

欧派家居（603833）：利润表现优秀，大家居战略持续推进

2023年11月1日

推荐/维持

欧派家居

公司报告

事件：公司发布2023三季报。2023年前三季度营收165.6亿元，同比+1.8%；归母净利润23.1亿元，同比+16.0%。其中Q3营收67.2亿元，同比+2.2%；归母净利润为11.8亿元，同比+21.1%，利润增速较高。

分品类看，大家居战略持续推进，木门、卫浴业务逆势增长。2023前三季度橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门分别实现营收51.6亿元、88.7亿元、10.0亿元、8.1亿元，同比-5.2%、+1.9%、+12.5%、+6.3%，其中单三季度同比增速为-4.1%、-1.3%、+12.3%、+5.9%。三季度家居行业消费整体存在压力，公司大家居战略的推进助力收入端保持稳健；其中成熟品类橱柜、衣柜小幅承压，而卫浴、木门等品类受益于大家居销售模式下连带率的提升，仍然保持较高增速。今年4月，公司将原厨卫、整家、整装大家居营销事业部，调整为按区域划分的三大营销事业部，实现“同城同规划同步调”，以更高效地推进大家居战略。公司在大家居布局上持续领先行业，有望进一步强化竞争优势、提升市占率。随着架构变革带来的短期负面影响消散，公司有望重新实现领先行业的增长速度。

分渠道看，零售略有承压，大宗业务受益竣工增长。2023前三季度直营、经销、大宗业务分别实现收入5.1亿元、128.1亿元、26.8亿元，同比+9.9%、-1.7%、+12.3%，其中单三季度同比增速为+14.0%、-1.3%、+12.3%。**零售业务**（直营+经销）在行业的压力下略有回落，而**大宗业务**受益地产竣工的持续景气，今年持续保持较高的增速。零售家居需求滞后于竣工数据，我们看好家居行业零售端将逐步向好，叠加架构变革推进，公司零售业务有望重回增长，成为公司的主要增长动力。

盈利能力同比提升明显，有望维持。公司2023前三季度毛利率34.0%，同比+2.0pct，其中Q3同比+4.5pct。毛利率提升明显，主要受益于原材料价格回落以及经营效率的提升。原材料价格当前基本稳定，四季度毛利率有望继续实现同比提升。费用率方面，2023前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.6、-0.2、-0.1、-0.2pct，整体持平。综合来看，2023前三季度净利率13.9%，同比+1.7pct，盈利能力在毛利率的支撑下实现较高的提升，短期我们仍看好盈利能力维持高位。长期来看，公司注重降本增效，费用控制能力突出，我们看好盈利能力的稳定。

盈利预测与投资评级：公司在经营上积极进取，不断优化业务架构，同时积累了行业领先的渠道运营经验和经销商资源。我们看好公司持续通过拓品类、拓渠道、拓品牌，多维度持续推动自身不断成长。短期看，随着架构变革影响的消散以及行业的回暖，公司有望重回较高的增长速度。预计公司2023-2025年归母净利润分别为31.3、36.0、41.3亿元人民币，EPS为5.1、5.9、6.8元，目前股价对应PE分别为16.9、14.7、12.8倍，当前估值已来到历史低位，维持“推荐”评级。

风险提示：地产销售不及预期；家居消费不及预期；原材料价格上涨。

公司简介：

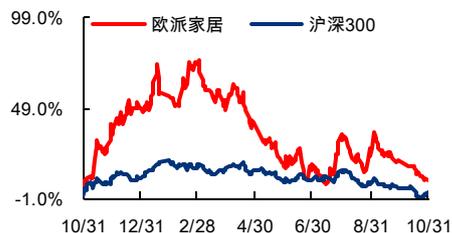
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

| | |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间（元） | 142.99-85.08 |
| 总市值（亿元） | 530.39 |
| 流通市值（亿元） | 530.39 |
| 总股本/流通A股（万股） | 60,915/60,915 |
| 流通B股/H股（万股） | -/- |
| 52周日均换手率 | 1.52 |

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 20,441.60 | 22,479.50 | 23,546.25 | 27,067.62 | 30,999.99 |
| 增长率(%) | 38.68% | 9.97% | 4.75% | 14.96% | 14.53% |
| 归母净利润(百万元) | 2,665.59 | 2,688.43 | 3,132.67 | 3,600.01 | 4,133.31 |
| 增长率(%) | 29.23% | 0.86% | 16.52% | 14.92% | 14.81% |
| 净资产收益率(%) | 18.50% | 16.29% | 16.47% | 16.03% | 15.66% |
| 每股收益(元) | 4.40 | 4.41 | 5.14 | 5.91 | 6.79 |
| PE | 19.79 | 19.74 | 16.93 | 14.73 | 12.83 |
| PB | 3.68 | 3.21 | 2.79 | 2.36 | 2.01 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产合计 | 11243 | 13381 | 12227 | 13888 | 16988 | 营业收入 | 20442 | 22480 | 23546 | 27068 | 31000 |
| 货币资金 | 6562 | 8270 | 8241 | 9474 | 12105 | 营业成本 | 13978 | 15374 | 15645 | 18124 | 20793 |
| 应收账款 | 1012 | 1357 | 1161 | 1335 | 1529 | 营业税金及附加 | 143 | 168 | 165 | 189 | 217 |
| 其他应收款 | 96 | 197 | 206 | 237 | 272 | 营业费用 | 1386 | 1679 | 1787 | 2027 | 2322 |
| 预付款项 | 148 | 107 | 122 | 106 | 127 | 管理费用 | 1131 | 1336 | 1373 | 1565 | 1792 |
| 存货 | 1463 | 1414 | 1286 | 1490 | 1709 | 财务费用 | -115 | -247 | -68 | -212 | -302 |
| 其他流动资产 | 79 | 200 | 210 | 246 | 246 | 研发费用 | 908 | 1123 | 1177 | 1353 | 1550 |
| 非流动资产合计 | 12150 | 15230 | 14490 | 15670 | 16713 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 16 | 11 | 13 | 12 | 12 | 公允价值变动收益 | 52.29 | -33.76 | 9.26 | -12.25 | -1.49 |
| 固定资产 | 6648 | 6689 | 6154 | 6700 | 7630 | 投资净收益 | 20.58 | 23.43 | 22.00 | 22.71 | 22.36 |
| 无形资产 | 1064 | 1061 | 1002 | 947 | 895 | 加:其他收益 | 91.11 | 119.64 | 105.37 | 112.51 | 108.94 |
| 其他非流动资产 | 2144 | 3964 | 3054 | 3509 | 3281 | 营业利润 | 3060 | 3056 | 3600 | 4140 | 4754 |
| 资产总计 | 23393 | 28611 | 26717 | 29558 | 33701 | 营业外收入 | 32.39 | 26.53 | 29.46 | 28.00 | 28.73 |
| 流动负债合计 | 8285 | 9675 | 6503 | 5896 | 6105 | 营业外支出 | 17.32 | 14.92 | 16.12 | 15.52 | 15.82 |
| 短期借款 | 2389 | 4585 | 1037 | 334 | 0 | 利润总额 | 3075 | 3068 | 3613 | 4152 | 4767 |
| 应付账款 | 2018 | 1909 | 2229 | 2582 | 2962 | 所得税 | 411 | 385 | 481 | 552 | 634 |
| 预收款项 | 886 | 364 | 252 | -126 | -95 | 净利润 | 2664 | 2683 | 3133 | 3600 | 4133 |
| 一年内到期的非流 | 13 | 242 | 242 | 242 | 242 | 少数股东损益 | -1 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 699 | 2422 | 702 | 712 | 707 | 归属母公司净利润 | 2666 | 2688 | 3133 | 3600 | 4133 |
| 长期借款 | 0 | 5 | 5 | 5 | 5 | 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 应付债券 | 0 | 1602 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 8984 | 12097 | 7205 | 6608 | 6812 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 | 营业收入增长 | 38.68% | 9.97% | 4.75% | 14.96% | 14.53% |
| 实收资本(或股本) | 609 | 609 | 609 | 609 | 609 | 营业利润增长 | 27.11% | -0.12% | 17.79% | 15.00% | 14.85% |
| 资本公积 | 4361 | 4360 | 4360 | 4360 | 4360 | 归属于母公司净利 | 29.23% | 0.86% | 16.52% | 14.92% | 14.81% |
| 未分配利润 | 9074 | 10698 | 13634 | 17012 | 20888 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 14409 | 16508 | 19025 | 22463 | 26402 | 毛利率(%) | 31.62% | 31.61% | 33.56% | 33.04% | 32.93% |
| 负债和所有者权益 | 23393 | 28611 | 26717 | 29558 | 33701 | 净利率(%) | 13.03% | 11.93% | 13.30% | 13.30% | 13.33% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 11.39% | 9.40% | 11.73% | 12.18% | 12.26% |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | ROE(%) | 18.50% | 16.29% | 16.47% | 16.03% | 15.66% |
| 经营活动现金流 | 4046 | 2410 | 4428 | 3694 | 4616 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 2664 | 2683 | 3133 | 3600 | 4133 | 资产负债率(%) | 38% | 42% | 27% | 22% | 20% |
| 折旧摊销 | 695.59 | 751.62 | 613.84 | 647.26 | 737.23 | 流动比率 | 1.36 | 1.38 | 1.88 | 2.36 | 2.78 |
| 财务费用 | -115 | -247 | -68 | -212 | -302 | 速动比率 | 1.18 | 1.24 | 1.68 | 2.10 | 2.50 |
| 应收账款减少 | -410 | -345 | 196 | -174 | -194 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 279 | -521 | -112 | -378 | 31 | 总资产周转率 | 0.97 | 0.86 | 0.85 | 0.96 | 0.98 |
| 投资活动现金流 | -2065 | -7146 | 811 | -1755 | -1703 | 应收账款周转率 | 25 | 19 | 19 | 22 | 22 |
| 公允价值变动收益 | 52 | -34 | 9 | -12 | -1 | 应付账款周转率 | 12.92 | 11.45 | 11.38 | 11.25 | 11.18 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 920 | 1 | -1 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 21 | 23 | 22 | 23 | 22 | 每股收益(最新摊 | 4.40 | 4.41 | 5.14 | 5.91 | 6.79 |
| 筹资活动现金流 | -187 | 2985 | -5268 | -707 | -281 | 每股净现金流(最 | 2.94 | -2.87 | -0.05 | 2.02 | 4.32 |
| 应付债券增加 | -495 | 1602 | -1602 | 0 | 0 | 每股净资产(最新 | 23.65 | 27.10 | 31.23 | 36.88 | 43.34 |
| 长期借款增加 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 19.79 | 19.74 | 16.93 | 14.73 | 12.83 |
| 资本公积增加 | 618 | -1 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.68 | 3.21 | 2.79 | 2.36 | 2.01 |
| 现金净增加额 | 1794 | -1751 | -29 | 1232 | 2631 | EV/EBITDA | 13.61 | 14.64 | 11.16 | 9.68 | 7.95 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526