

Q2 利润超预期，毛利率逆势增长控费效果显著

2023 年 09 月 02 日

➤ **事件:** 2023 年上半年实现营收/归母净利润/扣非净利润 98.43/11.33/10.71 亿元，同比增长 1.55%/11.22%/9.22%，23Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 62.73/9.80/9.42 亿元，同比增长 13.05%/28.10%/25.97%。

➤ **零售衣柜及配套品高基数下仍维持增速:** 1) **分产品看**，公司 23Q2 橱柜/衣柜及配套家具产品/卫浴/木门/其他实现收入 19.87/34.54/2.76/3.69/0.92 亿元，同增 2.23%/19.16%/14.05%/14.55%/35.15%，占营业收入的比重 32.16%/55.91%/4.47%/5.97%/1.49%，同比变动 -3.34/+2.96/+0.05/+0.09/+0.25pct。2) **分渠道看**，公司 23Q2 直营/经销/大宗/其他实现收入 1.96/50.03/8.99/0.78 亿元，同增 36.47%/9.16%/29.16%/56.85%，占营业收入的比重 3.18%/81.00%/14.56%/1.27%，同比变动+0.55/-2.74/+1.84/+0.36pct。

➤ **零售门店数量波动，加速大家居业务布局:** 1) 公司门店较 22 年末净开店-83 家至 7532 家，其中橱柜 2358 家 (-121)，衣柜 2370 家 (+160)，欧铂丽 1079 家 (+25)，欧派卫浴 700 家 (-116)，欧铂尼 1025 家 (-31)，门店数量减少与优化招商及经销商管理政策等因素相关，为短期波动，公司顺应市场趋势加速大家居业务布局进程。

➤ **毛利率逆势增长，控费效果显著:** 公司 23H1/23Q2 公司毛利率分别为 31.52%/34.27%，同比变化+0.23pct/+0.26pct，主要是原材料价格下降和内部降本增效措施落地。1) **分产品看**，公司 23Q2 橱柜/衣柜及配套家具产品/卫浴/木门/其他毛利率为 30.82%/36.97%/32.49%/28.44%/52.33%，同比变动-0.74/+1.04/+2.27/+0.26/-4.81pct。2) **分渠道看**，公司 23Q22 直营/经销/大宗/其他毛利率为 60.57%/33.52%/33.30%/46.75%，同比变动+3.38/-0.26/+4.11/-0.32pct。3) **费用方面**，23Q2 公司期间费用率为 15.97%，同比减少 1.49pct，销售/管理/研发/财务费用率 8.50%/5.16%/4.02%/-1.70%，同比变动+0.59/-0.83/-1.13/-0.12pct。23H1 公司期间费用率为 18.02%，同比减少 0.71pct，销售/管理/研发/财务费用率 8.95%/6.44%/4.46%/-1.83%，同比变动+0.52/-0.04/-0.60/-0.59pct，控费效果显著。4) 公司 23H1/23Q2 净利率为 11.44%/15.58%，同比+0.95/+1.80pct。

➤ **投资建议:** 公司大家居推进顺利，零售大家居开店迅速，以橱衣木卫全品类为核心，结合自身领先的信息化系统和供应链，为消费者提供一站式解决方案，长期市场份额提升确定性强。我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.98/36.17/41.53 亿元，同增 15.2%/16.8%/14.8%，当前股价对应 PE 分别为 20/17/15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 房地产复苏不及预期；大家居业务推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22,480	24,810	28,647	32,868
增长率 (%)	10.0	10.4	15.5	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,688	3,098	3,617	4,153
增长率 (%)	0.9	15.2	16.8	14.8
每股收益 (元)	4.41	5.09	5.94	6.82
PE	23	20	17	15
PB	3.7	3.4	3.0	2.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

101.34 元


分析师 徐皓亮

执业证书: S0100522110001

邮箱: xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 欧派家居 (603801.SH) 2023 年一季报点评: 高基数&经营杠杆短期影响盈利, 前瞻指标良好静待业绩复苏-2023/04/29

