

## 公司研究

## 业绩稳健增长，家居配套品增速亮眼

## ——欧派家居（603833.SH）2021年三季度业绩点评

## 买入（维持）

当前价：123.61元

## 作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元):	752.97
一年最低/最高(元):	111.17/173.03
近3月换手率:	22.70%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.17	-7.71	1.06
绝对	-7.75	-4.62	6.11

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

欧派家居发布 2021 三季报，公司实现收入 144.02 亿元，同比上升 47.99%；归母净利润 21.13 亿元，同比上升 45.73%；其中 Q3 实现收入 62.02 亿元，同比上升 30.12%；归母净利润 11.01 亿元，同比上升 14.57%。

## 点评：

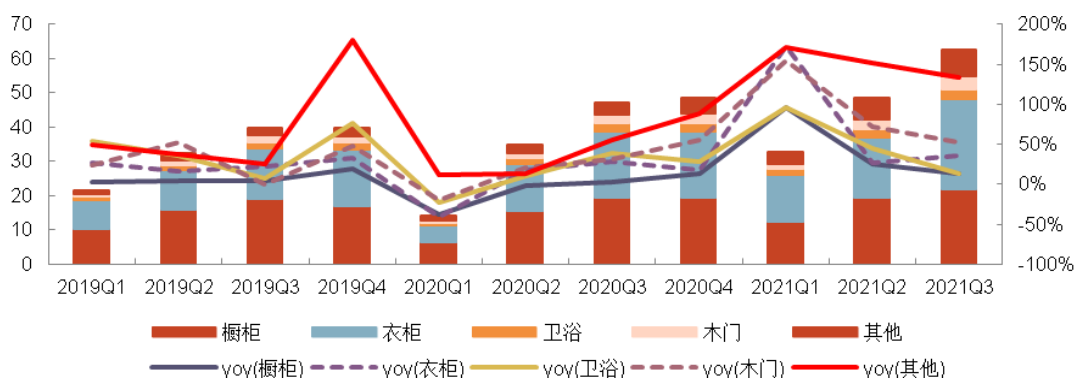
## 全品类多渠道稳健推进，有望穿越地产周期

**品类上：Q3 橱衣增速强劲，多品类协同发展稳步推进。**3Q21 欧派橱柜/衣柜实现收入 21.9/26.3 亿元，同比增长 13%/35%，橱柜增长稳健，衣柜收入再次超越橱柜成为第一大品类，且环比加速（Q2 衣柜同比增速 28%），考虑 2Q20 因疫情导致的低基数，3Q21 衣柜业务仍能实现环比加速增长实属可贵，我们判断或与其无醛升级及 9 月推出的 19800 全屋套餐有关，背后依靠的是欧派强大的制造与组织能力。此外 3Q21 木门/卫浴/其他品类实现收入 2.8/3.8/8.0 亿元，同比增长 14%/52%/133%，其他品类（寝具为主）增速格外亮眼，反映欧派在大家居领域的持续推进初见成效。回顾汉森及 nitori 的历史，高频多品类的发展是家居企业跨越周期必不可少的要素，随着欧铂拉迪高端主材及欧派优选硬装平台的推出，欧派大家居战略将稳步推进，最终有望穿越地产周期。

**渠道上：全渠道维持快速增长。**：3Q21 公司直营/经销/大宗实现收入 1.7/48.8/10.5 亿元，同比增长 30%/29%/33%。一方面，在新品推动及无醛升级下，叠加欧派业内优秀的渠道管理，零售端公司持续抢占中小企业份额存量，龙头地位持续强化；另一方面，公司工程端因长期坚持稳健经营，并未受恒大事件影响，尽管地产行情并不乐观，但依靠公司全品类发展及成本、品牌上的优势，欧派工程业务仍有望持续实现优于行业平均的增长。

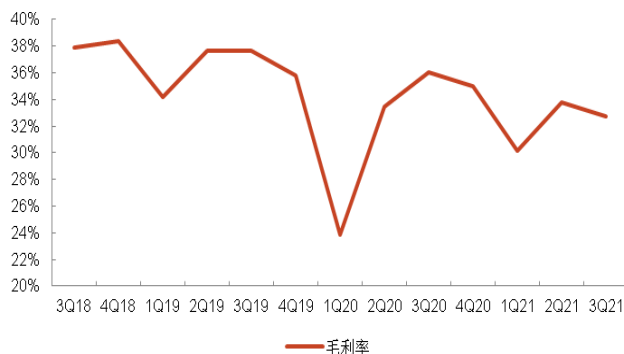
**毛利率下降或系原材料上涨及大家居发展，费用管控良好。**2021 年前三季度公司毛利率 32.51%，其中 Q3 毛利率 32.74%，较 Q2（33.80%）有所下降，我们推断为原材料价格上涨及低毛利配套品占比提升导致，短期来看，公司逐步开启提价措施熨平部分原材料影响，长期来看，整装大家居战略下，配套品销量持续增长将拉低毛利中枢。但公司控费较优，销售/管理/研发费用率环比 Q2 变动+0.29/-0.72/-1.66 pct，公司 3Q21 净利率为 17.75%，较 2Q21 提升 1.06 pct。

图 1：欧派家居单季度各业务收入及增速（亿元）



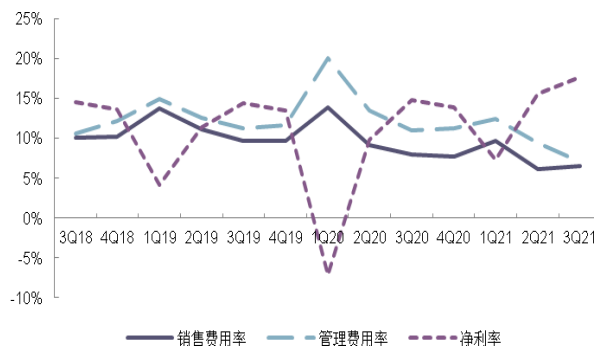
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：欧派家居单季度毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：欧派家居单季度费用率及净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**欧派业绩稳健增长，大家居业务持续推进，我们仍然看好欧派维持行业领先的决策力和执行力，公司产品力及信息化等能力有望支持前端持续扩张维持 2021-23 年净利润 28.46/33.48/40.01 亿元，对应 PE26/22/19 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产销售加速下行，终端需求不及预期

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,533	14,740	19,869	23,663	28,340
营业收入增长率	17.59%	8.91%	34.80%	19.10%	19.76%
净利润 (百万元)	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
净利润增长率	17.02%	12.13%	37.98%	17.65%	19.48%
EPS (元)	4.38	3.43	4.67	5.50	6.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.24%	17.30%	20.26%	20.24%	20.56%
P/E	28	36	26	22	19
P/B	5.4	6.2	5.4	4.6	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-27

注：公司 2019 年末总股本为 4.20 亿股，2020 年末总股本为 6.02 亿股

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,533	14,740	19,869	23,663	28,340
营业成本	8,684	9,579	12,826	15,237	18,188
折旧和摊销	420	537	380	448	508
税金及附加	88	111	140	173	203
销售费用	1,310	1,147	1,546	1,817	2,211
管理费用	939	961	1,291	1,538	1,842
研发费用	642	699	894	1,065	1,332
财务费用	-70	-35	49	114	82
投资收益	24	37	31	34	33
营业利润	2,105	2,407	3,318	3,908	4,670
利润总额	2,119	2,413	3,329	3,916	4,679
所得税	279	350	483	568	679
净利润	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
EPS(元)	4.38	3.43	4.67	5.50	6.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,156	3,889	1,961	3,931	4,736
净利润	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
折旧摊销	420	537	380	448	508
净营运资金增加	2,291	-2,317	2,832	1,086	1,228
其他	-2,394	3,607	-4,097	-952	-1,001
投资活动产生现金流	-4,654	-2,337	-2,364	-1,191	-1,217
净资本支出	-1,830	-1,883	-1,200	-1,000	-1,000
长期投资变化	8	16	0	0	0
其他资产变化	-2,832	-470	-1,164	-191	-217
融资活动现金流	1,441	585	1,944	-1,601	-2,114
股本变化	0	181	8	0	0
债务净变化	1,502	467	2,405	-915	-1,259
无息负债变化	193	1,197	138	1,147	1,504
净现金流	-1,051	2,111	1,541	1,140	1,405

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.8%	35.0%	35.4%	35.6%	35.8%
EBITDA 率	18.1%	19.7%	18.8%	18.9%	18.5%
EBIT 率	14.9%	15.8%	16.9%	17.0%	16.7%
税前净利润率	15.7%	16.4%	16.8%	16.6%	16.5%
归母净利润率	13.6%	14.0%	14.3%	14.1%	14.1%
ROA	12.4%	10.9%	12.1%	12.8%	13.6%
ROE (摊薄)	19.2%	17.3%	20.3%	20.2%	20.6%
经营性 ROIC	14.3%	16.9%	17.2%	19.1%	20.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	35%	37%	40%	37%	34%
流动比率	1.97	1.39	1.29	1.57	1.90
速动比率	1.71	1.26	1.15	1.40	1.70
归母权益/有息债务	5.78	5.62	3.10	4.58	8.27
有形资产/有息债务	8.19	8.12	4.84	6.83	11.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	14,814	18,844	23,512	26,240	29,399
货币资金	1,467	4,427	5,968	7,107	8,512
交易性金融资产	1,514	1,960	1,600	1,800	2,000
应收账款	493	602	767	940	1,110
应收票据	118	195	218	286	327
其他应收款 (合计)	40	39	56	64	78
存货	846	809	1,166	1,336	1,624
其他流动资产	1,876	134	647	1,026	1,494
流动资产合计	6,452	8,250	10,551	12,705	15,323
其他权益工具	84	270	270	270	270
长期股权投资	8	16	16	16	16
固定资产	4,960	6,093	6,997	7,508	7,965
在建工程	1,694	1,538	1,423	1,443	1,457
无形资产	1,125	1,464	1,435	1,401	1,373
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	333	1,026	2,584	2,584	2,584
非流动资产合计	8,362	10,593	12,961	13,536	14,076
总负债	5,255	6,918	9,462	9,695	9,940
短期借款	53	1,627	4,032	3,117	1,859
应付账款	837	1,145	1,385	1,733	2,016
应付票据	156	213	258	322	375
预收账款	1,160	607	1,260	1,237	1,640
其他流动负债	0	111	347	608	877
流动负债合计	3,280	5,926	8,160	8,113	8,044
长期借款	406	0	0	0	0
应付债券	1,196	495	495	495	495
其他非流动负债	299	404	714	994	1,308
非流动负债合计	1,975	992	1,302	1,582	1,896
股东权益	9,559	11,925	14,050	16,545	19,459
股本	420	602	609	609	609
公积金	3,192	4,032	4,041	4,041	4,041
未分配利润	5,623	7,150	9,258	11,754	14,667
归属母公司权益	9,559	11,925	14,050	16,545	19,459
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.68%	7.78%	7.78%	7.68%	7.80%
管理费用率	6.94%	6.52%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	-0.51%	-0.24%	0.25%	0.48%	0.29%
研发费用率	4.74%	4.74%	4.50%	4.50%	4.70%
所得税率	13%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.09	1.20	1.40	1.78	2.05
每股经营现金流	5.13	6.47	3.22	6.45	7.77
每股净资产	22.75	19.83	23.06	27.16	31.94
每股销售收入	32.21	24.50	32.62	38.85	46.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	36	26	22	19
PB	5.4	6.2	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	22.5	26.0	21.0	17.3	14.4
股息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE