

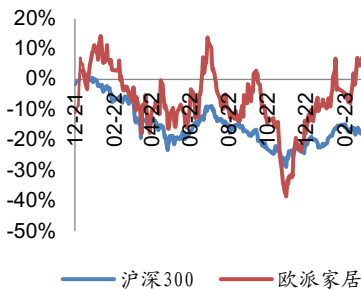
整装大家居稳步推进，增长势能充沛

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-24

收盘价(元)	116.65
近12个月最高/最低(元)	150.68/81.42
总股本(百万股)	609
流通股本(百万股)	609
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	711
流通市值(亿元)	711

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 22Q4 收入有韧性，利润率改善明显 2022-01-16
2. 整装继续快速增长，份额逆势持续提升 2022-08-31
3. 22Q2 营收逆势增长，压力下彰显龙头韧性 2022-08-12

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年年报。**2022 年营收 224.80 亿元，同比+9.97%，落在业绩预告中枢，归母净利润 26.88 亿元，同比+0.86%。其中单 Q4 营收 62.11 亿元，同比+2.83%，环比-5.54%；归母净利润 6.98 亿元，同比+26.41%，环比-28.19%。
- **整装大家居稳步推进，衣柜及配套品收入增长靓丽。**收入端：受 12 月疫情影响，公司 Q4 收入端增速略有边际放缓，但韧性仍在。**分品类看**，2022 年 1) 衣柜及配套品收入 121.39 亿元，同比+19.34%，收入占比同比+4.24pcts 至 54%；2) 厨柜/木门/卫浴营收分别为 71.73/13.46/10.35 亿元，同比分别为-4.73%/+8.85%/+4.63%。公司品类融合与整装战略成效初显，木卫增长较好。**分渠道看**，公司 22 年经销门店/大宗业务/直营门店营收 175.82/34.95/7.06 亿元，同比+12.13%/-4.85%/+20.12%，门店数，截至 2022 年末，欧派厨柜/衣柜/卫浴分别 2479/2210/816 家，同比分别+20/+9/+11 家，欧铂丽/欧铂尼分别 1054/1056 家，同比分别+65/+35 家。直营门店 58 家，同比+11 家。整装大家居稳步推进，门店逆势增长。整装渠道方面，公司欧派+铂尼思双品牌运营，2022 年将整家定制迭代至“整家定制 2.0”，升级“全屋六大空间咨询规划+柜门墙配产品+菜单式计价”模式。2023 年公司加大整装渠道拓展力度，全面启动“千城百亿”计划，预计流量、渠道持续拓展，提升客单值。
- **提价兑现+费用投放优化，22Q4 毛利率改善明显。**2022 年公司毛利率 31.6%，同比-0.01pcts，其中 22Q4 毛利率 30.5%，同比+1.5pcts，由于 1) 22 年 8 月公司对产品提价兑现；2) 公司自 22H2 以来费用投放持续优化，根据市场情况调整费用投放策略。21Q4 利润基数较低，主因部分计提减值约 1.08 亿元，22Q4 利润率有所好转。厨柜/衣柜及配套品/卫浴/木门毛利率分别 34.0%/31.8%/26.2%/16.4%，同比-0.33pcts/-0.41pcts/+0.80pcts/+2.56pcts。公司销售/管理/财务费用率 7.5%/5.9%/-1.1%，同比分别+0.69pcts/+0.40pcts/-0.54pcts。此外，现金流方面，2022 年公司经营性现金流实现 24.1 亿元，同比-40.4%。
- **整装势能强劲，行业贝塔底部向上。**公司整装势能在持续释放，欧派及铂尼斯整装大家居有序推进，在前置流量入口从布局到放量，大家居模式领衔市场，龙头气质彰显。年初以来地产销售、竣工数据持续好转，国内一线城市二手房率先复苏。公司作为定制家居龙头，具备产品力、渠道、管理架构等优势，且持续深化整家战略逆势提升份额。在地产修复+内需改善大背景下，公司 23 年起将进入新一轮成长周期，迎来基本面与估值改善。预计 23-25 年净利润分别 31.79/37.15/42.59 亿元（前值 31.54/38.63 亿元），对应 PE 分别为 22X、19X、16X，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产政策不及预期、原材料成本大幅波动、行业竞争加剧、疫情反复风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22480	26497	29818	33378
收入同比 (%)	10.0%	17.9%	12.5%	11.9%
归属母公司净利润	2688	3179	3715	4259
净利润同比 (%)	0.9%	18.2%	16.9%	14.6%
毛利率 (%)	31.6%	32.0%	32.3%	32.6%
ROE (%)	16.3%	16.0%	15.7%	15.2%
每股收益 (元)	4.41	5.22	6.10	6.99
P/E	25.96	21.96	18.79	16.39
P/B	4.23	3.52	2.95	2.49
EV/EBITDA	18.63	14.96	12.77	10.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13381	13094	17542	22351	营业收入	22480	26497	29818	33378
现金	8270	7254	11194	15466	营业成本	15374	18018	20194	22490
应收账款	1357	1597	1797	2012	营业税金及附加	168	194	220	245
其他应收款	197	232	261	293	销售费用	1679	1908	2236	2503
预付账款	107	126	141	157	管理费用	1336	1510	1729	1936
存货	1414	1629	1826	2033	财务费用	-247	141	-37	-111
其他流动资产	2035	2256	2322	2389	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	15230	15122	15002	15322	公允价值变动收益	34	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	23	26	30	33
固定资产	6689	6793	6891	7020	营业利润	3056	3614	4223	4843
无形资产	1061	949	814	709	营业外收入	27	30	30	30
其他非流动资产	7470	7370	7287	7583	营业外支出	15	17	15	15
资产总计	28611	28216	32544	37674	利润总额	3068	3627	4238	4858
流动负债	9675	5883	6565	7286	所得税	385	453	530	607
短期借款	4585	0	0	0	净利润	2683	3173	3708	4251
应付账款	1909	2221	2490	2773	少数股东损益	-6	-5	-7	-8
其他流动负债	3181	3662	4076	4513	归属母公司净利润	2688	3179	3715	4259
非流动负债	2422	2511	2321	2321	EBITDA	3654	4318	4735	5325
长期借款	5	5	5	5	EPS (元)	4.41	5.22	6.10	6.99
其他非流动负债	2417	2506	2316	2316					
负债合计	12097	8394	8886	9606					
少数股东权益	6	0	-6	-14					
股本	609	609	609	609					
资本公积	4360	4360	4360	4360					
留存收益	11539	14852	18694	23112					
归属母公司股东权益	16508	19821	23664	28081					
负债和股东权益	28611	28216	32544	37674					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2410	4415	4742	5286	成长能力				
净利润	2688	3179	3715	4259	营业收入	10.0%	17.9%	12.5%	11.9%
折旧摊销	855	723	727	724	营业利润	-0.1%	18.2%	16.9%	14.7%
财务费用	130	312	129	129	归属于母公司净利	0.9%	18.2%	16.9%	14.6%
投资损失	-23	-26	-30	-33	获利能力				
营运资金变动	-1378	244	219	228	毛利率 (%)	31.6%	32.0%	32.3%	32.6%
其他经营现金流	4205	2919	3477	4011	净利率 (%)	12.0%	12.0%	12.5%	12.8%
投资活动现金流	-7146	-623	-483	-885	ROE (%)	16.3%	16.0%	15.7%	15.2%
资本支出	-2246	-420	-418	-824	ROIC (%)	10.6%	14.4%	13.7%	13.5%
长期投资	-4923	-30	-30	-30	偿债能力				
其他投资现金流	23	-174	-35	-32	资产负债率 (%)	42.3%	29.8%	27.3%	25.5%
筹资活动现金流	2985	-4808	-319	-129	净负债比率 (%)	73.3%	42.4%	37.6%	34.2%
短期借款	2196	-4585	0	0	流动比率	1.38	2.23	2.67	3.07
长期借款	5	0	0	0	速动比率	1.23	1.93	2.37	2.77
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.94	0.92	0.89
其他筹资现金流	786	-223	-319	-129	应收账款周转率	16.57	16.59	16.59	16.59
现金净增加额	-1711	-1016	3940	4273	应付账款周转率	8.05	8.11	8.11	8.11

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。