

2021年05月01日

业绩超预期，定制家居龙头彰显本色

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)	1,004.69
最新收盘价:	166.8	自由流通市值(亿)	1,004.69
		自由流通股数(百万)	602.33

事件概述

欧派家居披露 2021 年一季度报，2021Q1 实现营业收入 33.00 亿元，同比+130.74%；归母净利润 2.44 亿元，同比扭亏；扣非后归母净利润 2.09 亿元，同比扭亏。若对标 2019Q1，则 2021Q1 营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别+49.77%、+164.73%、+175.53%。业绩保持高增长，且利润端增速远超收入端，利润端增长略超预期。

分析判断:

► 收入端：产品&渠道高增长，龙头领先优势彰显。

分产品看，2021Q1 公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他等销售额分别为 12.59、13.52、1.65、1.65、3.24 亿元，同比分别+96.18%、+173.48%、+96.10%、+155.30%、+170.95%；若对比 2019Q1，2021Q1 以上业务销售额分别+23.15%、+60.72%、+51.87%、+103.33%、+204.11%。各业务均保持高增长，厨柜稳步增长，衣柜、卫浴及木门等业务增长强势。分渠道看，2021Q1 公司直营店、经销店、大宗业务、其他销售额分别为 0.81、24.03、7.23、0.56 亿元，同比分别+201.54%、+174.06%、+89.69%、-52.64%；若对比 2019Q1，2021Q1 以上渠道销售额分别+45.77%、+57.28%、+42.33%、-16.59%，零售渠道持续恢复，大宗业务迅速发展，彰显了公司龙头领先优势。从零售门店看，2021Q1 公司门店新增 31 家至 7143 家，其中，欧派厨柜（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-5、-71、-39、+18、+128 至 2402、2053、889、606、1193 家，积极推动欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼木门等品牌的渠道下沉。

► 盈利端：盈利能力大幅提升，期间费用管控良好。

2021Q1 公司毛利率、净利率分别为 30.19%、7.39%，同比分别+6.32pct、+14.49pct，盈利能力大幅提升；若对比 2019Q1，则 2021Q1 毛利率、净利率分别-4.03pct、+3.21pct，盈利能力持续提升。毛利率相较于 2019Q1 有所下降，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；净利率提升，主要受益于期间费用率的改善。

分产品看，2021Q1 公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他等毛利率分别为 31.67%、33.35%、21.75%、11.54%、22.66%，较 2020Q1 分别+7.82pct、+2.42pct、+12.74pct、+5.19pct、+19.63pct，较 2019Q1 分别-1.39pct、-5.61pct、+3.39pct、+0.74pct、+0.44pct。分渠道看，2021Q1 公司直营店、经销店、大宗业务、其他等渠道毛利率分别为 60.15%、28.83%、30.23%、30.74%，较 2020Q1 分别+0.51pct、+10.83pct、+1.56pct、-1.23pct，随着业务逐季恢复，盈利能力提升，其中衣柜业务提升明显；较 2019Q1 分别-7.39pct、-0.39pct、-10.37pct、-10.00pct，预计主要与使用新会计准则有关。

期间费用率有所下降，2021Q1 公司期间费用率 21.93%，同比-11.56pct，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 9.68%、7.42%、5.08%、-0.26%，分别同比-4.21pct、-7.22pct、-0.44pct、+0.30pct；对比 2019Q1，则期间费用率-7.12pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别-4.12pct、-2.11pct、-0.35pct、-0.55pct，期间费用管控良好。

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 2021-2023 年营业收入分别为 176.00、202.29、230.89 亿元；归母净利润分别为 25.34、29.43、34.00 亿元，对应 PE 分别为 40 倍、34 倍、30 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	54.62	48.71	39.65	34.14	29.55

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	成长能力 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
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%
归属于母公司净利润	2,063	2,534	2,943	3,400	净利润增长率	12.1%	22.9%	16.1%	15.6%
YoY (%)	12.1%	22.9%	16.1%	15.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.42	4.21	4.89	5.65	毛利率	35.0%	35.3%	35.4%	35.2%
资产负债表 (百万元)					净利率	14.0%	14.4%	14.5%	14.7%
货币资金	4,427	5,585	8,209	11,188	总资产收益率 ROA	10.9%	12.1%	12.3%	12.4%
预付款项	85	101	116	133	净资产收益率 ROE	17.3%	18.1%	17.9%	17.6%
存货	809	1,148	1,319	1,509	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,930	2,589	2,665	2,746	流动比率	1.39	1.48	1.79	2.11
流动资产合计	8,250	9,424	12,308	15,576	速动比率	1.24	1.28	1.58	1.89
长期股权投资	16	16	16	16	现金比率	0.75	0.88	1.19	1.52
固定资产	6,093	7,018	7,220	7,375	资产负债率	36.7%	33.1%	31.3%	29.5%
无形资产	1,464	1,464	1,464	1,464	经营效率 (%)				
非流动资产合计	10,593	11,538	11,666	11,765	总资产周转率	0.88	0.88	0.90	0.90
资产合计	18,844	20,962	23,974	27,341	每股指标 (元)				
短期借款	1,627	1,500	1,300	1,000	每股收益	3.42	4.21	4.89	5.65
应付账款及票据	1,358	1,397	1,604	1,836	每股净资产	19.80	23.29	27.35	32.00
其他流动负债	2,942	3,479	3,981	4,536	每股经营现金流	6.46	5.57	6.17	7.08
流动负债合计	5,926	6,376	6,885	7,372	每股股利	1.09	0.66	0.83	1.00
长期借款	0	60	120	200	估值分析				
其他长期负债	992	497	497	497	PE	48.71	39.65	34.14	29.55
非流动负债合计	992	557	617	697	PB	6.79	7.16	6.10	5.21
负债合计	6,918	6,933	7,502	8,069					
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。