



证券研究报告·行业深度

橱柜千亿高门槛， 龙头欧派领群英

轻工造纸

引言：我们继全市场发布第一篇欧派家居公司深度报告后，进一步从国内与海外的视角深入研究橱柜行业，并分析欧派家居的行业竞争地位，而研究结果更加印证了欧派作为龙头的投资价值。

橱柜消费品牌意识逐渐深入，绿色环保、厨电一体成消费新趋势。我国橱柜产业主要经历了板式家居、功能创新和材质创新三个发展阶段，当前橱柜按门板的材质主要可分为四类产品，价格由高到低分别为实木、烤漆、吸塑和双饰面，材料与功能不断完善与升级。未来橱柜消费将逐步趋于绿色环保以及厨电一体化。由于绿色环保理念的深入，消费者将环保作为对家居的重要考量因素。同时，厨电一体化通过其人性化的功能也将占据一定市场份额。另外，橱柜品牌的附加价值逐渐成为消费者购买橱柜产品时的考虑因素，品牌塑造也成为各企业发展重要方向。

橱柜行业成长空间广阔，行业规模远未触及天花板。我国家居行业稳健发展，2016年我国家居制造业主营业务收入为8559.50亿元，同比增长8.73%。我们测算，2016年我国房屋成交量约为1600万套，给予橱柜产品9000元的销售均价，对应橱柜行业规模应有1442亿元。我们认为随着城镇人口不断增长、人均收入不断提高，厨房装修及重装的频率将会加大，都将进一步推动橱柜行业的高速发展。考虑油烟机是厨房装修必备的产品，可将橱柜行业与国内油烟机行业进行类比。2015年我国吸排油烟机销售量为2912.8万台，相应地随着橱柜行业发展到成熟期，橱柜产品的静态年消费量也应达到2900万套，对应2610亿的行业规模，目前行业发展还远未触及天花板。

欧洲橱柜市场发展成熟、市场集中度高。欧洲市场厨电一体化基本发展完备，高档橱柜必备烟机、灶、水盆、龙头、烤箱、冰箱，橱柜公司已经成为最大的厨房承包商。欧洲橱柜市场集中度较高。据Nobia披露的数据，2016年欧洲橱柜市场规模约为120亿欧元，欧洲市场第一大公司Nobia市占率达到20%左右。从海外橱柜龙头Nobia发展经验来看，外延打开后续成长空间，控成本提高经营效率。Nobia通过不断并购，一方面拓宽了欧洲市场，另一方面Nobia利用合作公司的技术共享，助力其成功占据欧洲橱柜品牌的领头地位。

橱柜行业竞争格局分析：从公司比较分析的角度看，欧派家居优势显著。首先欧派在行业内较早的开始发展全品类战略，目前橱柜产品已经发展到第5代，其他公司橱柜各有特色，如索菲亚牵手司米引入法国设计风格，皮阿诺将科学与艺术相结合，金牌则定位高端等。其次欧派门店数量稳居行业第一，2016年底欧派拥有19家直营店，经销商专卖店4710家，其中整体厨柜专卖店2088家，渠道数量业内遥遥领先；其他橱柜企业按橱柜门店数量排序由高到低依次为志邦、金牌、我乐家居和司米。欧派全国范围内生产基地布局也已基本完成，前端渠道、中端设计、后端生产，全部打通，并且人才激励也已非常充分，2013年10月公司曾增发股份，引入110名自然人股东；公司上市之后，在家居业内最快速度出炉了股权激励事项。最后，欧派营收、净利规模在行业内排名第一，成长能力、盈利质量保持优质。

投资建议：橱柜千亿高门槛，龙头欧派领群英。欧派家居专注高端定制领域，管理层沉稳务实，渠道优势显著，募投项目有望解决产能瓶颈。结合公司最新股权激励计划业绩考核的指引，我们预计2017-18年公司营收分别为90.01、112.47亿元，同比分别增长26.17%和24.95%；净利润分别为12.49、16.28亿元，同比分别增长31.50%和30.36%（收入端的驱动是来自渠道、产能、品牌共拓，利润的增速主要是考虑公司信息化的进一步提升）。公司当前4.15亿总股本，EPS分别为3.01、3.92元/股，公司现价105.58元/股，对应的P/E分别为35x和27x。考虑定制家居行业的成长性、公司定制行业大龙头地位、公司2017年“大家居、信息化、第二品牌欧铂丽”逐步落地及延续，以及此次的管理层新激励等，我们维持对公司的“买入”评级。

风险因素：房地产行业宏观调控加剧；定制家居行业竞争加剧。

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

研究助理：丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

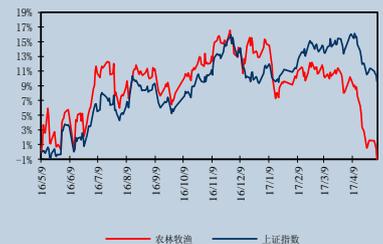
研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2017年5月10日

市场表现



相关研究报告

- 17.05.04 欧派家居：Q1业绩超预期，股权激励聚人才，持续推荐
- 17.04.19 欧派家居深度：定制大龙头，“橱柜+”驱动大家居再起航

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 引言 | 3 |
| 一、国内橱柜市场仍具大潜力，海外发展步入成熟 | 3 |
| （一）国内橱柜产品不断变革，消费趋于环保与厨电一体化 | 3 |
| （二）国内橱柜行业未来成长空间广阔 | 5 |
| （三）消费群体趋于年轻化，性价比仍是选择关键 | 6 |
| （四）欧洲橱柜行业发展成熟，市场集中度较高 | 8 |
| 二、海外龙头发展经验：外延打开成长空间，成本控制提升效率 | 9 |
| （一）欧洲橱柜龙头，业绩、盈利稳定发展 | 9 |
| （二）发展历程：专注厨房家居，外延发展打开成长空间 | 10 |
| （三）核心业务突出，重视环保，致力于可持续发展 | 11 |
| （四）渠道：销售渠道多样化、范围广 | 14 |
| 三、国内橱柜行业竞争格局：欧派龙头壁垒明显 | 15 |
| （一）欧派橱柜规模最大，其次为志邦、金牌、我乐家居等 | 15 |
| （二）欧派橱柜产能将增至 80 万套，其他橱柜新秀产能亦紧紧跟进 | 18 |
| （三）欧派橱柜门店达到 2088 家，其他依次为志邦、金牌、我乐、皮阿诺 | 19 |
| （四）欧派规模行业首位，成长能力稳定提升，司米等增速较快 | 20 |
| （五）欧派盈利能力稳定，经营效率优异 | 21 |
| （六）欧派董事长，最早发力橱柜，务实大格局，其他公司一把手亦各具优秀特色 | 24 |
| 四、投资建议：持续推荐欧派家居 | 25 |
| 五、风险因素 | 26 |

图表目录

| | |
|--------------------------|----|
| 图 1：欧派橱柜发展历经 5 个升级 | 4 |
| 图 2：不同材质橱柜产品 | 4 |
| 图 3：我国家居制造业主营业务收入及同比（亿元） | 5 |
| 图 4：木质家居制造业主营业务收入及同比（亿元） | 5 |
| 图 5：我国户籍人口总户数（亿户） | 6 |
| 图 6：国内吸排油烟机销售量及其同比（万台） | 6 |
| 图 7：整体橱柜消费人群年龄占比 | 7 |
| 图 8：整体厨柜消费人群地域占比 | 7 |
| 图 9：消费者关注整体橱柜门板类型比例分析 | 7 |
| 图 10：消费者关注整体橱柜柜体基材比例分析 | 7 |
| 图 11：消费者关注整体橱柜台面材质比例分析 | 8 |
| 图 12：消费者购买整体橱柜预算金额占比分析 | 8 |
| 图 13：全球橱柜市场规模 | 8 |
| 图 14：全球橱柜市场需求分布格局 | 8 |
| 图 15：欧洲橱柜主要品牌 | 9 |
| 图 16：Nobia 营业收入及同比 | 10 |
| 图 17：Nobia 净利润及同比（亿 SEK） | 10 |



| | |
|--|----|
| 图 18: Nobia 发展历程..... | 11 |
| 图 19: Nobia 品牌战略..... | 12 |
| 图 20: Nobia 厨房展示..... | 12 |
| 图 21: Nobia 原材料消耗..... | 13 |
| 图 22: Nobia 品牌分布..... | 14 |
| 图 23: 2016 年欧派橱柜收入 43.69 亿元, 占比 61% | 16 |
| 图 24: 2016 年志邦橱柜收入 14.19 亿元, 占比 90% | 16 |
| 图 25: 2016 年金牌橱柜橱柜收入 9.25 亿元, 占比 86%..... | 17 |
| 图 26: 2016 年我乐家居橱柜收入 5.47 亿元, 占比 81%..... | 17 |
| 图 27: 2016 年索菲亚橱柜收入 4.13 亿元, 占比 9.12%..... | 17 |
| 图 28: 2016 年皮阿诺橱柜收入 5.08 亿元, 占比 18%..... | 17 |
| 图 29: 各橱柜行业主要企业品牌代言人 | 19 |
| | |
| 表 1: 欧洲主要橱柜品牌 | 9 |
| 表 2:Nobia 经营、盈利能力(亿; SEK: 瑞典克朗) | 10 |
| 表 3:分产品营业收入(百万; SEK) | 13 |
| 表 4:分渠道营业收入(百万; SEK) | 14 |
| 表 5: 主要橱柜行业企业现有产能情况及未来预估情况 | 18 |
| 表 6: 主要橱柜行业企业门店数量 | 19 |
| 表 7: 主要橱柜行业企业代言人 | 19 |
| 表 8: 主要橱柜企业收入、归母净利润对比表 | 21 |
| 表 9: 橱柜行业主要企业毛利率(%) | 22 |
| 表 10: 橱柜行业主要企业净利率(%) | 22 |
| 表 11: 橱柜行业主要企业 ROE(年化, %) | 23 |
| 表 12: 橱柜行业主要企业销售费用率(%) | 23 |
| 表 13: 橱柜行业主要企业管理费用率(%) | 24 |
| 表 14: 橱柜行业主要企业应收账款周转天数 | 24 |
| 表 15: 橱柜行业主要企业实际控制人情况 | 25 |
| 表 16: 2016-2018 欧派家居主要财务指标及其预测(百万元) | 27 |



引言

我们继全市场发布第一篇欧派家居的公司深度报告后，进一步从国内与海外的视角深入研究橱柜行业，并分析欧派家居的行业竞争地位，研究结果更加印证了欧派作为龙头的投资价值。

一、国内橱柜市场仍具大潜力，海外发展步入成熟

（一）国内橱柜产品不断变革，消费趋于环保与厨电一体化

随着我国 90 年代房地产行业的兴起，橱柜产业主要经历了板式家居、功能创新和材质创新三个发展阶段：

第一阶段：板式家居兴起（1985-1995），我国橱柜产业在 20 世纪 90 年代开始逐渐兴起，90 年代初期，板式家居出现，形成了简单的整体台面和橱柜组合，同时，整体橱柜由欧美经由香港传入我国广东、上海、北京等地，并逐步向我国其他省市推广，在这个阶段，橱柜侧重于满足功能需求，橱柜品牌较少、价格昂贵，市场的普及率也较低。

