

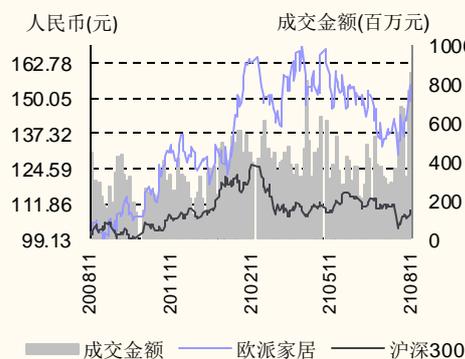
## 欧派家居 (603833.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 154.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.09
已上市流通A股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	938.09
年内股价最高最低(元)	169.08/99.21
沪深300指数	5015
上证指数	3533



## 相关报告

- 1.《Q1取得高质量增长,全方位优势逐步确立-欧派家居一季报点评》, 2021.4.29
- 2.《逐季加速恢复,龙头地位越发稳固-欧派2020年年报点评》, 2021.4.23
- 3.《4Q增长提速,马太效应越发明显-欧派家居2020年业绩预告点...》, 2021.1.25
- 4.《3Q营收增18.4%,龙头风采展现无疑-欧派家居三季报点评》, 2020.10.29
- 5.《Q2全渠道恢复增长,下半年有望加速-欧派家居中报点评》, 2020.8.27

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

此研报 仅供参考

## Q2 延续较快增长, 上调全年盈利预测

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	19,275	23,380	28,146
营业收入增长率	17.59%	8.91%	30.77%	21.30%	20.38%
归母净利润(百万元)	1,839	2,063	2,792	3,406	4,153
归母净利润增长率	17.02%	12.13%	35.34%	22.00%	21.94%
摊薄每股收益(元)	4.378	3.429	4.583	5.591	6.817
每股经营性现金流净额	5.11	6.44	5.93	7.71	9.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.24%	17.30%	20.36%	21.25%	22.03%
P/E	26.73	39.22	33.61	27.54	22.59
P/B	5.14	6.78	6.84	5.85	4.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 8月11日公司发布2021年半年度业绩快报, 21年H1实现营收82.0亿元, 同比+65.1%(较19年+48.8%), 归母净利润为10.1亿元, 同比+107%(较19年+60%)。其中, 公司21年Q2实现营收49亿元, 较19年/20年同期分别+48.2%/+38.6%, 实现归母净利润7.7亿元, 较19年/20年同期分别+42.2%/+30.1%。整体来看, 公司Q2依然延续较好增长态势, 龙头能力凸显。

## 经营分析

- 核心优势稳固, 大家居战略显示成效:** 二季度公司在前期积压的家居消费需求释放减弱的情况下, 依然取得较快增长, 再次证明优势之稳固。从增长来源来看, 品类方面, 我们预计衣柜业务随着与配套品+门墙系统融合销售, 依然是公司整体增长的重要驱动力, 而橱柜业务逐渐加强经销商与装企合作, 获取更多厨房旧改项目, 推进“全厨定制”模式, 预计橱柜零售业务2021H1也已实现双位数增长。渠道方面, 预计整装渠道贡献最为突出, 由于多品类融合顺利叠加各地合作装企龙头地位越发稳固, 整装渠道预计上半年实现翻倍增长, 已步入快速发展阶段。
- 新业务布局开启, 有望开辟第二增长曲线且占据战略高地:** 7月21日公司在建博会正式发布欧派优材家装供应链平台, 提出三年覆盖超1万家装企, 实现50亿GMV规模的较高目标。公司将以“全品类、低成本、差异化”的资源赋能装企, 并且依托欧派强大的渠道能力可更好为材料厂商增强渠道渗透, 我们认为对于十分擅长处理各环节利润分配的欧派来说, 欧派优材将十分有望开辟其第二增长曲线, 并且若欧派优材顺利运转并起量后, 将使得欧派与装企绑定更深, 从而使得原有家居业务的流量获取更广、更前置, 且将真正占据行业战略高地, 此后更多变现模式值得期待。
- 全方位优势持续带动份额提升, 股票期权激励计划展现公司信心:** 我们认为基于前期地产竣工缺口, 中短期来看地产竣工层面无需担忧, 并且公司依托品牌+渠道+信息化构建的前后端全方位优势将加速份额集中, 自身α属性强化, 增长路径依然清晰。此外, 公司近期已完成对核心员工的股票期权授予, 行权价格为每股148.17元, 展现出对公司未来发展的极强信心。

