱柜需配备台面、水槽、拉篮等众多配件，更考验制造商的供应商筛选能力以及将众多材料整合的设计能力。

图4：橱柜毛利率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：衣柜毛利率对比

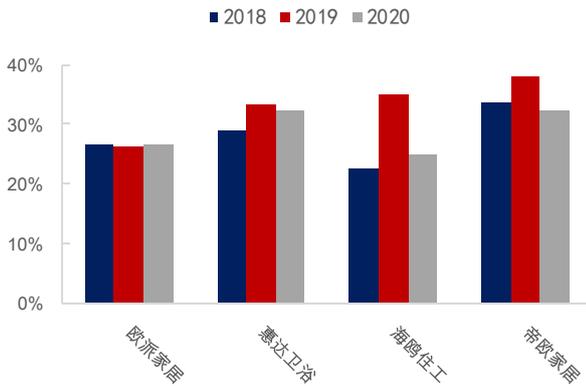


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

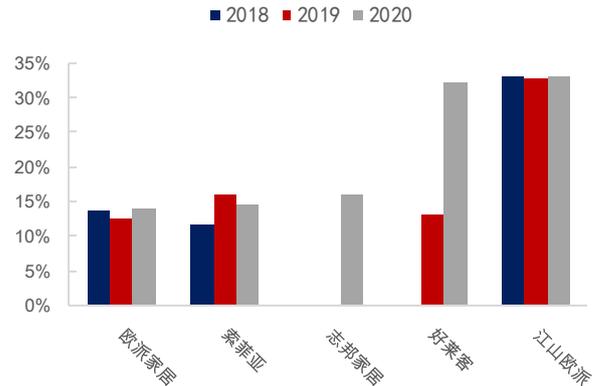
**非核心产品坚持自主生产为主，毛利率随规模释放有提升空间。**卫浴方面，公司自主制造柜类产品，价值占比较高的陶瓷、五金部件等产品采用 OEM 方式制造，公司的毛利率较专业卫浴公司仍有差距。**木门方面**，公司 2020 年木门毛利率仅为 13.95%，而行业内以木门为主业且收入具有一定规模的江山欧派其木门毛利率达到 32.96%，相比之下有较大差距。公司的木门业务仍处于拓展期，欧派通过低价打开市场。根据公司产能规划木门未来有翻倍以上的产能释放，预计随着规模的提升，欧派家居将会逐步上调木门毛利率。

图6：卫浴毛利率对比

图7：木门毛利率对比

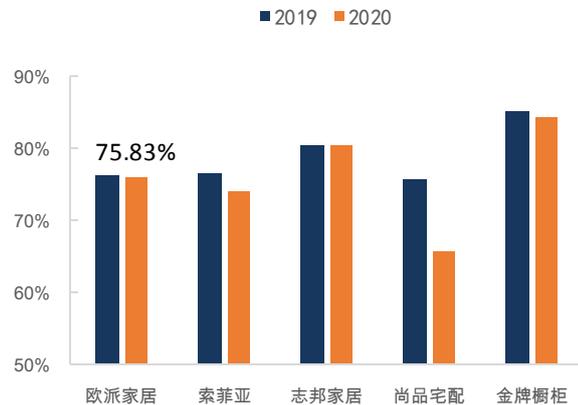


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

工艺成熟和供应链议价能力提升, 带来材料成本占比下降。在家居公司成本结构中, 直接材料占比较高, 高工艺水平和强大供应链管理能显著降低直接材料的成本占比。2020 年欧派直接材料主营成本占比为 75.83%, 在业务可比、规模较大的 5 家家居公司中处于低位。同时, 受益于供应链和生产流程的持续优化, 欧派的直接材料成本占比呈持续下降趋势(2020 年索菲亚与尚品宅配直接材料占比下降, 索菲亚是由于外协成本升高, 尚品宅配是由于运输费占比提升所致)。此外, 欧派前 5 大供应商集中度显著低于同行, 体现了公司分散采购, 降低风险的策略。

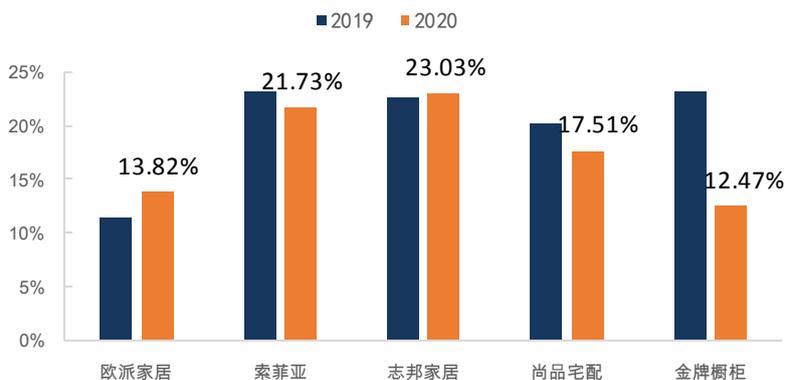
**图8: 欧派的直接材料成本占比处于同业低位**
**图9: 近六年直接材料成本占比基本处于下降趋势**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图10: 公司前五大供应商集中度显著低于同业**



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.1.2 生产效率提升，助力公司扩张

产品结构愈加复杂，加工生产期却呈下降趋势，公司生产效率的提升。公司深耕柜类产品多年，不断对生产流程进行优化。在产品对应的核算区间为产品的实际加工生产期，因此我们用在产品/主营业成本这个比值的變化来展现产品平均加工生产期的趋势，通过计算可以看出公司的加工生产期基本呈下降趋势。尤其2018年以来衣柜等对公司发展较晚、耗时较高的品类占比明显提升，但实际加工期却成下降趋势，由此我们可以得出公司生产端效率正在提升。高生产效率是公司品类和渠道扩张的基石，尤其是对于工程渠道的拓展，交货速度是重点指标之一，生产端效率的提升将会大幅提升公司的竞争力。

图11：在产品/主营业成本基本呈下降趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.1.3 产能分配合理，未来有充足释放空间

