

欧派家居 (603833.SH)

2023 年报&2024 年一季报点评： 大家居战略稳步推进，降本提效释放利润弹性

买入

核心观点

经营彰显韧性，业绩实现稳健增长。2023 年公司营收 227.8 亿/+1.3%，归母净利润 30.4 亿/+12.9%，扣非归母净利润 27.5 亿/+5.9%；2023Q4 营收 62.2 亿/+0.1%，归母净利润 7.3 亿/+4.0%，扣非归母净利润 5.5 亿/-18.8%；2024Q1 营收 36.2 亿/+1.4%，归母净利润 2.2 亿/+43.0%，扣非归母净利润 1.4 亿/+10.0%。在地产低位运行阶段，公司收入依然逆势实现小幅增长，组织架构改革与控本提效提升盈利能力。公司拟向全体股东每股派发现金红利 2.76 元，分红率提升至 55%，高分红增厚回报。

大家居战略稳步推进，全年直营、海外渠道表现较好。分渠道看，2023 年公司直营、经销、大宗与海外渠道分别实现收入 8.3/175.7/35.9/3.2 亿，同比+17.4%/-0.04%/+2.6%/+46.5%，公司于年中启动营销组织改革，大家居运营架构已建设到位，在持续探索中零售大家居模式逐步形成了可复制、可参照的经营样板，截至 2023 年末，零售大家居门店已正常运营城市约 600 多个。分品类看，2023 年橱柜、衣柜及配套品、卫浴、木门品类分别实现收入 70.3/119.5/11.3/13.8 亿，同比-2.0%/-1.6%/9.0%/2.4%，其中衣柜及配套品收入下滑主要系配套品进行供应链优化调整、收入阶段性降低所致。

2024Q1 经销渠道承压，卫浴与木门品类维持增长。2024Q1 直营/经销/大宗收入分别同比+66.95%/-4.95%/+18.78%至 1.5/26.2/7.0 亿，经销渠道仍略有压力，直营渠道的高增验证零售大家居模式可行性；品类方面，主要品类橱柜收入均略有下滑，新品类增长较好，Q1 橱柜、衣柜及配套品、卫浴与木门收入分别同比-1.6%/-3.6%/+10.2%/+5.0%至 10.7/19.1/2.0/2.2 亿。

组织改革提效与供应链优化释放利润弹性。2023 年毛利率 34.2%/+2.5%，净利率 13.3%/+1.4pct，预计盈利水平的提升主要来自组织制度变革理顺、费用有效管控、管理与采购降本取得成效；2024Q1 毛利率 30.0%/+3.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.6%/8.2%/6.2%/-1.6%，同比+1.8pct/-0.5pct/+1.0pct/+0.5pct，净利率同比+1.9pct 至 6.0%。

风险提示：地产销售竣工不及预期；原材料波动；大家居战略推进不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级

组织改革提效、供应链优化降本提升盈利能力，看好公司在大家居战略的深入推进下具备持续获得超额增速的能力。调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 32.5/35.1/38.1 亿（前值为 36.3/42.2/-亿），同比+7.1%/8.1%/8.4%，对应 PE=12/11/10x，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004
 证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn
 联系人：李晶 nlijing29@guosen.com.cn S0980523020001

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 62.41 元
 总市值/流通市值 38017/38017 百万元
 52 周最高价/最低价 111.91/55.13 元
 近 3 个月日均成交额 223.41 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《欧派家居 (603833.SH) —— 一季度收入下滑 14%，在手订单充足》——2023-04-28
- 《欧派家居 (603833.SH) —— 2022 年营收增长 10%，衣柜及配套业务引领增长》——2023-04-26
- 《欧派家居 (603833.SH) —— 全年营收增长 5~15%，净利润增速放缓》——2023-01-17
- 《欧派家居 (603833.SH) —— 第三季度收入增长 6%，合同负债增加订单量充足》——2022-10-28
- 《欧派家居 (603833.SH) —— 上半年收入增长 18%，大家居战略成效明显》——2022-08-30

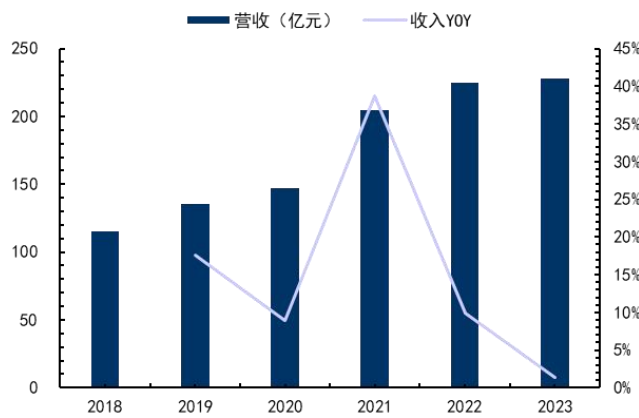
盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,480	22,782	24,512	26,567	28,775
(+/-%)	10.0%	1.3%	7.6%	8.4%	8.3%
归母净利润(百万元)	2,688	3,036	3,250	3,514	3,810
(+/-%)	0.9%	12.9%	7.1%	8.1%	8.4%
每股收益(元)	4.41	4.98	5.34	5.77	6.25
EBIT Margin	12.5%	13.6%	14.3%	14.7%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	16.3%	16.8%	16.5%	16.6%	16.8%
市盈率 (PE)	14.1	12.5	11.7	10.8	10.0
EV/EBITDA	14.1	13.9	13.8	12.2	11.1
市净率 (PB)	2.30	2.10	1.93	1.80	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

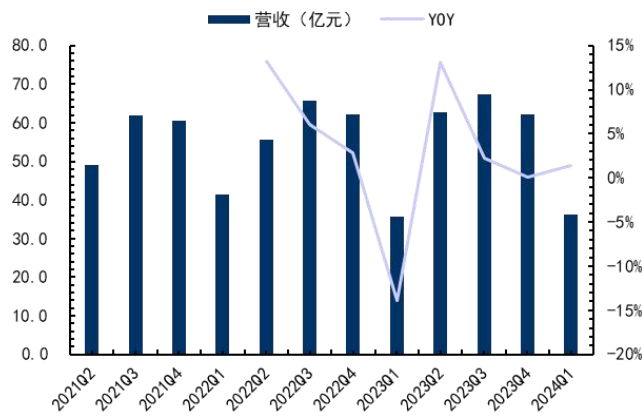
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速



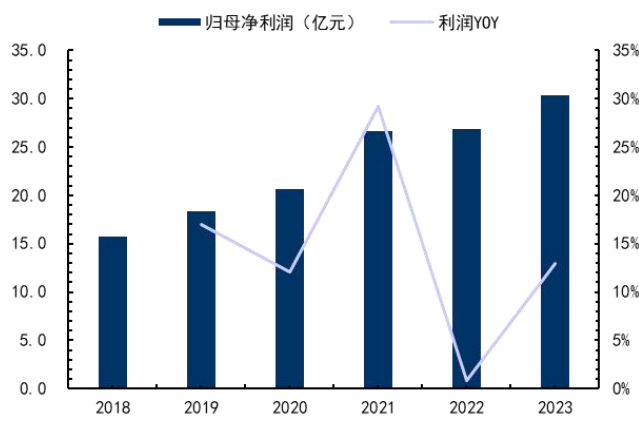
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



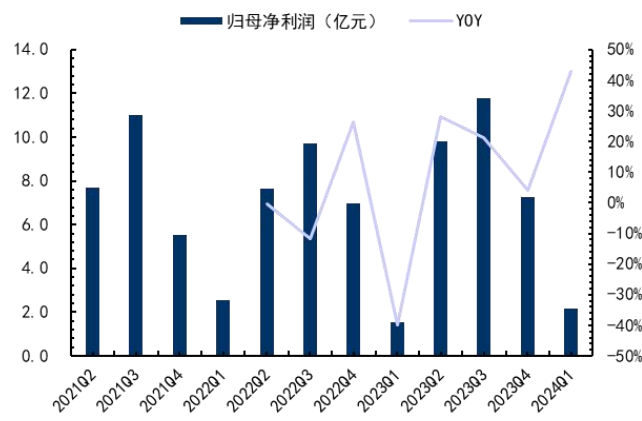
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



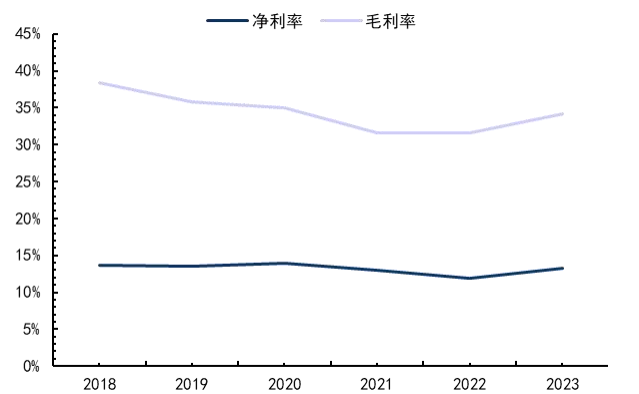
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



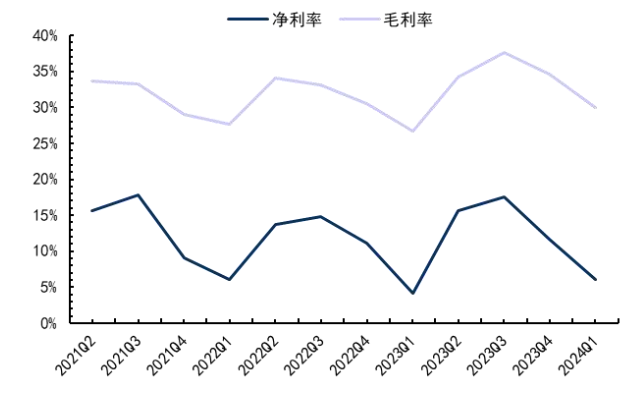
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率

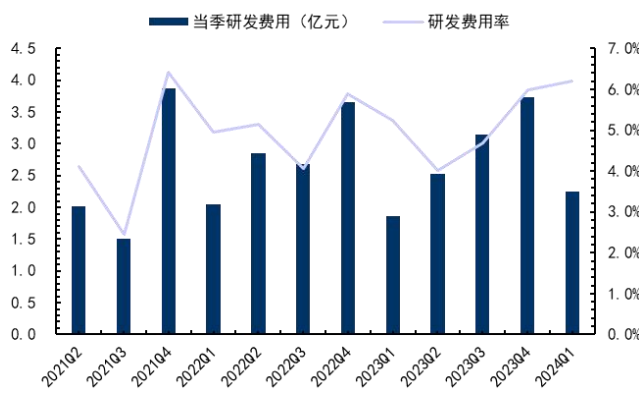


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

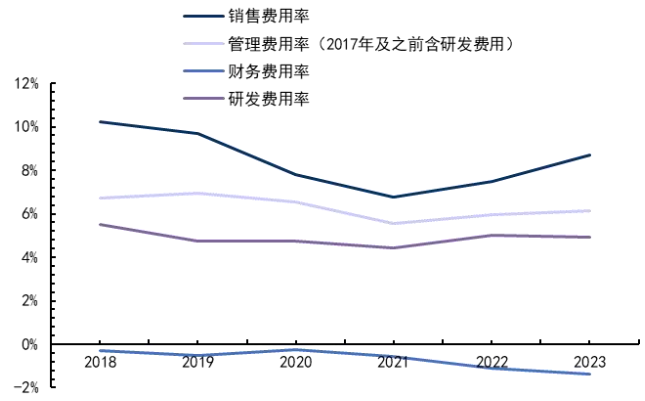
图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
603816.SH	顾家家居	33.4	274.4	2.4	2.8	3.1	3.5	13.7	12.1	10.7	9.5	0.9	买入
603833.SH	欧派家居	62.4	380.2	5.0	5.3	5.8	6.3	12.5	11.7	10.8	10.0	1.5	买入
002572.SZ	索菲亚	17.1	165.0	1.3	1.5	1.7	2.0	13.1	11.3	9.9	8.7	0.8	买入
603801.SH	志邦家居	14.9	65.1	1.4	1.5	1.7	1.9	11.0	9.8	8.8	7.9	0.8	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8270	12575	13203	13863	14557	营业收入	22480	22782	24512	26567	28775
应收款项	1664	1517	1674	1850	1961	营业成本	15374	15000	16428	17786	19317
存货净额	1414	1132	1520	1560	1656	营业税金及附加	168	165	172	186	201
其他流动资产	307	370	335	386	426	销售费用	1679	1982	1936	2072	2244
流动资产合计	13381	16365	17981	18670	19730	管理费用	1336	1401	1389	1476	1595
固定资产	8119	9008	9657	9712	9454	研发费用	1123	1126	1079	1142	1209
无形资产及其他	1061	1033	993	953	912	财务费用	(247)	(308)	(213)	(150)	(196)
投资性房地产	6040	7940	7940	7940	7940	投资收益	23	88	40	40	40
长期股权投资	11	0	(5)	(12)	(20)	资产减值及公允价值变动	(34)	(22)	30	30	30
资产总计	28611	34347	36566	37262	38017	其他收入	(1104)	(1095)	(1079)	(1142)	(1209)
短期借款及交易性金融负债	4826	7854	7826	6771	5512	营业利润	3056	3513	3791	4125	4474
应付款项	1979	1746	2232	2287	2467	营业外净收支	12	24	20	20	20
其他流动负债	2869	3579	3764	4094	4435	利润总额	3068	3537	3811	4145	4494
流动负债合计	9675	13180	13822	13152	12415	所得税费用	385	511	572	642	697
长期借款及应付债券	1607	2289	2289	2289	2289	少数股东损益	(6)	(10)	(11)	(12)	(13)
其他长期负债	816	762	719	685	657	归属于母公司净利润	2688	3036	3250	3514	3810
长期负债合计	2422	3051	3008	2974	2946	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12097	16231	16830	16125	15361	净利润	2688	3036	3250	3514	3810
少数股东权益	6	(1)	(6)	(11)	(16)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	16508	18117	19742	21148	22672	折旧摊销	743	797	474	543	592
负债和股东权益总计	28611	34347	36566	37262	38017	公允价值变动损失	34	22	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(247)	(308)	(213)	(150)	(196)
每股收益	4.41	4.98	5.34	5.77	6.25	营运资本变动	(3265)	(1110)	118	83	247
每股红利	2.02	2.17	2.67	3.46	3.75	其它	(3)	(6)	(6)	(5)	(5)
每股净资产	27.10	29.74	32.41	34.72	37.22	经营活动现金流	197	2739	3806	4105	4614
ROIC	15%	12%	11%	12%	13%	资本开支	0	(1629)	(1052)	(527)	(264)
ROE	16%	17%	16%	17%	17%	其它投资现金流	(48)	953	(477)	238	(119)
毛利率	32%	34%	33%	33%	33%	投资活动现金流	(43)	(666)	(1524)	(281)	(375)
EBIT Margin	12%	14%	14%	15%	15%	权益性融资	40	1	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	16%	17%	17%	负债净变化	5	602	0	0	0
收入增长	10%	1%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(1230)	(1323)	(1625)	(2108)	(2286)
净利润增长率	1%	13%	7%	8%	8%	其它融资现金流	3964	3673	(28)	(1055)	(1259)
资产负债率	42%	47%	46%	43%	40%	融资活动现金流	1554	2231	(1653)	(3163)	(3545)
股息率	3.2%	3.5%	4.3%	5.5%	6.0%	现金净变动	1708	4305	629	660	693
P/E	14.1	12.5	11.7	10.8	10.0	货币资金的期初余额	6562	8270	12575	13203	13863
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	8270	12575	13203	13863	14557
EV/EBITDA	14.1	13.9	13.8	12.2	11.1	企业自由现金流	0	716	2521	3398	4131
						权益自由现金流	0	4991	2333	2217	2800

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032