

欧派家居 (603833.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

3Q 经销收入短期承压，大家居战略持续推进

业绩简评

10月27日公司发布2023年三季报,2023Q1-3公司实现营收165.6亿元,同比+1.8%;实现归母净利润23.1亿元,同比+16.0%。其中3Q公司实现营收67.2亿元,同比+2.2%;实现归母净利润11.8亿元,同比+21.1%,扣非归母净利润11.3亿元,同比+20.2%。

经营分析

内外部因素致使3Q经销渠道收入短期承压:今年以来家居行业需求逐步走弱,线下客流量承压明显,公司整体面临的外部经营环境较为艰难。并且公司二季度进行了组织架构变革,渠道管理需要一定磨合期,整体来看,内外部因素叠加致使公司3Q经销渠道收入同比-1.7%至50.6亿元,短期增长虽略有承压,但目前内部组织架构已梳理清楚,渠道端管理磨合也已较为顺畅,为后续恢复增长奠定基础。此外,直营/大宗渠道收入分别同比+14.0%/+12.3%至2.2/11.9亿元。分产品来看,公司3Q橱/衣(含配套品)/卫/木收入分别同比-4.1%/-1.3%/+12.3%/+5.9%至20.9/34.4/3.5/4.2亿元。门店数方面,公司今年以来持续推进门店调整优化,截至9月底,公司橱/衣门店数较去年底-139/+43家至2340/2253家。

3Q毛利率同比显著改善,盈利表现超预期。公司2023Q1-3毛利率同比+2.0pct至34.0%,其中3Q毛利率同比+4.5pct至37.6%,预计主因原材料价格下行叠加前期内部降本增效措施成效进一步显现。费用率方面,3Q公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.6/-0.5/+0.6pct至8.2%/5.0%/4.7%。整体来看,公司3Q销售净利率同比+2.7pct至17.5%,盈利改善较为超预期。

公司积极求变,中长期持续增长仍可期:公司于2023年4月起推动组织架构调整,以分区域管理模式替代分品类管理模式,助力大家居战略实施。在顶层机制理顺后,公司积极推动厨衣经销商融合的同时,顺应市场需求,积极求变,率先推出598装满家套餐以及699元/平的高性价比产品抢占市场份额。整体来看,公司经销体系营销、管理等多项能力依然处于行业领先地位,在行业景气度下行期,公司勇于变革,持续坚定推进大家居战略,为中长期持续增长打下坚实基础。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023/2024/2025年EPS为5.01/5.76/6.57元,当前股价对应PE分别为19/17/13倍,维持“买入”评级。

风险提示

原材料大幅上涨;整装渠道竞争加剧;竣工速度不及预期。

轻工组

分析师:张杨桓(执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师:尹新悦(执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价(人民币):88.19元

相关报告:

- 《欧派家居公司点评:大家居战略领先,增长势能有望迎释放》,2023.4.25
- 《欧派家居公司点评:龙头4Q增长显韧性,23年利润改善值得期待》,2023.1.16
- 《3Q收入增长具韧性,4Q利润修复可期-欧派家居三季报点评》,2022.10.28



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,442	22,480	23,270	26,576	30,408
营业收入增长率	38.68%	9.97%	3.52%	14.20%	14.42%
归母净利润(百万元)	2,666	2,688	3,051	3,506	3,999
归母净利润增长率	29.23%	0.86%	13.47%	14.94%	14.06%
摊薄每股收益(元)	4.376	4.413	5.008	5.756	6.565
每股经营性现金流净额	6.42	3.62	8.14	7.89	8.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.50%	16.29%	16.74%	17.02%	17.15%
P/E	33.71	27.54	19.13	16.66	13.43
P/B	6.24	4.48	3.20	2.84	2.30

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,740	20,442	22,480	23,270	26,576	30,408
增长率		38.7%	10.0%	3.5%	14.2%	14.4%
主营业务成本	-9,579	-13,978	-15,374	-15,610	-17,818	-20,384
%销售收入	65.0%	68.4%	68.4%	67.1%	67.0%	67.0%
毛利	5,161	6,463	7,105	7,661	8,758	10,025
%销售收入	35.0%	31.6%	31.6%	32.9%	33.0%	33.0%
营业税金及附加	-111	-143	-168	-175	-199	-228
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,147	-1,386	-1,679	-1,582	-1,887	-2,189
%销售收入	7.8%	6.8%	7.5%	6.8%	7.1%	7.2%
管理费用	-961	-1,131	-1,336	-1,245	-1,435	-1,657
%销售收入	6.5%	5.5%	5.9%	5.4%	5.4%	5.5%
研发费用	-699	-908	-1,123	-1,094	-1,249	-1,429
%销售收入	4.7%	4.4%	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	2,242	2,896	2,799	3,565	3,987	4,521
%销售收入	15.2%	14.2%	12.5%	15.3%	15.0%	14.9%
财务费用	35	115	247	-173	-32	8
%销售收入	-0.2%	-0.6%	-1.1%	0.7%	0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	52	-34	0	0	0
投资收益	37	21	23	25	18	15
%税前利润	1.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.4%	0.3%
营业利润	2,407	3,060	3,056	3,517	4,044	4,614
营业利润率	16.3%	15.0%	13.6%	15.1%	15.2%	15.2%
营业外收支	5	15	12	10	10	10
税前利润	2,413	3,075	3,068	3,527	4,054	4,624
利润率	16.4%	15.0%	13.6%	15.2%	15.3%	15.2%
所得税	-350	-411	-385	-476	-547	-624
所得税率	14.5%	13.4%	12.6%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	2,063	2,664	2,683	3,051	3,506	3,999
少数股东损益	0	-1	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,063	2,666	2,688	3,051	3,506	3,999
净利率	14.0%	13.0%	12.0%	13.1%	13.2%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,063	2,664	2,683	3,051	3,506	3,999
少数股东损益	0	-1	-6	0	0	0
非现金支出	568	696	752	742	827	915
非经营收益	94	61	151	175	76	66
营运资金变动	1,148	490	-1,377	992	398	463
经营活动现金净流	3,873	3,911	2,208	4,959	4,807	5,443
资本开支	-1,883	-1,231	-2,246	-1,656	-1,410	-1,410
投资	-576	-916	-4,923	0	0	0
其他	121	82	23	25	18	15
投资活动现金净流	-2,337	-2,065	-7,146	-1,631	-1,392	-1,395
股权募资	0	2	2,006	-424	0	0
债权募资	1,167	755	2,403	-2,425	-837	-775
其他	-608	-954	-1,384	-1,168	-1,236	-1,371
筹资活动现金净流	558	-197	3,025	-4,017	-2,073	-2,145
现金净流量	2,094	1,648	-1,913	-688	1,342	1,903

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,427	6,562	8,270	7,582	8,924	10,827
应收款项	836	1,313	1,664	1,565	1,700	1,912
存货	809	1,463	1,414	1,283	1,416	1,564
其他流动资产	2,179	1,905	2,032	2,128	2,196	2,266
流动资产	8,250	11,243	13,381	12,558	14,235	16,569
%总资产	43.8%	48.1%	46.8%	43.7%	45.9%	49.0%
长期投资	318	1,720	1,697	1,697	1,697	1,697
固定资产	7,631	6,996	8,119	8,530	8,858	9,098
%总资产	40.5%	29.9%	28.4%	29.7%	28.6%	26.9%
无形资产	1,522	1,144	1,161	1,439	1,604	1,768
非流动资产	10,593	12,150	15,230	16,159	16,762	17,267
%总资产	56.2%	51.9%	53.2%	56.3%	54.1%	51.0%
资产总计	18,844	23,393	28,611	28,717	30,998	33,836
短期借款	1,627	2,402	4,826	2,512	1,675	900
应付款项	2,547	3,712	3,184	3,471	3,917	4,483
其他流动负债	1,753	2,170	1,664	2,235	2,522	2,849
流动负债	5,926	8,285	9,675	8,218	8,114	8,232
长期贷款	0	0	5	5	5	5
其他长期负债	992	699	2,417	2,270	2,270	2,270
负债	6,918	8,984	12,097	10,493	10,389	10,507
普通股股东权益	11,925	14,409	16,508	18,219	20,603	23,323
其中：股本	602	609	609	609	609	609
未分配利润	7,150	9,074	10,698	12,834	15,218	17,938
少数股东权益	0	0	6	6	6	6
负债股东权益合计	18,844	23,393	28,611	28,717	30,998	33,836

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.429	4.376	4.413	5.008	5.756	6.565
每股净资产	19.825	23.654	27.100	29.909	33.823	38.288
每股经营现金净流	6.438	6.420	3.625	8.141	7.892	8.936
每股股利	1.000	0.750	1.090	1.502	1.842	2.101
回报率						
净资产收益率	17.30%	18.50%	16.29%	16.74%	17.02%	17.15%
总资产收益率	10.95%	11.39%	9.40%	10.62%	11.31%	11.82%
投入资本收益率	13.56%	14.84%	10.61%	13.74%	14.38%	15.08%
增长率						
主营业务收入增长率	8.91%	38.68%	9.97%	3.52%	14.20%	14.42%
EBIT 增长率	19.89%	29.12%	-3.32%	27.34%	11.85%	13.38%
净利润增长率	12.13%	29.23%	0.86%	13.47%	14.94%	14.06%
总资产增长率	27.20%	24.14%	22.31%	0.37%	7.94%	9.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.6	14.4	19.2	20.0	19.0	18.6
存货周转天数	31.5	29.7	34.2	30.0	29.0	28.0
应付账款周转天数	37.8	41.3	46.6	44.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	150.9	118.7	108.6	106.7	95.1	83.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.77%	-40.51%	-15.98%	-23.41%	-31.27%	-39.11%
EBIT 利息保障倍数	-64.7	-25.1	-11.3	20.6	125.9	-570.5
资产负债率	36.71%	38.40%	42.28%	36.54%	33.51%	31.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-28	买入	123.61	N/A
2	2022-04-23	买入	121.06	N/A
3	2022-04-28	买入	110.73	N/A
4	2022-08-10	买入	117.12	N/A
5	2022-08-30	买入	122.48	N/A
6	2022-10-28	买入	86.01	N/A
7	2023-01-16	买入	133.33	N/A
8	2023-04-25	买入	116.65	N/A

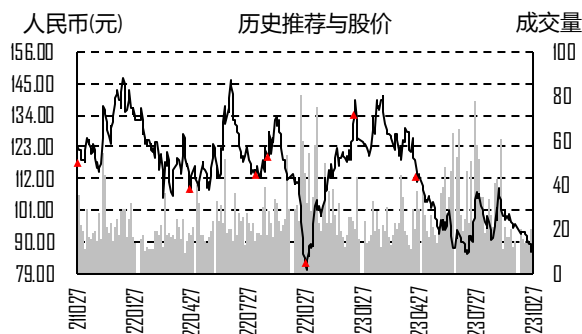
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806