

Q2 收入&业绩转正，大家居巨头砥砺前行

——欧派家居(603833.SH) 2020 年中期业绩报告点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 100.13 元

分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523798

jinxing@ebsecn.com

朱悦(执业证书编号: S0930520010001)

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

市场数据

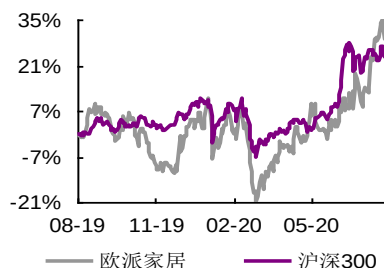
总股本(亿股): 5.88

总市值(亿元): 589.00

一年最低/最高(元): 87.67/155.25

近3月换手率: 22.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.96	-0.78	1.95
绝对	14.97	21.39	27.59

资料来源: Wind

事件:

欧派家居披露 2020 年中报, 2020 年半年度实现收入 49.7 亿元, 同比下滑 9.9%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比下滑 22.7%, 扣非后利润 4.4 亿元, 同比下滑 25.6%, 分季度来看, 2020Q2 收入为 35.4 亿元, 同比增长 6.9%, 归母净利润 5.9 亿元, 同比增长 9.2%。

点评:

◆Q2 收入&业绩转正, 衣柜与大宗业务表现突出, 整装业务逆势增长

受到新冠疫情影响, 欧派家居上半年收入&业绩下滑, 但是公司通过线上营销和渠道端的努力, Q2 收入和业绩恢复正增长。

分品类来看, 衣柜仍然是驱动公司增长最重要的品类。衣柜和橱柜仍然是公司核心品类, 占收入比例的 83%。2020H1 公司橱柜及衣柜分别实现收入 21.9/18.7 亿元, 同比下滑 16%/7%, 2020Q2 橱柜实现收入 15.4 亿元, 同比下滑 2%, 衣柜实现收入 13.7 亿元, 同比增长 18%。衣柜在 Q2 仅新开 10 家店的情况下, 实现了 18% 的增长, 我们判断与整装渠道的贡献、公司 T5 战略的推进有关。

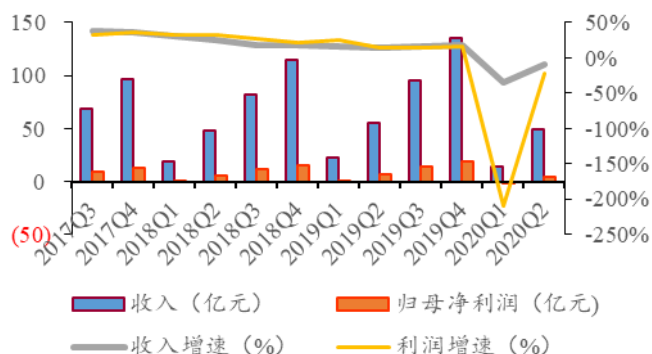
分渠道来看, 整装业务逆势增长, 工程业务稳健成长。2020H1 公司经销渠道实现收入 36.2 亿元, 同比下滑 14.5%, Q2 恢复增长; 2020H2 公司工程渠道 10.4 亿元, 同比增长 12.34%, 其中 Q1 下滑 25%, Q2 恢复实现 57% 的高速增长。同时, 整装渠道大放异彩, 公司通过调整产品结构及整装信息化的打通实现 2020H1 接单口径 70% 的增长。公司逐渐形成了零售端与工程端均衡发力的成长模式, 全渠道布局可期。

◆Q2 盈利大幅改善, 经营性现金流转正

2020H1 公司毛利率 33.43%, 同比下滑 4.2pct, 主要与 Q1 新冠疫情影响开工率有关, 单看 Q2 毛利率 37.3%, 同比下滑 2.58pct, 降幅收窄, 分品类来看, 橱柜 Q2 毛利率 37.6%, 由于接单恢复环比改善, 同比下滑 5.2pct, 我们认为与公司 2019Q4 大宗毛利率口径调整有关; 衣柜 Q2 毛利率 42.1%, 同比提升 0.5pct, 我们认为与公司产品结构性改善有关。定制家具由于近年成长性较好, 也吸引较多公司投产参与竞争, 目前赛道拥挤, 竞争激烈, 欧派家居通过全渠道布局及产品结构优化, 形成目前的盈利水平, 已经领先于行业。

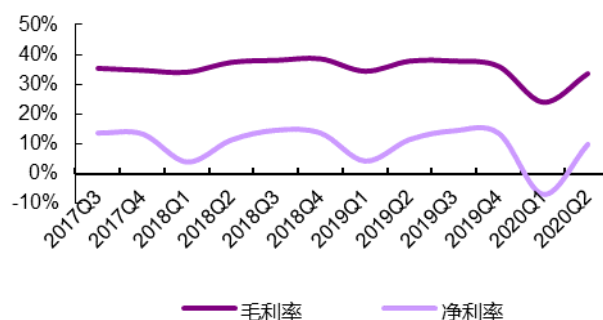
公司 2020Q2 经营性现金流 13.61 亿元, 环比 Q1 转正, 主要和回款改善关系较大。

图 1：欧派家居收入&利润情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：欧派家居盈利情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆多品类大家居战略值得期待

近年，家居行业遇到成长瓶颈，一方面来自于地产销售部不景气，另一方面来自于行业自身的流量分散的变化以及供过于求导致的竞争加剧。欧派通过渠道整合强化品类协同，提高客户整装购买的比例，提升客单价。

同时，通过数字化转型推动产品模块化设计，提升产品迭代速度且提高工厂生产效率，提升客户服务体验。并且，信息化推动公司整体运营效率提升，助力大家居战略高效开展。

◆盈利预测、估值与评级

我们看好欧派维持行业领先的决策力和执行力，全渠道、全品类发展，同时通过供应链开拓实现全屋消费场景。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 4.64/5.27 元/6.06 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 22/19/17 倍。公司成长性稳健，维持“买入”评级。

◆风险提示：

地产销售/竣工不及预期，市场陷入恶性价格战。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,509	13,533	14,088	16,253	18,258
营业收入增长率	18.53%	17.59%	4.10%	15.36%	12.34%
净利润（百万元）	1,572	1,839	1,951	2,216	2,546
净利润增长率	20.90%	17.02%	6.05%	13.57%	14.93%
EPS（元）	3.74	4.38	4.64	5.27	6.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.79%	19.24%	17.65%	17.27%	17.15%
P/E	27	23	22	19	17
P/B	5.6	4.4	3.8	3.3	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 27 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,509	13,533	14,088	16,253	18,258
营业成本	7,093	8,684	9,034	10,376	11,592
折旧和摊销	337	420	462	551	627
税金及附加	106	88	111	117	138
销售费用	1,177	1,310	1,367	1,580	1,773
管理费用	772	939	962	1,113	1,248
研发费用	632	642	634	748	831
财务费用	-32	-70	-65	-41	-35
投资收益	57	24	41	33	37
营业利润	1,822	2,105	2,229	2,536	2,916
利润总额	1,829	2,119	2,247	2,552	2,933
所得税	257	279	296	336	386
净利润	1,572	1,839	1,951	2,216	2,546
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,572	1,839	1,951	2,216	2,546
EPS(按最新股本计)	3.74	4.38	4.64	5.27	6.06

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,018	2,156	2,507	2,073	2,881
净利润	1,572	1,839	1,951	2,216	2,546
折旧摊销	337	420	462	551	627
净营运资金增加	368	1,903	-182	846	445
其他	-259	-2,005	277	-1,539	-737
投资活动产生现金流	-2,313	-4,654	-1,223	-1,192	-1,213
净资本支出	-2,286	-1,830	-1,200	-1,000	-1,000
长期投资变化	0	8	0	0	0
其他资产变化	-27	-2,832	-23	-192	-213
融资活动现金流	-359	1,441	-422	-317	-412
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	53	1,502	-53	0	0
无息负债变化	63	193	366	836	889
净现金流	-675	-1,051	862	564	1,257

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	38.4%	35.8%	35.9%	36.2%	36.5%
EBITDA 率	18.1%	18.1%	18.2%	18.7%	19.0%
EBIT 率	15.0%	14.9%	15.0%	15.3%	15.6%
税前净利润率	15.9%	15.7%	15.9%	15.7%	16.1%
归母净利润率	13.7%	13.6%	13.8%	13.6%	13.9%
ROA	14.1%	12.4%	11.7%	11.5%	11.5%
ROE (摊薄)	20.8%	19.2%	17.7%	17.3%	17.1%
经营性 ROIC	23.4%	18.2%	18.0%	18.9%	20.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	32%	35%	34%	33%	33%
流动比率	1.33	1.97	2.08	2.21	2.34
速动比率	1.13	1.71	1.85	1.98	2.13
归母权益/有息债务	49.54	5.78	6.90	8.01	9.27
有形资产/有息债务	65.19	8.19	9.62	11.25	13.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2019E	2020E	2021E
总资产	11,120	14,814	16,620	19,233	22,143
货币资金	2,518	1,467	2,329	2,893	4,149
交易性金融资产	0	1,514	1,600	1,800	2,000
应收账款	278	493	435	546	589
应收票据	90	118	117	138	153
其他应收款 (合计)	64	40	65	67	79
存货	645	846	851	994	1,101
其他流动资产	570	1,876	2,068	3,142	3,988
流动资产合计	4,254	6,452	7,571	9,701	12,196
其他权益工具	0	84	84	84	84
长期股权投资	0	8	8	8	8
固定资产	3,458	4,960	5,814	6,246	6,599
在建工程	1,888	1,694	1,541	1,530	1,523
无形资产	1,092	1,125	1,103	1,076	1,054
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	266	333	332	332	332
非流动资产合计	6,867	8,362	9,049	9,532	9,947
总负债	3,560	5,255	5,568	6,404	7,293
短期借款	12	53	0	0	0
应付账款	635	837	840	982	1,088
应付票据	189	156	201	209	246
预收账款	1,277	1,160	1,385	1,495	1,738
其他流动负债	0	536	609	1,039	1,370
流动负债合计	3,188	3,280	3,642	4,397	5,207
长期借款	140	406	406	406	406
应付债券	0	1,196	1,196	1,196	1,196
其他非流动负债	231	299	322	403	481
非流动负债合计	372	1,975	1,926	2,007	2,086
股东权益	7,561	9,559	11,052	12,829	14,850
股本	420	420	420	420	420
公积金	3,181	3,192	3,192	3,192	3,192
未分配利润	4,099	5,623	7,116	8,893	10,915
归属母公司权益	7,561	9,559	11,052	12,829	14,850
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	10.23%	9.68%	9.70%	9.72%	9.71%
管理费用率	6.71%	6.94%	6.83%	6.85%	6.84%
财务费用率	-0.28%	-0.51%	-0.46%	-0.25%	-0.19%
研发费用率	5.49%	4.74%	4.50%	4.60%	4.55%
所得税率	14%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.75	1.09	1.04	1.25	1.40
每股经营现金流	4.80	5.13	5.97	4.93	6.86
每股净资产	17.99	22.75	26.30	30.53	35.34
每股销售收入	27.38	32.21	33.53	38.68	43.45

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	27	23	22	19	17
PB	5.6	4.4	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.8	17.3	16.1	13.4	11.4
股息率	0.7%	1.1%	1.0%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、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。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