

投资评级 **优于大市** 维持

22 年稳健经营，大家居迈向新征程

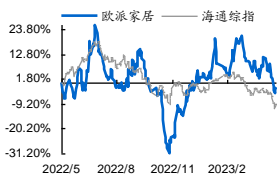
股票数据

04月28日收盘价(元)	115.15
52周股价波动(元)	81.00-156.27
总股本/流通A股(百万股)	609/609
总市值/流通市值(百万元)	70144/70144

相关研究

《22Q1扣非净利润同增12%，龙头阿尔法能力凸显》2022.04.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.0	-18.7	-10.5
相对涨幅(%)	-8.7	-17.7	-6.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翩然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

投资要点:

- 事件:** 公司发布22年报和23年一季报,22年实现营业收入224.8亿元,同比增长10.0%;归母净利润26.9亿元,同比增长0.9%,归母净利率12.0%,同比减少1.1pct;扣非归母净利润25.9亿元,同比增长3.3%,扣非归母净利率11.5%,同比减少0.8pct。23Q1受客户需求影响,订单和产能未能充分释放,公司销售收入与归母净利润均有所下降。
- 单季度来看,22Q1-Q4/23Q1** 公司实现营业收入41.4/55.5/65.8/62.1/35.7亿元,同比变化+25.6%/+13.2%/+6.0%/+2.8%/-13.8%;归母净利润2.5/7.7/9.7/7.0/1.5亿元,归母净利率6.1%/13.8%/14.8%/11.2%/4.3%,同比变化-1.3pct/-1.9pct/-3.0pct/+2.1pct/-1.8pct。
- 综合毛利率保持稳定,期间费用率略有增加。**22年公司综合毛利率为31.6%,与21年同期相比无变化。期间费用率为17.3%,同比增长1.1pct。其中,销售/管理/研发/财务费用率分别为7.5%/5.9%/5.0%/-1.1%,同比变化+0.7pct/+0.4pct/+0.6pct/-0.5pct。公司不断探索整合营销模式创新,开展线上线下联动的销售活动带动终端销售,广告宣传费增加导致销售费用率有所上升;同时,公司持续加大产品研发投入,研发费用率小幅增长。
- 衣柜成为增长引擎,卫浴木门态势良好。**分产品来看,22年厨柜/衣柜及配套产品/卫浴/木门分别实现营收71.7/121.4/10.3/1.4亿元,同比变化-4.7%/19.3%/4.6%/8.9%,营收占比分别为31.9%/54.0%/4.6%/6.0%。23Q1上述品类分别实现营收10.9/19.8/1.8/2.1亿元,同比变化-18.0%/-14.9%/+10.5%/-4.9%。
- 经销贡献主要收入,直营业务有所扩张。**22年经销店/直营店/大宗业务收入分别为175.8/7.1/34.9亿元,同比变化+12.1%/+20.1%/-4.9%,毛利率分别为30.7%/55.5%/27.9%,同比变化+0.4pct/-8.7pct/-2.9pct。23Q1经销店/直营店/大宗业务收入分别为27.6/0.9/5.9亿元,同比变化-14.5%/-27.5%/-13.0%,毛利率分别为26.8%/52.5%/20.0%,同比变化+0.1pct/-5.7pct/-7.2pct。公司持续进行渠道扩张,截止23Q1,欧派厨柜/欧派衣柜/欧铂丽/欧派卫浴/欧铂尼门店数量分别为2475/2214/1051/801/1042家,总计7583家,与21年末相比增加108家。经销渠道仍然是最主要渠道,而受到地产多项数据增长放缓影响,大宗业务布局方面有所收缩与控制。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20442	22480	26057	30230	35081
(+/-)YoY(%)	38.7%	10.0%	15.9%	16.0%	16.0%
净利润(百万元)	2666	2688	3129	3679	4296
(+/-)YoY(%)	29.2%	0.9%	16.4%	17.6%	16.8%
全面摊薄EPS(元)	4.38	4.41	5.14	6.04	7.05
毛利率(%)	31.6%	31.6%	32.3%	32.0%	31.7%
净资产收益率(%)	18.5%	16.3%	15.9%	15.8%	15.6%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

- **房地产市场平稳健康发展，政策东风提振行业信心。**2022年，国家持续出台关于落实保交付、优质信用地产企业融资需求、保障刚性和改善性住房需求等多项政策。同时，房地产再度成为“支柱产业”，未来国家将努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。家具类零售额增速与房屋竣工面积增长呈紧密联系，房地产利好政策将预示定制家具行业未来发展向好。
- **践行大家居战略南北坡攀登之路，整装/零售大家居助力欧派实现登顶。**欧派/铂尼思整装大家居“两翼并进，全域协同”。一是进一步发挥公司大家居生产、管理的体系优势，创领“新整装”战略，持续引领跨行业融合突破；二是全面赋能终端，持续推进V8运营系统和“经营1+8”体系创新，提升终端引流、运营能力；三是进一步优化招商，将已有的商业模式、赋能体系通过招商达成合作，向更多的潜在优质合作伙伴输送；四是产品延伸，在已有厨柜、衣柜较好销售基础的前提下，通过产品研发、套餐融合、机制引导提升木门、卫浴、配套等品类产品在整装渠道的销售占比，助力业绩持续增长。
- 欧派零售大家居则兵分两路，一路鏖战红海，一路挺进蓝海。一是顺应家居客流碎片化的趋势，推进线上线下融合，通过“1+N+X”延展传统门店的获客场景，全维度提升获客能力；二是加快品类融合，通过厨卫融合、整家业务的进一步升级，为消费者提供家居空间一体化设计、一站式购买、一揽子搞定的便利，提升家居行业的竞争门槛，加速扩大公司的领先优势；三是以欧派大家居的“专业+服务”赋能零售体系转型整装赛道，进一步巩固及推动欧派零售商家蝶变为整装赛道的领先者、领导者。截止2022年底，欧派零售体系已启动建设102个大家居店。
- **盈利预测与评级：**考虑到外部环境承压，我们将公司23-24年净利润由35.8/41.8下调至31.3/36.8亿元，同增16.4%/17.6%，4月28日收盘价对应PE分别为22、19倍。公司作为定制家具龙头，聚焦主业，核心自营经营指标向好，给予一定估值溢价。参考可比公司给予23年25-26倍PE估值，对应合理价值区间为128.42-133.55元，对应2023年PB为4.0-4.1倍，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**地产行业下行风险，品类及渠道扩张不及预期风险，原材料价格持续高位。

