

证券研究报告—动态报告

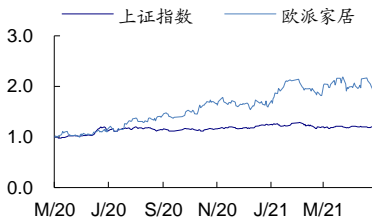
轻工

家居

欧派家居(603833)
买入
2020 年报和一季报点评

(调高评级)

2021 年 05 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	602/602
总市值/流通(亿元)	89,175/89,175
上证综指/深圳成指	3,490/14,209
12 个月最高/最低(元)	174.38/84.50

相关研究报告:

《国信证券-欧派家居-603833-2020 年中报快报点评:渠道发力,增长依旧》——2020-08-17
 《欧派家居-603833-2019 年三季报点评:业绩符合预期,经销环比改善》——2019-10-31
 《欧派家居-603833-2019 年半年报点评:逆势稳健增长,业绩符合预期》——2019-09-02

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003
联系人: 蔡志明
 电话: 010-88005330
 E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评

发力整装大家居, 迈向家装平台

● 2020 全年稳住增长, 2021Q1 增速可观

2020 年营收 147.40 亿元 (+8.9%), 归母净利润 20.63 亿元 (+12.1%)。2021Q1 收入 33.00 亿元 (+130.7%), 较 2019Q1 增长 49.8%; 净利润 2.44 亿元, 较 2019Q1 增长 164.7%。我们此前“疫情缓解后被延缓的需求释放有望带动短期业绩高速增长”的观点得到验证。毛利率 35.0% (-0.8%), 净利率 14.0% (+0.4%)。展望后市, 原材料价格上涨或压制毛利率, 但公司可通过规模效应、强化生产经营效率减轻影响。

● 厨柜相对平稳, 衣柜维持较高增速

按品类拆分, 2020 年厨柜、衣柜、木门、卫浴收入分别为 60.61 亿元 (-2.1%)、57.72 亿元 (+11.7%)、7.71 亿元 (+29.1%)、7.39 亿元 (+18.4%)。上述产品毛利率依次为 36.2%、40.0%、14.0%、26.7%, 变化均较小。考虑到新会计准则将运输费用计入成本当中, 可比口径的毛利率实际应小幅上升。按渠道拆分来看, 经销店、大宗业务分别实现收入 111.84、26.82 亿元。

● 整装大家居融合定制品类, 迈向家装平台型企业

2020 年整装大家居维持高速增长。公司在整装大家居方面具备一定先发优势, 基于自身流量获取能力, 通过与装修公司合作, 在装修过程中导入欧派的全品类定制产品, 使装企由单一的硬装服务商升级为家装、家居一体化解决方案提供商。我们认为, 公司有望凭借优秀的产品力与广阔的渠道充分赋能代理商, 进而形成与渠道商互利共生的正向循环, 不断扩大自身市场份额。

● 投资建议: 上调收入预测并调高至“买入”评级

预测 2021-2023 年的收入分别为 176.43、209.07 和 243.57 亿元, 同比增速分别为 19.7%、18.5%和 16.5%; 净利润分别为 23.58、29.23 和 35.48 亿元, 同比增速分别为 14.3%、23.9%和 21.4%。

5 月 14 日公司收盘价 148.05 元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 37.8/30.5/25.1X。维持“增持”评级, 合理估值区间 153.1~165.4 元。

● 风险提示

地产竣工、销售不及预期; 整装大家居推进速度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,740	17,643	20,907	24,357
(+/-%)	8.9%	19.7%	18.5%	16.5%
净利润(百万元)	2,063	2,358	2,923	3,548
(+/-%)	12.1%	14.3%	23.9%	21.4%
摊薄每股收益(元)	3.42	3.92	4.85	5.89
EBIT Margin	20.0%	15.2%	16.0%	16.7%
净资产收益率(ROE)	17.3%	17.2%	18.5%	19.2%
市盈率(PE)	43.23	37.82	30.51	25.14
EV/EBITDA	27.63	27.94	22.83	19.38
市净率(PB)	7.48	6.52	5.63	4.83

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

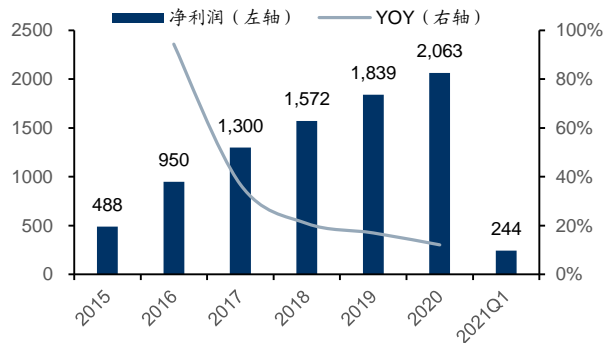
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司近年营收和同比增速 (百万元)



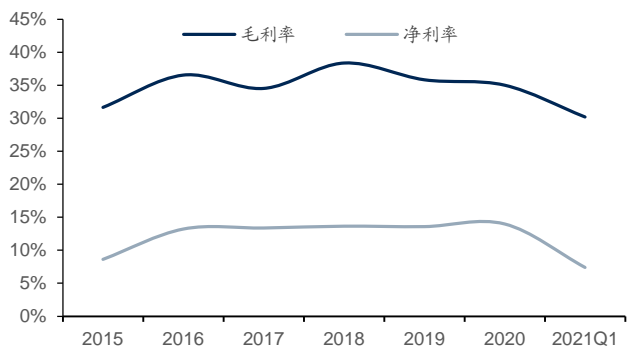
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司近年净利润和同比增速 (百万元)



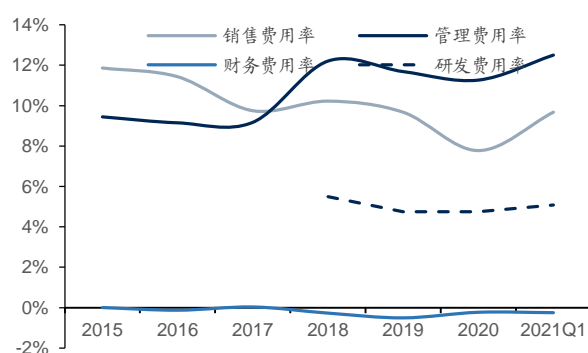
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司近年毛利率和净利率



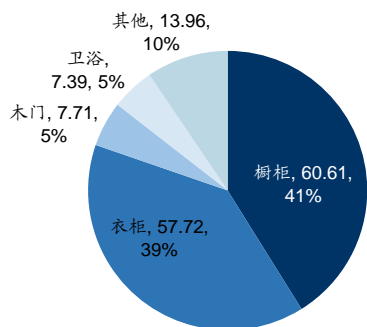
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司近年各项费用率



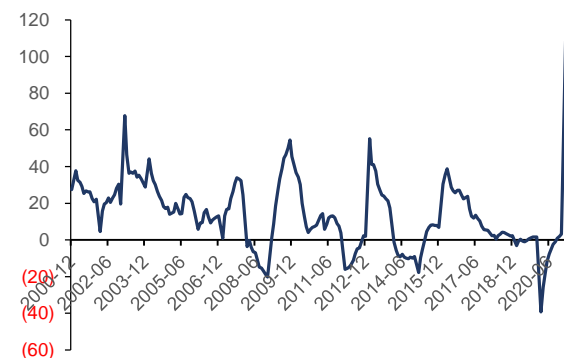
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司 2020FY 收入结构 (亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 6: 住宅商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基于对公司整装大家居布局与定制家居品类协同效应的乐观预期，上调 2021-2022 年收入预测。预测 2021-2023 年的收入分别为 176.43、209.07 和 243.57 亿元（2021-2022 年前值为 170.39、197.65 亿元），同比增速分别为 19.7%、18.5%和 16.5%；净利润分别为 23.58、29.23 和 35.48 亿元（2021-2022 年前值分别为 23.51、29.66 亿元），同比增速分别为 14.3%、23.9%和 21.4%。

5 月 14 日公司收盘价 148.05 元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 37.8/30.5/25.1X。维持“增持”评级，合理估值区间 153.1~165.4 元。

表 1：可比公司估值表（截至 2021.5.14）

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB (MRQ)
				21E	22E	23E	21E	22E	23E	
603833.S	欧派家居	148.05	891.75	*3.92	*4.85	*5.89	*37.82	*30.51	*25.14	7.36
002572.SZ	索菲亚	27.14	247.62	1.54	1.81	2.13	17.57	14.99	12.76	3.96
300616.SZ	尚品宅配	68.12	135.34	2.76	3.28	3.79	24.66	20.80	17.99	3.85
603816.S	顾家家居	75.66	478.39	2.57	3.10	3.73	29.49	24.39	20.29	6.80

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测和整理

注：带*数值为国信证券经济研究所整理和预测，其余为 Wind 一致预期

风险提示

1. 地产竣工、销售不及预期；
2. 整装大家居推进不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4427	2804	2804	2804	营业收入	14740	17643	20907	24357
应收款项	836	1001	1186	1381	营业成本	9579	10939	12963	15101
存货净额	809	911	1077	1260	营业税金及附加	111	137	152	183
其他流动资产	219	1281	1518	1769	销售费用	1147	1711	1986	2265
流动资产合计	8250	9132	11603	15242	管理费用	961	2176	2463	2738
固定资产	7631	8619	9123	9264	财务费用	(35)	(36)	(28)	(28)
无形资产及其他	1464	1406	1347	1289	投资收益	37	58	67	77
投资性房地产	1483	1483	1483	1483	资产减值及公允价值变动	22	(18)	(21)	(24)
长期股权投资	16	21	26	31	其他收入	(628)	0	0	0
资产总计	18844	20661	23581	27309	营业利润	2407	2756	3417	4149
短期借款及交易性金融负债	1627	968	837	979	营业外净收支	5	18	21	24
应付款项	1358	1529	1809	2116	利润总额	2413	2774	3438	4174
其他流动负债	2942	3498	4104	4753	所得税费用	350	416	516	626
流动负债合计	5926	5995	6750	7849	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	495	495	495	495	归属于母公司净利润	2063	2358	2923	3548
其他长期负债	497	497	497	497					
长期负债合计	992	992	992	992					
负债合计	6918	6988	7743	8841	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	2063	2358	2923	3548
股东权益	11925	13673	15839	18468	资产减值准备	(8)	0	0	0
负债和股东权益总计	18844	20661	23581	27309	折旧摊销	537	761	901	987
					公允价值变动损失	(22)	18	21	24
					财务费用	(35)	(36)	(28)	(28)
关键财务与估值指标					营运资本变动	1888	(602)	297	328
					其它	8	0	0	0
每股收益	3.42	3.92	4.85	5.89	经营活动现金流	4465	2536	4142	4887
每股红利	0.89	1.01	1.26	1.53	资本开支	(1470)	(1710)	(1368)	(1094)
每股净资产	19.80	22.70	26.30	30.66	其它投资现金流	(446)	(1176)	(1882)	(3011)
ROIC	24%	19%	24%	29%	投资活动现金流	(1923)	(2891)	(3255)	(4110)
ROE	17%	17%	18%	19%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	35.0%	38%	38%	38%	负债净变化	(406)	0	0	0
EBIT Margin	20%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(534)	(611)	(757)	(919)
EBITDA Margin	24%	20%	20%	21%	其它融资现金流	2299	(658)	(131)	141
收入增长	9%	20%	19%	17%	融资活动现金流	418	(1269)	(888)	(777)
净利润增长率	12%	14%	24%	21%	现金净变动	2961	(1623)	0	0
资产负债率	37%	34%	33%	32%	货币资金的期初余额	1467	4427	2804	2804
股息率	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期末余额	4427	2804	2804	2804
P/E	43.2	37.8	30.5	25.1	企业自由现金流	3470	728	2673	3680
P/B	7.5	6.5	5.6	4.8	权益自由现金流	5362	101	2566	3845
EV/EBITDA	27.6	27.9	22.8	19.4					

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032