

证券研究报告—动态报告

轻工

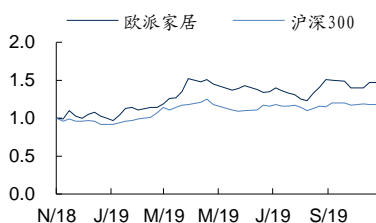
家居 II

欧派家居(603833)
增持

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年10月31日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 420/95 |
| 总市值/流通(百万元) | 46,643/10,500 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,939/9,746 |
| 12个月最高/最低(元) | 130.72/71.34 |

《欧派家居-603833-2019年半年报点评：逆势稳健增长，业绩符合预期》——2019-09-02

证券分析师：王学恒

电话：010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

联系人：丁诗洁

电话：0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评
业绩符合预期，经销环比改善
● 前三季度业绩增长稳健，符合预期

期内公司实现收入 95.35 亿元，+16.33%，单 Q3+20.1%，大幅提升；归母净利润 13.78 亿元，+14.83%。单 Q3 收入/归母净利润分别同增 20.1%/14.7%；扣非净利润 12.91 亿元，+18.84%，单 Q3+10.5%，环比放缓。期内公司实现毛利率 37.6%，-0.2p.p.，单 Q3-1.2 p.p.，因加大经销商返利支持有所下降；期内公司实现净利率 14.5%，-0.9 p.p.，单 Q3-0.2 p.p.。现金流维持健康水平，存货周转天数同比减少 10 天，应收/应付账款周转天因大宗收入占比增大而小幅提升，总体营运能力较好。

● 橱柜增长明显加速，其他品类保持高速增长

橱柜增长加速，期内实现收入 42.34 亿，+6.19%，单 Q3 +10.39%，较上半年明显改善，但毛利率下降 1.1p.p.；衣柜期内实现收入 20.05 亿元，+20.07%，单 Q3 也有环比改善，毛利率提升 0.8p.p.；卫浴实现收入 4.4 亿元，+43.30%，保持高速增长；木门实现收入 4.13 亿元，+37.37%，保持快速增长。

● 经销增长显著回升，大宗保持较快增长

期内公司实现直营/经销收入增长 10.5%/12.9%，其中经销单 Q3 环比+18.5%，增长显著，因公司应对行业压力加大对经销商的支持。大宗保持高速增长，前三季度+50.9%；整装业务发展顺利，预计全年能够完成 6 亿元的接单目标。

● 风险提示

1. 房地产调控政策收紧，竞争加剧。2. 经销商经营状况不及预期。3. 大宗业务发展及资金回款情况不及预期。4. 整装业务推进不及预期。

● 投资建议：龙头逆势稳健增长，维持“增持”评级

公司前三季度实现稳健增长，逆势表现出色，龙头竞争力显现。我们维持盈利预测，预计公司 19-21 年净利润同比增长 16.3%/19.4%/18.4%；EPS 分别为 4.35/5.2/6.15 元，对应 PE 分别为 26.6x/22.3x/18.8x。我们维持合理估值 131-135 元（即 2020 PE25x-26x），维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

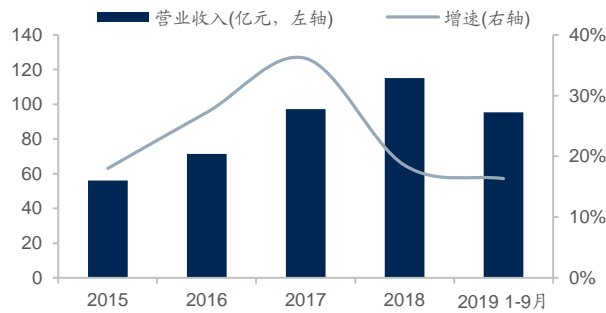
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9,710 | 11,509 | 13,288 | 15,304 | 17,574 |
| (+/-%) | 36.1% | 18.5% | 15.5% | 15.2% | 14.8% |
| 净利润(百万元) | 1,300 | 1,572 | 1,829 | 2,184 | 2,585 |
| (+/-%) | 36.9% | 20.9% | 16.3% | 19.4% | 18.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.09 | 3.74 | 4.35 | 5.20 | 6.15 |
| EBIT Margin | 14.6% | 20.5% | 15.5% | 16.1% | 16.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 20.9% | 20.8% | 20.5% | 20.8% | 20.9% |
| 市盈率(PE) | 37.5 | 31.0 | 26.6 | 22.3 | 18.8 |
| EV/EBITDA | 32.0 | 19.4 | 20.7 | 17.1 | 14.7 |
| 市净率(PB) | 7.82 | 6.44 | 5.47 | 4.64 | 3.93 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

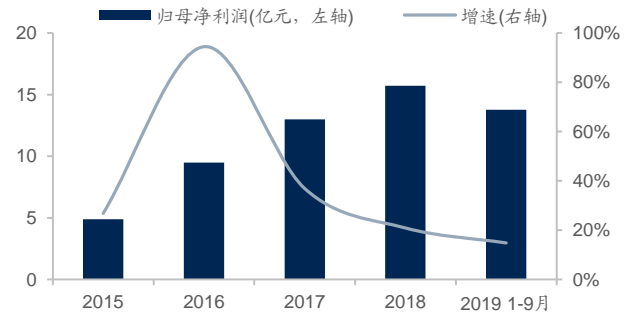
2019 年前三季度收入增速稳健，符合预期。 期内公司实现收入 95.35 亿元，+16.33%；归母净利润 13.78 亿元，+14.83%，单 Q3 收入/归母净利润分别同增 20.1%/14.7%，扣非净利润 12.91 亿元，+18.84%，单 Q3+10.5%。收入方面，公司面对行业压力，主动加大经销商返利支持，有效拉动了三季度收入快速增长，扩大市场份额。利润方面，在季度返利政策调整下暂时有小幅负面影响，预计后续公司将继续调整，全年维持较快的利润增长。

图 1: 公司营业收入及增速



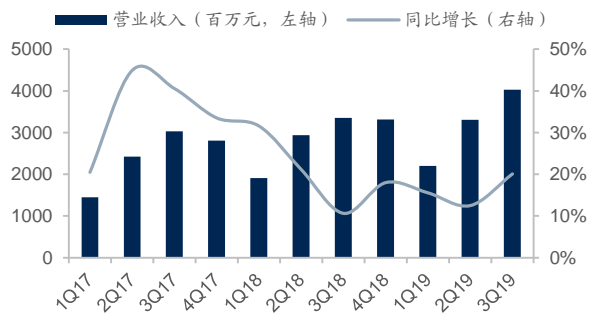
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润及增速



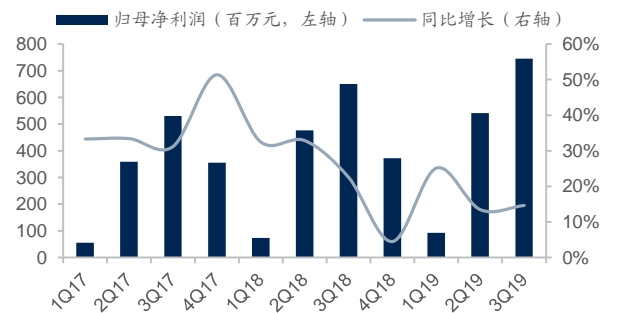
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

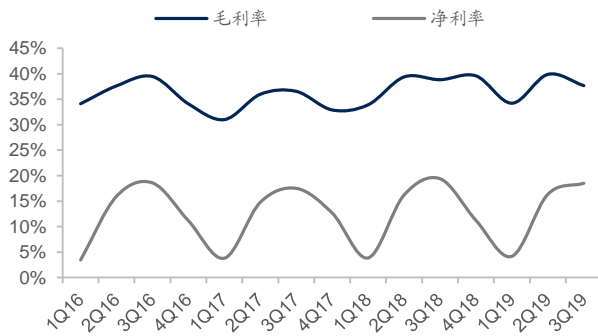
图 4: 公司季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

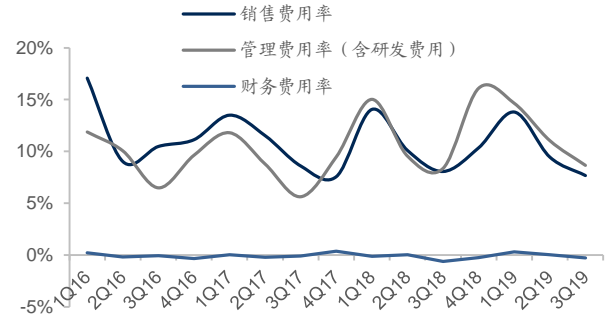
毛利率、净利率小幅下降。 期内公司实现毛利率 37.6%，-0.2p.p.，单 Q3 毛利率 -1.2 p.p.；期内公司实现净利率 14.5%，-0.9 p.p.，单 Q3-0.2 p.p.。毛利方面，由于返利力度加大，单季度毛利率下降较为明显，预计后续将调整保持合理的利润水平。期间费用率中，销售费用率下降 0.4p.p.，管理研发费用增加 0.3p.p.，财务费用增加 0.3p.p.。

图 5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

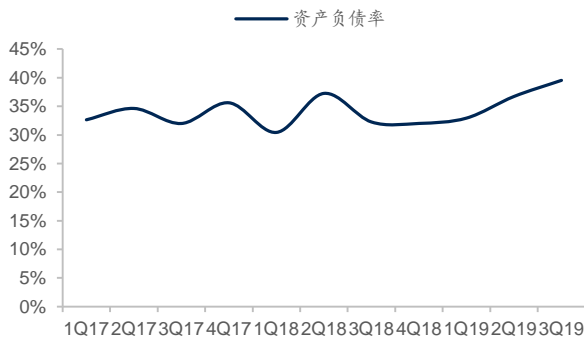
图 6：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

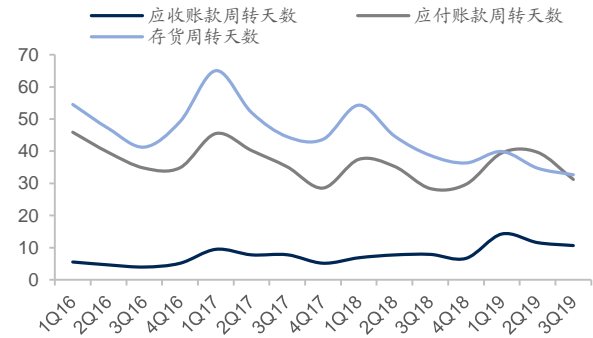
资产负债率小幅提升，周转情况健康。资产负债率小幅上升至 39.5%，但净负债率 14%，仍处于健康的水平。大宗渠道严格控制应收账款回收，并通过保理业务收回现金，增加现金流。存货周转天数同比减少约 10 天，应收/应付账款周转天数因大宗收入占比增大而小幅提升，体现了公司总体营运能力较好。

图 7：公司资产负债率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司周转情况

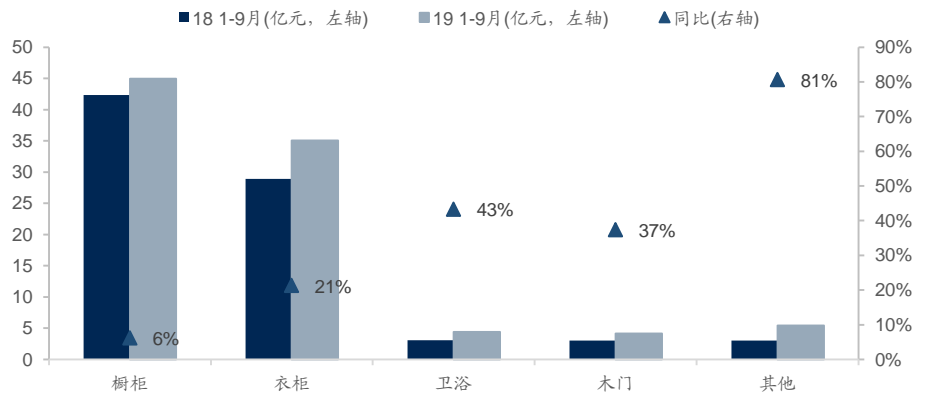


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

橱柜增长明显回暖，多品类保持快速增长。

- 1) 橱柜在返利政策推动下加速增长，期内实现收入 42.34 亿，+6.19%，单 Q3 +10.39%，较上半年明显改善，但同时毛利率-1.08 个百分点；
- 2) 衣柜期内实现收入 20.05 亿元，+20.07%，单 Q3 +22.03%，延续较快的增长趋势，且毛利率+0.82 个百分点；
- 3) 卫浴期内实现收入 4.4 亿元，+43.30%，单 Q3 +43.49%，增长迅速，毛利率小幅下降 0.27 个百分点；
- 4) 木门期内实现收入 4.13 亿元，+37.37%，单 Q3 +32.97%，保持快速增长，毛利率小幅下降 0.58 个百分点。

图 9: 公司各品类收入及增速情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司各品类单季收入及增速情况

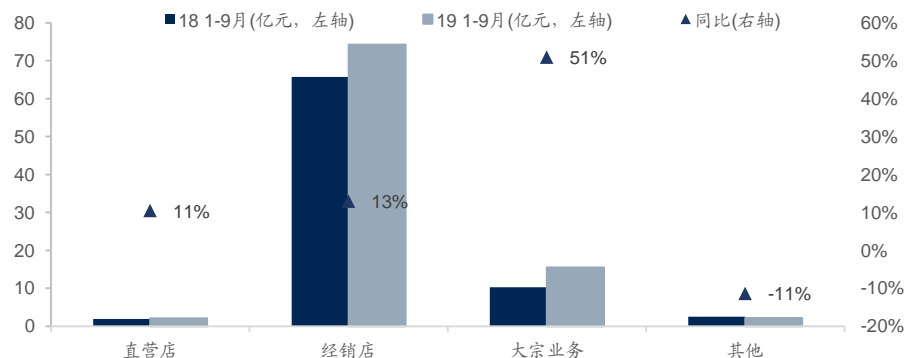
| 项目 | 19Q1 | | 19Q2 | | 19Q3 | |
|----|-------|--------|-------|--------|-------|---------|
| | 收入 | 增速 | 收入 | 增速 | 收入 | 增速 |
| 橱柜 | 10.23 | 2.77% | 15.82 | 3.76% | 18.92 | 10.39% |
| 衣柜 | 8.41 | 26.36% | 11.64 | 16.92% | 15.00 | 22.03% |
| 卫浴 | 1.08 | 53.96% | 1.54 | 35.79% | 1.78 | 43.49% |
| 木门 | 0.81 | 24.09% | 1.41 | 52.95% | 1.91 | 32.97% |
| 其他 | 1.06 | 48.89% | 2.16 | 37.87% | 2.19 | 203.75% |

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

零售大宗均逆势环比回升，大宗环比改善。

- 1) 经销渠道明显回暖，渠道核心优势显现。期内直营店实现收入 2.08 亿元，+10.52%，单 Q3+14.69%；经销店实现收入 74.24 亿元，+12.94%，单 Q3+18.53%。单 Q3 开店环比放缓，净增门店数 66 家，其中欧派橱柜（含橱衣综合）/欧派衣柜（衣柜独立）/欧铂尼木门/欧派卫浴/欧铂丽门店分别增加-9/-58/76/29/28 家。
- 2) 大宗渠道环比改善。期内实现收入 15.46 亿元，+50.90%，单 Q3+46.38%，相比 Q2 30%的增速有较大回升。
- 3) 整装预计完成今年目标。预计今年前三季度出仓收入达到 3 个亿左右，全年 5 个亿左右，对应接单金额预计达到 6 亿元左右，完成今年目标。

图 10: 公司各渠道收入及增速情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司各渠道单季收入及增速情况

| 项目 | 19Q1 | | 19Q2 | | 19Q3 | |
|------|-------|---------|-------|---------|-------|--------|
| | 收入 | 增速 | 收入 | 增速 | 收入 | 增速 |
| 直营店 | 0.56 | 0.78% | 0.6 | 14.71% | 0.92 | 14.69% |
| 经销商 | 15.28 | 4.91% | 27.06 | 11.58% | 31.90 | 18.53% |
| 大宗业务 | 5.08 | 82.08% | 4.21 | 29.82% | 6.17 | 46.38% |
| 其他 | 0.68 | -12.08% | 0.69 | -13.79% | 0.82 | -7.69% |

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 龙头逆势稳健增长, 维持“增持”评级

公司前三季度实现稳健增长, 逆势表现出色, 龙头竞争力显现。我们维持盈利预测, 预计公司 2019-2021 年营收规模分别为 132.9/153/175.7 亿元, 同比增长 15.5%/15.2%/14.8%; 归母净利润分别为 18.3/21.8/25.8 亿元, 同比增长 16.3%/19.4%/18.4%; EPS 分别为 4.35/5.2/6.15 元, 对应 PE 分别为 26.6x/22.3x/18.8x。我们维持合理估值 131-135 元 (即 2020 PE25x-26x), 维持“增持”评级。

表 3: 可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 货币 | 市值 (亿元) | 收盘价 | PE | | EPS | | PEG | 净利润增速 | |
|-----------|------|-----|---------|--------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | | 2019E | 2020E |
| 603833.SH | 欧派家居 | CNY | 486.68 | 115.83 | 26.62 | 22.29 | 4.35 | 5.20 | 1.48 | 16.33% | 19.42% |
| 300616.SZ | 尚品宅配 | CNY | 147.62 | 74.30 | 23.99 | 19.69 | 3.10 | 3.77 | 1.18 | 21.86% | 19.22% |
| 002572.SZ | 索菲亚* | CNY | 178.00 | 19.51 | 16.71 | 14.59 | 1.17 | 1.34 | 1.19 | 13.53% | 14.37% |
| 603898.SH | 好莱客* | CNY | 44.80 | 14.47 | 11.22 | 9.97 | 1.29 | 1.45 | 1.10 | 4.46% | 12.58% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

注: “*” 公司盈利预测来自 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及现金等价物 | 2518 | 3103 | 4032 | 5753 | 营业收入 | 11509 | 13288 | 15304 | 17574 |
| 应收款项 | 433 | 500 | 576 | 661 | 营业成本 | 7093 | 8258 | 9524 | 10960 |
| 存货净额 | 645 | 740 | 844 | 971 | 营业税金及附加 | 106 | 129 | 147 | 167 |
| 其他流动资产 | 657 | 585 | 673 | 773 | 销售费用 | 1177 | 1352 | 1550 | 1771 |
| 流动资产合计 | 4254 | 4928 | 6125 | 8158 | 管理费用 | 772 | 1493 | 1620 | 1766 |
| 固定资产 | 5345 | 6912 | 7907 | 8467 | 财务费用 | (32) | (28) | (28) | (41) |
| 无形资产及其他 | 1092 | 1049 | 1005 | 961 | 投资收益 | 57 | 58 | 67 | 77 |
| 投资性房地产 | 429 | 429 | 429 | 429 | 资产减值及公允价值变动 | (21) | (18) | (21) | (24) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (608) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 11120 | 13318 | 15466 | 18016 | 营业利润 | 1822 | 2124 | 2537 | 3003 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 12 | 0 | 0 | 0 | 营业外净收支 | 7 | 18 | 21 | 24 |
| 应付款项 | 824 | 945 | 1079 | 1240 | 利润总额 | 1829 | 2142 | 2558 | 3028 |
| 其他流动负债 | 2352 | 3101 | 3518 | 4015 | 所得税费用 | 257 | 314 | 374 | 443 |
| 流动负债合计 | 3188 | 4047 | 4596 | 5255 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 140 | 140 | 140 | 140 | 归属于母公司净利润 | 1572 | 1829 | 2184 | 2585 |
| 其他长期负债 | 231 | 231 | 231 | 231 | | | | | |
| 长期负债合计 | 372 | 372 | 372 | 372 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 3560 | 4418 | 4968 | 5627 | 净利润 | 1572 | 1859 | 2182 | 2523 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 10 | 17 | 6 | 4 |
| 股东权益 | 7561 | 8899 | 10498 | 12389 | 折旧摊销 | 337 | 504 | 672 | 775 |
| 负债和股东权益总计 | 11120 | 13318 | 15466 | 18016 | 公允价值变动损失 | 21 | 19 | 22 | 25 |
| | | | | | 财务费用 | (32) | (28) | (29) | (43) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (73) | 851 | 349 | 418 |
| 每股收益 | 3.74 | 4.35 | 5.20 | 6.15 | 其它 | (10) | (17) | (6) | (4) |
| 每股红利 | 1.00 | 1.17 | 1.39 | 1.65 | 经营活动现金流 | 1857 | 3233 | 3225 | 3742 |
| 每股净资产 | 17.99 | 21.18 | 24.98 | 29.48 | 资本开支 | (2226) | (2063) | (1650) | (1320) |
| ROIC | 30% | 22% | 25% | 28% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 21% | 21% | 21% | 21% | 投资活动现金流 | (2226) | (2063) | (1650) | (1320) |
| 毛利率 | 38.4% | 38% | 38% | 38% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 21% | 15% | 16% | 17% | 负债净变化 | 140 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 23% | 19% | 20% | 21% | 支付股利、利息 | (421) | (498) | (585) | (676) |
| 收入增长 | 19% | 15% | 15% | 15% | 其它融资现金流 | 230 | (12) | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 21% | 16% | 19% | 18% | 融资活动现金流 | (332) | (511) | (585) | (676) |
| 资产负债率 | 32% | 33% | 32% | 31% | 现金净变动 | (701) | 659 | 990 | 1745 |
| 息率 | 0.9% | 1.0% | 1.2% | 1.4% | 货币资金的期初余额 | 3219 | 2518 | 3177 | 4167 |
| P/E | 31.0 | 26.6 | 22.3 | 18.8 | 货币资金的期末余额 | 2518 | 3177 | 4167 | 5912 |
| P/B | 6.4 | 5.5 | 4.6 | 3.9 | 企业自由现金流 | 67 | 1076 | 1469 | 2291 |
| EV/EBITDA | 19.4 | 20.7 | 17.1 | 14.7 | 权益自由现金流 | 438 | 1088 | 1494 | 2328 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032