消费升级与娱乐研究中心

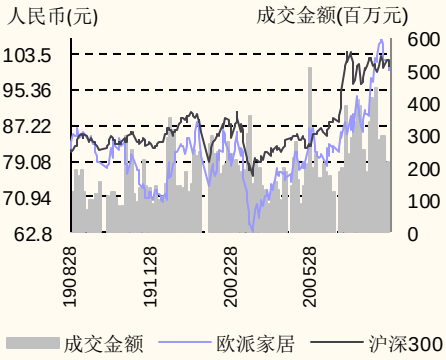
欧派家居 (603833.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：100.13 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.88
已上市流通 A 股(亿股)	5.88
总市值(亿元)	589.01
年内股价最高最低(元)	107.01/88.61
沪深 300 指数	4731
上证指数	3350



相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

4.《业绩增长稳健，期待衣柜、木门大宗业务放量-欧派家居 2019 年...》，2019.8.29

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

Q2 全渠道恢复增长，下半年有望加速

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	14,993	17,675	20,668
营业收入增长率	18.53%	17.59%	10.79%	17.89%	16.93%
归母净利润(百万元)	1,572	1,839	1,941	2,291	2,613
归母净利润增长率	20.90%	17.02%	5.53%	18.03%	14.03%
摊薄每股收益(元)	3.740	4.378	3.300	3.895	4.441
每股经营性现金流净额	4.80	5.11	4.46	5.18	5.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.79%	19.24%	18.64%	19.43%	19.56%
P/E	21.32	26.73	30.34	25.71	22.54
P/B	4.43	5.14	5.65	5.00	4.41

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布半年报，2020H1 实现营收 49.7 亿元，同比-9.9%，实现归母净利润，4.9 亿元，同比-22.7%。其中公司在 Q2 业绩已恢复增长，Q2 实现营收 35.4 亿元，同比+6.9%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比+9.2%。

经营分析

■ **Q2 全渠道恢复增长，整装+大宗表现亮眼：**公司在较为困难外部环境下，依托大宗+整装前瞻布局叠加通过线上裂变营销+视频直播引流助力经销商获单，于 Q2 顺利恢复增长实属难得，展现龙头韧性。分渠道来看，公司经销渠道 H1 收入 36.2 亿元，同比-14.5%，Q1/Q2 收入分别为 8.8/27.4 亿元，同比-42.6%/+1.4%，其中整装业务表现较为亮眼，截止 6 月底整装大家居共开设 334 家门店（较 19 年底增 46 家），上半年接单增速超 70%，驱动经销渠道 Q2 顺利恢复增长。工程渠道方面，公司 H1 收入 10.4 亿元，同比+12.3%，Q1/Q2 收入分别为 3.8/6.6 亿元，同比-25.0%/+57.4%，因公司待履约工程订单较为充足，Q2 复工复产后大宗业务快速反弹。直营渠道方面，公司 H1 收入 1.0 亿元，同比-12.0%，Q1/Q2 收入分别为 2700/7541 万元，同比-51.6%/+24.7%。分品类来看，橱柜 H1 收入同比下滑 16.0%至 21.9 亿，Q1/Q2 收入分别为 6.4/15.4 亿元，同比-37.2%/-2.3%。衣柜 H1 收入同比下滑 6.8%至 18.7 亿，Q1/Q2 收入分别为 4.9/13.7 亿元，同比-41.2%/+18.0%，Q2 衣柜已恢复较快增长。

■ **毛利率短期承压，费用率管控优异：**公司上半年毛利率同比下滑 4.2pct 至 33.4%，上半年毛利率短期承压预计主要是由疫情期间推出更多较高性价比的套餐产品满足刚需群体叠加 Q1 产能利用率较低所致。其中 Q2 毛利率已恢复至 37.3%，预计下半年随着无醛产品的大力推广以及公司高端市场的铂尼思品牌逐步发力，有望驱动毛利率稳步修复。期间费用率方面，上半年整体下降 1.8pct 至 22.2%，其中销售费用率下降 2.0pct 至 9.2%，管理费用率（含研发费用）提升 0.9pct 至 13.5%，主要是由于在建工程转固促使折旧摊销费用同比增加 44.1%。此外，财务费用率为-0.6%，主要由于利息费用增加。

■ **家居消费需求亟待释放，全渠道布局将大为受益：**疫情现已较好控制，下半年竣工回暖有望延续叠加消费者心理影响消退将驱动家居需求逐步释放。在零售渠道橱柜、卫浴等份额受到精装房挤压的情况下，公司已具备传统零售+工程+整装的全渠道布局，可较好应对流量碎片化带来的冲击。公司的工程渠道今年上半年合同签单业绩已达成预定目标，整装渠道模式逐步完善，在零售渠道稳步回暖的情况下，预计大宗与整装业务将驱动公司重回增长快车道。

