

## 相关研究

- 1、《欧派家居 (603833)：回购启动，大家居龙头厚积待薄发》
- 2、《欧派家居 (603833)：零售亮眼整装加持，Q2 毛利率表现稳定》

## 组织调整战略深化，估值底部关注配置机会

2023年06月25日

**事件：**据欧派官微，近期公司进行组织结构及人事重大调整，本次组织架构调整主要针对欧派橱卫、欧派整家、整装大家居，将原各品类事业部中高层以上骨干导入按区域划分的营销事业部，由品牌事业部统筹厨衣木融合发展，同时考核权重中利润大于收入。

**点评：**

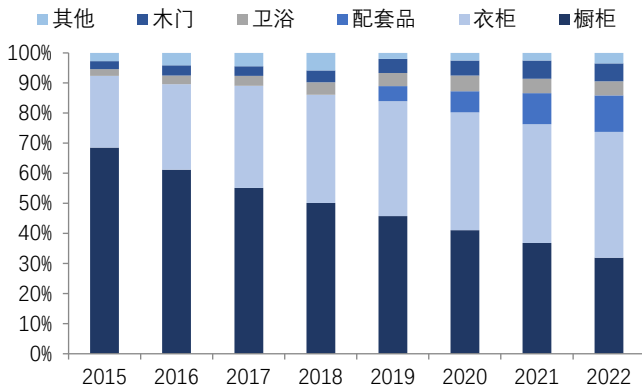
- **对于总部，我们认为有望加快品类融合、强化管理效率。**本次调整最主要的变化为由原来“三大品类”事业部改为“三大区域”事业部，即橱卫、整家、整装大家居三大事业部融合重组，改为按区域划分的第一/二/三营销事业部。高层人事变动方面，据欧派官微报道，原整家营销事业部总经理刘顺平、厨卫营销事业部总经理张秀珠、欧派整装大家居负责人张晓锋，分别被新任命为第一/二/三营销事业部总经理，分别对应分管华东华北东北、西北华中华南、西南三大区域。我们认为，本次调整对于总部层面影响主要有二：1) 加快多品类融合、聚焦品牌战略，22年欧派品牌营收占比 84%，三大事业部融合重组后每个区域事业部将统一对全品类进行管理，有望更好协调多品类的供应链、产品研发、交付物流等融合战略落地，同时进一步聚合“欧派”主品牌势能，更有针对性地进行区域营销资源投放；2) 提高管理效率，22年公司销售人员数量 3231 人，随着过去品类、渠道和子品牌布局的不断拓展，销售人员人均管理门店数量从 2016 年的 5.4 家降至 2022 年的 2.4 家。我们认为，事业部融合重组后将提升人效，减少内部沟通成本，同时区域管理精细化也将促使管理人员从单一职能逐步实现到全职能跨越。
- **对于渠道，我们认为组织架构调整影响短期无需过于担忧，调整将促进大家居模式探索，加快长期战略落地。**部分投资者担心由于公司代理商体系的分商比例较高，本次调整的融合导向对渠道影响较大。我们认为本次调整对分商体系影响有限，最主要的变化或将在提高代理商开展大家居的积极性。首先，公司体系内经销商集中度不高，22 年前五大客户销售额占年度销售总额仅为 5.94%，在总部战略落地过程中没有严重的大商依赖现象；其次，从橱衣两个品类连单角度，传统的卖场销售方式下，由于橱衣消费次序有差异，并非单纯的同商零售就可实现橱+衣的单值提升。22 年公司橱柜（含橱衣）经销商、独立衣柜经销商数量分别为 1516 家、1062 家，比例为 59%：41%，我们预计公司现有的单品类门店在未来一段时间内仍将延续独立经营。再次，也是与早期的大家居店态不同的是，如今的欧派大家居进一步推进的核心是在欧派的品牌背书下，通过合作的装修业务将多品类串联起来销售，从而实现装修链条上全品类的连单，而非简单的将多品类在门店展示销售。因此，我们认为多品类统一管理后将提高代理商探索大家居的积极性，同时由于大家居模式对代理商的综合能力也要求更高，长期来看有望带动门店收款能力再上台阶、进一步提升渠道战斗力。
- **历史估值底部关注配置机会，维持“买入”评级。**回顾公司过去几次业务模式创新，从行业首创 19800 全屋定制套餐到 29800 整家套餐，从整装大家居到零售整装到大家居，均切实帮助到了代理商更好地面对消

