

欧派家居(603833)

报告日期: 2023年08月29日

Q2 利润率超预期, 组织改革+零售大家居稳步推进

——欧派家居点评报告

投资要点

□ 欧派家居发布 2023 年中报

23H1 收入 98.43 亿元(+1.5%), 归母净利 11.33 亿元(+11.2%), 扣非归母净利 10.71 亿元(+9.2%); 23Q2 收入 62.73 亿元(+13.0%), 归母净利 9.8 亿(+28.1%), 扣非归母净利 9.42 亿元(+26%), 收入在 22Q2 较高基数 (+13%) 下快速增长, 利润率表现超预期。

□ 衣柜是 Q2 增长主驱动, 厨柜环比改善, 木门、卫浴快速增长分品类来看:

1) **衣柜及配套品**: 23H1 收入 54.3 亿 (+4.05%), 23Q2 单季收入 34.54 亿 (+19%), 作为公司第一大业务的同时保持了最快的增速; 23H1 毛利率 33.59%, 同比+0.93pct, 规模效益持续释放。

2) **厨柜**: 23H1 收入 30.72 亿 (-5.97%), 23Q2 单季收入 19.87 亿 (+2%)、环比 Q1 显著向好; 23H1 毛利率 30.27%, 同比-0.84pct。

3) **卫浴**: 23H1 收入 4.6 亿 (+12.61%), 23Q2 单季收入 2.76 亿 (+14%), 以厨卫空间为切入口, 逐步布局存量需求市场; 毛利率 26.34%, 同比+0.14pct。

4) **木门**: 23H1 收入 5.76 亿 (+6.71%), 23Q2 单季收入 3.69 亿 (+15%), 增长优于整体, 6 月公司推出欧铂尼 25800 元套餐, 主打护墙板和门体的高性价比套餐、预计形成拉动; 毛利率 21%, 同比+0.12pct。

□ 大宗渠道 Q2 拉动增长, 零售大家居快速推进

(1) **大宗渠道** 23H1 收入 14.85 亿 (+8.42%)、Q2 为 8.99 亿 (+29%), 增长提速, 保交付拉动显著、同时公司客户结构不断丰富。

(2) **零售渠道** 23Q2 直营收入 1.96 亿 (+36%)、经销收入 50 亿 (+9.16%), 门店总数 7532 家 (-83 家), 厨柜-121 家、衣柜+160 家、欧铂丽+25 家、卫浴-116 家, 预计系改革过程中调整了店态、优化了部分门店; 衣柜和欧铂丽保持快速招商开店节奏。

(3) **整装大家居** 装企合作持续推进, 22 年底家装渠道合作装企超 4000 家 (21 年为超 3000 家), 预计 Q2 延续快速增长。

(4) **零售大家居** 新模式推进顺利, 零售大家居店 23Q1 门店数量达到 179 家, 23 年计划新增 200+ 门店, 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, 持续前置布局流量。

□ 降本增效显成效, 23Q2 利润率超预期

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。

从财务指标结果来看: 1) Q2 期间费用率为 16.0% (-1.5pct), 其中销售/管理+研发费用率/财务费用率分别同比+0.6pct/-2pct/-0.1pct。2) 23H1/23Q2 毛利率为 31.51%/34.27%, 分别同比+0.22pct/+0.26pct。

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	¥96.15
总市值(百万元)	58,570.01
总股本(百万股)	609.15

股票走势图



相关报告

- 《组织改革稳步推进, 降本增效显成效》2023.07.24
- 《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

- **本轮改革已完成定员定岗、开始下市场磨合，后续跟踪渠道梳理节奏**
 本轮改革已完成定员定岗，终端细则逐步匹配落实。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，由区域营销事业部统筹厨衣木融合发展，目前中层管理人员已到位，终端营销人员、拿货政策、考核制度、经销商经营权归属等细则视各区域市场不同，正在匹配落地，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。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。
- **盈利预测与估值**
 欧派家居是家居行业份额提升强确定性的龙头，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 248.02 亿 (+10.33%) / 285.89 亿 (+15.27%) / 327.44 亿 (+14.54%)，利润 30.85 亿 (+14.75%) / 35.74 亿 (+15.85%) / 41.59 亿 (+16.38%)，对应 PE 为 18.99X/16.39X/14.08X，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

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,480	24,802	28,589	32,744
(+/-) (%)	9.97%	10.33%	15.27%	14.54%
归母净利润	2,688	3,085	3,574	4,159
(+/-) (%)	0.86%	14.75%	15.85%	16.38%
每股收益(元)	4.41	5.06	5.87	6.83
P/E	21.79	18.99	16.39	14.08

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
流动资产	13,381	17,259	20,561	24,802
现金	8,270	12,415	14,448	18,713
交易性金融资产	803	803	803	803
应收账款	1,467	1,125	1,949	1,669
其它应收款	197	97	203	183
预付账款	107	150	172	183
存货	1,414	1,548	1,864	2,129
其他	1,122	1,122	1,122	1,122
非流动资产	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
资产总计	28,611	33,825	38,325	43,553
流动负债	9,675	11,909	12,837	13,908
短期借款	4,585	5,085	5,385	5,585
应付款项	1,979	2,364	2,690	3,145
预收账款	364	832	887	882
其他	2,747	3,628	3,874	4,296
非流动负债	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
负债合计	12,097	14,332	15,259	16,330
少数股东权益	6	3	2	0
归属母公司股东权益	16,508	19,490	23,064	27,223
负债和股东权益	28,611	33,825	38,325	43,553

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,410	5,756	3,600	5,662
净利润	2,683	3,082	3,573	4,157
折旧摊销	855	563	542	484
财务费用	130	145	157	165
投资损失	(23)	(38)	(34)	(41)
营运资金变动	(1,378)	2,002	(642)	895
其它	144	2	4	3
投资活动现金流	(7,146)	(1,863)	(1,710)	(1,434)
资本支出	(2,246)	(1,378)	(1,050)	(1,029)
长期投资	5	(523)	(694)	(446)
其他	(4,905)	38	34	41
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	(1,711)	4,146	2,033	4,264

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,480	24,802	28,589	32,744
营业成本	15,374	17,009	19,540	22,354
营业税金及附加	168	182	208	241
营业费用	1,679	1,811	2,053	2,396
管理费用	1,336	1,394	1,572	1,768
研发费用	1,123	1,215	1,372	1,539
财务费用	(247)	(186)	(91)	(124)
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	38	34	41
其他经营收益	120	129	143	170
营业利润	3,056	3,543	4,107	4,779
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	3,068	3,543	4,107	4,779
所得税	385	461	534	621
净利润	2,683	3,082	3,573	4,157
少数股东损益	(6)	(3)	(1)	(2)
归属母公司净利润	2,688	3,085	3,574	4,159
EBITDA	3,674	3,884	4,527	5,100
EPS (最新摊薄)	4.41	5.06	5.87	6.83

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.97%	10.33%	15.27%	14.54%
营业利润	-0.12%	15.92%	15.93%	16.36%
归属母公司净利润	0.86%	14.75%	15.85%	16.38%
获利能力				
毛利率	31.61%	31.42%	31.65%	31.73%
净利率	11.96%	12.44%	12.50%	12.70%
ROE	16.29%	15.83%	15.50%	15.28%
ROIC	10.70%	10.89%	11.41%	11.55%
偿债能力				
资产负债率	42.28%	42.37%	39.81%	37.49%
净负债比率	73.26%	73.52%	66.15%	59.99%
流动比率	1.38	1.45	1.60	1.78
速动比率	1.11	1.21	1.36	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.79	0.79	0.80
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
每股指标(元)				
每股收益	4.41	5.06	5.87	6.83
每股经营现金	3.96	9.45	5.91	9.30
每股净资产	27.10	32.00	37.86	44.69
估值比率				
P/E	21.79	18.99	16.39	14.08
P/B	3.55	3.01	2.54	2.15
EV/EBITDA	19.68	16.58	13.85	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>