

公司研究

1Q 营收继续保持快速增长，成本上涨对利润构成短期压力

——欧派家居（603833.SH）2022 年一季报点评

买入（维持）

当前价：111.70 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

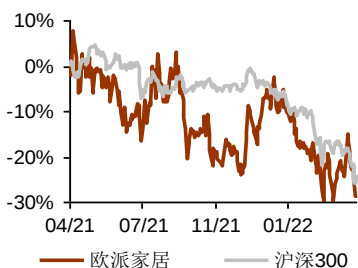
021-52523680

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元):	680.42
一年最低/最高(元):	104.25/171.66
近 3 月换手率:	14.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.00	-4.14	-5.29
绝对	0.52	-18.22	-28.13

资料来源：Wind

相关研报

衣柜及配套强势增长，整装业务加速发力——欧派家居（603833.SH）2021 年报点评（2022-04-23）

要点

事件：

公司发布 2022 年一季报，实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 41.4/2.5/2.3 亿元，分别同比+25.6%/+3.9%/+12.0%。

点评：

衣柜及配套品保持亮丽增速，整装继续猛发力，预收款项大幅增长：1Q2022，橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门分别实现营收 13.24/23.2/1.7/2.2 亿元，分别同比+5.1%/+40.9%/+1.2%/+32.3%，营收占比分别为 32.5%/57%/4.1%/5.4%。分渠道看，直营/经销/大宗渠道分别实现营收 1.2/32.2/6.7 亿元，分别同比+51.1%/+34.1%/-7.0%。我们估计 1Q2022，公司整装营收为 4 亿元，同比+77%，整装赛道持续猛发力，为公司零售业务持续注入增长活力。

截至 1Q2022，经销商门店总数为 7398 家，比 2021 年末减少 77 家。其中，橱柜/衣柜/卫浴/木门/欧铂丽门店数分别为 2449/2143/810/1022/974 家，比 2021 年末分别变动-10/-58/+5/+1/-15 家。

1Q2022，先行指标预收账款与合同负债合计 19.8 亿元，同比+39.3%，预示着公司后续仍将保持强劲的增长势头。

盈利能力小幅下降，期间费用管控严格：1Q2022，公司综合毛利率同比-2.5pcts 至 27.7%。分产品看，橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门的毛利率分别为 30.5%/28.6%/20.3%/10.1%，分别同比-1.2/-2.4/-1.4/-1.5pcts。分渠道看，直营/经销/大宗渠道的毛利率分别为 58.1%/26.7%/27.1%，分别同比-2.0/-2.2/-3.1pcts。公司盈利能力同比下滑，主要受原料价格上涨影响，同时我们估计配套品营收占比上升，结构性拉低了公司整体的盈利能力。

1Q2022，公司期间费用率为 20.4%，同比-1.5pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.1%/7.1%/4.9%/-0.8%，分别同比-0.5/-0.3/-0.2/-0.5pcts。我们认为期间费用率降低一方面源自于公司良好的费用管控，另一方面与配套品的营收占比上升有关。

营收强势增长，再度展现龙头本色，维持“买入”评级：鉴于公司一季度盈利能力略低于我们此前的预估，且原材料价格上涨的影响可能持续，我们略下调公司 2022-2024 年 EPS 预测分别为 5.05/5.92/6.99 元（前次预测分别为 5.07/5.94/7.03 元），当前股价对应 PE 分别为 22/19/16 倍。从目前已经公布的定制家居企业一季报情况看，公司营收规模位居行业第一，且一季度增速保持全行业最佳，再一次展现头部公司的竞争实力，而目前公司的估值水平已经处于历史较低位置，维持“买入”评级。

风险提示：国内地产销售低于预期，原料价格上涨幅度超出预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,740	20,442	24,517	29,434	35,237
营业收入增长率	8.91%	38.68%	19.94%	20.05%	19.72%
净利润（百万元）	2,063	2,666	3,077	3,605	4,258
净利润增长率	12.13%	29.23%	15.45%	17.16%	18.11%
EPS（元）	3.43	4.38	5.05	5.92	6.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.30%	18.50%	18.74%	18.72%	18.83%
P/E	33	26	22	19	16
P/B	5.6	4.7	4.1	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,740	20,442	24,517	29,434	35,237
营业成本	9,579	13,978	16,997	20,495	24,628
折旧和摊销	537	648	152	203	273
税金及附加	111	143	172	206	247
销售费用	1,147	1,386	1,618	1,928	2,290
管理费用	961	1,131	1,341	1,598	1,903
研发费用	699	908	1,054	1,266	1,498
财务费用	-35	-115	-109	-99	-107
投资收益	37	21	20	40	60
营业利润	2,407	3,060	3,544	4,154	4,907
利润总额	2,413	3,075	3,556	4,166	4,919
所得税	350	411	476	558	659
净利润	2,063	2,664	3,079	3,607	4,260
少数股东损益	0	-1	2	2	2
归属母公司净利润	2,063	2,666	3,077	3,605	4,258
EPS(元)	3.43	4.38	5.05	5.92	6.99

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,889	4,046	2,080	4,070	4,828
净利润	2,063	2,666	3,077	3,605	4,258
折旧摊销	537	648	152	203	273
净营运资金增加	-2,293	1,382	2,357	1,153	1,374
其他	3,583	-650	-3,506	-891	-1,077
投资活动产生现金流	-2,337	-2,065	-1,822	-1,985	-2,540
净资本支出	-1,883	-1,231	-1,600	-1,800	-2,400
长期投资变化	16	16	0	0	0
其他资产变化	-470	-849	-222	-185	-140
融资活动现金流	585	-187	1,026	-511	-431
股本变化	181	8	0	0	0
债务净变化	467	281	1,840	-12	161
无息负债变化	1,197	1,785	-125	1,574	1,847
净现金流	2,111	1,783	1,284	1,573	1,857

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	35.0%	31.6%	30.7%	30.4%	30.1%
EBITDA 率	19.7%	18.0%	14.5%	14.4%	14.3%
EBIT 率	15.8%	14.6%	13.9%	13.7%	13.5%
税前净利润率	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	14.0%
归母净利润率	14.0%	13.0%	12.6%	12.2%	12.1%
ROA	10.9%	11.4%	11.4%	11.4%	11.5%
ROE (摊薄)	17.3%	18.5%	18.7%	18.7%	18.8%
经营性 ROIC	16.5%	19.3%	17.1%	17.3%	17.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	37%	38%	39%	39%	39%
流动比率	1.39	1.36	1.35	1.41	1.45
速动比率	1.26	1.18	1.16	1.21	1.24
归母权益/有息债务	5.62	6.00	3.87	4.55	5.15
有形资产/有息债务	8.12	9.21	6.04	7.04	7.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	18,844	23,393	27,121	31,520	36,887
货币资金	4,427	6,562	7,845	9,419	11,276
交易性金融资产	1,960	1,677	1,677	1,699	1,721
应收账款	602	1,012	1,215	1,462	1,754
应收票据	195	206	248	297	356
其他应收款 (合计)	39	96	115	138	166
存货	809	1,463	1,853	2,234	2,684
其他流动资产	134	79	283	528	819
流动资产合计	8,250	11,243	13,406	15,983	19,022
其他权益工具	270	310	310	310	310
长期股权投资	16	16	16	16	16
固定资产	6,093	6,648	7,001	7,549	8,346
在建工程	1,538	347	891	1,455	2,142
无形资产	1,464	1,064	1,439	1,707	2,069
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,026	2,169	2,413	2,413	2,413
非流动资产合计	10,593	12,150	13,715	15,538	17,865
总负债	6,918	8,984	10,699	12,261	14,268
短期借款	1,627	2,389	4,143	4,130	4,291
应付账款	1,145	2,018	2,380	2,869	3,448
应付票据	213	140	170	205	246
预收账款	607	886	1,054	1,266	1,515
其他流动负债	111	145	511	954	1,476
流动负债合计	5,926	8,285	9,952	11,341	13,146
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	404	603	745	917	1,120
非流动负债合计	992	699	747	919	1,122
股东权益	11,925	14,409	16,422	19,260	22,618
股本	602	609	609	609	609
公积金	4,032	4,666	4,666	4,666	4,666
未分配利润	7,150	9,074	11,085	13,921	17,277
归属母公司权益	11,925	14,409	16,420	19,256	22,612
少数股东权益	0	0	2	4	6

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.78%	6.78%	6.60%	6.55%	6.50%
管理费用率	6.52%	5.54%	5.47%	5.43%	5.40%
财务费用率	-0.24%	-0.56%	-0.44%	-0.34%	-0.30%
研发费用率	4.74%	4.44%	4.30%	4.30%	4.25%
所得税率	15%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.20	1.75	1.26	1.48	1.75
每股经营现金流	6.47	6.64	3.41	6.68	7.93
每股净资产	19.83	23.65	26.96	31.61	37.12
每股销售收入	24.50	33.56	40.25	48.32	57.85

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	33	26	22	19	16
PB	5.6	4.7	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	23.6	18.5	19.4	16.4	13.8
股息率	1.1%	1.6%	1.1%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE