

## 欧派家居 (603833.SH) 买入 (维持评级)

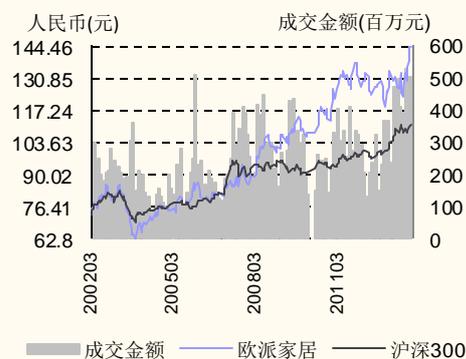
公司点评

市场价格 (人民币): 144.35 元

## 4Q 增长提速, 马太效应越发明显

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.02
已上市流通 A 股(亿股)	6.02
总市值(亿元)	868.31
年内股价最高最低(元)	145.30/62.80
沪深 300 指数	5626
上证指数	3624



## 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	14,939	17,956	21,424
营业收入增长率	18.53%	17.59%	10.38%	20.20%	19.31%
归母净利润(百万元)	1,572	1,839	2,105	2,565	3,085
归母净利润增长率	20.90%	17.02%	14.44%	21.86%	20.25%
摊薄每股收益(元)	3.740	4.378	3.499	4.264	5.128
每股经营性现金流净额	4.80	5.11	4.73	5.72	6.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.79%	19.24%	20.02%	21.28%	22.18%
P/E	21.32	26.73	41.25	33.85	28.15
P/B	4.43	5.14	8.26	7.20	6.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2020 年业绩预告, 预计全年实现收入 142.1~155.6 亿, 同比+5~15%; 预计全年归母净利润为 20.2~22.1 亿元, 同比+10%~20%; 预计全年扣非归母净利润为 18.5~20.2 亿元, 同比+10%~20%。其中 4Q 预计公司营收同比+12%~45.6%, 归母净利润同比+24.3%~64.2%。

## 经营分析

- **需求后置+流量集中, 4Q 业绩增长提速:** 公司 4Q 业绩增长进一步提速, 虽有疫情导致的需求后置因素, 但主要仍是由于公司自身快速调整, 在保持传统零售渠道优势的情况下, 全渠道运营也逐渐成熟, 在疫情催化下渠道+品牌+产品的全方位优势进一步展现, 使得流量加速向头部集中。
- 分产品来看, 橱柜方面预计依托传统零售渠道的快速回暖全年营收有望实现微增; 衣柜营收预计 4Q 较 3Q 增长进一步提速, 将有望晋升为国内衣柜行业份额第一。分渠道来看, 预计传统零售渠道增长进一步回暖, 整体经销渠道全年有望取得个位数增长, 其中整装渠道贡献度进一步提升。此外, 工程渠道由于全年待履约订单充足, 预计 4Q 继续保持较快增长态势。
- **行业分化将进一步加速, 全渠道运营进入收获期:** 展望 2021 年, 从大背景来看, 由于 2020 年三季度开始地产销售与竣工持续回暖, 4Q 商品房住宅销售面积同比+12.7%, 竣工面积同比+4.0%, 为此后需求释放奠定较好基础, 2021 年家居企业外部经营环境逐步转好。但在此过程中, 流量分散化趋势将延续, 对各企业多渠道运营提出考验, 多渠道运营能力的差异有望加剧行业分化。分化贯穿全年, 整装渠道凭借对流量获取与客户单提升的巨大作用, 有望成为分化之关键。而公司早已具备传统零售+工程+整装的全渠道前瞻布局, 并且整装渠道运营越发顺畅, 逐渐确立起自身全方位优势, 有望迎来加速成长。

## 盈利调整和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 3.50、4.26 和 5.13 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 41、34、28 倍, 考虑到公司全渠道运营优势逐渐显现, 公司份额有望进一步提升, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 国内疫情反复; 整装渠道竞争加剧; 竣工回暖不及预期。

## 相关报告

- 1.《3Q 营收增 18.4%, 龙头风采展现无疑-欧派家居三季报点评》, 2020.10.29
- 2.《Q2 全渠道恢复增长, 下半年有望加速-欧派家居中报点评》, 2020.8.27
- 3.《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
- 4.《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

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

此报告 仅供参考

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,710</b>	<b>11,509</b>	<b>13,533</b>	<b>14,939</b>	<b>17,956</b>	<b>21,424</b>	货币资金	3,219	2,518	1,467	1,905	3,302	4,049
增长率	18.5%	17.6%	10.4%	20.2%	19.3%		应收款项	244	433	651	623	760	921
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,358</b>	<b>-7,093</b>	<b>-8,684</b>	<b>-9,567</b>	<b>-11,484</b>	<b>-13,639</b>	存货	787	645	846	835	1,033	1,264
%销售收入	65.5%	61.6%	64.2%	64.0%	64.0%	63.7%	其他流动资产	556	657	3,489	3,620	3,841	4,064
<b>毛利</b>	<b>3,352</b>	<b>4,417</b>	<b>4,850</b>	<b>5,372</b>	<b>6,472</b>	<b>7,785</b>	流动资产	4,806	4,254	6,452	6,982	8,936	10,298
%销售收入	34.5%	38.4%	35.8%	36.0%	36.0%	36.3%	%总资产	49.7%	38.2%	43.6%	43.7%	49.1%	49.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-95</b>	<b>-106</b>	<b>-88</b>	<b>-90</b>	<b>-108</b>	<b>-129</b>	长期投资	16	86	113	113	113	113
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,397	5,345	6,654	7,175	7,401	8,632
<b>销售费用</b>	<b>-947</b>	<b>-1,177</b>	<b>-1,310</b>	<b>-1,359</b>	<b>-1,616</b>	<b>-1,928</b>	%总资产	35.1%	48.1%	44.9%	45.0%	40.7%	41.4%
%销售收入	9.8%	10.2%	9.7%	9.1%	9.0%	9.0%	无形资产	1,052	1,103	1,167	1,233	1,296	1,356
<b>管理费用</b>	<b>-891</b>	<b>-772</b>	<b>-939</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,221</b>	<b>-1,457</b>	非流动资产	4,864	6,867	8,362	8,977	9,265	10,556
%销售收入	9.2%	6.7%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%	%总资产	50.3%	61.8%	56.4%	56.3%	50.9%	50.6%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-632</b>	<b>-642</b>	<b>-672</b>	<b>-790</b>	<b>-943</b>	<b>资产总计</b>	<b>9,670</b>	<b>11,120</b>	<b>14,814</b>	<b>15,958</b>	<b>18,201</b>	<b>20,855</b>
%销售收入	0.0%	5.5%	4.7%	4.5%	4.4%	4.4%	短期借款	100	12	53	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,419</b>	<b>1,729</b>	<b>1,870</b>	<b>2,220</b>	<b>2,737</b>	<b>3,328</b>	应付款项	2,745	2,657	2,688	2,916	3,500	4,166
%销售收入	14.6%	15.0%	13.8%	14.9%	15.2%	15.5%	其他流动负债	455	519	539	587	706	843
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>32</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	流动负债	3,300	3,188	3,280	3,502	4,206	5,009
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	长期贷款	0	140	406	406	406	406
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	其他长期负债	144	231	1,568	1,534	1,534	1,534
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>3,444</b>	<b>3,561</b>	<b>5,255</b>	<b>5,443</b>	<b>6,147</b>	<b>6,949</b>
<b>投资收益</b>	<b>36</b>	<b>57</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,226</b>	<b>7,561</b>	<b>9,559</b>	<b>10,515</b>	<b>12,054</b>	<b>13,905</b>
%税前利润	2.4%	3.1%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	其中：股本	421	420	420	588	588	588
<b>营业利润</b>	<b>1,513</b>	<b>1,822</b>	<b>2,105</b>	<b>2,415</b>	<b>2,946</b>	<b>3,547</b>	未分配利润	2,967	4,099	5,623	6,886	8,425	10,276
%营业收入	15.6%	15.8%	15.6%	16.2%	16.4%	16.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>20</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,670</b>	<b>11,120</b>	<b>14,814</b>	<b>15,958</b>	<b>18,201</b>	<b>20,855</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,533</b>	<b>1,829</b>	<b>2,119</b>	<b>2,434</b>	<b>2,965</b>	<b>3,566</b>							
利润率	15.8%	15.9%	15.7%	16.3%	16.5%	16.6%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-234</b>	<b>-257</b>	<b>-279</b>	<b>-329</b>	<b>-400</b>	<b>-481</b>		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	15.2%	14.0%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>1,299</b>	<b>1,572</b>	<b>1,839</b>	<b>2,105</b>	<b>2,565</b>	<b>3,085</b>	每股收益	3.091	3.740	4.378	3.499	4.264	5.128
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股净资产	14.803	17.990	22.750	17.481	20.039	23.116
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,300</b>	<b>1,572</b>	<b>1,839</b>	<b>2,105</b>	<b>2,565</b>	<b>3,085</b>	每股经营现金净流	4.465	4.802	5.113	4.729	5.720	6.839
净利率	13.4%	13.7%	13.6%	14.1%	14.3%	14.4%	每股股利	1.000	0.750	1.090	1.431	1.744	2.097
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.88%	20.79%	19.24%	20.02%	21.28%	22.18%
净利润	1,299	1,572	1,839	2,105	2,565	3,085	总资产收益率	13.44%	14.13%	12.42%	13.19%	14.09%	14.79%
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	投入资本收益率	19.01%	19.26%	14.39%	15.80%	17.29%	18.52%
<b>非现金支出</b>	<b>230</b>	<b>374</b>	<b>439</b>	<b>531</b>	<b>625</b>	<b>724</b>	<b>增长率</b>						
非经营收益	-30	-47	35	-29	33	33	主营业务收入增长率	36.11%	18.53%	17.59%	10.38%	20.20%	19.31%
<b>营运资金变动</b>	<b>379</b>	<b>119</b>	<b>-165</b>	<b>175</b>	<b>141</b>	<b>181</b>	EBIT增长率	32.98%	21.83%	8.21%	18.68%	23.29%	21.61%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,878</b>	<b>2,018</b>	<b>2,148</b>	<b>2,782</b>	<b>3,365</b>	<b>4,023</b>	净利润增长率	36.92%	20.90%	17.02%	14.44%	21.86%	20.25%
资本开支	-1,784	-2,286	-1,830	-1,089	-890	-1,990	总资产增长率	74.29%	15.00%	33.21%	7.72%	14.05%	14.58%
投资	-370	-83	-2,851	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	99	56	27	30	30	30	应收账款周转天数	5.2	6.8	10.4	10.7	11.0	11.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,055</b>	<b>-2,313</b>	<b>-4,654</b>	<b>-1,059</b>	<b>-860</b>	<b>-1,960</b>	存货周转天数	44.3	36.8	31.3	32.0	33.0	34.0
股权募资	2,310	0	0	-307	0	0	应付账款周转天数	28.9	30.1	30.9	30.0	30.0	30.0
债权募资	-24	40	1,783	-53	0	0	固定资产周转天数	93.5	109.6	133.8	138.8	124.1	113.1
其他	-35	-421	-336	-926	-1,108	-1,316	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,251</b>	<b>-381</b>	<b>1,447</b>	<b>-1,285</b>	<b>-1,108</b>	<b>-1,316</b>	净负债/股东权益	-50.10%	-31.28%	-13.87%	-17.28%	-26.66%	-28.48%
<b>现金净流量</b>	<b>2,074</b>	<b>-675</b>	<b>-1,059</b>	<b>438</b>	<b>1,397</b>	<b>747</b>	EBIT利息保障倍数	509.4	-54.3	-26.9	-30.4	-32.6	-35.1
							资产负债率	35.62%	32.01%	35.47%	34.11%	33.77%	33.32%

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	3	7	15	40	88
增持	0	0	1	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.13	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-10	买入	120.02	N/A
2	2019-08-29	买入	115.00	N/A
3	2019-10-30	买入	115.83	N/A
4	2020-04-29	买入	107.95	130.00~130.00
5	2020-08-14	买入	102.83	N/A
6	2020-08-27	买入	99.99	N/A
7	2020-10-29	买入	122.00	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402