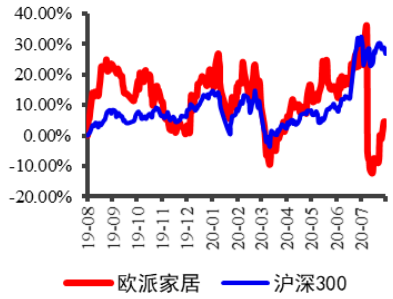
轻工/家用轻工 欧派家居（603833.SH） 维持评级

报告原因：业绩点评 **Q2 盈利能力显著修复，整装大家居实现较快增长** **增持**

2020 年 8 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 27 日

收盘价(元)：	100.13
年内最高/最低（元）：	62.11/109.99
流通 A 股/总股本（亿股）：	5.88/5.88
流通 A 股市值（亿元）：	589
总市值（亿元）：	589

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	1.18
摊薄每股收益：	1.14
每股净资产(元)：	22.09
净资产收益率：	5.11%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】欧派家居（603833.SH）：Q1 亏损在预期范围内，定制龙头抗冲击能力较强》2020-4-29

事件描述

➢ **8 月 27 日晚间，公司发布 2020 年半年度报告：**报告期内，公司实现实现营业收入 49.66 亿，同比下降 9.88%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.89 亿，同比下降 22.70%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.43 亿元，同比下降 25.59%。业绩基本符合预期。

事件点评

➢ **2020Q2 净利润增速快于收入增速，业绩环比 Q1 大幅提升。**2020 年单二季度各项关键经营指标由负转正，公司实现营业收入 35.36 亿元，同比增长 6.91%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.91 亿元，同比增长 9.23%；实现扣非后归母净利润 5.68 亿元，同比增长 9.31%。在成本和费用管控方面，公司持续推进成本管控和经营效率提升，以管理促经营，充分借助信息化工具，提升人员效率，降低生产成本，2020 年单二季度，公司实现利润增速快于收入增速的目标。2020Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 14.30 亿元（-35.09%）、-1.02 亿元（-210.30%）、-1.25 亿元（-265.03%），Q2 各项增速环比分别提升 42.00、219.53、274.34 个百分点。

➢ **2020H1 毛利率净利率有所下降，期间费用率显著优化，Q2 净利率同比小幅上升，环比 Q1 显著修复。**2020H1，毛利率、净利率分别为 33.43%、9.85%，较去年同期变化-4.19、-1.63pct，其中 Q2 毛利率、净利率分别为 37.30%、16.71%（同比+0.36pct）；销售期间费用率为 22.16%，较去年同期降低 1.79pct。其中，销售费用率 9.23%（-1.96pct）；管理费用率 13.48%（+0.85pct）；财务费用率-0.55%（-0.69pct）。分品类来看，橱柜、衣柜、卫浴、定制木门毛利率分别为 33.56%、39.15%、21.74%、13.34%。

➢ **持续发力大家居战略，上半年非橱柜业务收入实现较快增长，推进品牌品类多维布局。**分产品品类来看，2020H1，橱柜实现收入 21.87 亿元（-16.03%），占总收入比重为 44.04%。非橱柜类产品的业绩贡献不断提高，其中，衣柜实现收入 18.69 亿元（-6.83%），收入占比为 37.63%；整体卫浴实现收入 2.54 亿元（-3.09%），收入占比提升 0.50pct 至 5.11%；木门实现收入 2.35 亿元（+5.85%），收入占比提升 0.31pct 至 4.72%。公司强化终端品类协同，以公司主导+区域联动的形式开展更精准的多品类联合促销活

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

动，拉动橱衣、衣木、橱卫之间相互带单，提高整装客户的多品类购买率。结合客户对产品环保性的需求，上半年公司积极筹备，整合内外部资源，为下半年大力推动无醛添加板材、无醛添加家装家居产品普及化做准备。在高端客户领域，公司在升级欧派和欧铂尼产品的同时，推出专门面向高端市场的铂尼思（BAUNIS），有效的补充了公司高中低三档品牌矩阵。

- **上半年整装大家居接单增速超 70%，从产品端、管理端和信息化等多方面拓展整装业绩增长点。**截至报告期末，公司共拥有整装大家居经销商 293 家，开设整装大家居门店 334 家。在疫情背景下，今年 1-6 月公司整装大家居接单增速超 70%。公司持续提升整装产品竞争力，为终端输送具有较高性价比的整装渠道产品。在整装信息化方面，CAXA 软件已经实现了在整装定制家居产品的打通，第三方软件的产品库也不断完善，供应链配套产品、主辅材的品类和 SKU 更趋丰富。
- **工程渠道及时优化成本结构，聚焦优质地产公司，进一步加大抢占百强地产份额。**公司成立独立部门对接各品类零售代理商工程项目，充分利用欧派橱柜的先入优势，开拓其他品类的百强地产战略和项目开发（尤其是精装修必备的木门、淋浴房、工程百货等品类），上半年公司大宗业务合同签单业绩达成预定目标。聚焦优质地产公司，在结合定制家居产品特性的基础上深化产品＋服务的配套组合，在集团＋服务商的工程业务模式下推进属地化服务，通过多品类一体化服务，综合品类价格平衡及高标准施工管理，实现精装房个性化定制和标准化生产。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 19.40、22.25、26.02 亿元，同比增长 5.49%、14.66%、16.95%，对应的 EPS 为 3.30、3.78、4.42 元，PE 为 30.36、26.47、22.64 倍，维持“增持”评级。

存在风险

- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；大宗业务回款风险等。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		11,509.39	13,533.36	14,298.00	16,514.18	18,661.03
	同比增长	18.53%	17.59%	5.65%	15.50%	13.00%
归母净利润（百万元）		1,571.86	1,839.45	1,940.37	2,224.85	2,601.96
	同比增长	20.90%	17.02%	5.49%	14.66%	16.95%
每股收益（元）		3.74	4.38	3.30	3.78	4.42
PE		26.77	22.87	30.36	26.47	22.64
PB		5.57	4.40	5.19	4.34	3.70

数据来源：wind、山西证券研究所

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11,509.4**	**13,533.4**	**14,298.0**	**16,514.2**	**18,661.0**
减:营业成本	7,092.6	8,683.6	8,986.3	10,321.4	11,614.6
营业税费	106.4	88.1	127.1	142.3	155.2
销售费用	1,177.2	1,310.0	1,375.5	1,592.0	1,806.4
管理费用	772.3	939.3	1,630.0	1,849.6	2,034.1
财务费用	-31.8	-69.6	-2.5	1.0	1.0
资产减值损失	20.8	-	10.4	10.4	6.9
加:公允价值变动收益	-	**4.7**	35.6	-70.0	-80.0
投资和汇兑收益	57.4	24.5	29.6	36.9	37.1
营业利润	**1,821.5**	**2,104.7**	**2,236.5**	**2,564.6**	**3,000.0**
加:营业外净收支	7.1	13.8	23.7	16.1	15.2
利润总额	**1,828.6**	**2,118.6**	**2,260.2**	**2,580.7**	**3,015.2**
减:所得税	256.7	279.1	319.8	355.8	413.2
净利润	**1,571.9**	**1,839.4**	**1,940.4**	**2,224.8**	**2,602.0**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,518.0	1,466.5	1,854.7	3,597.0	6,593.1
交易性金融资产	-	1,514.4	1,550.0	1,480.0	1,400.0
应收帐款	342.4	532.7	394.5	455.6	514.8
应收票据	90.4	118.0	-	-	-
预付帐款	87.6	98.5	117.9	135.5	152.4
存货	645.3	845.8	1,231.0	1,413.9	1,591.1
其他流动资产	569.9	1,875.6	1,931.9	1,989.9	2,049.6
可供出售金融资产	85.9	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	8.2	8.2	8.2	8.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,457.5	4,960.2	5,381.4	5,914.8	6,330.9
在建工程	1,887.9	1,694.1	1,525.0	1,293.7	866.2
无形资产	1,092.2	1,125.2	1,067.4	1,009.7	951.9
其他非流动资产	332.7	532.7	548.7	565.1	582.1
资产总额	**11,120.5**	**14,813.9**	**15,622.1**	**17,864.0**	**21,040.8**
短期借款	12.2	52.6	54.9	54.9	43.7
应付票据	188.8	156.0	164.8	190.4	215.1
应付账款	635.4	837.0	841.4	966.4	1,087.5
其他流动负债	231.1	372.3	390.9	410.5	431.0
长期借款	140.4	406.5	-	-	-
其他非流动负债	231.1	372.3	390.9	410.5	431.0
负债总额	**3,559.6**	**5,255.0**	**4,266.5**	**4,283.5**	**5,130.1**
股本	420.3	420.2	588.2	588.2	588.2
资本公积与留存收益	4,309.6	5,833.6	7,773.9	9,998.8	12,340.6
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	**7,560.9**	**9,558.9**	**11,355.6**	**13,580.5**	**15,910.6**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,571.9	1,839.4	1,940.4	2,224.8	2,602.0
加:折旧和摊销	20.8	8.1	-	-	-
资产减值准备	352.9	439.1	355.8	355.8	569.4
公允价值变动损失	-	-4.7	35.6	-70.0	-80.0
财务费用	22.9	19.3	-2.5	1.0	1.0
投资收益	-57.4	-24.5	-29.6	-36.9	-37.1
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	210.4	-1,514.8	421.9	-307.9	129.2
经营活动产生现金流量	**2,018.2**	**2,156.3**	**2,721.6**	**2,166.8**	**3,184.5**
投资活动产生现金流量	**-2,313.0**	**-4,653.9**	**-592.1**	**-423.6**	**-302.9**
融资活动产生现金流量	**-359.1**	**1,440.8**	**-1,743.7**	**-1.0**	**125.9**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	18.5%	17.6%	5.7%	15.5%	13.0%
营业利润增长率	20.4%	15.5%	6.3%	14.7%	17.0%
净利润增长率	65.4%	8.3%	-12.5%	12.8%	22.2%
EBITDA增长率	65.9%	6.0%	-12.1%	14.8%	17.0%
EBIT增长率	19.7%	14.9%	8.5%	15.3%	17.1%
NOPLAT增长率	20.9%	17.0%	5.5%	14.7%	17.0%
投资资本增长率	78.2%	60.7%	-2.8%	7.3%	-2.7%
净资产增长率	21.4%	26.4%	18.8%	19.6%	17.2%
利润率					
毛利率	38.4%	35.8%	37.2%	37.5%	37.8%
营业利润率	15.8%	15.6%	15.6%	15.5%	16.1%
净利润率	13.7%	13.6%	13.6%	13.5%	13.9%
EBITDA/营业收入	23.8%	21.9%	18.1%	17.7%	19.1%
EBIT/营业收入	20.8%	18.8%	15.6%	15.5%	16.1%
投资回报率					
ROE	20.8%	19.2%	17.1%	16.4%	16.4%
ROA	14.1%	12.4%	12.4%	12.5%	12.4%
ROIC	57.5%	37.1%	25.0%	29.7%	32.4%
费用率					
销售费用率	10.2%	9.7%	9.6%	9.6%	9.7%
管理费用率	6.7%	6.9%	11.4%	11.2%	10.9%
财务费用率	-0.3%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	16.7%	16.1%	21.0%	20.8%	20.6%
运营效率					
固定资产周转天数	93	112	130	123	118
流动资产周转天数	142	142	170	176	206
应收帐款周转天数	8	12	53	53	39
存货周转天数	36	31	42	46	40
总资产周转天数	325	345	383	365	375
偿债能力					
资产负债率	32.0%	35.5%	27.3%	24.0%	24.4%
负债权益比	47.1%	55.0%	37.6%	31.5%	32.2%
流动比率	1.33	1.97	1.83	2.34	2.86
速动比率	1.13	1.71	1.51	1.98	2.49
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	3.74	4.38	3.30	3.78	4.42
BVPS(元)	17.99	22.75	19.30	23.09	27.05
PE(X)	26.8	22.9	30.4	26.5	22.6
PB(X)	5.6	4.4	5.2	4.3	3.7
P/FCF	-90.0	93.5	106.6	35.1	18.4
P/S	3.7	3.1	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	11.2	16.0	21.2	18.2	14.2
CAGR(%)	12.3%	12.3%	14.3%	12.3%	12.3%
PEG	218.1%	186.6%	212.2%	215.6%	184.7%

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336