

欧派家居(603833)

报告日期: 2022年08月07日

# 发行可转债募资建设武汉基地, 降本增效、打破产能瓶颈

## ——欧派家居点评报告

### 投资要点

#### 募集 20 亿可转债建设华中基地, 预计 2024H1 开始陆续投产

**事件:** 8月3日公司公告拟发行可转债, 总额为人民币 20 亿元, 原股东有优先配售权。8月7日公布配售结果, 原股东获配金额 17.87 亿、网上社会公众投资者获配 2.13 亿。

**可转债项目详情:** 本次募集资金扣除发行费用后将用于“欧派家居智能制造(武汉)项目”建设(计划投资 25 亿元, 使用募集资金 20 亿元)。项目建设期 3 年(第 18 个月开始投产、36 个月完全达产)。本次发行的可转债期限为发行之日起 6 年, 即自 2022 年 8 月 5 日至 2028 年 8 月 4 日。本次发行的可转债票面利率设定为: 第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。到期赎回价为 112 元(含最后一期利息), 初始转股价格为 125.46 元/股。

#### 突破产能瓶颈, 完善全国基地布局, 降本增效

**1) 产能扩张支撑成长:** 2021 年底公司拥有定制橱柜 95.69 万套、衣柜 305.41 万套、卫浴 62.06 万套、木门 107.63 万樘, 产能利用率和产销率均在 95% 以上, 产能相对紧张。本次华中基地完全达产后预计所得税后财务内部收益率为 23.67%, 投资回收期为 5.58 年, 我们测算年化可贡献利润 4.48 亿(25 亿总投资额, 5.58 年静态投资回收期, 对应年贡献利润 4.48 亿元), 按照公司 21 年 13% 净利率测算贡献年营收 34.46 亿元。

**2) 生产布局全国化:** 欧派已经构筑东(无锡基地)、南(清远基地)、西(成都基地)、北(天津基地)四大生产基地, 形成辐射华东、华南、华西、华北的全国性生产能力, 本次华中智能制造基地的投资设立, 标志着欧派完成“东南西北中”的全国、全品类生产基地布局。华中地区占公司 2021 年总收入 10.15%, 之前由其他 4 大基地供应, 新基地建成后将更加及时、有效地满足订单需求, 减少长距离的物流运输成本和降低产品运损率, 提高公司产品在华中市场的竞争力。

#### 整装大家居高速成长, 套系化销售能力强劲, 后端信息化实力突出

**1) 整装大家居模式迭代成熟, 铂尼思整装(前星之家(迅速复制推广进军空白市场, 21 年验收业绩 18.71 亿(+84%), 22 年到目前保持 40+% 快速增长。同时推出合资公司模式, 并推进欧派优材&欧铂拉迪进一步延伸至硬装领域, 打造以欧派为入口提供大家居一站式解决方案。**

**2) 套系化销售提升客单值, 品牌矩阵升级。** 衣柜 T8、橱柜 K5 等计划挖掘配套品业务空间, 客单值提升明显。从过去卖单品到现在卖空间, 欧派在供应链端话语权提升、高性价比套餐对销售拉动迅猛。同时公司 22 年 5 月收购意大利高端品牌推出 miform 高定, 有望贡献增量。

**3) 后端信息化+供应链实力强劲。** (1) 打造 CAXA 软件跑通业务全流程, 厨衣木卫+硬装打通, 一体化设计+生产+安装交付, 降低审单人数, 对设计师而言出图效率有 30%+提升、培训周期大幅缩短。(2) 推行干仓配一体化, 配合物流信息系统, 保障终端供应链高效运作。

#### 盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司实现营收 242.1/286.4/338.4 亿, 同增 18.42%/18.32%/18.16%; 归母净利润 30.2/35.95/42.7 亿, 同比+13.32%/+19.02%/+18.85%, 对应 PE 分别为 23.45X、19.7X、16.58X。欧派家居是家居行业份额提升确定性最强的龙头, 且从定制延伸至软体和家装领域, 长期成长路径明确, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

行业竞争加剧、房地产市场复苏不达预期

### 投资评级: 买入(维持)

**分析师: 史凡可**  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

**分析师: 马莉**  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

**分析师: 傅嘉成**  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 117.23
总市值(百万元)	71,410.88
总股本(百万股)	609.15

### 股票走势图



### 相关报告

- 《【浙商轻工】欧派家居深度: 大家居标杆, 成长确定性最强》2022.06.26
- 《【浙商轻工】欧派家居: Q1 收入超预期, 强者恒强, 预收款靓丽 220428》2022.04.29
- 《【浙商轻工】欧派家居: 衣柜增长动能强劲, 整装大家居放量 20220422》2022.04.22

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	20441.60	24206.95	28641.64	33842.40
(+/-) (%)	38.68%	18.42%	18.32%	18.16%
归母净利润	2665.58	3020.65	3595.26	4272.98
(+/-) (%)	29.58%	13.32%	19.02%	18.85%
每股收益(元)	4.41	5.07	6.03	7.17
P/E	26.58	23.45	19.70	16.58

