

2021年01月26日

欧派家居 (603833.SH)

## 下游需求不断释放，全渠道&全业务贡献增量

■业绩预告：公司预计2020年实现营业收入142.1亿元-155.6亿元，同比增长5%-15%；归母净利润20.2亿元-22.1亿元，同比增长10%-20%；扣非后净利润18.5亿元-20.2亿元，同比增长10%-20%。根据我们测算，2020年单四季度，公司预计实现营业收入44.8亿元-58.3亿元，同比增长12%-46%；归母净利润5.7亿元-7.6亿元，同比增长24%-64%；扣非后净利润4.6亿元-6.3亿元，同比增长18%-62%。公司业绩增长超出市场预期。

■下游需求不断释放，我们判断公司零售优势依旧，“新渠道”贡献增量：零售业务方面，公司前期采用直播等方式引流为零售业务蓄水，Q3订单快速增长逐步转化为公司收入，叠加住宅竣工情况转好（2020Q4我国住宅竣工面积YoY+4.0%），新增家具购置需求释放，根据我们测算，公司零售业务收入增速逐季改善。整装业务方面，公司持续推进渠道布局，截至2020年6月已有大家居经销商293家，门店334家，新增整装门店在三四季度逐步投入运营，带动订单放量，逐步实现收入，贡献增量。工程业务方面，四季度房地产行业楼盘精装转毛坯现象逆转，精装修交房放量带动欧派相关订单落地、收入增长。

■多业务保持增长，订单增长有望逐步落地：2020Q4橱柜及衣柜业务收入保持增长。公司积极扩张卫浴门店，根据公告，单三季度净新增42家（总计680家），Q4逐步投入运营产生收入。在2020年Q1低基数的情况下，公司四季度相关订单增长奠定2021Q1收入高增基础。

■公司降本提效举措效果显著：信息化、精益生产、职能体系改革等引导公司费用控制进一步改善。按照业绩预告营业收入与归母净利润中值计算，公司2020年Q4归母净利率可达12.9%，同比提升1.36pct。

■投资建议：公司作为定制家具板块龙头企业，全品类布局加快抢占市场，全渠道布局带来流量新入口，渠道管理能力强，业绩增长有望持续。预计公司2021年~2022年的EPS分别为4.41/5.04元，维持买入-A的投资评级。

■风险提示：地产景气度降低，大宗业务开拓不及预期，局部地区疫情反复影响线下渠道经营

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	11,509.4	13,533.4	14,886.7	17,864.0	20,365.0
净利润	1,571.9	1,839.4	2,124.6	2,653.2	3,032.4
每股收益(元)	2.61	3.06	3.53	4.41	5.04
每股净资产(元)	12.57	15.89	18.47	21.99	26.02

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	55.2	47.2	40.9	32.8	28.7
市净率(倍)	11.5	9.1	7.8	6.6	5.5
净利润率	13.7%	13.6%	14.3%	14.9%	14.9%
净资产收益率	20.8%	19.2%	19.1%	20.0%	19.4%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
ROIC	57.5%	37.1%	28.2%	46.0%	54.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：176.50元  
 股价(2021-01-25) 144.35元

### 交易数据

总市值(百万元)	86,831.13
流通市值(百万元)	86,831.13
总股本(百万股)	601.53
流通股本(百万股)	601.53
12个月价格区间	85.90/145.30元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.02	16.37	58.56
绝对收益	20.78	26.93	80.32

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002

leihh@essence.com.cn

021-35082719

张立聪

分析师

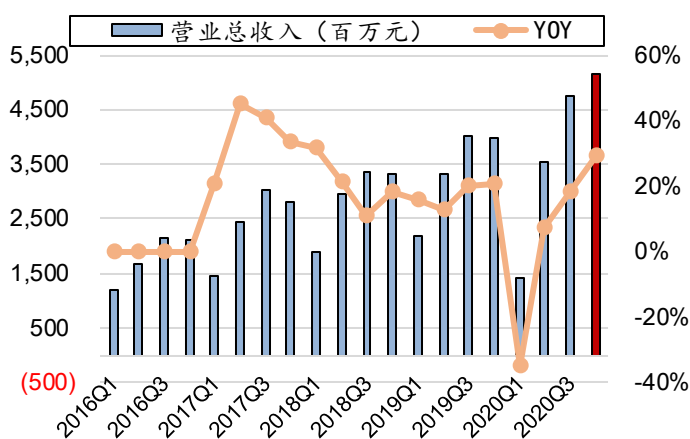
SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

### 相关报告

- 欧派家居：各业务全面恢复，利润增长超预期/雷慧华 2020-10-30
- 欧派家居：Q2 业绩恢复增长，衣柜、大宗、整装增长较快/雷慧华 2020-08-28
- 欧派家居：疫情扰动影响业绩，多品牌多渠道稳步推进/雷慧华 2020-04-29
- 欧派家居：收入增速持续回暖/雷慧华 2019-10-29

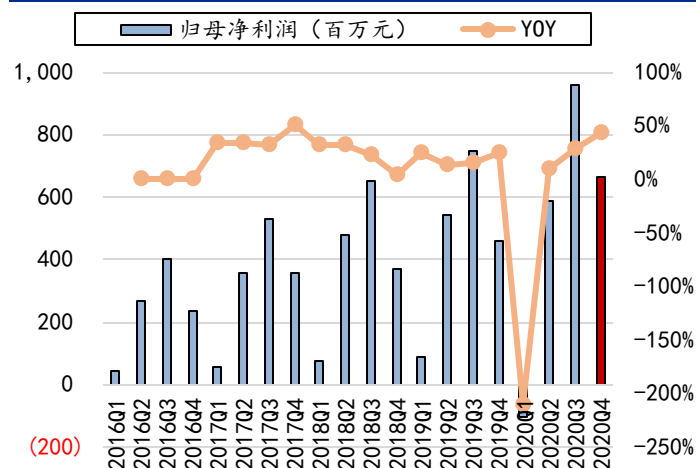
图 1：欧派家居营业收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：2020Q4 公司营业收入及归母净利润采用业绩预告区间中值

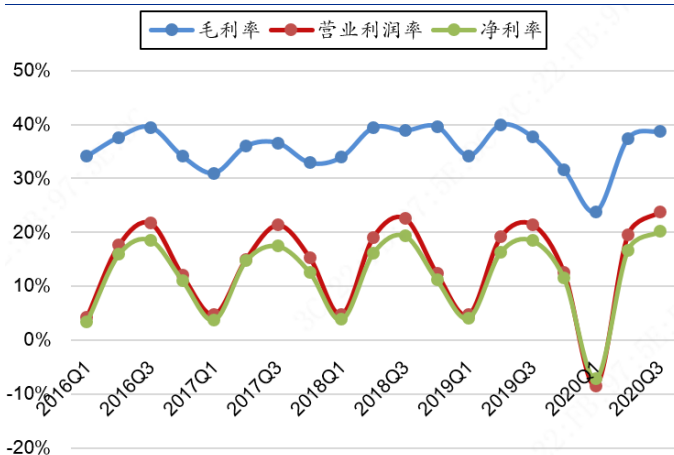
图 2：欧派家居归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