盈利调整和投资建议

■ 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.30、3.90 元、4.44 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 30、26 和 23 倍，欧派有望依托整装与大宗业务继续夯实龙头地位，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**	**14,993**	**17,675**	**20,668**
增长率		18.5%	17.6%	10.8%	17.9%	16.9%
主营业务成本	-6,358	-7,093	-8,684	-9,709	-11,453	-13,437
%销售收入	65.5%	61.6%	64.2%	64.8%	64.8%	65.0%
毛利	3,352	4,417	4,850	5,285	6,222	7,231
%销售收入	34.5%	38.4%	35.8%	35.2%	35.2%	35.0%
营业税金及附加	-95	-106	-88	-90	-106	-124
%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	-1,454	-1,715	-2,005
%销售收入	9.8%	10.2%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
管理费用	-891	-772	-939	-1,035	-1,202	-1,405
%销售收入	9.2%	6.7%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%
研发费用	0	-632	-642	-675	-778	-909
%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	2,031	2,422	2,787
%销售收入	14.6%	15.0%	13.8%	13.5%	13.7%	13.5%
财务费用	-3	32	70	73	82	90
%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	-9	-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%	1.1%	1.0%
营业利润	1,513	1,822	2,105	2,225	2,630	3,001
营业利润率	15.6%	15.8%	15.6%	14.8%	14.9%	14.5%
营业外收支	20	7	14	19	19	19
税前利润	1,533	1,829	2,119	2,244	2,649	3,020
利润率	15.8%	15.9%	15.7%	15.0%	15.0%	14.6%
所得税	-234	-257	-279	-303	-358	-408
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	1,941	2,291	2,613
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**	**1,941**	**2,291**	**2,613**
净利率	13.4%	13.7%	13.6%	12.9%	13.0%	12.6%

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	1,941	2,291	2,613
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	183	99	123
经营活动现金净流	**1,878**	**2,018**	**2,148**	**2,626**	**3,048**	**3,493**
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	-860	-998	-1,127
筹资活动现金净流	**2,251**	**-381**	**1,447**	**-1,219**	**-998**	**-1,127**
现金净流量	**2,074**	**-675**	**-1,059**	**348**	**1,190**	**405**

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	1,815	3,005	3,410
应收款项	244	433	651	625	748	889
存货	787	645	846	847	1,030	1,245
其他流动资产	556	657	3,489	3,621	3,840	4,062
流动资产	4,806	4,254	6,452	6,908	8,624	9,607
%总资产	49.7%	38.2%	43.6%	43.5%	48.2%	47.6%
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%	41.4%	42.8%
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%	51.8%	52.4%
资产总计	**9,670**	**11,120**	**14,814**	**15,884**	**17,889**	**20,163**
短期借款	100	12	53	0	0	0
应付款项	2,745	2,657	2,688	2,947	3,473	4,068
其他流动负债	455	519	539	580	684	795
流动负债	3,300	3,188	3,280	3,527	4,157	4,863
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**	**5,467**	**6,097**	**6,803**
普通股股东权益	**6,226**	**7,561**	**9,559**	**10,417**	**11,792**	**13,359**
其中：股本	421	420	420	588	588	588
未分配利润	2,967	4,099	5,623	6,788	8,163	9,731
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**	**15,884**	**17,889**	**20,163**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.091	3.740	4.378	3.300	3.895	4.441
每股净资产	14.803	17.990	22.750	17.709	20.046	22.711
每股经营现金净流	4.465	4.802	5.113	4.465	5.182	5.937
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.320	1.558	1.777
回报率						
净资产收益率	20.88%	20.79%	19.24%	18.64%	19.43%	19.56%
总资产收益率	13.44%	14.13%	12.42%	12.22%	12.81%	12.96%
投入资本收益率	19.01%	19.26%	14.39%	14.57%	15.60%	16.07%
增长率						
主营业务收入增长率	36.11%	18.53%	17.59%	10.79%	17.89%	16.93%
EBIT增长率	32.98%	21.83%	8.21%	8.59%	19.25%	15.07%
净利润增长率	36.92%	20.90%	17.02%	5.53%	18.03%	14.03%
总资产增长率	74.29%	15.00%	33.21%	7.23%	12.62%	12.71%
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	138.3	126.1	117.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.10%	-31.28%	-13.87%	-16.58%	-24.73%	-24.87%
EBIT利息保障倍数	509.4	-54.3	-26.9	-27.9	-29.5	-30.9
资产负债率	35.62%	32.01%	35.47%	34.42%	34.08%	33.74%

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

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