

欧派家居 (603833.SH) Q3 收入增长继续展现强 α 属性, 毛利率有所下滑

2021 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/10/28
当前股价(元)	121.28
一年最高最低(元)	174.38/112.04
总市值(亿元)	752.97
流通市值(亿元)	752.97
总股本(亿股)	6.09
流通股本(亿股)	6.09
近 3 个月换手率(%)	22.7

● 2021Q3 收入增长继续展现强 α 属性, 上调盈利预测, 维持“买入”评级

2021Q1-Q3, 公司收入 144.0 亿元, 同比增长 48.0%, 归母净利润 21.1 亿元, 同比增长 45.7%, 扣非后归母净利润 20.1 亿元, 同比增长 45.2%。2021Q3, 公司收入 62.0 亿元, 同比增长 30.1%, 归母净利润 11.0 亿元, 同比增长 14.6%, 扣非后归母净利润 10.7 亿元, 同比增长 13.1%。公司收入增长超出预期, 展现出龙头的强 α 属性, 我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 27.88/35.21/42.61 亿元 (原为 26.76/33.52/40.53 亿元), 对应 EPS 为 4.58/5.78/6.99 元, 当前股价对应 PE 为 31.3/24.8/20.5 倍, 短期市场波动不改公司长期价值, 维持“买入”评级。

● 收入拆分: 衣柜/配套品继续高增长, 配套品带动经销收入增长继续超预期

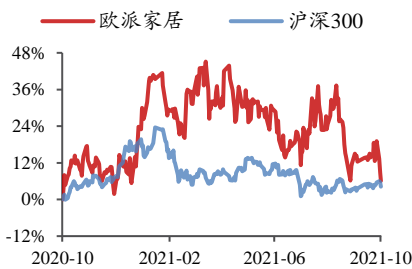
橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他 2021Q1-Q3 分别实现收入 54.0 亿元 (+30.6%)/57.4 亿元 (+50.5%)/6.9 亿元 (+38.1%)/8.4 亿元 (+72.5%)/16.0 亿元 (+125.9%), 2021Q3 实现收入 21.9 亿元 (+12.7%)/26.3 亿元 (+35.4%)/2.8 亿元 (+13.6%)/3.8 亿元 (+51.7%)/6.6 亿元 (+91.5%)。公司衣柜、木门、配套品继续高增长, 橱柜继续保持稳健增速, 卫浴或受到大宗渠道一定影响。分渠道看, 经销/大宗 2021Q1-Q3 分别实现收入 111.0 亿元 (+50.0%)/26.3 亿元 (+43.9%), 其中 2021Q3 实现收入 48.7 亿元 (+28.8%)/10.5 亿元 (+33.2%)。在配套品/衣柜等品类带动下, 公司经销渠道收入继续超预期, 增速在高基数下显著高于竞品, 展现出强 α。

● 盈利能力: 毛利率受原材料/大宗渠道/配套品影响, 控费效果继续显现

2021Q3, 公司毛利率 33.3%, 同比下降 5.5pct, 扣非后净利率 17.2%, 同比下降 2.6pct。根据品类拆分看, 受原材料涨价影响, 各品类毛利率均有一定下滑。其中, 橱柜和配套品毛利率下滑幅度较大。橱柜毛利率下滑幅度较大或主要系大宗业务行业整体盈利能力下降影响 (公司 2021Q3 大宗渠道毛利率同比下降 5.9pct)。配套品毛利率下滑或主要与公司加大推广力度抢占市场有关 (2021 年 9 月公司进一步推出 29800 套餐)。费用端, 伴随收入快速增长, 摊薄效应继续显现。

● 风险提示: 竣工数据和终端需求回暖不及预期; 整装拓展速度放缓

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-配套品+整装带动经销超预期, 控费效果持续显现》- 2021.8.27

