

## 2021 年三季报点评：收入超市场预期，渠道拓店提速

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

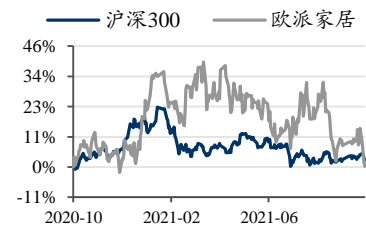
zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,740	20,302	24,026	28,236
同比 (%)	8.9%	37.7%	18.3%	17.5%
归母净利润 (百万元)	2,063	2,724	3,261	3,857
同比 (%)	12.1%	32.1%	19.7%	18.3%
每股收益 (元/股)	3.39	4.47	5.35	6.33
P/E (倍)	35.82	27.12	22.65	19.15

### 投资要点

- 收入端超市场预期。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 144.02 亿元，同比+48.0%；归母净利润 21.13 亿元，同比+45.7%。其中 2021Q3 实现营业收入 62.02 亿元，同比+30.1%；归母净利润 11.01 亿元，同比+14.6%。公司收入端表现靓丽超越市场预期，利润端表现符合市场预期。
- 零售渠道增速靓丽，衣柜增速环比加快，木门卫浴开店加速。**分产品看，公司 2021Q3 橱柜、衣柜、木门、卫浴分别实现收入 21.9、26.3、3.8、2.8 亿元，同比分别+12.7%、+35.4%、+51.7%、+13.6%。公司橱柜品类保持稳健增长，衣柜品类增速环比加快，定制核心+配套品+门墙系统的融合销售模式取得亮眼成效。分渠道看，公司 2021Q3 经销渠道、大宗渠道、直营渠道分别实现收入 48.75、10.46、1.71 亿元，同比分别+28.8%、+33.02%、+30.29%，各渠道均取得亮眼表现。零售渠道方面，公司 2021Q3 开店提速，特别是木门及卫浴门店拓展较快。欧派橱柜（含橱衣综合店）、欧派衣柜（衣柜独立）、欧铂尼木门、欧派卫浴、欧铂丽 2021Q3 末门店数量分别为 2430、2225、1156、703、947 家，2021Q1-3 开店数量分别为 23、101、91、115、19 家，其中 2021Q3 开店数量分别为 34、-66、96、113、27 家。2021Q3 末衣柜独立店数量较 2021H1 末有所下降主要是由公司持续推进融合销售模式导致，衣柜品类与橱柜品牌融合度不断提高。大宗渠道方面，2021 年公司大宗业务收入占比已趋于稳定，2021Q3 大宗业务收入占比为 16.87%，同比+0.37pp，环比-0.78pp。
- 盈利能力较为稳定，成本上涨影响有限。**2021Q1-3 公司综合毛利率为 32.7%，同比-3.32pp，有会计准则调整运费重分类至销售成本的因素；2021Q3 单季毛利率为 33.3%，环比略降 0.44pp。净利率方面，2021Q1-3 销售净利率为 14.7%，同比-0.23pp，较 2019 年同期+0.22pp。其中 2021Q3 单季度销售净利率为 17.8%，同比-2.42pp，单季销售净利率回落较多主要与 2020Q3 时需求集中释放导致利润率水平提升较多有关。2021Q3 销售净利率较 2019Q3 仅回落 0.77pp，环比 2021Q2+2.07pp，在原材料及能源价格维持高位的环境中，公司盈利能力较为稳定，持续展现作为行业龙头的高议价能力。
- 盈利预测与投资评级：**公司业绩表现靓丽，基于 2021 年三季报上调盈利预测，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 27.2、32.6、38.6 亿元，（原预测为 26.3、32.2、38.3 亿元），对应 PE27、23、19X。公司定制行业龙头地位稳固，传统经销渠道优势明显，大宗渠道保持较快增长，整装渠道布局领先于同行，维持“买入”评级。
- 风险提示：**定制行业竞争加剧，成本上涨较快，渠道拓展不及预期，议价能力下降导致盈利水平回落等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	121.28
一年最低/最高价	110.44/173.03
市净率(倍)	5.34
流通 A 股市值(百万元)	73877.95

### 基础数据

每股净资产(元)	22.71
资产负债率(%)	42.10
总股本(百万股)	609.15
流通 A 股(百万股)	609.15

### 相关研究

- 《欧派家居 (603833): 2021 年中报点评: 整装再升级, 第三增长路径日渐清晰》2021-08-27
- 《欧派家居 (603833): 21H1 业绩快报点评: 业绩靓丽符合市场预期, 成本压力下盈利能力维持稳定》2021-08-12

欧派家居三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,250</b>	<b>11,446</b>	<b>12,980</b>	<b>16,571</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,740</b>	<b>20,302</b>	<b>24,026</b>	<b>28,236</b>
现金	4,427	6,835	8,635	11,469	减:营业成本	9,579	13,463	15,913	18,705
应收账款	797	968	880	1,068	营业税金及附加	111	153	181	213
存货	809	1,263	1,186	1,585	营业费用	1,147	1,620	1,965	2,366
其他流动资产	2,218	2,380	2,279	2,449	管理费用	961	1,263	1,447	1,644
<b>非流动资产</b>	<b>10,593</b>	<b>11,960</b>	<b>13,088</b>	<b>14,322</b>	研发费用	699	922	1,092	1,283
长期股权投资	16	22	27	33	财务费用	-35	-161	-254	-355
固定资产	6,093	7,726	8,904	10,159	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1,538	1,266	1,215	1,191	加:投资净收益	37	39	40	35
无形资产	1,464	1,496	1,524	1,528	其他收益	70	87	75	75
其他非流动资产	1,483	1,451	1,417	1,411	资产处置收益	1	0	0	1
<b>资产总计</b>	<b>18,844</b>	<b>23,406</b>	<b>26,068</b>	<b>30,893</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,407</b>	<b>3,174</b>	<b>3,805</b>	<b>4,501</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,926</b>	<b>7,899</b>	<b>7,329</b>	<b>8,337</b>	加:营业外净收支	5	12	9	10
短期借款	1,627	1,464	1,318	1,186	<b>利润总额</b>	<b>2,413</b>	<b>3,186</b>	<b>3,815</b>	<b>4,511</b>
应付账款	1,358	1,810	1,540	1,861	减:所得税费用	350	462	553	655
其他流动负债	2,942	4,625	4,471	5,291	少数股东损益	0	-0	-0	-0
<b>非流动负债</b>	<b>992</b>	<b>859</b>	<b>829</b>	<b>789</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,063</b>	<b>2,724</b>	<b>3,261</b>	<b>3,857</b>
长期借款	495	455	398	344	EBIT	2,411	3,126	3,681	4,298
其他非流动负债	497	404	431	444	EBITDA	2,979	3,848	4,515	5,246
<b>负债合计</b>	<b>6,918</b>	<b>8,758</b>	<b>8,158</b>	<b>9,126</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	-0	-1	-1	每股收益(元)	3.39	4.47	5.35	6.33
归属母公司股东权益	11,925	14,649	17,911	21,768	每股净资产(元)	19.58	24.05	29.40	35.73
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,844</b>	<b>23,406</b>	<b>26,068</b>	<b>30,893</b>	发行在外股份(百万股)	602	609	609	609
					ROIC(%)	30.7%	39.0%	38.7%	40.8%
					ROE(%)	17.3%	18.6%	18.2%	17.7%
					毛利率(%)	35.0%	33.7%	33.8%	33.8%
					销售净利率(%)	14.0%	13.4%	13.6%	13.7%
					资产负债率(%)	36.7%	37.4%	31.3%	29.5%
					收入增长率(%)	8.9%	37.7%	18.3%	17.5%
					归母净利润增长率(%)	12.1%	32.1%	19.7%	18.3%
					P/E	35.82	27.12	22.65	19.15
					P/B	6.19	5.04	4.12	3.39
					EV/EBITDA	23.50	17.52	14.50	11.91

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>