

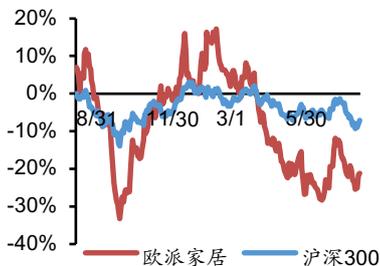
23Q2 利润率表现亮眼，体系持续迭代

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

| | |
|---------------|---------|
| 收盘价(元) | 96.15 |
| 近12个月最高/最低(元) | 150/812 |
| 总股本(百万股) | 609 |
| 流通股本(百万股) | 609 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 585.70 |
| 流通市值(亿元) | 585.70 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 大家居持续发力，合同负债增长明显 2023-04-30
1. 整装大家居稳步推进，增长势能充沛 2023-04-25
2. 22Q4 收入有韧性，利润率改善明显 2022-01-16

主要观点：

- **事件：公司发布 2023 年半年报。**23H1 营收 98.43 亿元，同比+1.55%，归母净利润 11.33 亿元，同比+11.22%；23Q2 营收 62.73 亿元，同比+13.05%，归母净利润 9.80 亿元，同比+28.10%。
- **衣柜及配套品、卫浴木门 23Q2 营收高增，改革叠加大宗渠道拓展助力 23Q2 营收修复。**23Q2 营销体系架构改革正面效果逐步显现，新型大宗业务需求逐步释放。**分品类**，1) 衣柜及配套品 23H1 营收 54.30 亿元，同比+4.05%，23Q2 营收 34.54 亿元，同比+19.16%，主因终端市场平稳复苏，定制订单带动品类增长；2) 厨柜、卫浴、木门 23H1 营收 30.72、4.60、5.76 亿元，同比分别为-5.97%、+12.61%、+6.71%。23Q2 营收 19.87、2.76、3.69 亿元，同比+2.23%、+14.05%、+14.55%，卫浴、木门增速亮眼主因 1) 大宗业务渠道拓展带来卫浴品类需求增长；3) 6 月欧铂尼推出主打门墙的整家定制 1+N 套餐。**分渠道**，公司转换大宗业务拓展思维，新型大宗业务需求释放。23Q2 经销、大宗业务、直营渠道营收 50.04、8.99、1.96 亿元，同比+9.16%、+29.16%、+36.47%。截至 2023H1 末，欧派厨柜/衣柜/卫浴门店分别 2358、2370、700 家，较 2022 年末分别-121、+160、-116 家，欧铂丽/欧铂尼较 2022 年末分别+25、-31 家。门店短期波动主因营销系统组织架构调整带来的终端门店优化。此外，23H1 整装大家居加速推进，整装渠道营收稳步增长。
- **23Q2 大宗、直营渠道毛利率显著改善，齐套交付模式及组织结构优化下仍有增效空间。**23H1 公司毛利率 31.52%，同比+0.22pcts，23Q2 毛利率 34.27%，同比+0.26pcts，增长主因 1) 齐套交付模式降本增效；2) 组织结构优化降低部门摩擦成本，利润考核权重大于收入；3) 原材料价格回落。23Q2 厨柜、衣柜及配套品、卫浴、木门毛利率 30.82%、36.97%、32.49%、28.44%，同比-0.74pcts、+1.04pcts、+2.27pcts、+0.26pcts。23Q2 直营/经销/大宗渠道毛利率 60.57%、33.52%、33.30%，同比+3.38pcts、-0.26pcts、+4.11pcts。23Q2 销售、管理、财务费用率 8.50%、5.16%、-1.70%，同比+0.59pcts、-0.83pcts、-0.12pcts。销售费用率增长主因公司逆势投入加大品牌建设力度。截至 23H1 末预收账款 2.98 亿元，同比-16.28%，较 2022 年末-18.13%。合同负债 17.79 亿元，较 2022 年末+127.46%，判断主因客户订单转化增加。
- **投资建议：架构持续迭代，家居龙头 α 彰显。**公司组织架构改革正面效果逐步显现，整装势能在持续释放，欧派及铂尼斯整装大家居加速推进，公司逆势加大品牌建设力度，在前置流量入口从布局到放量。公司各事业部中层以上骨干深入新划分各区域营销事业部，品类融合及经营效率提升值得重点期待。我们预计 23-25 年净利润分别 31.03、35.22、39.81 亿元，对应 PE 分别为 19X、17X、15X，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产政策不及预期、原材料成本大幅波动、行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 22480 | 25474 | 28913 | 32908 |
| 收入同比 (%) | 10.0% | 13.3% | 13.5% | 13.8% |
| 归属母公司净利润 | 2688 | 3103 | 3522 | 3981 |
| 净利润同比 (%) | 0.9% | 15.4% | 13.5% | 13.0% |
| 毛利率 (%) | 31.6% | 31.6% | 31.7% | 31.9% |
| ROE (%) | 16.3% | 15.7% | 15.1% | 14.5% |
| 每股收益 (元) | 4.41 | 5.09 | 5.78 | 6.54 |
| P/E | 21.79 | 18.88 | 16.63 | 14.71 |
| P/B | 3.55 | 2.97 | 2.50 | 2.13 |
| EV/EBITDA | 15.55 | 12.62 | 10.95 | 9.06 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 13381 | 12829 | 17132 | 21773 | 营业收入 | 22480 | 25474 | 28913 | 32908 |
| 现金 | 8270 | 7124 | 10894 | 14930 | 营业成本 | 15374 | 17415 | 19756 | 22415 |
| 应收账款 | 1357 | 1535 | 1743 | 1983 | 营业税金及附加 | 168 | 186 | 213 | 242 |
| 其他应收款 | 197 | 223 | 253 | 289 | 销售费用 | 1679 | 1732 | 2082 | 2468 |
| 预付账款 | 107 | 122 | 138 | 157 | 管理费用 | 1336 | 1452 | 1677 | 1909 |
| 存货 | 1414 | 1575 | 1786 | 2027 | 财务费用 | -247 | 143 | -34 | -104 |
| 其他流动资产 | 2035 | 2251 | 2317 | 2387 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 15230 | 15122 | 15002 | 15322 | 公允价值变动收益 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 11 | 11 | 11 | 11 | 投资净收益 | 23 | 25 | 29 | 33 |
| 固定资产 | 6689 | 6793 | 6891 | 7020 | 营业利润 | 3056 | 3527 | 4003 | 4527 |
| 无形资产 | 1061 | 949 | 814 | 709 | 营业外收入 | 27 | 30 | 30 | 30 |
| 其他非流动资产 | 7470 | 7370 | 7287 | 7583 | 营业外支出 | 15 | 17 | 15 | 15 |
| 资产总计 | 28611 | 27951 | 32134 | 37096 | 利润总额 | 3068 | 3540 | 4018 | 4542 |
| 流动负债 | 9675 | 5695 | 6424 | 7252 | 所得税 | 385 | 442 | 502 | 568 |
| 短期借款 | 4585 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2683 | 3097 | 3516 | 3974 |
| 应付账款 | 1909 | 2147 | 2436 | 2764 | 少数股东损益 | -6 | -5 | -6 | -7 |
| 其他流动负债 | 3181 | 3548 | 3988 | 4489 | 归属母公司净利润 | 2688 | 3103 | 3522 | 3981 |
| 非流动负债 | 2422 | 2511 | 2321 | 2321 | EBITDA | 3654 | 4239 | 4524 | 5018 |
| 长期借款 | 5 | 5 | 5 | 5 | EPS (元) | 4.41 | 5.09 | 5.78 | 6.54 |
| 其他非流动负债 | 2417 | 2506 | 2316 | 2316 | | | | | |
| 负债合计 | 12097 | 8206 | 8744 | 9573 | | | | | |
| 少数股东权益 | 6 | 1 | -6 | -13 | | | | | |
| 股本 | 609 | 609 | 609 | 609 | | | | | |
| 资本公积 | 4360 | 4360 | 4360 | 4360 | | | | | |
| 留存收益 | 11539 | 14776 | 18426 | 22566 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 16508 | 19745 | 23395 | 27535 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 28611 | 27951 | 32134 | 37096 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 2410 | 4286 | 4573 | 5051 |
| 净利润 | 2688 | 3103 | 3522 | 3981 |
| 折旧摊销 | 855 | 723 | 727 | 724 |
| 财务费用 | 130 | 312 | 129 | 129 |
| 投资损失 | -23 | -25 | -29 | -33 |
| 营运资金变动 | -1378 | 190 | 242 | 269 |
| 其他经营现金流 | 4205 | 2898 | 3263 | 3693 |
| 投资活动现金流 | -7146 | -624 | -484 | -886 |
| 资本支出 | -2246 | -420 | -418 | -824 |
| 长期投资 | -4923 | -30 | -30 | -30 |
| 其他投资现金流 | 23 | -175 | -36 | -32 |
| 筹资活动现金流 | 2985 | -4808 | -319 | -129 |
| 短期借款 | 2196 | -4585 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 786 | -223 | -319 | -129 |
| 现金净增加额 | -1711 | -1146 | 3770 | 4037 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 10.0% | 13.3% | 13.5% | 13.8% |
| 营业利润 | -0.1% | 15.4% | 13.5% | 13.1% |
| 归属于母公司净利 | 0.9% | 15.4% | 13.5% | 13.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 31.6% | 31.6% | 31.7% | 31.9% |
| 净利率 (%) | 12.0% | 12.2% | 12.2% | 12.1% |
| ROE (%) | 16.3% | 15.7% | 15.1% | 14.5% |
| ROIC (%) | 10.6% | 14.1% | 13.2% | 12.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 42.3% | 29.4% | 27.2% | 25.8% |
| 净负债比率 (%) | 73.3% | 41.6% | 37.4% | 34.8% |
| 流动比率 | 1.38 | 2.25 | 2.67 | 3.00 |
| 速动比率 | 1.23 | 1.95 | 2.37 | 2.70 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.91 | 0.90 | 0.89 |
| 应收账款周转率 | 16.57 | 16.59 | 16.59 | 16.59 |
| 应付账款周转率 | 8.05 | 8.11 | 8.11 | 8.11 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 4.41 | 5.09 | 5.78 | 6.54 |
| 每股经营现金流薄) | 3.96 | 7.04 | 7.51 | 8.29 |
| 每股净资产 | 27.10 | 32.41 | 38.41 | 45.20 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 21.79 | 18.88 | 16.63 | 14.71 |
| P/B | 3.55 | 2.97 | 2.50 | 2.13 |
| EV/EBITDA | 15.55 | 12.62 | 10.95 | 9.06 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。