

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

欧派家居 (603833)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

- 1、《欧派家居 (603833)：组织调整战略深化，估值底部关注配置机会》
- 2、《欧派家居 (603833)：回购启动，大家居龙头厚积待薄发》
- 3、《欧派家居 (603833)：零售亮眼整装加持，Q2 毛利率表现稳定》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q2 利润靓丽，大家居龙头首推 699 套餐

2023 年 09 月 01 日

事件：欧派家居发布半年报，2023 年上半年实现营业收入 98.43 亿元，同比增长 1.55%，实现归母净利润 11.33 亿元，同比增长 11.22%，扣非归母净利润 10.71 亿元，同比增长 9.22%。公司单 Q2 实现营业收入 62.73 亿元，同比增长 13.05%，实现归母净利润 9.80 亿元，同比增长 28.10%，扣非归母净利润 9.42 亿元，同比增长 25.97%。

点评：

- **组织架构调整变革，大家居逐步起势，衣柜领跑行业。**公司上半年面对复杂多变的外部经营环境，围绕大家居战略开展各项工作，4 月组织架构变革的打造与大家居商业模式契合的营销组织架构，提升内部运营效率和协同力，截止半年度，改革涉及的管理架构、岗位、激励机制、绩效考核等已迅速调整到位，公司预计上述改革的正面效果将逐渐体现于经营中。分产品看，H1 橱柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门分别实现收入 30.72 亿元、54.30 亿元、4.60 亿元、5.76 亿元，分别同比 -5.97%、+4.05%、+12.61%、+6.71%；单 Q2，衣柜及配套品同比+19%。分渠道看，H1 直营、经销、大宗、其他渠道分别实现收入 2.85 亿元、77.60 亿元、14.85 亿元、1.36 亿元，分别同比+6.97%、-0.60%、+8.42%、+35.03%。门店方面，上半年公司顺应市场趋势加速了大家居业务布局进程；截至上半年橱柜、衣柜、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼门店数分别为 2358 家、2370 家、1079 家、700 家、1025 家，较年初分别净变化 -121 家、+160 家、+25 家、-116 家、-31 家。
- **上半年降本提效成效显著，Q2 利润靓丽。**1) 毛利率方面，H1 实现毛利率 31.51%，同比+0.22pct；单 Q2 毛利率 34.27%，同比+0.26pct。分渠道看，上半年直营、经销、大宗毛利率分别为 58.03%、31.11%、28.04%，分别同比+0.41pct、+0.27pct、-0.14pct。2) 期间费用方面，公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.0%、6.4%、4.5%、-1.8%，同比变化+0.5pct、-0.04pct、-0.6pct、-0.6pct。财务费用率下降主要是利息收入增加。3) 净利润方面，H1 归母净利润 11.33 亿元，同比增长 11.22%，归母净利率为 11.51%，同比+1.0pct。单 Q2 归母净利润 9.80 亿元，同比增长 28.10%，归母净利率 15.62%，同比+1.8pct。4) 运营方面，公司上半年实现经营现金流为 21 亿元，同比+121%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金增加。
- **盈利预测与投资评级：**欧派家居对于商业模式创新迭代能力业内领先，上半年大家居模型快速打磨，9 月推出菲思卡尔系列橱柜 699 普惠套餐进一步扩大客户群体，行业调整期加速长期战略落地。我们预计公司 2023~2025 年归母净利分别为 30.66 亿元、35.80 亿元、41.06 亿元，同比分别增长 14.0%、16.8%、14.7%，目前股价对应 2023 年、2024 年 PE 分别为 19x、17x，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动风险，大家居业务进展不及预期风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	20,442	22,480	23,925	27,344	30,772
增长率 YoY %	38.7%	10.0%	6.4%	14.3%	12.5%
归属母公司净利润 (百万元)	2,666	2,688	3,066	3,580	4,106
增长率 YoY%	29.2%	0.9%	14.0%	16.8%	14.7%
毛利率%	31.6%	31.6%	32.2%	32.1%	32.1%
净资产收益率ROE%	18.5%	16.3%	16.7%	17.5%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	4.38	4.41	5.03	5.88	6.74
市盈率 P/E(倍)	33.71	27.54	19.45	16.66	14.53
市净率 P/B(倍)	6.24	4.48	3.25	2.91	2.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为2023年08月31日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,243	13,381	16,583	19,298	22,400
货币资金	6,562	8,270	11,408	13,654	16,287
应收票据	206	110	118	134	151
应收账款	1,012	1,357	1,429	1,635	1,842
预付账款	148	107	113	130	146
存货	1,463	1,414	1,491	1,707	1,922
其他	1.852	2.122	2.023	2.037	2.051
非流动资产	12,150	15,230	15,286	15,448	15,537
长期股权投资	16	11	11	11	11
固定资产(合计)	6,648	6,689	7,003	7,219	7,347
无形资产	1,064	1,061	1,061	1,061	1,061
其他	4,422	7,470	7,213	7,157	7,119
资产总计	23,393	28,611	31,869	34,746	37,937
流动负债	8,285	9,675	10,475	11,200	11,924
短期借款	2,389	4,585	5,000	5,000	5,000
应付票据	140	70	74	85	96
应付账款	2,018	1,909	2,013	2,304	2,595
其他	3,737	3,111	3,388	3,811	4,233
非流动负债	699	2,422	3,039	3,039	3,039
长期借款	0	5	621	621	621
其他	699	2,417	2,417	2,417	2,417
负债合计	8,984	12,097	13,514	14,239	14,962
少数股东权益	0	6	-1	-9	-18
归属母公司 股东权益	14,409	16,508	18,356	20,516	22,992
负债和股东 权益	23,393	28,611	31,869	34,746	37,937

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	20,442	22,480	23,925	27,344	30,772	
同比(%)	38.7%	10.0%	6.4%	14.3%	12.5%	
归属母公司净利润	2,666	2,688	3,066	3,580	4,106	
同比(%)	29.2%	0.9%	14.0%	16.8%	14.7%	
毛利率(%)	31.6%	31.6%	32.2%	32.1%	32.1%	
ROE%	18.5%	16.3%	16.7%	17.5%	17.9%	
EPS (摊薄)(元)	4.38	4.41	5.03	5.88	6.74	
P/E	33.71	27.54	19.45	16.66	14.53	
P/B	6.24	4.48	3.25	2.91	2.59	
EV/EBITDA	23.88	19.68	14.10	11.71	9.77	

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,442	22,480	23,925	27,344	30,772
营业成本	13,978	15,374	16,212	18,561	20,901
营业税金及附加	143	168	167	191	215
销售费用	1,386	1,679	1,787	1,988	2,191
管理费用	1,131	1,336	1,395	1,531	1,656
研发费用	908	1,123	1,172	1,340	1,508
财务费用	-115	-247	-140	-143	-152
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	21	23	25	28	32
其他	28	-14	112	130	148
营业利润	3,060	3,056	3,468	4,035	4,635
营业外收支	15	12	30	50	50
利润总额	3,075	3,068	3,498	4,085	4,685
所得税	411	385	439	513	588
净利润	2,664	2,683	3,059	3,572	4,097
少数股东损益	-1	-6	-7	-8	-9
归属母公司净利润	2,666	2,688	3,066	3,580	4,106
EBITDA	3,589	3,674	3,957	4,572	5,213
EPS (当年)(元)	4.38	4.41	5.03	5.88	6.74

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,046	2,410	4,649	5,095	5,686
净利润	2,664	2,683	3,059	3,572	4,097
折旧摊销	711	855	765	839	911
财务费用	144	130	492	507	507
投资损失	-21	-23	-25	-28	-32
营运资金变动	502	-1,378	307	241	239
其它	46	144	51	-35	-35
投资活动现金流	-2,065	-7,146	-832	-922	-918
资本支出	-1,231	-2,246	-970	-950	-950
长期投资	-916	-4,923	0	0	0
其他	82	23	138	28	32
筹资活动现金流	-187	2,985	-678	-1,927	-2,136
吸收投资	2	2,006	-1	0	0
借款	3,676	6,474	1,032	0	0
支付利息或股息	-843	-1,230	-1,709	-1,927	-2,136
现金流净增加额	1,783	-1,711	3,139	2,246	2,632

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。