产能释放节奏优异，产能利用率维持高位。2019年橱柜、衣柜、卫浴、木门年产产能分别为74万套、176万套、39万樘、61万樘。从2014年到2019年间，产能逐步释放，各品类产能利用率维持90%以上，产销率维持95%以上，两指标均维持高位。公司稳健的产能释放，支撑了业务发展，也对毛利率的稳定提供有利支撑。

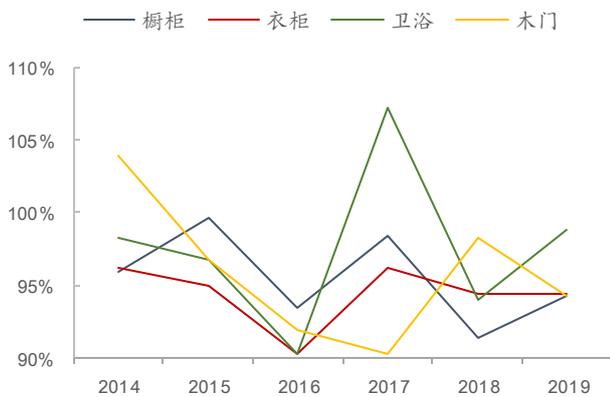
表2：欧派历史产能情况

年份	橱柜（万套/年）	衣柜（万套/年）	卫浴（万套/年）	木门（万樘/年）
----	----------	----------	----------	----------

2014年	35	32	7	7
2015年	40	45	9	10
2016年	50	73	12	15
2017年	60	120	20	40
2018年	69	144	30	46
2019年	74	176	39	61

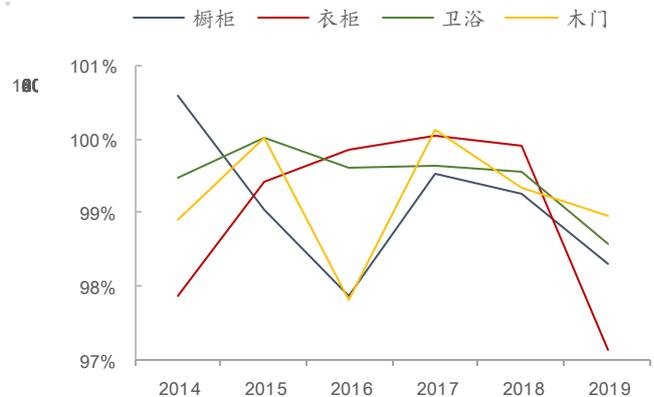
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图12：各品类产能利用率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：各品类产销率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

后续产能充足，未来增量可期。公司在2016年之后分别通过IPO和可转债进行了两次募资，用于增加各品类产能。根据公司当前规划，橱柜、衣柜、木门未来将逐步投放的产能分别为31.8万套、150万套、109万樘，按照2020年产品均价计算，满产将带来86亿元的收入增量。

表3：欧派产能规划

时间	项目	橱柜（万套/年）	衣柜（万套/年）	木门（万樘/年）
2016年末		50	73	15
IPO募资建设（2017年启动，除木门外已完成）	清远	15		60
	天津	15		
	无锡（一期）		25	
	广州		30	
可转债募资建设（2018-2019年启动，两年建设期）	清远（二期）	5.8	60	
	无锡（二期）		58	55
	成都欧派智能家居建设项目	20	80	40
总计		105.8	326	170

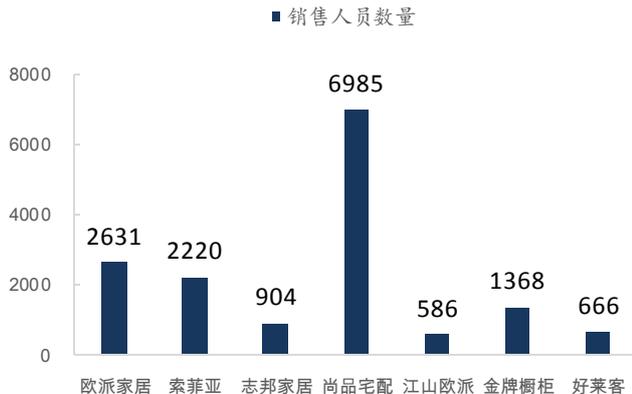
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.2 销售端：高活力销售队伍，高水平营销能力

高激励打造高素质销售队伍。公司一直以来重视销售人才方面的投入，通过高激励吸引优秀销售人员，激发

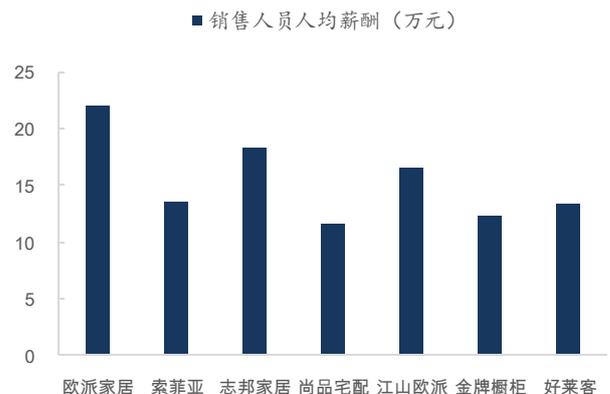
主观能动性。2020年，公司旗下销售人员达到2631人，除去以自营为主的尚品宅配以外，公司销售队伍规模同业最大。同时，公司销售人员平均薪酬高于同类企业。我们认为家居行业的产品差异化不足，尤其是面向工程等渠道的产品，单价较低，同质化严重，高活力的销售队伍将会对渠道与品类的拓展产生关键性作用。

图14：欧派拥有庞大的销售队伍



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图15：销售人员人均薪酬显著高于同业



资料来源：Wind，东兴证券研究所

**营销手法创新有效，推动品类联动和品牌价值提升。**欧派非常重视品牌建设，常利用创新方式进行宣传，引领行业风潮。2015年，公司首创推出“19800套餐”，凭借强穿透力的标语以及创新的定价模式，将整体衣柜升级为全屋定制，助力衣柜业务实现快速增长。这之后同业各类“套餐”营销层出不穷。2018年，欧派将品牌建设提升到企业经营战略的高度，深度挖掘品牌核心价值。品类方面，在橱衣融合的基础上，欧派又提出衣木融合，橱卫融合，带动多品类联动销售。在投放广告、组织活动等传统方式基础上，公司创新性地运用自制短片的形式进行品牌宣传，推出的《喊你回家》、《成功》、《狼人的中秋烦恼》等数部作品均实现广泛的传播。

图16：19800套餐宣传图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图17：欧派投放的短片《喊你回家》，董事长本人编剧



资料来源：Wind，东兴证券研究所

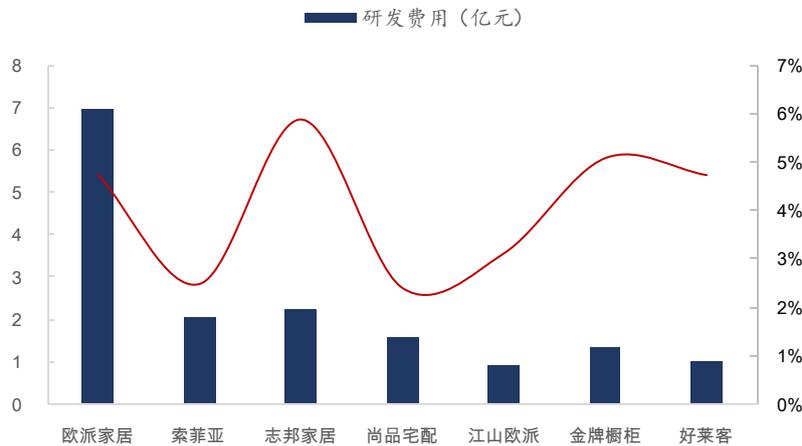
## 2.3 信息化系统，扩展业务边界之利器

**信息化逐步落地，提升运营效率。**信息化建设是欧派核心战略之一，在公司的不断开拓下，逐步实现落地。公司当前已基本实现了从前端门店到后端生产的全流程全品类信息化打通，水平处于行业前列。

- **从业务流程看：**销售端，信息化提升设计师效率，通过设计效果图展示、订单全流程追踪等功能给消费者更好的服务体验。生产端，信息化可减少处理订单的技术人员数量，提高订单处理及生产效率。
- **分业务板块看：**公司发展最快的衣柜业务，完成前端环节信息化打通后，衣柜免审订单超过 60%，一次通过率超过 90%，审单效率由以前每人日均 120 单提升至日均 260 单，达到行业领先水平。在最为复杂的整装渠道业务上，公司未来或将通过信息系统做到设计一体化、供应链全品类调配和生产综合筹划，实现对合作家装公司的全面赋能。

**高研发投入维持公司优势。**公司在研发方面投入较大，2020 年研发费用投入 6.99 亿元，占营收比例 4.74%，在金额方面远高于同业，占营收比例也处于行业高位。对于研发的高度重视，我们认为将有利于公司维持住当前在产品工艺，整体流程，品类创新等方面的已积累多年的既有优势，保证公司从单一品类单一渠道向多品类多渠道的顺利发展。

图18：研发费用金额及营收占比均处于同业高位



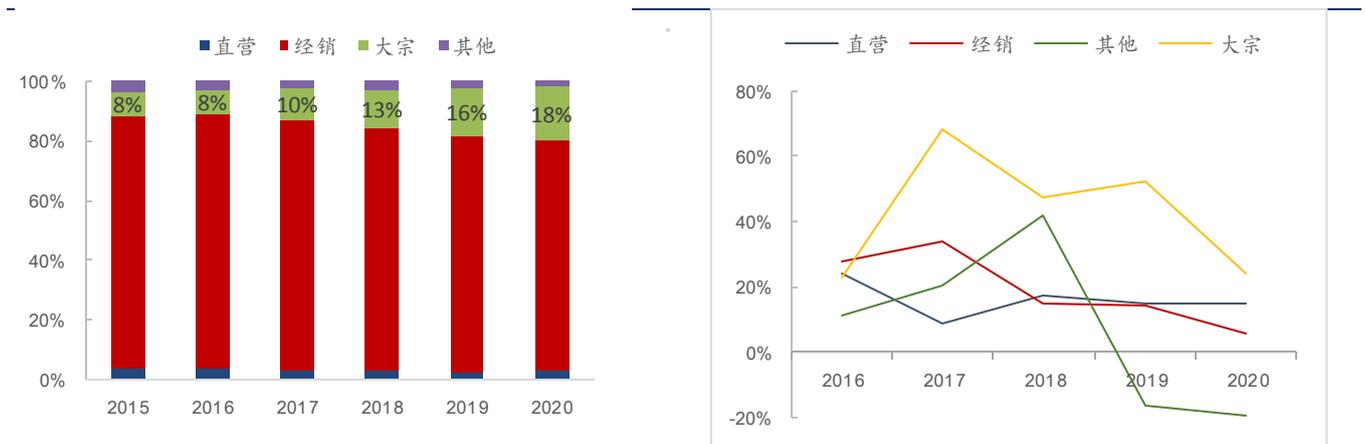
资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3. 工程、整装渠道领跑行业，传统经销渠道保持优势

欧派积极进行渠道布局，大宗、整装渠道增速较快。2020 年公司各渠道收入占比为直营 3%，经销 77%，大宗 18%，其他 2%。其中大宗业务规模增长最快，收入由 2015 年的 4.66 亿元增长到 2020 年的 26.82 亿元，CAGR5 达到 41.89%，而同期公司总营收 CAGR5 为 21.33%。整装渠道各家仍处于起步探索阶段，欧派自 2018 年开始试点整装渠道，领先于其他家居公司。目前公司将整装收入归结在经销渠道收入中，2018、2019 年公司接单业绩分别达到 3.5 亿元、7 亿元，增速达到 100%。2020 年公司整装渠道接单收入约 10 亿元。

