

# 欧派家居（603833）：经营韧性彰显，大家居战略效果显著

2023年4月26日

推荐/维持

欧派家居

公司报告

**事件：**公司发布 2022 年度报告。2022 年公司营业收入 224.8 亿元，同比+10.0%；归母净利润 26.9 亿元，同比+0.9%。其中 Q4 营业收入 62.1 亿元，同比+2.8%；归母净利润 7.0 亿元，同比+26.4%。

**多维度扩张助力零售业务逆势增长，大宗业务保持稳健。**收入分业务看，1) 零售业务全年收入 182.9 亿元，同比+12.4%；其中 Q4 收入 48.8 亿元，同比+1.6%。公司零售业务展现出较强的韧性，依托品类、渠道、品牌三个维度的扩张，在行业压力下全年保持增长：**①品类扩张：**公司持续推进大家居战略，以套系化销售推动多品类协同增长。以衣柜为核心的整家产品不断打磨，目前定制体系已迭代到 2.0，通过六大空间定制、空间净醛等措施强化服务和产品力，并提高客单价水平。同时，公司整合厨卫营销，推动木门向木墙柜一体升级，各产品线的品类扩张均在不断推进。**②渠道拓展：**整装/零售两种大家居业务模式持续开拓，公司全品类供应能力提供支撑，同时大家居业务也拉动新品类快速提升规模。整装渠道处于增长快车道，我们推测全年收入同比增速在 40% 以上，其中铂尼思品牌已独立运作，打开发展空间；零售大家居不断探索，截至 22 年底已有 102 家门店。此外，公司持续开拓拎包、新零售、线上云店等新渠道。**③品牌矩阵拓宽：**定位年轻的欧铂丽品牌继续保持较高增速，门店净开 65 家至 1089 家；高端定制品牌 miform 正式推出，未来将覆盖更多消费人群。2) 大宗业务全年收入 35.0 亿元，同比-5.0%；其中 Q4 收入 10.6 亿元，同比+2.4%。大宗业务方面公司积极推动多品类导入，并拓宽业务场景如学校、医院等，在行业压力下收入保持稳健。公司通过代理商模式和客户筛选严控风险，信用风险低。公司积累了强大的渠道运营能力以及优秀的经销商资源，整装零售大家居模式引领行业渠道布局领先，同时品类矩阵丰富全面。我们看好公司渠道与品类相互促进，持续实现优于行业的表现。

**大家居战略持续推进，整家产品成为公司增长主要引擎。**收入分品类看，1) 衣柜及配套家具业务全年收入 121.4 亿元，同比+19.3%。2) 橱柜业务收入 71.7 亿元，同比-4.7%。3) 卫浴、木门业务收入 10.4、13.5 亿元，同比+4.6%、+8.9%。以**衣柜**为核心的整家产品已是公司业绩增长的主要引擎，持续领跑行业。衣柜门店数基本稳定，净增加 9 至 2210 家，增长主要来自家具家具配套率的提升、产品竞争力提升叠加渠道拓展带动整体规模提升。**橱柜**方面，渠道布局多管齐下：推进门店新开新装，推动经销商与装企合作，推进集成厨房模式开店 170 家。合计门店净增加 20 至 2479 家。橱柜业务在地产下行压力下基本实现微降，维持冠军地位。**木门**门店新增 35 至 1056 家，向木墙柜体系升级提高产品竞争力，同时木门持续导入整装与大宗渠道，在行业压力下保持增长。**卫浴**门店新增 11 至 816 家，当前初步完成了整装与大宗渠道的开拓，未来随厨卫融合推进，有望实现增长。公司持续推进大家居战略，立足橱柜、衣柜等品类基本盘，通过协同销售带动其他品类发展，打开未来发展空间。

**盈利能力短期承压，回升可期。**公司 2022 年毛利率 31.29%，同比持平，其中 Q4 同比+1.51pct。原材料价格 22 上半年保持高位，公司毛利率承压；下半年原材料价格回落，同时公司 8 月份进行了提价，使得毛利率回升，推动

## 公司简介：

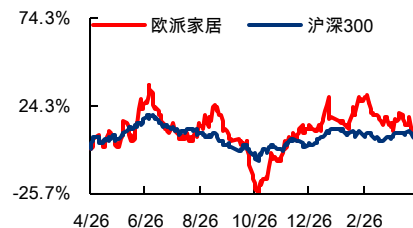
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、iFind

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	150.68-81.42
总市值 (亿元)	698.03
流通市值 (亿元)	698.03
总股本/流通 A 股 (万股)	60,915/60,915
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.42

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

全年毛利率持平。公司销售、管理、研发费用率分别+0.7、+0.4、0.6pct，费用率整体承压，主要因收入受疫情影响未达公司预期，而费用投放在年初制定。公司历史上展现出较强的费用管控能力，费用率有望随疫情影响减弱而降低。2022 全年净利率 12.0%，同比-1.1pct，费用率是压力主要来源。近两年公司毛利率处于历史较低水平，原材料价格低位下毛利率有提升空间；同时费用率在收入端复苏后降低确定性高，因此公司今年利润率回升可期。长期来看，大家居战略有望持续降低费用率水平，公司盈利能力有望稳中有升。

**盈利预测与投资评级：**公司在经营上积极进取，同时积累了行业领先的渠道运营经验和经销商资源。我们看好公司持续通过拓品类、拓渠道、拓品牌，多维度推动自身不断成长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 32.17、37.74、44.43 亿元人民币，EPS 为 5.28、6.20、7.29 元，目前股价对应 PE 分别为 21.70、18.50、15.71 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**地产复苏不及预期；家居消费不及预期；原材料价格上涨超预期。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,441.60	22,479.50	26,178.09	30,326.63	35,148.14
增长率（%）	38.68%	9.97%	16.45%	15.85%	15.90%
归母净利润（百万元）	2,665.59	2,688.43	3,217.24	3,773.74	4,443.09
增长率（%）	29.23%	0.86%	19.67%	17.30%	17.74%
净资产收益率（%）	18.50%	16.29%	16.84%	16.62%	16.50%
每股收益（元）	4.40	4.41	5.28	6.20	7.29
PE	26.04	25.98	21.70	18.50	15.71
PB	4.84	4.23	3.65	3.07	2.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	11243	13381	13507	15461	18358	营业收入	20442	22480	26178	30327	35148
货币资金	6562	8270	9162	10614	12936	营业成本	13978	15374	17808	20691	23990
应收账款	1012	1357	1291	1496	1733	营业税金及附加	143	168	183	212	246
其他应收款	96	197	230	266	308	营业费用	1386	1679	1895	2165	2492
预付款项	148	107	124	106	130	管理费用	1131	1336	1526	1768	2049
存货	1463	1414	1464	1701	1972	财务费用	-115	-247	-55	-186	-301
其他流动资产	79	200	237	278	278	研发费用	908	1123	1257	1456	1687
非流动资产合计	12150	15230	14490	15670	16313	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	16	11	13	12	12	公允价值变动收益	52.29	-33.76	9.26	-12.25	-1.49
固定资产	6648	6689	6154	6700	7630	投资净收益	20.58	23.43	22.00	22.71	22.36
无形资产	1064	1061	1002	947	895	加:其他收益	91.11	119.64	105.37	112.51	108.94
其他非流动资产	2144	3964	3054	3509	3281	营业利润	3060	3056	3697	4340	5112
资产总计	23393	28611	27997	31131	34672	营业外收入	32.39	26.53	29.46	28.00	28.73
流动负债合计	8285	9675	7699	7222	6537	营业外支出	17.32	14.92	16.12	15.52	15.82
短期借款	2389	4585	1917	1328	0	利润总额	3075	3068	3711	4353	5125
应付账款	2018	1909	2537	2948	3418	所得税	411	385	494	579	682
预收款项	886	364	240	-184	-149	净利润	2664	2683	3217	3774	4443
一年内到期的非流	13	242	242	242	242	少数股东损益	-1	-6	0	0	0
非流动负债合计	699	2422	707	716	711	归属母公司净利润	2666	2688	3217	3774	4443
长期借款	0	5	5	5	5	主要财务比率					
应付债券	0	1602	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	8984	12097	8406	7938	7248	成长能力					
少数股东权益	0	6	6	6	6	营业收入增长	38.68%	9.97%	16.45%	15.85%	15.90%
实收资本(或股本)	609	609	609	609	609	营业利润增长	27.11%	-0.12%	20.99%	17.38%	17.78%
资本公积	4361	4360	4360	4360	4360	归属于母公司净利	29.23%	0.86%	19.67%	17.30%	17.74%
未分配利润	9074	10698	13713	17255	21421	获利能力					
归属母公司股东权	14409	16508	19104	22705	26936	毛利率(%)	31.62%	31.61%	31.98%	31.77%	31.75%
负债和所有者权益	23393	28611	27997	31131	34672	净利率(%)	13.03%	11.93%	12.29%	12.44%	12.64%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	11.39%	9.40%	11.49%	12.12%	12.81%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	18.50%	16.29%	16.84%	16.62%	16.50%
经营活动现金流	4046	2410	4483	3835	4919	偿债能力					
净利润	2664	2683	3217	3774	4443	资产负债率(%)	38%	42%	30%	25%	21%
折旧摊销	695.59	751.62	613.84	647.26	737.23	流动比率	1.36	1.38	1.75	2.14	2.81
财务费用	-115	-247	-55	-186	-301	速动比率	1.18	1.24	1.56	1.91	2.51
应收账款减少	-410	-345	66	-205	-238	营运能力					
预收帐款增加	279	-521	-125	-424	35	总资产周转率	0.97	0.86	0.92	1.03	1.07
投资活动现金流	-2065	-7146	811	-1755	-1303	应收账款周转率	25	19	20	22	22
公允价值变动收益	52	-34	9	-12	-1	应付账款周转率	12.92	11.45	11.78	11.06	11.04
长期投资减少	0	0	920	1	-1	每股指标(元)					
投资收益	21	23	22	23	22	每股收益(最新摊	4.40	4.41	5.28	6.20	7.29
筹资活动现金流	-187	2985	-4401	-628	-1294	每股净现金流(最	2.94	-2.87	1.47	2.38	3.81
应付债券增加	-495	1602	-1602	0	0	每股净资产(最新	23.65	27.10	31.36	37.27	44.22
长期借款增加	0	5	0	0	0	估值比率					
普通股增加	8	0	0	0	0	P/E	26.04	25.98	21.70	18.50	15.71
资本公积增加	618	-1	0	0	0	P/B	4.84	4.23	3.65	3.07	2.59
现金净增加额	1794	-1751	893	1452	2322	EV/EBITDA	18.28	19.44	14.81	12.69	10.32

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业研究助理, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526