《公司信息更新报告-Q2 收入延续高增长, 降本增效下利润率亮眼》- 2021.8.11

《公司信息更新报告-拟建设华中智造基地, 全国化产能布局再进一步》- 2021.7.9

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	20,164	24,802	29,787
YOY(%)	17.6	8.9	36.8	23.0	20.1
归母净利润(百万元)	1,839	2,063	2,788	3,521	4,261
YOY(%)	17.0	12.1	35.2	26.3	21.0
毛利率(%)	35.8	35.0	33.8	34.8	34.9
净利率(%)	13.6	14.0	13.8	14.2	14.3
ROE(%)	19.2	17.3	19.9	20.8	20.7
EPS(摊薄/元)	3.02	3.39	4.58	5.78	6.99
P/E(倍)	47.4	42.3	31.3	24.8	20.5
P/B(倍)	9.4	7.4	6.3	5.2	4.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6452	8250	9699	10650	15485
现金	1467	4427	4917	5530	9229
应收票据及应收账款	611	797	956	1524	1786
其他应收款	40	39	69	64	96
预付账款	98	85	166	143	228
存货	846	809	1497	1296	2053
其他流动资产	3390	2094	2094	2094	2094
非流动资产	8362	10593	12333	13683	15007
长期投资	8	16	22	27	33
固定资产	4960	6093	8026	9503	10905
无形资产	1125	1464	1543	1591	1656
其他非流动资产	2269	3021	2743	2561	2414
资产总计	14814	18844	22033	24334	30493
流动负债	3280	5926	7067	6511	9081
短期借款	53	1627	448	535	665
应付票据及应付账款	993	1358	1918	2050	2708
其他流动负债	2235	2942	4701	3926	5707
非流动负债	1975	992	968	918	863
长期借款	1602	495	471	421	366
其他非流动负债	372	497	497	497	497
负债合计	5255	6918	8034	7429	9945
少数股东权益	0	0	-0	-1	-1
股本	420	602	609	609	609
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744
留存收益	5834	7438	9668	12485	15893
归属母公司股东权益	9559	11925	13999	16905	20549
负债和股东权益	14814	18844	22033	24334	30493

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2156	3889	4436	3062	6231
净利润	1839	2063	2787	3521	4261
折旧摊销	439	568	614	748	905
财务费用	-70	-35	-162	-162	-172
投资损失	-24	-37	-39	-40	-35
营运资金变动	-171	1148	1243	-997	1283
其他经营现金流	142	182	-7	-8	-10
投资活动现金流	-4654	-2337	-2309	-2050	-2184
资本支出	1831	1900	1734	1344	1319
长期投资	-2851	-576	-6	-6	-5
其他投资现金流	-5674	-1013	-581	-711	-871
筹资活动现金流	1441	585	-1638	-399	-349
短期借款	40	1574	-1179	87	131
长期借款	1462	-1107	-25	-50	-55
普通股增加	-0	181	8	0	0
资本公积增加	11	762	0	0	0
其他筹资现金流	-72	-825	-442	-436	-425
现金净增加额	-1051	2111	490	613	3699

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13533	14740	20164	24802	29787
营业成本	8684	9579	13348	16171	19391
营业税金及附加	88	111	167	196	225
营业费用	1310	1147	1532	1959	2353
管理费用	939	961	1280	1612	1906
研发费用	642	699	807	992	1191
财务费用	-70	-35	-162	-162	-172
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	143	87	0	0	0
公允价值变动收益	5	22	7	8	10
投资净收益	24	37	39	40	35
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	2105	2407	3237	4081	4937
营业外收入	27	26	24	26	30
营业外支出	13	20	11	13	14
利润总额	2119	2413	3250	4094	4953
所得税	279	350	463	573	692
净利润	1839	2063	2787	3521	4261
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
归母净利润	1839	2063	2788	3521	4261
EBITDA	2623	2979	3803	4729	5686
EPS(元)	3.02	3.39	4.58	5.78	6.99

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	17.6	8.9	36.8	23.0	20.1
营业利润(%)	15.5	14.4	34.5	26.1	21.0
归属于母公司净利润(%)	17.0	12.1	35.2	26.3	21.0
获利能力					
毛利率(%)	35.8	35.0	33.8	34.8	34.9
净利率(%)	13.6	14.0	13.8	14.2	14.3
ROE(%)	19.2	17.3	19.9	20.8	20.7
ROIC(%)	16.5	14.3	17.7	18.6	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	35.5	36.7	36.5	30.5	32.6
净负债比率(%)	5.1	-15.9	-24.9	-23.9	-37.2
流动比率	2.0	1.4	1.4	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	27.6	20.9	23.0	20.0	18.0
应付账款周转率	9.6	8.1	8.1	8.1	8.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.02	3.39	4.58	5.78	6.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.54	6.39	7.28	5.03	10.23
每股净资产(最新摊薄)	15.18	19.39	22.78	27.56	33.54
估值比率					
P/E	47.4	42.3	31.3	24.8	20.5
P/B	9.4	7.4	6.3	5.2	4.3
EV/EBITDA	32.9	28.0	21.5	17.2	13.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn