

欧派家居(603833)

报告日期: 2022 年 4 月 28 日

Q1 收入超预期、强者恒强，预收款靓丽

——欧派家居年报点评

分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
分析师: 傅嘉成 执业证书编号: S1230521090001
✉: shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2022 年一季报: 2022Q1 实现营收 41.44 亿 (+25.60%), 归母净利润 2.53 亿 (+3.88%), 扣非净利润 2.34 亿 (+11.99%), 21Q1 政府补助&投资收益较 22Q1 多。综合来看, 收入端表现超出市场预期。

投资要点

零售端增长动能强劲, 衣柜+配套品以及整装大家居为主要拉动

2Q1 大宗下滑 6.98%、系公司风控收敛接单节奏, 我们测算零售渠道(含整装)实现 35% 的高速增长, 领跑整个家居行业。公司在体量最大的同时, 自身 α 凸显、份额实质提升, 与行业第二梯队差距拉大。具体来看:

1) 22Q1 公司门店减少 77 家至 7398 家, 系公司优化经销商队伍, 因此零售增长基本由同店增长拉动。其中橱柜(含橱衣综合)2449 家, 较 21 年底减少 10 家; 衣柜 2143 家, 较 21 年底减少 58 家; 欧铂丽 874 家(减少 15 家); 卫浴增加 5 家至 810; 木门 1022 家, 基本持平。

2) 衣柜+配套品增势迅猛, 22Q1 实现收入 23.20 亿(+40.85%), 对大盘增长拉动显著; 橱柜 13.23 亿(+5.13%), 木门 2.18 亿(+32.29%), 卫浴 1.67 亿(+1%)。各业务毛利率均有所下滑, 其中厨柜下滑 1.21Pct、衣柜+配套下滑 2.35Pct。

3) 整装大家居表现持续超预期: 我们估计 22Q1 整装大家居贡献收入约 4 亿(增长约 70%), 收入占比接近 10%。21 年 4 月推出星之家独立品牌后招商迅猛, 合作装企门店客户选购欧派整装产品的比例也持续增加(驱动同店增长)。展望 22 年, 公司制定 35 亿接单目标, 除整装大家居模式以外, 22 年公司还将探索合资公司模式推进以欧派品牌为流量入口的整装模式, 目前已有 20+城市试点; 同时引入瓷砖吊顶木地板产品与家具家电的供应链产品, 完善整装产品线。

支持市场扩张、毛利率下行, 费用端规模效应明显, 零售收款靓丽

从关键财务指标来看:

1) 22Q1 毛利率 27.66% (-2.53pct), 主要系板材、钢材等原料涨价幅度较大、公司让利消费者&经销商以提升市场份额未及时提价, 同时低毛利率的配套品占比提升。

2) 22Q1 期间费用率 20.41% (-1.52pct), 其中销售费用率 9.13% (-0.55pct), 管理+研发费用率 12.06% (-0.44pct), 财务费用率-0.78% (-0.53pct), 规模效应显著。

3) 22Q1 经营性现金流-3.24 亿(21Q1 为-2.24 亿), 流出增加主要系期内支持供应商、货款结算较多, 22Q1 应付款项 14.9 亿(环比期初减少 6.7 亿), 应收款项 14.89 亿(同比+40%、环比略下降)、存货 12.65 亿(同比+44%、环比减少 2 亿)。合同负债+预收款 19.82 亿(+39%), 零售收款表现靓丽。

评级

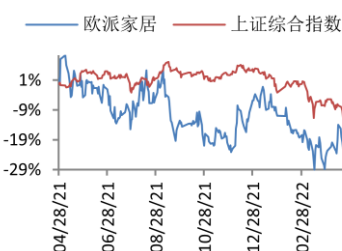
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥111.70

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.42
4Q/2021	0.91
3Q/2021	1.81
2Q/2021	1.27



公司简介

欧派家居是我国定制家居行业第一大龙头, 厨柜、衣柜、木门、卫浴多品类融合, 渠道结构多元化。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】欧派家居: 衣柜增长动能强劲, 整装大家居放量 20220422》2022.04.22
- 2 《【浙商轻工】欧派家居: 衣柜增长动能强劲, 整装大家居放量 20220422》2022.04.22
- 3 《【浙商轻工】欧派家居: 探索大家居合资公司新模式, 把握流量入口》2022.04.08

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

□ 盈利预测及估值

展望 22 年，我们看好公司以厨衣木卫为核心，以领先的信息化系统为桥梁，持续向软体、主辅材等领域延伸，提供真正的一站式解决方案，并从中收获业绩的快速增长。预计公司 22-24 年实现营收 245.35/289.5/340.07 亿元，分别增长 20.02%/18%/17.46%，归母净利润 30.52/35.93/42.66 亿，分别增长 14.49%/17.75%/18.73%，对应当前 PE 22.12/18.78/15.82X，欧派作为大家居翘楚、强阿尔法实力凸显，长期份额抬升，维持“买入”评级。

□ 风险提示：行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	20441.60	24534.77	28950.48	34006.52
(+/-)	38.68%	20.02%	18.00%	17.46%
归母净利润	2665.58	3051.70	3593.45	4266.46
(+/-)	29.58%	14.49%	17.75%	18.73%
每股收益(元)	4.41	5.12	6.03	7.15
P/E	25.32	22.12	18.78	15.82

图 1：欧派家居季度数据一览

单位：百万元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入	4,025.28	3,998.06	4,430.02	3,535.52	4,766.07	5,008.08	3,299.58	4,900.60	6,201.71	6,039.71	4,144.23
YOY	20.10%	20.70%	-35.09%	6.91%	18.40%	25.26%	130.74%	38.61%	30.12%	20.60%	25.60%
归母净利润	745.42	461.28	(101.53)	590.63	961.11	612.42	243.68	768.68	1,101.09	552.13	253.13
YOY	14.65%	24.12%	-210.30%	9.23%	28.93%	32.76%	340.02%	30.15%	14.57%	-9.84%	3.88%
扣非归母净利润	696.19	389.74	(124.88)	567.53	944.41	548.13	208.50	736.82	1,068.29	496.74	233.51
YOY	10.52%	10.43%	-265.03%	9.32%	35.65%	40.64%	266.96%	29.83%	13.12%	-9.38%	11.99%
毛利率	37.67%	31.53%	23.87%	37.30%	38.75%	33.02%	30.19%	33.72%	33.28%	28.98%	27.66%
期间费用率	16.91%	20.54%	33.49%	17.57%	14.72%	19.38%	21.93%	15.15%	12.94%	17.24%	20.41%
其中：销售费用	308.63	385.01	198.59	259.86	320.99	367.27	319.47	305.91	404.84	355.55	378.18
销售费用率	7.67%	9.63%	4.48%	7.35%	6.73%	7.33%	9.68%	6.24%	6.53%	5.89%	9.13%
其中：管理费用	217.89	291.98	209.42	220.75	233.41	297.57	244.89	263.01	288.28	335.27	295.23
管理费用率	5.41%	7.30%	4.73%	6.25%	4.91%	5.94%	7.42%	5.37%	4.78%	5.54%	7.13%
其中：财务费用	-11.43	-65.86	-7.96	-19.51	-28.44	21.24	-8.43	-27.68	-42.09	-37.29	-32.50
财务费用率	-0.28%	-1.65%	-0.18%	-0.55%	-0.60%	0.42%	-0.26%	-0.56%	-0.68%	-0.62%	-0.78%
归母净利率	18.52%	11.54%	-2.25%	16.71%	20.17%	12.23%	7.39%	15.69%	17.75%	9.14%	6.11%
存货	793.30	845.82	762.99	770.12	796.38	808.66	876.53	1,065.49	1,220.77	1,463.13	1,265.31
较上年同期增减	120.81	200.53	123.43	89.55	3.08	-37.16	113.53	295.37	424.39	654.47	388.78
应收账款	119.34	117.98	104.75	99.51	127.01	194.77	256.78	256.91	244.96	206.07	204.41
较上年同期增减	36.53	27.57	15.11	-1.30	7.66	76.78	152.02	157.39	117.96	11.30	-52.37
应收账款	474.01	492.58	537.10	701.47	742.37	602.17	607.16	778.90	994.55	1,011.69	1,003.26
较上年同期增减	143.04	214.47	117.48	271.58	268.36	109.59	70.06	77.43	252.18	409.52	396.10
应付账款及应付票据	926.05	992.96	585.67	917.69	1,122.95	1,357.83	1,298.72	1,723.01	1,741.47	2,158.20	1,488.97
较上年同期增减	-81.41	168.68	-10.54	-187.36	196.90	364.88	713.05	805.52	618.51	800.37	190.25
预收账款	1363.98	1,159.89	0.00	1,285.84	1,408.39	924.65	860.76	1,693.25	1,394.90	1,202.99	1,357.63
较上年同期增减	201.89	-116.86	-1087.64	-146.18	44.41	-235.25	860.76	407.40	-13.49	278.35	496.88
经营性现金流净额	737.91	403.37	-797.18	1,361.13	1,566.30	1,759.21	-224.46	2,116.19	1,043.34	1,110.90	-323.90
较上年同期增减	-234.99	-97.87	-652.56	201.46	828.39	1,355.84	572.72	755.06	-522.96	-648.31	-99.44
筹资性现金流净额	1715.40	-492.69	1,412.53	352.73	-257.83	-922.47	1,392.18	-599.34	524.91	-1,504.79	1,867.21
较上年同期增减	2124.68	-552.83	1,167.59	379.57	-1973.23	-429.78	-20.36	-952.07	782.74	-582.31	475.03
资本开支	557.32	334.59	296.30	321.69	676.15	605.55	328.65	212.57	108.02	585.55	350.04
较上年同期增减	-280.39	178.66	-255.14	-66.00	118.84	270.96	32.34	-109.12	-568.14	-19.99	21.39
ROE	8.81%	4.96%	-1.07%	6.20%	9.33%	5.34%	2.02%	6.23%	8.37%	3.91%	1.74%
YOY (±)	-0.77%	-0.08%	-2.28%	-0.75%	0.53%	0.38%	3.09%	0.02%	-0.96%	-1.43%	-0.28%
资产负债率	39.54%	35.47%	38.69%	43.75%	39.87%	36.71%	39.46%	43.25%	42.10%	38.40%	40.49%
YOY (±)	7.27%	3.46%	5.76%	7.03%	0.34%	1.24%	0.77%	-0.50%	2.22%	1.69%	1.03%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：欧派家居收入拆分一览

按品类拆分											
单位：百万元	2020A	2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q4	2021H2	2021A	2022Q1		
营业收入	14,739.69	3,299.58	4,900.60	8,200.18	6,201.71	6,039.71	12,241.43	20,441.61	4,144.23		
YOY	8.91%	130.74%	38.61%	65.14%	30.12%	20.60%	25.24%	38.68%	25.60%		
毛利率	35.01%	33.02%	21.85%	32.30%	32.81%	28.98%	31.16%	31.62%	27.66%		
橱柜	收入	6,061.47	1,259.35	1,945.43	3,204.78	2,190.36	2,134.18	4,324.55	7,529.32	1,323.89	
	YOY	-2.13%	96.18%	25.92%	46.54%	12.72%	10.50%	11.61%	24.22%	5.13%	
	占比	41.12%	38.17%	39.70%	39.08%	35.32%	35.34%	35.33%	36.83%	31.95%	
	毛利率	36.17%	31.67%	34.53%	33.32%	33.62%	36.65%	35.11%	34.35%	30.46%	
衣柜+配套品	收入	5,771.61	1,352.38	1,783.41	3,105.79	2,630.65	4,435.18	7,065.83	10,171.62	2,320.32	
	YOY	11.71%	173.48%	27.61%	66.21%	35.43%	-	49.53%	40.85%		
(21Q4口径调整)	还原口径衣柜收入	5,771.61	1,352.38	1,783.41	3,105.79	2,630.65	2,435.18	5,065.83	8,171.62	-	
	YOY	11.71%	173.48%	27.61%	66.21%	35.43%	34.20%	29.70%	41.58%	-	
	占比	39.16%	40.99%	35.78%	37.87%	42.42%	73.43%	57.72%	49.76%	55.99%	
	毛利率	39.95%	33.35%	-101.54%	38.14%	39.82%	23.50%	29.57%	32.19%	28.58%	
卫浴	收入	739.48	164.61	246.74	411.35	281.34	296.13	577.47	988.82	166.57	
	YOY	18.48%	96.10%	45.25%	62.07%	13.56%	24.47%	18.90%	33.72%	1.19%	
	占比	5.02%	4.99%	5.03%	5.02%	4.54%	4.90%	4.72%	4.84%	4.02%	
	毛利率	26.67%	21.75%	32.18%	21.38%	27.19%	29.28%	28.26%	25.40%	20.35%	
木门	收入	770.89	164.62	292.03	456.65	380.63	398.96	779.59	1,236.24	217.78	
	YOY	29.04%	155.30%	71.73%	94.71%	51.71%	39.76%	45.35%	60.37%	32.29%	
	占比	5.16%	4.99%	5.96%	5.57%	6.14%	6.61%	6.37%	6.05%	5.26%	
	毛利率	13.95%	11.54%	13.25%	12.88%	17.68%	11.22%	14.37%	13.82%	10.08%	
其他	收入	1,163.99	323.80	619.47	943.27	655.85	-1,380.15	-724.30	218.97	41.29	
	YOY	48.40%	170.96%	151.96%	158.17%	91.55%	-	64.37%	43.52%		
	还原口径其他收入	1,163.99	323.80	619.47	943.27	655.85	619.85	1,275.70	2,218.97	-	
	YOY	48.40%	170.96%	151.96%	158.17%	91.55%	35.86%	59.24%	90.62%	1.00%	
	占比	7.90%	9.81%	12.64%	11.50%	10.58%	-22.85%	-5.92%	1.07%		
	毛利率	19.86%	22.66%	363.22%	24.18%	12.57%	19.82%	26.38%	16.90%	12.06%	
按渠道拆分											
单位：百万元	2020A	2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q4	2021H2	2021A	2022Q1		
直营店	收入	398.68	81.43	114.20	195.63	170.88	220.86	391.73	587.36	123.07	
	YOY	14.69%	201.58%	51.44%	91.02%	30.37%	33.69%	47.33%	51.14%		
	占比	2.70%	2.47%	2.33%	2.39%	2.76%	3.66%	3.20%	2.87%	2.97%	
	毛利率	66.36%	60.15%	-64.98%	64.71%	65.95%	62.21%	63.84%	64.13%	58.12%	
经销店	收入	11,184.21	2,403.49	3,831.67	6,225.16	4,875.03	4,579.71	9,454.74	15,679.90	3,223.02	
	YOY	5.93%	174.06%	39.33%	71.97%	28.77%	21.20%	24.99%	40.20%	34.10%	
	占比	75.88%	72.84%	77.98%	75.91%	78.61%	75.83%	77.24%	76.71%	77.77%	
	毛利率	34.06%	28.83%	24.92%	31.92%	32.08%	26.24%	29.25%	30.31%	26.66%	
大宗业务	收入	2,682.33	723.48	864.56	1,588.03	1,046.45	1,038.30	2,084.75	3,672.79	672.95	
	YOY	24.05%	89.69%	30.48%	52.11%	33.06%	21.89%	27.25%	36.93%	-6.98%	
	占比	18.20%	21.93%	17.64%	19.37%	16.87%	17.19%	17.03%	17.97%	16.24%	
	毛利率	32.70%	30.23%	38.29%	30.30%	30.60%	31.76%	31.18%	30.80%	27.14%	
其他	收入	242.21	56.36	56.66	113.02	46.57	45.32	91.90	204.92	50.08	
	YOY	-19.29%	-52.64%	136.80%	-20.93%	99.25%	-40.29%	-7.44%	-15.40%	-11.15%	
	占比	1.64%	1.71%	1.16%	1.38%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.21%	
	毛利率	34.61%	30.74%	88.90%	28.51%	29.71%	26.15%	27.95%	28.26%	27.70%	

注：21Q4公司更改统计口径，此前配套品计入在其他收入中，21年计入衣柜+配套品，我们估计衣柜+配套中20亿为配套。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11243	15538	19051	23349	营业收入	20442	24535	28950	34007
现金	6562	10521	13167	16771	营业成本	13978	16876	19930	23448
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677	营业税金及附加	143	172	271	316
应收账款	1218	1298	1607	1904	营业费用	1386	1554	1815	2098
其它应收款	96	84	104	132	管理费用	967	1470	1650	1870
预付账款	148	173	198	241	研发费用	699	1178	1390	1632
存货	1463	1605	2019	2245	财务费用	(115)	62	58	61
其他	79	179	279	379	资产减值损失	(108)	(44)	(62)	(76)
非流动资产	12150	11002	12391	13547	公允价值变动损益	52	52	52	52
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	21	21	21	21
长期投资	16	16	16	16	其他经营收益	84	84	84	84
固定资产	6648	7231	7630	7936	营业利润	3060	3337	3931	4661
无形资产	1064	1164	1364	1664	营业外收支	15	15	14	15
在建工程	347	547	847	1047	利润总额	3075	3352	3945	4676
其他	4074	2044	2534	2884	所得税	411	302	353	411
资产总计	23393	26540	31442	36897	净利润	2664	3050	3592	4265
流动负债	8285	8569	9828	10991	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
短期借款	2389	1356	2008	1873	归属母公司净利润	2666	3052	3593	4266
应付款项	2158	2309	2876	3404	EBITDA	3831	3995	4762	5607
预收账款	886	2208	1684	2171	EPS (最新摊薄)	4.41	5.12	6.03	7.15
其他	2852	2696	3260	3543	主要财务比率				
非流动负债	699	523	573	598		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	699	523	573	598	营业收入	38.68%	20.02%	18.00%	17.46%
负债合计	8984	9092	10401	11589	营业利润	27.40%	9.05%	17.80%	18.58%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	29.58%	14.49%	17.75%	18.73%
归属母公司股东权	14409	17448	21041	25308	获利能力				
负债和股东权益	23393	26540	31442	36897	毛利率	31.62%	31.22%	31.16%	31.05%
					净利率	13.03%	12.43%	12.41%	12.54%
现金流量表					ROE	20.24%	19.16%	18.67%	18.41%
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC	17.45%	15.80%	15.50%	15.69%
经营活动现金流	4046	5487	3560	5300	偿债能力				
净利润	2664	3050	3592	4265	资产负债率	38.40%	34.26%	33.08%	31.41%
折旧摊销	419	537	597	649	净负债比率	26.74%	14.96%	19.36%	16.23%
财务费用	(115)	62	58	61	流动比率	1.36	1.81	1.94	2.12
投资损失	(21)	(21)	(21)	(21)	速动比率	1.18	1.63	1.73	1.92
营运资金变动	1239	1028	175	847	营运能力				
其它	(140)	831	(842)	(502)	总资产周转率	0.97	0.98	1.00	1.00
投资活动现金流	(2065)	171	(719)	(643)	应收帐款周转率	25.33	23.96	25.00	24.11
资本支出	635	(550)	(297)	(71)	应付帐款周转率	8.84	8.34	8.71	8.35
长期投资	(1334)	889	(148)	(198)	每股指标(元)				
其他	(1366)	(169)	(273)	(375)	每股收益	4.41	5.12	6.03	7.15
筹资活动现金流	(187)	(1116)	595	(194)	每股经营现金	6.70	9.20	5.97	8.89
短期借款	763	(1033)	652	(135)	每股净资产	23.65	29.26	35.28	42.44
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
其他	(950)	(83)	(57)	(59)	P/E	25.32	22.12	18.78	15.82
现金净增加额	1794	4541	3436	4462	P/B	4.72	3.82	3.17	2.63
					EV/EBITDA	21.97	13.98	11.31	8.94

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn