



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2021-08-26

公司点评报告

买入/维持

欧派家居(603833)

目标价: 200

昨收盘: 143.21

可选消费 耐用消费品与服装

欧派半年报点评：半年报前瞻指标亮眼，中长期 α 愈发明显

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	609/609
总市值/流通(百万元)	87,237/87,237
12个月最高/最低(元)	170.40/99.99

相关研究报告：

欧派家居(603833)《欧派21H1快报点评：Q2增速超市场预期，体现出强劲的 α 》--2021/08/11

欧派家居(603833)《欧派21Q2Preview:预计Q2延续高增长，发展路径愈发清晰》--2021/07/18
欧派家居(603833)《欧派点评：推出股票期权激励计划，彰显中长期发展信心》--2021/05/31

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

证券分析师：庞盈盈

电话：18801904361

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050002

事件：公司发布半年度业绩报告。公司上半年实现营业收入 82 亿元，同比增长 65.14%，归母净利润同比增长 106.98%至 10.12 亿元，其中单 Q2 营收同比增长 38.61%至 49 亿元，归母净利润同比增长 30.15%至 7.69 亿元。扣非净利润 Q2 同比增长 29.8%至 7.37 亿元。

点评：

整体来看，公司在 Q2 延续了 Q1 的高速增长，分品类来看，橱柜/衣柜/木门/卫浴/其他业务 Q2 分别增长 25.92%/27.61%/71.7%/45.3%。

橱柜方面，公司 Q2 同比增长 25.9%至 19.45 亿，我们估计大宗业务贡献橱柜业务 Q2 中 6 个 pct，整装大家居贡献约 7%，橱柜零售业务贡献约 12.4 个 pct。我们估计 Q2 橱柜 2C 业务 21Q2 同比增长 17.7%，单看 2C 业务，新开店约贡献 1%弹性，16%的增长来自于同店，其中客单值约贡献 5%弹性，客户数贡献约 10%。

橱柜业务公司在 21 年上半年主要围绕三条核心策略：①继续橱柜+战略，厨电等配套产品收入占比持续提升，拉动零售客单值持续增长，我们预计橱柜纯零售（不含整装）的客单值有望提升 5%；②公司进一步激活零售经销商与各地装企开展业务合作，我们预计 21 年全年来看，整装带来的销量有望提升至 15%以上；③深入推进“全厨定制”模式，挖潜厨房旧改，拉动橱柜零售业绩稳步增长。

衣柜业务方面，21Q2 同比增长 27.6%，拆分渠道来看，衣柜大宗贡献 4pct，整装大家居带来的衣柜业务增长 250%以上，贡献 13.3pct 增长，而衣柜 2C 业务约贡献 10.3pct 的增长。单看衣柜 2C 业务，我们预计公司 Q2 同比增长约 12%，含软体家配业务口径下，衣柜 2C 同比增长约 36%。其中新开店带来约 2%左右的弹性，对应同店增速为 10%（不含软体）和 33%（含软体）。

衣柜业务我们认为上半年整体围绕以下几点核心策略展开：①加价购和全屋空间套餐继续发挥威力，和慕思的深度绑定让其衣柜全屋空间套餐极具性价比，且具有较高的辨识度；②定制核心+配套品+门墙系统的融合销售模式开辟了行业销售新路径，全年来看，客单值有望增长 10%以上；③渠道方面：拎包和整装加速拓展，公司过去几年持续对于前置渠道进行占领，成效已经逐步开始显现。

整装大家居方面：整装大家居业务拓展顺利，欧派和星之家齐头并进，Q2 预计拉动大盘增长约 11 个 pct，全年来看，整装业务有望挑战翻倍增长，且主辅材业务同样取得突破，下半年有望贡献更大收入增量。家配业务方面，公司在衣柜和整装业务的拉动之下实现高速增长，我们预计全年至少将实现大两位数增长。整装子品牌星之家目前已经开店超过 200 家，和欧派整装大家居形成双翼驱动，其独特的平

台模式有望带动欧派整装业务在未来两年实现复合 50%以上增长。

毛利率方面受到原材料涨价的影响,和大宗业务竞争加剧的影响,毛利率同比下降 3.6pct,下半年随着欧派的提价,毛利率相比上半年将有所缓和。费用率方面,Q2 营销费用率/管理费用率/研发费用率略降 1.1/0.9/0.4 个 pct。

现金流和前瞻指标方面:公司经营性现金流入同比增长 46.5%,经营性现金流净额同比增长 55.5%,预收款同比/环比分别增长 85.9%/68%,远超行业平均水平,展现出 Q3 业绩增长的确定性。

我们暂不上调全年盈利预测,我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 4.71 和 5.94 元,对应 2021-2022 年 PE 分别为 30 和 24 倍,公司在多元化渠道、扩品类、供应链整合等各方面均领先行业,考虑到公司可能成为四万亿泛家居行业未来的龙头,维持“买入”评级。

风险提示: 房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	14740	19826	24922	30793
(+/-%)	8.92	34.50	25.70	23.56
净利润(百万元)	2063	2831	3572	4458
(+/-%)	12.13	37.26	26.16	24.82
摊薄每股收益	3.47	4.71	5.94	7.41
市盈率(PE)	41	30	24	19

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：欧派家居分季度业务拆分及预测

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3E	21Q4E
营收合计	2,203	3,307	4,025	3,998	1,430	3,536	4,766	5,008	3,300	4,901	5,744	5,882
yoy	15.6%	12.5%	20.1%	20.7%	-35.1%	6.9%	18.4%	25.3%	130.7%	38.6%	20.5%	17.4%
分产品												
橱柜营收合计	1,023	1,581	1,892	1,698	642	1,545	1,943	1,931	1,259	1,945	2,023	1,998
yoy	2.3%	3.7%	10.3%	11.2%	-37.2%	-2.3%	2.7%	13.8%	96.2%	25.9%	4.1%	3.5%
衣柜营收合计	841	1,164	1,500	1,661	495	1,374	1,942	1,961	1,352	1,753	2,451	2,515
yoy	26.9%	16.9%	22.0%	31.8%	-41.2%	18.0%	29.5%	18.0%	173.5%	27.6%	26.2%	28.3%
木门营收合计	81	141	192	184	64	170	251	285	165	292	273	306
yoy	26.9%	53.0%	33.4%	5.1%	-20.4%	20.9%	31.0%	54.9%	155.3%	71.7%	8.7%	7.2%
卫浴营收合计	108	154	178	184	84	170	248	238	165	247	290	244
yoy	54.0%	35.8%	44.1%	25.9%	-22.6%	10.7%	39.1%	29.2%	96.1%	45.3%	17.1%	2.6%
其他营收合计	150	268	264	270	145	277	382	593	359	663	707	819
yoy	36.5%	25.0%	87.5%	32.9%	-3.0%	3.3%	44.5%	119.1%	147.1%	139.7%	85.2%	38.1%
毛利率												
毛利率	34.2%	39.9%	37.7%	31.5%	23.9%	37.3%	38.8%	33.0%	30.2%	33.7%	38.1%	32.4%
毛利率变动	0.3%	0.5%	-1.2%	-8.1%	-10.4%	-2.6%	1.1%	1.5%	6.3%	-3.6%	-0.7%	-0.6%
归母净利润	92	541	745	461	-102	591	961	612	244	769	1,124	695
yoy	25.1%	13.5%	14.7%	24.1%	-210.3%	9.2%	28.9%	32.8%	/	30.1%	16.9%	13.5%
归母净利率	4.2%	16.4%	18.5%	11.5%	-7.1%	16.7%	20.2%	12.2%	7.4%	15.7%	19.6%	11.8%
归母净利率变动	0.3%	0.1%	-0.9%	0.3%	-11.3%	0.4%	1.6%	0.7%	14.5%	-1.0%	-0.6%	-0.4%

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1467	4427	5924	10018	15125	营业收入	13533	14740	19826	24922	30793
应收和预付款项	591	687	955	1198	1482	营业成本	8684	9579	12967	16170	20040
存货	846	809	1107	1373	1702	营业税金及附加	88	111	178	224	277
其他流动资产	3548	2327	2406	2486	2578	销售费用	1310	1147	1527	1969	2463
流动资产合计	6452	8250	10391	15076	20887	管理费用	1581	1660	2151	2841	3480
长期股权投资	8	16	16	16	16	财务费用	-70	-35	-204	-341	-545
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	17	0	0	0
固定资产	4960	6093	6041	5946	5807	投资收益	24	37	37	37	37
在建工程	1694	1538	1438	1338	1238	公允价值变动	5	22	0	0	0
无形资产开发支出	1125	1464	1614	1760	1901	营业利润	2105	2407	3244	4096	5115
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	14	5	10	10	10
其他非流动资产	8258	10290	10301	10251	10153	利润总额	2119	2413	3254	4106	5125
资产总计	14709	18541	20692	25327	31041	所得税	279	350	423	534	666
短期借款	53	1627	0	0	0	净利润	1839	2063	2831	3572	4458
应付和预收款项	1997	1752	2127	2661	3294	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	406	0	0	0	0	归母股东净利润	1839	2063	2831	3572	4458
其他负债	2799	2615	3186	3715	4338						
负债合计	5255	5994	5314	6376	7632						
股本	420	602	602	602	602						
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744						
留存收益	5834	7438	10269	13841	18300						
归母公司股东权益	9559	11925	14757	18329	22787						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	9559	11925	14757	18329	22787						
负债和股东权益	14814	17919	20070	24705	30419						

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	2156	3873	3711	4647	5660
投资性现金流	-4654	-2337	-565	-553	-553
融资性现金流	1441	585	-1649	0	0
现金增加额	6	-27	0	0	0

预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.84%	35.01%	34.60%	35.12%	34.92%
销售净利率	13.59%	13.99%	14.28%	14.33%	14.48%
销售收入增长率	17.59%	8.91%	34.51%	25.70%	23.56%
EBIT 增长率	-15.64%	16.06%	28.27%	23.41%	21.65%
净利润增长率	-16.54%	12.13%	37.26%	26.16%	24.82%
ROE	19.24%	17.30%	19.19%	19.49%	19.57%
ROA	12.42%	11.51%	14.11%	14.46%	14.66%
ROIC	21.44%	26.28%	35.64%	47.30%	63.50%
EPS (X)	4.42	3.47	4.71	5.94	7.41
PE (X)	26.47	38.76	32.79	25.99	20.82
PB (X)	5.14	6.78	6.29	5.06	4.07
PS (X)	3.63	5.49	4.68	3.73	3.01
EV/EBITDA (X)	19.83	26.68	23.93	18.87	14.82

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。