

欧派家居 (603833)

证券研究报告

2021年08月27日

半年度业绩靓丽，大家居平台化持续拓展

21H1 收入利润增速超预期，现金流表现强劲，较 19 同期+86.37%。公司发布 21 半年报，21H1 实现营业收入 82.00 亿元，同比+65.14%，较 19H1+48.82%，其中 Q1/Q2 分别实现收入 33.00/49.01 亿元，同比分别+130.74%/+38.61%，二季度基数上行背景下公司收入实现高增长。21H1 实现归母净利润 10.12 亿元，同比+106.98%，较 19H1+60.00%；其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.44/7.69 亿元，同比分别+340.02%/+30.15%。21H1 实现扣非后归母净利润 9.45 亿元，同比+113.56%，较 19H1+58.92%；其中 Q1/Q2 分别实现扣非后归母净利润 2.09/7.37 亿元，同比分别+266.96%/+29.83%。21H1 公司经营活动现金流净额为 18.92 亿元，同比+235.44%，较 19H1+86.37%。

上半年衣柜业务快速增长，定制核心+配套品+门墙系统融合销售开辟新路径。21H1 衣柜实现收入 31.06 亿元，同比+66.21%，其中 Q1/Q2 分别实现 13.52 亿元/17.53 亿元，同比分别+173.47%/27.61%，毛利率 38.14%，同比-1.01pct；21H1 卫浴品类实现收入 4.11 亿元，同比+62.07%，其中 Q1/Q2 分别实现 1.65 亿元/2.47 亿元，同比分别+96.10%/45.25%，上半年卫浴毛利率 21.38%，其中 Q2 为 19.34%；木门产品实现收入 4.57 亿元，同比+94.71%，其中 Q1/Q2 分别实现 1.65 亿元/2.92 亿元，同比分别+155.30%/71.73%，木门业务上半年毛利率 12.88%，其中 Q2 为 13.64%。

Q2 橱柜规模与去年 Q3/Q4 基本持平，公司持续推进“全橱定制”模式，挖掘装企合作、厨房旧改。21H1 橱柜实现收入 32.05 亿元，同比+46.54%，占营业收入比例为 39.08%，其中 Q1/Q2 分别实现 12.59 亿元/19.45 亿元，同比分别+96.18%/+25.92%，Q2 橱柜收入规模基本与 20 年 Q3/Q4 持平，上半年橱柜毛利率 33.32%，其中 Q2 橱柜毛利率 34.39%。公司于橱柜领域龙头地位凸显，凭借龙头在营销、制造、渠道方面的优势：（1）公司整装大家居进入发展快车道，装企合作带动定制产品、配套品、装材等品类快速增长，截至 21H1，公司拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家，整装大家居以“整装赋能”模式重构业态，并于 4 月推出的“StarHomes 星之家”品牌形成双翼驱动；（2）推进“全橱定制”模式，挖掘厨房旧改等需求，带动橱柜零售业务稳步增长。

21H1 零售增速快于大宗业务，大宗业务毛利率回落。21H1 公司经销渠道实现收入 62.25 亿元，同比+71.97%，其中 Q1/Q2 分别实现 24.03 亿元/38.22 亿元，同比分别+174.06%/39.33%，上半年经销毛利率 31.92%，同比持平；公司在广州开设直营门店，21H1 直营渠道实现收入 1.96 亿元，同比+91.02%，直营毛利率 64.71%，同比下降 4.23pct；大宗渠道实现收入 15.88 亿元，同比+52.11%，Q2 实现 8.65 亿元，同比+30.48%，大宗毛利率 30.30%，同比下降 5.11pct，上半年大宗业务收入增速低于零售，结算毛利率有一定回落。截至 21H1，公司拥有经销门店 7257 家，较 20 年末增加 145 家，其中欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂丽/欧派卫浴/欧铂尼木门分别 2396/2291/920/590/1060 家，较 20 年末分别-11/+167/-8/+2/-5 家。

盈利能力短期承压，期间费用管控良好。21H1 公司综合毛利率 32.30%，同比下降 1.13pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 30.19%/33.72%，同比分别+6.32pct/-3.58pct，毛利率同比略有下滑：（1）会计准则调整，销售费用中的运输费调整至成本计量；（2）2020 年末起，主要原材料价格有所上扬。公司期间费用管控良好，带动净利率上行，21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.63%/6.19%/4.50%/-0.44%，同比分别-1.61pct/-2.47pct/-0.32pct/+0.11pct。21H1 公司归母净利率为 12.35%，同比增长 2.50pct，其中 Q1/Q2 归母净利率分别为 7.39%/15.69%，同比分别+14.48pct/-1.02pct。

盈利预测与评级：公司橱柜、衣柜核心品类龙头地位稳固，卫浴、木门等配套品布局日趋完善。公司于传统零售渠道精耕细作，线下门店规模居行业首位，同时积极布局新兴渠道，整装大家居率先发力，依托渠道深度管

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	143.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	609.15
流通 A 股股本(百万股)	609.15
A 股总市值(百万元)	87,236.65
流通 A 股市值(百万元)	87,236.65
每股净资产(元)	20.51
资产负债率(%)	43.25
一年内最高/最低(元)	174.38/99.50

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《欧派家居-公司点评:21H1 归母净利润较 19H1+60%，整装大家居进入快速发展通道》2021-08-12
- 2 《欧派家居-公司点评:投资 50 亿元建设华中智造基地，预计达产后年收入 36 亿》2021-07-08
- 3 《欧派家居-公司点评:发布新一轮股权激励计划，彰显公司发展信心》2021-06-02

理发展迅速。短期内竣工回暖及旧房改造将有望带动家居行业景气度回升，长期看行业渗透率及龙头市占率均有较大提升空间。我们看好公司长期发展，预计 21/22 年归母净利润分别为 26.9/32.4 亿元，同比+30.5%/+20.4%，对应 PE 32.4X/ 26.9X，维持“买入”评级。

风险提示：整装推进不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动；新房交付不及预期；存量房改造需求不及预期；

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533.36	14,739.69	18,878.15	22,521.97	26,840.17
增长率(%)	17.59	8.91	28.08	19.30	19.17
EBITDA(百万元)	2,961.37	3,537.44	3,391.26	4,028.36	4,591.18
净利润(百万元)	1,839.45	2,062.63	2,692.66	3,241.27	3,734.70
增长率(%)	17.02	12.13	30.54	20.37	15.22
EPS(元/股)	3.02	3.39	4.42	5.32	6.13
市盈率(P/E)	47.43	42.29	32.40	26.91	23.36
市净率(P/B)	9.13	7.32	6.32	5.43	4.67
市销率(P/S)	6.45	5.92	4.62	3.87	3.25
EV/EBITDA	15.96	21.25	23.25	19.18	15.47

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,466.51	4,427.23	7,783.73	10,576.55	17,406.88
应收票据及应收账款	610.56	796.94	578.17	277.81	384.34
预付账款	98.50	84.93	176.01	126.14	230.82
存货	845.82	808.66	1,438.01	1,139.39	2,040.92
其他	3,430.16	2,132.70	2,934.27	3,013.13	2,784.55
流动资产合计	6,451.55	8,250.45	12,910.18	15,133.02	22,847.51
长期股权投资	8.16	15.51	15.51	15.51	15.51
固定资产	4,960.20	6,092.83	6,452.04	6,566.81	6,521.91
在建工程	1,694.10	1,537.97	958.78	623.27	403.96
无形资产	1,125.17	1,464.21	1,399.61	1,335.01	1,270.41
其他	574.69	1,482.67	813.32	916.52	1,044.46
非流动资产合计	8,362.33	10,593.18	9,639.26	9,457.12	9,256.24
资产总计	14,813.87	18,843.63	22,549.44	24,590.13	32,103.75
短期借款	52.58	1,626.61	1,328.17	2,335.12	3,172.97
应付票据及应付账款	992.96	1,357.83	1,417.02	1,909.60	2,176.66
其他	2,234.61	2,941.52	4,771.32	2,675.86	6,532.87
流动负债合计	3,280.14	5,925.96	7,516.51	6,920.58	11,882.49
长期借款	406.46	0.00	377.56	450.44	536.80
应付债券	1,196.04	495.15	495.15	728.78	573.03
其他	372.32	497.09	366.84	412.08	425.34
非流动负债合计	1,974.82	992.24	1,239.55	1,591.30	1,535.17
负债合计	5,254.96	6,918.20	8,756.06	8,511.88	13,417.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	420.17	601.53	609.15	609.15	609.15
资本公积	2,981.84	3,743.67	3,772.30	3,753.22	3,756.40
留存收益	8,815.42	11,181.90	13,184.22	15,469.10	18,076.94
其他	(2,658.52)	(3,601.67)	(3,772.30)	(3,753.22)	(3,756.40)
股东权益合计	9,558.92	11,925.43	13,793.38	16,078.25	18,686.09
负债和股东权益总计	14,813.87	18,843.63	22,549.44	24,590.13	32,103.75

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,839.45	2,062.63	2,692.66	3,241.27	3,734.70
折旧摊销	439.11	568.28	344.57	365.35	378.81
财务费用	19.27	130.85	(72.20)	(90.63)	(127.22)
投资损失	(24.49)	(37.40)	(39.75)	(39.75)	(39.75)
营运资金变动	(1,514.76)	3,336.06	1,173.49	(1,089.94)	3,148.40
其它	1,397.74	(2,170.96)	20.00	20.00	20.00
经营活动现金流	2,156.34	3,889.46	4,118.77	2,406.29	7,114.93
资本支出	1,628.47	1,734.82	190.25	34.76	36.75
长期投资	8.16	7.34	0.00	0.00	0.00
其他	(6,290.53)	(4,079.30)	(279.12)	(95.92)	(90.17)
投资活动现金流	(4,653.90)	(2,337.13)	(88.87)	(61.16)	(53.43)
债权融资	1,655.08	2,121.76	2,200.88	3,514.34	4,282.79
股权融资	543.60	796.54	(33.56)	71.54	130.40
其他	(757.87)	(2,333.34)	(2,840.72)	(3,138.19)	(4,644.38)
筹资活动现金流	1,440.81	584.96	(673.39)	447.69	(231.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,056.76)	2,137.28	3,356.50	2,792.82	6,830.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,533.36	14,739.69	18,878.15	22,521.97	26,840.17
营业成本	8,683.56	9,578.94	12,337.05	14,684.77	17,591.24
营业税金及附加	88.07	111.33	146.66	163.88	202.18
营业费用	1,309.99	1,146.72	1,444.18	1,689.15	2,033.14
管理费用	939.28	961.15	1,132.69	1,351.32	1,657.01
研发费用	641.97	699.11	830.64	1,029.59	1,203.98
财务费用	(69.58)	(34.67)	(72.20)	(90.63)	(127.22)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.71	21.77	20.00	20.00	20.00
投资净收益	24.49	37.40	39.75	39.75	39.75
其他	(193.86)	(189.39)	(119.51)	(119.51)	(119.51)
营业利润	2,104.72	2,407.33	3,118.88	3,753.64	4,339.59
营业外收入	27.21	25.75	22.32	25.09	24.39
营业外支出	13.37	20.40	13.56	15.78	16.58
利润总额	2,118.57	2,412.68	3,127.64	3,762.96	4,347.39
所得税	279.12	350.05	434.98	521.69	612.69
净利润	1,839.45	2,062.63	2,692.66	3,241.27	3,734.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,839.45	2,062.63	2,692.66	3,241.27	3,734.70
每股收益(元)	3.02	3.39	4.42	5.32	6.13

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.59%	8.91%	28.08%	19.30%	19.17%
营业利润	15.55%	14.38%	29.56%	20.35%	15.61%
归属于母公司净利润	17.02%	12.13%	30.54%	20.37%	15.22%
获利能力					
毛利率	35.84%	35.01%	34.65%	34.80%	34.46%
净利率	13.59%	13.99%	14.26%	14.39%	13.91%
ROE	19.24%	17.30%	19.52%	20.16%	19.99%
ROIC	37.07%	26.49%	42.46%	58.24%	59.33%
偿债能力					
资产负债率	35.47%	36.71%	38.83%	34.62%	41.79%
净负债率	1.97%	-19.33%	-40.47%	-43.92%	-70.23%
流动比率	1.97	1.39	1.72	2.19	1.92
速动比率	1.71	1.26	1.53	2.02	1.75
营运能力					
应收账款周转率	27.64	20.94	27.46	52.62	81.07
存货周转率	18.15	17.82	16.81	17.48	16.88
总资产周转率	1.04	0.88	0.91	0.96	0.95
每股指标(元)					
每股收益	3.02	3.39	4.42	5.32	6.13
每股经营现金流	3.54	6.39	6.76	3.95	11.68
每股净资产	15.69	19.58	22.64	26.39	30.68
估值比率					
市盈率	47.43	42.29	32.40	26.91	23.36
市净率	9.13	7.32	6.32	5.43	4.67
EV/EBITDA	15.96	21.25	23.25	19.18	15.47
EV/EBIT	18.59	25.05	25.88	21.09	16.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com