

20Q4 经营表现略超预期，看好 21 年家居龙头优势持续扩张

核心观点：

● **事件：2021年1月25日，公司发布2020年业绩预增公告：**

1) **业绩预增：**公司预计2020年全年总营业收入较去年增加6.77-20.30亿元，实现同比增长5%-15%；归母净利润较去年增加1.84-3.68亿元，实现同比增长10.00%-20.00%；归母扣非净利润较去年增加1.69-3.36亿元，实现同比增长10.00%-20.00%；

● **我们的分析与判断：Q4单季规模表现大概率较Q3加速增长符合消费旺季特征，成本管控或为Q4单季净利率提升的核心驱动力**

从规模端来看，2020年公司总营业收入规模按预测下限/均值/上限计算分别为142.10/148.87/155.63亿元，分别实现同比增长5%/10%/15%；2020Q4公司单季表现按预测下限/均值/上限计算分别为44.78/51.55/58.31亿元，分别较去年同期实现12.01%/28.93%/45.86%的同比增长。考虑到公司2020Q3单季规模同比增速已达18.40%，环比2020Q2提升11.49个百分点，叠加四季度家居家具促销旺季对零售端表现的持续拉动与房地产开发商年末竣工交付高峰加快工程项目验收回款与确认收入进程，我们认为公司2020Q4单季规模增长大概率环比Q3进一步加速增长，预计全年有望实现公司预告预测均值水平，略超我们2020年三季度末对公司全年规模表现预期，而促成公司四季度规模增速超预期的原因主要是源自于公司自成立以来坚持不懈地提高自身对各销售渠道的把控力以及对渠道覆盖范围的不断延伸与渗透，使得公司在2020年下半年国内家居家具消费市场复苏的大环境中最大化与潜在客户群体接触的机会，并通过能够覆盖不同消费层级的品牌矩阵与全屋定制的全品类产品矩阵为客户提供一站式购物体验，再配合公司总部对零售门店内销售人员在业务与服务意识方面的专业培训实现顾客消费满意度的提升，最终锁定潜在客户并成功转换为订单销售。在公司夯实并扩大自身在零售业务端所具备的全方位优势的同时，公司也并未放松对其余具备高增长潜力的销售渠道进行合理布局，其中大宗、整装以及拎包入住等渠道的2020年增长表现优异，为公司2020Q4实现超预期增长贡献增量。

从业绩端看，2020年公司归母净利润按公司预测的下限/均值/上限计算分别为20.23/21.15/22.07亿元，分别较去年同期增长10%/15%/20%；2020Q4公司单季归母净利润按公司预测的下限/均值/上限计算分别为5.73/6.65/7.57亿元，分别较去年同期实现同比增长24.26%/44.20%/64.14%。考虑到公司2020Q3单季业绩同比增长已回升至28.93%，环比2020Q2单季增长19.70个百分点，结合我们预计公司四季度规模端表现环比Q3加速增长的判断，我们认为公司2020Q4单季业绩增速表现同样将环比Q3加速增长并趋近于公司预测均值水平，同样略超我们2020年三季度末对公司全年业绩表现预期，而造成公司四季度业绩表现超预期的原因主要是由于公司在四季度延续前三季度的降本提效举措，以此降低费用率水平并提升销售净利率水平，按公司预测数据计算，2020Q4单季度销售净利率上限/均值/下限分别为12.80%/12.90%/12.98%，分别较2019Q4单季销售净利率实现1.26/

欧派家居 (603833.SH)

推荐 (维持评级)

分析师

李昂

☎: (8610) 8092 7639

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

甄唯莹

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

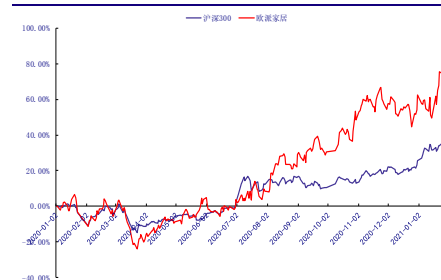
分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

公司行情数据

2021.01.26



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院-李昂团队】公司2020年三季报点评-轻工行业-欧派家居(603833.SH)-Q3单季经营表现显著回升符合预期，看好Q4回暖趋势得以延续并维持推荐-20201029

【中国银河研究院-李昂团队】公司2020半年报点评-轻工行业-欧派家居(603833.SH)-二季度环比改善符合预期看好下半年在传统旺季助力下加速回暖，维持推荐-20200829

【中国银河研究院-李昂团队】公司2019年年报暨2020一季报点评-轻工行业-欧派家居(603833.SH)-19年业绩略低于管理层预期，20Q1经营承压但二季度有望大幅改善-20200428

1.36/1.44 个百分点同比提升。

● **投资建议**

结合公司在经销加盟管理体系上的优势配合品牌与产品矩阵初具雏形为公司提供的多轮驱动力，我们预期未来公司将在依靠自身强大的经销体系打造品牌影响力的同时，依靠公司在 B 端大宗业务的客户资源与模式方面的优势以及在“整装大家居”领域和新媒体引流战略方面的投入推动公司规模与业绩实现可持续增长。结合公司 2020 年业绩预告，我们预计公司 2020E/2021E/2022E 实现营收 149.39/179.65/208.58 亿元，实现归母净利润 21.04/25.89/30.08 亿元，对应 EPS 3.50/4.30/5.00 元，对应 PE 44/35/31 倍，维持“推荐评级”。

● **风险提示**

业绩预告不及预期的风险；房地产销售持续低迷的风险；行业竞争加剧的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509.39	13533.36	14938.92	17964.88	20858.15
增长率 (%)	0.19%	17.59%	10.39%	20.26%	16.11%
归属母公司股东净利润	1571.86	1839.45	2104.38	2588.54	3007.52
增长率 (%)	0.21%	17.02%	14.40%	23.01%	16.19%
BPS (元/股)	1.26	4.38	3.50	4.30	5.00
销售毛利率	38.38%	38.88%	37.41%	37.90%	38.11%
净资产收益率 (ROE)	20.79%	19.24%	21.31%	22.03%	21.50%
市盈率 (P/E)	26	25	44	35	31
市净率 (P/B)	4.43	5.02	3.50	4.30	5.00
市销率 (P/S)	3.04	3.35	5.81	4.83	4.16

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2021 年 01 月 26 日收盘价)

表 2: 可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	索菲亚	顾家家居	金牌橱柜	好莱客	均值	中位数
PE	23	32	23	17	24	23
PB	4.56	7.28	4.57	2.18	4.65	4.57
PS	3.39	3.48	2.44	2.51	2.96	2.95
境外可比公司						
	赫尔曼米勒	LA-Z-Boy	HNI	敏华控股	均值	中位数
PE	141	26	16	24	52	25
PB	2.96	2.36	2.4	5.82	3.39	2.68
PS	0.91	1.06	0.62	3.16	1.44	0.99

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2015-2020Q3 年营业收入(亿元)及同比增速 (%)

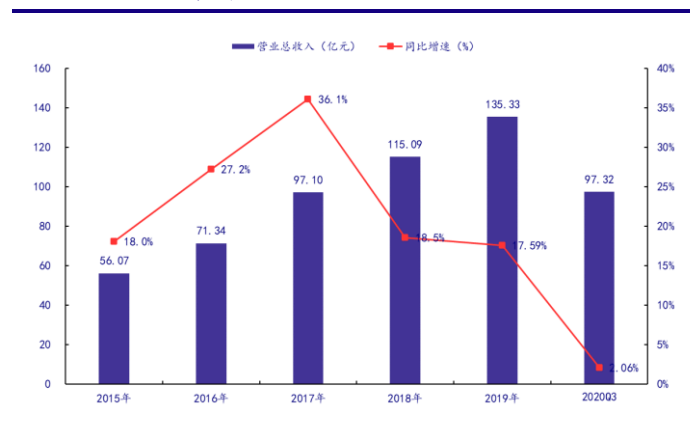
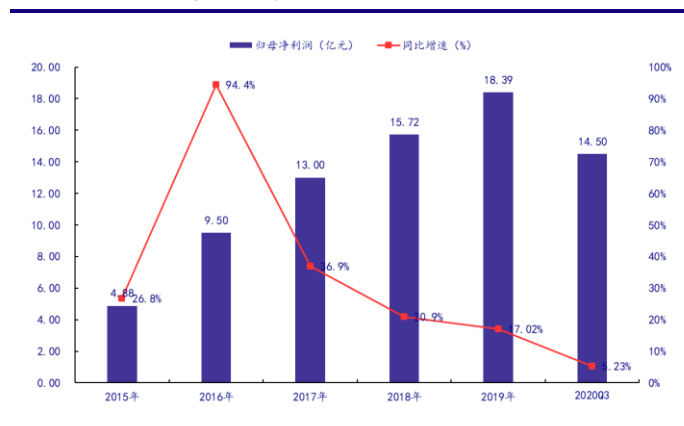
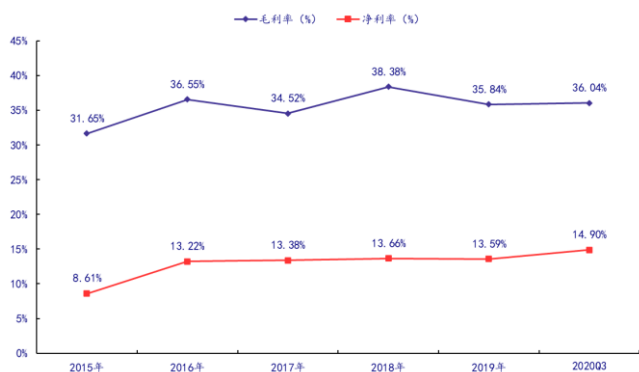


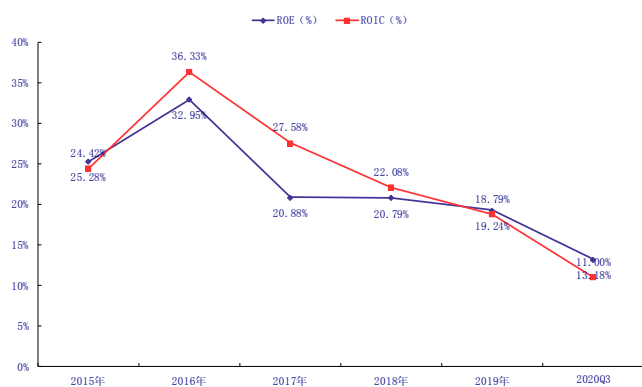
图 2: 2015-2020Q3 归母净利润(亿元)及同比增速 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2015-2020Q3 毛利率 (%) 和净利率 (%) 变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2015-2020Q3 ROE (%) 及 ROIC (%) 变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：2020 年前三季度欧派家居全国范围内门店变动情况

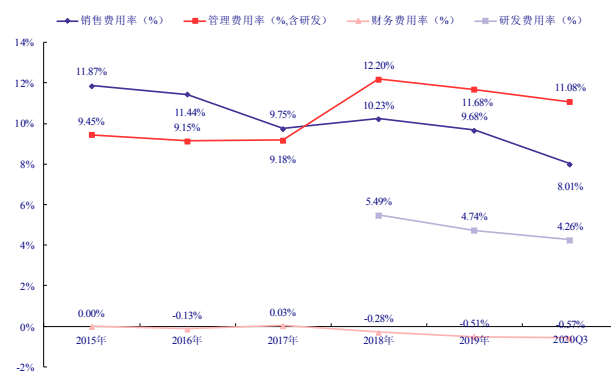
报告期	欧派橱柜(含橱衣综合)	欧派衣柜(衣柜独立)	欧铂尼木门	欧派卫浴	欧铂丽	合计
2020/9/30	2351	2141	1050	680	950	7172
2019 年末	2334	2144	985	611	988	7062
变动情况	17	-3	65	69	-38	110

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2020 年前三季度欧派家居主营业务收入按产品拆分

单位: 亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
橱柜	41.30	26.37	36.16%	-8.14%	-4.81%	-2.23%
衣柜	38.11	22.52	40.92%	8.72%	8.80%	-0.04%
卫浴	5.02	3.72	25.85%	14.00%	14.22%	-0.15%
木门	4.85	3.99	17.81%	17.51%	18.06%	-0.39%
其他	7.08	4.99	29.53%	30.56%	39.98%	-4.74%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2020Q3 期间费用率 (%) 变动情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

合计	96.36	61.58	36.09%	2.55%	5.10%	-1.55%
----	-------	-------	--------	-------	-------	--------

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：2020 年前三季度欧派家居主营业务收入按渠道拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
直营店	2.33	0.69	70.35%	11.99%	4.76%	2.05%
经销店	74.06	48.06	35.11%	-0.25%	0.71%	-0.62%
大宗业务	18.30	11.73	35.89%	18.39%	30.32%	-5.87%
其他	1.66	1.10	34.06%	-23.77%	-9.51%	-10.39%
合计	96.36	61.58	36.09%	2.55%	5.10%	-1.55%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 6：欧派家居 2020 年四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
可转债转股结果暨股份变动公告	2021 年 1 月 5 日，公司发布公告称，截至 2020 年 12 月 31 日，累计有 9.53 亿元“欧派转债”已转换成公司股份，因转股形成的股份数量累计为 1329.27 万股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 3.16%。截至 2020 年 12 月 31 日，尚未转股的“欧派转债”金额为人民币 5.42 亿元，占“欧派转债”发行总量的 36.25%。
关于不提前赎回“欧派转债”的提示性公告	2021 年 1 月 12 日，公司发布公告称自 2020 年 12 月 22 日至 2021 年 1 月 12 日期间，“欧派转债”已触发赎回条款。公司董事会决定本次不行使“欧派转债”提前赎回权。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 7：欧派家居 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>公司的企业愿景定位于把欧派打造成一个受人尊敬、受人爱戴的中国著名的、有一定国际影响力的创意家居集团。我们的目标不止做国内行业领导品牌，而是要做世界的欧派。放眼当下，面对行业内外的飞速变革，大变之世，唯有顺势以变，方能恒立潮头。为此，公司将继续推动以下工作：</p> <p>(1) 信息化战略：2018 年公司信息化建设取得了全面的新突破，三年信息化战略初见成效。但是未来我们的目标仍然是加快信息化一键通打造，多形式推进大家居试点的进程，构建贯穿从营销到制造</p>	<p>公司的企业愿景定位于把欧派打造成一个受人尊敬、受人爱戴的中国著名的、有一定国际影响力的创意家居集团。我们的目标不止做国内行业领导品牌，而是要做世界的欧派。放眼当下，面对行业内外的飞速变革，大变之世，唯有顺势以变，方能恒立潮头。为此，公司将继续推动以下工作：</p> <p>1、信息化战略：2019 年基本实现了全品类全流程全覆盖的欧派定制家居信息化系统初步建设目标。但是未来我们的目标仍然是加快信</p>



端，设计及制造一体化的信息系统，并基于该系统打造出欧派特有的“传统行业+互联网”模式。

(2) 商业模式打造：一方面深化新兴渠道模式打造力度，推进整装大家居、星居大家居、微型大家居，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的融合营销道路；另外一方面推动橱柜+、衣柜高端全屋定制、卫浴+、定制木门及欧铂丽年轻时尚品牌的品牌发展和经销商盈利模式打造。

(3) 全渠道布局：推进全渠道布局战略，在守住原有渠道优势和地位的同时，积极布局精装、整装、电商、外贸渠道业务，渠道布局稳健推进，渠道管理兼具制度管理与创新管理并行，不断优化管理方式。

(4) 品牌建设：品牌作为企业发展的核心要素之一，随着年轻消费群体的兴起，品牌心智站位、消费群体迭代正成为公司关注的重点，也是未来品牌推广战略新的方向。公司在坚持机场、高铁站等户外广告投放的同时，积极探索情感短片、抖音等新媒体渠道的品牌宣传方式。

息化一键通打造，多形式推进大家居试点的进程，构建贯穿从营销到制造端，设计及制造一体化的信息系统，并基于该系统打造出欧派特有的“传统行业+互联网”模式。

2、商业模式打造：一方面深化新兴渠道模式打造力度，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的融合营销道路；另外一方面推动橱柜+、衣柜高端全屋定制、卫浴+、定制木门及欧铂丽年轻时尚品牌的品牌发展和经销商盈利模式打造。

3、全渠道布局：推进全渠道布局战略，在守住原有渠道优势和地位的同时，积极布局精装、整装、电商、外贸渠道业务，渠道布局稳健推进，渠道管理兼具制度管理与创新管理并行，不断优化管理方式。

4、品牌建设：品牌作为企业发展的核心要素之一，随着年轻消费群体的兴起，品牌心智站位、消费群体迭代正成为公司关注的重点，也是未来品牌推广战略新的方向。公司在坚持机场、高铁站等户外广告投放的同时，积极探索情感短片、抖音等新媒体渠道的品牌宣传方式。

经营计划

1、业绩方面：2019年，公司预计营业收入将同比增长15%左右；预计营业总成本将同比增长15%左右；预计净利润将同比增长20%左右，当然，我们期待超越目标，挑战自我。(实际情况：2019年实现营业收入同比增长17.59%；营业总成本同比增长22.69%；归属于上市公司股东的净利润同比增长17.02%)

2、经营方面：

(1) 抢份额，增单值：①面对房地产调控政策、行业渠道变革等外部因素，市场竞争态势将日趋激烈，恶劣环境之下需要更加优秀的经销商同行。因此，公司将遵从规律，投入更多资源，坚决对终端代理优胜劣汰；同时大力创新招商办法，加大招商办力度。②坚决守住传统主战场的优势。一方面，全渠道扩张渠道张力，全力拓展整装、精装、电商等新兴渠道；另一方面，借助“橱衣融合”、“衣木融合”、“橱卫融合”、“整装大家居”、“星居整装”、“微型大家居”等融合营销渠道，给客户最好的服务和产品体验，做大客户单值。③坚持不懈向大家

1. 激活内部，以管理促经营

全面升级运营管理系统，由重经营轻管理转向全面精细化经营管理，重塑欧派经营管理价值体系，重构营销与制造协同机制，以模拟公司化运营锻造各事业部独立战力；健全权力下放与能力建设相匹配的权责担当机制，增强团队协同战力；以“精英化、精简化”检视团队，切掉每一片多余脂肪，强健每一块有力肌肉，同时，进一步完善和激活绩效管理机制，鼓励全员主动拥抱变化、主动创新，充分发挥主观能动性，盘活机制，提升组织战力。

2. 驰援终端，激活战力

(1) 资源输送：提供金融支持系列方案，为经销终端注入强心剂；

(2) 提供炮弹：聚焦产品，打造爆品，有力驱动市场。进一步迎合需求、顺应趋势，多维提供高端产品、引流产品及主流产品等有效炮弹，全面武装终端，全方提升、激活战力。

3. 减重弃负，释放战力

居巅峰发起进攻，一面在经销体系外寻求最强的装修公司合作，贯彻“龙蛇计划”，强攻整装大家居；一面在经销体系内遴选能攻敢攻之经销商，开设“星居大家居”、“微型大家居”，采“蝌蚪式”叠变法，依山势攀援大家居巅峰，逐步挺进蓝海。

(2) 重塑价值链，聚焦产品和服务质量的突破性提升：①实现信息化建设再突破，为经销商、消费者提供更为实时、精准和透明化的信息共享与协同能力，大幅提升效率，减少错漏、降低成本。②加强产品体系研发整合力度，匹配各渠道营销定位和营销模式需要，助力营销快速抢占市场。③提升产品和服务质量，着力减少遗留单、降低系统成本；完善产品质量标准体系和质量管理体系，提升新产品评价体系、产品质量检测监控体系建设水平，进一步巩固产品的质量口碑。④建立产品齐套交货服务标准体系，订单数据流、业务流实行全流程全覆盖信息化管理，提升客户有关产品交付信息交互体验。⑤变革物流端到端的模式，大力提升物流服务质量。⑥聚焦“质量”、“服务”、“成本”，依此推进制造系统机构、人员激励机制的改革。”

风险提示

- 1、房地产政策及市场变化的风险；
- 2、市场竞争加剧的风险；
- 3、原材料价格波动的风险；
- 4、经销商管理的风险；
- 5、信息系统风险；
- 6、品牌管理的风险；
- 7、产品质量的风险。”

全面放松终端管控政策，大规模缩小、放宽经销商考核范围，以有效引导代替强压，强化经销商经营信心，让终端更灵敏机动，释放市场无形之力，强化终端战力。

4. 全力抢单，发挥战力

全渠道布局、全领域拓展，做透旧渠道，做深新渠道，集一切资源抢订单、抢流量，迎合消费者心态及消费决策的变化，全面改革电商，发力线上营销，外抢流量内掘留量。

5. 新造引擎，重构战力

组建第二发动机，组建集团营销模式创新部，不拘一格开辟流量争夺新战场，实现营销渠道、模式、工具的创新突变。以柊衣联动为突破口，挖掘私域客户资源；猛攻房屋旧改模式，提前抢占旧改市场；打造微商城小程序，以全新体验变革线上消费模式，以欧派特色的 PK 机制，广建账号，多路运营，打造并深挖欧派超级流量池，远以种草圈粉，近可收割流量；构建欧派特色 MCN 模式，轮番网红网曝撬动业绩新增长。

1、市场变化的风险：

- 2、市场竞争加剧的风险；
- 3、原材料价格波动的风险；
- 4、经销商管理的风险；
- 5、品牌管理的风险；
- 6、产品质量的风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 8：欧派家居前十大股东情况（更新自 2020 年三季度）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例(%)	持股比例 变动(%)	股本性质
1	姚良松	不变	40320.00	11520.00	67.61	-0.93	境内自然人
2	姚良柏	不变	5157.83	1473.67	8.65	-0.12	境内自然人
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	不变	3665.48	988.65	6.15	-0.22	未知

4	中国建设银行股份有 限公司-华安聚优精 选混合型证券投资基 金	新进	503.08	0.00	0.84		其他
5	兴业银行股份有限公 司-兴全新视野灵活 配置定期开放混合型 发起式证券投资基金	不变	421.19	120.34	0.71	-0.01	其他
6	兴业银行股份有限公 司-兴全趋势投资混 合型证券投资基金	增加	396.21	155.03	0.66	0.09	其他
7	中国农业银行股份有 限公司-易方达消费 行业股票型证券投资 基金	不变	384.70	109.92	0.65	0	其他
8	赣州天欧投资合伙企 业(有限合伙)	不变	296.28	84.65	0.5	0	境内非国 有法人
9	中国银行-华夏回报 证券投资基金	减少	199.74	3.83	0.33	-0.14	其他
10	红星喜兆投资有限公 司	减少	180.08	-321.37	0.30	-0.89	境内非国 有法人
合计			51524.60		86.40		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：由于报告期内公司完成转增致使股东持股数量较半年末均有所扩张，另外考虑到公司发行的“欧派转债”进入转股期后存在转股现象，致使总股本扩张，故而会出现持股数量增加但持股比例减少的情况

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：零售轻工行业首席分析师，曾覆盖社会服务行业，具备消费领域跨多行业研究经验。

甄唯莹：零售轻工行业分析师，澳大利亚悉尼大学硕士，2018年加盟银河证券研究院从事零售行业研究，2020年起覆盖轻工行业。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn