

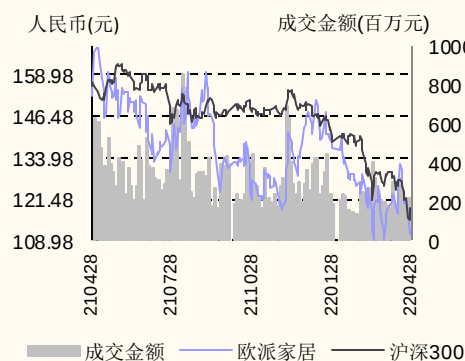
欧派家居 (603833.SH) 买入 (维持评级)

市场价格 (人民币): 111.70 元

1Q 收入超预期, 龙头能力凸显

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.09
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	680.42
年内股价最高最低(元)	167.49/108.98
沪深 300 指数	3921
上证指数	2975



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	24,301	28,670	33,678
营业收入增长率	8.91%	38.68%	18.88%	17.98%	17.47%
归母净利润(百万元)	2,063	2,666	3,098	3,696	4,354
归母净利润增长率	12.13%	29.23%	16.23%	19.29%	17.82%
摊薄每股收益(元)	3.429	4.376	5.086	6.067	7.148
每股经营性现金流净额	6.44	6.42	6.50	8.40	9.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.30%	18.50%	18.69%	19.36%	19.75%
P/E	39.22	33.71	21.96	18.41	15.63
P/B	6.78	6.24	4.10	3.56	3.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月28日公司发布2022年一季报, 一季度公司实现营收41.4亿元, 同比+25.6%, 归母净利润/扣非归母净利润分别同比+3.9%/+12.0%至2.5/2.3亿元, 营收超预期。此外公司合同负债与预收款表现优异, Q1末共计19.8亿元, 同比增长39.3%, 为公司Q2业绩奠定较好基础。

经营分析

- 1Q 收入超预期, 零售渠道展现龙头能力:** 分渠道来看, 公司1Q经销/直营/大宗收入分别同比+34.1%/+51.2%/-7.0%至32.2/1.2/6.7亿元, 零售渠道依托整装、拎包入住等渠道的优异拓展, 在3月中下旬受到疫情影响的情况下, 依然较21年4Q增长进一步提速, 展现龙头在零售渠道强劲的份额抢夺能力。分产品来看, 公司1Q橱/衣(含配套)/卫/木收入预计分别+5.1%/+40.9%/+1.2%/+32.3%至13.2/23.2/1.7/2.2亿元, 若剔除配套品贡献预计衣柜品类增长仍超30%。公司橱衣综合/独立衣柜/卫浴/木门/欧铂丽店1Q较去年年底分别-10/-58/+5/+1家, 渠道稳步优化, 同店持续优异增长体现公司强大的渠道运营能力。
- 原材料涨价拉低1Q毛利率, 费用管控优异:** 公司2022年1Q毛利率同比-2.5pct至27.7%, 主要由于原材料价格上涨而公司产品仅去年Q3小幅提价。费用率方面, 公司2022年1Q的期间费用率同比-1.5pct至20.4%, 公司规模效应进一步体现, 整体管控优异, 1Q销售/管理(含研发)/财务费用率分别同比-0.6/-0.4/-0.5pct至9.1%/12.1%/-0.8%。
- 经营模式持续创新, 深挖零售渠道, 长期增长可期:** 公司在信息化、产品、生产、渠道管理赋能等能力显著领先行业的基础上, 渠道经营模式不断创新迭代, 深挖零售渠道。近期已开始试点与经销商成立合资公司共同推进“定制装修一体化”的大家居新模式, 有望进一步提升自身争夺流量入口的能力, 夯实自身渠道把控力, 助推公司持续提升份额, 打开长期成长空间。

盈利预测和投资建议

- 我们维持此前盈利预测, 预计公司22-24年EPS分别为5.09元/6.07元/7.15元, 当前股价对应22-24年PE分别为22、18、16倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新模式拓展不畅; 整装渠道竞争加剧; 竣工速度不及预期。

相关报告

- 《利润短期承压, 大家居领先优势依然突出-欧派家居年报点评》, 2022.4.23
- 《整装、衣柜齐发力, 零售份额持续提升-欧派家居三季报点评》, 2021.10.28
- 《零售优势越发明显, 平台化战略徐徐展开-欧派家居中报点评》, 2021.8.27
- 《Q2 延续较快增长, 上调全年盈利预测-欧派家居半年度业绩快报点评...》, 2021.8.12
- 《Q1 取得高质量增长, 全方位优势逐步确立-欧派家居一季报点评》, 2021.4.29

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,533	14,740	20,442	24,301	28,670	33,678
增长率		8.9%	38.7%	18.9%	18.0%	17.5%
主营业务成本	-8,684	-9,579	-13,978	-16,585	-19,577	-23,015
%销售收入	64.2%	65.0%	68.4%	68.2%	68.3%	68.3%
毛利	4,850	5,161	6,463	7,716	9,093	10,663
%销售收入	35.8%	35.0%	31.6%	31.8%	31.7%	31.7%
营业税金及附加	-88	-111	-143	-182	-229	-269
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,310	-1,147	-1,386	-1,652	-1,950	-2,290
%销售收入	9.7%	7.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
管理费用	-939	-961	-1,131	-1,337	-1,577	-1,819
%销售收入	6.9%	6.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%
研发费用	-642	-699	-908	-1,045	-1,204	-1,414
%销售收入	4.7%	4.7%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	1,870	2,242	2,896	3,500	4,133	4,871
%销售收入	13.8%	15.2%	14.2%	14.4%	14.4%	14.5%
财务费用	70	35	115	-33	44	83
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.6%	0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	22	52	0	0	0
投资收益	24	37	21	35	30	20
%税前利润	1.2%	1.6%	0.7%	1.0%	0.7%	0.4%
营业利润	2,105	2,407	3,060	3,593	4,287	5,053
营业利润率	15.6%	16.3%	15.0%	14.8%	15.0%	15.0%
营业外收支	14	5	15	10	10	10
税前利润	2,119	2,413	3,075	3,603	4,297	5,063
利润率	15.7%	16.4%	15.0%	14.8%	15.0%	15.0%
所得税	-279	-350	-411	-504	-602	-709
所得税率	13.2%	14.5%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,839	2,063	2,664	3,098	3,696	4,354
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,839	2,063	2,666	3,098	3,696	4,354
净利率	13.6%	14.0%	13.0%	12.7%	12.9%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,839	2,063	2,664	3,098	3,696	4,354
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	439	568	696	725	841	960
非经营收益	35	94	61	48	-6	-18
营运资金变动	-165	1,148	490	91	587	667
经营活动现金净流	2,148	3,873	3,911	3,961	5,118	5,963
资本开支	-1,830	-1,883	-1,231	-2,276	-1,810	-1,810
投资	-2,851	-576	-916	0	0	0
其他	27	121	82	35	30	20
投资活动现金净流	-4,654	-2,337	-2,065	-2,241	-1,780	-1,790
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	1,783	1,167	755	-47	-820	-753
其他	-336	-608	-954	-1,031	-1,217	-1,406
筹资活动现金净流	1,447	558	-197	-1,078	-2,037	-2,159
现金净流量	-1,059	2,094	1,648	641	1,301	2,014

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,467	4,427	6,562	7,203	8,504	10,519
应收款项	651	836	1,313	1,461	1,656	1,853
存货	846	809	1,463	1,545	1,770	2,081
其他流动资产	3,489	2,179	1,905	1,976	2,012	2,054
流动资产	6,452	8,250	11,243	12,186	13,943	16,506
%总资产	43.6%	43.8%	48.1%	47.0%	48.7%	51.5%
长期投资	113	318	1,720	1,720	1,720	1,720
固定资产	6,654	7,631	6,996	8,021	8,736	9,334
%总资产	44.9%	40.5%	29.9%	31.0%	30.5%	29.1%
无形资产	1,167	1,522	1,144	1,424	1,589	1,751
非流动资产	8,362	10,593	12,150	13,721	14,700	15,560
%总资产	56.4%	56.2%	51.9%	53.0%	51.3%	48.5%
资产总计	14,814	18,844	23,393	25,907	28,642	32,066
短期借款	53	1,627	2,402	2,473	1,653	900
应付款项	2,688	2,547	3,712	3,740	4,360	5,095
其他流动负债	539	1,753	2,170	2,534	2,957	3,439
流动负债	3,280	5,926	8,285	8,748	8,971	9,434
长期贷款	406	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,568	992	699	581	581	581
负债	5,255	6,918	8,984	9,329	9,551	10,015
普通股股东权益	9,559	11,925	14,409	16,578	19,091	22,052
其中：股本	420	602	609	609	609	609
未分配利润	5,623	7,150	9,074	11,243	13,756	16,717
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	14,814	18,844	23,393	25,907	28,642	32,066

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	4.378	3.429	4.376	5.086	6.067	7.148
每股净资产	22.750	19.825	23.654	27.214	31.340	36.201
每股经营现金净流	5.113	6.438	6.420	6.503	8.402	9.790
每股股利	1.000	0.750	1.090	1.526	1.941	2.287
回报率						
净资产收益率	19.24%	17.30%	18.50%	18.69%	19.36%	19.75%
总资产收益率	12.42%	10.95%	11.39%	11.96%	12.90%	13.58%
投入资本收益率	14.39%	13.56%	14.84%	15.72%	17.06%	18.17%
增长率						
主营业务收入增长率	17.59%	8.91%	38.68%	18.88%	17.98%	17.47%
EBIT增长率	8.21%	19.89%	29.12%	20.88%	18.09%	17.84%
净利润增长率	17.02%	12.13%	29.23%	16.23%	19.29%	17.82%
总资产增长率	33.21%	27.20%	24.14%	10.75%	10.56%	11.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	13.6	14.4	16.5	16.0	15.0
存货周转天数	31.3	31.5	29.7	34.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	30.9	37.8	41.3	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	133.8	150.9	118.7	107.8	96.6	86.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.87%	-35.77%	-40.51%	-38.65%	-44.67%	-51.22%
EBIT利息保障倍数	-26.9	-64.7	-25.1	107.6	-93.8	-58.9
资产负债率	35.47%	36.71%	38.40%	36.01%	33.35%	31.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	26	35	42	48	121
增持	4	5	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.13	1.14	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

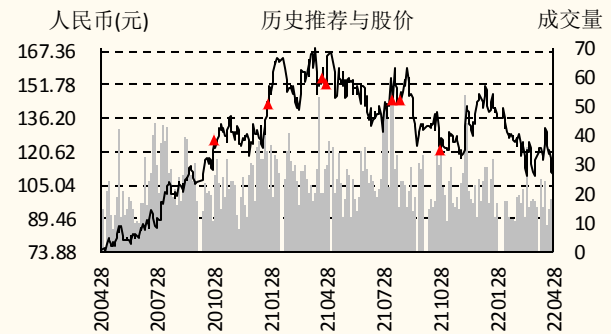
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-29	买入	122.00	N/A
2	2021-01-25	买入	145.30	N/A
3	2021-04-23	买入	161.00	N/A
4	2021-04-29	买入	156.64	N/A
5	2021-08-12	买入	154.00	N/A
6	2021-08-27	买入	143.21	N/A
7	2021-10-28	买入	123.61	N/A
8	2022-04-23	买入	121.06	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402