

2022 年 10 月 21 日

欧派家居 (603833.SH)

大股东拟回购彰显长期信心，持续深化大家居战略变革

■事件：10 月 20 日，欧派家居发布控股股东提议回购公司股份的公告。公司控股股东、实际控制人、董事长姚良松先生提议以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于 1.25 亿元且不超过 2.50 亿元，回购价格不超过董事会通过回购决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%，回购期限为自公司董事会审议通过方案之日起不超过 12 个月，回购的公司股份拟用于转换已发行的可转债、股权激励、员工持股计划。提议人姚良松先生承诺：将积极推动公司尽快召开董事会审议回购股份事项，并承诺对公司回购股份议案投赞成票。

组织架构及人事积极调整护航，欧派持续深化整家战略

根据泛家居网报道，日前欧派家居进行年度组织架构及人事调整：其中集成家居事业部更名为整家营销事业部，仍由刘顺平担任总经理；将卫浴整合进欧派橱柜组成厨卫营销事业部，由原集团总裁营销助理张秀珠担任总经理。2022 年 6 月欧派已将整装渠道品牌“星之家”正式更名为“铂尼思”，并将欧派整装大家居事业部更名为欧派（铂尼思）整装大家居事业部，仍由张晓锋担任总经理。从集成到整家、厨卫合一、将铂尼思并入欧派整装大家居等一系列的组织架构深化改革，将进一步提升公司全品类融合运营能力，推动欧派大家居战略及整家模式长期稳健发展。

此外，10 月 12 日欧派发布“新整装·向未来·共生长”欧派整装大家居新整装战略，携手装企、产品品牌商破局整装转型难题，共同构建整装新生态。为更好支撑新整装战略，欧派整装大家居将运营系统全面升级，提出新整装 6 大主张：1) 开店 1+N，以核心大店为中心和周边小店组合形式开店，串联生活场景展示和全品类产品展示；2) 产品自营，对核心利润产品进行建店自营，以加强货品管理、提升利润效益；3) 服务自营，推动仓储、物流、配送、安装售后全流程自营；4) 团队自建，以架构齐全、专业过硬的自建团队提高服务的自主性和可控性；5) 供应链短名单，单品类合作 2 至 3 个头部品牌；6) 深耕本地，做深、做透当地市场并树立壁垒。欧派新整装将不仅满足消费者美、好、快、省的需求，也有望深度赋能装企模式升级，为产品品牌商开辟增长新蓝海，真正实现生态共享、三方共赢的可持续发展战略。

地产政策边际向好，家居龙头有望受益行业估值修复

公司快报

证券研究报告

轻工家居

投资评级 **买入-A**

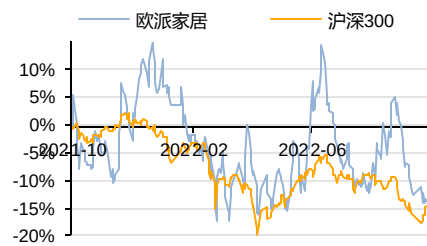
维持评级

6 个月目标价：**159.05 元**
 股价 (2022-10-20) **104.60 元**

交易数据

总市值 (百万元)	63,717.09
流通市值 (百万元)	63,717.09
总股本 (百万股)	609.15
流通股本 (百万股)	609.15
12 个月价格区间	108.69/151.40 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.08	-3.01	-4.95
绝对收益	-16.37	-10.17	-20.22

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
 luqgs1@essence.com.cn

相关报告

- 欧派家居：22H1 业绩靓丽彰显韧性，定制龙头大家居优势突出/罗乾生 2022-08-30
- 欧派家居：22H1 业绩靓丽超出预期，持续推荐定制龙头/罗乾生 2022-08-11
- 欧派家居：发行可转债建设华中基地，加速推进大家居战略布局/罗乾生 2022-08-03
- 欧派家居：多品类、全渠道持续发力，整装大家居加速放量/罗乾生 2022-04-24

保交付政策基调下，地产行业利好政策频出。其中，9月30日财政部、税务总局发布换购住房个人所得税退税优惠政策，央行下调公积金贷款利率15bp；10月20日证监会表示，在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。地产政策边际向好，有望推动家居行业估值持续修复。同时，欧派商业模式持续创新和迭代，零售保持靓眼，整装持续发力，大家居战略持续深化，后续增长有望持续保持行业领先。

■**投资建议：**欧派家居作为家居领军品牌，商业模式创新迭代能力领跑，大家居战略持续深化，未来公司市场份额有望加速提升。我们预计欧派家居2022-2024年营业收入为240.17、280.11、325.92亿元，同比增长17.49%、16.63%、16.35%；归母净利润为29.33、35.41、41.08亿元，同比增长10.04%、20.73%、16.00%，对应PE为21.7x、18.0x、15.5x，维持买入-A的投资评级。

■**风险提示：**市场竞争加剧风险；疫情反复风险；原料价格波动风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,739.7	20,441.6	24,017.0	28,011.1	32,592.1
净利润	2,062.6	2,665.6	2,933.3	3,541.4	4,107.9
每股收益(元)	3.39	4.38	4.82	5.81	6.74
每股净资产(元)	19.58	23.65	26.77	30.48	34.76

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	30.9	23.9	21.7	18.0	15.5
市净率(倍)	5.3	4.4	3.9	3.4	3.0
净利润率	14.0%	13.0%	12.2%	12.6%	12.6%
净资产收益率	17.3%	18.5%	18.0%	19.1%	19.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

利润表

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,739.7	20,441.6	24,017.0	28,011.1	32,592.1	成长性					
减:营业成本	9,578.9	13,978.3	16,561.4	19,220.6	22,238.7	营业收入增长率	8.9%	38.7%	17.5%	16.6%	16.4%
营业税费	111.3	142.8	168.5	201.2	230.1	营业利润增长率	14.4%	27.1%	10.6%	21.1%	15.9%
销售费用	1,146.7	1,385.8	1,700.4	1,941.1	2,310.8	净利润增长率	12.1%	29.2%	10.0%	20.7%	16.0%
管理费用	961.2	1,131.4	1,332.9	1,529.4	1,821.9	EBITDA 增长率	22.7%	27.6%	7.9%	17.3%	14.0%
研发费用	699.1	907.8	1,020.7	1,217.2	1,437.3	EBIT 增长率	21.6%	29.2%	10.8%	20.6%	16.2%
财务费用	-34.7	-115.5	-96.1	-135.2	-143.8	NOPLAT 增长率	14.8%	25.8%	11.3%	20.3%	16.3%
资产减值损失	-8.1	-16.5	-8.2	-10.9	-11.9	投资资本增长率	-19.3%	-27.2%	-19.4%	10.7%	-66.7%
加:公允价值变动收益	21.8	52.3	37.0	44.7	40.8	净资产增长率	24.8%	20.8%	13.2%	13.9%	14.0%
投资和汇兑收益	37.4	20.6	27.5	28.5	25.5						
营业利润	2,407.3	3,059.9	3,385.5	4,099.0	4,751.6	利润率					
加:营业外净收支	5.4	15.1	12.0	10.8	14.6	毛利率	35.0%	31.6%	31.0%	31.38%	31.77%
利润总额	2,412.7	3,075.0	3,397.6	4,109.8	4,766.2	营业利润率	16.3%	15.0%	14.1%	14.6%	14.6%
减:所得税	350.1	410.8	464.8	569.2	659.6	净利润率	14.0%	13.0%	12.2%	12.6%	12.6%
净利润	2,062.6	2,665.6	2,933.3	3,541.4	4,107.9	EBITDA/营业收入	19.3%	17.8%	16.3%	16.4%	16.1%

资产负债表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	135	112	95	75	58
货币资金	4,427.2	6,561.9	8,636.9	9,942.0	14,990.3	流动营业资本周转天数	-27	-47	-46	-36	-36
交易性金融资产	1,960.0	1,677.4	1,714.4	1,759.1	1,799.9	流动资产周转天数	180	172	186	189	202
应收账款	641.1	1,107.3	732.7	1,524.8	1,112.3	应收账款周转天数	14	15	14	15	15
应收票据	194.8	206.1	244.1	312.1	320.2	存货周转天数	20	20	21	21	20
预付账款	84.9	148.3	167.8	184.1	216.8	总资产周转天数	411	372	354	320	310
存货	808.7	1,463.1	1,335.5	1,895.0	1,808.4	投资资本周转天数	169	94	61	49	30
其他流动资产	133.7	78.8	696.1	302.9	359.3						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.3%	18.5%	18.0%	19.1%	19.4%
长期股权投资	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	ROA	10.9%	11.4%	12.3%	13.6%	13.6%
投资性房地产	-	1,334.2	1,334.2	1,334.2	1,334.2						
固定资产	6,092.8	6,648.2	6,080.6	5,513.1	4,945.5	费用率					
在建工程	1,538.0	347.5	347.5	347.5	347.5	销售费用率	7.8%	6.8%	7.1%	6.9%	7.1%
无形资产	1,464.2	1,064.4	1,018.6	972.7	926.9	管理费用率	6.5%	5.5%	5.6%	5.5%	5.6%
其他非流动资产	1,482.7	2,740.0	1,562.7	1,874.8	2,024.8	研发费用率	4.7%	4.4%	4.3%	4.3%	4.4%
资产总额	18,843.6	23,392.7	23,886.5	25,977.8	30,201.5	财务费用率	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
短期债务	1,626.6	2,389.1	-	-	-	四费/营业收入	18.8%	16.2%	16.5%	16.3%	16.6%
应付账款	1,727.5	2,686.1	2,473.6	3,618.9	3,380.9	偿债能力					
应付票据	212.8	140.0	431.1	198.1	487.2	资产负债率	36.7%	38.4%	31.7%	28.5%	29.9%
其他流动负债	2,359.0	3,069.5	3,591.2	2,671.0	4,258.5	负债权益比	58.0%	62.3%	46.5%	39.9%	42.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	1.36	2.08	2.45	2.54
其他非流动负债	992.2	699.1	1,086.6	926.0	903.9	速动比率	1.26	1.18	1.88	2.16	2.31
负债总额	6,918.2	8,983.8	7,582.5	7,414.0	9,030.6	利息保障倍数	-66.62	-25.85	-34.41	-29.49	-32.20
少数股东权益	-	0.2	-0.3	-1.2	-2.5	分红指标					
股本	601.5	609.2	609.2	609.2	609.2	DPS(元)	1.19	1.75	1.61	2.10	2.46
留存收益	11,181.9	13,740.1	15,695.1	17,955.8	20,564.2	分红比率	35.2%	40.0%	33.3%	36.2%	36.5%
股东权益	11,925.4	14,409.0	16,303.9	18,563.8	21,170.9	股息收益率	1.1%	1.7%	1.5%	2.0%	2.4%

现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,062.6	2,664.2	2,933.3	3,541.4	4,107.9	EPS(元)	3.39	4.38	4.82	5.81	6.74
加:折旧和摊销	568.3	696.5	613.4	613.4	613.4	BVPS(元)	19.58	23.65	26.77	30.48	34.76
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	30.9	23.9	21.7	18.0	15.5
公允价值变动损失	-21.8	-52.3	37.0	44.7	40.8	PB(X)	5.3	4.4	3.9	3.4	3.0
财务费用	130.8	144.2	-96.1	-135.2	-143.8	P/FCF	15.9	13.8	32.3	21.6	9.5
投资损失	-37.4	-20.6	-27.5	-28.5	-25.5	P/S	4.3	3.1	2.7	2.3	2.0
少数股东损益	-	-1.4	-0.5	-0.8	-1.3	EV/EBITDA	26.4	22.0	13.0	10.7	8.4
营运资金的变动	3,336.1	-52.6	1,437.9	-1,314.2	1,914.0	CAGR(%)	19.7%	15.5%	16.8%	19.7%	15.5%
经营活动产生现金流量	3,889.5	4,046.0	4,897.5	2,720.8	6,505.5	PEG	1.6	1.5	1.3	0.9	1.0
投资活动产生现金流量	-2,337.1	-2,065.1	-46.6	-60.8	-56.2	ROIC/WACC	4.2	6.6	10.0	15.0	15.7
融资活动产生现金流量	585.0	-187.0	-2,775.9	-1,354.9	-1,401.0	REP	2.9	2.7	1.4	0.8	2.1

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034