

欧派家居(603833)

深度报告

行业公司研究
一家具行业

Q4 业绩超预期，整装大家居持续推荐、规模效应凸显

——欧派家居点评报告

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文铤
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2020 年业绩预增公告：(1) **收入端**：20A 预计增长 5-15%至 142.1 亿-155.63 亿，中位数 148.87 亿 (+10%)；20Q4 单季度预计增长 12%-46%，中位数 51.55 亿 (+29%)。(2) **利润端**：20A 预计增长 10-20%至 20.2 亿-22.1 亿，中位数 21.2 亿 (+15%)；20Q4 单季度预计增长 24%-64%，中位数 6.65 亿 (+44%)。20A 非经常性损益预计在 1.74-1.9 亿，其中 20Q4 在 1.11-1.27 亿。Q4 单季度表现超出市场预期。

投资要点

□ 衣柜预期拉动显著，整装大家居接单表现靓丽

20 年在疫情背景下公司上下严格贯彻全渠道抢订单战略，包括线上视频直播到整装、工程等多个渠道，同时 Q3、Q4 以来前期积压的零售需求逐渐进入释放期，公司各方面接单均取得了亮眼表现。从我们跟踪来看：(1) **零售业务方面**，**厨柜零售端** Q4 以来呈加速修复态势，预期全年接单已经接近和去年持平，**衣柜零售** 20 年已经成为行业体量第一大、预期全年接单增长接近 20%，对公司收入端增长拉动显著、且仍将是公司 21 年重要的发力点；(2) **整装大家居渠道** 在 20 年逆势取得高增，我们估计全年接单金额已经超过 12 亿 (同比 19 年增长约 80%)，得益于信息化系统打通前后端以及强化对软装设计师的培训和赋能，持续看好整装渠道作为公司未来几年规模突破的关键点；(3) **大宗渠道** 下半年稳步修复，其中木门工程业务培育顺利、潜力较大，全年接单预期增长约 20%。

□ 规模化效益+费用管控，Q4 利润率显著提升

按照业绩预告中位数，我们估计公司 **20Q4 单季度归母净利率达到 12.9%** (同比 19Q4 提高 1.4pct)，主要得益于：(1) 规模化优势下单位生产成本降低，20Q3 单季度毛利率 38.75% (+1.08%)、Q4 预期延续；(2) 前期品牌营销投入积累的口碑，以及疫情下格局优化带来的马太效应，使得公司可以在费用端减少开支，20Q3 单季度期间费用率合计 14.73% (-2.21%)、Q4 预期延续。**我们认为欧派家居已经进入到规模红利期，持续看好 21 年利润率的稳步提升。**

□ 盈利预测及估值

预计 2020-2022 年公司实现营收 149.29/176.4/204.34 亿元，同增 10.31%/18.16%/15.84%；归母净利 21.08/25.53/29.97 亿元，同增 14.61%/21.08%/17.41%；对应当前市值 PE 分别为 40.28 X /33.26 X /28.33 X。考虑公司大家居龙头地位及整装渠道发展红利，维持“买入”评级！

□ 风险提示：房地产调控超预期，新品增长不达预期

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥144.35

单季度业绩

元/股

3Q/2020	1.61
2Q/2020	1.41
1Q/2020	-0.24
4Q/2019	1.10



公司简介

欧派家居是我国定制家居行业第一大龙头，厨柜、衣柜、木门、卫浴多品类融合，渠道结构多元化。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】欧派家居：零售显著回暖、规模化效应凸显，业绩增长超预期》2020.10.30
- 2 《【浙商轻工】欧派家居：业绩环比改善趋势确立，整装大家居表现靓丽》2020.08.28
- 3 《【浙商轻工】欧派家居：20Q2 销售环比改善显著，降本增效驱动利润率提升》2020.08.13

报告撰写人：史凡可、马莉
 联系人：傅嘉成、姜文铤

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	13533.36	14928.65	17639.84	20434.47
(+/-)	17.59%	10.31%	18.16%	15.84%
净利润	1839.45	2108.18	2552.65	2996.98
(+/-)	17.02%	14.61%	21.08%	17.41%
每股收益 (元)	3.13	3.54	4.28	5.03
P/E	46.16	40.28	33.26	28.33

图 1：欧派家居 20A 业绩预告拆分

【浙商轻工】欧派家居20A业绩预告拆分								
单位：百万元	2019A	20Q1-Q3	2020Q4下限	2020Q4中位数	2020Q4上限	2020预告下限	2020预告中位数	2020预告上限
营收	13533.36	9731.61	4478.42	5155.09	5831.75	14210.03	14886.70	15563.36
同比(%)	18%	2%	12%	29%	46%	5%	10%	15%
归母净利	1839.45	1450.21	573.19	665.16	757.13	2023.40	2115.37	2207.34
同比(%)	17%	5%	24%	44%	64%	10%	15%	20%
非经常性损益	158.68	63.15	111.41	119.34	127.28	174.56	182.49	190.43
扣非归母净利	1680.76	1387.06	461.78	545.81	629.85	1848.84	1932.87	2016.91
同比(%)	12%	7%	18%	40%	62%	10%	15%	20%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6452	7830	9354	11198	营业收入	13533	14929	17640	20434
现金	1467	2785	3755	5283	营业成本	8684	9552	11248	13033
交易性金融资产	1514	1514	1514	1514	营业税金及附加	88	127	165	190
应收账款	611	494	648	783	营业费用	1310	1309	1506	1686
其它应收款	40	58	73	75	管理费用	939	954	1111	1267
预付账款	98	113	133	152	研发费用	642	776	917	1063
存货	846	891	1154	1215	财务费用	(70)	(21)	(37)	(32)
其他	1876	1976	2076	2176	资产减值损失	8	13	14	11
非流动资产	8362	9727	11444	13189	公允价值变动损益	5	5	5	5
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	24	24	24	24
长期投资	8	8	8	8	其他经营收益	144	144	144	144
固定资产	4960	6155	7363	8570	营业利润	2105	2390	2888	3391
无形资产	1125	1225	1425	1725	营业外收支	14	20	18	17
在建工程	1694	1894	2194	2394	利润总额	2119	2410	2906	3408
其他	575	445	454	491	所得税	279	302	353	411
资产总计	14814	17557	20798	24388	净利润	1839	2108	2553	2997
流动负债	3280	3862	4515	5090	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	53	55	32	54	归属母公司净利润	1839	2108	2553	2997
应付款项	993	1103	1297	1499	EBITDA	2378	2759	3377	4007
预收账款	1160	1344	1685	1848	EPS (最新摊薄)	3.13	3.54	4.28	5.03
其他	1075	1360	1500	1689	主要财务比率				
非流动负债	1975	1852	1887	1904		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	406	406	406	406	成长能力				
其他	1568	1445	1480	1498	营业收入	17.59%	10.31%	18.16%	15.84%
负债合计	5255	5713	6402	6995	营业利润	15.55%	13.57%	20.80%	17.42%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	17.02%	14.61%	21.08%	17.41%
归属母公司股东权益	9559	11843	14396	17393	获利能力				
负债和股东权益	14814	17557	20798	24388	毛利率	35.84%	36.01%	36.24%	36.22%
					净利率	13.59%	14.12%	14.47%	14.67%
					ROE	21.49%	19.70%	19.46%	18.86%
					ROIC	16.97%	16.31%	16.60%	16.37%
					偿债能力				
					资产负债率	35.47%	32.54%	30.78%	28.68%
					净负债比率	8.74%	8.08%	6.85%	6.58%
					流动比率	1.97	2.03	2.07	2.20
					速动比率	1.71	1.80	1.82	1.96
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	0.92	0.92	0.90
					应收帐款周转率	35.12	34.31	39.99	36.49
					应付帐款周转率	11.80	11.26	11.87	11.61
					每股指标(元)				
					每股收益	3.13	3.54	4.28	5.03
					每股经营现金	3.67	5.06	5.31	6.34
					每股净资产	22.75	19.86	24.14	29.17
					估值比率				
					P/E	46.16	40.28	33.26	28.33
					P/B	6.35	7.27	5.98	4.95
					EV/EBITDA	19.62	29.81	24.06	19.90

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2156	3019	3169	3784
净利润	1839	2108	2553	2997
折旧摊销	419	422	520	620
财务费用	(70)	(21)	(37)	(32)
投资损失	(24)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	(1415)	490	413	305
其它	1407	44	(255)	(82)
投资活动现金流	(4654)	(1653)	(1834)	(1816)
资本支出	(1309)	(1514)	(1590)	(1471)
长期投资	78	0	0	0
其他	(3423)	(139)	(244)	(345)
筹资活动现金流	1441	199	15	53
短期借款	40	2	(23)	21
长期借款	266	0	0	0
其他	1134	197	37	32
现金净增加额	(1057)	1566	1350	2021

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>