

2022 年 04 月 28 日

收入表现超预期，定制家居龙头风范尽显

欧派家居(603833)

评级:	买入	股票代码:	603833
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	173.0/104.25
目标价格:		总市值(亿)	680.42
最新收盘价:	111.7	自由流通市值(亿)	680.42
		自由流通股数(百万)	609.15

事件概述

欧派家居发布 2022 年一季度报：2022Q1 公司实现营业收入 41.44 亿元，同比+25.60%；归母净利润 2.53 亿元，同比+3.88%；扣非后归母净利润 2.34 亿元，同比+11.99%。收入表现超预期，在疫情影响以及上年同期高基数的背景下，22Q1 收入端仍实现了 25%以上的增长，表现亮眼；利润则受原材料涨价等影响，增速低于收入增长。

现金流方面，2022Q1 公司经营活动产生的现金流量净额-2.24 亿元，同比-44.30%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

分析判断：

► 收入端：衣柜、木门业务表现靓丽，零售渠道延续高增长。

分产品，2022Q1 公司橱柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门分别实现收入 13.24、23.30、1.67、2.18 亿元，同比+5.13%、+40.85%、+1.19%、+32.29%，主要产品收入均表现增长，其中衣柜及配套家具产品、木门业务延续高增长态势，且衣柜及配套家具产品业务收入贡献由 2021 年的 50%提升至 2022Q1 的 56%，收入贡献持续提升。分渠道，2022Q1 公司直营店、经销店、大宗业务分别收入 1.23、32.23、6.73 亿元，同比+51.15%、+34.10%、-6.98%，除大宗业务同比略有下降，公司直营店、经销店渠道收入呈现高增长。门店来看，2022Q1 公司共净减少 77 家门店至 7398 家，其中，欧派橱柜（含橱衣综合）、欧派衣柜（衣柜独立）、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼木门分别净变化-10、-58、-15、+5、+1 家至 2449、2143、974、810、1022 家，主品牌欧派橱柜、欧派衣柜以及欧铂丽等门店数有所下滑，欧派卫浴、欧铂尼木门门店数略有增加，门店变动主要与公司经销商经营计划调整、优化招商及经销管理政策等因素相关，存在短期波动特点。大宗业务方面，公司以防风险、守底线为核心，平稳推进，2022Q1 大宗业务收入同比略有下滑。

► 盈利端：盈利能力同比下滑，期间费用率管控良好。

盈利能力方面，2022Q1 公司毛利率、净利率分别为 27.66%、6.08%，同比-2.54pct、-1.31pct，盈利能力有所下滑，预计主要受原材料价格上涨等影响，其中净利率下降幅度小于毛利率，主要系期间费用率管控良好。分产品看，2022Q1 公司橱柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门毛利率分别为 30.46%、28.58%、20.35%、10.08%，同比分别-1.21pct、-2.35pct、-1.40pct、-1.46pct，主要业务毛利率同比均呈现不同幅度的下滑；分渠道看，2022Q1 公司直营店、经销店、大宗业务毛利率分别为 58.12%、26.66%、27.14%，同比分别-2.03pct、-2.17pct、-3.09pct，大宗业务毛利率下滑相对较多。

期间费用率方面，2022Q1 公司期间费用率为 20.41%，同比-1.51pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别 9.13%、7.12%、4.94%、-0.78%，同比分别-0.55pct、-0.30pct、-0.14pct、-0.52pct，各期间费用率同比均表现不同程度的下滑，期间费用率管控良好。

投资建议

持续看好欧派家居在定制家居行业龙头地位，渠道、产品、产能、信息化等全方位优势带来的业绩提升。考虑到公司全渠道全产品发力，业绩保持高增长。此外，根据公司公告，截至 2022 年 3 月 22 日公司第一期卓越员工持股计划已完成股票购买，通过集中竞价交易方式累计购买 57.85 万股，占公司总股本 0.095%，成交均价 117.99 元/股，成交金额 6826 万元，彰显公司长期成长信心。维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年营业

收入分别为 241.94/283.05/326.22 亿元，EPS 分别为 4.95/5.88/6.83 元，对应 2022 年 4 月 28 日收盘价 111.70 元/股，PE 分别为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

家居需求不及预期；竣工数据不及预期；渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；橱柜零售渠道受精装市场冲击超预期；原材料价格大幅上涨风险；短期疫情反复影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	24,194	28,305	32,622
YoY (%)	8.9%	38.7%	18.4%	17.0%	15.3%
归母净利润(百万元)	2,063	2,666	3,018	3,579	4,159
YoY (%)	12.1%	29.2%	13.2%	18.6%	16.2%
毛利率 (%)	35.0%	31.6%	31.6%	31.9%	31.9%
每股收益 (元)	3.47	4.40	4.95	5.88	6.83
ROE	17.3%	18.5%	17.3%	17.0%	16.5%
市盈率	32.19	25.39	22.55	19.01	16.36

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20,442	24,194	28,305	32,622	净利润	2,664	3,018	3,579	4,159
YoY (%)	38.7%	18.4%	17.0%	15.3%	折旧和摊销	711	611	652	687
营业成本	13,978	16,543	19,278	22,221	营运资金变动	502	176	378	382
营业税金及附加	143	169	198	228	经营活动现金流	4,046	3,888	4,688	5,303
销售费用	1,386	1,730	2,038	2,316	资本开支	-1,231	-788	-688	-588
管理费用	1,131	1,355	1,571	1,794	投资	-916	0	0	0
财务费用	-115	-42	-40	-40	投资活动现金流	-2,065	-764	-660	-555
研发费用	908	1,089	1,268	1,452	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	755	0	0	0
投资收益	21	24	28	33	筹资活动现金流	-187	-120	-120	-120
营业利润	3,060	3,471	4,119	4,788	现金净流量	1,783	3,004	3,909	4,628
营业外收支	15	12	12	12	主要财务指标				
利润总额	3,075	3,483	4,131	4,800	成长能力				
所得税	411	465	552	641	营业收入增长率	38.7%	18.4%	17.0%	15.3%
净利润	2,664	3,018	3,579	4,159	净利润增长率	29.2%	13.2%	18.6%	16.2%
归属于母公司净利润	2,666	3,018	3,579	4,159	盈利能力				
YoY (%)	29.2%	13.2%	18.6%	16.2%	毛利率	31.6%	31.6%	31.9%	31.9%
每股收益	4.40	4.95	5.88	6.83	净利率	13.0%	12.5%	12.6%	12.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	11.4%	11.0%	11.2%	11.2%
货币资金	6,562	9,566	13,475	18,103	净资产收益率 ROE	18.5%	17.3%	17.0%	16.5%
预付款项	148	165	193	222	偿债能力				
存货	1,463	1,813	2,113	2,435	流动比率	1.36	1.63	1.91	2.21
其他流动资产	3,070	3,460	3,749	4,053	速动比率	1.16	1.41	1.69	1.97
流动资产合计	11,243	15,004	19,529	24,813	现金比率	0.79	1.04	1.32	1.61
长期股权投资	16	16	16	16	资产负债率	38.4%	36.3%	34.2%	32.2%
固定资产	6,648	6,907	7,011	6,969	经营效率				
无形资产	1,064	1,064	1,064	1,064	总资产周转率	0.87	0.88	0.89	0.88
非流动资产合计	12,150	12,339	12,387	12,301	每股指标 (元)				
资产合计	23,393	27,343	31,917	37,114	每股收益	4.40	4.95	5.88	6.83
短期借款	2,389	2,389	2,389	2,389	每股净资产	23.65	28.61	34.48	41.31
应付账款及票据	2,158	2,583	3,011	3,470	每股经营现金流	6.64	6.38	7.70	8.71
其他流动负债	3,737	4,245	4,812	5,390	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,285	9,217	10,212	11,249	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	25.39	22.55	19.01	16.36
其他长期负债	699	699	699	699	PB	6.24	3.90	3.24	2.70
非流动负债合计	699	699	699	699					
负债合计	8,984	9,916	10,911	11,949					
股本	609	609	609	609					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	14,409	17,427	21,006	25,165					
负债和股东权益合计	23,393	27,343	31,917	37,114					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。