

全品类多点开花, 大宗渠道保持快速增长

投资要点

- 业绩摘要:**公司发布2020年年报,2020年实现收入147.4亿元,同比增长8.9%;实现归母净利润20.6亿元,同比增长12.1%;实现扣非归母净利润19.4亿元,同比增长15%。其中,单Q4公司实现营业收入50.1亿元,同比增长25.3%;实现归母净利润6.1亿元,同比增长32.8%,四季度业绩增长亮眼,全年业绩符合预期。
- 毛利率维持稳定,现金流健康。**2020年公司实现毛利率35%,同比下降0.8pp,基本维持稳定。其中橱柜实现毛利率36.2%(-0.4pp);衣柜实现毛利率40%,与去年持平;卫浴实现毛利率26.7%(+0.5pp);木门实现毛利率14.0%(+1.6pp)。费用率方面,本年度公司整体费用率为18.8%,同比下降2.1pp。公司销售费用率为7.8%,同比下降1.9pp,主要是收入准则变化,运输费用转为计入成本所致;管理费用率为6.5%,同比下降0.4pp;研发费用率为4.7%,与去年持平,公司研发费用率保持高位水平,主要由于公司持续加大研发投入推进信息化系统;财务费用率为-0.2%,同比提升0.3pp,整体控费效果良好。2020年公司净利率为14%,同比增长0.4pp。此外,20年公司应收账款与应收票据合计8亿元,同比增长30.5%,主要是大宗业务放量所致;经营活动现金流量净额为38.9亿元,同比增长80.4%,现金流仍保持健康,主要由于公司加强对应收账款的管理,货款回收与经销商业务保证金挂钩,加大了应收账款催收力度。
- 橱柜疫情后快速恢复增长,木门卫浴加速扩张。**分品类来看,2020年橱柜实现营收60.6亿元,同比下降2.1%,占营收总额41.1%,其中20H1/H2分别同比下降16%/增长8%,下半年增速转正。衣柜实现营收57.7亿元,同比增长11.7%,占营收总额39.2%,20年公司发起“无醛健康家”普惠战略,升级终端套餐,满足消费者一站式购齐的需求,有效扩大单值,衣柜业务收入快速提升。卫浴实现营收7.4亿元,同比增长18.5%,占营收总额5%,增长加速主要由于公司加强制造线布局,打造清远、无锡两大智能AI卫浴工厂,扩大招商并拓展工程、整装渠道初见成效。木门实现营收7.7亿元,同比增长29%,占营收总额5.2%,年内公司强化产品力和品牌力壁垒,单值和盈利能力取得有效提升。整体来看,公司橱柜业务下半年快速走出疫情影响,收入基本盘稳固,木门和卫浴业务扩展新渠道后增长迅速,长期有望贡献新增长点。
- 门店优化效率提升、大宗维持较快增长。**2020年公司门店收入115.8亿元,同比增长6.2%,实现毛利率35.2%,同比下降0.8pp。大宗业务实现营收26.8亿元,同比增长24.1%,主要由于公司战略客户拓展及管理方面取得良好成果。大宗业务实现毛利率32.7%,同比下降1.9pp。直营、经销、大宗营收占比分别为2.7%、77.1%、18.5%。全年来看受疫情影响,公司开店节奏有所放缓,2020年净新开59家门店,期末共7154家门店。其中公司橱柜净开门店73家,现存2407家,全年建店(含优化、升级整改)达1000余家;衣柜净关店20家,现存2124家,年内公司为提升门店竞争力,持续优化衣柜零售渠道;卫浴净关店23家,现存588家;木门净开80家,现存1065家;全屋定制净关店60家,现存928家,持续推进向优商优店的升级;净新开公司直营店9家,现存42家。整体来看公司线下门店业态和效率持续优化,单店贡献有望提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为4.35元、5.39元、6.38元,对应PE分别为37倍、30倍、25倍,维持“买入”评级。
- 风险提示:**房地产市场变化、原材料价格大幅波动、市场竞争加剧等风险。

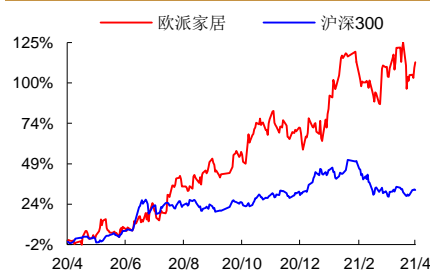
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14739.69	18036.23	21553.84	25028.43
增长率	8.91%	22.37%	19.50%	16.12%
归属母公司净利润(百万元)	2062.63	2618.02	3248.24	3840.53
增长率	12.13%	26.93%	24.07%	18.23%
每股收益EPS(元)	3.42	4.35	5.39	6.38
净资产收益率ROE	17.30%	18.71%	19.43%	19.29%
PE	47	37	30	25
PB	8.13	6.93	5.80	4.87

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:蔡欣
执业证号:S1250517080002
电话:023-67511807
邮箱:cxin@swsc.com.cn
联系人:赵兰亭
电话:023-67511807
邮箱:zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.02
流通A股(亿股)	6.02
52周内股价区间(元)	85.9-170.4
总市值(亿元)	969.76
总资产(亿元)	188.44
每股净资产(元)	19.64

相关研究

- 欧派家居(603833):疫情后业绩快速恢复,彰显龙头强韧性(2021-01-26)
- 欧派家居(603833):多品类协同+全渠道布局凸显竞争力(2020-10-31)
- 欧派家居(603833):多品类全渠道发力,业绩改善明显(2020-08-28)
- 欧派家居(603833):多品类多渠道全面发力,竞争实力突出(2020-04-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14739.69	18036.23	21553.84	25028.43	净利润	2062.63	2618.02	3248.24	3840.53
营业成本	9578.94	11508.81	13667.04	15762.15	折旧与摊销	568.28	429.13	455.29	487.37
营业税金及附加	111.33	135.03	158.32	172.70	财务费用	-34.67	79.31	54.94	48.19
销售费用	1146.72	1334.68	1551.88	1802.05	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	961.15	1965.95	2327.81	2753.13	经营营运资本变动	2663.32	-130.86	224.74	290.77
财务费用	-34.67	79.31	54.94	48.19	其他	-1370.11	-53.39	-12.54	-16.19
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3889.46	2942.22	3970.67	4650.67
投资收益	37.40	40.93	0.27	0.27	资本支出	-1066.19	-490.00	-640.00	-750.00
公允价值变动损益	21.77	12.46	14.27	14.92	其他	-1270.94	53.39	14.54	15.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2337.13	-436.61	-625.46	-734.81
营业利润	2407.33	3065.84	3808.39	4505.41	短期借款	1574.03	-1626.61	0.00	0.00
其他非经营损益	5.35	14.19	13.07	12.86	长期借款	-406.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	2412.68	3080.03	3821.46	4518.27	股权融资	943.20	0.00	0.00	0.00
所得税	350.05	462.00	573.22	677.74	支付股利	0.00	-412.53	-523.60	-649.65
净利润	2062.63	2618.02	3248.24	3840.53	其他	-1525.81	-221.31	-54.94	-48.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	584.96	-2260.44	-578.55	-697.84
归属母公司股东净利润	2062.63	2618.02	3248.24	3840.53	现金流量净额	2110.60	245.17	2766.67	3218.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4427.23	4672.39	7439.06	10657.08	成长能力				
应收和预付款项	920.85	1118.39	1337.30	1549.75	销售收入增长率	8.91%	22.37%	19.50%	16.12%
存货	808.66	971.58	1151.78	1329.65	营业利润增长率	14.38%	27.35%	24.22%	18.30%
其他流动资产	2093.72	2123.63	2155.55	2187.07	净利润增长率	12.13%	26.93%	24.07%	18.23%
长期股权投资	15.51	15.51	15.51	15.51	EBITDA 增长率	18.86%	21.54%	20.83%	16.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7630.79	7806.55	8096.14	8453.65	毛利率	35.01%	36.19%	36.59%	37.02%
无形资产和开发支出	1464.21	1355.11	1256.01	1166.91	三费率	14.07%	18.74%	18.25%	18.39%
其他非流动资产	1482.67	1476.88	1471.10	1465.31	净利率	13.99%	14.52%	15.07%	15.34%
资产总计	18843.63	19540.04	22922.44	26824.93	ROE	17.30%	18.71%	19.43%	19.29%
短期借款	1626.61	0.00	0.00	0.00	ROA	10.95%	13.40%	14.17%	14.32%
应付和预收款项	2681.29	3725.75	4227.28	4787.23	ROIC	24.24%	33.60%	39.19%	44.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.95%	19.82%	20.04%	20.14%
其他负债	2610.31	1825.37	1981.60	2133.27	营运能力				
负债合计	6918.20	5551.11	6208.88	6920.49	总资产周转率	0.88	0.94	1.02	1.01
股本	601.53	602.33	602.33	602.33	固定资产周转率	2.67	2.92	3.34	3.66
资本公积	3743.67	3742.87	3742.87	3742.87	应收账款周转率	26.93	27.49	27.47	27.02
留存收益	7438.22	9643.72	12368.35	15559.24	存货周转率	11.58	12.93	12.86	12.69
归属母公司股东权益	11925.43	13988.93	16713.56	19904.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.47%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11925.43	13988.93	16713.56	19904.44	资产负债率	36.71%	28.41%	27.09%	25.80%
负债和股东权益合计	18843.63	19540.04	22922.44	26824.93	带息债务/总负债	30.67%	8.92%	7.97%	7.15%
					流动比率	1.39	1.95	2.32	2.65
					速动比率	1.26	1.74	2.10	2.43
					股利支付率	0.00%	15.76%	16.12%	16.92%
					每股指标				
					每股收益	3.42	4.35	5.39	6.38
					每股净资产	19.80	23.22	27.75	33.05
					每股经营现金	6.46	4.88	6.59	7.72
					每股股利	0.00	0.68	0.87	1.08
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2940.94	3574.28	4318.63	5040.97					
PE	47.02	37.04	29.85	25.25					
PB	8.13	6.93	5.80	4.87					
PS	6.58	5.38	4.50	3.87					
EV/EBITDA	31.00	25.02	20.06	16.55					
股息率	0.00%	0.43%	0.54%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn