

# 欧派家居（603833）：零售渠道优势凸显，新品类焕发活力

2021年10月28日

推荐/维持

欧派家居 公司报告

**事件：**公司2021前三季度营收144.02亿元，同比+47.99%，较2019同期+51.04%；归母净利21.13亿元，同比+45.73%，较2019同期+53.34%。其中Q3营收62.02亿元，同比+30.12%；归母净利11.01亿元，同比+14.57%。

**龙头优势凸显，零售大宗均实现优质增长。**

收入分渠道看，1)零售业务前三季度收入114.66亿元，同比+50.10%；其中Q3收入50.46亿元，同比+28.82%。2)大宗业务前三季度收入26.34亿元，同比+43.92%；其中Q3收入10.46亿元，同比+33.06%。

公司把握行业风向，大力发展整装模式，今年已成功驶入发展快车道，收入快速增长；同时公司拥有业内最多的网点数量和强大的经销商队伍，在传统经销渠道中优势稳固，新旧渠道合力使得零售业务在Q3高基数下实现快速增长。大宗业务方面，在行业整体放缓且回款压力增大的前提下，公司仍能保持较快增速；并依托代理商模式和严格的客户筛选，做到应收账款周转率同比提高，实现高质量增长。公司的龙头优势带来各渠道的优秀业绩，我们认为公司生产效率高、成本控制力强且营销能力突出，能持续在渠道变革中保持先发龙头优势，始终优于行业。并且随着存量房装修占比的提升，零售业务比重提高，公司龙头优势还有望进一步扩大。

**品类基本盘仍具活力，边界拓展打开空间。**

收入分品类看，1)橱柜业务收入53.95亿元，同比+30.63%；其中Q3收入21.90亿元，同比+12.72%。2)衣柜业务收入57.36亿元，同比+50.63%；其中Q3收入26.31亿元，同比+35.43%。3)卫浴、木门、其他业务收入6.93、8.37、15.99亿元，同比+38.11%、+72.49%、+125.94%，其中Q3同比+13.56%、+51.71%、+91.55%。

橱柜方面，公司在整装渠道发力，深入推进全厨定制模式，成功把握大宗放缓后零售端的机会，Q3实现橱柜双位数增长，进一步巩固冠军地位。衣柜通过全屋定制方式开拓，继续保持高增，同时公司深入推进柜类+配套品+门墙系统的融合销售模式，木门和其他配套品连带率持续提高，收入增长迅猛。此外，整装、大宗以及零售大家居业务的发展，将持续拉动卫浴、木门以及新品类的增长。公司立足橱柜、衣柜等品类基本盘，持续带动其他品类发展，拓展品类边界，打开未来发展空间。

**原材料价格上涨导致毛利率承压。**公司2021前三季度毛利率32.72%，同比-3.32pct，主要由于原材料价格的上涨和产品结构的变化。低毛利品类木门和配套品的占比提升确实会拉低整体毛利率水平，但由于该品类配套销售占比大、费用投放需求低，且存在提价空间，因此产品结构的变化对于净利率影响较小。公司规模效应继续展现，前三季度销售费用率/管理费用率分别-0.86pct/-1.29pct，均实现下降，达到近年同期历史新低。综合来看，2021前三季度净利率14.67%，同比微降0.23pct，仍处行业领先地位。此外原材料涨价推动行业整体利润率下降，或将致使中小企业业务收缩，欧派有望加速提升份额。我们认为公司成本把控能力强，规模优势显著，未来盈利能力有望随规模持续提升。

**盈利预测与投资评级：**我们看好公司在定制家具行业渠道变革的过程中，能依托传统经销渠道优势，持续在整装、大宗等渠道中维持先发优势，保持高

## 公司简介：

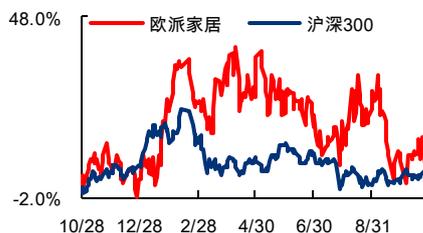
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间(元)	170.4-117.4
总市值(亿元)	738.81
流通市值(亿元)	738.81
总股本/流通A股(万股)	60,915/60,915
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.54

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

010-66554045 shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

质量增长；并以优势品类橱柜衣柜为基，持续带动其他品类高速发展、拓宽品类边界。渠道创新与品类拓展相互促进，推动公司不断成长，持续增强龙头阿尔法属性。预计公司2021-2023年归母净利润分别为28.19、34.81、42.53亿元，EPS为4.63、5.72、6.98元，目前股价对应PE分别为26.21、21.22、17.37 维持“推荐”评级。

**风险提示：**疫情超预期，原材料价格上涨超预期。

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,533.36	14,739.69	20,349.21	24,597.39	29,520.15
增长率（%）	17.59%	8.91%	38.06%	20.88%	20.01%
归母净利润（百万元）	1,839.45	2,062.63	2,818.59	3,481.34	4,253.10
增长率（%）	17.02%	12.13%	36.65%	23.51%	22.17%
净资产收益率（%）	19.24%	17.30%	19.47%	19.63%	19.58%
每股收益（元）	4.42	3.47	4.63	5.72	6.98
PE	27.97	35.62	26.21	21.22	17.37
PB	5.43	6.24	5.20	4.25	3.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元											
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
流动资产合计	6452	8250	8769	11518	15807	营业收入	13533	14740	20349	24597	29520
货币资金	1467	4427	4399	6207	9457	营业成本	8684	9579	13823	16700	20069
应收账款	493	602	786	977	1157	营业税金及附加	88	111	154	186	223
其他应收款	40	39	54	65	78	营业费用	1310	1147	1446	1748	2069
预付款项	98	85	84	71	91	管理费用	939	961	1135	1372	1618
存货	846	809	1257	1464	1792	财务费用	-70	-35	20	-26	-55
其他流动资产	1876	134	190	232	232	研发费用	642	699	669	700	780
非流动资产合计	8362	10593	10594	10971	10940	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	20.00	30.00
长期股权投资	8	16	0	0	0	公允价值变动收益	4.71	21.77	13.24	0.00	0.00
固定资产	4960	6093	6377	6509	6496	投资净收益	24.49	37.40	30.94	34.17	32.56
无形资产	1125	1464	1381	1303	1230	加:其他收益	143.35	86.52	114.94	100.73	107.83
其他非流动资产	333	1026	680	853	766	营业利润	2105	2407	3262	4033	4928
资产总计	14814	18844	19363	22488	26748	营业外收入	27.21	25.75	26.48	26.12	26.30
流动负债合计	3280	5926	4110	3978	4253	营业外支出	13.37	20.40	16.88	18.64	17.76
短期借款	53	1627	0	136	0	利润总额	2119	2413	3271	4041	4936
应付账款	837	1145	1472	1874	2194	所得税	279	350	453	559	683
预收款项	1160	607	137	-609	-579	净利润	1839	2063	2819	3481	4253
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1975	992	662	667	664	归属母公司净利润	1839	2063	2819	3481	4253
长期借款	406	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	1196	495	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5255	6918	4772	4644	4917	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	17.59%	8.91%	38.06%	20.88%	20.01%
实收资本(或股本)	420	602	609	609	609	营业利润增长	15.55%	14.38%	35.50%	23.65%	22.18%
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744	归属于母公司净利	17.02%	12.13%	36.65%	23.51%	22.17%
未分配利润	5623	7150	9738	12876	16746	获利能力					
归属母公司股东权	9559	11925	14479	17732	21719	毛利率(%)	35.84%	35.01%	32.07%	32.11%	32.02%
负债和所有者权益	14814	18844	19363	22488	26748	净利率(%)	13.59%	13.99%	13.85%	14.15%	14.41%
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		12.42%	10.95%	14.56%	15.48%	15.90%
经营活动现金流	2156	3889	2711	3389	4762	ROE(%)					
净利润	1839	2063	2819	3481	4253	19.24%					
折旧摊销	439.11	568.28	611.96	658.18	697.90	偿债能力					
财务费用	-70	-35	20	-26	-55	资产负债率(%)	35%	37%	25%	21%	18%
应收账款减少	-214	-110	-184	-191	-179	流动比率	1.97	1.39	2.13	2.90	3.72
预收帐款增加	-117	-553	-470	-746	30	速动比率	1.71	1.26	1.83	2.53	3.30
投资活动现金流	-4654	-2337	-603	-1498	-1150	营运能力					
公允价值变动收益	5	22	13	0	0	总资产周转率	1.04	0.88	1.07	1.18	1.20
长期投资减少	0	0	16	0	0	应收账款周转率	35	27	29	28	28
投资收益	24	37	31	34	33	应付账款周转率	18.38	14.87	15.55	14.70	14.51
筹资活动现金流	1441	585	-2136	-82	-363	每股指标(元)					
应付债券增加	1196	-701	-495	0	0	每股收益(最新摊	4.42	3.47	4.63	5.72	6.98
长期借款增加	266	-406	0	0	0	每股净现金流(最新	-2.52	3.55	-0.05	2.97	5.33
普通股增加	0	181	8	0	0	每股净资产(最新摊	22.75	19.83	23.77	29.11	35.65
资本公积增加	11	762	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	-1057	2137	-29	1809	3249	P/E	27.97	35.62	26.71	21.63	17.70
						P/B	5.43	6.24	5.20	4.25	3.47
						EV/EBITDA	21.23	24.76	18.25	14.86	11.83

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526