

欧派家居 (603833.SH)

Q1 收入超预期, 龙头领跑行业

核心观点:

- 欧派发布 22 年一季报, 22Q1 收入 41.44 亿元, 同增 25.60%, 归母净利 2.53 亿元, 同增 3.88%; 扣非净利 2.34 亿元, 同增 11.99%。
- 衣柜及配套高增, 合同负债亮眼。①分品类, 橱柜收入同增 5.1%, 布局整装与分销、强化厨电配套; 卫浴/木门同增 1%/32%, 拓展多元渠道。衣柜及配套同增 40.9%, 主推整家套餐, 高性价比吸引流量+配套品高速扩张+继续挖潜定制产品。②分渠道, 零售收入同增 34.7%, 经销商经营调整导致门店数下降, 因此贡献全部来自同店。传统零售营销积极, 拎包、家装、电商全域获客; 整装新品牌星之家快速扩店, 供应链资源整合; 欧铂丽独立运作后逐步发力。大宗同降 7.0%, 考虑资金风险, 大宗集中于优质客户。③22Q1 末合同负债同增 57.7%, 315 运营效果好, 在手订单充足, Q2-3 预计释放业绩 (疫情只是延后交付)。
- 盈利整体可控。①毛利率同降 2.3pct 至 27.7%, 橱柜/衣柜/木门/卫浴同降 1.2/2.4/1.4/1.5pct, 经销/大宗同降 2.2/3.1pct; 影响因素主要有配套品代工或合作、原材料板材/五金/玻璃价格压力、经销商促销帮扶。②销售/管理/研发费用率同降 0.6/0.3/0.1pct。非经常损益波动主要来自政府补助与公允价值变动损益的下降。③虽然盈利能力下降, 但一方面, 公司利润出让可带来切实的收入扩张, 在盈利降幅可控的情况下零售增速领跑行业; 另一方面, 基于业务结构改善 (大宗占比下降)、生产运营精细化、成品规模效应释放, 未来盈利有改善空间。
- 盈利预测与投资建议。欧派战略前瞻、执行力强, 整装与衣柜配套贡献增量, 模式革新带来长期空间。预计公司 22-24 年归母净利润 30.7/36.1/42.2 亿元。参考可比公司估值, 再结合公司历史估值, 给予欧派 22 年 30 倍 PE, 合理价值 151.04 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。疫情影响下游需求, 地产大幅下滑, 新业务不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,740	20,442	24,283	28,671	33,493
增长率 (%)	8.9	38.7	18.8	18.1	16.8
EBITDA (百万元)	2,881	3,589	4,334	5,063	5,838
归母净利润 (百万元)	2,063	2,666	3,067	3,611	4,219
增长率 (%)	12.1	29.2	15.1	17.8	16.8
EPS (元/股)	3.43	4.38	5.03	5.93	6.93
市盈率 (x)	39.22	33.71	22.19	18.84	16.13
ROE (%)	17.3	18.5	17.5	17.1	16.7
EV/EBITDA (x)	27.29	23.88	13.66	11.08	8.94

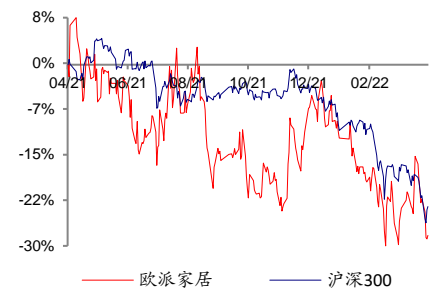
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	111.70 元
合理价值	151.04 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-28

相对市场表现



分析师:

曹倩雯



SAC 执证号: S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

请注意, 曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

欧派家居 (603833.SH): 整 2022-04-24

家破局、整装革新, 龙头行
稳致远

欧派家居 (603833.SH): 龙 2021-10-29

头效应凸显, 三季报略超预期

欧派家居 (603833.SH): 整 2021-08-30

装业务再开拓, α 继续凸显

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,250	11,243	16,248	19,879	24,548
货币资金	4,427	6,562	12,196	15,268	19,320
应收及预付	882	1,366	1,494	1,780	2,098
存货	809	1,463	1,435	1,696	1,982
其他流动资产	2,133	1,852	1,123	1,135	1,148
非流动资产	10,593	12,150	12,592	13,749	14,768
长期股权投资	16	16	19	19	19
固定资产	6,093	6,648	7,167	8,051	8,812
在建工程	1,538	347	447	597	797
无形资产	1,464	1,064	884	1,008	1,066
其他长期资产	1,483	4,074	4,074	4,074	4,074
资产总计	18,844	23,393	28,840	33,628	39,316
流动负债	5,926	8,285	10,665	11,842	13,311
短期借款	1,627	2,389	3,314	3,281	3,445
应付及预收	1,964	3,044	3,392	4,008	4,684
其他流动负债	2,335	2,852	3,958	4,553	5,182
非流动负债	992	699	699	699	699
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	495	0	0	0	0
其他非流动负债	497	699	699	699	699
负债合计	6,918	8,984	11,364	12,541	14,011
股本	602	609	609	609	609
资本公积	3,744	4,361	4,361	4,361	4,361
留存收益	7,438	9,379	12,445	16,057	20,276
归属母公司股东权益	11,925	14,409	17,476	21,087	25,306
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	18,844	23,393	28,840	33,628	39,316

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,740	20,442	24,283	28,671	33,493
营业成本	9,579	13,978	16,363	19,340	22,608
营业税金及附加	111	143	158	186	218
销售费用	1,147	1,386	1,773	2,136	2,512
管理费用	961	1,131	1,457	1,720	2,010
研发费用	699	908	1,093	1,290	1,507
财务费用	-35	-115	-31	-85	-143
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	52	0	0	0
投资净收益	37	21	36	43	50
营业利润	2,407	3,060	3,641	4,284	5,016
营业外收支	5	15	10	15	6
利润总额	2,413	3,075	3,651	4,299	5,022
所得税	350	411	584	688	804
净利润	2,063	2,664	3,067	3,611	4,219
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	2,063	2,666	3,067	3,611	4,219
EBITDA	2,881	3,589	4,334	5,063	5,838
EPS (元)	3.43	4.38	5.03	5.93	6.93

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,889	4,046	5,247	5,202	5,960
净利润	2,063	2,664	3,067	3,611	4,219
折旧摊销	568	711	714	849	958
营运资金变动	1,148	502	1,385	651	688
其它	110	169	82	90	95
投资活动现金流	-2,337	-2,065	-410	-1,948	-1,921
资本支出	-1,883	-1,231	-1,143	-1,991	-1,971
投资变动	-576	-916	697	0	0
其他	121	82	36	43	50
筹资活动现金流	585	-187	797	-182	13
银行借款	2,065	3,676	925	-33	164
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-1,480	-3,865	-128	-148	-151
现金净增加额	2,111	1,783	5,634	3,072	4,052
期初现金余额	1,448	3,558	6,562	12,196	15,268
期末现金余额	3,558	5,342	12,196	15,268	19,320

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	8.9%	38.7%	18.8%	18.1%	16.8%
营业利润增长	14.4%	27.1%	19.0%	17.7%	17.1%
归母净利润增长	12.1%	29.2%	15.1%	17.8%	16.8%
获利能力					
毛利率	35.0%	31.6%	32.6%	32.5%	32.5%
净利率	14.0%	13.0%	12.6%	12.6%	12.6%
ROE	17.3%	18.5%	17.5%	17.1%	16.7%
ROIC	14.1%	14.8%	14.6%	14.5%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	38.4%	39.4%	37.3%	35.6%
净负债比率	58.0%	62.3%	65.0%	59.5%	55.4%
流动比率	1.39	1.36	1.52	1.68	1.84
速动比率	1.24	1.16	1.37	1.52	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.87	0.84	0.85	0.85
应收账款周转率	24.48	20.21	24.33	24.33	24.33
存货周转率	18.23	13.97	16.93	16.91	16.90
每股指标 (元)					
每股收益	3.43	4.38	5.03	5.93	6.93
每股经营现金流	6	7	9	9	10
每股净资产	19.83	23.65	28.69	34.62	41.54
估值比率					
P/E	39.22	33.71	22.19	18.84	16.13
P/B	6.78	6.24	3.89	3.23	2.69
EV/EBITDA	27.29	23.88	13.66	11.08	8.94

广发造纸轻工行业研究小组

张兆函：资深分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹倩雯：资深分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。