

欧派家居 (603833.SH)

全年营收增长 5~15%，净利润增速放缓

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 轻工制造 · 家居用品

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

事项:

公司公告: 1月16日, 公司发布2022年度业绩预告, 公司FY2022营业收入预计214.64~235.08亿元, 同比增长5%~15%; 预计实现归母净26.66~27.99亿元, 同比增长0%~5%; 扣非归母净利润25.10~26.36亿元, 同比增长0%~5%。其中2022年四季度营业收入预计51.95~72.39亿元, 同比增长-14%~+20%; 归母净利润预计6.75~8.08亿元, 同比增长22%~46%; 扣非归母净利润5.90~7.15亿元, 同比增长19%~44%。

国信轻工观点: 1) 收入增长稳健, 在行业整体受地产链和疫情影响下行情况下, 仍有超额增速, 龙头优势明显; 2) 盈利主要受原材料成本上涨、费用投入增大、产品结构及渠道结构变化影响有所下滑; 四季度净利率同比增长; 3) 公司以“拓渠道、抢流量、增单值、扩份额”为总基调, 多维度积极推进公司的大家居战略; 受益于大家居战略, 整家定制、整装渠道快速增长; 4) 风险提示: 疫情反复多次冲击; 地产开工持续下滑; 行业竞争格局恶化; 5) **投资建议: 看好公司龙头优势下获得超额增速, 维持“买入”评级。**我们下调业绩预测。预计2022-2024年的收入分别为225.25、263.5和301.97亿元, 同比增速10.2%、17.0%、14.6%; 预计2022-2024年的净利润分别为27.21、31.91和37.32亿元, 同比增速2.1%、17.3%、16.9%。我们维持“买入”评级, 基于对2023年地产政策及销售和竣工数据的乐观预期, 预计公司估值和基本面有良好的支撑, 上调合理估值区间至141.5~146.7亿元, 合理估值对应2023年27~28x PE。

评论:

◆ 全年收入增长稳健净利润增速放缓, 四季度净利率同比改善

2022年收入增长稳健, 四季度增速放缓。FY2022营业收入预计214.64~235.08亿元, 同比增长5%~15%; 其中四季度营业收入预计51.95~72.39亿元, 同比增长-14%~+20%。四季度由于11月底到2月疫情处于高峰期, 生产和销售均有所承压。

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

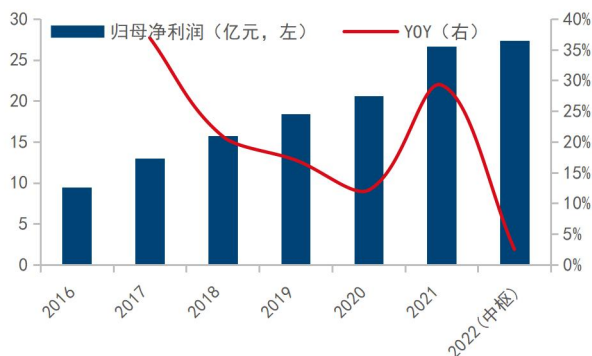
图2: 公司单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年净利润受成本、费用、产品结构及渠道结构变化等因素影响承压，四季度有所好转。FY2022 预计实现归母净利润 26.66~27.99 亿元，同比增长 0%~5%；扣非归母净利润 25.10~26.36 亿元，同比增长 0%~5%。其中四季度归母净利润预计 6.75~8.08 亿元，同比增长 22%~46%；扣非归母净利润 5.90~7.15 亿元，同比增长 19%~44%。

图3：公司归母净利润及增速



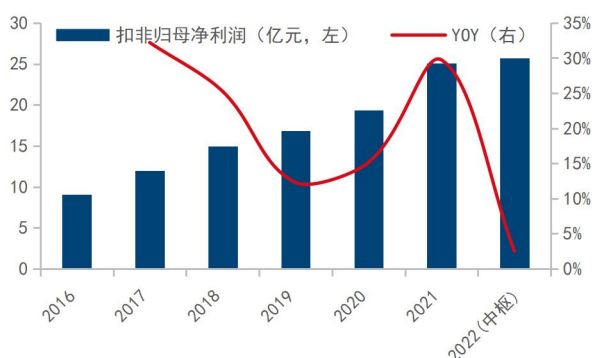
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

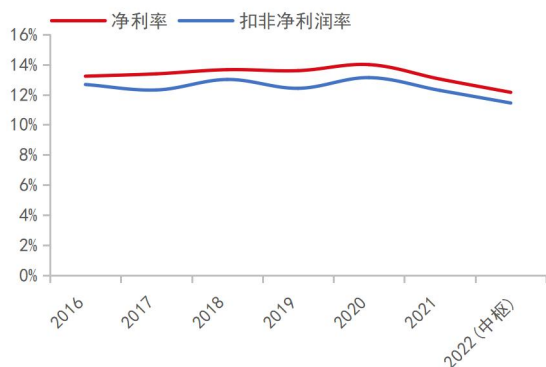
图6：公司单季度扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

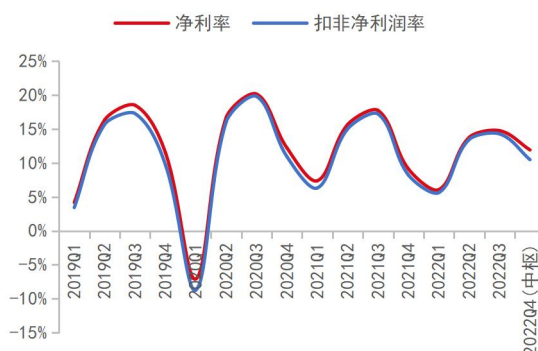
全年净利率下滑，四季度利润率同比改善。FY2022 净利率约为 11.9%~12.4%，相较 FY2021 下滑 0.6~1.1 个百分点；扣非净利率为 11.2%~11.7%，相较 FY2021 下滑 0.6~1.1 个百分点。其中四季度净利率为 11.2%~13.0%，同比提升 2.0~3.9 个百分点；扣非净利率为 9.9%~11.4%，同比提升 1.7~3.1 个百分点。

图7：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 以“拓渠道、抢流量、增单值、扩份额”为总基调，多维度积极推进公司的大家居战略

报告期内，公司以“拓渠道、抢流量、增单值、扩份额”为总基调，多维度积极推进公司的大家居战略，在较高业绩基数背景下，依然实现了各主要事业部服务客户数量的提升以及业绩的平稳增长：一是全屋定制（衣柜）方面，进一步迭代至整家定制 2.0，为用户度身定制满足其个性化需求的全屋六大空间整体解决方案，创领行业发展新路径；二是整装大家居业务，在领先优势下，获客能力、运营能力、行业口碑得到持续强化，为未来的发展奠定坚实基础；三是橱柜方面，“厨房专业化”品牌战略再度升级，实力引领行业。

分品类看，衣柜及配套品增速快。受益于大家居战略、整家定制的快速推进，公司衣柜、配套品收入增速与整体增速相比较为高；前三季度 1）橱柜收入 54.5 亿元（+1%），其中橱柜大宗业务收入下滑较多，零售业务收入平稳增长；2）衣柜及配套收入 87.1 亿元（+20.9%），主要受配套品收入快速增长带动，同时毛利率有所下滑；3）卫浴收入 7.2 亿元（+4.3%），毛利率提升近 5 个百分点；4）木门收入 9.36 亿元（+11.8%），毛利率提升 6 个百分点。轻时尚品牌欧铂丽维持高增长势头。前三季度欧铂丽实现收入 12.7 亿元（+35.6%）。

分渠道看，零售收入增长稳健，大宗业务三季度收入增长转正，整装业务增速亮眼。前三季度直营和经销渠道收入分别增长 25.9%和 16.6%；大宗渠道收入-7.7%，降幅较半年度收窄，三季度增长同比转正，我们预计在地产保交楼政策下，工程大宗业务未来有望继续维持回暖趋势。整装业务增长亮眼。前三季度整装大家居业务实现营收 17.81 亿元，同比增长 50%以上。

◆ 投资建议：看好公司龙头优势下获得超额增速，维持“买入”评级。

2022 年国内疫情反复、原材料采购价格高位运行、地产持续疲软等外部因素对家居行业带来诸多不确定性。公司在疫情和地产链影响下收入增速依然亮眼，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。公司身为行业龙头竞争实力显著，尤其在整装渠道目前体现出强大的竞争优势，一方面公司零售整装和整装大家居业务抢占先机，具备先发优势；另一方面整装业务规模快速发展，欧派凭借自身行业龙头的产品、渠道、品牌优势，未来有望协助公司提高获客效率，降低获客成本，同时带动更多品类实现快速增长。为其长期持续增长进一步扩大空间。

基于疫情和宏观环境影响，下调对公司的盈利预测。预计 2022-2024 年的收入分别为 225.25、263.5 和 301.97 亿元（前值为 230.33、269.85 和 309.59 亿元），同比增速 10.2%、17.0%、14.6%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 27.21、31.91 和 37.32 亿元（前值为 27.89、32.9 和 39.0 亿元），同比增速 2.1%、17.3%、16.9%。我们维持“买入”评级，基于对 2023 年地产政策及销售和竣工数据的乐观预期，我们预计公司估值和基本面有良好的支撑，上调合理估值区间至 141.5~146.7 亿元（前值为 97.2~108.0 元），合理估值对应 2023 年 27~28x PE。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	22,525	26,350	30,197
(+/-%)	8.9%	38.7%	10.2%	17.0%	14.6%
净利润(百万元)	2063	2666	2721	3191	3732
(+/-%)	12.1%	29.2%	2.1%	17.3%	16.9%
每股收益(元)	3.43	4.38	4.47	5.24	6.13
经营利润率	15.2%	14.2%	12.7%	13.2%	13.5%
净资产收益率(ROE)	17.3%	18.5%	16.6%	17.0%	17.3%
市盈率(PE)	39.8	31.2	30.6	26.1	22.3
EV/EBITDA	32.1	26.0	25.2	21.3	18.6
市净率(PB)	6.89	5.77	5.07	4.43	3.86

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表2：可比公司估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE			
代码	名称	评级	人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603833	欧派家居	买入	133.3	4.4	4.5	5.2	6.1	30.3	29.8	25.4	21.76
同类公司											
002572	索菲亚	买入	21.6	0.1	1.3	1.5	1.8	166.2	17.1	14.3	12.07
603816	顾家家居	买入	45.7	2.7	2.2	2.5	2.9	17.2	21	18.5	15.76
603801	志邦家居	买入	33.3	1.6	1.8	2.1	2.4	20.5	18.8	16.2	13.75
300616	尚品宅配	买入	23.9	0.5	0.7	1.1	1.3	53.1	32.8	22.7	18.09
603208	江山欧派	增持	66.1	2.5	0.7	2.7	3.2	27	100.1	24.8	20.77
1999	敏华控股	无评级	7.7	0.5	0.7	0.8	0.9	16.7	11.8	9.8	9.07
603008	喜临门	买入	33.7	1.5	1.6	1.9	2.3	23.2	20.8	17.7	14.73
603313	梦百合	无评级	11.4	-0.6	0.5	0.9	1.2	-20	23.3	13.4	9.07
603818	曲美家居	无评级	7.2	0.3	0.5	0.8	1	23.3	14.6	9.3	7.21
301061	匠心家居	无评级	31.1	4.6	2.6	2.9	3.6	6.8	12	10.6	8.65
603180	金牌厨柜	无评级	36.3	2.3	2.4	3	3.6	15.7	14.8	12.2	10.12
603898	好莱客	无评级	13.1	0.2	1.4	1.1	1.3	62.1	9	11.5	9.95

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

◆ 风险提示

疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

相关研究报告：

- 《欧派家居（603833.SH）-第三季度收入增长 6%，合同负债增加订单量充足》——2022-10-28
- 《欧派家居（603833.SH）-上半年收入增长 18%，大家居战略成效明显》——2022-08-30
- 《欧派家居（603833.SH）-上半年营收增长 18%，成本压力下净利润持平》——2022-08-12
- 《欧派家居（603833.SH）-2022 一季度业绩表现亮眼，整装大家居全面出击》——2022-04-29
- 《欧派家居（603833.SH）-衣柜及配套和木门业务增速快，整装渠道战果丰硕》——2022-04-24

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4427	6562	5846	9044	11633	营业收入	14740	20442	22525	26350	30197
应收款项	836	1313	1269	1557	1809	营业成本	9579	13978	15441	17993	20532
存货净额	809	1463	1471	1706	2018	营业税金及附加	111	143	169	194	222
其他流动资产	219	227	1290	731	968	销售费用	1147	1386	1689	1937	2219
流动资产合计	8250	11243	11554	14716	18105	管理费用	1018	1186	1349	1556	1776
固定资产	7631	6996	7895	8626	9154	研发费用	699	908	1059	1226	1405
无形资产及其他	1464	1064	1022	979	937	财务费用	(35)	(115)	(225)	(132)	(151)
投资性房地产	1483	4074	4074	4074	4074	投资收益	37	21	23	27	30
长期股权投资	16	16	21	25	28	资产减值及公允价值变动	22	52	(32)	(38)	(43)
资产总计	18844	23393	24566	28420	32297	其他收入	172	135	68	73	77
短期借款及交易性金融负债	1627	2402	1000	1000	1000	营业利润	2407	3060	3166	3714	4343
应付款项	1358	2158	2109	2596	2979	营业外净收支	5	15	17	19	22
其他流动负债	2942	3724	4182	5034	5612	利润总额	2413	3075	3183	3733	4366
流动负债合计	5926	8285	7291	8630	9592	所得税费用	350	411	462	542	633
长期借款及应付债券	495	0	0	0	0	少数股东损益	0	(1)	0	0	0
其他长期负债	497	699	849	999	1149	归属于母公司净利润	2063	2666	2721	3191	3732
长期负债合计	992	699	849	999	1149	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	6918	8984	8141	9629	10741	净利润	2063	2666	2721	3191	3732
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(8)	0	0	0	0
股东权益	11925	14409	16425	18790	21556	折旧摊销	537	648	766	871	967
负债和股东权益总计	18844	23393	24566	28420	32297	公允价值变动损失	(22)	(52)	32	38	43
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(35)	(115)	(225)	(132)	(151)
每股收益	3.43	4.38	4.47	5.24	6.13	营运资本变动	1888	(1947)	(468)	1526	311
每股红利	0.89	1.38	1.16	1.36	1.59	其它	8	(1)	0	0	0
每股净资产	19.83	23.65	26.96	30.85	35.39	经营活动现金流	4465	1313	3051	5626	5054
ROIC	23%	24%	25%	35%	42%	资本开支	0	(11)	(1655)	(1597)	(1496)
ROE	17%	18%	17%	17%	17%	其它投资现金流	(446)	283	0	0	0
毛利率	35%	32%	31%	32%	32%	投资活动现金流	(453)	272	(1660)	(1601)	(1499)
EBIT Margin	15%	14%	13%	13%	14%	权益性融资	(27)	2	0	0	0
EBITDA Margin	19%	17%	16%	17%	17%	负债净变化	(406)	0	0	0	0
收入增长	9%	39%	10%	17%	15%	支付股利、利息	(534)	(843)	(705)	(826)	(966)
净利润增长率	12%	29%	2%	17%	17%	其它融资现金流	856	2234	(1402)	0	0
资产负债率	37%	38%	33%	34%	33%	融资活动现金流	(1052)	550	(2107)	(826)	(966)
息率	0.6%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	2961	2135	(716)	3199	2589
P/E	39.8	31.2	30.6	26.1	22.3	货币资金的期初余额	1467	4427	6562	5846	9044
P/B	6.9	5.8	5.1	4.4	3.9	货币资金的期末余额	4427	6562	5846	9044	11633
EV/EBITDA	32.1	26.0	25.2	21.3	18.6	企业自由现金流	0	1199	1088	3782	3275
						权益自由现金流	0	3433	(199)	3947	3514

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032