费者需求的变化，共同迎接渠道变革给传统经营模式带来的诸多挑战，也体现了管理层对于消费趋势的深刻洞察和强大执行力。欧派家居对于商业模式的创新迭代能力业内领先，行业调整期加速长期战略落地。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 30.66 亿元、35.70 亿元、41.06 亿元，同比分别增长 14.0%、16.4%、15.0%，目前股价对应 2023 年 PE 为 17.8x，处于上市以来估值底部，建议关注配置机会，维持“买入”评级。

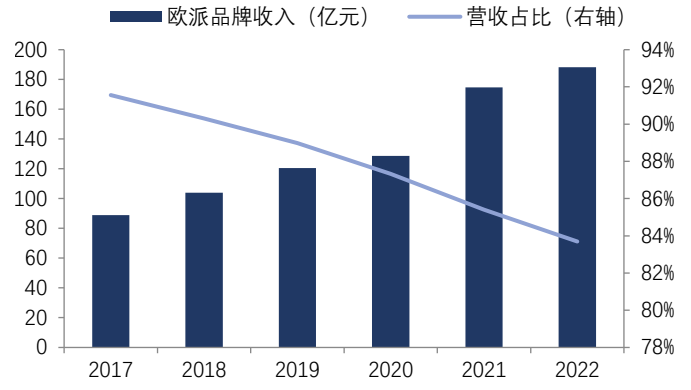
➤ **风险因素：**宏观经济波动风险，大家居业务进展不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	20,442	22,480	25,496	29,083	32,653
增长率 YoY %	38.7%	10.0%	13.4%	14.1%	12.3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,666	2,688	3,066	3,570	4,106
增长率 YoY%	29.2%	0.9%	14.0%	16.4%	15.0%
毛利率%	31.6%	31.6%	31.4%	31.3%	31.3%
净资产收益率ROE%	18.5%	16.3%	16.7%	17.4%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	4.38	4.41	5.03	5.86	6.74
市盈率 P/E(倍)	33.71	27.54	17.75	15.24	13.25
市净率 P/B(倍)	6.24	4.48	2.96	2.65	2.37

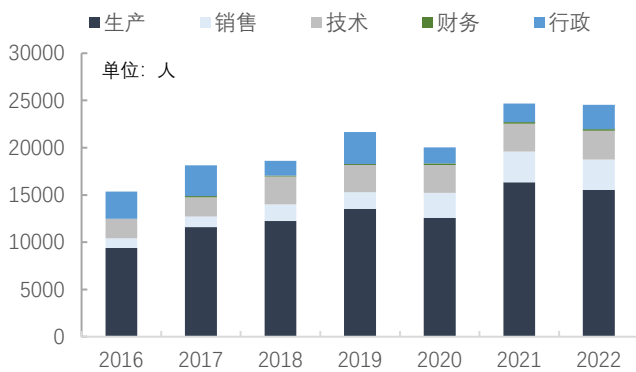
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 06 月 21 日收盘价

**图 1：近年公司产品结构不断丰富**


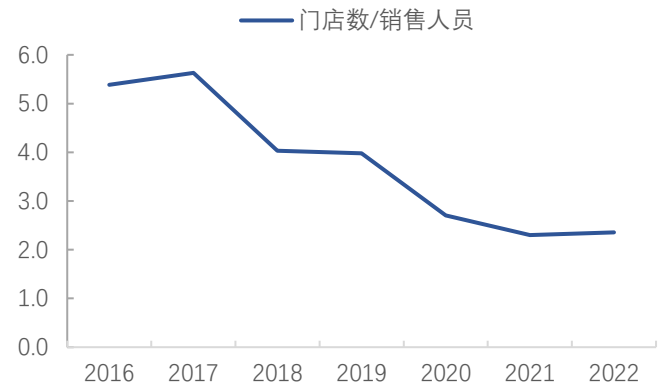
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 2：22 年欧派品牌营收占比约 84%**


