

公司研究

全渠道高歌猛进，新周期变革成长

——欧派家居（603833.SH）2020年年报点评

买入（维持）

当前价：161.00元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebscn.com

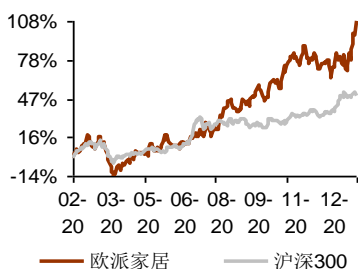
联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.02
总市值(亿元)	969.75
一年最低/最高(元)	103.56/246.14
近3月换手率	24.69%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.70	20.16	77.32
绝对	1.34	11.53	109.88

资料来源：Wind

要点

事件：

欧派家居公布2020年年报，2020年实现收入147.4亿元，同比增长8.9%，归母净利润20.6亿元，同比增长12.1%，扣非后同比15.1%。其中Q4收入50.1亿元，同比增长25.3%，归母净利润6.1亿元，同比增长32.7%；公司在新冠疫情和渠道变革的双重压力下仍然维持了收入及业绩维持稳健成长，龙头地位显著。

点评：

全年收入业绩增长符合预期，各品类发展兼顾专业度及协同性

公司在新冠疫情中积极扶持经销商，国内疫情得控后渠道营销全面进攻，领先于行业恢复增长，2020H2实现收入22%的同比增长，对比2020H2家具制造业收入下滑7%，市占率也进一步提升。

分品类来看，衣柜与橱柜仍然是最核心品类，其中衣柜在Q4成为收入贡献最多的品类。

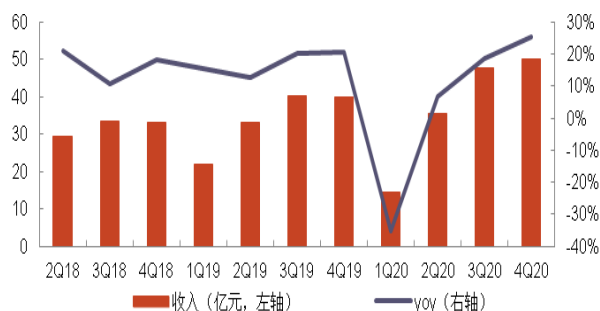
根据公司经营数据，2020年橱柜收入60.6亿元，同比略下滑2%，衣柜收入57.7亿元，同比增长12%，2020Q4橱柜收入同比14%，衣柜收入同比12%，公司核心的两个品类恢复较好，持续成长。公司核心品类通过借助新流量红利以及深度运营实现发展兼顾专业度及协同性。一方面单品类多渠道布局，逐个击破，提升产品专业度和品牌信任度；另一方面多品类整合，升级套餐，实现协同发展。值得一提的是，木门收入同比增长29%，突破发展瓶颈，进一步体现公司品类扩张及运营能力。

分渠道来看，大宗增速保持，经销渠道疫情后恢复增长。欧派2020年实现零售经销业务收入111.8亿元，同比增长6%，2020H1受疫情影响出现下滑，但是2020H2增长恢复至同比14%，这与公司加强营销以及整装大家居渠道快速发力有较大关系，公司聚焦新流量，在产品营销端重点投入，实现收入增长份额提升。大宗渠道收入26.8亿元，同比增长24%，维持稳健发展。

盈利能力持续改善，或与渠道端规模效应有关。

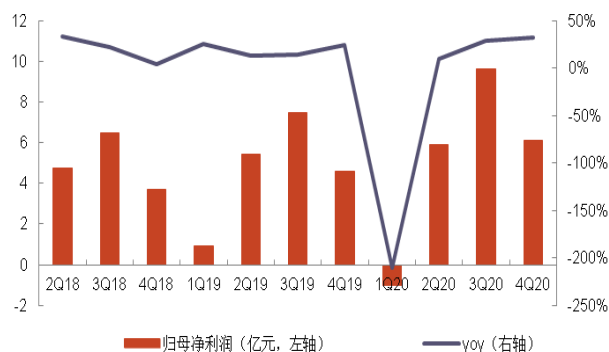
欧派家居2020年毛利率35.01%，同比略下滑0.83pct，主要与配套产品毛利率下降有关；但是净利率13.99%，同比略增长0.4pct，我们认为这与公司主动的渠道端费用管控以及渠道端规模效应有关，其中销售费用率7.78%，同比下降近2pct，管理费用也略有下降，但研发费用率维持在4.74%，可见公司在降本增效的同时持续为长期发展投入。

图 1: 公司收入及增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司净利润及增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

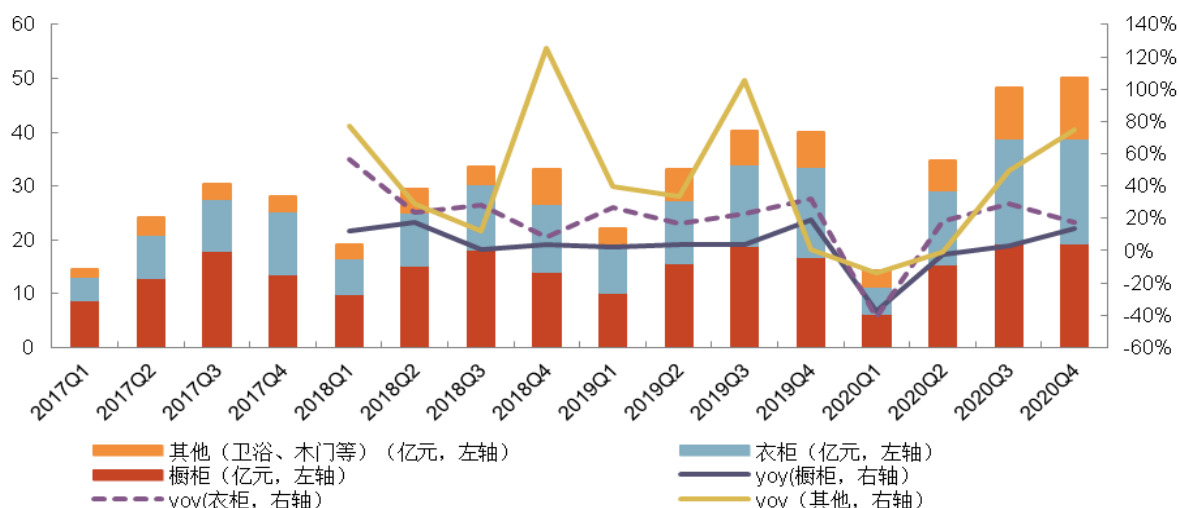
全屋服务系统性能力强，中后台产品&信息化改进支持前端业务发展

在近几年的渠道变革和流量分散的行业背景下，欧派持续稳定的发展奠定了行业龙头的地位，同时也反映公司在渠道端、产品力及品牌端多方面的综合实力。我们认为这与公司在中后台能力上的投入相关，包括产品中台的打造、信息化能力的持续改进以及供应链的协同与效率提升。

家居行业是由制造端去整合上下游的产业，欧派借助信息化工具实现端到端的管理，提升全产业链效率，也更好的为渠道扩张及产品更替赋能。与此同时，公司重视产品研发与投入，2016年开始建设产品中台，实现前端品类间在产品上的融合，提升全屋服务系统性能力。也因为这些中后台能力的打造，欧派在实现渠道扩张、销量增长的同时，消费者客单值也持续稳步提升。

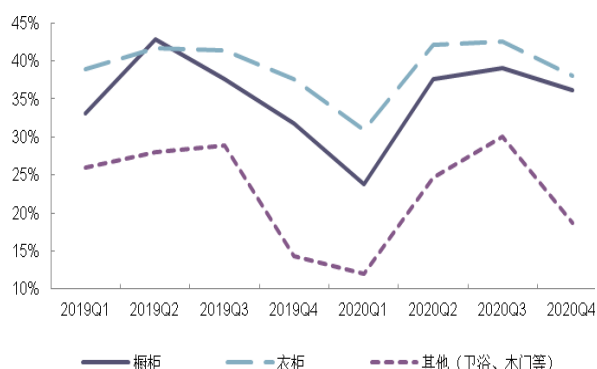
我们因此看好欧派家居打造全屋体系的布局，公司以产品为基础，强化组织服务能力，逐步扩张品类，向消费者一站式服务的“大家居”品牌靠近。

图 3: 公司收入分拆 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司分业务收入及增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 公司销售费用率与管理费用率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

盈利预测、估值与评级: 我们仍然看好欧派维持行业领先地位的决策力和执行力, 其全渠道、全品类发展, 以及产品力、信息化等能力可以支持前端持续扩张。我们上调 2021-22 年净利润预期为 25.0 (上调 12.6%) /29.0 (上调 13.7%) 亿元, 新增 2023 年净利润预期 33.7 亿元, 2021-23 年对应 PE 为 39/33/29 倍。公司成长性稳健, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产大幅下滑、原材料涨价超预期

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,533	14,740	17,276	19,987	23,235
营业收入增长率	17.59%	8.91%	17.21%	15.69%	16.25%
净利润 (百万元)	1,839	2,063	2,500	2,899	3,365
净利润增长率	17.02%	12.13%	21.18%	15.99%	16.05%
EPS (元)	4.38	3.43	4.16	4.82	5.59
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.24%	17.30%	18.15%	18.06%	18.08%
P/E	37	47	39	33	29
P/B	7.1	8.1	7.0	6.0	5.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2021-4-22

注: 2019 年末总股本为 4.20 亿股, 2020 年因转增转股、资本公积转增等原因致总股本增加至 6.02 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,533	14,740	17,276	19,987	23,235
营业成本	8,684	9,579	11,184	12,920	14,987
折旧和摊销	420	537	467	553	628
税金及附加	88	111	121	146	166
销售费用	1,310	1,147	1,348	1,539	1,812
管理费用	939	961	1,123	1,299	1,510
研发费用	642	699	777	899	1,092
财务费用	-70	-35	-3	-23	-88
投资收益	24	37	31	34	33
营业利润	2,105	2,407	2,913	3,383	3,926
利润总额	2,119	2,413	2,924	3,391	3,936
所得税	279	350	424	492	571
净利润	1,839	2,063	2,500	2,899	3,365
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,839	2,063	2,500	2,899	3,365
EPS(元)	4.38	3.43	4.16	4.82	5.59

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,156	3,889	2,845	6,204	6,464
净利润	1,839	2,063	2,500	2,899	3,365
折旧摊销	420	537	467	553	628
净营运资金增加	2,291	-2,317	858	-1,992	-1,615
其他	-2,394	3,607	-979	4,744	4,087
投资活动产生现金流	-4,654	-2,337	-1,577	-1,191	-1,217
净资本支出	-1,830	-1,883	-1,200	-1,000	-1,000
长期投资变化	8	16	0	0	0
其他资产变化	-2,832	-470	-377	-191	-217
融资活动现金流	1,441	585	-506	-2,008	-510
股本变化	0	181	0	0	0
债务净变化	1,502	467	-7	-1,620	0
无息负债变化	193	1,197	-625	808	1,056
净现金流	-1,051	2,111	762	3,005	4,737

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.8%	35.0%	35.3%	35.4%	35.5%
EBITDA 率	18.1%	19.7%	19.4%	19.5%	19.1%
EBIT 率	14.9%	15.8%	16.7%	16.7%	16.4%
税前净利润率	15.7%	16.4%	16.9%	17.0%	16.9%
归母净利润率	13.6%	14.0%	14.5%	14.5%	14.5%
ROA	12.4%	10.9%	12.5%	13.5%	13.4%
ROE (摊薄)	19.2%	17.3%	18.2%	18.1%	18.1%
经营性 ROIC	14.3%	16.9%	17.6%	23.4%	30.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	35%	37%	31%	25%	26%
流动比率	1.97	1.39	1.55	2.17	2.45
速动比率	1.71	1.26	1.35	1.90	2.18
归母权益/有息债务	5.78	5.62	6.51	32.43	37.58
有形资产/有息债务	8.19	8.12	8.74	40.35	47.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	14,814	18,844	20,055	21,532	25,137
货币资金	1,467	4,427	5,189	8,194	12,931
交易性金融资产	1,514	1,960	1,600	1,800	2,000
应收帐款	493	602	692	809	936
应收票据	118	195	189	242	268
其他应收款 (合计)	40	39	48	54	64
存货	846	809	1,017	1,133	1,338
其他流动资产	1,876	134	-879	-3,378	-5,523
流动资产合计	6,452	8,250	7,970	8,976	12,161
其他权益工具	84	270	270	270	270
长期股权投资	8	16	16	16	16
固定资产	4,960	6,093	6,909	7,316	7,653
在建工程	1,694	1,538	1,423	1,443	1,457
无形资产	1,125	1,464	1,435	1,401	1,373
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	333	1,026	1,797	1,797	1,797
非流动资产合计	8,362	10,593	12,086	12,556	12,976
总负债	5,255	6,918	6,286	5,475	6,530
短期借款	53	1,627	1,620	0	0
应付账款	837	1,145	1,207	1,470	1,661
应付票据	156	213	225	273	309
预收账款	1,160	607	1,096	1,045	1,344
其他流动负债	0	111	227	414	601
流动负债合计	3,280	5,926	5,141	4,129	4,967
长期借款	406	0	0	0	0
应付债券	1,196	495	495	495	495
其他非流动负债	299	404	558	758	976
非流动负债合计	1,975	992	1,145	1,346	1,563
股东权益	9,559	11,925	13,769	16,057	18,606
股本	420	602	602	602	602
公积金	3,192	4,032	4,044	4,044	4,044
未分配利润	5,623	7,150	8,981	11,269	13,818
归属母公司权益	9,559	11,925	13,769	16,057	18,606
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.68%	7.78%	7.80%	7.70%	7.80%
管理费用率	6.94%	6.52%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	-0.51%	-0.24%	-0.02%	-0.11%	-0.38%
研发费用率	4.74%	4.74%	4.50%	4.50%	4.70%
所得税率	13%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.75	1.09	1.02	1.36	1.47
每股经营现金流	5.13	6.47	4.73	10.31	10.75
每股净资产	22.75	19.83	22.89	26.69	30.93
每股销售收入	32.21	24.50	28.72	33.23	38.63

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	37	47	39	33	29
PB	7.1	8.1	7.0	6.0	5.2
EV/EBITDA	28.9	33.8	29.1	24.0	20.2
股息率	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE