

欧派家居 (603833)

证券研究报告

2022年08月11日

多重压力下 22H1 收入仍实现同比+18%，业绩端短期扰动不改长期看好逻辑

公司发布业绩快报，22H1 实现营业收入 96.93 亿元，同比+18.21%，其中 Q1/Q2 单季度分别实现 41.44/55.49 亿元，同比分别+25.6%/+13.23%；22H1 实现归母净利润 10.18 亿元，同比+0.58%，其中 Q1/Q2 单季度分别实现 2.53/7.65 亿元，同比分别+3.88%/-0.46%；22H1 实现扣非归母净利润 9.81 亿元，同比+3.78%，其中 Q1/Q2 单季度分别实现 2.34/7.48 亿元，同比分别+11.99%/+1.45%。

坚持“拓渠道、抢流量、增单值、扩份额”，积极推进大家居战略。

在国内疫情反复、原材料价格高位、地产疲软等外部不利因素影响下，公司收入端在去年同期高基数的背景下依然实现双位数增长，各主要事业部客户数量提升，主要得益于：①全屋定制（衣柜）迭代至整家定制 2.0，全屋六大空间整体解决方案进一步满足消费者个性化需求；②整装大家居业务继续发挥先发优势，在获客、运营、行业口碑各方面持续强化；③核心产品橱柜进行“厨房专业化”品牌战略升级，引领行业发展方向。

品类融合推动客单价提升，整装大家居拓宽获客渠道有望持续放量。

21年公司衣柜及配套品收入 101.72 亿元，同比+49.53%，其中配套率约 20%，公司以衣柜为切入点成功延伸至全屋空间，打开增长空间，22Q1 衣柜及配套业务实现 23.2 亿元，同比增长 40.85%，延续高增长趋势。配套率提升，以及木门等其他品类协同发展，有望逐步推升客单值。渠道端，整装大家居推出 80 平米 8888 元一体化整装套餐，包含设计、主辅材、水电、施工、定制、安装等全环节，整装布局行业领先。

伴随外部不利因素逐步缓解，盈利能力有望回升。

疫情后家装需求逐步释放，前端接单有望持续修复。成本端为应对原材料涨价压力，公司自 2022 年 8 月 1 日起针对橱柜、衣柜全系产品涨价，我们认为小幅涨价一定程度上缓解成本压力，同时通过规模集采以及精细化管理优势，部分成本压力或可由公司内部消化，以保证经销商盈利空间。

盈利预测与估值：公司作为集橱柜、衣柜、卫浴、木门为一体的综合定制家居提供商，龙头优势显著，整装大家居渠道加速放量，看好长期维度行业渗透率及龙头市占率提升，预计公司 22-24 年归母净利润 30.93/35.59/42.05 亿元，同比 +16.05%/+15.04%/+18.17%，对应 PE 22.9x/19.9x/16.9x，维持“买入”评级。

风险提示：业绩快报仅为初步核算数据，具体数据以公司发布的半年报为准；地产交付不及预期；原材料价格波动风险；全渠道布局推进不及预期；行业竞争加剧。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,739.69	20,441.60	24,146.47	28,678.93	33,903.96
增长率(%)	8.91	38.68	18.12	18.77	18.22
EBITDA(百万元)	3,537.44	4,524.02	4,095.48	4,573.29	5,311.97
归属母公司净利润(百万元)	2,062.63	2,665.59	3,093.47	3,558.77	4,205.36
增长率(%)	12.13	29.23	16.05	15.04	18.17
EPS(元/股)	3.39	4.38	5.08	5.84	6.90
市盈率(P/E)	34.35	26.58	22.90	19.91	16.85
市净率(P/B)	5.94	4.92	4.12	3.65	3.21
市销率(P/S)	4.81	3.47	2.93	2.47	2.09
EV/EBITDA	21.25	17.67	14.14	11.56	9.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	116.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	609.15
流通 A 股股本(百万股)	609.15
A 股总市值(百万元)	70,844.37
流通 A 股市值(百万元)	70,844.37
每股净资产(元)	24.05
资产负债率(%)	40.49
一年内最高/最低(元)	163.20/104.25

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《欧派家居-季报点评:Q1 收入表现超预期，零售渠道增速领跑行业》 2022-05-02
- 《欧派家居-年报点评报告:21 年高基数下高增长，精细化管理夯实龙头地位》 2022-04-24
- 《欧派家居-公司点评:拟推员工持股计划，可转债募集规模调至 20 亿，用于建设华中制造基地》 2022-01-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,427.23	6,561.94	10,810.61	17,044.48	21,218.85
应收票据及应收账款	796.94	1,217.77	926.40	184.25	1,128.75
预付账款	84.93	148.35	167.41	191.44	226.96
存货	808.66	1,463.13	1,332.30	1,962.05	1,955.57
其他	2,132.70	1,851.77	2,456.11	2,134.43	2,200.60
流动资产合计	8,250.45	11,242.95	15,692.84	21,516.64	26,730.73
长期股权投资	15.51	15.54	15.54	15.54	15.54
固定资产	6,092.83	6,648.22	6,235.48	5,783.06	5,293.82
在建工程	1,537.97	347.46	244.47	194.68	146.81
无形资产	1,464.21	1,064.39	1,018.57	972.75	926.92
其他	1,482.67	4,074.18	2,896.82	3,208.96	3,358.95
非流动资产合计	10,593.18	12,149.79	10,410.89	10,174.99	9,742.05
资产总计	18,843.63	23,392.73	26,103.73	31,691.63	36,472.78
短期借款	1,626.61	2,389.13	1,968.58	3,243.18	5,113.34
应付票据及应付账款	1,357.83	2,158.20	1,735.97	3,048.82	2,454.94
其他	2,016.87	2,534.33	4,195.51	4,668.21	5,489.11
流动负债合计	5,001.32	7,081.66	7,900.07	10,960.22	13,057.39
长期借款	0.00	0.00	482.93	573.58	678.08
应付债券	495.15	0.00	0.00	165.05	55.02
其他	497.09	699.12	522.84	573.02	598.33
非流动负债合计	992.24	699.12	1,005.77	1,311.65	1,331.42
负债合计	6,918.20	8,983.78	8,905.84	12,271.86	14,388.81
少数股东权益	0.00	0.16	0.16	(0.24)	(0.88)
股本	601.53	609.15	609.15	609.15	609.15
资本公积	3,743.67	4,361.36	4,973.06	4,973.06	4,973.06
留存收益	7,438.22	9,378.69	11,440.54	13,712.28	16,382.61
其他	142.00	59.58	174.97	125.52	120.02
股东权益合计	11,925.43	14,408.96	17,197.89	19,419.77	22,083.97
负债和股东权益总计	18,843.63	23,392.73	26,103.73	31,691.63	36,472.78

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,062.63	2,664.15	3,093.47	3,558.77	4,205.36
折旧摊销	568.28	696.47	621.55	628.04	632.93
财务费用	130.85	144.22	(98.41)	(174.28)	(176.44)
投资损失	(37.40)	(20.58)	(27.49)	(28.49)	(25.52)
营运资金变动	2,411.41	(330.91)	869.09	1,953.65	(917.38)
其它	(1,246.31)	892.61	20.00	19.36	18.99
经营活动现金流	3,889.46	4,045.97	4,478.21	5,957.05	3,737.94
资本支出	1,734.82	(589.06)	236.28	29.83	24.69
长期投资	7.34	0.04	0.00	0.00	0.00
其他	(4,079.30)	(1,476.11)	(308.79)	(121.34)	(89.17)
投资活动现金流	(2,337.13)	(2,065.13)	(72.51)	(91.51)	(64.48)
债权融资	501.35	396.14	147.51	1,704.58	2,041.07
股权融资	36.75	(523.12)	(304.53)	(1,336.25)	(1,540.15)
其他	46.86	(60.05)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	584.96	(187.04)	(157.02)	368.33	500.91
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,137.28	1,793.80	4,248.67	6,233.87	4,174.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,739.69	20,441.60	24,146.47	28,678.93	33,903.96
营业成本	9,578.94	13,978.34	16,542.32	19,600.34	23,208.04
营业税金及附加	111.33	142.76	169.38	206.03	239.39
销售费用	1,146.72	1,385.77	1,690.25	2,050.54	2,398.71
管理费用	961.15	1,131.45	1,328.06	1,692.06	2,000.33
研发费用	699.11	907.76	990.01	1,233.19	1,423.97
财务费用	(34.67)	(115.48)	(98.41)	(174.28)	(176.44)
资产/信用减值损失	(16.55)	(108.31)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.77	52.29	20.00	20.00	20.00
投资净收益	37.40	20.58	27.49	28.49	25.52
其他	(172.84)	(13.45)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,407.33	3,059.89	3,572.35	4,119.54	4,855.48
营业外收入	25.75	32.39	28.45	28.86	29.90
营业外支出	20.40	17.32	17.03	18.25	17.53
利润总额	2,412.68	3,074.96	3,583.77	4,130.15	4,867.85
所得税	350.05	410.80	490.30	572.02	663.50
净利润	2,062.63	2,664.15	3,093.47	3,558.13	4,204.35
少数股东损益	0.00	(1.44)	0.00	(0.64)	(1.01)
归属于母公司净利润	2,062.63	2,665.59	3,093.47	3,558.77	4,205.36
每股收益(元)	3.39	4.38	5.08	5.84	6.90

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	8.91%	38.68%	18.12%	18.77%	18.22%
营业利润	14.38%	27.11%	16.75%	15.32%	17.86%
归属于母公司净利润	12.13%	29.23%	16.05%	15.04%	18.17%
获利能力					
毛利率	35.01%	31.62%	31.49%	31.66%	31.55%
净利率	13.99%	13.04%	12.81%	12.41%	12.40%
ROE	17.30%	18.50%	17.99%	18.33%	19.04%
ROIC	26.49%	41.30%	66.67%	80.07%	282.45%
偿债能力					
资产负债率	36.71%	38.40%	34.12%	38.72%	39.45%
净负债率	-19.33%	-28.87%	-48.61%	-67.26%	-69.61%
流动比率	1.39	1.36	1.99	1.96	2.05
速动比率	1.26	1.18	1.82	1.78	1.90
营运能力					
应收账款周转率	20.94	20.29	22.52	51.64	51.64
存货周转率	17.82	18.00	17.28	17.41	17.31
总资产周转率	0.88	0.97	0.98	0.99	0.99
每股指标(元)					
每股收益	3.39	4.38	5.08	5.84	6.90
每股经营现金流	6.39	6.64	7.35	9.78	6.14
每股净资产	19.58	23.65	28.23	31.88	36.26
估值比率					
市盈率	34.35	26.58	22.90	19.91	16.85
市净率	5.94	4.92	4.12	3.65	3.21
EV/EBITDA	21.25	17.67	14.14	11.56	9.48
EV/EBIT	25.05	20.62	16.66	13.40	10.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com