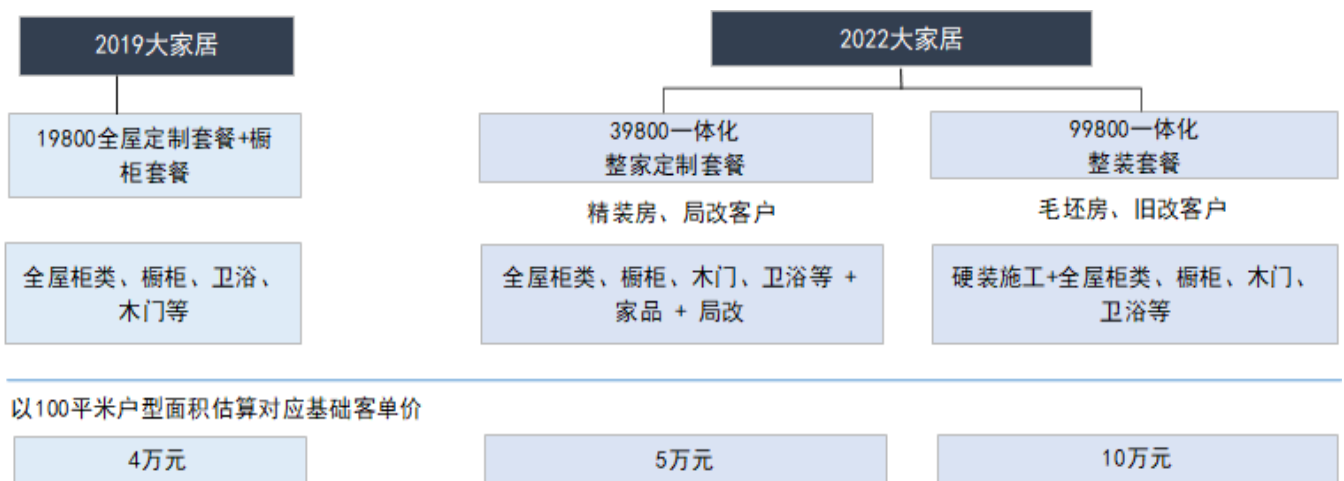
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 3：近年员工数量扩张放缓**


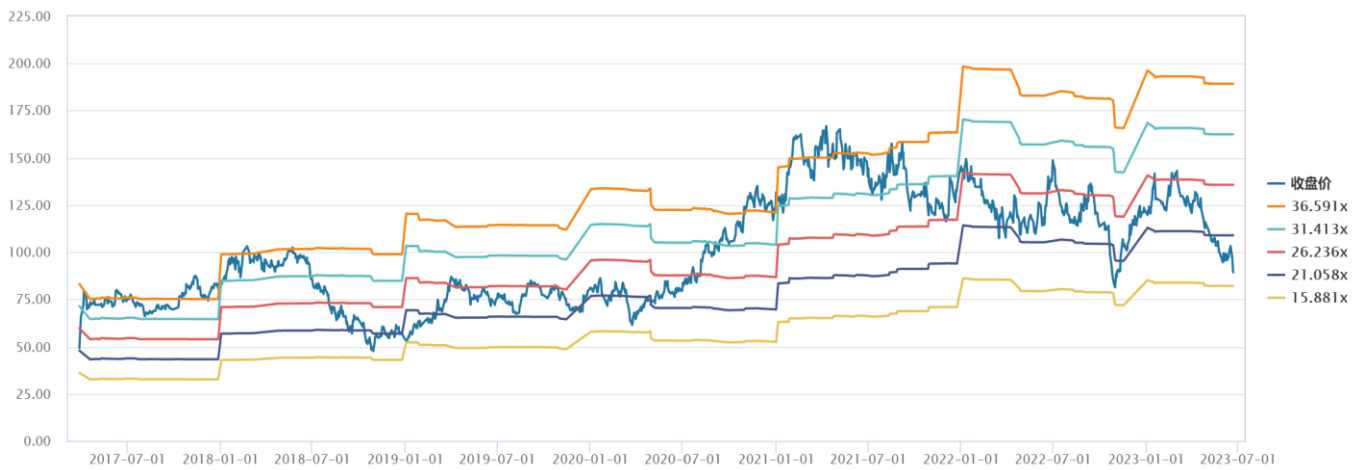
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 4：近年销售人员人均管理门店数量减少**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 5：欧派大家居并非简单的传统卖场门店多品类展示，而是通过合作的装修业务将多品类串联销售**


