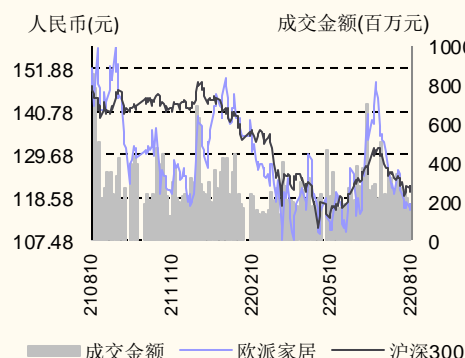


市场价格 (人民币): 115.40 元

2Q 收入依然优异, 利润改善可期

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)	702.96
年内股价最高最低(元)	157.70/107.48
沪深 300 指数	4110
上证指数	3230



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	24,038	28,380	33,360
营业收入增长率	8.91%	38.68%	17.59%	18.06%	17.55%
归母净利润(百万元)	2,063	2,666	3,050	3,650	4,304
归母净利润增长率	12.13%	29.23%	14.41%	19.70%	17.90%
摊薄每股收益(元)	3.429	4.376	5.006	5.993	7.066
每股经营性现金流净额	6.44	6.42	6.37	8.32	9.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.30%	18.50%	18.43%	19.19%	19.61%
P/E	39.22	33.71	23.05	19.26	16.33
P/B	6.78	6.24	4.25	3.69	3.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月10日公司发布2022年半年度快报, 实现收入96.9亿元, 同比+18.2%, 归母净利润为10.2亿元, 同比+0.6%。其中, 2Q公司实现收入55.5亿元, 同比+13.2%, 归母净利润7.7亿元, 同比-0.5%; 扣非后归母净利润7.5亿元, 同比+1.5%。整体来看, 2Q收入略超预期, 利润略承压。

经营分析

- 2Q 收入增长具韧性, 零售能力凸显:** 分渠道来看, 预计公司2Q大宗渠道同比有所下滑, 而零售渠道依托整装、拎包等渠道拓展, 在疫情影响下依然取得优异增长, 整装渠道势能越发明显, 整体零售份额正加速提升。分产品来看, 预计主要依托衣柜(含配套品)优异增长拉动, 橱柜品类预计表现相对稳健。
- 利润短期承压, H2 利润率修复可期:** 公司2022年2Q扣非净利率为13.5%, 同比-1.5pct, 预计一方面由于原材料成本依然处于高位, 另一方面由于公司配套品销售占比有所提升, 结构性拉低整体毛利率。据渠道反馈, 公司8月起已再次小幅提价, 叠加目前原材料价格不具备进一步上行基础, 整体来看, 下半年利润率改善值得期待, 并且从同比来看, 4Q利润率改善或更为明显。
- 战略坚定不移, 战术持续进化, 增长势能进一步增强:** 公司始终保持大家居战略不动摇, 在此基础上, “整家定制”、“整装大家居”、“合资公司模式”等均为公司战术打法、模式的创新, 持续提升拓渠道、抢流量、增单值、扩份额的能力。近期公司正式推出“整家定制 2.0”, 进一步打破品类、花色和场景的限制后, 套餐转单及加购效果将充分显现, 通过配套率+客单值的提升驱动公司在存量市场中持续获取增长。并且“整家定制 2.0”对总部管理运营、供应链、经销商服务的要求都显著提升, 二三线品牌越发难以跟进。市场已然进入加速分化阶段, 而公司依托持续的经营模式创新, 增长势能持续提升, 成长路径越发清晰。

盈利预测和投资建议

- 我们维持此前盈利预测, 预计公司22-24年EPS分别为5.00元/5.99元/7.07元, 当前股价对应22-24年PE分别为23、19、16倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新模式拓展不畅; 整装渠道竞争加剧; 竣工速度不及预期。

相关报告

- 《1Q收入超预期, 龙头能力凸显-欧派家居一季报点评》, 2022.4.28
- 《利润短期承压, 大家居领先优势依然突出-欧派家居年报点评》, 2022.4.23
- 《整装、衣柜齐发力, 零售份额继续提升-欧派家居三季报点评》, 2021.10.28
- 《零售优势越发明显, 平台化战略徐徐展开-欧派家居中报点评》, 2021.8.27
- 《Q2延续较快增长, 上调全年盈利预测-欧派家居半年度业绩快报点...》, 2021.8.12

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,533	14,740	20,442	24,038	28,380	33,360
增长率	8.9%	38.7%	17.6%	18.1%	17.5%	
主营业务成本	-8,684	-9,579	-13,978	-16,414	-19,389	-22,809
%销售收入	64.2%	65.0%	68.4%	68.3%	68.3%	68.4%
毛利	4,850	5,161	6,463	7,624	8,991	10,551
%销售收入	35.8%	35.0%	31.6%	31.7%	31.7%	31.6%
营业税金及附加	-88	-111	-143	-180	-227	-267
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,310	-1,147	-1,386	-1,635	-1,930	-2,268
%销售收入	9.7%	7.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
管理费用	-939	-961	-1,131	-1,322	-1,561	-1,801
%销售收入	6.9%	6.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%
研发费用	-642	-699	-908	-1,034	-1,192	-1,401
%销售收入	4.7%	4.7%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	1,870	2,242	2,896	3,454	4,082	4,813
%销售收入	13.8%	15.2%	14.2%	14.4%	14.4%	14.4%
财务费用	70	35	115	-33	43	81
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.6%	0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	22	52	0	0	0
投资收益	24	37	21	35	30	20
%税前利润	1.2%	1.6%	0.7%	1.0%	0.7%	0.4%
营业利润	2,105	2,407	3,060	3,536	4,235	4,995
%营业收入	15.6%	16.3%	15.0%	14.7%	14.9%	15.0%
营业外收支	14	5	15	10	10	10
税前利润	2,119	2,413	3,075	3,546	4,245	5,005
利润率	15.7%	16.4%	15.0%	14.8%	15.0%	15.0%
所得税	-279	-350	-411	-496	-594	-701
所得税率	13.2%	14.5%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,839	2,063	2,664	3,050	3,650	4,304
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,839	2,063	2,666	3,050	3,650	4,304
净利率	13.6%	14.0%	13.0%	12.7%	12.9%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,839	2,063	2,664	3,050	3,650	4,304
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	439	568	696	725	841	960
非经营收益	35	94	61	47	-5	-17
营运资金变动	-165	1,148	490	58	584	663
经营活动现金净流	2,148	3,873	3,911	3,880	5,070	5,910
资本开支	-1,830	-1,883	-1,231	-2,276	-1,810	-1,810
投资	-2,851	-576	-916	0	0	0
其他	27	121	82	35	30	20
投资活动现金净流	-4,654	-2,337	-2,065	-2,241	-1,780	-1,790
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	1,783	1,167	755	-60	-794	-767
其他	-336	-608	-954	-1,016	-1,203	-1,390
筹资活动现金净流	1,447	558	-197	-1,076	-1,996	-2,157
现金净流量	-1,059	2,094	1,648	563	1,293	1,962

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,467	4,427	6,562	7,125	8,418	10,380
应收款项	651	836	1,313	1,446	1,639	1,836
存货	846	809	1,463	1,529	1,753	2,062
其他流动资产	3,489	2,179	1,905	1,974	2,010	2,051
流动资产	6,452	8,250	11,243	12,073	13,820	16,329
%总资产	43.6%	43.8%	48.1%	46.8%	48.5%	51.2%
长期投资	113	318	1,720	1,720	1,720	1,720
固定资产	6,654	7,631	6,996	8,021	8,736	9,334
%总资产	44.9%	40.5%	29.9%	31.1%	30.6%	29.3%
无形资产	1,167	1,522	1,144	1,424	1,589	1,751
非流动资产	8,362	10,593	12,150	13,721	14,700	15,560
%总资产	56.4%	56.2%	51.9%	53.2%	51.5%	48.8%
资产总计	14,814	18,844	23,393	25,794	28,520	31,889
短期借款	53	1,627	2,402	2,461	1,667	900
应付款项	2,688	2,547	3,712	3,701	4,317	5,049
其他流动负债	539	1,753	2,170	2,507	2,929	3,407
流动负债	3,280	5,926	8,285	8,669	8,913	9,356
长期贷款	406	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,568	992	699	581	581	581
负债	5,255	6,918	8,984	9,250	9,494	9,937
普通股股东权益	9,559	11,925	14,409	16,544	19,026	21,953
其中：股本	420	602	609	609	609	609
未分配利润	5,623	7,150	9,074	11,209	13,691	16,618
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	14,814	18,844	23,393	25,794	28,520	31,889

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	4.378	3.429	4.376	5.006	5.993	7.066
每股净资产	22.750	19.825	23.654	27.158	31.233	36.038
每股经营现金净流	5.113	6.438	6.420	6.370	8.323	9.701
每股股利	1.000	0.750	1.090	1.502	1.918	2.261
回报率						
净资产收益率	19.24%	17.30%	18.50%	18.43%	19.19%	19.61%
总资产收益率	12.42%	10.95%	11.39%	11.82%	12.80%	13.50%
投入资本收益率	14.39%	13.56%	14.84%	15.55%	16.88%	18.04%
增长率						
主营业务收入增长率	17.59%	8.91%	38.68%	17.59%	18.06%	17.55%
EBIT增长率	8.21%	19.89%	29.12%	19.27%	18.18%	17.93%
净利润增长率	17.02%	12.13%	29.23%	14.41%	19.70%	17.90%
总资产增长率	33.21%	27.20%	24.14%	10.27%	10.57%	11.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	13.6	14.4	16.5	16.0	15.0
存货周转天数	31.3	31.5	29.7	34.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	30.9	37.8	41.3	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	133.8	150.9	118.7	108.9	97.6	87.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.87%	-35.77%	-40.51%	-38.33%	-44.30%	-50.83%
EBIT利息保障倍数	-26.9	-64.7	-25.1	106.2	-94.5	-59.3
资产负债率	35.47%	36.71%	38.40%	35.86%	33.29%	31.16%

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	7	23	46	63	152
增持	3	5	8	10	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.30	1.18	1.15	1.14	1.04

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。

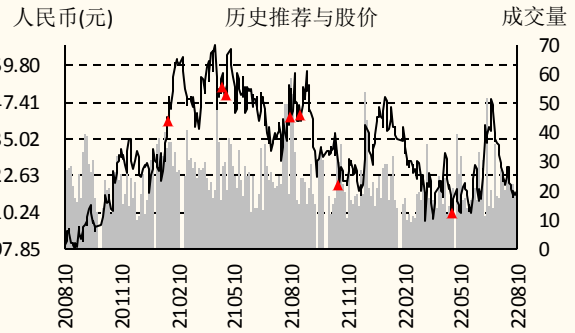
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-01-25	买入	145.30	N/A
2	2021-04-23	买入	161.00	N/A
3	2021-04-29	买入	156.64	N/A
4	2021-08-12	买入	154.00	N/A
5	2021-08-27	买入	143.21	N/A
6	2021-10-28	买入	123.61	N/A
7	2022-04-23	买入	121.06	N/A
8	2022-04-28	买入	110.73	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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