

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	96.15
总股本/流通股本(亿股)	6.09 / 6.09
总市值/流通市值(亿元)	586 / 586
52周内最高/最低价	142.99 / 81.42
资产负债率(%)	42.3%
市盈率	21.80
第一大股东	姚良松

研究所

分析师: 杨维维
SAC 登记编号: S1340522090007
Email: yangweiwei@cnpsec.com

欧派家居(603833)

Q2 利润端表现靓丽，组织改革成效或逐步显现

● 事件：

公司发布 2023 年半年度报告：

2023H1 公司实现收入 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%。其中，2023Q2 公司实现收入 62.73 亿元，同比+13.05%；归母净利润 9.80 亿元，同比+28.10%；扣非后归母净利润 9.42 亿元，同比+25.97%。公司收入端稳中有增，利润端则受益于公司内部组织架构改革成效显著，表现靓丽。

现金流表现良好，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额 20.78 亿元，同比+120.53%；其中，Q2 单季度经营活动产生的现金流量净额 13.41 亿元，同比+5.90%。

● 衣柜及配套品收入贡献扩大，营销体系改革有序落地

分产品看，2023H1 公司橱柜、衣柜及配套品、卫浴、木门、其他产品分别实现收入 30.72、54.30、4.60、5.76、1.27 亿元，同比分别-5.97%、+4.05%、+12.61%、+6.71%、+16.50%；毛利率分别为 30.27%、33.59%、26.34%、21.00%、40.17%，同比分别-0.84pct、+0.93pct、+0.14pct、+0.12pct、+0.06pct。橱柜业务收入端略有下滑，毛利率表现平稳；衣柜及配套品稳步增长，上半年收入占比同比+1.5pct 至 56.18%，对收入贡献进一步扩大。

分渠道看，2023H1 公司直营店、经销店、大宗业务和其他渠道分别实现收入 2.85、77.60、14.85、1.36 亿元，同比分别+6.97%、-0.60%、+8.42%、+35.03%，经销渠道稳步变化，大宗业务有所提升。公司为顺应行业变化趋势，于今年 4 月开启营销体系组织架构改革，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”，截至报告期末，改革涉及管理架构等调整到位，预计管理效率逐步体现。

分门店看，2023H1 欧派厨柜（含厨衣综合）、欧派衣柜（独立）、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼较年初分别净变化-121/+160/+25/-116/-31 至 2358/2370/1079/700/1025 家，欧派厨柜门店有所下滑，欧派衣柜、卫浴等门店均有所增加。

● 改革成效逐步显现，盈利能力同比提升

2023H1 公司毛利率、净利率分别为 31.52%、11.44%，同比分别+0.22pct、+0.95pct；其中 Q2 单季度公司毛利率、净利率分别为 34.27%、15.58%，同比分别+0.26pct、+1.80pct，盈利能力同比提升，内部管理改革成效逐步显现。

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、财务费用率分别为 8.95%、6.44%、4.46%、-1.83%，同比分别+0.52pct、-0.04pct、-0.60pct、-0.59pct；其中 Q2 单季度公司期间费用率为 15.97%，同比-1.49pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.50%、5.16%、4.02%、-1.70%，同比分别+0.59pct、-0.83pct、-1.13pct、-0.12pct，公司期间费用管控良好。

● 投资建议：

持续看好欧派家居在定制家居行业龙头地位，渠道、产品、产能、信息化等全方位优势带来的业绩提升。考虑到上半年公司营销体系改革，我们调整此前预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别由 31.34/36.18/41.27 亿元调整至 30.82/35.76/41.13 亿元，同比分别+14.62%/+16.06%/+14.99%，对应 PE 分别为 20/17/15 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游消费需求不及预期风险；渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；厨柜零售渠道受精装市场冲击超预期；原材料价格大幅波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	22480	24795	28432	32146
增长率	9.97%	10.30%	14.67%	13.06%
EBITDA（百万元）	3674	3980	4597	5221
归属母公司净利润（百万元）	2688	3082	3576	4113
增长率	0.86%	14.62%	16.06%	14.99%
EPS（元/股）	4.41	5.06	5.87	6.75
市盈率（P/E）	23.00	20.06	17.29	15.03
市净率（P/B）	3.75	3.38	2.83	2.38
EV/EBITDA	19.68	13.93	11.39	8.86

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	22480	24795	28432	32146	营业收入	10.0%	10.3%	14.7%	13.1%
营业成本	15374	16732	19191	21667	营业利润	-0.1%	16.2%	16.1%	15.0%
税金及附加	168	174	199	225	归属于母公司净利润	0.9%	14.6%	16.1%	15.0%
销售费用	1679	1909	2161	2427	获利能力				
管理费用	1336	1488	1649	1848	毛利率	31.6%	32.5%	32.5%	32.6%
研发费用	1123	1116	1265	1414	净利率	12.0%	12.4%	12.6%	12.8%
财务费用	-247	-37	1	-1	ROE	16.3%	16.8%	16.3%	15.8%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	10.7%	12.1%	12.5%	12.5%
营业利润	3056	3550	4122	4741	偿债能力				
营业外收入	27	30	30	30	资产负债率	42.3%	42.8%	40.3%	37.4%
营业外支出	15	18	18	18	流动比率	1.38	1.51	1.77	2.05
利润总额	3068	3562	4134	4753	营运能力				
所得税	385	480	557	641	应收账款周转率	18.98	24.00	24.00	24.00
净利润	2683	3082	3577	4113	存货周转率	15.63	20.52	21.33	21.36
归母净利润	2688	3082	3576	4113	总资产周转率	0.86	0.82	0.83	0.82
每股收益(元)	4.41	5.06	5.87	6.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.41	5.06	5.87	6.75
货币资金	8270	12929	16021	22107	每股净资产	27.10	30.06	35.93	42.68
交易性金融资产	803	803	803	803	估值比率				
应收票据及应收账款	1467	1012	1831	1384	PE	23.00	20.06	17.29	15.03
预付款项	107	167	192	217	PB	3.75	3.38	2.83	2.38
存货	1414	1003	1663	1347	现金流量表				
流动资产合计	13381	16977	21848	26940	净利润	2683	3082	3577	4113
固定资产	6689	6396	6094	5781	折旧和摊销	855	493	503	513
在建工程	1430	1430	1430	1430	营运资本变动	-1378	2666	-687	1761
无形资产	1061	1161	1261	1361	其他	251	233	229	225
非流动资产合计	15230	15038	14835	14623	经营活动现金流净额	2410	6473	3621	6611
资产总计	28611	32015	36684	41563	资本开支	-2246	-288	-288	-288
短期借款	4585	4585	4585	4585	其他	-4900	25	28	32
应付票据及应付账款	1979	2111	2580	2716	投资活动现金流净额	-7146	-263	-260	-256
其他流动负债	3111	4582	5205	5835	股权融资	2006	-206	0	0
流动负债合计	9675	11278	12370	13136	债务融资	2403	0	0	0
其他	2422	2422	2422	2422	其他	-1424	-1345	-270	-270
非流动负债合计	2422	2422	2422	2422	筹资活动现金流净额	2985	-1551	-270	-270
负债合计	12097	13700	14793	15559	现金及现金等价物净增加额	-1711	4659	3092	6086
股本	609	608	608	608					
资本公积金	4360	4155	4155	4155					
未分配利润	10698	12242	15282	18778					
少数股东权益	6	6	6	7					
其他	840	1303	1839	2456					
所有者权益合计	16514	18314	21891	26004					
负债和所有者权益总计	28611	32015	36684	41563					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048