## 盈利预测和投资建议

- 鉴于公司上半年优异增长以及未来增长动力强劲, 我们将2021-2023年公司EPS分别上调8.2%/7.1%/6.6%至4.6/5.6/6.8元, 当前股价对应2021-2023年PE分别为33x、27x、22x, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新业务拓展不畅; 整装渠道竞争加剧; 竣工回暖不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>11,509</b>	<b>13,533</b>	<b>14,740</b>	<b>19,275</b>	<b>23,380</b>	<b>28,146</b>
增长率		17.6%	8.9%	30.8%	21.3%	20.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,093</b>	<b>-8,684</b>	<b>-9,579</b>	<b>-12,519</b>	<b>-15,181</b>	<b>-18,314</b>
%销售收入	61.6%	64.2%	65.0%	64.9%	64.9%	65.1%
<b>毛利</b>	<b>4,417</b>	<b>4,850</b>	<b>5,161</b>	<b>6,756</b>	<b>8,200</b>	<b>9,832</b>
%销售收入	38.4%	35.8%	35.0%	35.1%	35.1%	34.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-106</b>	<b>-88</b>	<b>-111</b>	<b>-145</b>	<b>-187</b>	<b>-225</b>
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-1,177</b>	<b>-1,310</b>	<b>-1,147</b>	<b>-1,523</b>	<b>-1,847</b>	<b>-2,195</b>
%销售收入	10.2%	9.7%	7.8%	7.9%	7.9%	7.8%
<b>管理费用</b>	<b>-772</b>	<b>-939</b>	<b>-961</b>	<b>-1,195</b>	<b>-1,450</b>	<b>-1,717</b>
%销售收入	6.7%	6.9%	6.5%	6.2%	6.2%	6.1%
<b>研发费用</b>	<b>-632</b>	<b>-642</b>	<b>-699</b>	<b>-867</b>	<b>-982</b>	<b>-1,098</b>
%销售收入	5.5%	4.7%	4.7%	4.5%	4.2%	3.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,729</b>	<b>1,870</b>	<b>2,242</b>	<b>3,026</b>	<b>3,734</b>	<b>4,597</b>
%销售收入	15.0%	13.8%	15.2%	15.7%	16.0%	16.3%
<b>财务费用</b>	<b>32</b>	<b>70</b>	<b>35</b>	<b>100</b>	<b>167</b>	<b>204</b>
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>57</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>10</b>
%税前利润	3.1%	1.2%	1.6%	0.9%	0.8%	0.2%
<b>营业利润</b>	<b>1,822</b>	<b>2,105</b>	<b>2,407</b>	<b>3,236</b>	<b>3,950</b>	<b>4,819</b>
营业利润率	15.8%	15.6%	16.3%	16.8%	16.9%	17.1%
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,829</b>	<b>2,119</b>	<b>2,413</b>	<b>3,246</b>	<b>3,960</b>	<b>4,829</b>
利润率	15.9%	15.7%	16.4%	16.8%	16.9%	17.2%
<b>所得税</b>	<b>-257</b>	<b>-279</b>	<b>-350</b>	<b>-454</b>	<b>-554</b>	<b>-676</b>
所得税率	14.0%	13.2%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>净利润</b>	<b>1,572</b>	<b>1,839</b>	<b>2,063</b>	<b>2,792</b>	<b>3,406</b>	<b>4,153</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,572</b>	<b>1,839</b>	<b>2,063</b>	<b>2,792</b>	<b>3,406</b>	<b>4,153</b>
净利率	13.7%	13.6%	14.0%	14.5%	14.6%	14.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>1,572</b>	<b>1,839</b>	<b>2,063</b>	<b>2,792</b>	<b>3,406</b>	<b>4,153</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>374</b>	<b>439</b>	<b>568</b>	<b>639</b>	<b>750</b>	<b>861</b>
非经营收益	-47	35	94	-34	-5	2
<b>营运资金变动</b>	<b>119</b>	<b>-165</b>	<b>1,148</b>	<b>215</b>	<b>546</b>	<b>751</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,018</b>	<b>2,148</b>	<b>3,873</b>	<b>3,612</b>	<b>4,696</b>	<b>5,767</b>
<b>资本开支</b>	<b>-2,286</b>	<b>-1,830</b>	<b>-1,883</b>	<b>-505</b>	<b>-1,199</b>	<b>-1,599</b>
投资	-83	-2,851	-576	0	0	0
其他	56	27	121	30	30	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,313</b>	<b>-4,654</b>	<b>-2,337</b>	<b>-475</b>	<b>-1,169</b>	<b>-1,589</b>
股权募资	0	0	0	-112	0	0
债权募资	40	1,783	1,167	-1,328	-373	0
其他	-421	-336	-608	-981	-1,124	-1,351
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-381</b>	<b>1,447</b>	<b>558</b>	<b>-2,422</b>	<b>-1,498</b>	<b>-1,351</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-675</b>	<b>-1,059</b>	<b>2,094</b>	<b>715</b>	<b>2,029</b>	<b>2,827</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>2,518</b>	<b>1,467</b>	<b>4,427</b>	<b>5,142</b>	<b>7,172</b>	<b>9,998</b>
<b>应收款项</b>	<b>433</b>	<b>651</b>	<b>836</b>	<b>1,205</b>	<b>1,461</b>	<b>1,759</b>
<b>存货</b>	<b>645</b>	<b>846</b>	<b>809</b>	<b>1,075</b>	<b>1,304</b>	<b>1,573</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>657</b>	<b>3,489</b>	<b>2,179</b>	<b>2,598</b>	<b>2,727</b>	<b>2,761</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,254</b>	<b>6,452</b>	<b>8,250</b>	<b>10,019</b>	<b>12,663</b>	<b>16,091</b>
%总资产	38.2%	43.6%	43.8%	48.8%	53.6%	57.9%
<b>长期投资</b>	<b>86</b>	<b>113</b>	<b>318</b>	<b>318</b>	<b>318</b>	<b>318</b>
<b>固定资产</b>	<b>5,345</b>	<b>6,654</b>	<b>7,631</b>	<b>8,146</b>	<b>8,548</b>	<b>9,241</b>
%总资产	48.1%	44.9%	40.5%	39.7%	36.2%	33.2%
<b>无形资产</b>	<b>1,103</b>	<b>1,167</b>	<b>1,522</b>	<b>1,582</b>	<b>1,640</b>	<b>1,696</b>
<b>非流动资产</b>	<b>6,867</b>	<b>8,362</b>	<b>10,593</b>	<b>10,502</b>	<b>10,962</b>	<b>11,712</b>
%总资产	61.8%	56.4%	56.2%	51.2%	46.4%	42.1%
<b>资产总计</b>	<b>11,120</b>	<b>14,814</b>	<b>18,844</b>	<b>20,522</b>	<b>23,625</b>	<b>27,804</b>
<b>短期借款</b>	<b>12</b>	<b>53</b>	<b>1,627</b>	<b>373</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>2,657</b>	<b>2,688</b>	<b>2,547</b>	<b>3,348</b>	<b>4,057</b>	<b>4,885</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>519</b>	<b>539</b>	<b>1,753</b>	<b>2,226</b>	<b>2,677</b>	<b>3,204</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,188</b>	<b>3,280</b>	<b>5,926</b>	<b>5,947</b>	<b>6,735</b>	<b>8,089</b>
<b>长期贷款</b>	<b>140</b>	<b>406</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>231</b>	<b>1,568</b>	<b>992</b>	<b>863</b>	<b>863</b>	<b>863</b>
<b>负债</b>	<b>3,560</b>	<b>5,255</b>	<b>6,918</b>	<b>6,810</b>	<b>7,598</b>	<b>8,952</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,561</b>	<b>9,559</b>	<b>11,925</b>	<b>13,712</b>	<b>16,028</b>	<b>18,852</b>
其中：股本	420	420	602	609	609	609
未分配利润	4,099	5,623	7,150	9,048	11,364	14,188
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,120</b>	<b>14,814</b>	<b>18,844</b>	<b>20,522</b>	<b>23,625</b>	<b>27,804</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.740	4.378	3.429	4.583	5.591	6.817
每股净资产	17.990	22.750	19.825	22.510	26.311	30.947
每股经营现金净流	4.802	5.113	6.438	5.929	7.709	9.467
每股股利	1.000	0.750	1.090	1.466	1.789	2.182
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.79%	19.24%	17.30%	20.36%	21.25%	22.03%
总资产收益率	14.13%	12.42%	10.95%	13.60%	14.42%	14.94%
投入资本收益率	19.26%	14.39%	13.56%	17.80%	19.39%	20.39%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	18.53%	17.59%	8.91%	30.77%	21.30%	20.38%
EBIT增长率	21.83%	8.21%	19.89%	34.96%	23.39%	23.09%
净利润增长率	20.90%	17.02%	12.13%	35.34%	22.00%	21.94%
总资产增长率	15.00%	33.21%	27.20%	8.91%	15.12%	17.68%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.8	10.4	13.6	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	36.8	31.3	31.5	31.5	31.5	31.5
应付账款周转天数	30.1	30.9	37.8	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	109.6	133.8	150.9	128.9	115.7	101.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-31.28%	-13.87%	-35.77%	-45.46%	-53.88%	-60.81%
EBIT利息保障倍数	-54.3	-26.9	-64.7	-30.3	-22.4	-22.6
资产负债率	32.01%	35.47%	36.71%	33.18%	32.16%	32.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	11	24	47	106
增持	0	0	2	6	2
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.18	1.05

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

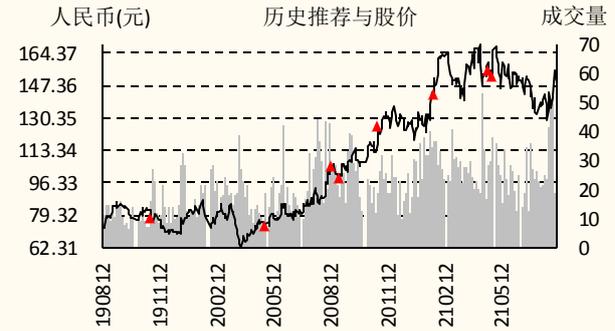
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-30	买入	115.83	N/A
2	2020-04-29	买入	107.95	130.00 ~ 130.00
3	2020-08-14	买入	102.83	N/A
4	2020-08-27	买入	99.99	N/A
5	2020-10-29	买入	122.00	N/A
6	2021-01-25	买入	145.30	N/A
7	2021-04-23	买入	161.00	N/A
8	2021-04-29	买入	156.64	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402