

公司研究

零售大宗齐发力，大家居渐入佳境

——欧派家居（603833.SH）2021年半年报业绩点评

买入（维持）

当前价：143.21元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

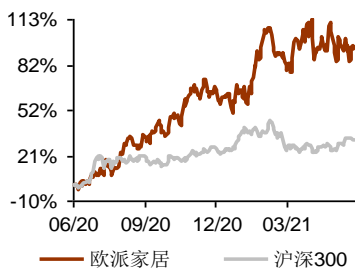
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元)	872.36
一年最低/最高(元)	140.45/246.14
近3月换手率	25.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.12	2.12	-9.66
绝对	-7.63	-7.63	-7.63

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布2021年半年报，1H21实现收入82.00亿元，同比增长65.1%，实现净利润10.12亿元，同比增长106.9%；其中Q2实现收入49.01亿元，同比增长38.6%，实现净利润7.68亿元，同比增长30.1%。

点评：

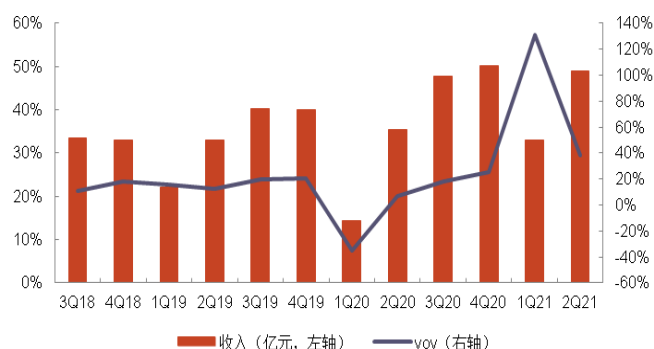
橱衣木卫共进增长，零售大宗齐发力。

分品类看：1H21欧派橱柜/衣柜/卫浴/木门实现收入32.05/31.06/4.11/4.57亿元，同比增长47%/66%/62%/95%，其中Q2橱柜/衣柜同比增长26%/28%，橱柜已连续三个季度实现双位数增长，与衣柜共同支撑收入，在地产后周期公司仍保持零售端活力，无愧定制家居龙头。同时公司持续推进品类协同，Q2公司卫浴/木门实现同比增速45%/72%，远高于核心橱衣品类，突破发展瓶颈，公司积极把握新流量红利，持续提升产品专业度，依靠成熟的经销赋能体系及深度运营，木门卫浴等品类有望复制衣柜的增长。

分渠道看：1H21公司直营/经销/大宗实现收入1.96/62.25/15.88亿元，同比增长91%/72%/52%，其中Q2经销/大宗渠道同比增长39%/30%。在产品专业度及渠道运营能力的保证下，零售端公司持续抢占中小企业份额存量，拓展大家居业务增量，工程端公司在保证经营稳健的前提下，积极拓展项目来源，有望在长期保持可观增速。

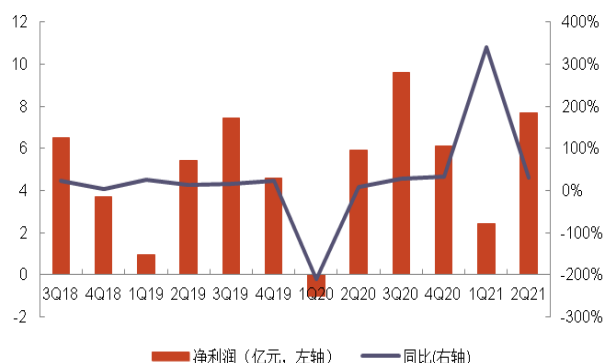
整装大家居渐入佳境，品类融合及信息化稳固增长引擎。公司上半年拥有大家居门店651家，截至7月9日整装业务接单超10亿元，同比增长超160%，整装大家居业务渐入佳境。此外，公司7月上线“欧派优材”项目赋能家装供应链，8月推出“欧铂拉迪”进军岩板等高端主材，欧派逐步完善产业链布局的宽度及深度。同时公司信息化不断完善，前端客户交互的MTDS系统、中端设计环节的CAXA、三维家及后端制造、物流、订单自动化正稳步推进横纵向融合，逐步减少客户沟通及制造端的摩擦成本，公司有望成为整装大家居领军企业。

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

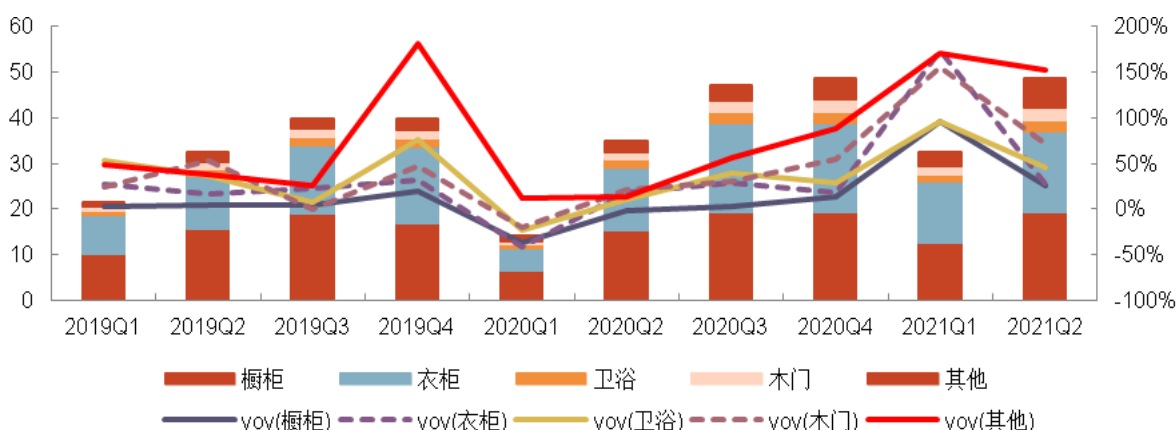


资料来源：Wind，光大证券研究所

大家居战略推动促使公司毛利率中枢下移，费率管控良好保障盈利能力。

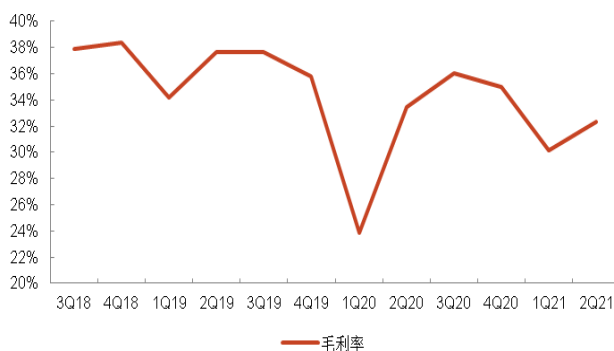
1H21/2Q21 公司毛利率 32.4%/33.8%，同比减少 1.1/3.5 pct，1H21 较 2019 年同期下滑 5.3 pct。一方面，毛利率下滑与公司积极的渠道补贴政策、无醛板免费升级等营销因素有关，另一方面，公司坚定推动大家居战略，木卫、软装、门窗、护墙板及五金等低毛利品类占比逐步提升，不可避免带来毛利率中枢下移。但同时公司通过制造及营销端信息化及流程优化实现较好的费率管控，1H21 销售费用率/管理费用率减少 1.60/2.47 pct，最终公司实现净利率 12.34%，分别较 2019/20 年同期提升 0.86/2.49 pct，有效保障盈利水平。

图 3：公司各业务收入（亿元）及增速：“其他”项增速持续高于核心业务品类



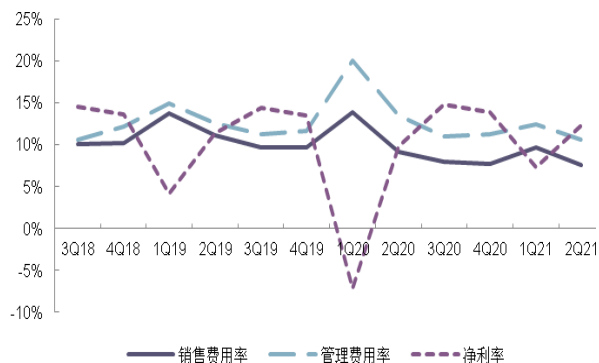
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4: 公司毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 公司净利率及费率



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的决策力和执行力, 全渠道、全品类发展, 以及公司产品力及信息化等能力可以支持前端持续扩张。21H1 的快速增长超出我们年初预期, 我们认为公司 21H2 也将保持较为快速增长, 维持 2021-23 年净利润 28.46/33.48/40.01 亿元, 对应 PE31/26/22 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产景气度大幅下滑、宏观经济大幅下滑

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,533	14,740	19,869	23,663	28,340
营业收入增长率	17.59%	8.91%	34.80%	19.10%	19.76%
净利润 (百万元)	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
净利润增长率	17.02%	12.13%	37.98%	17.65%	19.48%
EPS (元)	4.38	3.43	4.67	5.50	6.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.24%	17.30%	20.26%	20.24%	20.56%
P/E	33	42	31	26	22
P/B	6.3	7.2	6.2	5.3	4.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-26

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	19,869	23,663	28,340
营业成本	8,684	9,579	12,826	15,237	18,188
折旧和摊销	420	537	380	448	508
税金及附加	88	111	140	173	203
销售费用	1,310	1,147	1,546	1,817	2,211
管理费用	939	961	1,291	1,538	1,842
研发费用	642	699	894	1,065	1,332
财务费用	-70	-35	49	114	82
投资收益	24	37	31	34	33
营业利润	2,105	2,407	3,318	3,908	4,670
利润总额	2,119	2,413	3,329	3,916	4,679
所得税	279	350	483	568	679
净利润	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
EPS(按最新股本计)	4.38	3.43	4.67	5.50	6.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,156	3,889	1,961	3,931	4,736
净利润	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
折旧摊销	420	537	380	448	508
净营运资金增加	2,291	-2,317	2,832	1,086	1,228
其他	-2,394	3,607	-4,097	-952	-1,001
投资活动产生现金流	-4,654	-2,337	-2,364	-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	-1,164	-191	-217
融资活动现金流	1,441	585	1,944	-1,601	-2,114
股本变化	0	181	8	0	0
债务净变化	1,502	467	2,405	-915	-1,259
无息负债变化	193	1,197	138	1,147	1,504
净现金流	-1,051	2,111	1,541	1,140	1,405

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.8%	35.0%	35.4%	35.6%	35.8%
EBITDA 率	18.1%	19.7%	18.8%	18.9%	18.5%
EBIT 率	14.9%	15.8%	16.9%	17.0%	16.7%
税前净利润率	15.7%	16.4%	16.8%	16.6%	16.5%
归母净利润率	13.6%	14.0%	14.3%	14.1%	14.1%
ROA	12.4%	10.9%	12.1%	12.8%	13.6%
ROE (摊薄)	19.2%	17.3%	20.3%	20.2%	20.6%
经营性 ROIC	14.3%	16.9%	17.2%	19.1%	20.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	35%	37%	40%	37%	34%
流动比率	1.97	1.39	1.29	1.57	1.90
速动比率	1.71	1.26	1.15	1.40	1.70
归母权益/有息债务	5.78	5.62	3.10	4.58	8.27
有形资产/有息债务	8.19	8.12	4.84	6.83	11.84

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	23,512	26,240	29,399
货币资金	1,467	4,427	5,968	7,107	8,512
交易性金融资产	1,514	1,960	1,600	1,800	2,000
应收帐款	493	602	767	940	1,110
应收票据	118	195	218	286	327
其他应收款 (合计)	40	39	56	64	78
存货	846	809	1,166	1,336	1,624
其他流动资产	1,876	134	647	1,026	1,494
流动资产合计	6,452	8,250	10,551	12,705	15,323
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	6,997	7,508	7,965
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	2,584	2,584	2,584
非流动资产合计	8,362	10,593	12,961	13,536	14,076
总负债	5,255	6,918	9,462	9,695	9,940
短期借款	53	1,627	4,032	3,117	1,859
应付账款	837	1,145	1,385	1,733	2,016
应付票据	156	213	258	322	375
预收账款	1,160	607	1,260	1,237	1,640
其他流动负债	0	111	347	608	877
流动负债合计	3,280	5,926	8,160	8,113	8,044
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	714	994	1,308
非流动负债合计	1,975	992	1,302	1,582	1,896
股东权益	9,559	11,925	14,050	16,545	19,459
股本	420	602	609	609	609
公积金	3,192	4,032	4,041	4,041	4,041
未分配利润	5,623	7,150	9,258	11,754	14,667
归属母公司权益	9,559	11,925	14,050	16,545	19,459
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%	7.78%	7.68%	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%	0.25%	0.48%	0.29%
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	1.09	1.20	1.40	1.78	2.05
每股经营现金流	5.13	6.47	3.22	6.45	7.77
每股净资产	22.75	19.83	23.06	27.16	31.94
每股销售收入	32.21	24.50	32.62	38.85	46.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33	42	31	26	22
PB	6.3	7.2	6.2	5.3	4.5
EV/EBITDA	25.8	30.1	24.2	19.9	16.7
股息率	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%

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