消费升级与娱乐研究中心

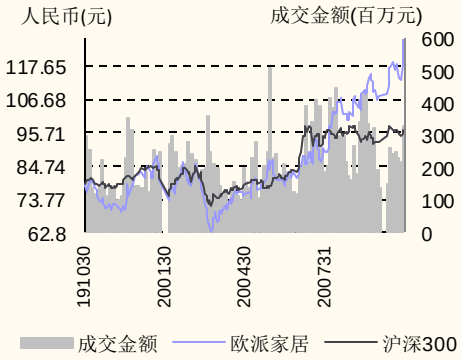
欧派家居 (603833.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：126.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.96
已上市流通 A 股(亿股)	5.96
总市值(亿元)	756.18
年内股价最高最低(元)	126.80/62.80
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



相关报告

1.《Q2 全渠道恢复增长，下半年有望加速-欧派家居中报点评》，2020.8.27
2.《2Q 业绩如期转正，下半年有望加速增长-欧派家居半年度业绩快报…》，2020.8.14
3.《工程业务有望驱动基本面率先修复-工程业务有望驱动基本面率先修…》，2020.4.29
4.《Q3 分渠道收入环比提速，木门业务最具潜力-欧派家居三季报点评》，2019.10.30

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张扬桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

3Q 营收增 18.4%，龙头风采展现无疑

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509	13,533	14,757	17,730	21,149
营业收入增长率	18.53%	17.59%	9.04%	20.15%	19.28%
归母净利润(百万元)	1,572	1,839	2,058	2,509	3,018
归母净利润增长率	20.90%	17.02%	11.90%	21.89%	20.27%
摊薄每股收益(元)	3.740	4.378	3.452	4.207	5.060
每股经营性现金流净额	4.80	5.11	4.61	5.62	6.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.79%	19.24%	19.63%	20.92%	21.86%
P/E	21.32	26.73	36.74	30.14	25.06
P/B	4.43	5.14	7.21	6.31	5.48

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布三季报，2020 前三季度实现营收 97.3 亿元，同比+2.1%，归母净利润同比+5.2%至 14.5 亿元。其中 3Q 公司实现营收 47.7 亿元，同比+18.4%，实现归母净利润 9.6 亿元，同比+28.9%，扣非归母净利润同比+35.6%至 9.4 亿，业绩超市场预期。

经营分析

■ **3Q 零售端表现优异，凸显龙头实力：**随着疫情影响逐步消散，公司全渠道能力越发凸显，助推 3Q 营收优异表现。分渠道来看，公司经销渠道前三季度营收同比-0.3%至 74.1 亿元，1Q/2Q/3Q 收入分别为 8.8/27.4/37.9 亿元，同比-42.6%/+1.4%/+18.7%。直营渠道方面，公司前三季度营收同比+12.0%至 2.3 亿元，1Q/2Q/3Q 收入分别为 0.27/0.75/1.31 亿元，同比-51.6%/+24.7%/+42.2%。公司 3Q 零售端整体表现优异，预计 3Q 整装渠道同比翻倍增长，成为重要驱动力。工程渠道方面，公司前三季度营收 18.3 亿元，同比+18.4%，1Q/2Q/3Q 收入分别为 3.8/6.6/7.9 亿元，同比-25.0%/+57.4%/+27.5%，3Q 增速环比有所放缓，预计与工程结算节奏有关。分品类来看，橱柜前三季度收入同比-8.1%至 41.3 亿，1Q/2Q/3Q 收入分别为 6.4/15.4/19.3 亿元，同比-37.2%/-2.3%/+2.7%，3Q 橱柜已恢复正增长。衣柜前三季度收入同比+8.7%至 38.1 亿，1Q/2Q/3Q 收入分别为 4.9/13.7/19.4 亿元，同比-41.2%/+18.0%/+29.5%，3Q 衣柜增长继续加速，表明公司零售端实力进一步强化。

■ **3Q 毛利率改善明显，费用率管控优异：**虽受上半年开工率较低影响，公司前三季度毛利率同比下滑 1.6pct 至 36.0%，但 3Q 毛利率已明显改善，同比+1.1pct 至 38.8%，预计随着公司无醛产品和定位高端市场的铂尼思品牌逐步发力，4Q 毛利率依然有望保持较高水平。期间费用率方面，3Q 费用率整体下降 1.3pct 至 17.7%，其中 3Q 销售费用率下降 1.0pct 至 6.7%，除表明公司强大品牌力外，一定程度上也显现出疫情下竞争格局的优化。此外，3Q 管理费用率（含研发费用）为 11.6%，基本持平，财务费用率为-0.6%，预计主要由于利息费用增加。

■ **受益外部环境与前瞻布局，定制龙头快速增长可期：**在国内疫情较好控制后竣工有望延续去年下半年回暖态势叠加疫情加速行业洗牌，整体外部环境对龙头企业经营较为有利。中短期来看，在流量碎片化趋势越发明显的情况下，公司全渠道的领先布局将进一步拉开与中小品牌的差距，传统零售基本盘继续保持稳定增长的情况下，工程+整装渠道有望驱动公司持续取得超预期表现。中长期来看，欧派在工程渠道持续发力的情况下，零售（传统+整装）依然取得明显优于同行的表现，表明公司零售运营能力持续提升，保持在业内领先优势，而零售必将是未来的主战场，公司长期增长可期。

盈利调整和投资建议

■ 鉴于公司整装拓展顺利，费用管控优异，我们将 2020-2022 年 EPS 分别上调 6.0%、9.5%、15.5%至 3.45、4.21 元、5.06 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 36、30 和 25 倍，维持“买入”评级。

风险提示

■ 国内疫情反复；今年招商不达预期；公司销售费用增长超出预期

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**9,710**	**11,509**	**13,533**	**14,757**	**17,730**	**21,149**
增长率		18.5%	17.6%	9.0%	20.2%	19.3%
主营业务成本	-6,358	-7,093	-8,684	-9,477	-11,370	-13,498
%销售收入	65.5%	61.6%	64.2%	64.2%	64.1%	63.8%
毛利	3,352	4,417	4,850	5,280	6,361	7,651
%销售收入	34.5%	38.4%	35.8%	35.8%	35.9%	36.2%
营业税金及附加	-95	-106	-88	-89	-106	-127
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-947	-1,177	-1,310	-1,343	-1,596	-1,903
%销售收入	9.8%	10.2%	9.7%	9.1%	9.0%	9.0%
管理费用	-891	-772	-939	-1,018	-1,206	-1,438
%销售收入	9.2%	6.7%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%
研发费用	0	-632	-642	-664	-780	-931
%销售收入	0.0%	5.5%	4.7%	4.5%	4.4%	4.4%
息税前利润（EBIT）	1,419	1,729	1,870	2,166	2,673	3,252
%销售收入	14.6%	15.0%	13.8%	14.7%	15.1%	15.4%
财务费用	-3	32	70	73	83	94
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-10	-21	0	-8	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	36	57	24	30	30	30
%税前利润	2.4%	3.1%	1.2%	1.3%	1.0%	0.9%
营业利润	1,513	1,822	2,105	2,361	2,881	3,470
营业利润率	15.6%	15.8%	15.6%	16.0%	16.3%	16.4%
营业外收支	20	7	14	19	19	19
税前利润	1,533	1,829	2,119	2,380	2,900	3,489
利润率	15.8%	15.9%	15.7%	16.1%	16.4%	16.5%
所得税	-234	-257	-279	-321	-392	-471
所得税率	15.2%	14.0%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	1,299	1,572	1,839	2,058	2,509	3,018
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,300**	**1,572**	**1,839**	**2,058**	**2,509**	**3,018**
净利率	13.4%	13.7%	13.6%	13.9%	14.2%	14.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,299	1,572	1,839	2,058	2,509	3,018
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	230	374	439	531	625	724
非经营收益	-30	-47	35	-29	33	33
营运资金变动	379	119	-165	151	136	175
经营活动现金净流	**1,878**	**2,018**	**2,148**	**2,712**	**3,303**	**3,950**
资本开支	-1,784	-2,286	-1,830	-1,089	-890	-1,990
投资	-370	-83	-2,851	0	0	0
其他	99	56	27	30	30	30
投资活动现金净流	**-2,055**	**-2,313**	**-4,654**	**-1,059**	**-860**	**-1,960**
股权募资	2,310	0	0	-307	0	0
债权募资	-24	40	1,783	-53	0	0
其他	-35	-421	-336	-907	-1,086	-1,289
筹资活动现金净流	**2,251**	**-381**	**1,447**	**-1,266**	**-1,086**	**-1,289**
现金净流量	**2,074**	**-675**	**-1,059**	**387**	**1,358**	**701**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,219	2,518	1,467	1,854	3,212	3,913
应收款项	244	433	651	615	751	909
存货	787	645	846	827	1,023	1,251
其他流动资产	556	657	3,489	3,619	3,839	4,063
流动资产	4,806	4,254	6,452	6,914	8,825	10,136
%总资产	49.7%	38.2%	43.6%	43.5%	48.8%	49.0%
长期投资	16	86	113	113	113	113
固定资产	3,397	5,345	6,654	7,175	7,401	8,632
%总资产	35.1%	48.1%	44.9%	45.2%	40.9%	41.7%
无形资产	1,052	1,103	1,167	1,233	1,296	1,356
非流动资产	4,864	6,867	8,362	8,977	9,265	10,556
%总资产	50.3%	61.8%	56.4%	56.5%	51.2%	51.0%
资产总计	**9,670**	**11,120**	**14,814**	**15,891**	**18,090**	**20,692**
短期借款	100	12	53	0	0	0
应付款项	2,745	2,657	2,688	2,884	3,460	4,118
其他流动负债	455	519	539	579	696	830
流动负债	3,300	3,188	3,280	3,463	4,156	4,948
长期贷款	0	140	406	406	406	406
其他长期负债	144	231	1,568	1,534	1,534	1,534
负债	**3,444**	**3,560**	**5,255**	**5,403**	**6,097**	**6,889**
普通股股东权益	**6,226**	**7,561**	**9,559**	**10,487**	**11,993**	**13,803**
其中：股本	421	420	420	588	588	588
未分配利润	2,967	4,099	5,623	6,858	8,364	10,174
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**9,670**	**11,120**	**14,814**	**15,891**	**18,090**	**20,692**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.091	3.740	4.378	3.452	4.207	5.060
每股净资产	14.803	17.990	22.750	17.586	20.110	23.146
每股经营现金净流	4.465	4.802	5.113	4.610	5.616	6.715
每股股利	1.000	0.750	1.090	1.400	1.706	2.052
回报率						
净资产收益率	20.88%	20.79%	19.24%	19.63%	20.92%	21.86%
总资产收益率	13.44%	14.13%	12.42%	12.95%	13.87%	14.58%
投入资本收益率	19.01%	19.26%	14.39%	15.45%	16.96%	18.21%
增长率						
主营业务收入增长率	36.11%	18.53%	17.59%	9.04%	20.15%	19.28%
EBIT增长率	32.98%	21.83%	8.21%	15.81%	23.39%	21.67%
净利润增长率	36.92%	20.90%	17.02%	11.90%	21.89%	20.27%
总资产增长率	74.29%	15.00%	33.21%	7.27%	13.84%	14.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.2	6.8	10.4	10.7	11.0	11.3
存货周转天数	44.3	36.8	31.3	32.0	33.0	34.0
应付账款周转天数	28.9	30.1	30.9	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	93.5	109.6	133.8	140.5	125.7	114.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.10%	-31.28%	-13.87%	-16.84%	-26.05%	-27.71%
EBIT利息保障倍数	509.4	-54.3	-26.9	-29.7	-32.1	-34.7
资产负债率	35.62%	32.01%	35.47%	34.00%	33.70%	33.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-10	买入	120.02	N/A
2	2019-08-29	买入	115.00	N/A
3	2019-10-30	买入	115.83	N/A
4	2020-04-29	买入	107.95	130.00～130.00
5	2020-08-14	买入	102.83	N/A
6	2020-08-27	买入	99.99	N/A

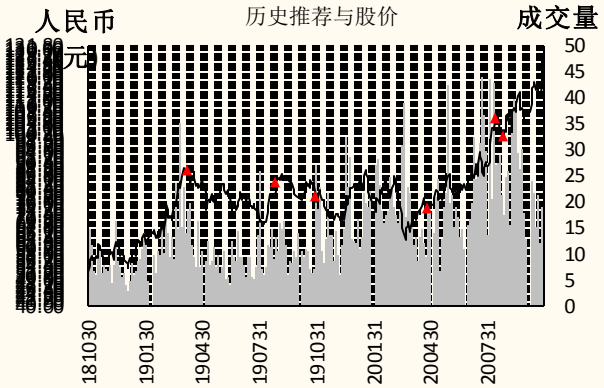
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH