

定制家居龙头稳健增长，多品类&全渠道共同发力

欧派家居(603833)

评级:	买入	股票代码:	603833
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	174.38/84.5
目标价格:		总市值(亿)	969.76
最新收盘价:	161	自由流通市值(亿)	969.76
		自由流通股数(百万)	602.33

事件概述

欧派家居披露2020年年报，2020年实现营收147.40亿元，同比增长8.91%；归母净利润20.62亿元，同比增长12.13%；扣非后归母净利润19.35亿元，同比增长15.14%。其中，2020Q4营收为50.08亿元，同比增长25.26%；归母净利润为6.12亿元，同比增长32.76%；扣非后归母净利润为5.48亿元，同比增长40.64%。四季度维持高增长，且利润增速高于收入增速。

分析判断:

▶ 产品端：厨柜业务小幅下降，衣柜、卫浴、木门稳步增长。

分产品看，2020年公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他等销售额分别为60.61、57.72、7.39、7.71、11.64亿元，同比分别-2.13%、+11.71%、+18.48%、+29.04%、+48.40%，厨柜业务小幅下降，衣柜、卫浴、木门等品类实现稳步增长。其中，**厨柜业务稳立行业龙头**，2020年在疫情冲击背景下，公司积极转变经营思维、调整营销策略，全方位为经销商赋能，在守住零售渠道优势的基础上，积极拓展整装、分销、电商、大宗全渠道营销，并且启动欧派厨房全球好物战略合作联盟，全面升级迭代橱柜、厨店产品；**衣柜业务保持稳步发展**，2020年公司持续优化衣柜零售渠道，快速落地“T5系统”，有效扩大单值，并形成了“IP打造+经销商私域引流+明星直播间转化+线下跟进成交”的线上营销新模式；**卫浴业务稳保增势**，持续在渠道、设计、制造、产品布局、服务体系等方面不断创新，并且在招商、工程、整装领域取得显著突破，此外，公司加强制造端布局，打造清远、无锡两大智能AI卫浴工厂；**木门业务强势增长**，公司不断构筑产品矩阵，深化欧铂尼木门品牌壁垒，抢市场，扩单值，表现亮眼。

▶ 渠道端：零售渠道稳健增长，大宗业务表现靓丽。

分渠道看，2020年公司直营店、经销店、大宗业务、其他销售额分别为3.99、111.84、26.82、2.42亿元，同比分别+14.68%、+5.95%、+24.05%、-19.29%，主要渠道均取得正增长。其中零售渠道在疫情冲击下，公司仍取得了正增长，主要得益于公司充分发挥各体系协同作战能力优势，全方位为经销商赋能，持续优化零售渠道，门店方面，2020年公司共净增门店50家至7112家，其中欧派橱柜（含橱衣综合）、欧派衣柜（衣柜独立）、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼木门分别净变动+73、-20、-60、-23、+80家至2407、2124、928、588、1065家；经销商数量方面，共净减少75家经销商至5124家，其中欧派橱柜（含橱衣综合）、欧派衣柜、欧铂丽家居定制、欧派卫浴、欧铂尼木门分别净变动-65、+58、-146、+37、+41家至1637、1059、881、568、979家。此外，积极推进经销商全渠道布局及实现渠道下层，大力推进电商业务升级改革，打造微商城与小程序，开辟线上直播等模式，积极获取公域、私域流量订单。此外，衣柜等业务新品研发继续领跑，并且不断升级终端套餐，有助于客单值的进一步扩大。大宗业务保持领先优势，公司积极拓展战略客户，并在夯实橱柜战略的基础上开拓新业务，多品类战略拓展全面开花，工程信息化的打通也使得工程订单转化速度加快，产品交付能力进一步提升，另外，公司扩大履约服务半径的同时，提升对服务商履约把控力度和前期的技术导入等，全面夯实品牌基础。整装业务方面，欧派整装大家居依势发力，聚焦客户需求，全方位为合作伙伴赋能，快速抢夺市场份额，且借助平台化管理思维赋能并改造传统家装公司的商业模式，不断为整装大家居终端输送战力，整装大家居也成为公司主要增长点之一。

► **盈利端：盈利能力略有提升，期间费用率下降。**

2020 年公司毛利率、净利率分别为 35.01%、13.99%，同比分别-0.83pct、+0.40pct，毛利率略有下降，净利率略有提升。毛利率下降主要为产品、渠道结构变化以及新会计准则下运输费由销售费用改至营业成本，分产品看，2020 年公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他等毛利率分别为 36.17%、39.95%、26.67%、13.95%、19.86%，同比分别-0.43pct、+0.04pct、+0.47pct、+1.57pct、-8.31pct，厨柜业务毛利率略有下滑，衣柜、卫浴、木门同比有所提升；分渠道看，2020 年公司直营店、经销店、大宗业务、其他等渠道毛利率分别为 66.36%、34.06%、32.70%、34.61%，同比分别-0.69pct、-0.97pct、-1.94pct、-1.52pct，受疫情冲击、行业竞争加剧等影响，毛利率略有下滑。期间费用率有所下降，2020 年公司期间费用率 18.81%，同比-2.04pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.78%、6.52%、4.74%、-0.24%，分别同比-1.90pct、-0.42pct、0.00pct、+0.27pct。

投资建议：

持续看好欧派家居在定制家居行业龙头地位，渠道、产品、产能、信息化等全方位优势带来的业绩提升。维持此前盈利预测，预计公司 2021-2022 年营业收入分别为 176.00、202.29 亿元；归母净利润分别为 25.34、29.43 亿元，预计 2023 年公司营收、归母净利润分别为 230.89、34.00 亿元，对应 PE 分别为 38 倍、33 倍、29 倍，维持“买入”评级。

风险提示

家居需求不及预期；竣工数据不及预期；渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；橱柜零售渠道受精装市场冲击超预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	17,600	20,229	23,089
YoY (%)	17.6%	8.9%	19.4%	14.9%	14.1%
归母净利润(百万元)	1,839	2,063	2,534	2,943	3,400
YoY (%)	17.0%	12.1%	22.9%	16.1%	15.6%
毛利率 (%)	35.8%	35.0%	35.3%	35.4%	35.2%
每股收益 (元)	3.05	3.42	4.21	4.89	5.65
ROE	19.2%	17.3%	18.1%	17.9%	17.6%
市盈率	52.72	47.02	38.27	32.95	28.52

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,740	17,600	20,229	23,089	净利润	2,063	2,534	2,943	3,400
YoY (%)	8.9%	19.4%	14.9%	14.1%	折旧和摊销	568	231	298	345
营业成本	9,579	11,382	13,075	14,962	营运资金变动	1,148	561	449	498
营业税金及附加	111	137	147	174	经营活动现金流	3,889	3,355	3,718	4,262
销售费用	1,147	1,338	1,527	1,709	资本开支	-1,883	-1,163	-419	-439
管理费用	961	1,109	1,250	1,397	投资	-576	0	0	0
财务费用	-35	20	22	10	投资活动现金流	-2,337	-1,126	-382	-402
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	37	37	37	37	债务募资	1,167	-67	-140	-220
营业利润	2,407	2,933	3,415	3,949	筹资活动现金流	585	-1,070	-712	-881
营业外收支	5	13	6	5	现金净流量	2,137	1,158	2,624	2,980
利润总额	2,413	2,946	3,422	3,954	主要财务指标				
所得税	350	413	479	554	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	2,063	2,534	2,943	3,400	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	2,063	2,534	2,943	3,400	营业收入增长率	8.9%	19.4%	14.9%	14.1%
YoY (%)	12.1%	22.9%	16.1%	15.6%	净利润增长率	12.1%	22.9%	16.1%	15.6%
每股收益	3.42	4.21	4.89	5.65	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	35.0%	35.3%	35.4%	35.2%
货币资金	4,427	5,585	8,209	11,188	净利率	14.0%	14.4%	14.5%	14.7%
预付款项	85	101	116	133	总资产收益率 ROA	10.9%	12.1%	12.3%	12.4%
存货	809	1,148	1,319	1,509	净资产收益率 ROE	17.3%	18.1%	17.9%	17.6%
其他流动资产	2,930	2,589	2,665	2,746	偿债能力 (%)				
流动资产合计	8,250	9,424	12,308	15,576	流动比率	1.39	1.48	1.79	2.11
长期股权投资	16	16	16	16	速动比率	1.24	1.28	1.58	1.89
固定资产	6,093	7,018	7,220	7,375	现金比率	0.75	0.88	1.19	1.52
无形资产	1,464	1,464	1,464	1,464	资产负债率	36.7%	33.1%	31.3%	29.5%
非流动资产合计	10,593	11,538	11,666	11,765	经营效率 (%)				
资产合计	18,844	20,962	23,974	27,341	总资产周转率	0.88	0.88	0.90	0.90
短期借款	1,627	1,500	1,300	1,000	每股指标 (元)				
应付账款及票据	1,358	1,397	1,604	1,836	每股收益	3.42	4.21	4.89	5.65
其他流动负债	2,942	3,479	3,981	4,536	每股净资产	19.80	23.29	27.35	32.00
流动负债合计	5,926	6,376	6,885	7,372	每股经营现金流	6.46	5.57	6.17	7.08
长期借款	0	60	120	200	每股股利	1.09	0.66	0.83	1.00
其他长期负债	992	497	497	497	估值分析				
非流动负债合计	992	557	617	697	PE	47.02	38.27	32.95	28.52
负债合计	6,918	6,933	7,502	8,069	PB	6.79	6.91	5.89	5.03
股本	602	602	602	602					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	11,925	14,029	16,472	19,273					
负债和股东权益合计	18,844	20,962	23,974	27,341					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。