

分析师：龙羽洁  
登记编码：S0730523120001  
longyj@ccnew.com 0371-65585753

## 经营业绩稳健，大家居战略持续推进

——欧派家居(603833)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

买入(首次)

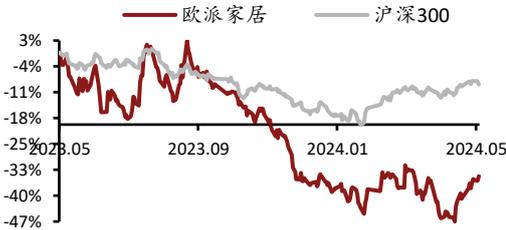
#### 市场数据(2024-05-15)

收盘价(元)	69.03
一年内最高/最低(元)	108.70/55.78
沪深 300 指数	3,626.06
市净率(倍)	2.35
流通市值(亿元)	420.50

#### 基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	29.37
每股经营现金流(元)	-0.74
毛利率(%)	29.98
净资产收益率_摊薄(%)	1.19
资产负债率(%)	49.09
总股本/流通股(万股)	60,915.25/60,915.25
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

#### 事件：

公司发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报告。2023 年全年实现营业收入 227.82 亿元，同比增长 1.35%，实现归母净利润 30.36 亿元，同比增长 12.92%，扣非归母净利润 27.46 亿元，同比增长 5.91%；经营活动产生的现金流量净额 48.78 亿元，同比增长 102.43%；基本每股收益 4.98 元，同比增长 12.93%；加权平均净资产收益率 17.55%，同比+0.18pct；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.76 元(含税)，股利支付率 55.08%，分红总额 16.72 亿元，以 5 月 15 日收盘价 69.03 元/股计算，股息率达 4%。

2024 年一季度，公司实现营业收入 36.21 亿元，同比增长 1.43%，归母净利润 2.18 亿元，同比增长 43%，扣非归母净利润 1.43 亿元，同比增长 10.03%。

#### 投资要点：

##### ● 推进“大家居”战略，全面控本提效，收入利润双增长。

公司持续推进“大家居”战略，重构营销管理体系，全面推进产品交付和服务质量改革，2023 年收入同比增长 1.35%。公司全面实施控本提效，通过提升规模采购优势从而提升供应链管理效率，通过组织优化、交付及质量变革、自动化产线升级从而提升生产效率，加强对成本费用预算控制，增加对利润指标考核的权重比例等措施，2023 年归母净利润同比增长 12.92%，实现双位数增长。

##### ● 卫浴、木门品类收入增长，整装、直营、海外及工程渠道贡献收入增量。

分产品来看，橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门分别实现收入 70.31/119.49/11.28/13.78 亿元，分别同比-1.99%/-1.56%/+9%/+2.42%，收入增量主要来源于公司积极开拓整装业务所带来的配套品销售规模的增长，以及大家居战略带动下卫浴、木门品类收入的增长，2023 年卫浴、木门销量分别近 70 万套、115 万樘，分别同比+11.41%、+4.34%。公司主要产品衣柜及配套品收入同比略有下降主要由于配套品收入受供应链优化及阶段性经销政策调整影响同比下滑 27%左右，而公司自制衣柜实现营业收入近 100 亿元，同比增长近 6%。

分销售模式来看，直营店/经销店/大宗业务分别实现收入 8.29/175.75/35.86 亿元，分别同比+17.44%/-0.04%/+2.61%，收入增量主要来源于整装、直营、海外及工程渠道的收入增长，其中，直营事业部作为大家居模式的试点贡献收入增量 1.2 亿元，海外事业部实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 46.5%。

● 开创并积极践行大家居商业模式，配套完成营销组织改革。

大家居商业模式迎合了消费者轻松一站式的装修及家居需求，能够持续获得流量，符合提升客单值、摊薄单客引流成本的良性商业逻辑，预计未来将演变成成为家居产品消费的主要形态。欧派家居是大家居商业模式的开创者和积极践行者，早在2014年就提出了“大家居”的战略方向，并用10年时间持续对自身的信息化、生产制造、供应链、经销服务、品牌等各方面能力进行系统建设。截至2023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。为了进一步从组织形态上向大家居战略方向匹配，公司启动了全方位的营销组织改革，将原有的以品类划分的营销事业部调整为按照区域划分的三大营销事业部，进行全品类、全渠道的统一管理。公司实现大家居战略的各项支撑能力已日渐成熟，未来将持续推进大家居战略落地。

● 原料价格低位叠加全面控本提效，盈利能力保持增长。

2023年公司毛利率34.16%，同比+2.55pct，主要由于原材料价格处于低位，公司通过采购降本等措施提升毛利率水平；净利率13.28%，同比+1.35pct，主要得益于全面控本提效。期间费用方面，2023年公司期间费用率18.44%，同比+1.13pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为8.70%、6.15%、4.94%、-1.35%，分别同比+1.23、+0.21、-0.06、-0.25pct，销售费用和管理费用有所增长。

2024Q1公司毛利率29.98%，同比+3.3pct，主要是原材料采购规模优势及持续降本措施成效显著。2024年公司启用了更为灵活、更具竞争力的销售策略，让利于经销商及终端消费者，同时公司将提升管理效率，开展流程精细化管理，控本降费，多维度对冲外部环境变化及公司阶段性营销策略对利润率的波动影响。

● 持续分红积极回报股东，股份回购彰显发展信心。

2023年公司拟向全体股东每股派发现金红利2.76元（含税），拟派发现金红利16.72亿元（含税），股利支付率55.08%，以5月15日收盘价69.03元/股计算，股息率达4%，公司始终牢固树立股东回报意识，自上市以来每年均实施现金分红，结合本次拟发红利计算，公司累计分派现金股利将超57亿元。基于对公司未来持续发展的信心，公司实施了两期股份回购计划，2023年公司已经实施的回购资金总额累计3.12亿元。2023年度拟派现金额+2023年回购金额合计为19.84亿元，占公司2023年度归母净利润的65%。

● 首次覆盖，给予公司“买入”评级。

存量房翻新需求有望为家居行业提供新的增量，我国存量房平均楼龄持续提升，根据第七次人口普查数据，截止2020年，居住在10年以内/11-20年/21-30年/31-40年/41-50年/50年以上的房龄房屋的家庭户分别占36.7%/32.03%/19.65%/8.63%/1.91%/1.08%。近期地产优化政策持续发布落地，家具出口数据保持增长态势，家居板块估值仍处于历史较低水平，板块估值未来有望提升。同时，未来大家居销售模式将演变为行业主流形态，对企业的信息化、生产制造、供应链、经销服务、品牌等各方面能力提出更高要求，龙头企业市占率有望进一步提升。欧派家居作为定制家居行业龙头，在设计研发、品牌、服务、渠道等方面具有较强的优势，并且坚定推行大家

居的战略部署，未来有望受益行业发展趋势。

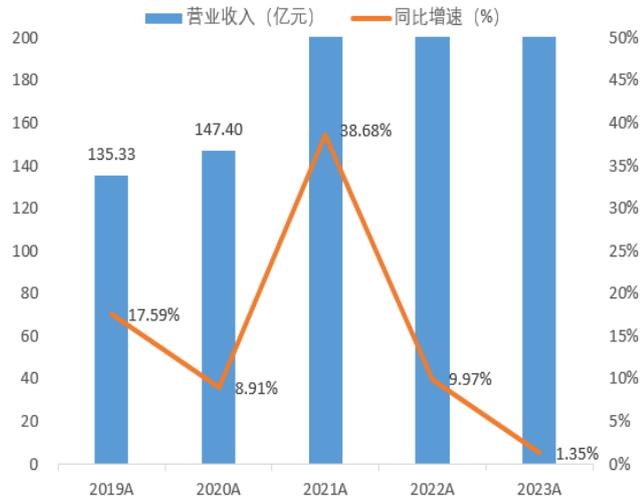
首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计2024年、2025年、2026年公司可实现归母净利润分别为32.35亿元、34.72亿元、37.75亿元，对应EPS分别为5.31元、5.70元、6.20元，按5月15日69.03元/股收盘价计算，对应PE分别为13.00倍、12.11倍、11.14倍。

**风险提示：市场需求不及预期的风险；经销商管理风险；原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧的风险。**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22,480	22,782	24,254	25,985	28,077
增长比率（%）	9.97	1.35	6.46	7.13	8.05
净利润（百万元）	2,688	3,036	3,235	3,472	3,775
增长比率（%）	0.86	12.92	6.56	7.32	8.74
每股收益(元)	4.41	4.98	5.31	5.70	6.20
市盈率(倍)	15.64	13.85	13.00	12.11	11.14

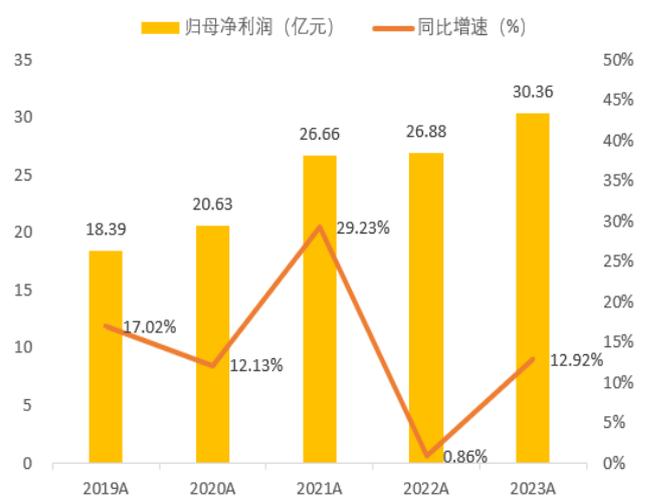
资料来源：中原证券研究所，聚源，携宁

图 1：公司营业收入及同比增速



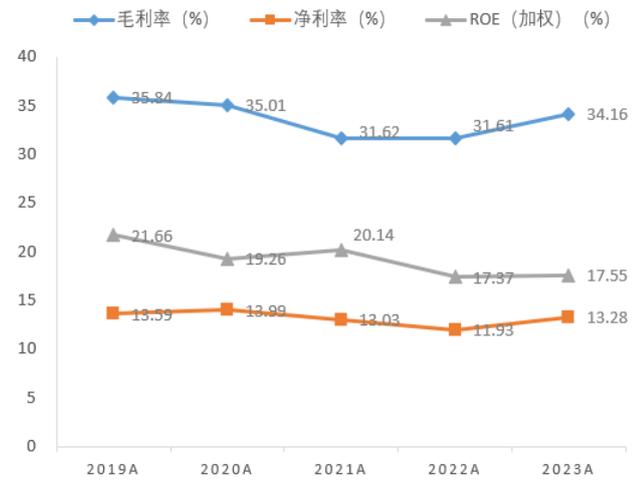
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



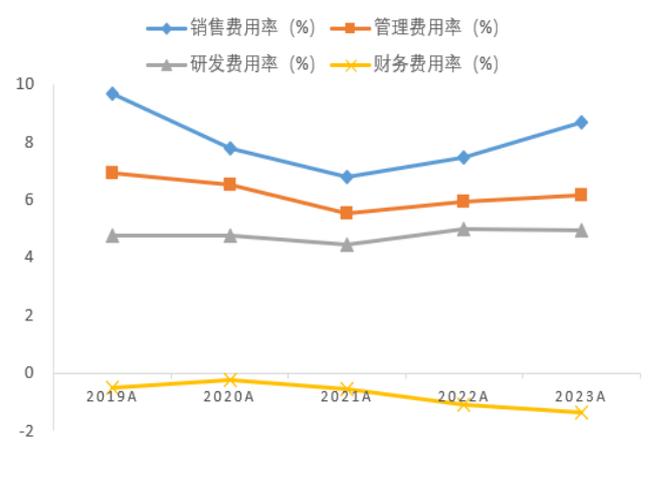
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>13,381</b>	<b>16,365</b>	<b>17,106</b>	<b>18,033</b>	<b>19,525</b>
现金	8,270	12,575	13,120	13,957	15,312
应收票据及应收账款	1,467	1,404	1,362	1,366	1,392
其他应收款	197	112	121	130	140
预付账款	107	100	120	123	134
存货	1,414	1,132	1,251	1,344	1,454
其他流动资产	1,925	1,041	1,133	1,113	1,093
<b>非流动资产</b>	<b>15,230</b>	<b>17,982</b>	<b>18,363</b>	<b>18,518</b>	<b>18,614</b>
长期投资	11	0	0	0	0
固定资产	6,689	7,066	7,169	7,198	7,185
无形资产	1,061	1,033	952	901	844
其他非流动资产	7,470	9,882	10,243	10,419	10,585
<b>资产总计</b>	<b>28,611</b>	<b>34,347</b>	<b>35,469</b>	<b>36,551</b>	<b>38,139</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,675</b>	<b>13,180</b>	<b>12,811</b>	<b>12,175</b>	<b>11,713</b>
短期借款	4,585	7,796	6,796	5,796	4,796
应付票据及应付账款	1,979	1,746	1,841	1,977	2,139
其他流动负债	3,111	3,637	4,174	4,401	4,778
<b>非流动负债</b>	<b>2,422</b>	<b>3,051</b>	<b>2,992</b>	<b>2,922</b>	<b>2,852</b>
长期借款	5	607	457	307	157
其他非流动负债	2,417	2,444	2,535	2,615	2,695
<b>负债合计</b>	<b>12,097</b>	<b>16,231</b>	<b>15,802</b>	<b>15,097</b>	<b>14,565</b>
少数股东权益	6	-1	-9	-18	-29
股本	609	609	609	609	609
资本公积	4,360	4,357	4,357	4,357	4,357
留存收益	11,003	12,973	14,536	16,332	18,463
归属母公司股东权益	16,508	18,117	19,676	21,473	23,603
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,611</b>	<b>34,347</b>	<b>35,469</b>	<b>36,551</b>	<b>38,139</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,410</b>	<b>4,878</b>	<b>4,348</b>	<b>4,766</b>	<b>5,234</b>
净利润	2,683	3,025	3,227	3,462	3,764
折旧摊销	855	916	928	1,007	1,069
财务费用	130	209	171	156	142
投资损失	-23	-88	-60	-70	-79
营运资金变动	-1,378	549	-37	125	251
其他经营现金流	144	267	119	86	86
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,146</b>	<b>-4,664</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,028</b>	<b>-1,022</b>
资本支出	-2,246	-2,099	-1,084	-1,118	-1,121
长期投资	-4,923	-2,044	20	20	20
其他投资现金流	23	-522	-244	70	79
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,985</b>	<b>741</b>	<b>-2,496</b>	<b>-2,901</b>	<b>-2,856</b>
短期借款	2,196	3,211	-1,000	-1,000	-1,000
长期借款	5	602	-150	-150	-150
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-3	0	0	0
其他筹资现金流	786	-3,070	-1,346	-1,751	-1,706
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,711</b>	<b>994</b>	<b>545</b>	<b>837</b>	<b>1,355</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源，携宁

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>22,480</b>	<b>22,782</b>	<b>24,254</b>	<b>25,985</b>	<b>28,077</b>
营业成本	15,374	15,000	16,084	17,279	18,688
营业税金及附加	168	165	175	187	202
营业费用	1,679	1,982	2,062	2,196	2,358
管理费用	1,336	1,401	1,455	1,559	1,685
研发费用	1,123	1,126	1,164	1,247	1,348
财务费用	-247	-308	-244	-277	-319
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	120	270	205	235	261
公允价值变动收益	-34	-22	0	0	0
投资净收益	23	88	60	70	79
资产处置收益	0	-1	-2	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>3,056</b>	<b>3,513</b>	<b>3,721</b>	<b>3,998</b>	<b>4,353</b>
营业外收入	27	44	35	35	35
营业外支出	15	20	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>3,068</b>	<b>3,537</b>	<b>3,736</b>	<b>4,013</b>	<b>4,368</b>
所得税	385	511	510	551	604
<b>净利润</b>	<b>2,683</b>	<b>3,025</b>	<b>3,227</b>	<b>3,462</b>	<b>3,764</b>
少数股东损益	-6	-10	-8	-10	-10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,688</b>	<b>3,036</b>	<b>3,235</b>	<b>3,472</b>	<b>3,775</b>
EBITDA	3,674	4,055	4,420	4,743	5,119
EPS (元)	4.41	4.98	5.31	5.70	6.20

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	9.97	1.35	6.46	7.13	8.05
营业利润 (%)	-0.12	14.94	5.94	7.43	8.88
归属母公司净利润 (%)	0.86	12.92	6.56	7.32	8.74
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	31.61	34.16	33.69	33.50	33.44
净利率 (%)	11.96	13.32	13.34	13.36	13.45
ROE (%)	16.29	16.76	16.44	16.17	15.99
ROIC (%)	10.70	9.49	10.32	10.76	11.26
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.28	47.25	44.55	41.30	38.19
净负债比率 (%)	73.26	89.59	80.35	70.37	61.78
流动比率	1.38	1.24	1.34	1.48	1.67
速动比率	1.11	1.09	1.15	1.28	1.44
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.86	0.72	0.69	0.72	0.75
应收账款周转率	18.98	16.76	18.12	19.76	21.16
应付账款周转率	7.83	8.32	9.24	9.32	9.35
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	4.41	4.98	5.31	5.70	6.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.96	8.01	7.14	7.82	8.59
每股净资产 (最新摊薄)	27.10	29.74	32.30	35.25	38.75
<b>估值比率</b>					
P/E	15.64	13.85	13.00	12.11	11.14
P/B	2.55	2.32	2.14	1.96	1.78
EV/EBITDA	19.68	9.87	8.71	7.71	6.67

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。