太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-27

公司点评报告

买入/维持

欧派家居(603833)

目标价：111.00

昨收盘：99.99

可选消费 耐用消费品与服装

20Q2 稳健向上，大宗环比改善，整装表现亮眼

■ **股票数据**

总股本/流通(百万股)	588/588
总市值/流通(百万元)	58,818/58,818
12 个月最高/最低(元)	132.81/85.90

相关研究报告：

欧派家居（603833）《2020 中期业绩略超预期，衣柜与整装贡献增量》--2020/08/13

欧派家居（603833）《2019 年报收入略超预期，衣柜同店增速耀眼》--2020/04/29

欧派家居（603833）《公司发布 19 年年报预告，利润端略超预期》--2020/01/15

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL：chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

证券分析师助理：曹倩雯

电话：18653860177

E-MAIL：caoqw@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：

欧派发布 2020 中报：营收下降 9.88%至 49.66 亿，归母净利下降 22.70%至 4.89 亿元。扣非净利下降 25.6%。其中，Q2 营收同比增 6.9%，归母净利同比增 9.2%，业绩与前期快报披露一致。

点评：

分品类看，衣柜 Q2 同比增长 18%，新渠道拓展加速，零售端稳健增长，净开店仅 10 家因而增长主要来自同店，配套品渗透带来客单值提升，加强厨衣/衣木联动相互引流。**橱柜 Q2 同比下滑 2%**，虽净关店 24 家，但公司深耕多元渠道，推出低价促销套餐和高端系列铂尼思，扩大价格覆盖。**木门/卫浴 Q2 同比增长 21%/11%**，净开店 74/24 家，木门依托精装整装带单增长。欧铂丽净开店 29 家，与欧派同步增长。

分渠道看，大宗 Q2 同比增长 57%，明显加速，除部分 Q1 业务在 Q2 结转收入外，还因欧派抓住精装红利，战略资源有倾斜，与多家百强房企联合开发产品、提升服务效率，衣柜木门等大宗也有亮眼表现。**整装 H1 接单同比增长 70%**，20H1 净开店 46 家至 334 家，同时优化运营、加强赋能、提升欧派产品和供应链配套品的渗透率。**零售 Q2 同比增长 2%**，整体承压，但表现领先行业，享市占率提升，欧派加大经销商赋能、试点分销业务、加码线上营销引流和私域流量带货。

盈利端，毛利率同比下滑 4.2pct，主要是疫情影响产能利用率、加大经销商让利和终端促销，其中橱柜/衣柜/卫浴/木门分别下滑 5.4/1.5/2.9/4.1pct，直营/经销/大宗分别下滑 2.5/4.1/5.9pct；单看 Q2 毛利率下滑 2.6pct，降幅收窄，趋势向好。**销售费用率同比下降 2.0pct**，疫情后控费显著，其他费用则小幅波动。经营性净现金流下滑 44.4%，但单 Q2 同比增长 17%，疫情后显著回暖。

判断全年，经营情况逐季改善，预期整体稳健增长。大宗继续迎来集中履约期，H2 有望维持高增，全年或将接近 30%增长；整装开店加速，同时进一步整合供应链和配套品，H2 收入或将翻倍；橱柜零售继续承压，但通过价格带拓展和产品升级（每平+88 元换无醛板满足环保诉求），将迎市占率提升；衣柜零售延展性强，未来加强厨衣带单和配套品渗透，H2 增速同样可期。成本端，疫情后规模效应释放，

叠加信息化转型和标准化制造（如衣柜免审订单 60%+，一次通过率 90%+，审单效率由日均 120 升至 260 单），H2 毛利率可显著改善。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 4.6/5.4/6.1，对应 PE 为 30/26/23 倍，公司拓渠道、扩品类均领先行业，考虑到产业链景气度与欧派龙头地位，中长期看仍有空间，维持“买入”评级。

风险提示：地产景气度低、业务推广不及预期、疫情影响销售

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13533	14596	17018	19748
(+/-%)	17.59	7.85	16.59	16.04
净利润(百万元)	1839	1951	2235	2555
(+/-%)	17.02	6.01	15.88	14.07
摊薄每股收益(元)	4.42	3.32	3.80	4.34
市盈率(PE)	22.65	30.18	26.36	23.06

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2518	1467	3600	5996	8709
应收和预付款项	366	591	348	406	472
存货	645	846	1886	2208	2574
其他流动资产	725	3508	3566	3595	3628
流动资产合计	4254	6411	9400	12206	15383
长期股权投资	0	8	8	8	8
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3458	0	210	368	486
在建工程	1888	0	-128	-223	-295
无形资产开发支出	1092	1125	1069	1015	965
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6867	1604	1588	1597	1592
资产总计	11120	8015	10988	13803	16975
短期借款	12	53	0	0	0
应付和预收款项	1912	1997	2246	2625	3054
长期借款	140	406	406	406	406
其他负债	1495	2263	2920	3121	3309
负债合计	3560	4719	5573	6153	6769
股本	420	420	588	588	588
资本公积	2971	2982	2982	2982	2983
留存收益	4310	5834	7785	10020	12575
归母公司股东权益	7561	9559	11678	13914	16469
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	7561	9559	11678	13914	16469
负债和股东权益	11120	14278	17251	20066	23238

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	2018	2156	2047	2464	2784
投资性现金流	-2313	-4654	-1	-41	-45
融资性现金流	-359	1441	87	-27	-27
现金增加额	-22	6	0	0	0

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509	13533	14596	17018	19748
营业成本	7093	8684	9419	11032	12860
营业税金及附加	106	88	95	111	128
销售费用	1177	1310	1314	1532	1777
管理费用	1405	1581	1533	1787	2074
财务费用	-32	-70	33	39	20
资产减值损失	21	8	21	11	14
投资收益	57	24	50	50	50
公允价值变动	0	5	0	0	0
营业利润	1822	2105	2233	2557	2925
其他非经营损益	7	14	10	12	11
利润总额	1829	2119	2243	2569	2937
所得税	257	279	292	334	382
净利润	1572	1839	1951	2235	2555
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1572	1839	1951	2235	2555

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	38.38%	35.84%	35.47%	35.17%	34.88%
销售净利率	13.66%	13.59%	13.37%	13.13%	12.94%
销售收入增长率	18.53%	17.59%	7.85%	16.59%	16.04%
EBIT 增长率	17.00%	14.04%	11.06%	14.61%	13.38%
净利润增长率	20.90%	17.02%	6.09%	14.52%	14.32%
ROE	20.79%	19.24%	16.71%	16.06%	15.51%
ROA	14.13%	12.88%	11.31%	11.14%	10.99%
ROIC	30.23%	21.44%	24.05%	28.12%	32.51%
EPS(X)	3.77	4.42	3.32	3.80	4.34
PE(X)	21.15	22.65	30.18	26.36	23.06
PB(X)	4.43	4.40	5.04	4.23	3.58
PS(X)	2.91	3.11	4.04	3.46	2.98
EV/EBITDA(X)	14.49	16.98	24.28	20.23	16.95

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。