

欧派家居 (603833)

证券研究报告
2024年05月06日

大家居能力持续升级

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

24Q1 收入 36.2 亿, 同比+1.4%; 归母净利润 2.2 亿, 同比+43.0%; 扣非归母净利润 1.4 亿, 同比+10.0%; 利润增长主要系公司①持续推行降本增效; ②原材料采购价格同比下降, 集团集中采购优势凸显。

23Q4 收入 62.2 亿元, 同比+0.1%; 归母净利润 7.3 亿元, 同比+4.0%; 扣非归母净利润后 5.5 亿元, 同比-18.8%;

23 年公司收入 227.8 亿, 同比+1.4%; 归母净利润 30.4 亿, 同比+12.9%; 扣非归母净利润 27.5 亿元, 同比+5.9%。

23 年公司一手调整规划, 一手迅速完成机构改革, 通过重构营销管理体系, 构筑适配未来大家居战略布局的架构基础, 重塑大家居系统交付能力, 全面推进产品交付和服务质量改革, 实施全面控本提效, 效果显著。

目前公司已基本完成了匹配大家居商业模式的营销、制造业务调整; 基本完成了大家居产品、战法、机制等的打造换新; 经营团队已在局部市场竞争中积累了经验及树立了信心。24 年将力争实现营业收入同比增长 5%-10%, 力争实现净利润同比增长 5%。

23 年拟派发现金红利 16.7 亿元, 占归母净利润 65.28%, 分红比例提升。

橱衣木卫融合, 配套品短期受供应链阶段性调整影响

23 年橱柜收入 70.3 亿, 同比-2.0%, 毛利率 34.3%, 同比+0.3pct; 衣柜及配套收入 119.5 亿, 同比-1.6%, 毛利率 36.5%, 同比+4.7pct; 卫浴 11.3 亿, 同比+9.0%, 毛利率 25.9%, 同比-0.3pct; 木门收入 13.8 亿, 同比+2.4%, 毛利率 21.5%, 同比+5.1pct。其中衣柜及配套品收入略有下降, 主要是公司对衣柜配套品进行了供应链优化调整, 配套品销售收入阶段性降低所致。

24 年公司计划分别从空间大家居研发、大家居软件重构、大家居智能设计、大家居色差管理、整装渠道产品竞争力提升等维度优化产品体系, 提升大家居源头竞争力; 此外计划产品持续升级并启用更具性价比、竞争力的价格策略。

组织架构变革成效渐显, 零售大家居效果斐然

23 年经销店收入 175.7 亿, 同比持平, 毛利率 33.9%, 同比+3.2pct; 大宗收入 35.9 亿, 同比+2.6%, 毛利率 25.6%, 同比-2.2%。

截至 23 年末欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思门店数分别为 6013/1078/1001/465 家, 分别同比-36/+24/-55/+80 家; 截至 24Q1 末门店数分别为 5848/1027/991/489 家, 较 23 年末分别-165/-51/-10/+24 家。

在先发优势及企业组织运营协调能力的双轮推动下, 欧派大家居战略将持续向前推进: 一方面迅速感知、深化多种大家居模式的研究和打造, 探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的大家居发展道路; 另外一方面不断迭代整装大家居、零售大家居等品类+服务融合创新商业模式。截至 2023 年年末, 申请开设欧派零售大家居的城市约 800 多个, 零售大家居门店已经正常运营的城市约 600 多个。

盈利能力稳健提升, 大交付改革多维度赋能

23 年毛利率 34.2%, 同比+2.5pct, 净利率 13.3%, 同比+1.3pct; 24Q1 公司毛利率 30.0%, 同比+3.3pct, 净利率 6.0%, 同比+1.9pct, 降本增效及原材料集采优势下, 盈利能力稳健提升。

基于公司大家居战略及信息化战略, 制造端高效实现产品从单渠道到多渠道、从单品类生产交付到全案交付的不断进化, 最终实现接单、计划、生

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	65.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	609.15
流通 A 股股本(百万股)	609.15
A 股总市值(百万元)	39,923.85
流通 A 股市值(百万元)	39,923.85
每股净资产(元)	29.37
资产负债率(%)	49.09
一年内最高/最低(元)	110.46/55.13

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《欧派家居-公司点评:大家居成效渐显, 盈利提升稳健》2024-01-30
- 《欧派家居-季报点评:改革成效显现, 成本持续优化》2023-10-31
- 《欧派家居-公司专题研究:破浪前行, 勇者无疆——进击大家居之巅》2023-09-28

产、物流、安装验收全链条大交付体系的系统性升级；24 年计划进一步结合集团基地布局，通过装卸模式变革、打托改革、货运班车排产改革、物流信息化等实现“完好、齐套、准时、低成本”完美交付。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司打造以城市为中心的运营模式，在新的营销组织架构下，将在终端逐步推进 1) “1+N” 的灵活布局，零售大家居、整装大家居兵分两路向前推进；2) 通过区域择优机制，畅通各品类、各渠道经营权的融合优化；3) 通过公司管理、制造、供应链等方面的释能，因地制宜地制定更具竞争力、进取力的价格策略，普惠于消费者的同时，增强终端的可持续经营能力。根据 23 年报及 24 年一季报，考虑当前经营环境，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母分别为 31.9/35.3/38.9 亿（24-25 年前值分别 36.5/42.7 亿元），对应 PE 分别为 13/11/10X，维持“买入”评级。

风险提示：国内地产持续疲软；组织架构变革摩擦；零售大家居推进不及预期等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,479.50	22,782.09	24,536.31	27,009.57	29,794.26
增长率(%)	9.97	1.35	7.70	10.08	10.31
EBITDA(百万元)	4,655.14	5,096.67	4,437.26	4,794.25	5,133.89
归属母公司净利润(百万元)	2,688.43	3,035.67	3,189.43	3,528.13	3,890.21
增长率(%)	0.86	12.92	5.07	10.62	10.26
EPS(元/股)	4.41	4.98	5.24	5.79	6.39
市盈率(P/E)	14.85	13.15	12.52	11.32	10.26
市净率(P/B)	2.42	2.20	1.89	1.67	1.47
市销率(P/S)	1.78	1.75	1.63	1.48	1.34
EV/EBITDA	13.84	6.13	5.57	4.18	3.24

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,269.80	12,574.59	15,855.49	18,699.52	23,045.90
应收票据及应收账款	1,467.24	1,404.28	1,409.58	332.53	1,589.20
预付账款	107.44	100.17	154.05	121.72	176.11
存货	1,414.01	1,132.46	1,667.12	1,496.74	1,958.10
其他	2,122.11	1,153.81	1,074.90	1,314.16	1,259.78
流动资产合计	13,380.60	16,365.30	20,161.14	21,964.68	28,029.10
长期股权投资	10.52	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,688.96	7,066.49	7,085.88	6,791.34	6,295.42
在建工程	1,430.24	1,942.00	1,201.20	768.72	491.23
无形资产	1,060.62	1,033.30	999.33	965.36	931.39
其他	6,040.07	7,939.95	6,891.67	7,366.10	7,366.10
非流动资产合计	15,230.41	17,981.74	16,178.09	15,891.52	15,084.15
资产总计	28,611.01	34,347.04	36,339.23	37,856.20	43,113.24
短期借款	4,584.70	7,796.16	6,000.00	4,756.65	5,609.86
应付票据及应付账款	1,979.11	1,746.17	2,398.51	2,220.27	2,880.04
其他	2,328.67	2,638.35	3,862.54	3,953.27	4,456.04
流动负债合计	8,892.47	12,180.69	12,261.05	10,930.19	12,945.94
长期借款	5.12	606.99	490.73	540.19	595.89
应付债券	1,601.70	1,681.85	1,681.85	1,655.13	1,672.94
其他	815.62	762.04	758.93	778.86	766.61
非流动负债合计	2,422.44	3,050.88	2,931.50	2,974.19	3,035.44
负债合计	12,097.21	16,230.56	15,192.55	13,904.38	15,981.38
少数股东权益	5.65	(0.77)	(0.77)	(5.87)	(11.56)
股本	609.15	609.15	609.15	609.15	609.15
资本公积	4,360.14	4,357.07	4,968.77	4,968.77	4,968.77
留存收益	11,003.07	12,972.60	15,311.60	18,055.73	21,312.02
其他	535.78	178.42	257.93	324.04	253.47
股东权益合计	16,513.80	18,116.47	21,146.68	23,951.82	27,131.86
负债和股东权益总计	28,611.01	34,347.04	36,339.23	37,856.20	43,113.24

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,682.51	3,025.44	3,189.43	3,528.13	3,890.21
折旧摊销	806.72	864.43	815.37	841.00	857.37
财务费用	130.32	209.08	(94.08)	(135.01)	(212.46)
投资损失	(23.43)	(88.37)	(44.12)	(51.97)	(61.49)
营运资金变动	(3,440.67)	(1,318.02)	1,322.74	651.63	(601.50)
其它	2,254.31	2,185.51	20.00	13.44	13.21
经营活动现金流	2,409.76	4,878.07	5,209.33	4,847.21	3,885.34
资本支出	1,741.04	1,701.72	63.12	60.06	62.25
长期投资	(5.03)	(10.52)	0.00	0.00	0.00
其他	(8,882.19)	(6,355.57)	(60.26)	(291.58)	(1.35)
投资活动现金流	(7,146.17)	(4,664.36)	2.86	(231.52)	60.91
债权融资	4,278.24	4,017.57	(1,772.07)	(1,055.23)	1,103.51
股权融资	(600.39)	(360.42)	(159.22)	(716.42)	(703.39)
其他	(692.52)	(2,916.56)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,985.32	740.59	(1,931.30)	(1,771.66)	400.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,751.10)	954.29	3,280.90	2,844.04	4,346.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,479.50	22,782.09	24,536.31	27,009.57	29,794.26
营业成本	15,374.18	15,000.50	16,169.43	17,907.35	19,872.77
营业税金及附加	168.02	164.62	171.75	183.67	199.62
销售费用	1,678.89	1,981.76	1,987.44	2,174.27	2,383.54
管理费用	1,335.73	1,401.39	1,472.18	1,593.56	1,757.86
研发费用	1,123.25	1,126.32	1,177.74	1,269.45	1,385.43
财务费用	(247.40)	(307.72)	(94.08)	(135.01)	(212.46)
资产/信用减值损失	(99.79)	(237.77)	(66.82)	(57.93)	(44.68)
公允价值变动收益	(33.76)	(22.23)	20.00	20.00	20.00
投资净收益	23.43	88.37	44.12	51.97	61.49
其他	100.88	74.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,056.07	3,512.76	3,649.15	4,030.33	4,444.31
营业外收入	26.53	44.15	34.36	35.01	37.84
营业外支出	14.92	20.26	17.50	17.56	18.44
利润总额	3,067.68	3,536.65	3,666.01	4,047.78	4,463.71
所得税	385.17	511.21	476.58	526.21	580.28
净利润	2,682.51	3,025.44	3,189.43	3,521.57	3,883.42
少数股东损益	(5.91)	(10.23)	0.00	(6.56)	(6.79)
归属于母公司净利润	2,688.43	3,035.67	3,189.43	3,528.13	3,890.21
每股收益(元)	4.41	4.98	5.24	5.79	6.39

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.97%	1.35%	7.70%	10.08%	10.31%
营业利润	-0.12%	14.94%	3.88%	10.45%	10.27%
归属于母公司净利润	0.86%	12.92%	5.07%	10.62%	10.26%
获利能力					
毛利率	31.61%	34.16%	34.10%	33.70%	33.30%
净利率	11.96%	13.32%	13.00%	13.06%	13.06%
ROE	16.29%	16.76%	15.08%	14.73%	14.33%
ROIC	54.60%	39.67%	44.36%	57.02%	90.77%
偿债能力					
资产负债率	42.28%	47.25%	41.81%	36.73%	37.07%
净负债率	-11.12%	-13.42%	-35.84%	-48.48%	-55.54%
流动比率	1.38	1.24	1.64	2.01	2.17
速动比率	1.24	1.16	1.51	1.87	2.01
营运能力					
应收账款周转率	16.74	15.87	17.44	31.01	31.01
存货周转率	15.63	17.89	17.53	17.07	17.25
总资产周转率	0.86	0.72	0.69	0.73	0.74
每股指标(元)					
每股收益	4.41	4.98	5.24	5.79	6.39
每股经营现金流	3.96	8.01	8.55	7.96	6.38
每股净资产	27.10	29.74	34.72	39.33	44.56
估值比率					
市盈率	14.85	13.15	12.52	11.32	10.26
市净率	2.42	2.20	1.89	1.67	1.47
EV/EBITDA	13.84	6.13	5.57	4.18	3.24
EV/EBIT	16.47	7.27	6.83	5.06	3.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com