第二阶段：橱柜款式、功能明显改善（1995-2000），橱柜市场迅速扩大，越来越多商家进入，开始不断开发改善橱柜的配套设备，在设计款式、功能上有明显改善。

第三阶段：橱柜材质创新（2000-至今），中国橱柜已逐渐完成对西方橱柜技术的学习，进入个性化设计阶段，品质、功能快速提升，这一时期的主要突破就是在橱柜材质上的创新，实木、烤漆、吸塑、双饰面等材质的出现，逐步取代了耐火板，和功能一起，为消费者提供了更多装修风格的选择。

以欧派橱柜为例，欧派自 1994 年成立后，首次将整体橱柜的概念引入国内：

1994 年，第一代橱柜——整体橱柜出现；

2000 年，欧派开始推广第二代橱柜——厨电一体化功能橱柜；

2012 年，欧派在不断创新中，推出第三代橱柜——人性化智能整体橱柜；

2014 年，欧派推出第四代橱柜——同步全球标准厨房；

2016 年，欧派推出中国首个“橱柜+”整体厨房系统。



图 1：欧派橱柜发展历经 5 个升级



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

橱柜主要靠五金配件和门板决定装修风格，装修风格一定程度决定了橱柜的利润，按门板的材质可分为四类产品，从价格由高到低分别为**实木、烤漆、吸塑和双饰面**，以三米的整体橱柜为例，实木材质的终端价格一般为 1.8 万元，烤漆材质橱柜为 1.6 万元，吸塑材质橱柜为 1.3 万元，双饰面材质橱柜价格为 1 万元。

图 2：不同材质橱柜产品



资料来源：互联网 中信建投证券研究发展部

橱柜消费趋于绿色环保、厨电一体化。随着政府对环保产业重视程度的提高，企业逐渐将环保作为一个重要发展方向，同时，由于绿色环保理念的深入，消费者将环保作为对家居的重要考量因素。

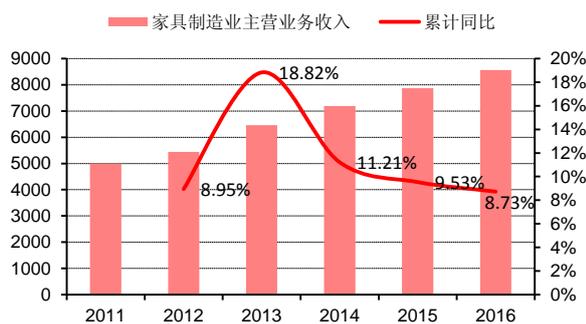
厨电一体化通过其人性化的功能占据一定市场份额。一方面，一站式的购物模式为消费者带来更省心、省事、省时的用户体验，同时对企业而言，也增强了企业的单店客单价；另一方面，厨电一体化很大程度降低了厨具、电器不匹配的问题，增强了橱柜的一次安装成功率。

另外，橱柜品牌的附加价值逐渐成为消费者购买橱柜产品时的考虑因素，消费者的品牌意识逐渐深入，因此品牌的塑造也成为各企业发展的重要方向。

（二）国内橱柜行业未来成长空间广阔

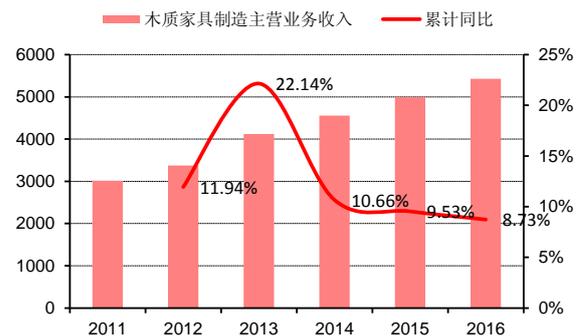
家居行业收入增速在 10% 左右，稳健发展。我国家居行业逐步步入成熟发展阶段，行业规模增长趋于稳定。2016 年我国家居制造业主营业务收入为 8559.50 亿元，同比增长 8.73%；其中，木质家居主营业务收入占比高，以家居行业整体增速推算，2016 年我国木质家居行业主营业务收入约为 5427.65 亿元，占比约为 63.41%。

图 3：我国家居制造业主营业务收入及同比（亿元）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 4：木质家居制造业主营业务收入及同比（亿元）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

2016 年家居产品潜在消费家庭约为 1600 万户。2015~2016 年我国住宅累计销售 11.24 和 13.75 亿平方米，假设户均面积为 100 平方米，则 2015~2016 年住宅销售套数约为 1124 万套和 1375 万套。我们统计了国内 21 个主要一、二线城市的二手房成交数据，2015~2016 年国内主要 21 个一、二线城市二手房分别成交 97 万套和 127 万套，假设其他城市二手房年成交量合计为 100 万套，综上 2015~2016 年国内家居产品潜在消费者为 1321 万户和 1602 万户。

2016 年对应橱柜行业规模应有 1442 亿元。2014 年~2016 年欧派家居整体橱柜的平均价格分别为 10153.66 元/套、9735.53 元/套和 9555.86 元/套，考虑欧派的溢价，我们给予橱柜产品 9000 元行业销售均价，以此估算 2015~2016 年橱柜行业收入规模分别为 1189 亿元和 1442 亿元，2016 年橱柜行业对应增速为 21.28%。

我们认为随着城镇人口不断增长、人均收入不断提高，厨房装修及重装的频率将会加大，进一步推动橱柜行业的高速发展。

行业规模远未触及天花板。考虑油烟机是厨房装修必备的产品，可以将橱柜行业与国内油烟机行业进行类比。2015 年我国吸排油烟机销售量为 2912.8 万台，较 2014 年下降 0.5%。2014 年我国户籍人口总户数为 4.43



亿户，以此估算吸排油烟机的更新频率约为 15.21 年。橱柜产品的更新频率应与油烟机相近，同样给予橱柜产品 15.21 年的更新频率，相应的随着橱柜行业发展到成熟期，橱柜产品的静态年消费量也应达到 2900 万套，对应 2610 亿的行业规模，目前行业发展还远未触及天花板。

图 5：我国户籍人口总户数（亿户）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 6：国内吸排油烟机销售量及其同比（万台）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

龙头企业市占率较低，仍有提升空间。目前从事橱柜生产和销售的主要上市及待上市企业为：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦厨柜、金牌厨柜以及我乐家居，其中欧派、索菲亚、尚品宅配厨柜业务收入分别为 43.69 亿元、4.13 亿元和 12 亿元（假设占比 30%）；志邦厨柜、金牌厨柜、我乐家居 2016 年营业收入分别为 15.70 亿元、10.99 亿元和 6.76 亿元。6 家企业厨柜收入合计为 93.27 亿元，考虑当前橱柜行业 1442 亿元的市场规模，6 家龙头企业市占率仅为 6.47%。

居民消费水平提升，整体橱柜优势显现。近年来，随着改善型住房需求旺盛以及消费水平的提升，整体橱柜的需求量逐渐增长。整体橱柜是将灶具、橱柜、冷藏、冷冻、洗涤等厨房各大功能组合起来所形成的橱柜组合，与普通橱柜相比，在配置、设计和施工方面更具优势。整体橱柜可以根据家庭的厨房结构、面积等因素，将橱柜、操作台和厨房电器有机结合在一起，最大程度的满足消费者的不同需求。

定制家居的渗透率仍有提升空间。上文我们介绍了家居行业市场规模约为 8560 亿元，目前定制家居的渗透率约为 15%-20%，对应市场规模为 1284 亿元-1712 亿元。定制家居产品主要可以分为定制橱柜、定制衣柜和其他柜类，橱柜的市场份额稍高一些，我们认为三者的比例大致为 60%、30%和 10%，由此估算定制橱柜目前市场规模约为 770 亿元-1027 亿元，对应当前橱柜行业 1442 亿元的市场规模，定制橱柜渗透率约为 53%-71%。

（三）消费群体趋于年轻化，性价比仍是选择关键

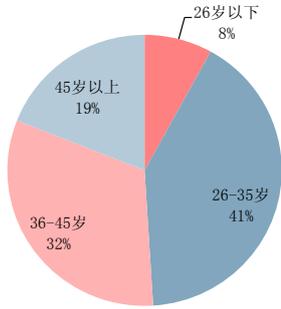
根据中华橱柜网的数据，26-35 岁是购买整体橱柜的主力人群，占比达到 41%，其次是 36-45 岁的人群，占比为 32%；26-45 岁年龄段人群合计占比 73%，是购买整体橱柜的主要人群。我们认为前者是刚需房购买人群，需求以结婚新房装修为主，后者则是购买力充实、房屋置换升级为主。

在区域分布方面，受收入水平的影响，省会及直辖市是整体橱柜消费主要区域，占比 39%；另一方面，随着橱柜企业渠道向三四线城市下沉，地级市发展速度加快，地级市整体橱柜逐渐提升，目前占比 33%。

总结：新房装修与改善型住房群体是整体橱柜主要购买群体，三四线城市消费者购买力和购买意识正在崛起，前景可观。

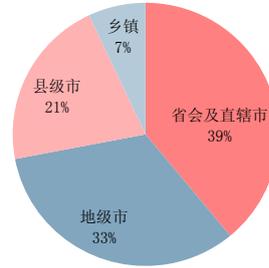


图 7：整体橱柜消费人群年龄占比



资料来源：中华橱柜网 中信建投证券研究发展部

图 8：整体橱柜消费人群地域占比

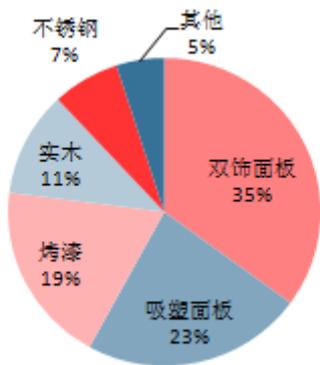


资料来源：中华橱柜网 中信建投证券研究发展部

从消费者关注整体橱柜门板类型来看，双饰面板由于其高性价比最受消费者关注，占比 35%；紧随其后的是易造型和色彩丰富的吸塑面板和烤漆面板，占比分别为 23%、19%。随着卡利亚、百能等品牌专注于不锈钢橱柜领域，环保健康的不锈钢面板也日益受到追捧，占比 7%。

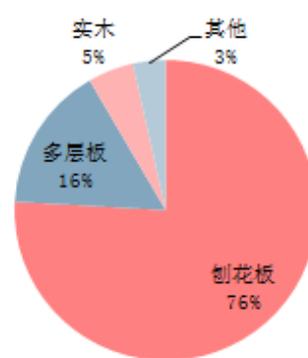
刨花板作为目前橱柜柜体的主要材料，具有结构均匀、加工性能好等特点，也是目前最受消费者关注的橱柜柜体基材，占比 76%。而多层板柜体具有结构强度高、稳定性好、材质轻强度高特点，也受到 16% 消费者的青睐。

图 9：消费者关注整体橱柜门板类型比例分析



资料来源：中华橱柜网 中信建投证券研究发展部

图 10：消费者关注整体橱柜柜体基材比例分析



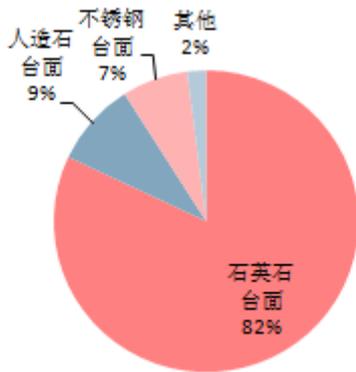
资料来源：中华橱柜网 中信建投证券研究发展部

石英石台面作为 82% 消费者首要关注的整体橱柜台面材料，具有耐磨不怕刮划，耐热，经久耐用的特点。而关注人造石台面与不锈钢台面的消费者占比较少，分别为 9%、7%。

橱柜消费仍以中低端消费为主，高端消费占比少。从消费者购买橱柜的预算金额来看，41% 的消费者预算在 7000 元-15000 元，占比最多；其次是 15000 元-30000 元的占 26% 和 7000 元以下占比 24%，消费预算在 30000 元以上的占比仅占 9%。

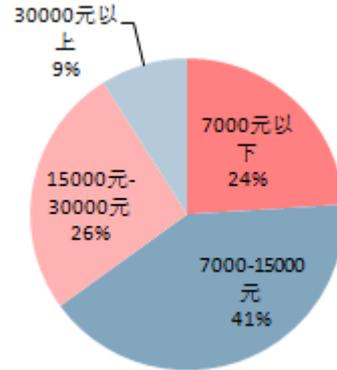


图 11：消费者关注整体橱柜台面材质比例分析



资料来源：中华橱柜网 中信建投证券研究发展部

图 12：消费者购买整体橱柜预算金额占比分析

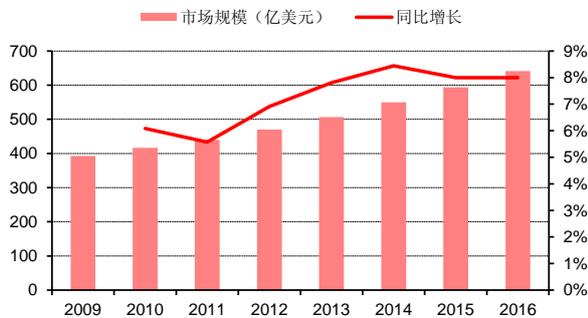


资料来源：中华橱柜网 中信建投证券研究发展部

（四）欧洲橱柜行业发展成熟，市场集中度较高

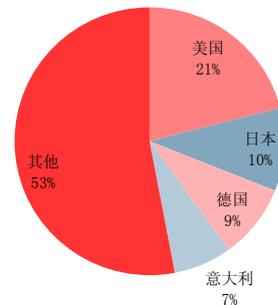
根据 Freedonia Group 的数据，2014 年全球橱柜市场规模为 549.8 亿美元，同比增长 8.44%；其中橱柜市场需求占比较高的国家分别为美国、日本、德国和意大利，需求占比分别为 21%、10%、9%和 7%。

图 13：全球橱柜市场规模



资料来源：Freedonia Group 中信建投证券研究发展部

图 14：全球橱柜市场需求分布格局



资料来源：Freedonia Group 中信建投证券研究发展部

海外橱柜市场较为发达的国家主要集中在美国、日本、德国、意大利和丹麦等国家，其中美国和日本的橱柜自成体系，由于经济发达，因此有着高消费、购买力较强的群体；德国橱柜注重标准化，以大规模标准化生产著称，工艺质量较高，在国际橱柜市场里面,德国的工艺以及标准一直是世界各橱柜厂家的范本；意大利橱柜更为注重设计风格，以及色彩的搭配、比例的配置，这也使得意大利橱柜在橱柜的设计方面占在流行的前列；丹麦橱柜则以简洁浅色调、简洁的设计著称，，北欧的风格，以丹麦、瑞典橱柜为代表。

德国可谓是世界最大的厨房家居生产企业的国家，处于行业领先的公司有博德宝(Poggenpohl)、艾诺(Alno)等，根据中华橱柜网的数据，德国 5 家最大的公司可以占德国橱柜总销售额的 65%。

瑞典 Nobia 公司是欧洲橱柜制造商的领军企业，在橱柜行业中居重要地位，德国 Poggenpohl、丹麦的 HTH、瑞典的 Marbodal、挪威的 Norema、奥地利 Ewe-Kuchen 等都是 Nobia 的子公司。



在法国，司米橱柜所属的 Salm 集团，是法国的第一橱柜品牌及出口商，2014 年司米橱柜由索菲亚引入国内，目前 Schmidt 产品已经遍布世界 26 个国家，成为具有国际影响力的优质橱柜生产商。

图 15：欧洲橱柜主要品牌



资料来源：中信建投证券研究发展部

表 1：欧洲主要橱柜品牌

| 档次 | 品牌 |
|-----|--|
| 1 线 | Poggenpohl (博德宝)、Siematic (西曼蒂克)、Leicht (劳斯) |
| 2 线 | Valcucine (瓦库其内)、Arclinea (阿卡利尼亚) |
| 3 线 | Veneta(威乃达)、Scavolini (斯卡沃里尼)、Rational (拉丘娜) |
| 4 线 | Nobilis (柏丽)、Bauformat (博夫曼)、Alno (艾诺) |
| 5 线 | ARAN (阿朗) |

资料来源：中信建投证券研究发展部

厨电一体化基本发展完备。欧洲高档橱柜必备烟机、灶、水盆、龙头、烤箱、冰箱，橱柜公司已经成为最大的厨房承包商，一般消费者订了橱柜后不会再找其他公司。

欧洲橱柜市场集中度较高。根据 Nobia 披露的数据，2016 年欧洲橱柜市场规模约为 120 亿欧元，欧洲市场第一大公司 Nobia 市占率达到 20% 左右。

二、海外龙头发展经验：外延打开成长空间，成本控制提升效率

(一) 欧洲橱柜龙头，业绩、盈利稳定发展

欧洲橱柜市场发展成熟，市场规模较为稳定，增长较为缓慢，Nobia 作为欧洲橱柜行业龙头，自身的业绩与盈利能力相对保持稳定。

2016 年 Nobia 营业收入为 126.5 亿 SEK，较 2015 年下降 5.13%；净利润为 9.8 亿 SEK，较 2015 年增长 18%。

盈利能力方面，Nobia 综合毛利率基本处于 38%-40% 左右，2016 年为 39.00%，较 2015 年减少了 1.19pct。



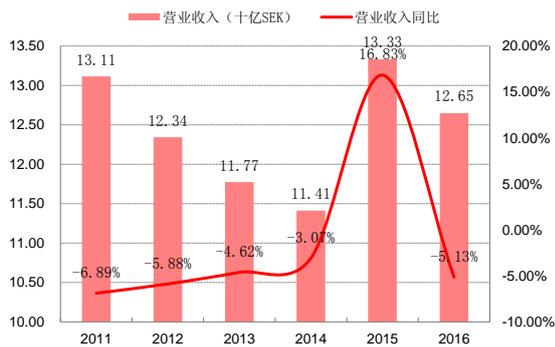
表 2:Nobia 经营、盈利能力（亿；SEK：瑞典克朗）

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017Q1 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 131.1 | 123.4 | 117.7 | 114.1 | 133.3 | 126.5 | 33.2 |
| 营业收入同比(%) | -6.89 | -5.88 | -4.62 | -3.07 | 16.83 | -5.13 | -0.24 |
| 净利润 | 0.7 | -5.5 | 3.5 | -0.3 | 8.3 | 9.8 | 2.1 |
| 净利润同比(%) | -179 | -880 | 164 | -108 | 3061 | 18 | -79 |
| 销售净利率(%) | 0.53 | -4.42 | 2.98 | -0.25 | 6.22 | 7.74 | 6.18 |
| 销售毛利率(%) | 38.49 | 38.82 | 40.98 | 40.46 | 40.19 | 39.00 | - |

资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

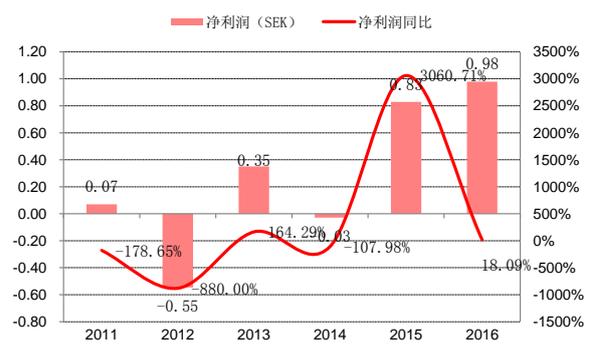
2014 年，英国橱柜公司 Hygena 被剥离，导致公司营业收入同比降低 3.07%，而 2015 年，由于收购两家英国中高端企业 Commodore、CIE，公司营收大幅度上涨，由 114.1 亿瑞典克朗增长到 133.3 亿瑞典克朗，同比 16.83%；同时净利润由-0.3 亿瑞典克朗增长到 8.3 亿瑞典克朗，同比增长 3061%。

图 16: Nobia 营业收入及同比



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图 17: Nobia 净利润及同比（亿 SEK）



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

（二）发展历程:专注厨房家居，外延发展打开成长空间

第一阶段：公司起步，建立自有品牌。自 1996 年开始从事门窗制造、厨具制造以及建材零售，此时 Nobia 有旗下品牌 HTH、Sogdal、Marbodal；公司于 1998 年收购芬兰橱柜龙头企业 Novart。

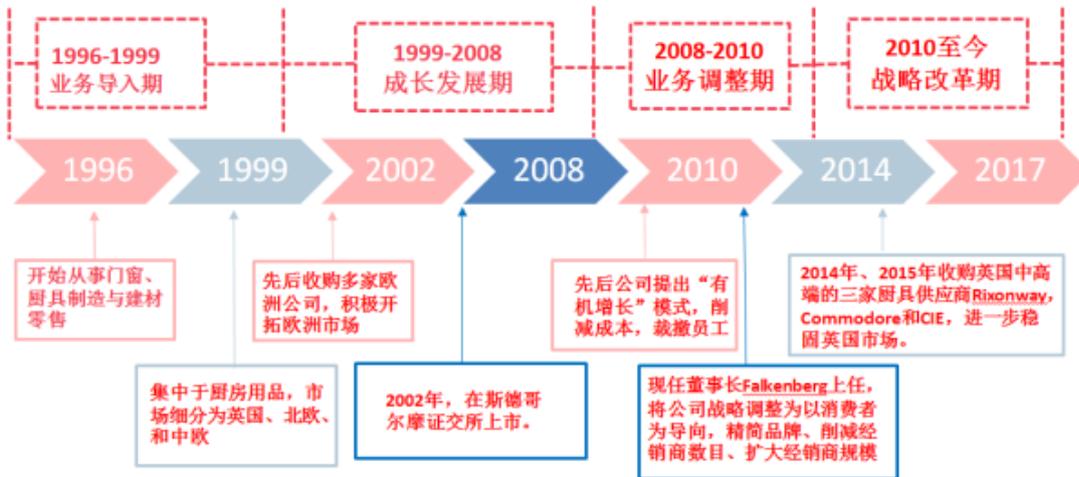
第二阶段：通过不断收购开拓欧洲业务。为开拓市场、提高品牌识别度，1999 年开始 Nobia 战略变更，将目光集中于厨房用品，市场细分为英国、北欧、和中欧三大市场，至 2000 年，已先后收购德国橱柜品牌博德宝、挪威 Norema、英国 Magnet 等企业，Nobia 在欧洲市场的地位被进一步稳固；2004 年，奥地利第二大厨柜制造企业 Ewe-Kuchen，以及英国橱柜制造企业 Gower 被收购，进一步扩宽欧洲市场上的销售范围；2006 年，公司开始开拓法国业务，收购法国大型橱柜公司 Hygena。这个阶段是公司的快速发展阶段，公司通过收购不断开拓欧洲当地市场，期间于 2002 年在斯德哥尔摩证交所上市。

第三阶段：消减成本、加强现金流，应对金融危机。是公司的调整期，2008 年金融危机导致公司利润下滑，业务收缩，为应对此局面，公司提出“有机增长”模式，公司着重于削减成本，裁撤员工，加强现金流。



第四阶段：精简品牌，实行节约成本战略模式。这一阶段属于战略改革期，2010年现任董事长 Morten Falkenberg 上任，将公司战略调整为以消费者为导向，精简品牌、削减经销商数目、扩大经销商规模。2010年，德国 Pronorm 公司被剥离，公司正式开始成本节约战略模式，并于 2013 年剥离德国橱柜、卫浴制造公司 Optifit。收购代表英国中高端的三家厨具供应商 Rixonway, Commodore（中端市场）和 CIE（高端市场），进一步稳固英国市场。

图 18：Nobia 发展历程



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

（三）核心业务突出，重视环保，致力于可持续发展

随着欧洲城市人口数量的增加，消费者对橱柜、厨房用品的需求量也快速增加，2016年欧洲橱柜、厨房用品市场规模为 120 亿欧元。Nobia 是欧洲最大的厨房家居制造商，也是欧洲市场占有率最高的橱柜企业，市占率约为 20%。公司拥有 6000 名员工，其中北欧、英国、中欧市场分别有 2633、2915、358 名员工。产能方面，Nobia 拥有 13 个生产基地，分布于 6 个国家，其中，北欧、英国、中欧分别有 6、5、2 个生产基地，每周生产约 14 万件橱柜。

公司核心业务突出，品牌辨识度强。公司成立之初业务包括门窗制造、厨具制造、建材零售，1999 年公司战略调整，将重心集中于厨房用品，剥离门窗业务，并通过并购的方式将市场扩展至北欧以外地区。公司专注厨房用品有利于其整合产业链、开发新产品、提供优质服务。

目前，公司正向品牌独立、规模扩张持续迈进，跨国并购的战略增进了不同品牌、生产线之间的技术交流，促进 Nobia 的持续发展。

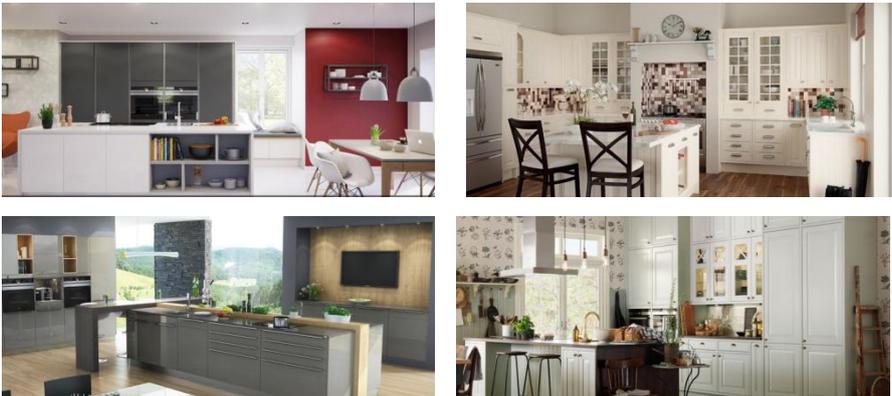


图 19: Nobia 品牌战略

| 核心品牌 | 战略品牌 | 高端品牌 |
|-----------|-----------------------|----------|
| Magnet | ck commodore kitchens | uno form |
| HH | FM | |
| Maribodal | Gover | |
| Al Costa | Interior | |
| Asigdal | INTUO | |
| ewe | INVITA | |
| | NOREMA | |
| | PETRA | |
| | rixonway kitchens | |

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

图 20: Nobia 厨房展示



资料来源: 互联网 中信建投证券研究发展部

目前, 公司业务主要是橱柜和配套安装服务两大类。核心业务橱柜的营收占比 75%左右, 其余厨房设备以及安装服务费占比 20%左右, 公司在北欧还生产销售少量卫浴产品, 在英国还销售少量木制产品, 共占比 5%左右。



表 3:分产品营业收入（百万；SEK）

| 产品 | 市场 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------|----|----------------|----------------|----------------|
| 橱柜 | 北欧 | 3961.88 | 4181.74 | 4490.25 |
| | 英国 | 3200.76 | 4208.31 | 4162.96 |
| | 中欧 | 1386.63 | 1490.84 | 517.44 |
| | 合计 | 8549.27 | 9880.89 | 9170.65 |
| | 占比 | 74.92% | 74.09% | 72.51% |
| 其余厨房设备以及安装服务 | 北欧 | 1198.99 | 1412.75 | 1436.88 |
| | 英国 | 847.26 | 1158.81 | 1285.62 |
| | 中欧 | 104.37 | 95.16 | 21.56 |
| | 合计 | 2150.62 | 2666.72 | 2744.06 |
| | 占比 | 18.85% | 20.00% | 21.70% |
| 其他 | 北欧 | 52.13 | 56.51 | 59.87 |
| | 英国 | 658.98 | 731.88 | 673.42 |
| | 合计 | 711.11 | 788.39 | 733.29 |
| | 占比 | 6.23% | 5.91% | 5.80% |
| | 合计 | 11411 | 13336 | 12648 |

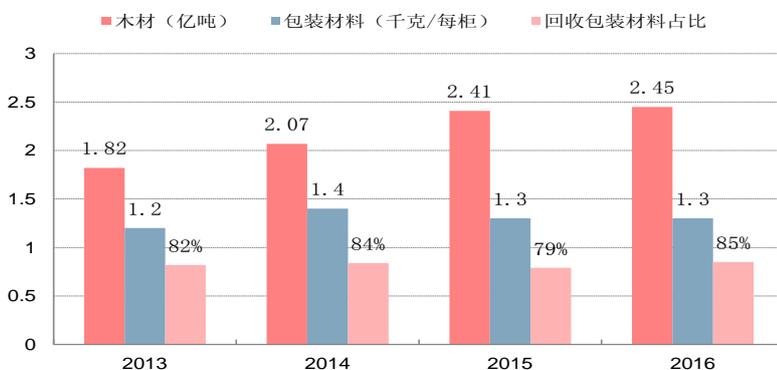
资料来源: Nobia 官网 中信建投证券研究发展部

以客户需求为核心，提供一体化服务。Nobia 注重客户体验，在厨房单品与整体厨房销售上提供高质量、优质设计方案，并提供消费者参与设计、运送、组装等全方位服务。

环保导向，致力于发展“环保橱柜”。公司通过引入现代化生产系统用于冷却、热回收和通风，以降低环境污染。2016 年，公司二氧化碳的排放量降低了 6%，平均每个橱柜生产的二氧化碳排放量减少了 13%。目前环保橱柜已在北欧部分地区出售，未来将推向整个欧洲地区。

从 2014 年至 2016 年，每橱柜所耗费的包装材料稍有下降，由 1.4 千克/每柜降低到 1.3 千克/每柜，而回收包装材料的占比略有上升，环保策略逐显成效。

图 21: Nobia 原材料消耗



资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部



可持续发展为公司的重要理念。公司将从挑选环境友好型原材料、保证产品安全、选择重视人权的供应商、提高公司资源利用率等方面进行改善，以保证公司的可持续发展。

重视员工发展。由于公司重视员工未来职业发展，为员工提供安全舒适的工作环境，公司 99%的员工为长期任职。Nobia 作为跨国公司，对于员工多样性的接受度高。

在产品发展上，公司注重消费者需求、市场趋势以及厨房用品发展潜力，通过不断调研考察开发新产品。在未来发展上，一方面 nobia 将继续优化工艺技术，提高生产效率；另一方面，Nobia 坚持并购之路，积极发现市场中有价值的品牌，融入当地市场，稳固行业龙头地位。

（四）渠道：销售渠道多样化、范围广

分市场来看，Nobia 的销售市场集中在三个区域——北欧、英国、中欧，其中北欧和英国是最主要的销售市场，约占总营业额的 95%。在北欧市场，Nobia 主要通过自有品牌进行销售，在英国、中欧市场，公司主要通过并购以及与多家公司合作开展业务，大面积扩宽销售业务范围。目前，Nobia 在北欧市场有自营店 51 家；在英国有自营店 212 家。

图 22：Nobia 品牌分布



资料来源：Nobia 官网 中信建投证券研究发展部

分渠道来看，北欧市场主要以自营店以及特许经销商为主要渠道，2016 年营收占比 65%；英国市场各渠道分布平均，2016 年零售商营收占比最高，为 27%；中欧市场以传统家居店为主要渠道，2016 年营收占比 57%。

表 4:分渠道营业收入（百万；SEK）

| 产品 | 市场 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----|-----------|---------|---------|---------|
| 北欧 | 自营店与特许经销商 | 3596.97 | 3729.66 | 3891.55 |
| | 建材公司 | 729.82 | 847.65 | 957.92 |
| | DIY 店 | 677.69 | 847.65 | 898.05 |



| | | | | |
|----|-----------|---------|---------|---------|
| | 零售商 | 208.52 | 226.04 | 239.48 |
| | 合计 | 5213 | 5651 | 5987 |
| | 占比 | 45.68% | 42.37% | 47.34% |
| | 零售商 | 1412.1 | 1829.7 | 1652.94 |
| | 批发商 | 1506.24 | 1646.73 | 1469.28 |
| 英国 | DIY店 | 1506.24 | 1768.71 | 1591.72 |
| | 大宗业务 | 282.42 | 853.86 | 1408.06 |
| | 合计 | 4707 | 6099 | 6122 |
| | 占比 | 41.25% | 45.73% | 48.40% |
| | 自营店与特许经销商 | 432.39 | 459.94 | - |
| | 家居店 | 447.3 | 444.08 | 307.23 |
| | 建材公司 | 149.1 | 222.04 | 177.87 |
| 中欧 | 独立店 | 447.3 | 459.94 | 53.9 |
| | DIY店 | 14.91 | - | - |
| | 合计 | 1491 | 1586 | 539 |
| | 占比 | 13.07% | 11.89% | 4.26% |

资料来源: Nobia 官网 中信建投证券研究发展部

Nobia 通过不断并购,一方面拓宽了欧洲市场,从 2000 年开始至今 Nobia 不断收购欧洲大型橱柜制造企业,规模效应使得 Nobia 维持一个较低成本;另一方面 Nobia 享受到合作公司的技术共享,助力其成功占据欧洲橱柜品牌的领头地位。

综上所述, Nobia 从 1999 年开始专注橱柜、厨房用品业务,将门窗建材业务剥离,专业的技术保证了 Nobia 在产品、服务方面的龙头地位,有利于其整合产业链,持续创新发展。同时,公司注重可持续发展,对于消费者满意度非常重视,因此在原材料的选择与产品的安全方面非常谨慎; Nobia 非常关注员工满意度,注重员工未来职业发展,并着力为职员提供安全舒适的工作环境,这一方面极大程度地降低了员工的离职率, Nobia 的长期正式员工比例达到 99%。

三、国内橱柜行业竞争格局: 欧派龙头壁垒明显

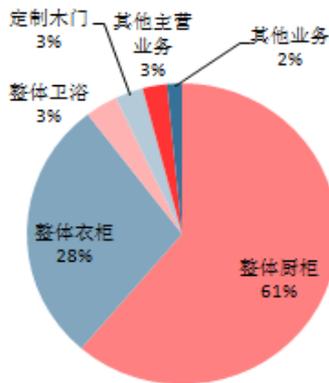
(一) 欧派橱柜规模最大, 其次为志邦、金牌、我乐家居等

欧派家居: 1994 年诞生第一套整体橱柜, 2004 年开始发展全品类战略, 逐步进入卫浴、衣柜和木门产业。公司以生产橱柜起家, 橱柜业务目前国内排名第一。公司整体厨柜主要分为尊贵系列、经典系列和时尚系列, 组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。2015 年, 公司推出全新子品牌“欧铂丽”, 定位于年轻消费群体的中端品牌, 主打年轻、时尚的家居风格, 主要为顾客提供全屋 6 大空间定制。高端产品“欧派”品牌和年轻化产品“欧铂丽”品牌在不同层级市场策应配合, 进一步巩固和扩大公司市场份额和竞争优势。2016 年欧派家居营业总收入为 71.34 亿, 其中整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门营业收入分别为 43.69 亿元、20.22 亿元、2.42 亿元和 2.08 亿元, 占比分别为 61.25%、28.34%、3.39%和 2.92%。



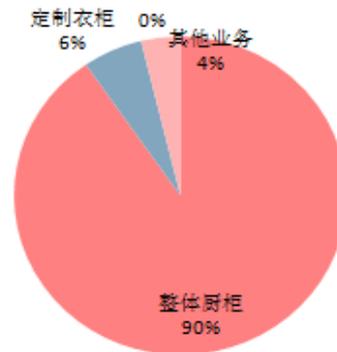
志邦厨柜：成立于 1998 年，一直专注于整体厨柜行业，是中国领先的厨房专业品牌。公司主要包括整体厨柜、定制衣柜、安装服务，整体厨柜分为现代美厨、现代名仕、现代御庭、古典维也纳、古典凡尔赛五大产品系列，满足消费者多样化需求。2016 年公司实现营业收入 15.7 亿元，整体厨柜、定制衣柜和其他业务分别实现营收 14.19 亿元、0.91 亿元、0.6 亿元，分别占比为 90.38%、5.81%和 3.81%。

图 23：2016 年欧派橱柜收入 43.69 亿元，占比 61%



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 24：2016 年志邦厨柜收入 14.19 亿元，占比 90%



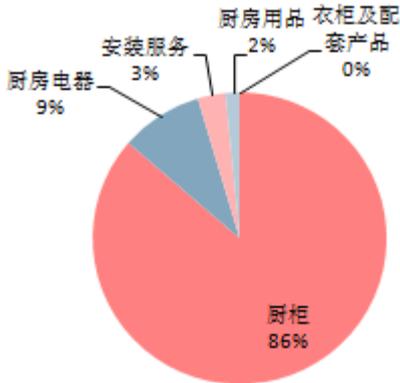
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

金牌厨柜：始创于 1999 年，专注于高端整体厨柜领域，拥有多项厨柜行业专利。作为业内首家以自有品牌输出的公司，主打海外美国、澳大利亚、迪拜等发达国家和地区的厨柜市场。公司主要产品为整体厨柜，门板材质以烤漆、实木、吸塑、整体板为主，形成现代、欧式、中式、古典四大风格系列产品。其中，烤漆系列产品引领行业潮流，干净易打理、时尚感强，现代风格为主。实木厨柜自然环保、高贵典雅，古典及乡村风格为主。吸塑厨柜花色多样、造型丰富，简欧风格为主。整体板厨柜耐刮划、实用性强，现代风格为主。2016 年公司实现营业总收入 10.99 亿，其中厨柜、厨房电器、安装服务、厨房用品、衣柜及配套产品营收分别为 9.25 亿、0.97 亿、0.33 亿、0.16 亿元，占比分别为 84.19%、8.84%、2.98%、1.48%。

我乐家居：成立于 2005 年，经过 12 年时间成功跻身中国定制行业前三。公司拥有整体橱柜、定制衣柜、全屋定制及全屋家居三大产品系列。整体厨柜主要立足于为消费者提供厨房整体风格设计、厨房空间规划、厨柜厨电和其他厨房配套产品及其安装服务等全套定制方案，可分为欧式、实木、现代风格，已拥有二十余款整体厨柜系列产品，风格多样，个性化突出。2016 年公司营业总收入 6.76 亿，整体厨柜和全屋定制，定制衣柜营收分别为 5.47 亿、0.75 亿、0.54 亿元，占比分别为 80.87%、11.04%、8.05%。

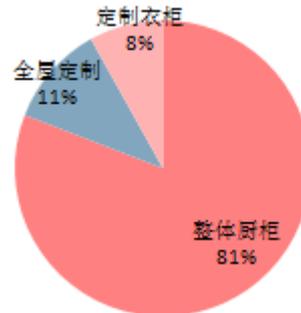


图 25: 2016 年金牌厨柜橱柜收入 9.25 亿元, 占比 86%



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 26: 2016 年我乐家居橱柜收入 5.47 亿元, 占比 81%

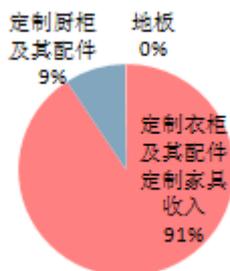


资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

皮阿诺: 公司成立于 2005 年, 主要经营橱柜及全屋定制家居。2017 年 3 月 10 日皮阿诺成功上市, 成为橱柜行业 A 股首批上市企业。皮阿诺秉持“科学艺术家居”的品牌主张, 集合法兰西设计理念和中国制造优势, 成为高雅、时尚、浪漫设计理念的践行者、中高端生活方式的提供者。公司已形成豪华欧式宫廷系列、实木美式系列、一般简欧系列、印花烤漆系列、钢琴烤漆系列、现代吸塑系列等多个产品系列。2016 年公司实现营业收入 6.30 亿元, 定制橱柜及其配套家居产品、定制衣柜及其配套家居产品营业收入分别为 5.08 亿元、1.12 亿元, 占比分别为 80.63%、17.85%。

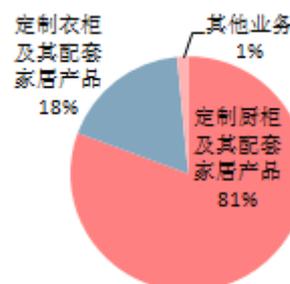
索菲亚 (司米): 2003 年公司以定制衣柜及其配套定制起家, 凭借家居定制衣柜和壁柜门相结合的崭新产品概念, 成功将定制衣柜推向市场并获得广泛认同。2011 年公司完成对西部生产中心、华东生产中心、华北生产中心和华中生产中心的整体布局。2014 年公司开始实施“定制家 索菲亚”大家居战略, 与法国 SALM S.A.S 达成合作协议, 以“SCHMIDT·司米”橱柜品牌, 进军中国国内橱柜市场。司米橱柜通过引入法国橱柜产业链的先进技术及工艺, 搭建 SCHMIDT 司米橱柜柔性化生产系统, 沿用法国 SCHMIDT 核心设计团队, 将执着于细节的生活态度与精致浪漫的法式优雅植入中国厨房, 为中国家庭带来便捷、快乐、高品质的家居生活。2016 年公司实现营业收入 45.30 亿元, 定制衣柜及其配件定制家居收入、定制橱柜及其配件、地板营收分别为 40.8 亿元、4.13 亿元、0.09 亿元, 占比分别为 90.16%、9.12%、0.19%。

图 27: 2016 年索菲亚橱柜收入 4.13 亿元, 占比 9.12%



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

图 28: 2016 年皮阿诺橱柜收入 5.08 亿元, 占比 18%



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



（二）欧派橱柜产能将增至 80 万套，其他橱柜新秀产能亦紧紧跟进

欧派家居——2016 年公司整体厨柜产能为 50 万套/年，整体衣柜产能为 73 万套/年，整体卫浴产能为 12 万套/年，定制木门产能为 15 万樘/年。募集资金投资项目投产后，公司整体厨柜产能将提升至 80 万套/年，整体衣柜产能将提升至 108 万套/年，定制木门产能将提升至 75 万樘/年。另外，厨电方面将新增抽油烟机 50 万套/年、燃气灶 50 万套/年。此次募投项目的建设周期均为 2 年。

志邦厨柜——2016 年公司整体橱柜产能达到 20 万套/年，定制衣柜达到 3 万套/年。募集资金投资项目投产后，公司整体厨柜将增产 20 万套/年，定制衣柜将增产 12 万套/年。

金牌厨柜——2016 年厨柜产能达到 13.5 万套/年。本次发行募集资金拟用于“江苏金牌年产 7 万套建设项目”、“江苏金牌年产 6 万套整体厨柜扩建项目”、“三期项目工程（含厂房及配套设施）”，募集资金投资项目投产后，预计达产后年新增整体厨柜产能 19 万套/年。

我乐家居——2016 年公司整体厨柜产能 7.25 万套/年，定制衣柜 2.26 万套/年，全屋定制 3500 套/年。募集资金投资项目投产后，预期扩大厨柜产能 10.8 万套/年，衣柜 12.5 万套/年；全屋定制家居生产线预计扩大产能 174 万平方米/年，实木家居生产线 8.3 万平方米/年，台面加工线 8.3 万平方米/年。

索菲亚（司米）——2016 年司米厨柜日均产能 173 单/天，全年生产 6.3 万单；2017 年日均产能目标计划为 240 单/天，预计全年将生产 8.8 万单。

皮阿诺——2016 年公司定制橱柜产能 6.5 万套，定制衣柜产能 2.5 万套，公司计划使用募集资金建设中山阜沙产能扩建项目、天津静海产能建设一期项目，预计衣柜新增产能 9 万套，厨柜新增产能 12 万套，收入端预计增加 15 亿元。

表 5：主要厨柜行业企业现有产能情况及未来预估情况

| | 欧派家居 | 金牌厨柜 | 志邦厨柜 | 我乐家居 | 索菲亚 | 皮阿诺 |
|-----------------|--------------------------------------|------------|-------------------------|--|---|--------------------------|
| 现有产能 | 衣柜：73 万套；厨柜：50 万套；木门：15 万樘；卫浴：12 万套； | 厨柜：13.5 万套 | 整体厨柜 20 万套 定制衣柜 3 万套 | 整体厨柜 72580 套； 定制衣柜 22600 套； 全屋定制 3500 套 | 衣柜：180 万单； 厨柜 6.3 万单； | 厨柜：6.5 万套； 衣柜：2.5 万套； |
| 2016 总收入 | 71.34 亿元 | 10.99 亿元 | 15.79 亿元 | 6.76 亿元 | 45.30 亿元 | 6.30 亿元 |
| 新增产能 | 衣柜：35 万套；厨柜：30 万套；木门：60 万樘； | 厨柜 19 万套 | 厨柜 20 万套； 衣柜 12 万套 | 10.8 万套厨柜；12.5 万套衣柜；全屋定制家居生产线 174 万平方米；实木家居生产线 8.3 万平方米；台面加工线 8.3 万平方米 | 厨柜产能达到 8.8 万单，新增木门产能 45 万樘、木窗产能 12 万平方米 | 衣柜、橱柜新增产能 21 万套 |
| 预计新增收入 | 衣柜 13 亿元，厨柜 33 亿元，木门 9 亿元 | 15.89 亿 | 厨柜 13 亿元； 衣柜 3.12 亿元 | 橱柜衣柜 6.9 亿元； 全屋定制 5.4 亿元 | 木门 9 亿元 | 15 亿元 |



| | | | | | | |
|----------|---------------------|---------------|------|--------|--|------------------|
| 生产 基地 | 广东广州、清远，天津 和江苏无锡 | 厦门同安，江 苏泗阳 | 安徽合肥 | 南京市江宁区 | 四川成都、河北廊 坊、浙江嘉善、湖 北黄冈以及广州 增城。 | 天津静海、广东中 山阜沙镇 |
|----------|---------------------|---------------|------|--------|--|------------------|

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

(三) 欧派橱柜门店达到 2088 家，其他依次为志邦、金牌、我乐、皮阿诺

欧派家居截至 2016 年，拥有 19 家直营店，国内已发展专卖店 4710 家，其中整体橱柜专卖店 2088 家，衣柜专卖店 1394 家，卫浴 353 家，木门 578 家，墙饰 297 家，渠道数量业内领先。同时公司与红星美凯龙强强联合，截至 2016 年底，欧派经销商在国内红星美凯龙开设的“欧派”整体家居产品的专卖店为 331 家。

志邦橱柜截至 2016 年，拥有整体橱柜经销商 933 家，经销商店面 1112 家，定制衣柜经销商 128 家，经销商店面 153 家。

金牌橱柜截至 2016 年，在全国共有营销网络终端 806 家，其中直营店 42 家、经销商专卖店 764 家（含桔家专卖店 29 家）。

我乐家居 2016 年经销商店面数为 731 家。

索菲亚（司米）渠道数量持续开拓，司米橱柜截至 2016 年底拥有 600 余家门店。

皮阿诺截至 2016 年，拥有定制橱柜、衣柜经销商数量为 881 家，经销商店面数量为 954 家，衣柜门店 296 家，橱柜门店 658 家。

表 6：主要橱柜行业企业门店数量

| 2016 年 | 欧派家居 | 志邦橱柜 | 金牌橱柜 | 我乐家居 | 皮阿诺 | 索菲亚 |
|-----------|------|------|------|------|-----|------|
| 衣柜门店数量（个） | 1394 | 153 | | | 296 | 1900 |
| 橱柜门店数量（个） | 2088 | 1112 | 764 | 731 | 658 | 600 |

资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

随着渠道数量的不断扩张，各家企业在广告宣传上也不分伯仲，均选择国内外知名明星作为公司的代言人。如欧派家居 2015 年选择孙俪，志邦橱柜 2015 年与郭晶晶合作，我乐家居 2016 年签约高圆圆，索菲亚 2010 年与舒淇签约，皮阿诺 2007 年选择陈宝国为公司代言。

表 7：主要橱柜行业企业代言人

| 公司名称 | 欧派家居 | 志邦橱柜 | 我乐家居 | 索菲亚 | 皮阿诺 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 代言人 | 孙俪 | 郭晶晶 | 高圆圆 | 舒淇 | 陈宝国 |
| 代言人形象 | 温婉居家 | 健康专注 | 美丽灵动 | 时尚魅力 | 高端大气 |

资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部

图 29：各橱柜行业主要企业品牌代言人



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

（四）欧派规模行业首位，成长能力稳定提升，司米等增速较快

欧派家居——公司收入规模行业居首位，2016 年衣柜、厨柜部分新增产能投放，并且得到市场良好消化，在欧派全国布局渠道的带动下，公司的产能利用率依然高位运行。2016 年公司实现营业收入 71.34 亿元，同比增长 27.23%，2012 年至 2016 年复合增长率为 25.47%。归母净利润规模领先于同行业，2016 年受益于原材料成本的减少以及销售、管理费用率较上年有所下降，欧派家居的归母净利润为 9.50 亿元，同比增长 94.39%，2012 年至 2016 年，归母净利润的年复合增长率为 48.77%。其中，2016 年欧派橱柜收入 43.69 亿元，同比增长 13.64%。

金牌厨柜——随着子公司江苏金牌年产 7 万套整体厨柜建设项目和年产 6 万套整体厨柜扩建项目的部分厂房投入生产，产能得到进一步提升。同时公司增加了电子商务营销渠道的宣传投入，扩大城乡营销网络，加强二、三线城市整体厨柜市场渗透，业绩稳步提升。2016 年公司实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 40.25%，2012 年至 2016 年复合增长率为 28.67%。归母净利润增速位居同行业首位。2016 年公司归母净利润为 0.96 亿元，同比增长 103.27%，2012 年至 2016 年，归母净利润的年复合增长率为 42.93%。其中，2016 年金牌的厨柜产品收入为 9.25 亿元，同比增长 42.90%。

志邦厨柜——2015 年以来公司持续开展定制衣柜业务，成为新的利润增长点，同时公司加大招商加盟力度与经销商淘汰力度，经销商数量、质量逐年增加。2016 年公司实现营业收入 15.70 亿元，同比增长 32.11%，2013 年至 2016 年复合增长率为 17.41%。随着 2016 年定制衣柜业务产销规模的增加，定制衣柜产品的生产效率及直接材料利用率得以提高，单位产品分摊的直接人工及制造费用下降。2016 年公司归母净利润为 1.78 亿元，同比增长 34.30%，2013 年至 2016 年，归母净利润的年复合增长率为 65.03%。其中，公司 2016 年厨柜收入为 14.19 亿元，同比增长 26.69%。

我乐家居——公司加大全屋定制业务的布局，在现有线下渠道基础上积极拓展线上销售渠道，逐步形成 O2O 销售模式，同时开展直营渠道营销，打造全渠道多维度的销售网络。2016 年公司营业收入呈上升态势，实现营



业收入 6.76 亿元，同比增长 16.80%，2013 年至 2016 年复合增长率为 24.76%。整体橱柜标准线技改优化，提升自动化水平，以及由于销售规模的进一步扩大，直接人工和制造费用占比均有所降低。随着定制衣柜销售规模的扩大，产能利用率和人员效率提升，直接人工和制造费用占比下降。2016 年公司归母净利润为 0.69 亿元，同比增长 21.77%，2012 年至 2016 年，归母净利润的年复合增长率为 30.21%。其中，公司 2016 年厨柜收入 5.47 亿元，同比下降 0.98%。

索菲亚——2016 年公司继续推进大家居战略扩展品类以及稳定开拓渠道，在加密一二线城市的同时向四五线城市继续渗透，业绩成长性行业内领先。2016 年公司营业收入 45.30 亿元，同比增长 41.75%，2012 年至 2016 年复合增长率为 38.76%。2016 年公司迈向“大家居”，整体实现“全屋定制”，公司业绩进一步提升，实现归母净利润 6.64 亿元，同比增长 44.66%，2012 至 2016 年归母净利润的复合增长率为 39.93%。其中，司米橱柜 2016 年收入 4.13 亿元，同比增长 376.58%。

皮阿诺——2016 年公司通过生产场所和工艺改造，不断配备自动化程度更高、性能更优越的加工设备，经营规模不断扩大。销售网络已覆盖国内大部分四线及以上城市，全国性销售网络布局业已形成。公司经营状况良好，营业收入和归母净利润稳定增长，成长性明显。2016 年公司营业收入 6.30 亿元，同比增长 23.12%，2012-2016 年复合增长率为 19.69%。归母净利润 0.88 亿元，同比增长 27.74%，2012 至 2016 年，归母净利润复合增长率为 35.64%。其中，公司 2016 年厨柜收入 5.08 亿元，同比增长 19.29%。

表 8：主要厨柜企业收入、归母净利润对比表

| | 年份 | 欧派家居 | 同比 | 金牌厨柜 | 同比 | 志邦厨柜 | 同比 | 我乐家居 | 同比 | 索菲亚 | 同比 | 皮阿诺 | 同比 |
|---------------|------|-------|--------|-------|---------|-------|--------|------|--------|-------|--------|------|---------|
| 营业总收入 (亿元) | 2012 | 28.79 | | 4.01 | | | | 2.79 | | 12.22 | | 3.07 | |
| | 2013 | 39.95 | 38.78% | 5.61 | 39.90% | 9.7 | | 4.68 | 67.74% | 17.83 | 45.91% | 4.20 | 36.76% |
| | 2014 | 47.51 | 18.92% | 6.86 | 22.28% | 10.5 | 8.25% | 5.2 | 11.11% | 23.61 | 32.42% | 5.03 | 19.64% |
| | 2015 | 56.07 | 18.02% | 7.84 | 14.29% | 11.88 | 13.14% | 5.79 | 11.35% | 31.96 | 35.37% | 5.12 | 1.80% |
| | 2016 | 71.34 | 27.23% | 10.99 | 40.18% | 15.7 | 32.15% | 6.76 | 16.75% | 45.3 | 41.74% | 6.30 | 23.12% |
| 归母净利润 (亿元) | 2012 | 1.94 | | 0.23 | | | | 0.24 | | 1.73 | | 0.26 | |
| | 2013 | 2.39 | 23.20% | 0.31 | 34.78% | 0.74 | | 0.4 | 66.67% | 2.45 | 41.62% | 0.55 | 111.73% |
| | 2014 | 3.85 | 61.09% | 0.4 | 29.03% | 1.07 | 44.59% | 0.37 | -7.50% | 3.27 | 33.47% | 0.64 | 16.73% |
| | 2015 | 4.88 | 26.75% | 0.47 | 17.50% | 1.32 | 23.36% | 0.56 | 51.35% | 4.59 | 40.37% | 0.69 | 6.75% |
| | 2016 | 9.5 | 94.67% | 0.96 | 104.26% | 1.78 | 34.85% | 0.69 | 23.21% | 6.64 | 44.66% | 0.88 | 27.74% |

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

（五）欧派盈利能力稳定，经营效率优异

厨柜行业六家主要企业均保持稳定盈利能力。欧派家居毛利率、净利率提升幅度较大，ROE 居首，盈利能力稳步提升。企业经营效率逐年提高，销售费用率呈现下降的趋势，管理费用率都控制在稳定良好的水平，波动幅度较小。

从毛利率上看，欧派家居由于原材料价格下降以及对经销商折扣的略微减小，毛利率提升较快，由 2015 年的 31.65% 上升至 2016 年的 36.55%，增长 4.9pct，增长幅度大于同行。



金牌厨柜近年来毛利率呈下降趋势。由于经销模式和大宗业务模式的销售占比进一步提高，销售毛利率更低整体板材质的厨柜比重增加，公司的主要收入来源厨柜销售毛利率下降，毛利率由 2015 年的 41.20% 下降到 2016 年的 38.11%，下降 3.09 个 pct。

志邦厨柜毛利率基本保持稳定。产品销售价格略有下降以及大宗业务销售占比上升，整体厨柜产品的单位销售价格较上一年下降 8.825，对毛利率变动影响较大。2016 年毛利率为 36.80%，较上年同期 37.74% 下降了 0.94pct。

我乐家居主体波动幅度不大。整体厨柜、定制衣柜销售单价较 2015 年略有上涨，单位成本也有所下降，2015 年的 31.73% 上升到 2016 年的 34.72%，增长 2.99pct。

索菲亚近 5 年来毛利率较为稳定，波动幅度 1pct 左右，2016 年毛利率为 36.57%，主要受司米橱柜的影响，较上年同期下降 1.24pct。

皮阿诺由于 2016 年公司对直营模式进行调整，销售毛利率较高的直营店陆续关闭，同时加大厨电等配套产品的促销和优惠力度，2016 综合毛利率较上年下降 3.56pct 到 37.85%。

表 9：厨柜行业主要企业毛利率（%）

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧派家居 | 28.84 | 29.86 | 28.23 | 31.65 | 36.55 |
| 其中：厨柜业务 | 29.58 | 30.50 | 28.97 | 32.03 | 38.14 |
| 金牌厨柜 | 47.73 | 45.52 | 40.91 | 41.20 | 38.11 |
| 其中：厨柜业务 | 48.42 | 45.93 | 38.78 | 37.35 | 36.64 |
| 志邦厨柜 | | 38.94 | 38.12 | 37.74 | 36.80 |
| 其中：厨柜业务 | | 39.13 | 38.76 | 39.30 | 38.80 |
| 我乐家居 | 33.60 | 32.29 | 34.17 | 31.73 | 34.72 |
| 其中：厨柜业务 | 33.70 | 32.26 | 34.03 | 32.18 | 35.74 |
| 索菲亚 | 34.90 | 37.05 | 37.36 | 37.80 | 36.56 |
| 其中：厨柜业务 | | | 22.56 | 9.33 | 6.30 |
| 皮阿诺 | 34.75 | 38.95 | 40.20 | 41.41 | 37.85 |
| 其中：厨柜业务 | 36.16 | 40.28 | 42.13 | 42.80 | 38.93 |

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

从净利率看，从 2012 年至 2016 年，欧派的盈利能力保持稳步上升的趋势，2016 年净利率增长较快，由 2015 年 8.61% 增长 4.61pct 到 13.22%；金牌厨柜盈利能力小幅上涨，净利率由 2015 年的 6.03% 增长到 8.76%，增长了 2.73pct；志邦厨柜呈上升趋势，由 2015 年的 11.14% 增长 0.18pct 到 11.32%；我乐家居净利率由 2015 年的 9.75% 上涨到 2016 年的 10.15%，增长了 0.4pct；索菲亚净利率一直保持在相对稳定的水平，近 5 年公司的净利率均保持在 14% 以上，2016 年索菲亚净利率为 14.07%。皮阿诺厨柜 2016 年净利率为 13.89%，较去年上升 0.51pct。

表 10：厨柜行业主要企业净利率（%）

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|------|------|------|------|-------|
| 欧派家居 | 7.26 | 6.17 | 8.11 | 8.61 | 13.22 |



| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金牌厨柜 | 5.54 | 5.36 | 5.72 | 6.03 | 8.76 |
| 志邦厨柜 | | 7.63 | 10.15 | 11.14 | 11.32 |
| 我乐家居 | 8.52 | 8.6 | 7.19 | 9.75 | 10.15 |
| 索菲亚 | 14.41 | 14.2 | 14 | 14.14 | 14.07 |
| 皮阿诺 | 8.45 | 13.08 | 12.76 | 13.38 | 13.89 |

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

从 ROE 的角度看企业的盈利能力, 2016 年欧派家居的 ROE 居首, 为 39.45%, 较 2015 年增加了 11.5pct, 主要原因是公司 2016 年销售净利率大幅上升。金牌厨柜 2016 年 ROE 为 39.73%, 较 2015 年增加了 13.6pct。志邦厨柜 ROE 自 2013 年来呈下降趋势, 由 2013 年的 48.46% 下降到 2016 年的 29.92%。我乐家居 2016 年 ROE 为 25.15%, 较 2015 年减少 4.27pct。索菲亚和皮阿诺盈利能力保持稳定, 索菲 2015、2016 年 ROE 均保持在 21% 左右, 皮阿诺维持在 25% 左右。

表 11: 橱柜行业主要企业 ROE (年化, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧派家居 | 43.25 | 27.8 | 28.12 | 27.95 | 39.45 |
| 金牌厨柜 | 18.65 | 24.54 | 27.71 | 26.13 | 39.73 |
| 志邦厨柜 | | 48.46 | 36.69 | 27.87 | 29.92 |
| 我乐家居 | 35.34 | 49.18 | 31.51 | 29.42 | 25.15 |
| 索菲亚 | 12.19 | 15.20 | 17.74 | 21.62 | 21.44 |
| 皮阿诺 | 35.63 | 56.14 | 35.06 | 24.70 | 25.29 |

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

欧派销售费用率波动较小, 2016 年为 11.44%, 同比 2015 年的 11.87% 减少 0.43pct。金牌销售费用率为 18.3%, 高于同行。主要是因为公司重视品牌推广, 广告宣传及展销费用高而销售规模低; 直营模式需要投入更多人力成本、资金等销售费用。志邦厨柜销售费用率行业内较高, 2016 年为 14.76%; 主要是由于广告宣传支出增加, 销售人员数量和薪酬水平也逐年增大。我乐家居 2016 年销售费用率 12.92%, 较 2015 年的 10.27% 同比增加 2.64pct。索菲亚受增加广告投放、推进 O2O 业务的影响, 销售费用有所增长, 但是由于增速低于营收增速, 索菲亚的销售费用率行业内较低, 2016 年为 8.56%。皮阿诺销售费用率三年内销售费用率保持在 15%-18% 之间, 2015 年销售费用率略有上升, 2016 年受广告宣传费影响, 销售费用率下降 3.28pct 到 15.10%。

表 12: 橱柜行业主要企业销售费用率 (%)

| 销售费用率 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧派家居 | 11.18 | 10.05 | 9.73 | 11.87 | 11.44 |
| 金牌厨柜 | 29.88 | 28.64 | 23.12 | 22.68 | 18.3 |
| 志邦厨柜 | | 19.96 | 13.72 | 15.02 | 14.76 |
| 我乐家居 | 14.63 | 13.36 | 12.97 | 10.27 | 12.91 |
| 索菲亚 | 10.33 | 9.03 | 9.58 | 9.64 | 8.56 |
| 皮阿诺 | 17.07 | 16.18 | 17.76 | 18.38 | 15.10 |

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部



表 13：橱柜行业主要企业管理费用率（%）

| 管理费用率 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 欧派家居 | 7.78 | 10.65 | 8.45 | 9.45 | 9.15 |
| 金牌厨柜 | 10.24 | 10.55 | 10.41 | 10.76 | 9.91 |
| 志邦厨柜 | | 11.32 | 11.47 | 9.44 | 8.44 |
| 我乐家居 | 8.48 | 6.21 | 9.61 | 8.82 | 8.82 |
| 索菲亚 | 9.18 | 11.92 | 10.75 | 8.6 | 8.92 |
| 皮阿诺 | 6.82 | 6.70 | 8.03 | 7.46 | 6.85 |

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

由于不同公司经营规模及业务模式构成、销售渠道存在差异，各企业应收账款周转天数水平不一。欧派家居、索菲亚主要生产和销售高度定制化的产品，以经销模式为主，辅以直营、大宗业务模式，先款后货，应收账款较少，应收账款周转天数较低。金牌厨柜应收账款周转天数不断下降的原因是公司不断加强应收账款的管理，在营业收入大幅增长的情况下，严格控制应收账款的增长幅度，降低应收账款的回收风险。同时公司逐步将直营的大宗业务转给代理商做，代理商需按照公司的付款要求按进度付款，公司大宗业务收款的时效性得到了根本性的改善。志邦厨柜、我乐家居、皮阿诺厨柜由于公司大宗业务模式下销售占比高于行业内，影响应收账款周转率。

表 14：橱柜行业主要企业应收账款周转天数

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧派家居 | 10.32 | 8.21 | 6.52 | 4.67 | 5.13 |
| 金牌厨柜 | 23.39 | 15.12 | 7.44 | 3.5 | 2.64 |
| 志邦厨柜 | | 16.1 | 16.61 | 23.44 | 27.81 |
| 我乐家居 | 20.33 | 18.82 | 23.89 | 21.9 | 17.83 |
| 索菲亚 | 12.48 | 9.51 | 8.44 | 7.48 | 7.57 |
| 皮阿诺 | 9.60 | 11.89 | 21.12 | 27.04 | 23.41 |

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（六）欧派董事长，最早发力橱柜，务实大格局，其他公司一把手亦各具优秀特色

欧派家居实际控制人为姚良松先生，1964 年出生，毕业于北京航空航天大学。1994 年成功介入橱柜市场，创立欧派厨柜品牌，现任欧派集团董事长。低调务实的姚良松先生是“中国厨房革命”的倡导者，1994 年将欧式“整体厨房”的概念引入中国，成为现代厨柜产业的领潮人。23 年的创业历程，姚良松专注实业，稳固的实体经济让欧派枝繁叶茂；心态沉稳，“要上市，但不急于上市”，稳扎稳打开拓出欧派家居市场；开拓创新，以“第一性原理”思维不断前进，直面大家居时代的到来。

索菲亚实际控制人为江淦钧和柯建生。专注品质的江淦钧从 2003 年起开始创业之路，凭借定制衣柜和壁柜门相结合的产品概念，索菲亚迅速跻身中国衣柜企业的龙头位置。2013 年江淦钧提出“定制家·索菲亚”的口号，布局“定制家”大家居战略。2014 年，在江淦钧的带领下，索菲亚与法国知名厨房制造服务商 SALM S.A.S



签署合作协议，成立司米厨柜，索菲亚在大家居战略和信息化建设方面更进一步。

志邦厨柜实际控制人为孙志勇和许邦顺。2003年，孙志勇先生利用南京地缘优势，独创一套“走出去”的营销模式。2004年，拥有敏锐商业嗅觉的孙志勇率先提出“写真厨房”，引领时尚风潮；2009年，志邦如火如荼的开展着“三年十亿，十年百亿”的发展规划并提前完成。在孙志勇的带领下，志邦厨柜成为中国厨柜行业的领先者。

金牌厨柜实际控制人为温建怀和潘孝贞。1999年，温建怀先生与潘孝贞先生怀着“上善若水、商启天下”的信念，聚首厦门创立金牌厨柜。18年来公司专注高端厨柜，左右延伸至厨电、厨具等产业，不断进军国内高端厨柜行业。同时潘孝贞高度重视客户需求，公司在2000年创立金牌服务季，积极践行“售前、售中、售后360°服务不落地”的服务口号。

我乐家居实际控制人为缪妍缇和汪春俊。2005年，缪妍缇女士(Nina)和未婚夫汪春俊先生放弃美国生活，回国组建我乐初创团队，决心打造“绽放快乐，滋养亲情”的厨房。作为“跨界”改革和创新的践行者，夫妇二人专注于厨房家居研究，将欧洲原创设计、研发能力和高效精准的生产能力结合并且延伸至全屋定制领域。如今我乐厨柜已成功跻身行业前列，成为厨柜行业发展最快的品牌之一。

皮阿诺实际控制人为马礼斌。1970年出生，北京大学北大国际MBA毕业，现任公司董事长。马礼斌先生将法式元素引入中国厨房设计之中，掀起了“品味厨房”的生活新风尚。在马礼斌的带领下，皮阿诺橱柜、衣柜实现品牌整合，定位为“科学-艺术-家”，诠释“科学艺术家居”全新品牌主张。

表 15：橱柜行业主要企业实际控制人情况

| 公司 | 实际控制人 | 出生日期 | 公司成立日期 | 持股比例 (发行后) | 股权激励情况 |
|------|-------|----------|-------------|---------------|---|
| 欧派家居 | 姚良松 | 1964年8月 | 1994年 | 69.38% | 2013年10月公司增发股份，引入110名自然人股东。公司最新股权激励已于2017年5月9日晚公告，激励计划授予的激励对象总人数为895人，解锁条件为2017年较2016年，营业收入增长率达20%，净利润增长率达30%；2018年较2016年，营业收入增长率达44%，净利润增长率达69%。 |
| 索菲亚 | 江淦钧 | 1964年1月 | 索菲亚衣柜 2003年 | 24.26% | 2013年3月公司向包含中层管理人员及技术骨干在内的118名激励对象实施股权激励计划，2015年4月完成经销商持股计划，2015年9月完成员工持股计划。 |
| | 柯建生 | 1964年10月 | 司米橱柜 2014年 | 19.18% | |
| 皮阿诺 | 马礼斌 | 1970年12月 | 2005年 | 51.60% | |
| 志邦厨柜 | 孙志勇 | 1972年8月 | 1998年 | 20.74% | |
| | 许邦顺 | 1972年12月 | | 20.14% | |
| 金牌厨柜 | 温建怀 | 1971年4月 | 1999年 | 12.32% | |
| | 潘孝贞 | 1970年11月 | | 7.25% | |
| 我乐家居 | 缪妍缇 | 1968年 | 2005年 | 64.52% | |
| | 汪春俊 | 1968年 | | 6.75% | |

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

四、投资建议：持续推荐欧派家居

基于上文我们的分析，我国橱柜行业成长空间广阔，行业规模还远未达到瓶颈。据我们的测算，2016年我



国橱柜行业规模应有 1442 亿元。我们认为随着城镇人口不断增长、人均收入不断提高，厨房装修及重装的频率将会加大，都将进一步推动橱柜行业的高速发展。另外，将橱柜行业与国内油烟机行业进行类比。2015 年我国吸排油烟机销售量为 2912.8 万台，相应的随着橱柜行业发展到成熟期，橱柜产品的年消费量也应达到 2900 万套，对应 2610 亿的行业规模，目前行业发展还远未触及天花板。

从海外橱柜龙头 Nobia 的发展经验来看，主要为外延打开成长空间，通过控成本提高经营效率，亦为国内橱柜企业发展提供了一定的启示。Nobia 通过不断并购，一方面扩展了欧洲市场，从 2000 年开始至今 Nobia 不断收购欧洲大型橱柜制造企业，规模效应使得 Nobia 维持一个较低成本，另一方面 Nobia 享受到合作公司的技术共享，助力其成功占据欧洲橱柜品牌的领头地位。同时，公司发展战略以消费者为导向，精简品牌、削减经销商数目、扩大经销商规模，提出“有机增长”模式，着重于削减成本，加强现金流。而且欧洲橱柜市场发展成熟，市场厨电一体化基本发展完备，高档橱柜必备烟机、灶、水盆、龙头、烤箱、冰箱，橱柜公司已经成为最大的厨房承包商，一般消费者订了橱柜后不会再找其他公司。

从公司比较分析的角度看，欧派家居优势显著。首先欧派在行业内较早的开始发展全品类战略，欧派家居 1994 年诞生第一套整体橱柜，2004 年开始发展全品类战略，逐步进入卫浴、衣柜和木门产业；其他橱柜新秀如志邦、我乐家居等亦在纷纷跟进布局大家居。其次欧派门店数量稳居行业第一，截至 2016 年，欧派拥有 19 家直营店，经销商专卖店 4710 家，其中整体厨柜专卖店 2088 家，衣柜专卖店 1394 家，卫浴 353 家，木门 578 家，墙饰 297 家，渠道数量业内领先；其他橱柜企业按橱柜门店数量排序由高到低依次为志邦、金牌、我乐家居和索菲亚。欧派全国范围内生产基地布局也已基本完成，前段渠道、中间设计、后端生产畅通无阻，并且人才激励也已非常充分，2013 年 10 月公司曾增发股份，引入 110 名自然人股东；最新公司股权激励对象总人数高达 895 人，解锁条件为 2017 年较 2016 年，营业收入增长率达 20%，净利润增长率达 30%，2018 年较 2016 年，营业收入增长率达 44%，净利润增长率达 69%。最后，欧派营收、净利规模在行业内排名第一，成长能力、盈利质量保持优质。

投资建议：

2017Q1 公司业绩超出市场预期，2017Q1 年欧派家居实现营业收入 14.49 亿元，同比增长 20.49%；归属上市公司股东的净利润为 0.56 亿元，同比增长 33.31%。

结合公司股票激励计划业绩考核要求的指引，我们预计 2017-2018 年公司营业收入分别为 90.01 亿元和 112.47 亿元，同比增长分别为 26.17% 和 24.95%；净利润分别为 12.49 亿元和 16.28 亿元，同比增长分别为 31.50% 和 30.36%（收入端的驱动是来自渠道、产能和品牌的并拓，利润的增速主要是考虑公司信息化的进一步提升）。对应的 EPS 分别为 3.01 元/股和 3.92 元/股，公司现价 105.58 元/股，对应的 P/E 分别为 35x 和 27x。考虑定制家居行业的成长性、公司定制行业大龙头地位、公司 2017 年“大家居、信息化、第二品牌欧铂丽”逐步落地及延续，以及此次的管理层激励等，我们维持对公司的“买入”评级。

五、风险因素

1、房地产行业宏观调控明显加剧；2、定制家居行业竞争显著加剧。



表 16: 2016-2018 欧派家居主要财务指标及其预测 (百万元)

| 利润表 | 2016 | 2017E | 2018E | 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|---------|---------|----------|--------------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,134.1 | 9,000.8 | 11,246.9 | 成长性 | | | |
| 减:营业成本 | 4,526.8 | 5,685.4 | 7,110.5 | 营业收入增长率 | 27.2% | 26.17% | 24.95% |
| 营业税费 | 71.3 | 75.9 | 94.5 | 营业利润增长率 | 101.3% | 37.6% | 30.4% |
| 销售费用 | 815.9 | 990.1 | 1,187.9 | 净利润增长率 | 94.4% | 31.50% | 30.36% |
| 管理费用 | 653.0 | 801.1 | 978.5 | EBITDA 增长率 | 87.5% | 35.1% | 27.4% |
| 财务费用 | -9.5 | -20.7 | -39.5 | EBIT 增长率 | 99.5% | 36.9% | 29.5% |
| 资产减值损失 | 9.2 | - | - | NOPLAT 增长率 | 98.5% | 38.3% | 29.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | 投资资本增长率 | 51.0% | -18.4% | -9.6% |
| 投资和汇兑收益 | 0.4 | - | - | 净资产增长率 | 48.7% | 31.7% | 30.0% |
| 营业利润 | 1,067.7 | 1,469.0 | 1,915.0 | 利润率 | | | |
| 加:营业外净收支 | 54.1 | - | - | 毛利率 | 36.5% | 36.8% | 36.8% |
| 利润总额 | 1,121.9 | 1,469.0 | 1,915.0 | 营业利润率 | 15.0% | 16.3% | 17.0% |
| 减:所得税 | 178.4 | 220.4 | 287.3 | 净利润率 | 13.3% | 13.9% | 14.5% |
| 净利润 | 949.6 | 1,248.7 | 1,627.8 | EBITDA/营业收入 | 17.2% | 18.4% | 18.8% |
| 资产负债表 | 2016 | 2017E | 2018E | EBIT/营业收入 | 14.8% | 16.1% | 16.7% |
| 货币资金 | 1,145.4 | 2,195.9 | 3,463.6 | 运营效率 | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | 固定资产周转天数 | 71 | 68 | 60 |
| 应收帐款 | 163.5 | 178.5 | 224.5 | 流动营业资本周转天数 | -62 | -64 | -60 |
| 应收票据 | 7.2 | 21.8 | 10.6 | 流动资产周转天数 | 95 | 106 | 130 |
| 预付帐款 | 77.2 | 99.2 | 98.4 | 应收帐款周转天数 | 6 | 7 | 6 |
| 存货 | 756.9 | 574.4 | 1,149.1 | 存货周转天数 | 31 | 27 | 28 |
| 其他流动资产 | 48.6 | 39.8 | 39.8 | 总资产周转天数 | 239 | 244 | 242 |
| 可供出售金融资产 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 投资资本周转天数 | 69 | 60 | 41 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | 投资回报率 | | | |
| 长期股权投资 | - | 4.5 | 5.6 | ROE | 32.9% | 32.9% | 33.0% |
| 投资性房地产 | - | - | - | ROA | 17.0% | 18.8% | 19.2% |
| 固定资产 | 1,542.9 | 1,842.5 | 1,933.2 | ROIC | 81.5% | 74.6% | 118.5% |
| 在建工程 | 570.1 | 432.2 | 337.5 | 费用率 | | | |
| 无形资产 | 1,024.7 | 1,003.2 | 981.1 | 销售费用率 | 11.4% | 11.0% | 10.6% |
| 其他非流动资产 | | | | 管理费用率 | 9.2% | 8.9% | 8.7% |
| 资产总额 | 5,548.4 | 6,644.3 | 8,494.9 | 财务费用率 | -0.1% | -0.2% | -0.4% |
| 短期债务 | 103.4 | - | - | 三费/营业收入 | 20.5% | 19.7% | 18.9% |
| 应付帐款 | 737.3 | 764.5 | 1,166.2 | 偿债能力 | | | |
| 应付票据 | 216.4 | 291.8 | 353.2 | 资产负债率 | 48.0% | 42.8% | 41.9% |
| 其他流动负债 | | | | 负债权益比 | 92.5% | 74.9% | 72.1% |
| 长期借款 | 20.2 | - | - | 流动比率 | 0.87 | 1.14 | 1.45 |
| 其他非流动负债 | | | | 速动比率 | 0.57 | 0.93 | 1.11 |
| 负债总额 | 2,665.6 | 2,846.3 | 3,557.5 | 利息保障倍数 | -111.59 | -69.97 | -47.54 |



| | | | | | | | |
|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|
| 少数股东权益 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 分红指标 | | | |
| 股本 | 373.6 | 415.1 | 415.1 | DPS(元) | 1.42 | 0.90 | 1.18 |
| 留存收益 | 2,508.1 | 3,382.1 | 4,521.6 | 分红比率 | 61.9% | 30.0% | 30.0% |
| 股东权益 | 2,882.9 | 3,798.0 | 4,937.5 | 股息收益率 | 1.3% | 0.9% | 1.1% |
| 现金流量表 | 2016 | 2017E | 2018E | 业绩和估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 943.4 | 1,248.7 | 1,627.8 | EPS(元) | 2.29 | 3.01 | 3.92 |
| 加:折旧和摊销 | 169.9 | 207.3 | 233.6 | BVPS(元) | 6.94 | 9.15 | 11.89 |
| 资产减值准备 | 9.2 | - | - | PE(X) | 46.2 | 35.1 | 26.9 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | PB(X) | 15.2 | 11.5 | 8.9 |
| 财务费用 | -0.1 | -20.7 | -39.5 | P/FCF | 144.3 | 30.7 | 25.0 |
| 投资收益 | -0.4 | - | - | P/S | 6.1 | 4.9 | 3.9 |
| 少数股东损益 | -6.2 | - | - | EV/EBITDA | - | 25.0 | 19.0 |
| 营运资金的变动 | 541.6 | 399.1 | 102.2 | CAGR(%) | 20.7% | 48.0% | 49.9% |
| 经营活动产生现金流量 | 1,496.8 | 1,834.4 | 1,924.1 | PEG | 2.2 | 0.7 | 0.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,165.4 | -347.5 | -207.6 | ROIC/WACC | 23.3 | 21.3 | 33.9 |
| 融资活动产生现金流量 | -56.0 | -436.5 | -448.9 | REP | - | 1.4 | 1.0 |

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理孙金琦：2017 年 4 月加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究；2014-2015 年于广发证券、2015~2017 年于东兴证券从事轻工造纸研究。

研究助理丰毅：三年金融行业从业经验，曾任私募研究团队负责人，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn
周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn
刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn
邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn
肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn
吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn
朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn
杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn
谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaoc@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622