

买入

欧派家居（603833.SH）

一季度收入下滑 14%，在手订单充足

◆ 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：4月27日，公司发布2023年一季度报，公司收入为35.7亿元，同比-13.8%；归母净利润1.52亿元，同比-39.8%；扣非归母净利润1.30亿元，同比-44.4%。

国信轻工观点：1) 一季度业绩承压，在手订单充足：一季度收入低双位数下滑，受高基数、固定成本费用较多影响净利润承压；零售端前瞻性指标同比双位数增长。合同负债系零售端前瞻性指标，2023Q1 合同负债17亿元，同比+25.4%，体现公司订单量充足，随订单陆续交付，有望转化为二季度业绩。2) 分品类看卫浴收入仍有增长，分渠道看整装大家居增长持续：整装大家居2023Q1收入同比增长9.5%至4.5亿元。3) 风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化；4) 投资建议：我们看好欧派家居在定制家居领域的市场领先地位，以及整装大家居的战略布局下获得超额增速。基于交付与订单存在时间差，2023年一季度仍受2022年底疫情影响。我们维持盈利预测，预计2023-2025年的净利润分别为31.48、36.31和42.23亿元，同比增速17.1%、15.3%、16.3%。维持“买入”评级和125.2~143.0元的合理估值区间，对应2024年21-24x PE。

评论：

◆ 一季度收入低双位数下滑，受高基数、固定成本费用较多影响净利润承压，在手订单充足

2023Q1 收入低双位数下滑，净利润中双位数下滑。公司实现营业收入35.7亿元，同比-13.8%；归母净利润1.52亿元，同比-39.8%；扣非归母净利润1.30亿元，同比-44.4%。收入下滑主要因定制家居行业接单与出货、交付、确认收入间存在1月以上的时间差，故家居一季度业绩仍受到2022年底疫情影响，工厂开工、线下销售及货运物流短期承压；净利润下滑幅度较大，一方面因2022年一季度基数较高；另一方面一季度本身固定成本费用较多，收入下滑对成本费用的摊薄效用较小。

零售端前瞻性指标同比双位数增长。合同负债系零售端前瞻性指标，2023Q1 合同负债17亿元，同比+25.4%，体现公司订单量充足，随订单陆续交付，有望转化为二季度业绩。

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



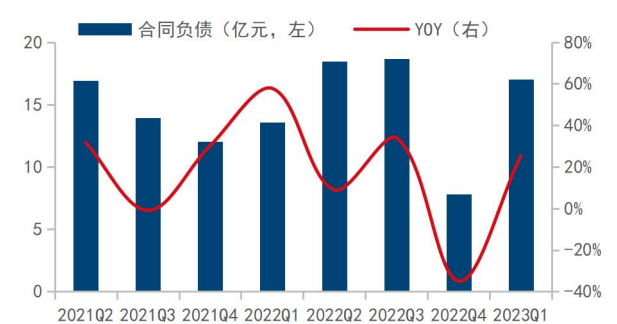
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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4：公司合同负债及增速

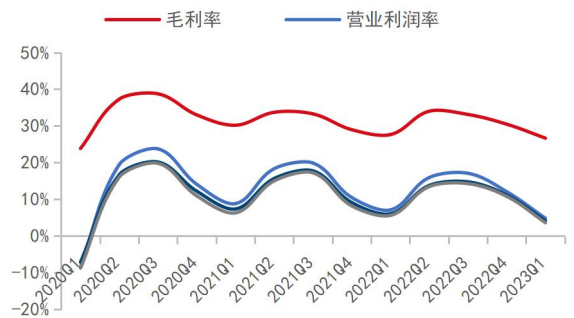


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用率同比增长。相较2022Q1，销售费用率同比+0.6pp至9.7%；管理费用率同比+1.6pp至8.7%；研发费用率同比+0.3pp至5.2%。费用率整体增长1.2个百分点；环比增加4.8个百分点。

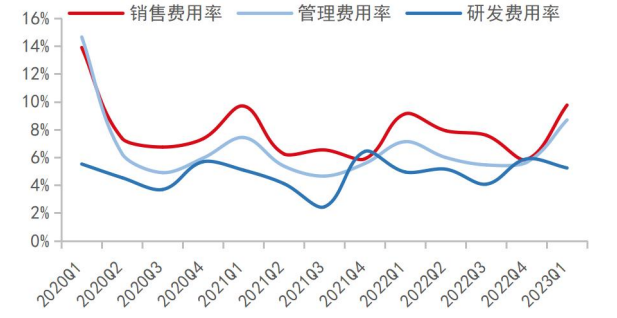
盈利主要受固定成本费用影响短期承压。毛利率为26.7%，同比-1.0pp；营业利润率为4.8%，同比-2.3pp；净利率4.2%，同比-1.9pp。

图5：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6：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 分品类看卫浴收入仍有增长，分渠道看整装大家居增长持续

2023Q1 各品类和渠道收入基本均受到冲击。其中卫浴品类和整装渠道仍有正向增长，整体卫浴收入同比增长 11%至 1.84 亿元，收入占比仍较小。公司大家居业务坚持两面攀登：整装大家居业务通过欧派、铂尼思双品牌驱动，2022 年收入同比增长 37.6%至近 26 亿元；2023Q1 收入同比增长 9.5%至 4.5 亿元。零售大家居截止 2022 年底，欧派零售体系已启动建设 102 个大家居店。

表 1：欧派家居分品类/渠道收入及毛利率

	2020	2021	2022	2022H1	2022H2	2022Q4	2023Q1
分产品	14,739.69	20,441.60	22,479.50	9,693.36	12,786.13	5,998.20	3,488.21
整体橱柜	6,061.47	7,529.32	7,173.09	3,267.41	3,905.68	1,723.21	1,085.30
整体衣柜	5,771.61	10,171.62	12,139.19	5,218.52	6,920.67	3,431.51	1,976.26
定制木门	770.89	1,236.24	1,345.66	539.65	806.01	409.51	207.14
整体卫浴	739.48	988.82	1,034.63	408.71	625.92	312.19	184.10
其他主营业务	1,163.99	218.97	307.95	109.32	198.63	121.78	35.41
其他业务	232.25	296.64	478.98	149.76	329.22		
YOY	8.9%	38.7%	10.0%	18.2%	4.4%	1.9%	-14.3%
整体橱柜	-2%	24%	-5%	2%	-10%	-19%	-18%
整体衣柜	12%	76%	19%	31%	12%	16%	-15%
定制木门	29%	60%	9%	18%	3%	3%	-5%
整体卫浴	18%	34%	5%	-1%	8%	5%	11%
其他主营业务	48%	-81%	41%	42%	40%	43%	-14%
其他业务	39%	28%	61.5%	91%	51%		
毛利率	35.0%	31.6%	31.6%	31.3%	31.8%	30.5%	27.9%
整体橱柜	36.2%	34.3%	34.0%	31.1%	36.5%	36.0%	29.3%
整体衣柜	40.0%	32.2%	31.8%	32.7%	31.1%	31.3%	27.7%
定制木门	14.0%	13.8%	16.4%	20.9%	13.4%	5.2%	7.8%
整体卫浴	26.7%	25.4%	26.2%	26.2%	26.2%	20.4%	17.1%
其他主营业务	19.9%	16.9%	21.8%	40.1%	11.7%	-18.0%	8.6%
其他业务	54.5%	48.5%	52.0%				
分渠道	14,507.44	20,144.97	22,000.52	9,543.61	12,456.91	5,998.20	3,488.21
门店合计	11,582.89	16,267.27	18,287.63	8,074.00	10,213.63	4,879.00	2,845.32
直营店	398.68	587.37	705.53	267.00	438.53	244.21	89.26
经销店	11,184.21	15,679.90	17,582.10	7,807.00	9,775.10	4,634.79	2,756.06
大宗业务	2,682.33	3,672.79	3,494.73	1,370.00	2,124.73	1,062.70	585.18
YOY	8.5%	38.9%	9.2%	17.5%	3.6%	1.9%	-14.3%
门店合计	6.2%	40.4%	12.4%	25.7%	3.7%	1.6%	-15.0%
直营店	14.7%	47.3%	20.1%	36.4%	12.0%	10.5%	-27.5%
经销店	6.0%	40.2%	12.1%	25.4%	3.4%	1.2%	-14.5%
大宗业务	24.1%	36.9%	-4.8%	-13.8%	2.0%	2.3%	-13.0%
毛利率	35.0%	31.6%	31.6%	31.3%	31.8%	30.5%	27.9%
门店合计	35.2%	31.5%	31.7%	31.7%	31.6%	29.3%	27.6%
直营店	66.4%	64.1%	55.5%	57.6%	54.1%	53.5%	52.5%
经销店	34.1%	30.3%	30.7%	30.8%	30.6%	28.0%	26.8%
大宗业务	32.7%	30.8%	27.9%	28.2%	27.7%	28.1%	20.0%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好大家居战略下龙头超额增速

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。

基于交付与订单存在时间差，2023 年一季度仍受 2022 年底疫情影响。我们维持盈利预测，预计 2023-2025

年的收入分别为 255.22、293.32 和 330.5 亿元，同比增速 13.5%、14.9%、12.7%；预计 2023-2025 年的净利润分别为 31.48、36.31 和 42.23 亿元，同比增速 17.1%、15.3%、16.3%。我们维持“买入”评级和 125.2~143.0 元的合理估值区间，合理估值对应 2024 年 21-24x PE。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,442	22,480	25,522	29,332	33,050
(+/-%)	38.7%	10.0%	13.5%	14.9%	12.7%
净利润(百万元)	2666	2688	3148	3631	4223
(+/-%)	29.2%	0.9%	17.1%	15.3%	16.3%
每股收益(元)	4.38	4.41	5.17	5.96	6.93
经营利润率	14.2%	12.5%	13.0%	13.6%	14.1%
净资产收益率(ROE)	18.5%	16.3%	16.9%	17.2%	17.6%
市盈率(PE)	26.5	26.3	22.4	19.4	16.7
EV/EBITDA	22.5	23.3	19.6	16.5	14.4
市净率(PB)	4.90	4.28	3.78	3.34	2.94

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603833	欧派家居	买入	112.7	4.4	4.4	5.2	6.0	25.6	25.6	21.8	18.9
同类公司											
603801	志邦家居	买入	31.9	1.6	1.7	2.0	2.4	19.7	18.5	15.9	13.4
001322	箭牌家居	买入	17.8	0.7	0.6	0.7	0.9	27.0	29.0	24.4	19.6
603195	公牛集团	买入	148.7	4.6	5.2	6.0	7.0	32.1	28.9	24.7	21.3
603816	顾家家居	买入	36.9	2.7	2.2	2.5	2.9	13.9	16.9	14.9	12.7
002572	索菲亚	买入	19.2	0.1	1.2	1.4	1.6	147.5	16.4	13.5	11.7
300616	尚品宅配	买入	21.3	0.5	0.7	1.1	1.3	47.4	29.3	20.3	16.2
603008	喜临门	买入	24.4	1.5	1.5	1.7	2.1	16.8	16.7	14.1	11.7
603208	江山欧派	增持	54.8	2.5	0.7	2.7	3.2	22.4	83.1	20.6	17.2
1999	敏华控股	无评级	5.8	0.5	0.7	0.8	0.9	12.6	8.7	7.2	6.8
603313	梦百合	无评级	9.9	-0.6	0.4	0.7	1.0	-17.3	27.6	14.0	6.8
603818	曲美家居	无评级	5.9	0.3	0.4	0.7	0.9	19.1	15.3	8.7	6.5
301061	匠心家居	无评级	30.3	4.6	2.6	2.8	3.5	6.6	11.7	10.7	8.6
603180	金牌厨柜	无评级	34.5	2.3	2.4	2.7	3.3	14.9	14.5	12.6	10.4
603898	好莱客	无评级	10.4	0.2	1.4	1.0	1.2	49.4	7.3	10.0	8.7
603992	松霖科技	无评级	15.5	0.8	0.8	0.9	1.0	20.7	19.4	17.0	15.8
603408	建霖家居	无评级	11.5	0.8	1.0	1.2	1.3	13.7	11.4	9.9	8.6
002790	瑞尔特	无评级	8.9	0.3	0.5	0.6	0.7	26.1	17.8	15.1	12.2

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

消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

相关研究报告：

- 《欧派家居（603833.SH）-2022 年营收增长 10%，衣柜及配套业务引领增长》——2023-04-26
- 《欧派家居（603833.SH）-全年营收增长 5~15%，净利润增速放缓》——2023-01-17
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6562	8270	7585	9466	11756	营业收入	20442	22480	25522	29332	33050
应收款项	1313	1664	1659	1988	2278	营业成本	13978	15374	17407	19942	22383
存货净额	1463	1414	1634	1928	2106	营业税金及附加	143	168	187	213	238
其他流动资产	227	307	337	371	435	销售费用	1386	1679	1868	2104	2347
流动资产合计	11243	13381	12940	15478	18301	管理费用	1186	1375	1529	1716	1910
固定资产	6996	8119	9090	9869	10697	研发费用	908	1123	1250	1408	1570
无形资产及其他	1064	1061	1018	976	933	财务费用	(115)	(247)	(247)	(128)	(147)
投资性房地产	4074	6040	6040	6040	6040	投资收益	21	23	27	31	34
长期股权投资	16	11	11	10	8	资产减值及公允价值变动	52	(34)	(64)	(74)	(83)
资产总计	23393	28611	29100	32373	35979	其他收入	135	(9)	(35)	(46)	(58)
短期借款及交易性金融负债	2402	4826	1000	1000	1000	营业利润	3060	3056	3585	4135	4809
应付款项	2158	1979	2471	2821	3071	营业外净收支	15	12	13	15	17
其他流动负债	3724	2869	4392	4684	5004	利润总额	3075	3068	3598	4150	4826
流动负债合计	8285	9675	7862	8505	9075	所得税费用	411	385	452	521	606
长期借款及应付债券	0	1607	1607	1607	1607	少数股东损益	(1)	(6)	(2)	(2)	(2)
其他长期负债	699	816	966	1116	1266	归属于母公司净利润	2666	2688	3148	3631	4223
长期负债合计	699	2422	2572	2722	2872	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8984	12097	10435	11227	11948	净利润	2666	2688	3148	3631	4223
少数股东权益	0	6	5	3	2	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14409	16508	18660	21142	24029	折旧摊销	648	743	804	953	1071
负债和股东权益总计	23393	28611	29100	32373	35979	公允价值变动损失	(52)	34	64	74	83
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(115)	(247)	(247)	(128)	(147)
每股收益	4.38	4.41	5.17	5.96	6.93	营运资本变动	(1947)	(3265)	1920	135	188
每股红利	1.38	2.02	1.63	1.89	2.19	其它	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)
每股净资产	23.65	27.10	30.63	34.71	39.45	经营活动现金流	1313	197	5935	4792	5563
ROIC	24%	19%	23%	33%	37%	资本开支	0	(1793)	(1797)	(1763)	(1939)
ROE	18%	16%	17%	17%	18%	其它投资现金流	283	(48)	0	0	0
毛利率	32%	32%	32%	32%	32%	投资活动现金流	283	(1836)	(1798)	(1762)	(1937)
EBIT Margin	14%	12%	13%	14%	14%	权益性融资	(10)	2006	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	16%	17%	17%	负债净变化	0	5	0	0	0
收入增长	39%	10%	14%	15%	13%	支付股利、利息	(843)	(1230)	(996)	(1148)	(1336)
净利润增长率	29%	1%	17%	15%	16%	其它融资现金流	2236	3790	(3826)	0	0
资产负债率	38%	42%	36%	35%	33%	融资活动现金流	539	3347	(4822)	(1148)	(1336)
息率	1.2%	1.7%	1.4%	1.6%	1.9%	现金净变动	2135	1708	(685)	1881	2290
P/E	26.7	26.4	22.6	19.6	16.8	货币资金的期初余额	4427	6562	8270	7585	9466
P/B	4.9	4.3	3.8	3.4	3.0	货币资金的期末余额	6562	8270	7585	9466	11756
EV/EBITDA	22.6	23.5	19.7	16.6	14.5	企业自由现金流	0	(1868)	3833	2816	3382
						权益自由现金流	0	1928	89	2964	3585

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。本报告仅供我公司客户使用，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