

欧派家居（603833）：渠道品类双驱动，龙头优势得夯实

2021年08月27日

推荐/维持

公牛集团 公司报告

事件：公司 2021H1 营收 82.00 亿元，同比+65.14%，较 19H1+48.82%；归母净利润 10.12 亿元，同比+106.98%，较 19H1+59.87%。其中 Q2 营收 49.01 亿元，同比+38.61%；归母净利润 7.69 亿元，同比+30.15%。

龙头优势显著，各渠道健康高速发展。

收入分渠道看，1)零售业务 H1 收入 64.21 亿元，同比+72.50%，较 19H1+47.58%；其中 Q2 收入 39.36 亿元，同比+39.65%。2)大宗业务 H1 收入 15.88 亿元，同比+52.11%，较 19H1+70.88%；其中 Q2 收入 8.65 亿元，同比+30.48%。零售和大宗业务发展速度较快，同时公司凭借产业链地位和代理商模式的优势，保持优秀的现金流，上半年净利润现金含量处在历史高位。

公司拥有业内最多的网点数量和强大的经销商队伍，在传统零售业务中优势稳固，同时公司把握行业风向，大力发展整装模式和大宗业务。当前整装已进入发展快车道，截止 7 月 9 日，公司整装接单业绩 10 亿元，同比+160%；同时大宗也保持快速、高回款能力的发展，展现出公司较强的趋势判断和战略执行能力。公司的龙头优势带来各渠道的优秀业绩，我们认为公司生产效率高、成本控制力强且营销能力突出，能持续在渠道变革中保持先发龙头优势，实现快速、健康的发展，始终优于行业。

品类基本盘稳固，边界拓展打开空间。

收入分品类看，1)橱柜业务收入 32.05 亿元，同比+46.54%，较 19H1+23.09%，2)衣柜业务收入 31.06 亿元，同比+66.21%，较 19H1+54.86%。3)卫浴、木门、其他业务收入 4.11、4.57、9.43 亿元，同比+62.07%、+94.71%、+158.17%，较 19H1+57.06%、+106.10%、+192.27%。

橱柜方面，公司在整装渠道发力，深入推进全屋定制模式，保持橱柜的稳健增长，行业第一地位稳固。衣柜通过全屋定制方式开拓，继续保持高增，同时公司深入推进柜类+配套品+门墙系统的融合销售模式，木门和其他配套品连带率持续提高，收入增长迅猛。此外，公司通过整装和大宗渠道的发展，持续拉动卫浴和木门业务高速增长。公司立足橱柜、衣柜等品类基本盘，持续带动其他品类发展，拓展品类边界，打开未来发展空间。

规模优势助力净利率逆势提升。公司 2021H1 毛利率 32.35%，同比-1.14pct，主要由于产品结构的变化和原材料价格的上涨。H1 销售费用率/管理费用率分别-1.60pct/-2.47pct，均实现大幅下降，达到近年同期历史新低。在原材料大幅涨价的背景下，公司凭借产业链地位优势实现毛利率小幅下降，并发挥规模优势降低费用率，在 2021H1 实现净利率 12.35%，达到近年同期最高点，同比+2.50pct。我们认为公司成本把控能力较强，规模优势显著，未来盈利能力有望持续提升。

盈利预测与投资评级：我们看好公司在定制家具行业渠道变革的过程中，能依托传统经销渠道优势，持续在大宗、整装等新渠道中维持先发优势；并以优势品类橱柜衣柜为基，持续带动其他品类高速发展、拓宽品类边界。渠道创新与品类拓展相互促进，推动公司不断成长，向“一统全屋”进发。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 26.57、32.82、41.3 亿元人民币，EPS 为 4.36、5.39、6.79 元，目前股价对应 PE 分别为 32.83、26.58、21.11 倍，

公司简介：

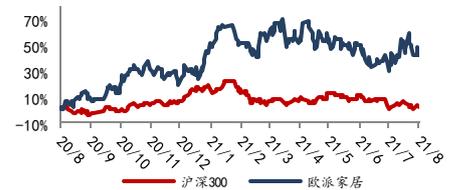
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	100.13-170.40
总市值 (亿元)	884.49
流通市值 (亿元)	884.49
总股本/流通 A 股 (万股)	60915/60915
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.38

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070055

研究助理：沈逸伦

010-66554067

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，原材料价格上涨超预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,533.36	14,739.69	19,072.32	22,834.25	27,188.96
增长率（%）	17.59%	8.91%	29.39%	19.72%	19.07%
归母净利润（百万元）	1,839.45	2,062.63	2,657.07	3,282.30	4,133.10
增长率（%）	17.02%	12.13%	28.82%	23.53%	25.92%
净资产收益率（%）	19.24%	17.30%	18.55%	18.87%	19.43%
每股收益（元）	4.42	3.47	4.36	5.39	6.79
PE	32.40	41.27	32.83	26.58	21.11
PB	6.29	7.22	6.09	5.01	4.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元											
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
流动资产合计	6452	8250	8474	10894	15129	营业收入	13533	14740	19072	22834	27189
货币资金	1467	4427	4265	5803	9081	营业成本	8684	9579	12771	15240	17989
应收账款	493	602	737	907	1065	营业税金及附加	88	111	144	172	205
其他应收款	40	39	50	60	72	营业费用	1310	1147	1370	1640	1953
预付款项	98	85	84	73	91	管理费用	939	961	1110	1329	1582
存货	846	809	1161	1336	1606	财务费用	-70	-35	-95	-69	-109
其他流动资产	1876	134	177	215	215	研发费用	642	699	699	699	750
非流动资产合计	8362	10593	10594	10971	10940	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	20.00	30.00
长期股权投资	8	16	0	0	0	公允价值变动收益	4.71	21.77	13.24	0.00	0.00
固定资产	4960	6093	6377	6509	6496	投资净收益	24.49	37.40	30.94	34.17	32.56
无形资产	1125	1464	1381	1303	1230	加:其他收益	143.35	86.52	114.94	100.73	107.83
其他非流动资产	333	1026	680	853	766	营业利润	2105	2407	3074	3802	4789
资产总计	14814	18844	19068	21865	26070	营业外收入	27.21	25.75	26.48	26.12	26.30
流动负债合计	3280	5926	4007	3730	4063	营业外支出	13.37	20.40	16.88	18.64	17.76
短期借款	53	1627	0	0	0	利润总额	2119	2413	3084	3810	4797
应付账款	837	1145	1360	1710	1967	所得税	279	350	427	527	664
预收款项	1160	607	166	-526	-499	净利润	1839	2063	2657	3282	4133
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1975	992	622	627	625	归属母公司净利润	1839	2063	2657	3282	4133
长期借款	406	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	1196	495	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5255	6918	4629	4357	4687	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	17.59%	8.91%	29.39%	19.72%	19.07%
实收资本(或股本)	420	602	609	609	609	营业利润增长	15.55%	14.38%	27.71%	23.67%	25.94%
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744	归属于母公司净利	17.02%	12.13%	28.82%	23.53%	25.92%
未分配利润	5623	7150	9590	12549	16309	获利能力					
归属母公司股东权	9559	11925	14328	17395	21270	毛利率(%)	35.84%	35.01%	33.04%	33.26%	33.84%
负债和所有者权益	14814	18844	19068	21865	26070	净利率(%)	13.59%	13.99%	13.93%	14.37%	15.20%
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		12.42%	10.95%	13.93%	15.01%	15.85%
经营活动现金流	2156	3889	2491	3198	4593	ROE(%)					
净利润	1839	2063	2657	3282	4133		19.24%	17.30%	18.55%	18.87%	19.43%
折旧摊销	439.11	568.28	611.96	658.18	697.90	偿债能力					
财务费用	-70	-35	-95	-69	-109	资产负债率(%)	35%	37%	24%	20%	18%
应收账款减少	-214	-110	-135	-171	-158	流动比率	1.97	1.39	2.12	2.92	3.72
预收帐款增加	-117	-553	-440	-692	27	速动比率	1.71	1.26	1.83	2.56	3.33
投资活动现金流	-4654	-2337	-603	-1498	-1150	营运能力					
公允价值变动收益	5	22	13	0	0	总资产周转率	1.04	0.88	1.01	1.12	1.13
长期投资减少	0	0	16	0	0	应收账款周转率	35	27	28	28	28
投资收益	24	37	31	34	33	应付账款周转率	18.38	14.87	15.23	14.88	14.79
筹资活动现金流	1441	585	-2050	-162	-165	每股指标(元)					
应付债券增加	1196	-701	-495	0	0	每股收益(最新摊	4.42	3.47	4.36	5.39	6.79
长期借款增加	266	-406	0	0	0	每股净现金流(最新	-2.52	3.55	-0.27	2.52	5.38
普通股增加	0	181	8	0	0	每股净资产(最新摊	22.75	19.83	23.52	28.56	34.92
资本公积增加	11	762	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	-1057	2137	-162	1538	3278	P/E	32.40	41.27	32.83	26.58	21.11
						P/B	6.29	7.22	6.09	5.01	4.10
						EV/EBITDA	24.59	28.82	23.16	18.57	14.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526