表 1 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价(元)	PE (2023E, 倍)	PB (2023, 倍)
顾家家居	603816.SH	软体家具	37.1	14.5	3.92
尚品宅配	300616.SZ	全屋定制	21.5	16.7	1.38
平均			26.3	15.6	2.65

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：PE为Wind一致预期，PB为公司2023年一季报数据，收盘价为2023年04月28日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	22480	26057	30230	35081
每股收益	4.41	5.14	6.04	7.05	营业成本	15374	17646	20571	23967
每股净资产	27.10	32.24	38.28	45.33	毛利率%	31.6%	32.3%	32.0%	31.7%
每股经营现金流	3.96	7.37	8.29	9.30	营业税金及附加	168	195	226	262
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	1679	1876	2146	2456
P/E	26.09	22.42	19.06	16.33	营业费用率%	7.5%	7.2%	7.1%	7.0%
P/B	4.25	3.57	3.01	2.54	管理费用	1336	1537	1753	2000
P/S	3.12	2.69	2.32	2.00	管理费用率%	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%
EV/EBITDA	19.68	13.81	11.81	9.89	EBIT	2819	3695	4246	4899
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-247	57	-32	-96
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%
毛利率	31.6%	32.3%	32.0%	31.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	12.0%	12.0%	12.2%	12.2%	投资收益	23	27	32	37
净资产收益率	16.3%	15.9%	15.8%	15.6%	营业利润	3056	3624	4264	4981
资产回报率	9.4%	10.4%	10.4%	10.4%	营业外收支	12	14	14	13
投资回报率	10.7%	13.3%	13.0%	12.8%	利润总额	3068	3638	4278	4994
盈利增长 (%)					EBITDA	3674	4646	5160	5745
营业收入增长率	10.0%	15.9%	16.0%	16.0%	所得税	385	509	599	699
EBIT 增长率	-2.1%	31.1%	14.9%	15.4%	有效所得税率%	12.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	0.9%	16.4%	17.6%	16.8%	少数股东损益	-6	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2688	3129	3679	4296
资产负债率	42.3%	34.8%	33.9%	32.9%					
流动比率	1.38	1.84	1.93	2.06	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.13	1.52	1.63	1.77	货币资金	8270	10278	14041	18690
现金比率	0.85	1.26	1.47	1.68	应收账款及应收票据	1467	1701	1973	2290
经营效率指标					存货	1414	1623	1892	2204
应收账款周转天数	22.03	22.03	22.03	22.03	其它流动资产	2230	1412	606	-188
存货周转天数	33.57	33.57	33.57	33.57	流动资产合计	13381	15014	18512	22996
总资产周转率	0.79	0.86	0.86	0.85	长期股权投资	11	11	9	7
固定资产周转率	3.36	3.49	3.64	3.81	固定资产	6689	7463	8315	9206
					在建工程	1430	1729	1946	2094
					无形资产	1061	1086	1084	1083
					非流动资产合计	15230	15117	16778	18173
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	28611	30131	35290	41169
净利润	2688	3129	3679	4296	短期借款	4585	2500	3000	3500
少数股东损益	-6	0	0	0	应付票据及应付账款	1979	2272	2648	3085
非现金支出	954	951	914	846	预收账款	364	422	490	569
非经营收益	151	202	166	188	其它流动负债	2747	2949	3433	3997
营运资金变动	-1378	209	291	337	流动负债合计	9675	8143	9572	11151
经营活动现金流	2410	4491	5050	5667	长期借款	5	5	5	5
资产	-2246	-1973	-1893	-1794	其它长期负债	2417	2341	2392	2396
投资	-4923	431	667	666	非流动负债合计	2422	2346	2397	2401
其他	23	1593	-424	-190	负债总计	12097	10488	11969	13552
投资活动现金流	-7146	51	-1650	-1318	实收资本	609	609	609	609
债权募资	2403	-2236	534	540	归属于母公司所有者权益	16508	19637	23316	27612
股权募资	2006	0	0	0	少数股东权益	6	5	5	5
其他	-1424	-297	-171	-239	负债和所有者权益合计	28611	30131	35290	41169
融资活动现金流	2985	-2534	364	301					
现金净流量	-1711	2008	3763	4649					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。