图19：大宗业务占比显著增长

图20：工程渠道收入增速显著高于其他渠道



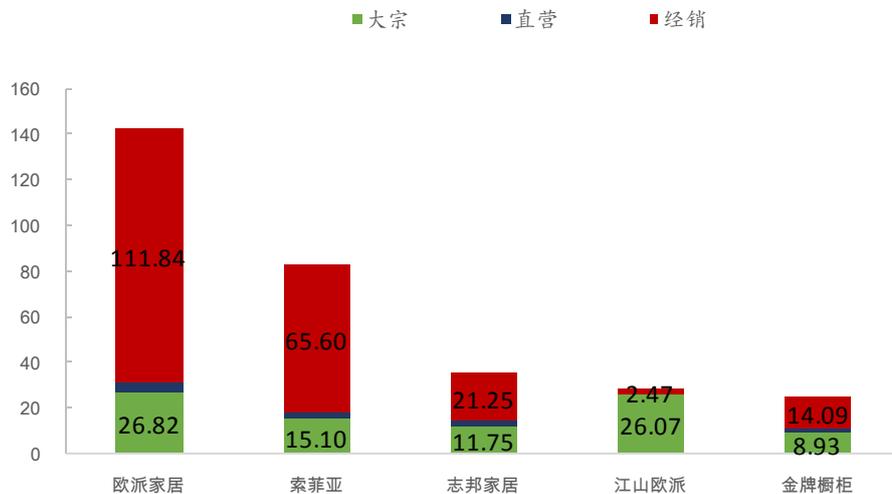
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.1 工程渠道：大宗业务促进多品类发展，工程代理商模式优化财务

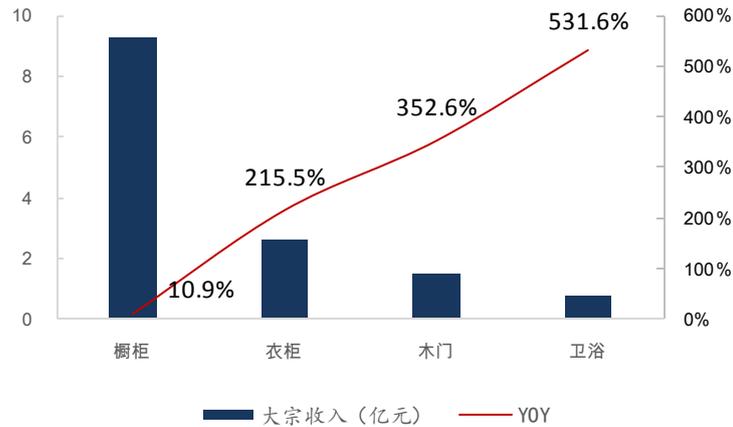
大宗收入规模已达到同业第一，仍保持较快增速。欧派早在 1995 年就布局了工程渠道，但当时主要精力还是拓展经销渠道。随着近几年精装修的不断渗透以及公司的重点开拓，大宗业务收入出现爆发式的增长。在 2020 年，对比上市且有大宗业务的家居公司，欧派的大宗业务收入规模已达到首位；大宗收入占比方面，欧派 18%，索菲亚 18%，志邦家居 31%，江山欧派 87%，金牌橱柜 34%，欧派还处于相对较低的比例，提升空间大。

图21：2020年欧派大宗业务收入规模（单位：万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

大宗业务导入新品类，拉动公司多品类发展。欧派最初通过橱柜业务切入大宗业务，2018 年逐步借助已形成的公司良好品牌，进一步导入衣柜、木门、卫浴和金属门窗等品类。2018 年衣柜、木门、卫浴同比增速达到 215.5%、352.6%、531.6%。我们认为公司在大宗业务上的快速发展，拉动了公司新品类的增长，同时，新品类也将成为公司未来大宗业务上的主要增长点。

**图22：2018年大宗业务导入新品类**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

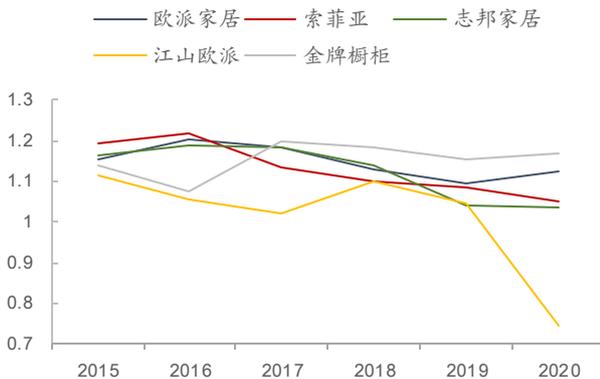
**表4：2020中国房地产开发企业500强首选装饰材料类品牌测评**

橱柜类			衣柜类		
排序	品牌名称	品牌首选率	排序	品牌名称	品牌首选率
1	金牌橱柜	17%	1	欧派	17%
2	皮阿诺	15%	2	索菲亚	16%
3	欧派	12%	3	金牌橱柜	13%
4	海尔	9%	4	皮阿诺	10%
5	华帝	7%	5	华帝	8%
6	志邦	6%	6	尚品宅配	7%
7	博洛尼	4%	7	志邦家居	4%
8	科勒	3%	8	好莱客	2%
8	赫斯帝	3%	9	玛格	1%
9	中意	2%	10	维意	1%
10	丽博	1%			

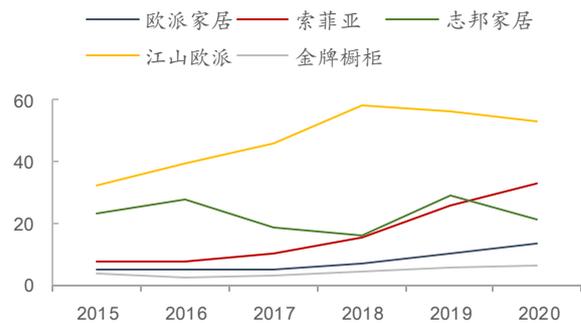
资料来源：中国房地产协会，东兴证券研究所

**实行工程代理商模式，回款可控，高速拓展。**2017年起，公司明确使用代理商模式拓展大宗业务。公司承接大宗业务的方式有两种：1) 公司与地产商签订合同，后由代理商来负责服务工作。2) 代理商与地产商签订合同，公司负责供货。目前第一种方式占比更高。在这两种方式中，公司均仅负责产品生产，而设计、运输、安装和售后等其他所有业务由工程代理商负责；此外，工程代理商需要对净应收货款（应收货款扣除代理商服务费）进行等额的垫资。此模式下，公司回款可控，可维持良好的现金流；且公司因只负责擅长的生产环节，可以保持较高的拓展速度。

**图1：欧派营收现金比率处于行业较高水平**
**图2：欧派应收账款周转天数处于行业较低水平**



资料来源：WIND，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 3.2 整装渠道：发展趋势明确，欧派已初具规模

**整装是未来明确的发展模式。整装渠道是前移的家居流量入口：**定制家居公司可以从装修链的最前端获取客户；同时整装也是家居公司提高客单价的不二法门：公司可以销售多品类产品，并且还可以从供应链整合获取利润。因此整装是家居公司非常理想的扩展方式。对家装公司来说，整装同样契合自身利益：1) 整装解决了以往家装公司在制作定制家居上的难点。2) 整装套餐价格更高，家装公司能获得更高的利益。3) 家装公司也可获取定制家居公司的流量。结合当前消费者偏好省心的消费趋势，我们认为在生产端和消费端的共振下，整装渠道是家居公司未来比较明确的发展道路。

**先发探索商业模式，赋能模式未来可期。**欧派于 2018 年开始试点整装大家居模式，相对于同业探索较早。目前来看，根据家装公司规模，欧派有两种合作形式：1) 与当地 TOP3 家装/整装公司合作，建立店中店，挂欧派招牌。2) 与全国性的或区域性的家装公司合作，建立欧派整装大家居店。两种形式下，欧派负责擅长的产品制作，供应链和信息化系统的提供，而从量尺到安装的全部服务工作则由家装公司负责，由此实现整装的一站式服务。尤其在第二种形式下，欧派将家装公司整合到自身的体系中，自主掌握整装流量入口，能够获得更高的利润率，同时可以用最擅长的帮扶，去帮他们做大做强。我们认为公司自身品类储备以及整合家装供应链的能力，加之公司信息化系统优势，都为赋能家装公司提供了有力的基础。

**欧派自身品类丰富，叠加强大资源整合能力，有望打造全品类整装。**整装相对于全包的优势即是给予消费者更丰富的品类选择以及一站式的服务。在定制家具方面，欧派有丰富的设计经验，可以给予消费者足够的款式选择，而对于其他产品，公司也展现了较强的外部资源整合能力：2019 年，欧派曾在广州试点“名牌计划”，以欧派为主导，整合西门子、松下、飞利浦、LG、3M、慕思、圣象、东鹏瓷砖、欧普照明等十几家一线品牌，实现主材、定制家具、软装配套、灯饰寝具、家电家品一站配齐，28 天内实现销售额 3250 万元。我们认为公司有望凭借自身品牌在定制家居行业的地位，以及整装渠道布局的先发优势，实现真正的全品类整装，获得更强的渠道优势。

图23：名牌计划整合十几家一线品牌



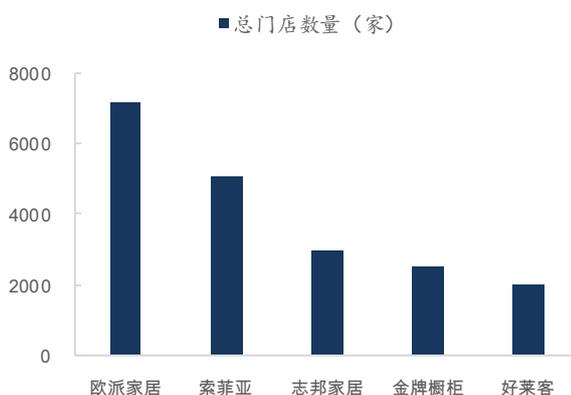
资料来源：Wind，东兴证券研究所

整装与传统经销存在一定利益冲突，欧派制定 4 个原则来协调：1) 利益共享：整装业务要把零售额的一部分拿给原来的传统经销商；2) 业绩共算：整装和传统零售的业绩加在一起进行考核；3) 渠道分开：整装和传统零售的店铺不开在一起；4) 产品分开：整装大家居的产品与零售卖场不同。良好的利益共享机制，保证了各个渠道良性的发展。

### 3.3 传统经销渠道：成熟稳定的分销商体系，稳住零售基本盘

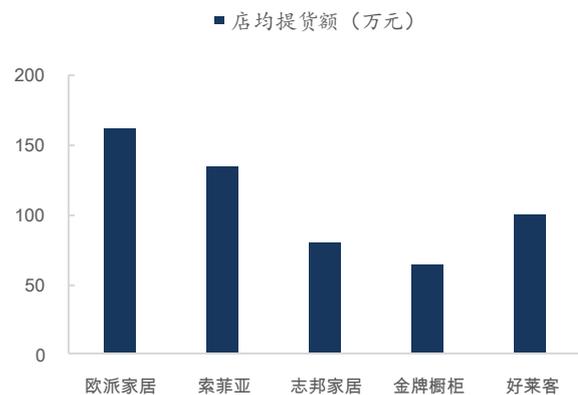
线下覆盖面同业最广，店均提货额保持高位。2020 年，公司拥有经销商 5124 家，总门店数 7154 家，数量远高于同业，线下渠道覆盖面积有绝对优势。欧派在注重渠道数量的同时，也能保证每个门店的质量，2020 年欧派店均提货额为 161.91 万元，同样处于同业前列。

图24：全国总门店数量对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

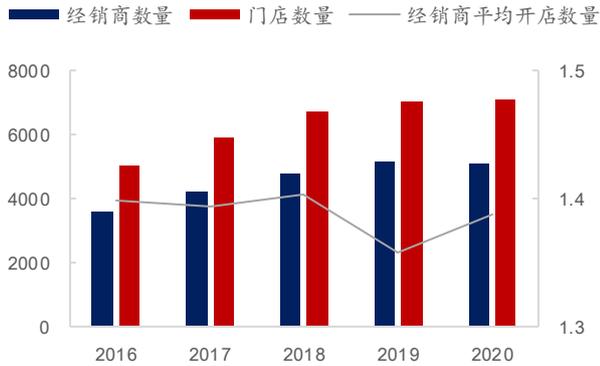
图25：店均提货额对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

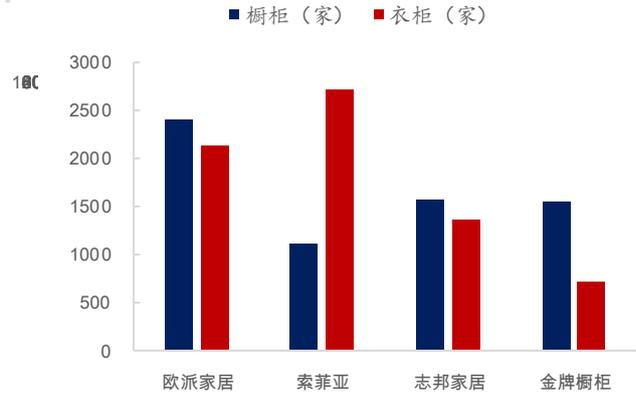
门店数量不断增长，核心品类门店布局拥有优势。近几年欧派仍在不断拓展门店版图，2016-2020 年共净增经销商 1508 家、门店 2052 家。从经销商组成看，家装渠道的经销商，近几年成为经销商的主要增量。从渠道数量看，公司渠道数仍有加密空间，即使在 2020 年疫情影响下，公司的渠道数量仍在小幅扩张。分品类来看，欧派在橱柜方面有绝对优势，门店数量稳居第一；衣柜方面，门店数量达到 2124 家，仅逊于索菲亚的 2719 家，并且未来还有提升空间。

图26：欧派渠道覆盖面持续增加



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图27：2020年全国门店数量分品类对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**渠道管理细致严格，充分激发经销商活力。**公司将全国区域划分为九级，标准细化到地区名。不同级别区域市场的经销商最终由不同层级人员确定，同一级别进行统一的评比和调度。推出千分考核制，评分标准涵盖从经营业绩到客户服务的各项指标，评分排名前40%可申请区域升级，排名后位的经销商则面临淘汰，2018年以前平均每年会淘汰6%-8%。同时经销商进货成本价也根据排名制定，排名分为A-I九档，每档对应不同的折扣系数，排名越靠前，结算成本越低，充分激发经销商能动性。公司也制定了经销商资格转让规则，允许经销商自主退出，从而降低各经销商投资风险，鼓励其投入发展。

表5：欧派经销商分级管理

市场级别	省会城市	副省级城市	地级市	县级（市）	区镇级	特殊情况增加
A1	2000亿以上	深圳				
A2	400亿（含）到2000亿	2000亿（含）以下	无锡、苏州、常州			
B1	西宁、银川		297亿（含）到1580亿	顺德区		三亚
B2	拉萨		120亿（含）到297亿	380到（含）到800亿		140亿（含）以上直辖市、省会、副省级城市直辖区：增城区、嘉定区、宝山区、龙岗区、江北区、花都区、松江区、黄岛区、万州区、永川区、涪陵区、江津区、合川区、高淳区
B3			120亿以下			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
C1				142亿（含）到380亿	虎门镇、长安镇、塘厦镇、小榄镇、乐从镇、龙华镇、新塘镇、厚街镇、沙井镇、常平镇	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、南川区、温江区、光明新区、黔江区

C2	80 亿（含）到 142 亿	其他区镇级代理 全部为七级市场
C3	45 亿（含）到 80 亿	
C4	45 亿以下	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表6：经销商分级结算情况

待遇级别	橱柜			衣柜		
	2016	2015	2014	2016	2015	2014
A	0.48	0.48	0.47	0.490	0.490	0.48
B	0.49	0.49	0.48	0.500	0.500	0.490
C	0.50	0.50	0.49	0.510	0.510	0.500
D	0.51	0.51	0.50	0.515	0.515	0.510
E	0.52	0.52	0.51	0.520	0.520	0.515
F	0.53	0.53	0.52	0.525	0.525	0.520
G	0.54	0.54	0.53	0.530	0.530	0.525
H	0.55	0.55	0.54	0.535	0.535	0.530
I	0.56	0.56	0.55	0.540	0.540	-

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

**经销商管理方式与时俱进。**2018 年以后家居行业景气整体下行，公司及时调整经销商管理措施，包括：降低淘汰率，优化指标考核，放宽开店、整改要求，增加渠道投放补贴等等，以此缓解经销商经营压力，稳定信心。同时，公司积极试用新模式：2019 年推出城市合伙人计划，以橱柜业务试点二级分销制度；推动经销商多渠道运营，包括线上引流，整装业务开发等。2020 年新冠疫情极大冲击了传统经销商，公司及时在 2 月初推出“护航计划”，为经销商提供同业内规模最大的 10 亿元补贴，为经销商保驾护航。公司对经销商正确的引导与提带举措，是公司在经销渠道有强大竞争力的重要原因。

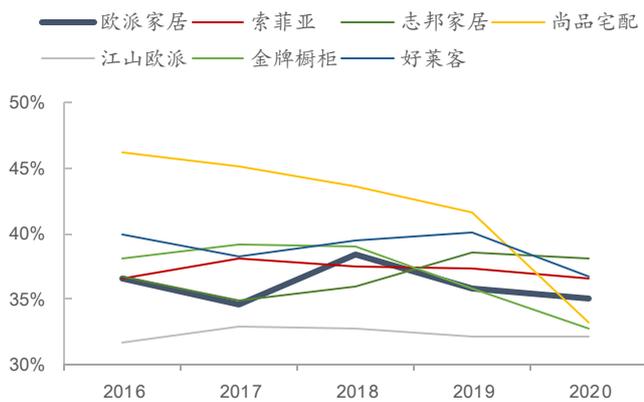
## 4. 公司盈利能力较强，资产运营效率出众

### 4.1 费用控制能力较高，提升净利率水平

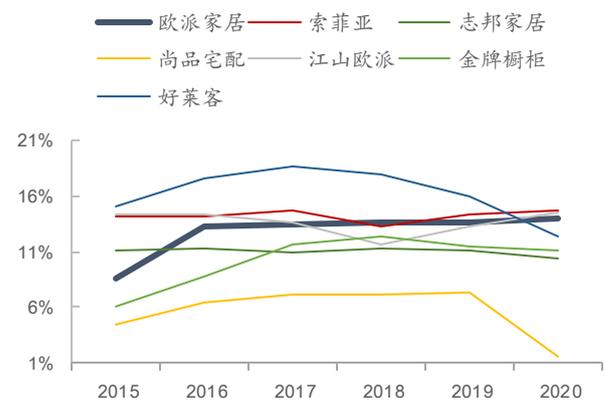
**净利率稳步上升，保持行业高位。**公司在 2015 年以前通过低价打开市场，尤其是衣柜业务，随着业务的成熟，公司开始上调毛利率，因此净利率与毛利率均在 2016 年有较大的提升。2017-2020 年公司毛利率分别为 34.52%、38.38%、35.84%、35.01%，处于行业平均水平；净利率分别为 13.38%、13.66%、13.59%、13.99%，处于行业较高水平。在毛利率保持平均水平，且研发费用保持高水平的前提下，我们认为公司有如此优秀的净利率源自于较好的费用控制能力。

图28：公司毛利率处于行业平均水平

图29：公司净利率稳步上升，处于行业较高水平



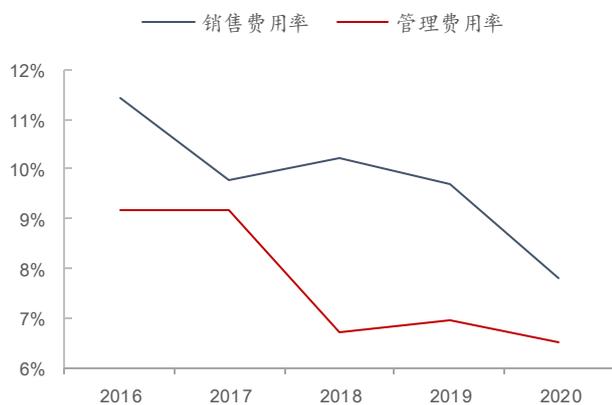
资料来源：WIND，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

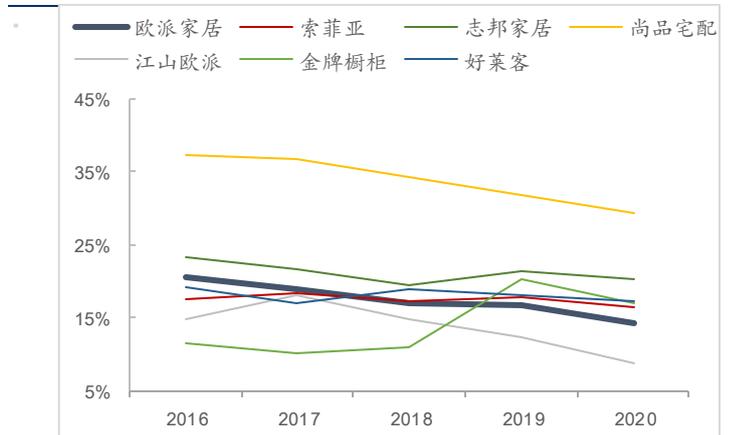
规模效应凸显，公司费用率控制能力优秀。随着公司收入规模的不断扩大，规模效应逐步显现，公司销售费用与管理费用率均处于下降趋势中。虽然公司在销售人员和品牌宣传上投入较大，但综合来看，公司销售费用率2020年为7.78%，优于同业。2020年，公司销售费用+管理费用率为14.30%，仅高于以工程业务为主的江山欧派。

图30：公司管理费用率与销售费用率均呈下降趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图31：公司费用率同业较低且呈下降趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 4.2 运营能力较强，现金流与业绩匹配

固定资产周转率高于相近规模竞争对手。2016-2020年间，除2020年受疫情影响外，公司固定资产周转率始终保持在3以上。公司一直保持较好的产能释放节奏，产能利用率和产销率维持高位，带来良好的周转率。2018年后，公司新产能逐步建成，固定资产周转率出现下降，但维持相对较高水平。

受益于代理商模式，公司保持良好净现金流量。经营现金净流量与净利润的比值持续保持在1以上，且波动相对稳定。我们认为公司注重现金流的获取，在大宗和零售业务上基本均实行代理商制度，强化了自己的危机应对能力和业务扩张能力。

图32：欧派固定资产周转率具备优势

图33：欧派净利润现金含量大



资料来源：WIND，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们看好在家具行业流量入口变化中，公司各个渠道领先布局，获得更高市场份额的能力。预测假设：

#### 收入端：

(1) 分产品。橱柜/衣柜：未来三年增速分别为 13%、7%、4%和 24%、17%、17%。橱柜近期收入保持景气，源于地产较为景气下传统经销商需求回暖，以及整装、工程等全渠道营销多点破局，长期也将维持行业内领先的增速。衣柜业务收入稳健增长，产品全面升级，渠道侧终端零售持续优化。卫浴/木门/其他（家具配套）：木门和卫浴维持 30%以上增速，主要系渠道和产能共振，其他品类高增主要系橱衣带来的配套数量明显增加。

(2) 分渠道。零售、整装推动经销店收入稳步增长，工程客户销售结转增加推动大宗收入增长提速。

#### 毛利率：

各品类预计维持较为稳定的毛利率。主要系公司产能方面的规模优势能充分对冲原材料价格波动，渠道方面的变化，主要是工装占比上升，产品单价与传统渠道比较略低但产品标准化更强，带来的毛利率优势。

综上，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 179.30、207.34、241.01 亿元，归母净利润分别为 26.11、30.35、36.87 亿元，对应 EPS 分别为每股 4.32、5.02、6.10 元。

表7：欧派家居收入测算（按品类）

品类	2019	2020	2021E	2022E	2023E
橱柜	61.93	60.61	68.37	73.09	76.18
橱 YOY	7%	-2%	13%	7%	4%
衣柜	51.67	57.72	71.58	83.76	97.72
衣 YOY	25%	12%	24%	17%	17%
木门	5.97	7.39	10.20	13.57	18.00
门 YOY	26%	24%	38%	33%	33%

卫浴	6.24	7.71	10.26	13.64	18.10
浴 YOY	38%	24%	33%	33%	33%
其他主营	7.84	11.64	16.73	21.25	28.01
其他	1.68	2.32	1.8	1.8	2.8
<b>收入合计</b>	<b>135.33</b>	<b>147.40</b>	<b>179.30</b>	<b>207.34</b>	<b>241.01</b>
<b>收入 YOY</b>	<b>18%</b>	<b>9%</b>	<b>22%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5.1 估值与评级

