

# 定制家居龙头表现靓丽，拟发不超过30亿可转债助力成长

## 欧派家居(603833)

评级:	买入	股票代码:	603833
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	174.38/112.04
目标价格:		总市值(亿)	752.97
最新收盘价:	123.61	自由流通市值(亿)	752.97
		自由流通股数(百万)	609.15

### 事件概述

欧派家居发布 2021 年三季度报：2021 年前三季度公司实现营收 144.02 亿元，同比+47.99%；归母净利润为 21.13 亿元，同比+45.73%。其中，Q3 单季度营收为 62.02 亿元，同比+30.12%；归母净利润为 11.01 亿元，同比+14.56%。全渠道全产品共同发力，三季度收入延续高增长，利润端受原材料涨价等影响增速慢于收入端。

### 分析判断：

#### ► 收入端：全渠道全产品共同发力，衣柜成为第一大收入来源。

分产品看，2021 年前三季度公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他等销售额分别为 53.95、57.36、6.93、8.37、15.99 亿元，同比分别+30.63%、+50.53%、+38.11%、+72.49%、+125.94%，其中，衣柜业务表现靓丽，延续高速增长发展态势，并超过厨柜业务成为公司第一大收入来源；厨柜业务深入推进“全屋定制”模式，挖潜厨房旧改，保持稳步增长；卫浴和木门产品是“大家居”战略的重要补充，在厨柜、衣柜的带动下，销售规模处于快速扩张阶段。

分渠道看，2021 年前三季度公司直营渠道、经销渠道、大宗业务、其他渠道销售额分别为 3.66、111.00、26.34、1.60 亿元，同比分别+56.93%、+49.89%、+43.92%、-4.03%，各主要渠道仍保持高速增长。细分来看，经销渠道方面，2021 年前三季度公司共净增门店 349 家至 7461 家，其中欧派橱柜（含橱衣综合）、欧派衣柜（衣柜独立）、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼木门分别净变动+23、+101、+19、+115、+91 家至 2430、2225、947、703、1156 家，其中，Q3 单季度以上品牌则分别净变动+34、-66、+27、+113、+96 家，欧派卫浴、欧铂尼木门加快拓店，后续发展可期。大宗业务方面，公司聚焦优质地产公司，加大抢占百强地产份额，积极推进个性化工程定制服务，通过百强项目施工系统与欧派生产系统的无缝衔接，全面实现精装房项目定制产品的可视化履约，业务保持稳步增长。

#### ► 盈利端：净利率同比下滑，期间费用管控良好。

2021 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 32.72%、14.67%，同比分别-3.32pct、-0.23pct，其中，Q3 单季度毛利率、净利率分别为 33.28%、17.75%，同比分别-5.47pct、-2.42pct，Q3 单季度盈利能力有所下滑，主要受原材料涨价、产品结构变化以及会计准则导致运费调整至营业成本科目等因素影响。分产品看，2021 年前三季度公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他毛利率分别为 33.44%、38.91%、23.74%、15.06%、19.42%，同比分别-2.72pct、-2.01pct、-2.11pct、-2.75pct、-10.11pct；分渠道看，2021 年前三季度公司直营渠道、经销渠道、大宗业务、其他渠道毛利率分别为 65.29%、31.99%、30.42%、28.86%，同比分别-5.06pct、-3.12pct、-5.47pct、-5.20pct。净利率下降幅度低于毛利率，主要得益于公司良好的费用管控，2021 年前三季度公司期间费用率 15.75%，同比-2.77pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.15%、5.53%、3.61%、-0.54%，分别同比-0.86pct、-1.29pct、-0.65pct、+0.03pct，其中 Q3 单季度期间费用率 12.94%，同比-1.78pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 6.53%、4.65%、2.44%、-0.68%，分别同比-0.20pct、-0.25pct、-1.25pct、-0.08pct，研发费用率下滑较为明显。

#### ► 拟公开发行可转债项目，加大智能制造工厂投入。

10月28日公司发布公开发行可转换公司债券预案，拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过30.00亿元（含30.00亿元），募集资金主要用于欧派家居智能制造（武汉）项目、欧派创新设计大厦项目，以上项目投资额分别为25亿元、9.3亿元，其中分别拟投入募集资金25亿元、5亿元。根据公司战略规划，华中智能制造基地将以工业4.0为基础，稳步打造欧派智能制造体系中最先进的、集智能化与数字化为一体的现代化定制家居AI智能工厂集群。若募投项目后续投产，预计公司全品类产品产能进一步提升，大幅缩短华中地区及相邻区域内的物流辐射半径和交货周期，进一步扩大在智能制造领域的优势，提升公司的核心竞争力。

### 投资建议：

持续看好欧派家居在定制家居行业龙头地位，渠道、产品、产能、信息化等全方位优势带来的业绩提升。考虑到公司全渠道全产品发力，业绩保持高增长，我们上调公司21-23年营收189.93/224.92/263.28亿元的预测至207.13/242.81/283.42亿元；上调21-23年EPS 4.51/5.44/6.48元的预测至4.62/5.57/6.63元，对应2021年10月27日123.61元/股收盘价，对应PE分别为31/26/22倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

家居需求不及预期；竣工数据不及预期；渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；橱柜零售渠道受精装市场冲击超预期；原材料价格大幅上涨风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	20,713	24,281	28,342
YoY (%)	17.6%	8.9%	40.5%	17.2%	16.7%
归母净利润(百万元)	1,839	2,063	2,814	3,392	4,038
YoY (%)	17.0%	12.1%	36.4%	20.6%	19.0%
毛利率 (%)	35.8%	35.0%	34.0%	35.1%	35.1%
每股收益 (元)	3.02	3.39	4.62	5.57	6.63
ROE	19.2%	17.3%	19.3%	19.6%	19.8%
市盈率	47.43	42.29	31.00	25.72	21.60

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,740	20,713	24,281	28,342	净利润	2,063	2,814	3,392	4,038
YoY (%)	8.9%	40.5%	17.2%	16.7%	折旧和摊销	568	231	298	345
营业成本	9,579	13,672	15,765	18,391	营运资金变动	1,148	1,156	564	696
营业税金及附加	111	161	177	213	经营活动现金流	3,889	4,230	4,283	5,097
销售费用	1,147	1,553	1,870	2,154	资本开支	-1,883	-1,163	-419	-439
管理费用	961	1,305	1,530	1,786	投资	-576	0	0	0
财务费用	-35	20	15	4	投资活动现金流	-2,337	-1,126	-382	-402
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	37	37	37	37	债务募资	1,167	-67	-140	-220
营业利润	2,407	3,259	3,938	4,691	筹资活动现金流	585	-770	-912	-1,181
营业外收支	5	13	6	5	现金净流量	2,137	2,333	2,988	3,515
利润总额	2,413	3,272	3,944	4,696					
所得税	350	458	552	657	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	2,063	2,814	3,392	4,038	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	2,063	2,814	3,392	4,038	营业收入增长率	8.9%	40.5%	17.2%	16.7%
YoY (%)	12.1%	36.4%	20.6%	19.0%	净利润增长率	12.1%	36.4%	20.6%	19.0%
每股收益	3.39	4.62	5.57	6.63	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	35.0%	34.0%	35.1%	35.1%
					净利率	14.0%	13.6%	14.0%	14.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	10.9%	12.5%	13.1%	13.5%
货币资金	4,427	6,760	9,748	13,263	净资产收益率 ROE	17.3%	19.3%	19.6%	19.8%
预付款项	85	121	140	163	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	809	1,380	1,590	1,855	流动比率	<b>1.39</b>	<b>1.50</b>	<b>1.78</b>	<b>2.06</b>
其他流动资产	2,930	2,677	2,779	2,895	速动比率	1.24	1.29	1.56	1.84
流动资产合计	8,250	10,938	14,257	18,176	现金比率	0.75	0.92	1.22	1.51
长期股权投资	16	16	16	16	资产负债率	36.7%	35.0%	33.3%	31.7%
固定资产	6,093	7,018	7,220	7,375	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	1,464	1,464	1,464	1,464	总资产周转率	0.88	1.00	1.00	1.01
非流动资产合计	10,593	11,538	11,666	11,765	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	18,844	22,476	25,924	29,941	每股收益	3.39	4.62	5.57	6.63
短期借款	1,627	1,500	1,300	1,000	每股净资产	19.58	23.98	28.40	33.55
应付账款及票据	1,358	1,678	1,934	2,257	每股经营现金流	6.39	6.94	7.03	8.37
其他流动负债	2,942	4,132	4,771	5,548	每股股利	1.09	0.16	1.15	1.48
流动负债合计	5,926	7,310	8,005	8,805	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	60	120	200	PE	42.29	31.00	25.72	21.60
其他长期负债	992	497	497	497	PB	6.87	5.97	5.04	4.27
非流动负债合计	992	557	617	697					
负债合计	6,918	7,867	8,622	9,502					
股本	602	609	609	609					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	11,925	14,609	17,301	20,439					
负债和股东权益合计	18,844	22,476	25,924	29,941					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。