

欧派家居(603833)

报告日期: 2023年04月27日

## 渠道结构丰富, 终端收款迅速拉升、看好 Q2 兑现

### ——欧派家居点评报告

#### 投资要点

##### □ 欧派家居发布 2023 年一季报

23Q1 营收 35.70 亿 (-13.85%)、归母净利 1.52 亿 (-39.79%)、扣非净利 1.30 亿 (-44.40%)。主要系 22Q1 基数高、疫情影响 12-1 月订单, 收入规模效应未显现影响毛利率、费用率, Q1 收入、利润占比全年较低, 后续经营预期稳步向好: 2-3 月开门红、315 前端蓄客优秀, 我们预计公司订单已经恢复快速增长。

##### □ 渠道多元化、流量来源丰富, 奠基 23 年成长 分渠道来看:

(1) 整装选购比例不断提升, 我们预计公司整装大家居业务在 Q1 仍有增长。

(2) Q1 直营收入 0.89 亿 (-27.47%)、经销收入 27.56 亿 (-14.49%), 直营+经销合计同比-14.97%, 系前期感染高峰影响公司订单。经销门店总数 7583 家 (-32 家), 其中欧派卫浴-15 家、欧铂尼-14 家, 系调整优化招商政策。

(3) Q1 大宗渠道收入 5.85 亿 (-13.04%)。

(4) 23 年渠道结构更为丰富: 22 年公司家装渠道合作装企超 4000 家 (21 年为超 3000 家), 集成厨房模式新开店超 170 家 (21 年开店 600 家), 零售大家居店 22 年底达到 102 个、净推荐值超过 9 分 (满分 10)。

##### □ Q1 卫浴增长较优, 毛利率受产能利用率较低影响

分业务来看, Q1 衣柜+配套品收入 19.76 亿 (-14.83%), 结合公司整家战略不断推进、套餐销售占比提升, 我们预计配套品在 Q1 仍有增长, 衣柜+配套品毛利率 27.68% (-0.90pct)。Q1 橱柜营收 10.85 亿 (-18.02%), 毛利率 29.28% (-1.19pct)。Q1 卫浴收入 1.84 亿 (+10.52%), Q1 木门收入 2.07 亿 (-4.89%)。各业务毛利率均同比下滑, 主要系产能利用率较低。

##### □ 财务指标: 现金流优异, 终端收款环比高增

(1) Q1 综合毛利率 26.68% (-0.98pct), 期间费用率 21.6% (+1.2pct), 归母净利率 4.27% (-1.84pct)。

(2) 经营现金流净额 7.37 亿 (同期-3.24 亿), 主要 22Q1 支付材料款较多, 以及 23Q1 终端收款迅速回升: 23Q1 账上合同负债+预收款合计 20.91 亿 (同比 +5.5%, 环比 22Q4 增加 9.44 亿), 展现终端消费者下单意愿强, 对 Q2 业绩形成拉动。

##### □ 盈利预测与估值

欧派家居是家居行业份额提升确定性强的龙头, 我们看好公司以厨衣木卫为核心, 以领先的信息化系统为桥梁, 持续向软体、主辅材等领域延伸, 提供真正的一站式解决方案, 并从中收获业绩的快速增长。预计 23-25 年收入 259 亿 (+15.33%) / 302.83 亿 (+16.81%) / 349.71 亿 (+15.48%), 利润 31.13 亿 (+15.78%) / 36.17 亿 (+16.22%) / 41.48 亿 (+14.68%), 对应 PE 为 22.68X/19.51X/17.02X, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 渠道建设不达预期, 房地产调控超预期

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001  
fujiacheng@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥115.88
总市值(百万元)	70,588.57
总股本(百万股)	609.15

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《多元渠道开拓下营收稳健增长, 看好 23 年零售大家居发力》2023.04.25
- 《22Q4 盈利能力表现优异, 收入保持韧性——欧派家居点评报告》2023.01.16
- 《Q3 费用率上行拖累盈利表现, 配套品、整装高增——欧派家居点评报告》2022.10.28

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,480	25,925	30,283	34,971
(+/-) (%)	9.97%	15.33%	16.81%	15.48%
归母净利润	2,688	3,113	3,617	4,148
(+/-) (%)	0.86%	15.78%	16.22%	14.68%
每股收益(元)	4.41	5.11	5.94	6.81
P/E	26.26	22.68	19.51	17.02

资料来源：浙商证券研究所

表1：欧派家居季度数据一览

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	3,299.58	4,900.60	6,201.71	6,039.71	4,144.23	5,549.13	6,575.35	6,210.79	3,570.33
YOY	130.74%	38.61%	30.12%	20.60%	25.60%	13.23%	6.02%	2.83%	-13.85%
归母净利润	243.68	768.68	1,101.09	552.13	253.13	765.15	972.19	697.96	152.41
YOY	340.02%	30.15%	14.57%	-9.84%	3.88%	-0.46%	-11.71%	26.41%	-39.79%
扣非归母净利润	208.50	736.82	1,068.29	496.74	233.51	747.53	939.52	671.78	129.82
YOY	266.96%	29.83%	13.12%	-9.38%	11.99%	1.45%	-12.05%	35.24%	-44.40%
毛利率	30.19%	33.72%	33.28%	28.98%	27.66%	34.01%	33.13%	30.49%	26.68%
期间费用率	21.93%	15.15%	12.94%	17.24%	20.41%	17.46%	15.73%	16.77%	21.60%
其中：销售费用	319.47	305.91	404.84	355.55	378.18	438.94	498.77	363.00	348.04
销售费用率	9.68%	6.24%	6.53%	5.89%	9.13%	7.91%	7.59%	5.84%	9.75%
其中：管理费用	244.89	263.01	288.28	335.27	295.23	332.17	358.40	349.93	309.97
研发费用	167.57	201.16	151.32	387.70	204.76	285.51	267.42	365.56	186.81
管理+研发费用率	12.50%	9.47%	7.09%	11.97%	12.06%	11.13%	9.52%	11.52%	13.91%
其中：财务费用	-8.43	-27.68	-42.09	-37.29	-32.50	-87.49	-90.45	-36.97	-73.46
财务费用率	-0.26%	-0.56%	-0.68%	-0.62%	-0.78%	-1.58%	-1.38%	-0.60%	-2.06%
归母净利率	7.39%	15.69%	17.75%	9.14%	6.11%	13.79%	14.79%	11.24%	4.27%
存货	876.53	1,065.49	1,220.77	1,463.13	1,265.31	1,485.41	1,455.66	1,414.01	1,296.91
较上年同期增减	113.53	295.37	424.39	654.47	388.78	419.92	234.89	-49.12	31.60
应收票据	256.78	256.91	244.96	206.07	204.41	186.46	160.41	110.43	103.05
较上年同期增减	152.02	157.39	117.96	11.30	-52.37	-70.45	-84.56	-95.64	-101.36
应收账款	607.16	778.90	994.55	1,011.69	1,003.26	1,096.89	1,293.97	1,356.80	1,256.42
较上年同期增减	70.06	77.43	252.18	409.52	396.10	317.99	299.42	345.11	253.16
应付账款及应付票据	1,298.72	1,723.01	1,741.47	2,158.20	1,488.97	1,600.43	1,558.66	1,979.11	1,568.26
较上年同期增减	713.05	805.32	618.51	800.37	190.25	-122.58	-182.80	-179.09	79.29
预收账款	860.76	1,693.25	1,394.90	1,202.99	1,357.63	1,844.02	1,867.78	782.29	1,701.81
较上年同期增减	860.76	407.40	-13.49	278.35	496.88	150.78	472.87	-420.70	344.17
经营性现金流净额	-224.46	2,116.19	1,043.34	1,110.90	-323.90	1,266.10	1,021.44	446.12	736.99
较上年同期增减	572.72	755.06	-522.96	-648.31	-99.44	-850.10	-21.90	-664.77	1,060.89
筹资性现金流净额	1,392.18	-599.34	524.91	-1,504.79	1,867.21	17.34	1,419.33	-318.57	847.95
较上年同期增减	-20.36	-952.07	782.74	-582.31	475.03	616.69	894.42	1,186.22	-1,019.26
资本开支	328.65	212.57	108.02	585.55	350.04	488.50	625.04	793.72	364.05
较上年同期增减	32.34	-109.12	-568.14	-19.99	21.39	275.92	517.03	208.16	14.01
ROE	2.02%	6.23%	8.37%	3.91%	1.74%	5.25%	6.43%	4.33%	0.92%
YOY (±)	3.09%	0.02%	-0.96%	-1.43%	-0.28%	-0.97%	-1.94%	0.42%	-0.82%
资产负债率	39.46%	43.25%	42.10%	38.40%	40.49%	44.30%	44.76%	42.28%	44.73%
YOY (±)	0.77%	-0.50%	2.22%	1.69%	1.03%	1.05%	2.66%	3.88%	4.25%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 欧派家居收入拆分一览

		按品类拆分							
单位: 百万元		2021A	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q3	2022Q4	2022A	2023Q1
营业收入		20,441.61	4,144.23	5,549.13	9,693.36	6,575.35	6,210.80	22,479.50	3,570.33
YOY		38.68%	25.60%	13.23%	18.21%	6.02%	2.83%	9.97%	-13.85%
毛利率		31.62%	27.66%	34.01%	31.29%	33.13%	30.49%	31.61%	26.68%
橱柜	收入	7,529.32	1,323.89	1,943.52	3,267.41	2,182.47	1,723.21	7,173.09	1,085.30
	YOY	24.22%	5.13%	-0.10%	1.95%	-0.36%	-19.26%	-4.73%	-18.02%
	占比	36.83%	31.95%	35.02%	33.71%	33.19%	27.75%	31.91%	30.40%
毛利率		34.35%	30.46%	31.55%	31.11%	36.80%	36.01%	34.02%	29.27%
衣柜+配套品 (21Q4口径调整)	收入	10,171.62	2,320.32	2,898.20	5,218.52	3,489.16	3,431.51	12,139.19	1,976.26
	YOY	49.53%	40.85%	24.75%	31.43%	7.98%	15.53%	19.34%	-14.83%
	还原口径衣柜收入	8067.00	1,867.00	2,145.00	4012.00	2,658.00	2,740.00	9410.00	1,500.00
YOY		39.77%	38.05%	22.33%	29.18%	1.04%	12.52%	16.60%	-19.66%
占比		49.76%	55.99%	52.23%	53.84%	53.06%	55.25%	54.00%	55.35%
毛利率		32.19%	28.58%	35.93%	32.66%	30.96%	31.27%	31.78%	27.68%
卫浴	收入	988.82	166.57	242.14	408.71	313.73	312.19	1034.63	184.10
	YOY	33.72%	1.19%	-1.86%	-0.64%	11.51%	5.42%	4.63%	10.52%
	占比	4.84%	4.02%	4.36%	4.22%	4.77%	5.03%	4.60%	5.16%
毛利率		25.40%	20.35%	30.22%	26.20%	31.91%	20.46%	26.20%	17.12%
木门	收入	1236.24	217.78	321.87	539.65	396.50	409.51	1345.66	207.14
	YOY	60.37%	32.29%	10.22%	18.18%	4.17%	2.64%	8.85%	-4.89%
	占比	6.05%	5.26%	5.80%	5.57%	6.03%	6.59%	5.99%	5.80%
毛利率		13.82%	10.08%	28.19%	20.88%	21.80%	5.20%	16.38%	7.74%
其他 (21Q4之前含配套品)	收入	218.97	41.29	68.03	109.32	76.85	121.78	307.95	35.41
	YOY	64.37%	43.52%	-163.20%	39.22%	39.05%	42.98%	40.64%	-14.24%
	还原口径其他收入	2323.59	494.61	821.23	1315.84	908.01	813.29	3037.14	511.67
YOY		99.62%	52.75%	32.57%	39.50%	38.45%	-	30.71%	10.00%
占比		1.07%	1.00%	1.23%	1.13%	1.17%	1.96%	1.37%	0.99%
毛利率		16.90%	12.06%	57.13%	40.11%	58.86%	-	21.81%	8.60%
		按渠道拆分							
单位: 百万元		2021A	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q3	2022Q4	2022A	2023Q1
直营店	收入	587.36	123.07	143.73	266.80	194.51	244.21	705.53	89.26
	YOY	47.33%	51.14%	25.86%	36.38%	13.83%	10.58%	20.12%	-27.48%
	占比	2.87%	2.97%	2.59%	2.75%	2.96%	3.93%	3.14%	2.50%
毛利率		64.13%	58.12%	57.19%	57.62%	54.94%	53.49%	55.45%	52.46%
经销店	收入	15,679.90	3,223.02	4,583.76	7,806.78	5,140.53	4,634.79	17,582.10	2,756.06
	YOY	40.20%	34.10%	19.94%	25.41%	5.45%	1.20%	12.13%	-14.49%
	占比	76.71%	77.77%	82.60%	80.54%	78.18%	74.62%	78.21%	77.19%
毛利率		30.31%	26.66%	33.78%	30.84%	32.96%	28.04%	30.72%	26.75%
大宗业务	收入	3,672.79	672.95	696.36	1,369.31	1,062.72	1,062.70	3,494.73	585.18
	YOY	36.93%	-6.98%	-19.45%	-13.77%	1.55%	2.35%	-4.85%	-13.04%
	占比	17.97%	16.24%	12.55%	14.13%	16.16%	17.11%	15.55%	16.39%
毛利率		30.80%	27.14%	29.19%	28.18%	27.29%	28.05%	27.87%	19.96%
其他	收入	204.92	50.08	50.64	100.72	60.95	56.50	218.17	57.71
	YOY	-15.40%	-11.15%	-10.62%	-10.88%	30.86%	24.66%	6.47%	13.6%
	占比	1.00%	1.21%	0.91%	1.04%	0.93%	0.91%	0.97%	1.62%
毛利率		28.26%	27.70%	46.02%	36.91%	40.41%	51.24%	41.60%	24.76%

注: 21Q4公司更改统计口径, 此前配套品计入在其他收入中, 21年计入衣柜+配套品

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	13,381	17,664	21,021	25,494
现金	8,270	12,551	14,749	18,986
交易性金融资产	803	803	803	803
应收账款	1,467	1,242	2,014	1,850
其它应收款	197	110	207	205
预付账款	107	157	183	196
存货	1,414	1,679	1,943	2,332
其他	1,122	1,122	1,122	1,122
<b>非流动资产</b>	15,230	16,566	17,764	18,752
金额资产类	388	388	388	388
长期投资	11	11	10	8
固定资产	6,689	7,363	7,862	8,304
无形资产	1,061	1,040	900	847
在建工程	1,430	1,630	1,830	2,030
其他	5,652	6,132	6,773	7,175
<b>资产总计</b>	28,611	34,230	38,785	44,246
<b>流动负债</b>	9,675	12,287	13,225	14,540
短期借款	4,585	5,085	5,385	5,585
应付款项	1,979	2,557	2,809	3,439
预收账款	364	870	940	942
其他	2,747	3,775	4,092	4,574
<b>非流动负债</b>	2,422	2,422	2,422	2,422
长期借款	5	5	5	5
其他	2,417	2,417	2,417	2,417
<b>负债合计</b>	12,097	14,709	15,648	16,962
少数股东权益	6	3	2	0
归属母公司股东权	16,508	19,518	23,135	27,284
<b>负债和股东权益</b>	28,611	34,230	38,785	44,246

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,410	5,891	3,764	5,632
净利润	2,683	3,110	3,616	4,146
折旧摊销	855	563	542	484
财务费用	130	145	157	165
投资损失	(23)	(40)	(36)	(44)
营运资金变动	(1,378)	2,110	(520)	878
其它	144	2	4	3
<b>投资活动现金流</b>	(7,146)	(1,861)	(1,709)	(1,431)
资本支出	(2,246)	(1,378)	(1,051)	(1,029)
长期投资	5	(523)	(694)	(446)
其他	(4,905)	40	36	44
<b>筹资活动现金流</b>	2,985	252	143	35
短期借款	2,196	500	300	200
长期借款	5	0	0	0
其他	785	(248)	(157)	(165)
<b>现金净增加额</b>	(1,711)	4,282	2,198	4,237

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	22,480	25,925	30,283	34,971
营业成本	15,374	17,765	20,746	23,935
营业税金及附加	168	190	220	257
营业费用	1,679	1,904	2,179	2,565
管理费用	1,336	1,502	1,743	2,028
研发费用	1,123	1,348	1,514	1,771
财务费用	(247)	(186)	(94)	(130)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	(34)	0	0	0
投资净收益	23	40	36	44
其他经营收益	120	135	151	181
<b>营业利润</b>	3,056	3,574	4,157	4,766
营业外收支	12	0	0	0
<b>利润总额</b>	3,068	3,574	4,157	4,766
所得税	385	465	540	620
<b>净利润</b>	2,683	3,110	3,616	4,146
少数股东损益	(6)	(3)	(1)	(2)
<b>归属母公司净利润</b>	2,688	3,113	3,617	4,148
EBITDA	3,674	3,915	4,573	5,079
EPS (最新摊薄)	4.41	5.11	5.94	6.81

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.97%	15.33%	16.81%	15.48%
营业利润	-0.12%	16.96%	16.29%	14.66%
归属母公司净利润	0.86%	15.78%	16.22%	14.68%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.61%	31.48%	31.49%	31.56%
净利率	11.96%	12.01%	11.95%	11.86%
ROE	16.29%	15.95%	15.64%	15.20%
ROIC	10.70%	10.98%	11.51%	11.48%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.28%	42.97%	40.35%	38.34%
净负债比率	73.26%	75.35%	67.63%	62.17%
流动比率	1.38	1.44	1.59	1.75
速动比率	1.11	1.20	1.34	1.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.86	0.83	0.83	0.84
应收账款周转率	18.98	23.20	22.18	21.30
应付账款周转率	7.83	8.71	8.44	8.31
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.41	5.11	5.94	6.81
每股经营现金	3.96	9.67	6.18	9.25
每股净资产	27.10	32.04	37.98	44.79
<b>估值比率</b>				
P/E	26.26	22.68	19.51	17.02
P/B	4.28	3.62	3.05	2.59
EV/EBITDA	19.68	16.42	13.64	11.49

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>