公司发展到目前阶段已不仅是橱柜品类龙头，更是家居行业的绝对龙头，公司产品多元布局、全渠道战略市场领先、信息化建设优化强化了前端销售和后端生产的成本控制能力。行业中，精装房渗透率提升和家装抢夺家具流量入口变化中，公司都做了前瞻性的布局。基于对公司的长期竞争力看好，**公司可以充分享受作为龙头的溢价，我们维持对公司的“推荐”评级。**

表8：主要上市家居公司估值比较

细分行业	证券简称	代码	总市值	EPS				市盈率 PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
定制	欧派家居	603833.SH	918.42	3.47	4.43	5.49	6.84	43.80	34.32	27.66	22.21
	索菲亚	002572.SZ	222.98	1.31	1.55	1.81	2.13	19.82	15.82	13.47	11.47
	尚品宅配	300616.SZ	152.09	0.51	2.76	3.28	3.79	156.08	27.71	23.37	20.20
	志邦家居	603801.SH	115.40	1.78	1.68	2.08	2.53	19.49	22.04	17.74	14.60
	江山欧派	603208.SH	107.79	4.05	5.73	7.50	9.49	25.97	17.91	13.68	10.81
	金牌厨柜	603180.SH	69.81	2.83	2.62	3.29	4.03	17.62	18.45	14.69	11.98
软体	顾家家居	603816.SH	498.75	1.39	2.57	3.11	3.73	52.74	30.70	25.40	21.13
	梦百合	603313.SH	115.84	1.11	1.68	2.28	2.91	32.06	18.34	13.57	10.60
	喜临门	603008.SH	112.35	0.80	1.19	1.48	1.93	23.88	24.32	19.62	15.06

资料来源：wind，东兴证券研究所

注：除欧派家居，其他公司数据均取自 Wind 一致预期

## 6.风险提示

1、宏观经济压力或疫情反复使得行业承压；2、公司渠道培育发展受阻；3、公司管理层出现重大变化。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E		2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
<b>流动资产合计</b>	6452	8250	8255	10429	14156	<b>营业收入</b>	13533	14740	17930	20734	24101
货币资金	1467	4427	4221	5605	8485	<b>营业成本</b>	8684	9579	11495	13431	15455
应收账款	493	602	693	824	944	营业税金及附加	88	111	135	157	182
其他应收款	40	39	47	55	64	营业费用	1310	1147	1520	1772	2036
预付款项	98	85	84	74	89	管理费用	939	961	1169	1248	1567
存货	846	809	1045	1177	1380	财务费用	-70	-35	-90	-62	-96
其他流动资产	1876	134	166	194	194	研发费用	642	699	679	653	657
<b>非流动资产合计</b>	8362	10593	10594	10971	10940	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	20.00	30.00
长期股权投资	8	16	0	0	0	公允价值变动收益	4.71	21.77	13.24	0.00	0.00
固定资产	4960	6093	6377	6509	6496	投资净收益	24.49	37.40	30.94	34.17	32.56
无形资产	1125	1464	1381	1303	1230	加: 其他收益	143.35	86.52	114.94	100.73	107.83
其他非流动资产	333	1026	680	853	766	<b>营业利润</b>	2105	2407	3021	3515	4270
<b>资产总计</b>	14814	18844	18850	21400	25097	营业外收入	27.21	25.75	26.48	26.12	26.30
<b>流动负债合计</b>	3280	5926	3872	3579	3821	营业外支出	13.37	20.40	16.88	18.64	17.76
短期借款	53	1627	0	0	0	<b>利润总额</b>	2119	2413	3030	3522	4279
应付账款	837	1145	1224	1507	1690	所得税	279	350	419	488	592
预收款项	1160	607	193	-436	-412	<b>净利润</b>	1839	2063	2611	3035	3687
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	1975	992	587	591	589	归属母公司净利润	1839	2063	2611	3035	3687
长期借款	406	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1196	495	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E	
<b>负债合计</b>	5255	6918	4458	4170	4410	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	17.59%	8.91%	21.64%	15.64%	16.24%
实收资本(或股本)	420	602	604	604	604	营业利润增长	15.55%	14.38%	25.48%	16.35%	21.50%
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744	归属于母公司净利润增长	17.02%	12.13%	26.58%	16.23%	21.48%
未分配利润	5623	7150	9548	12283	15638	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	9559	11925	14280	17117	20575	毛利率(%)	35.84%	35.01%	35.89%	35.22%	35.87%
<b>负债和所有者权益</b>	14814	18844	18850	21400	25097	净利率(%)	13.59%	13.99%	14.56%	14.64%	15.30%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
2019A	2020A	2021E	2022E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E		
<b>经营活动现金流</b>	2156	3889	2490	3033	4179	<b>偿债能力</b>					
净利润	1839	2063	2611	3035	3687	资产负债率(%)	35%	37%	24%	19%	18%
折旧摊销	439.11	568.28	611.96	658.18	697.90	流动比率	1.97	1.39	2.13	2.91	3.71
财务费用	-70	-35	-90	-62	-96	速动比率	1.71	1.26	1.86	2.58	3.34
应收帐款减少	-214	-110	-90	-131	-120	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-117	-553	-414	-629	24	总资产周转率	1.04	0.88	0.95	1.03	1.04
<b>投资活动现金流</b>	-4654	-2337	-603	-1498	-1150	应收账款周转率	35	27	28	27	27
公允价值变动收益	5	22	13	0	0	应付账款周转率	18.38	14.87	15.14	15.19	15.08
长期投资减少	0	0	16	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	24	37	31	34	33	每股收益(最新摊薄)	4.42	3.47	4.32	5.02	6.10
<b>筹资活动现金流</b>	1441	585	-2093	-151	-148	每股净现金流(最新摊薄)	-2.52	3.55	-0.34	2.29	4.77
应付债券增加	1196	-701	-495	0	0	每股净资产(最新摊薄)	22.75	19.83	23.63	28.33	34.05
长期借款增加	266	-406	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	181	3	0	0	P/E	34.09	43.42	34.87	30.00	24.70
资本公积增加	11	762	0	0	0	P/B	6.62	7.60	6.38	5.32	4.43
<b>现金净增加额</b>	-1057	2137	-207	1384	2880	EV/EBITDA	25.87	30.36	24.57	20.82	16.97

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526