资料来源：信达证券研发中心

**图 6: 欧派家居 PE BAND**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	11,243	13,381	16,354	19,104	22,240	
货币资金	6,562	8,270	10,944	13,199	15,845	
应收票据	206	110	125	143	160	
应收账款	1,012	1,357	1,524	1,740	1,956	
预付账款	148	107	122	140	157	
存货	1,463	1,414	1,609	1,837	2,062	
其他	1,852	2,122	2,030	2,045	2,059	
<b>非流动资产</b>	12,150	15,230	15,286	15,448	15,537	
长期股权投资	16	11	11	11	11	
固定资产	6,648	6,689	7,003	7,219	7,347	
无形资产	1,064	1,061	1,061	1,061	1,061	
其他	4,422	7,470	7,213	7,157	7,119	
<b>资产总计</b>	23,393	28,611	31,641	34,551	37,776	
<b>流动负债</b>	8,285	9,675	10,862	11,627	12,385	
短期借款	2,389	4,585	5,000	5,000	5,000	
应付票据	140	70	80	91	103	
应付账款	2,018	1,909	2,172	2,480	2,784	
其他	3,737	3,111	3,610	4,056	4,498	
<b>非流动负债</b>	699	2,422	2,422	2,422	2,422	
长期借款	0	5	5	5	5	
其他	699	2,417	2,417	2,417	2,417	
<b>负债合计</b>	8,984	12,097	13,284	14,050	14,807	
少数股东权益	0	6	-1	-9	-18	
归属母公司股东权益	14,409	16,508	18,357	20,510	22,987	
<b>负债和股东权益</b>	23,393	28,611	31,641	34,551	37,776	
<b>重要财务指标</b>	单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	20,442	22,480	25,496	29,083	32,653	
同比 (%)	38.7%	10.0%	13.4%	14.1%	12.3%	
归属母公司净利润	2,666	2,688	3,066	3,570	4,106	
同比	29.2%	0.9%	14.0%	16.4%	15.0%	
毛利率 (%)	31.6%	31.6%	31.4%	31.3%	31.3%	
ROE%	18.5%	16.3%	16.7%	17.4%	17.9%	
EPS(摊薄)(元)	4.38	4.41	5.03	5.86	6.74	
P/E	33.71	27.54	17.75	15.24	13.25	
P/B	6.24	4.48	2.96	2.65	2.37	
EV/EBITDA	23.88	19.68	12.93	10.68	8.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	20,442	22,480	25,496	29,083	32,653	
营业成本	13,978	15,374	17,492	19,972	22,425	
营业税金及附加	143	168	178	203	228	
销售费用	1,386	1,679	1,904	2,114	2,308	
管理费用	1,131	1,336	1,515	1,670	1,810	
研发费用	908	1,123	1,274	1,453	1,632	
财务费用	-115	-247	-188	-182	-192	
减值损失合	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	21	23	27	30	34	
其他	28	-14	120	139	158	
<b>营业利润</b>	3,060	3,056	3,468	4,023	4,635	
营业外收支	15	12	30	50	50	
<b>利润总额</b>	3,075	3,068	3,498	4,073	4,685	
所得税	411	385	439	511	588	
<b>净利润</b>	2,664	2,683	3,059	3,562	4,097	
少数股东损	-1	-6	-7	-8	-9	
<b>归属母公司净利润</b>	2,666	2,688	3,066	3,570	4,106	
EBITDA	3,589	3,674	3,899	4,510	5,162	
EPS(当年)(元)	4.38	4.41	5.03	5.86	6.74	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	4,046	2,410	4,756	5,055	5,655	
净利润	2,664	2,683	3,059	3,562	4,097	
折旧摊销	711	855	765	839	911	
财务费用	144	130	449	463	463	
投资损失	-21	-23	-27	-30	-34	
营运资金变动	502	-1,378	458	256	252	
其它	46	144	51	-35	-35	
<b>投资活动现金流</b>	-2,065	-7,146	-831	-920	-916	
资本支出	-1,231	-2,246	-970	-950	-950	
长期投资	-916	-4,923	0	0	0	
其他	82	23	140	30	34	
<b>筹资活动现金流</b>	-187	2,985	-1,250	-1,880	-2,093	
吸收投资	2	2,006	0	0	0	
借款	3,676	6,474	415	0	0	
支付利息或股息	-843	-1,230	-1,666	-1,880	-2,093	
<b>现金流净增加额</b>	1,783	-1,711	2,675	2,255	2,646	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

华南区销售

张佳琳

13923488778

[zhangjialin@cindasc.com](mailto:zhangjialin@cindasc.com)

华南区销售

宋王飞逸

15308134748

[songwangfeiyi@cindasc.com](mailto:songwangfeiyi@cindasc.com)

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。