

# Q2 业绩提升明显，看好欧派革新后的蜕变

## 欧派家居(603833)

评级:	买入	股票代码:	603833
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	144.87/81.0
目标价格:		总市值(亿)	585.70
最新收盘价:	96.15	自由流通市值(亿)	585.70
		自由流通股数(百万)	609.15

### 事件概述

欧派家居发布 2023 半年报。2023H1 公司实现营业收入 98.43 亿元，同比+1.55%；归母净利润 11.33 亿元，同比+11.22%；扣非后归母净利润 10.71 亿元，同比+9.22%。单季度来看，2023Q2 公司实现营收 62.73 亿元，同比+13.05%；归母净利润 9.80 亿元，同比+28.10%。现金流方面，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 20.78 亿元，同比+120.53%，主要系报告期内增加销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。此外，2023H1 公司合同负债金额为 17.79 亿元，同比+127.5%，订单充足，后续业绩有望陆续释放。

### 分析判断:

#### ► 收入端：市场短期仍有需求压力，保交付下大宗渠道增长稳定

报告期内，国内经济较疲软，房地产一二手房市场活跃度下降明显，地产销售端仍然面临压力（2023 上半年国内商品住宅销售面积同比-2.80%），终端家居需求维持低位复苏（2023 上半年国内家具类社零总额同比+3.80%），公司收入因而受到一定不利宏观环境拖累。而随着相关政策陆续出台与落地，房地产市场信心有望提振，并逐步传导至定制、软体等家具产品的终端需求，看好公司后续作为家居定制龙头的优先受益。

分产品看，2023H1 公司橱柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门分别实现收入 30.72 亿元、54.30 亿元、4.60 亿元、5.76 亿元，同比-5.97%、+4.05%、+12.61%、+6.71%，大部分产品均有所增长。分渠道看，2023H1 公司直营店、经销店、大宗业务分别收入 2.85 亿元、77.60 亿元、14.85 亿元，同比+6.97%、-0.60%、+8.42%，公司零售渠道保持韧性，大宗渠道受益于保交付成效显著下地产竣工端的持续回暖（2023H1 同比+18.50%）表现较好。门店来看，2023H1 公司共净减少 83 家门店至 7532 家，其中，欧派橱柜（含橱衣综合）、欧派衣柜（衣柜独立）、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼分别净变化-121、+160、+25、-116、-31 家至 2358、2370、1079、700、1025 家，门店变动主要与公司经销商经营计划调整、优化招商及经销管理政策等因素相关，存在短期波动特点。

#### ► 盈利端：降本增效下盈利能力有所上升

2023H1 公司毛利率、净利率分别为 31.52%、11.44%，同比+0.22pct、+0.95pct，我们预计公司盈利能力提升的主要原因是公司期间费用率有所下滑，降本增效明显叠加原材料成本压力减小所致。期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 18.02%，同比-0.71pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别 8.95%、6.44%、4.46%、-1.83%，同比分别+0.52pct、-0.04pct、-0.60pct、-0.59pct。

#### ► 营销体系组织架构及时改革，有利于公司后续长久发展

从本次改革的内容来看，公司将原厨卫、整家、整装大家居营销事业部，调整为按区域划分的三大营销事业部，分别管理所辖区域内欧派品牌、铂尼思品牌全渠道经销商，更好地做到“同城同规划同步调”。从截至报告期末的改革推行情况来看，本次改革涉及的管理架构、岗位、激励机制、绩效考核等已经迅速调整到位，改革效益逐渐显现，看好公司内部优化后的持续蜕变。

### 投资建议

2022 年以来公司将整家定制迅速迭代至“整家定制 2.0”，升级“全屋六大空间咨询规划+柜门墙配产品+菜单式计价”模式，迎合了消费者实际需求；同时，公司整装大家居品牌“铂尼思”在行业内率先提出“一站式超

级集成服务商”的愿景，在“增流量、拓渠道、提单值”的基础上，持续开辟整装大家居新路径与新模式，引领行业新发展。我们持续看好欧派家居在定制家居行业龙头地位，维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 260.10/301.65/346.93 亿元，EPS 分别为 5.16/5.97/6.87 元，对应 2023 年 8 月 29 日收盘价 96.15 元/股，PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

家居需求不及预期；竣工数据不及预期；渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；原材料价格大幅上涨风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,442	22,480	26,010	30,165	34,693
YoY (%)	38.7%	10.0%	15.7%	16.0%	15.0%
归母净利润(百万元)	2,666	2,688	3,140	3,637	4,183
YoY (%)	29.2%	0.9%	16.8%	15.8%	15.0%
毛利率 (%)	31.6%	31.6%	32.0%	32.2%	32.4%
每股收益 (元)	4.40	4.41	5.16	5.97	6.87
ROE	18.5%	16.3%	17.0%	17.4%	17.7%
市盈率	21.85	21.80	18.65	16.10	14.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,480	26,010	30,165	34,693	净利润	2,683	3,137	3,633	4,183
YoY (%)	10.0%	15.7%	16.0%	15.0%	折旧和摊销	855	731	786	835
营业成本	15,374	17,683	20,450	23,439	营运资金变动	-1,378	218	747	1,038
营业税金及附加	168	195	226	295	经营活动现金流	2,410	4,199	5,299	6,202
销售费用	1,679	1,977	2,368	2,741	资本开支	-2,246	-1,190	-1,190	-1,190
管理费用	1,336	1,431	1,629	1,873	投资	-4,923	-51	-241	-231
财务费用	-247	-16	-42	-88	投资活动现金流	-7,146	-1,235	-1,421	-1,406
研发费用	1,123	1,301	1,508	1,735	股权募资	2,006	-207	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	2,403	800	700	500
投资收益	23	26	30	35	筹资活动现金流	2,985	-556	-672	-1,090
营业利润	3,056	3,596	4,176	4,854	现金净流量	-1,711	2,408	3,206	3,706
营业外收支	12	10	10	10	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	3,068	3,606	4,186	4,864	<b>成长能力</b>				
所得税	385	469	553	681	营业收入增长率	10.0%	15.7%	16.0%	15.0%
净利润	2,683	3,137	3,633	4,183	净利润增长率	0.9%	16.8%	15.8%	15.0%
归属于母公司净利润	2,688	3,140	3,637	4,183	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	0.9%	16.8%	15.8%	15.0%	毛利率	31.6%	32.0%	32.2%	32.4%
每股收益	4.41	5.16	5.97	6.87	净利率	12.0%	12.1%	12.1%	12.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	9.4%	9.7%	9.8%	10.1%
货币资金	8,270	10,678	13,883	17,589	净资产收益率 ROE	16.3%	17.0%	17.4%	17.7%
预付款项	107	354	307	352	<b>偿债能力</b>				
存货	1,414	1,435	1,973	2,063	流动比率	1.38	1.43	1.49	1.58
其他流动资产	3,589	3,837	4,461	4,513	速动比率	1.11	1.16	1.23	1.33
流动资产合计	13,381	16,303	20,624	24,517	现金比率	0.85	0.94	1.00	1.14
长期股权投资	11	12	13	14	资产负债率	42.3%	42.9%	43.8%	43.1%
固定资产	6,689	6,978	7,112	7,097	<b>经营效率</b>				
无形资产	1,061	1,191	1,321	1,451	总资产周转率	0.86	0.85	0.87	0.88
非流动资产合计	15,230	15,971	16,546	17,062	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	28,611	32,274	37,170	41,578	每股收益	4.41	5.16	5.97	6.87
短期借款	4,585	5,385	6,085	6,585	每股净资产	27.10	30.27	34.27	38.84
应付账款及票据	1,979	2,245	3,095	3,156	每股经营现金流	3.96	6.89	8.70	10.18
其他流动负债	3,111	3,777	4,691	5,754	每股股利	1.77	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,675	11,407	13,870	15,495	<b>估值分析</b>				
长期借款	5	5	5	5	PE	21.80	18.65	16.10	14.00
其他长期负债	2,417	2,417	2,417	2,417	PB	4.48	3.18	2.81	2.48
非流动负债合计	2,422	2,422	2,422	2,422					
负债合计	12,097	13,830	16,293	17,917					
股本	609	607	607	607					
少数股东权益	6	3	-1	-1					
股东权益合计	16,514	18,444	20,877	23,661					
负债和股东权益合计	28,611	32,274	37,170	41,578					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。