

证券研究报告—动态报告

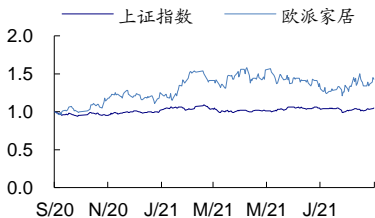
轻工

家居

欧派家居(603833)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 609/609 |
| 总市值/流通(亿元) | 92,719/92,719 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,567/14,314 |
| 12 个月最高/最低(元) | 174.38/100.51 |

相关研究报告:

《欧派家居-603833-2020 年报和一季报点评: 净利润超预期, 产品结构优化与渠道布局成效显现》——2021-05-19
 《国信证券-欧派家居-603833-2020 年中报快报点评: 渠道发力, 增长依旧》——2020-08-17
 《欧派家居-603833-2019 年三季报点评: 业绩符合预期, 经销环比改善》——2019-10-31
 《欧派家居-603833-2019 年半年报点评: 逆势稳健增长, 业绩符合预期》——2019-09-02

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003
联系人: 蔡志明
 电话: 010-88005330
 E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

整装发力带动多品类快速增长

● 收入高速增长, 净利率同比回升

2021H1 营收 82.00 亿元 (+65.1%), 较 2019 年增长 48.8%; 净利润 10.12 亿元 (+107.0%), 较 2019 年增长 60%。前期积压需求释放叠加公司渠道端的强劲表现带动了公司业绩高速增长。毛利率 32.3% (-0.9%), 净利率 12.3% (+2.4%), 净利率的大幅回升主要源自费用率的优化, 销售、管理、财务费用率分别为 7.6% (-1.6%)、10.7% (-2.8%)、-0.4% (+0.1%)。

● 全品类高速增长, 配套品表现亮眼

按品类拆分, 2021H1 厨柜、衣柜、卫浴、木门收入分别为 32.05 亿元 (+46.5%)、31.06 亿元 (+66.2%)、4.11 亿元 (+62.0%)、4.57 亿元 (+94.7%)。其他产品收入 9.43 亿元 (+158.2%), 其快速增长主要源自整装渠道快速发展对配套产品的带动。按渠道拆分来看, 经销店、大宗业务、直营店分别实现收入 62.25 (+72.0%)、15.88 (+52.1%)、1.96 (+91.0%) 亿元。

● 整装大家居起步加速, 协同效应有待充分释放

公司自 2018 年开展整装大家居业务, 通过与装修公司合作, 在装修过程中导入欧派的全品类定制产品, 并结合信息化工具赋能装企提升其服务质量与效率。截至 2021 上半年末, 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, 以此带动了定制产品、配套产品及材料的快速增长。整装大家居方才起步加速, 未来随着合作伙伴数量的增加与信息化工具配套完善, 其协同效应仍有待充分释放。

● 投资建议: 上调业绩预测, 维持“买入”评级

公司整装大家居建设速度与成效超出我们预期, 故上调收入和利润预测。预测 2021-2023 年的收入分别为 191.63、233.97 和 268.85 亿元; 净利润分别为 27.97、33.50 和 38.88 亿元。9 月 2 日公司收盘价 150.91 元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 32.5/27.1/23.8X。整装大家居有望协助公司提高获客效率, 降低获客成本, 并带动更多品类实现快速增长。维持“买入”评级, 上调合理估值区间至 169.7~175.3 元。

● 风险提示

地产竣工、销售不及预期; 整装大家居推进速度不及预期。

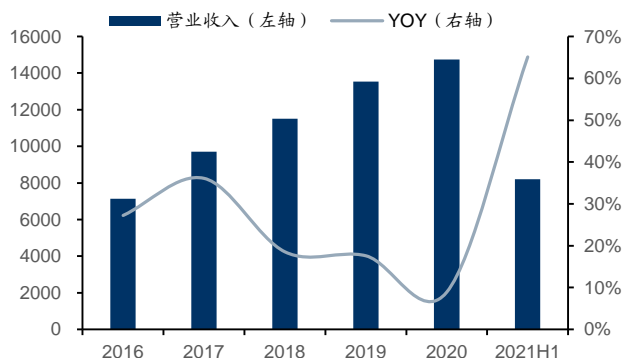
盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 14,740 | 19,163 | 23,397 | 26,885 |
| (+/-%) | 8.9% | 30.0% | 22.1% | 14.9% |
| 净利润(百万元) | 2,063 | 2,797 | 3,350 | 3,822 |
| (+/-%) | 12.1% | 35.6% | 19.8% | 14.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.42 | 4.64 | 5.56 | 6.35 |
| EBIT Margin | 20.0% | 16.6% | 16.4% | 16.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 17.3% | 20.0% | 20.3% | 19.8% |
| 市盈率(PE) | 43.23 | 31.89 | 26.62 | 23.33 |
| EV/EBITDA | 27.63 | 24.38 | 20.66 | 18.45 |
| 市净率(PB) | 7.48 | 6.37 | 5.41 | 4.62 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

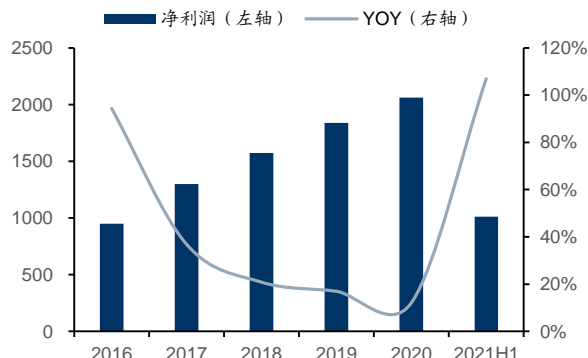
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司近年营收和同比增速 (百万元)



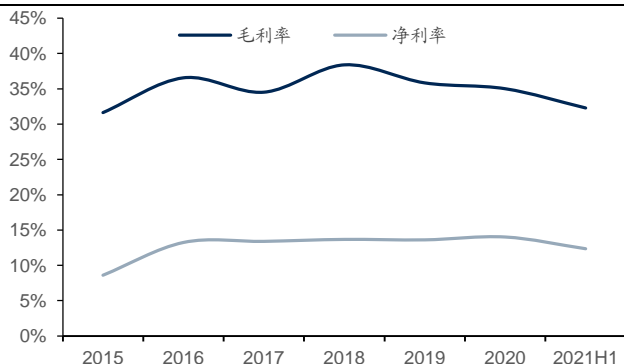
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司近年净利润和同比增速 (百万元)



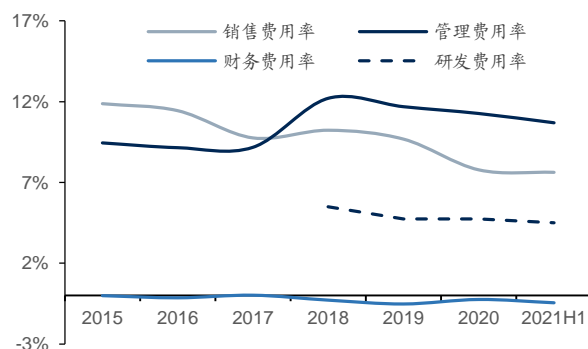
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司近年毛利率和净利率



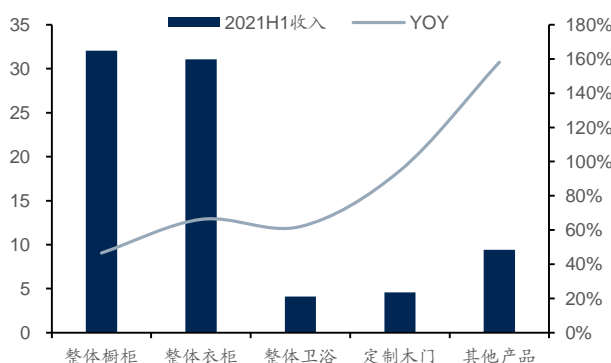
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司近年各项费用率



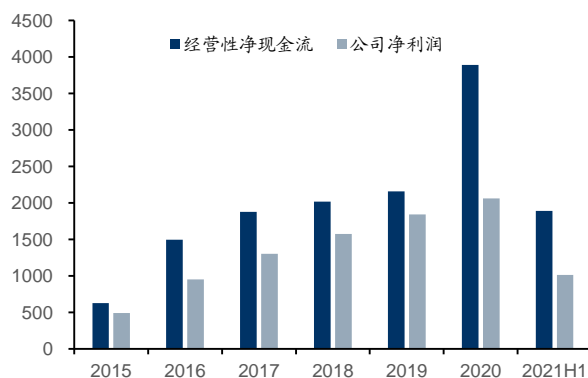
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司 2021H1 各业务收入和同比增速 (亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 6: 净利润和经营性净现金流 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司整装大家居建设速度与成效超出我们预期，故上调收入和利润预测。预测 2021-2023 年的收入分别为 191.63、233.97、268.85 亿元(前值分别为 176.43、209.07、243.57 亿元)，同比增速 30.0%、22.1%、14.9%；净利润分别为 27.97、33.50、38.88 亿元(前值分别为 23.58、29.23、35.48 亿元)，同比增速 35.6%、19.8%、14.1%。9 月 2 日公司收盘价 150.91 元对应的 2021-2023 年预测 PE 分别为 32.5/27.1/23.8X。

公司整装大家居进展良好，未来有望协助公司提高获客效率，降低获客成本，同时带动更多品类实现快速增长。维持“买入”评级，上调合理估值区间至 169.7~175.3 元(前值为 153.1~165.4 元)。

表 1: 可比公司估值表(截至 2021.9.2)

| 代码 | 公司简称 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | | PB (MRQ) |
|-----------|------|-----------|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------------|
| | | | | 21E | 22E | 23E | 21E | 22E | 23E | |
| 603833.S | 欧派家居 | 152.21 | 927.19 | *4.64 | *5.56 | *6.35 | *32.80 | *27.38 | *23.97 | 7.39 |
| 002572.SZ | 索菲亚 | 19.38 | 176.82 | 1.53 | 1.81 | 2.12 | 12.66 | 10.68 | 9.14 | 2.94 |
| 300616.SZ | 尚品宅配 | 54.90 | 109.07 | 2.56 | 3.04 | 3.54 | 21.43 | 18.08 | 15.49 | 2.99 |
| 603816.S | 顾家家居 | 66.50 | 420.45 | 2.62 | 3.23 | 3.94 | 25.40 | 20.56 | 16.89 | 6.10 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测和整理

注: 带*数值为国信证券经济研究所整理和预测, 其余为 Wind 一致预期

风险提示

1. 地产竣工、销售不及预期;
2. 整装大家居推进不及预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 4427 | 2896 | 3816 | 4043 | 营业收入 | 14740 | 19163 | 23397 | 26885 |
| 应收款项 | 836 | 1087 | 1327 | 1525 | 营业成本 | 9579 | 12917 | 15864 | 18277 |
| 存货净额 | 809 | 1087 | 1338 | 1547 | 营业税金及附加 | 111 | 149 | 170 | 203 |
| 其他流动资产 | 219 | 1391 | 1699 | 1952 | 销售费用 | 1147 | 1629 | 1989 | 2285 |
| 流动资产合计 | 8250 | 9597 | 13197 | 17095 | 管理费用 | 961 | 1285 | 1533 | 1725 |
| 固定资产 | 7631 | 8061 | 8272 | 8317 | 财务费用 | (35) | (37) | (34) | (34) |
| 无形资产及其他 | 1464 | 1406 | 1347 | 1289 | 投资收益 | 37 | 40 | 34 | 37 |
| 投资性房地产 | 1483 | 1483 | 1483 | 1483 | 资产减值及公允价值变动 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 长期股权投资 | 16 | 21 | 26 | 31 | 其他收入 | (628) | 0 | 1 | 2 |
| 资产总计 | 18844 | 20568 | 24324 | 28214 | 营业利润 | 2407 | 3281 | 3931 | 4489 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1627 | 0 | 0 | 0 | 营业外净收支 | 5 | 9 | 9 | 8 |
| 应付款项 | 1358 | 1825 | 2246 | 2597 | 利润总额 | 2413 | 3290 | 3941 | 4497 |
| 其他流动负债 | 2942 | 3752 | 4606 | 5312 | 所得税费用 | 350 | 494 | 591 | 675 |
| 流动负债合计 | 5926 | 5578 | 6852 | 7909 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 495 | 495 | 495 | 495 | 归属于母公司净利润 | 2063 | 2797 | 3350 | 3822 |
| 其他长期负债 | 497 | 497 | 497 | 497 | | | | | |
| 长期负债合计 | 992 | 992 | 992 | 992 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 6918 | 6570 | 7844 | 8901 | 净利润 | 2063 | 2797 | 3350 | 3822 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 11925 | 13998 | 16480 | 19313 | 折旧摊销 | 537 | 744 | 855 | 921 |
| 负债和股东权益总计 | 18844 | 20568 | 24324 | 28214 | 公允价值变动损失 | (22) | (22) | (22) | (22) |
| | | | | | 财务费用 | (35) | (37) | (34) | (34) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 1888 | (424) | 476 | 397 |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 其它 | 8 | 0 | (0) | 0 |
| 每股收益 | 3.42 | 4.64 | 5.56 | 6.35 | 经营活动现金流 | 4465 | 3095 | 4659 | 5119 |
| 每股红利 | 0.89 | 1.20 | 1.44 | 1.64 | 资本开支 | (1470) | (1094) | (985) | (886) |
| 每股净资产 | 19.80 | 23.24 | 27.36 | 32.06 | 其它投资现金流 | (446) | (1176) | (1882) | (3011) |
| ROIC | 24% | 24% | 30% | 35% | 投资活动现金流 | (1923) | (2275) | (2872) | (3902) |
| ROE | 17% | 20% | 20% | 20% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 35.0% | 33% | 32% | 32% | 负债净变化 | (406) | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 20% | 17% | 16% | 16% | 支付股利、利息 | (534) | (724) | (867) | (990) |
| EBITDA Margin | 24% | 20% | 20% | 20% | 其它融资现金流 | 2299 | (1627) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 9% | 30% | 22% | 15% | 融资活动现金流 | 418 | (2351) | (867) | (990) |
| 净利润增长率 | 12% | 36% | 20% | 14% | 现金净变动 | 2961 | (1531) | 920 | 227 |
| 资产负债率 | 37% | 32% | 32% | 32% | 货币资金的期初余额 | 1467 | 4427 | 2896 | 3816 |
| 股息率 | 0.6% | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 货币资金的期末余额 | 4427 | 2896 | 3816 | 4043 |
| P/E | 44.1 | 32.5 | 27.1 | 23.8 | 企业自由现金流 | 3470 | 1932 | 3611 | 4168 |
| P/B | 7.6 | 6.5 | 5.5 | 4.7 | 权益自由现金流 | 5362 | 336 | 3640 | 4196 |
| EV/EBITDA | 28.1 | 24.8 | 21.0 | 18.8 | | | | | |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032