

欧派家居(603833)

报告日期: 2023年07月24日

## 组织改革稳推进, 降本增效显成效

### ——欧派家居点评报告

#### 投资要点

公司5月组织架构调整陆续落地, 预期对经营短期冲击逐步消散, 且新代言人品牌投放、欧铂尼新套餐等动作频频, 降本增效显成效, 经营企稳回升。近期城中村改造&促家居消费政策催化家居板块, 估值低位持续推荐。

#### □ 本轮改革逐渐定员定岗, 经营短期承压已过

本轮改革逐渐定员定岗, 开始下市场磨合, 后续跟踪渠道梳理节奏。本轮改革将原各品类事业部中层以上骨干导入新的按区域划分的营销事业部, 统筹厨衣木融合发展, 目前逐渐定员定岗, 终端细则视各区域市场不同正匹配落地, 我们预计中长期有助于橱衣品类互相导流、零售大家居快速推进、区域营销管理效率提升, 效益将逐步显现。

公司营销支持稳过渡, 经营短期承压已过。在组织架构逐步落地同时, 公司加强渠道营销支持, 品宣方面6月8日官宣胡歌为欧派品牌全球代言人, 618前夕匹配线上线下一多渠道投放, 品牌曝光提升显著, 渠道方面加强新媒体引流, 新套餐更迭凸显性价比。我们预计随组织架构落地, 营销渠道支持助力, 公司经营订单短期承压已过, 环比向上拐点已至。

#### □ 欧铂尼新套餐高性价比, 匹配消费降级趋势

欧铂尼定位“大众品牌、亲民价格”, 6月推出25800整家套餐、15800衣柜套餐、7999厨柜套餐等。对比公司主品牌欧派的套餐有三大特征: 性价比更高, 更侧重护墙板与门体, 区分毛坯房和精装房两个场景选项, 符合欧铂尼主打门墙柜一体化的品牌定位。目前终端客流注重高性价比, 欧铂尼套餐价格具有市场竞争力, 我们预计终端落地有助于延伸性价比客群, 提高交易转化率, 同时套餐主要作为引流, 我们预计终端客户仅购买套餐占比较小, 利润率可控。

#### □ 零售大家居稳步推进, 新渠道模式增量持续释放

公司持续强调“无意于做装修, 无意于抢占渠道商利润”, 且零售大家居门店仅承担管家角色、只提供标准化的管理, 不参与硬装实施过程。该模式下有利于公司更好地掌握品牌流量入口, 零售大家居店23Q1门店数量达到179家、今年快速拓展中, 平台监管、联合交付、体系交付、社区微改等多种模式同步推进。23Q1零售大家居门店的整装订单2151户、下单业绩4282万元(+648%, 且3月环比高增), 且达到22年全年业绩的43.7%, 按次同比、环比增长趋势, 我们判断23H1业绩有望超过22全年。

#### □ 降本增效显成效, 预计23Q2利润超预期

公司今年注重降本提效, 具体降本空间及措施包括: 1) 原材料成本下行: 23年截至6月30日, 板材平均价格同比下降15.4%; 2) 生产优化: 自动化水平提升, 利用人工智能提升材料利用率, 精简SKU, 降低采购成本; 3) 费用优化: 人工配置和成本严格控制; 去年对经销商临时帮扶、补贴返利政策相关费用减少; 4) 效率优化: 组织架构变革落地后, 不同品类部门摩擦成本降低, 橱衣木等多品类互相导流顺畅, 内部流量充分激活。5) 考核侧重: 23年事业部考核利润权重大于收入。我们预计公司降本增效成效渐显, 23Q2利润有望超预期。

#### □ 盈利预测与估值

看好公司组织架构调整效益长期释放, 短期经营承压期已过, 降本增效成果已现。且近期促家居消费&城中村改造政策频发, 有助于带动家居终端消费, 增强板块信心。

#### 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	¥91.33
总市值(百万元)	55,633.89
总股本(百万股)	609.15

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《渠道结构丰富, 终端收款迅速拉升、看好Q2兑现》 2023.04.27
- 《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