2. 欧派家居 (603833.SH) 2022 年年报点评: 新渠道&新模式引爆增长新动能, 龙头地位持续夯实-2023/04/26

3. 欧派家居 (603833.SH) 2022 年业绩预告公告点评: 逆势凸显韧性, Q4 业绩符合预期-2023/01/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,480	24,810	28,647	32,868
营业成本	15,374	16,829	19,383	22,278
营业税金及附加	168	174	201	230
销售费用	1,679	1,861	2,160	2,449
管理费用	1,336	1,466	1,679	1,939
研发费用	1,123	1,116	1,289	1,479
EBIT	2,819	3,463	4,051	4,624
财务费用	-247	-98	-111	-157
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	23	0	0	0
营业利润	3,056	3,562	4,162	4,781
营业外收支	12	15	15	15
利润总额	3,068	3,577	4,177	4,796
所得税	385	479	560	643
净利润	2,683	3,098	3,617	4,153
归属于母公司净利润	2,688	3,098	3,617	4,153
EBITDA	3,674	4,361	5,133	5,848

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,270	14,238	17,985	20,889
应收账款及票据	1,467	1,349	1,557	1,787
预付款项	107	168	194	223
存货	1,414	1,614	1,859	2,136
其他流动资产	2,122	2,363	1,111	1,122
流动资产合计	13,381	19,731	22,706	26,157
长期股权投资	11	6	6	6
固定资产	6,689	7,368	7,939	8,582
无形资产	1,061	1,059	1,055	1,050
非流动资产合计	15,230	16,034	16,449	16,907
资产合计	28,611	35,765	39,154	43,064
短期借款	4,585	7,085	7,085	7,085
应付账款及票据	1,979	2,582	2,974	3,418
其他流动负债	3,111	4,744	5,368	6,133
流动负债合计	9,675	14,411	15,426	16,635
长期借款	5	621	621	621
其他长期负债	2,417	2,416	2,411	2,406
非流动负债合计	2,422	3,038	3,033	3,028
负债合计	12,097	17,448	18,459	19,663
股本	609	609	609	609
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益合计	16,514	18,317	20,695	23,401
负债和股东权益合计	28,611	35,765	39,154	43,064

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.97	10.37	15.46	14.73
EBIT 增长率	-2.05	22.85	16.96	14.16
净利润增长率	0.86	15.22	16.78	14.81
盈利能力 (%)				
毛利率	31.61	32.17	32.34	32.22
净利率	11.96	12.49	12.63	12.64
总资产收益率 ROA	9.40	8.66	9.24	9.64
净资产收益率 ROE	16.29	16.92	17.48	17.75
偿债能力				
流动比率	1.38	1.37	1.47	1.57
速动比率	1.11	1.14	1.32	1.42
现金比率	0.85	0.99	1.17	1.26
资产负债率 (%)	42.28	48.79	47.14	45.66
经营效率				
应收账款周转天数	22.03	16.00	16.00	16.00
存货周转天数	33.57	35.00	35.00	35.00
总资产周转率	0.86	0.77	0.76	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	4.41	5.09	5.94	6.82
每股净资产	27.10	30.06	33.96	38.41
每股经营现金流	3.96	10.85	9.13	10.36
每股股利	1.77	2.03	2.38	2.73
估值分析				
PE	23	20	17	15
PB	3.7	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	15.86	13.36	11.35	9.96
股息收益率 (%)	1.75	2.01	2.34	2.69

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,683	3,098	3,617	4,153
折旧和摊销	855	897	1,083	1,224
营运资金变动	-1,378	2,366	572	647
经营活动现金流	2,410	6,610	5,559	6,313
资本开支	-2,246	-1,640	-1,482	-1,668
投资	-4,923	45	0	0
投资活动现金流	-7,146	-2,021	-220	-1,668
股权募资	2,006	-205	0	0
债务募资	2,403	2,930	-63	-5
筹资活动现金流	2,985	1,380	-1,591	-1,741
现金净流量	-1,711	5,968	3,748	2,904

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026