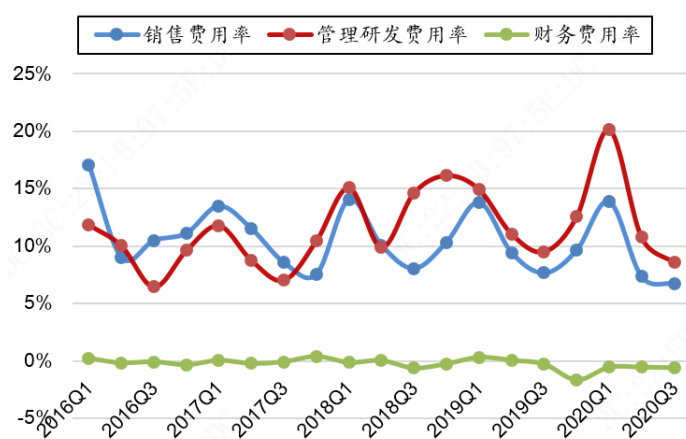
注：2020Q4 公司营业收入及归母净利润采用业绩预告区间中值

图 3：欧派家居利润率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：欧派家居费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	11,509.4	13,533.4	14,886.7	17,864.0	20,365.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	7,092.6	8,683.6	10,003.9	11,879.6	13,542.7	营业收入增长率	18.5%	17.6%	10.0%	20.0%	14.0%
营业税费	106.4	88.1	126.9	152.2	173.5	营业利润增长率	20.4%	15.5%	18.8%	24.6%	13.1%
销售费用	1,177.2	1,310.0	1,295.1	1,518.4	1,731.0	净利润增长率	20.9%	17.0%	15.5%	24.9%	14.3%
管理费用	772.3	939.3	1,027.2	1,214.8	1,364.5	EBITDA 增长率	65.4%	8.3%	-0.6%	22.3%	12.2%
财务费用	-31.8	-69.6	44.7	53.6	61.1	EBIT 增长率	65.9%	6.0%	0.1%	24.6%	13.1%
资产减值损失	20.8	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.7%	14.9%	22.4%	24.6%	14.3%
加:公允价值变动收益	-	4.7	85.6	50.0	10.0	投资资本增长率	78.2%	60.7%	-23.5%	-2.9%	-16.5%
投资和汇兑收益	57.4	24.5	25.0	20.0	22.0	净资产增长率	21.4%	26.4%	16.3%	19.1%	18.3%
<b>营业利润</b>	1,821.5	2,104.7	2,499.6	3,115.4	3,524.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.1	13.8	-	6.0	6.0	毛利率	38.4%	35.8%	32.8%	33.5%	33.5%
<b>利润总额</b>	1,828.6	2,118.6	2,499.6	3,121.4	3,530.2	营业利润率	15.8%	15.6%	16.8%	17.4%	17.3%
减:所得税	256.7	279.1	374.9	468.2	497.8	净利润率	13.7%	13.6%	14.3%	14.9%	14.9%
<b>净利润</b>	1,571.9	1,839.4	2,124.6	2,653.2	3,032.4	EBITDA/营业收入	23.8%	21.9%	19.8%	20.1%	19.8%
						EBIT/营业收入	20.8%	18.8%	17.1%	17.7%	17.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	93	112	122	103	89
货币资金	2,518.0	1,466.5	3,623.0	6,002.4	9,500.4	流动营业资本周转天数	-48	-16	-13	-23	-22
交易性金融资产	-	1,514.4	1,600.0	1,650.0	1,660.0	流动资产周转天数	142	142	171	188	225
应收账款	342.4	532.7	542.5	797.3	775.3	应收帐款周转天数	8	12	13	14	14
应收票据	90.4	118.0	121.9	175.9	174.9	存货周转天数	22	20	19	18	17
预付帐款	87.6	98.5	112.7	134.8	143.6	总资产周转天数	325	345	367	341	352
存货	645.3	845.8	710.3	1,071.6	884.6	投资资本周转天数	116	165	163	116	92
其他流动资产	569.9	1,875.6	975.6	1,140.3	1,330.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	85.9	-	-	-	-	ROE	20.8%	19.2%	19.1%	20.0%	19.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.1%	12.4%	13.7%	14.5%	14.1%
长期股权投资	-	8.2	8.2	8.2	8.2	ROIC	57.5%	37.1%	28.2%	46.0%	54.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	3,457.5	4,960.2	5,126.6	5,109.8	4,964.9	销售费用率	10.2%	9.7%	8.7%	8.5%	8.5%
在建工程	1,887.9	1,694.1	1,185.9	830.1	581.1	管理费用率	6.7%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%
无形资产	1,092.2	1,125.2	1,067.4	1,009.7	951.9	财务费用率	-0.3%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	343.4	574.7	432.5	429.0	461.0	三费/营业收入	16.7%	16.1%	15.9%	15.6%	15.5%
<b>资产总额</b>	11,120.5	14,813.9	15,506.4	18,359.1	21,436.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	12.2	52.6	-	-	-	资产负债率	32.0%	35.5%	28.3%	27.9%	26.9%
应付帐款	1,191.5	1,372.5	1,517.5	1,980.4	2,082.4	负债权益比	47.1%	55.0%	39.5%	38.7%	36.8%
应付票据	188.8	156.0	233.0	162.9	288.5	流动比率	1.33	1.97	2.05	2.55	3.04
其他流动负债	1,795.5	1,699.0	1,990.8	2,160.3	2,389.1	速动比率	1.13	1.71	1.86	2.30	2.85
长期借款	140.4	406.5	-	-	-	利息保障倍数	-75.29	-36.53	56.97	59.13	58.68
其他非流动负债	231.1	1,568.4	647.9	815.8	1,010.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,559.6	5,255.0	4,389.3	5,119.4	5,770.7	DPS(元)	0.52	0.76	0.71	0.88	1.01
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	20.0%	24.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	420.3	420.2	602.0	602.0	602.0	股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
留存收益	7,280.7	8,815.4	10,515.1	12,637.7	15,063.6						
<b>股东权益</b>	7,560.9	9,558.9	11,117.1	13,239.7	15,665.6						
						<b>现金流量表</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	1,571.9	1,839.4	2,124.6	2,653.2	3,032.4	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	352.9	439.1	399.6	430.3	451.7	EPS(元)	2.61	3.06	3.53	4.41	5.04
资产减值准备	20.8	8.1	-	-	-	BVPS(元)	12.57	15.89	18.47	21.99	26.02
公允价值变动损失	-	-4.7	85.6	50.0	10.0	PE(X)	55.2	47.2	40.9	32.8	28.7
财务费用	22.9	19.3	44.7	53.6	61.1	PB(X)	11.5	9.1	7.8	6.6	5.5
投资损失	-57.4	-24.5	-25.0	-20.0	-22.0	P/FCF	-185.7	193.0	32.6	29.4	21.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	7.5	6.4	5.8	4.9	4.3
营运资金的变动	210.4	-1,514.8	1,540.6	-256.3	453.1	EV/EBITDA	11.2	16.0	27.7	22.0	18.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,018.2	2,156.3	4,170.1	2,910.8	3,986.4	CAGR(%)	19.1%	18.1%	17.8%	19.1%	18.1%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,313.0	-4,653.9	-146.2	-80.0	2.0	PEG	2.9	2.6	2.3	1.7	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-359.1	1,440.8	-1,867.5	-451.3	-490.4	ROIC/WACC	6.3	4.0	3.1	5.0	5.9
						REP	1.0	1.5	4.5	2.8	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

雷慧华、张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034