我们预计 23-25 年收入 253 亿 (+12.47%) / 294 亿 (+16.23%) / 338 亿 (+15.15%)，归母净利润 30.9 亿 (+15.06%) / 35.46 亿 (+14.65%) / 40.83 亿 (+15.13%)，对应 PE 为 17.99X/ 15.69X/ 13.63X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

政策落地不及预期；改革落地不及预期；地产销售波动风险；消费需求疲弱；行业竞争加剧等

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,480	25,283	29,386	33,837
(+/-) (%)	9.97%	12.47%	16.23%	15.15%
归母净利润	2,688	3,093	3,546	4,083
(+/-) (%)	0.86%	15.06%	14.65%	15.13%
每股收益(元)	4.41	5.08	5.82	6.70
P/E	20.69	17.99	15.69	13.63

资料来源：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	17,434	20,746	25,017
现金	8,270	12,473	14,542	18,729
交易性金融资产	803	803	803	803
应收账款	1,467	1,175	1,984	1,754
其它应收款	197	102	206	193
预付账款	107	153	177	190
存货	1,414	1,606	1,911	2,226
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
金融资产类	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	34,000	38,510	43,769
<b>流动负债</b>	9,675	12,076	13,041	14,219
短期借款	4,585	5,085	5,385	5,585
应付款项	1,979	2,450	2,761	3,285
预收账款	364	849	912	911
其他	2,747	3,693	3,983	4,438
<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	14,498	15,463	16,641
少数股东权益	6	3	2	0
归属母公司股东权益	16,508	19,499	23,045	27,128
<b>负债和股东权益</b>	28,611	34,000	38,510	43,769

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,410	5,813	3,636	5,583
净利润	2,683	3,090	3,545	4,081
折旧摊销	855	563	542	484
财务费用	130	145	157	165
投资损失	(23)	(39)	(35)	(42)
营运资金变动	(1,378)	2,051	(577)	893
其它	144	2	4	3
<b>投资活动现金流</b>	(7,146)	(1,862)	(1,710)	(1,432)
资本支出	(2,246)	(1,378)	(1,050)	(1,029)
长期投资	5	(523)	(694)	(446)
其他	(4,905)	39	35	42
<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)	4,203	2,069	4,187

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	22,480	25,283	29,386	33,837
营业成本	15,374	17,344	20,146	23,162
营业税金及附加	168	186	213	249
营业费用	1,679	1,820	2,101	2,461
管理费用	1,336	1,421	1,651	1,902
研发费用	1,123	1,315	1,469	1,714
财务费用	(247)	(186)	(92)	(126)
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	39	35	42
其他经营收益	120	132	147	175
<b>营业利润</b>	3,056	3,552	4,075	4,691
营业外收支	12	0	0	0
<b>利润总额</b>	3,068	3,552	4,075	4,691
所得税	385	462	530	610
<b>净利润</b>	2,683	3,090	3,545	4,081
少数股东损益	(6)	(3)	(1)	(2)
<b>归属母公司净利润</b>	2,688	3,093	3,546	4,083
EBITDA	3,674	3,893	4,494	5,009
EPS (最新摊薄)	4.41	5.08	5.82	6.70

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.97%	12.47%	16.23%	15.15%
营业利润	-0.12%	16.23%	14.72%	15.11%
归属母公司净利润	0.86%	15.06%	14.65%	15.13%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.61%	31.40%	31.44%	31.55%
净利率	11.96%	12.23%	12.07%	12.07%
ROE	16.29%	15.86%	15.39%	15.05%
ROIC	10.70%	10.92%	11.32%	11.36%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.28%	42.64%	40.15%	38.02%
净负债比率	73.26%	74.34%	67.10%	61.34%
流动比率	1.38	1.44	1.59	1.76
速动比率	1.11	1.21	1.34	1.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.86	0.81	0.81	0.82
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	5.08	5.82	6.70
每股经营现金	3.96	9.54	5.97	9.17
每股净资产	27.10	32.01	37.83	44.53
<b>估值比率</b>				
P/E	20.69	17.99	15.69	13.63
P/B	3.37	2.85	2.41	2.05
EV/EBITDA	19.68	16.53	13.93	11.70

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>