

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

欧派家居 (603833.SH)

维持评级

报告原因：业绩点评

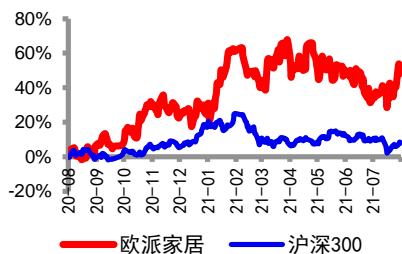
2021H1 净利率大幅提升，橱柜收入增速创新高

买入

2021年8月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月26日

收盘价(元):	143.21
年内最高/最低(元):	173.03/117.58
流通 A 股/总股本(亿股):	6.09/6.09
流通 A 股市值(亿元):	872
总市值(亿元):	872

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	1.67
摊薄每股收益:	1.67
每股净资产(元):	20.51
净资产收益率:	8.30%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】欧派家居(603833.SH)：2021上半年业绩高速增长，大家居战略贡献突出》2021-8-12

事件描述

➢ 公司发布 2021 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 82.00 亿元，同比增长 65.14%；归属于母公司所有者的净利润 10.12 亿元，同比增长 106.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.45 亿元，同比增长 113.56%。业绩符合预期。

事件点评

➢ 2021Q2，公司营收、归母净利润同比分别增长 39%、30%，大幅超越疫情前表现。2021Q2，公司实现营业收入 49.01 亿元，同比增长 38.61%，相对 2019Q2 增长 48.20%；归母净利润 7.69 亿元，同比增长 30.15%，相对 2019Q2 增长 42.14%；扣非后归母净利润 7.37 亿元，同比增长 29.83%，相对 2019Q2 增长 42.00%。

➢ 降本增效齐发力，推动期间费用率显著下降，净利率实现显著提升。公司持续推进成本管控和经营效率提升，以管理促经营，充分借助信息化工具，提升人员效率，压缩费用成本。报告期内，公司毛利率为 32.30% (-1.13pct)，净利率为 12.34% (+2.49pct)。费用端看，公司期间费用率同比下降 4.28pct 至 17.88%，其中，销售费用率 7.63% (-1.60pct)；管理费用率 10.69% (-2.79pct)；财务费用率-0.44% (+0.11pct)。分品类来看，橱柜、衣柜、卫浴、木门毛利率分别为 33.32%、38.14%、21.38%、12.88%，同比分别变化-0.24、-1.01、-0.36、-0.46pct。

➢ 公司积极推进大家居战略不断前行，实现橱柜收入增速创新高，非橱柜业务收入增长亮眼，衣柜业绩再上新台阶。分产品品类来看，2021 上半年，公司橱柜业务实现收入 32.05 亿元，同比增长 46.54%。非橱柜类产品的业绩贡献不断提高，其中，衣柜实现收入 31.06 亿元，同比增长 66.21%；整体卫浴实现收入 4.11 亿元，同比增长 62.07%；木门实现收入 4.57 亿元，同比增长 94.71%。公司凭借整体橱柜、全屋定制（衣柜）两大核心品类的龙头地位，充分发挥在营销、制造、渠道等方面的核心优势，在全屋定制（衣柜）方面，深化渠道运营与代理商的逐步转型，定制核心+配套品+门墙系统的融合销售模式开辟了行业销售新路径，实现了衣柜业绩的快速增长。橱柜方面，公司激活零售经销商与各地装企开展业务合作，深入推进“全厨定制”模式，挖潜厨房旧改，拉动橱柜零售业绩稳步增长。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层  
山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

➤ **全渠道布局、全领域拓展，整装、工程、直营店等渠道贡献继续加大。**报告期内，公司直营店、经销店、大宗业务分别实现收入 1.96、62.25、15.88 亿元，同比增长 91.02%、71.97%、52.11%。截至报告期末，公司共拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家。2021 上半年，公司整装大家居已逐步进入发展快车道，成熟的布点继续发展壮大，当地家装龙头的地位也愈发稳固，配以公司信息化工具的成熟运用，带动了定制产品、配套品、装材等品类业绩的快速增长。工程渠道方面，公司进一步深化总部+服务商的模式，通过植入履约信息化系统提升产品精度，采用生产基地直通项目现场模式缩短交货周期，同时加强服务商履约培训全面优化服务成本，聚焦优质地产公司，进一步加大抢占百强地产份额。

**投资建议**

➤ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 26.53、31.35、37.51 亿元，同比增长 28.63%、19.15%、19.66%，对应的 EPS 为 4.36、5.15、6.16 元，PE 为 32.88、27.83、23.26 倍。欧派家居作为定制家具 9 家上市公司中的绝对龙头，盈利能力和成长性持续跑赢同业对手平均水平，再次交出稳健又亮眼的成绩单。从局部来看，公司衣柜、卫浴、木门等产品线以及子品牌欧铂丽、欧铂尼收入实现超预期增长、毛利率稳步提升，伴随工程渠道、整装渠道的持续开拓，未来非橱柜产品线依然存在高速增长空间。从整体来看，公司净利率水平逐年攀升并创下近 10 年以来新高，考虑到规模效益释放、信息化建设推动效率提升、费用投放缩减等因素，2021 年公司盈利能力仍然存在超预期空间，因此维持“买入”评级。

**存在风险**

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；大宗业务回款风险等。

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,533.36	14,739.69	19,382.69	22,871.58	26,073.60
同比增长	17.59%	8.91%	31.50%	18.00%	14.00%
归母净利润（百万元）	1,839.45	2,062.63	2,653.09	3,134.73	3,751.05
同比增长	17.02%	12.13%	28.63%	18.15%	19.66%
每股收益（元）	4.38	3.43	4.36	5.15	6.16
PE	32.71	41.76	32.88	27.83	23.26
PB	6.29	7.22	6.03	4.96	4.16

数据来源：wind、山西证券研究所



利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>13,533.4</b>	<b>14,739.7</b>	<b>19,382.7</b>	<b>22,871.6</b>	<b>26,073.6</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,683.6	9,578.9	12,627.8	14,889.4	16,947.8	营业收入同比增长率	17.6%	8.9%	31.5%	18.0%	14.0%
营业税费	88.1	111.3	147.3	176.7	198.9	营业利润同比增长率	15.5%	14.4%	28.2%	18.4%	19.6%
销售费用	1,310.0	1,146.7	1,475.0	1,745.1	1,992.0	净利润同比增长率	8.3%	19.5%	0.2%	15.9%	22.4%
管理费用	939.3	961.2	1,911.1	2,234.6	2,539.6	EBITDA同比增长率	6.0%	18.1%	1.7%	18.5%	19.8%
财务费用	-69.6	-34.7	-36.4	-38.2	-40.1	EBIT增长率	14.9%	14.8%	28.6%	18.6%	19.8%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT同比增长率	17.0%	12.1%	28.6%	18.2%	19.7%
加:公允价值变动收益	4.7	21.8	-210.0	-250.0	-100.0	投资资本增长率	60.7%	-19.3%	-10.7%	6.7%	-7.9%
投资和汇兑收益	24.5	37.4	38.9	39.5	35.1	净资产增长率	26.4%	24.8%	21.2%	21.7%	19.1%
<b>营业利润</b>	<b>2,104.7</b>	<b>2,407.3</b>	<b>3,086.7</b>	<b>3,653.6</b>	<b>4,370.5</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	13.8	5.4	16.3	10.6	11.5	毛利率	35.8%	35.0%	34.9%	34.9%	35.0%
<b>利润总额</b>	<b>2,118.6</b>	<b>2,412.7</b>	<b>3,103.0</b>	<b>3,664.2</b>	<b>4,382.1</b>	营业利润率	15.6%	16.3%	15.9%	16.0%	16.8%
减:所得税	279.1	350.1	449.9	529.5	631.0	净利润率	13.6%	14.0%	13.7%	13.7%	14.4%
<b>净利润</b>	<b>1,839.4</b>	<b>2,062.6</b>	<b>2,653.1</b>	<b>3,134.7</b>	<b>3,751.1</b>	EBITDA/营业收入	21.9%	24.0%	18.3%	18.0%	19.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	18.8%	20.4%	15.7%	15.8%	16.6%
货币资金	1,466.5	4,427.2	6,261.8	9,252.9	13,437.8	<b>投资回报率</b>					
交易性金融资产	1,514.4	1,960.0	1,750.0	1,500.0	1,400.0	ROE	19.2%	17.3%	18.4%	17.8%	17.9%
应收帐款	532.7	641.1	634.5	748.7	853.5	ROA	12.4%	10.9%	12.5%	12.7%	12.9%
应收票据	118.0	194.8	-	-	-	ROIC	37.1%	26.5%	42.2%	56.0%	62.9%
预付帐款	98.5	84.9	139.9	164.9	187.7	<b>费用率</b>					
存货	845.8	808.7	1,729.9	2,039.7	2,321.7	销售费用率	9.7%	7.8%	7.6%	7.6%	7.6%
其他流动资产	1,875.6	133.7	137.7	141.9	146.1	管理费用率	6.9%	6.5%	9.9%	9.8%	9.7%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.1%	14.1%	17.3%	17.2%	17.2%
长期股权投资	8.2	15.5	15.5	15.5	15.5	<b>运营效率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	112	135	116	103	95
固定资产	4,960.2	6,092.8	6,358.1	6,726.0	6,976.8	流动资产周转天数	142	180	176	193	222
在建工程	1,694.1	1,538.0	1,392.3	1,194.2	806.5	应收帐款周转天数	12	14	53	53	40
无形资产	1,125.2	1,464.2	1,399.6	1,335.0	1,270.4	存货周转天数	31	31	36	46	38
其他非流动资产	532.7	1,424.8	1,467.6	1,511.6	1,556.9	总资产周转天数	345	411	373	362	370
<b>资产总额</b>	<b>14,813.9</b>	<b>18,843.6</b>	<b>21,308.5</b>	<b>24,631.1</b>	<b>28,973.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期借款	52.6	1,626.6	563.8	563.8	701.7	资产负债率	35.5%	36.7%	32.2%	28.6%	27.7%
应付票据	156.0	212.8	279.8	330.2	376.4	负债权益比	55.0%	58.0%	47.4%	40.0%	38.3%
应付账款	837.0	1,145.1	1,230.2	1,450.5	1,651.0	流动比率	1.97	1.39	1.68	2.13	2.52
其他流动负债	372.3	497.1	521.9	548.0	575.4	速动比率	1.71	1.26	1.41	1.82	2.20
长期借款	406.5	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21	-	-	-
其他非流动负债	372.3	497.1	521.9	548.0	575.4	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>5,255.0</b>	<b>6,918.2</b>	<b>6,852.7</b>	<b>7,040.6</b>	<b>8,018.5</b>	EPS(元)	4.38	3.43	4.36	5.15	6.16
股本	420.2	601.5	609.2	609.2	609.2	BVPS(元)	22.75	19.83	23.73	28.88	34.40
资本公积与留存收益	5,833.6	7,438.2	10,091.3	13,226.1	16,602.0	PE(X)	32.7	41.8	32.9	27.8	23.3
少数股东权益	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	7.2	6.0	5.0	4.2
<b>股东权益</b>	<b>9,558.9</b>	<b>11,925.4</b>	<b>14,455.7</b>	<b>17,590.5</b>	<b>20,954.8</b>	P/FCF	133.8	21.5	49.8	31.6	19.3
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	P/S	4.4	5.8	4.5	3.8	3.3
净利润	1,839.4	2,062.6	2,653.1	3,134.7	3,751.1	EV/EBITDA	16.0	21.2	22.1	18.4	14.3
加:折旧和摊销	8.1	-	-	-	-	CAGR(%)	19.4%	22.1%	19.1%	19.4%	22.1%
资产减值准备	439.1	568.3	495.0	495.0	701.8	PEG	168.2%	189.3%	172.5%	143.1%	105.4%
公允价值变动损失	-4.7	-21.8	-210.0	-250.0	-100.0						
财务费用	19.3	130.8	-36.4	-38.2	-40.1						
投资收益	-24.5	-37.4	-38.9	-39.5	-35.1						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	-1,514.8	3,336.1	707.6	-288.1	215.8						
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,156.3</b>	<b>3,889.5</b>	<b>3,570.5</b>	<b>3,013.9</b>	<b>4,493.4</b>						
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-4,653.9</b>	<b>-2,337.1</b>	<b>-91.6</b>	<b>-61.0</b>	<b>-264.9</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,440.8</b>	<b>585.0</b>	<b>-581.5</b>	<b>38.2</b>	<b>-181.5</b>						

数据来源: wind、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