资料来源：浙商证券研究所

表1：欧派家居各品类产能产销情况（单位：套/樘）

品类	时间	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
整体橱柜	2021年度	956,873	918,598	96.00%	892,322	97.14%
	2020年度	744,598	699,997	94.01%	713,309	101.90%
	2019年度	738,327	707,834	95.87%	695,798	98.30%
整体衣柜	2021年度	3,054,095	2,930,099	95.94%	2,825,225	96.42%
	2020年度	1,920,544	1,846,603	96.15%	1,877,771	101.69%
	2019年度	1,755,015	1,706,226	97.22%	1,657,445	97.14%
整体卫浴	2021年度	620,571	595,500	95.96%	608,764	102.23%
	2020年度	482,597	459,046	95.12%	451,124	98.27%
	2019年度	391,574	386,640	98.74%	381,121	98.57%
定制木门	2021年度	1,076,296	1,027,109	95.43%	1,024,966	99.79%
	2020年度	685,851	632,012	92.15%	638,138	100.97%
	2019年度	607,312	578,222	95.21%	572,113	98.94%

单位：套/樘

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	11243	15439	18978	23325
现金	6562	10468	13102	16753
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677
应收账款	1218	1281	1590	1895
其它应收款	96	83	103	132
预付账款	148	172	197	242
存货	1463	1579	2031	2247
其他	79	179	279	379
<b>非流动资产</b>	12150	11002	12391	13547
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	16	16	16	16
固定资产	6648	7231	7630	7936
无形资产	1064	1164	1364	1664
在建工程	347	547	847	1047
其他	4074	2044	2534	2884
<b>资产总计</b>	23393	26441	31369	36872
<b>流动负债</b>	8285	8502	9784	10989
短期借款	2389	1356	2008	1873
应付款项	2158	2290	2866	3416
预收账款	886	2179	1666	2160
其他	2852	2677	3245	3541
<b>非流动负债</b>	699	523	573	598
长期借款	0	0	0	0
其他	699	523	573	598
<b>负债合计</b>	8984	9025	10357	11587
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	14409	17417	21012	25285
<b>负债和股东权益</b>	23393	26441	31369	36872

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	4046	5434	3547	5348
净利润	2664	3019	3594	4272
折旧摊销	419	537	597	649
财务费用	(115)	62	58	61
投资损失	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	1239	980	198	879
其它	(140)	856	(880)	(492)
<b>投资活动现金流</b>	(2065)	171	(719)	(643)
资本支出	635	(550)	(297)	(71)
长期投资	(1334)	889	(148)	(198)
其他	(1366)	(169)	(273)	(375)
<b>筹资活动现金流</b>	(187)	(1116)	595	(194)
短期借款	763	(1033)	652	(135)
长期借款	0	0	0	0
其他	(950)	(83)	(57)	(59)
<b>现金净增加额</b>	1794	4488	3423	4511

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	20442	24207	28642	33842
营业成本	13978	16734	19855	23526
营业税金及附加	143	170	268	315
营业费用	1386	1534	1759	2071
管理费用	967	1353	1489	1658
研发费用	699	1162	1375	1624
财务费用	(115)	62	58	61
资产减值损失	(108)	(44)	(62)	(76)
公允价值变动损益	52	52	52	52
投资净收益	21	21	21	21
其他经营收益	84	84	84	84
<b>营业利润</b>	3060	3306	3933	4668
营业外收支	15	15	14	15
<b>利润总额</b>	3075	3321	3947	4683
所得税	411	302	353	411
<b>净利润</b>	2664	3019	3594	4272
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	2666	3021	3595	4273
EBITDA	3831	3961	4761	5612
EPS (最新摊薄)	4.41	5.07	6.03	7.17

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.68%	18.42%	18.32%	18.16%
营业利润	27.40%	8.04%	18.96%	18.69%
归属母公司净利润	29.58%	13.32%	19.02%	18.85%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.62%	30.87%	30.68%	30.48%
净利率	13.03%	12.47%	12.55%	12.62%
ROE	20.24%	18.98%	18.71%	18.46%
ROIC	17.45%	15.67%	15.51%	15.72%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.40%	34.13%	33.02%	31.43%
净负债比率	26.74%	15.08%	19.44%	16.23%
流动比率	1.36	1.82	1.94	2.12
速动比率	1.18	1.63	1.73	1.92
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.97	0.99	0.99
应收账款周转率	25.33	23.80	25.03	24.18
应付账款周转率	8.84	8.31	8.72	8.37
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.41	5.07	6.03	7.17
每股经营现金	6.70	9.11	5.95	8.97
每股净资产	23.65	29.20	35.23	42.40
<b>估值比率</b>				
P/E	26.58	23.45	19.70	16.58
P/B	4.96	4.01	3.33	2.76
EV/EBITDA	21.97	14.94	12.02	9.53

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>