消费升级与娱乐研究中心

欧派家居 (603833.SH) 买入（维持评级）

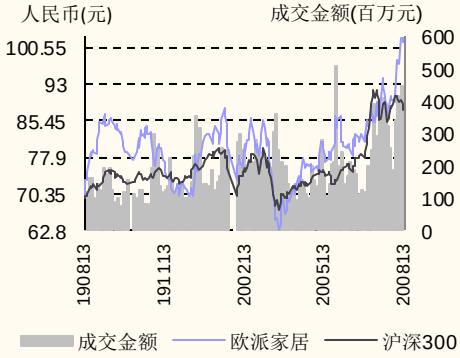
公司点评

市场价格（人民币）：102.83 元

20 业绩如期转正，下半年有望加速增长

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)	604.89
年内股价最高最低(元)	102.83/85.54
沪深 300 指数	4636
上证指数	3321



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	31.16	26.40	23.15
P/B	4.43	5.14	5.81	5.13	4.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布业绩快报，2020 年 H1 实现营业收入 49.7 亿元，同比下滑 9.9%，实现归母净利润 4.9 亿元，同比下滑 22.7%。公司 Q2 已恢复恢复增长，Q2 营收同比增长 6.9%至 35.4 亿元，归母净利润同比增长 9.2%至 5.9 亿元。

经营分析

- **业绩如期较快转正，体现龙头品牌韧性：**2020 年 1Q 受新冠疫情影响，地产竣工与装修需求释放均有推迟，叠加疫情下消费信心受损，家居行业面临冲击较为明显。在这些不利条件下，公司 4-6 月接单增速逐月改善，最终 2Q 实现营收与利润同比转正实属难得，展现出龙头品牌快速的应对能力与韧性。分渠道来看，零售渠道方面依托线上裂变营销+视频直播落地+信息化赋能等方式明显增强获客能力与成交率，预计 2Q 零售衣柜品类实现正向增长，整装业务预计增速最快，但零售橱柜预计仍同比下滑。大宗业务方面，由于前端缺少服务环节，预计已在 4 月率先实现转正并拉动 2Q 整体增长。
- **7 月接单提速，竣工和地产销售回暖，下半年将加速修复：**根据草根调研，7 月公司的接单提速，基本面展现出加速修复的迹象，尤其是零售端衣柜和整装业务的接单都已经恢复到较快的水平。我们认为 7 月接单的加速主要原因是国内居民在心理上，开始逐渐摆脱疫情带来的担忧，正常的生活秩序已经开始恢复。展望下半年，地产竣工和销售数据的逐渐向好，对整个家居行业将带来景气度的提升，而在旺季来临之前，国内居民心理层面的恢复则恰到其时，我们认为家居行业零售端在下半年将延续基本面加速修复的趋势。

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 31、26 和 23 倍，鉴于今年疫情扭曲了公司的业绩，我们认为基于中期视角看，2021 年 26 倍的估值水平对于行业龙头欧派而言，较为便宜，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

相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

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