

欧派家居（603833）：23Q1业绩短期承压，复苏动能充足

2023年5月11日

推荐/维持

欧派家居 公司报告

事件：公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司营业收入 35.7 亿元，同比-13.9%；归母净利润 1.5 亿元，同比-39.8%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比-44.4%。

业务在防疫放开冲击下承压，整家战略保持推进。一季度收入分业务看，直营+经销合计业务收入 28.5 亿元，同比-15.0%；大宗业务收入 5.9 亿元，同比-13.0%。一季度零售业务收入主要为工厂端 12 月-2 月订单的交付，受防疫放开的冲击影响较大。整装业务仍在逆势开拓，大家居战略持续推进。大宗业务交付同样受到环境冲击，非房项目的拓展有望助力全年保持平稳。**收入分品类看**，橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门分别实现收入 10.9、19.8、1.8、2.1 亿元，同比-18.0%、-14.8%、+10.5%、-4.9%。衣柜及配套表现优于橱柜，主要因整家战略推进、客单值提升，整家产品进一步得到消费者认可。卫浴和木门仍在开店扩张中，表现稳健。其中卫浴品类逆势增长，我们推测是厨卫连带营销效果的显现。整体来看，一季度各项业务均在防疫放开的短期冲击下承压，逆境中公司大家居战略仍在快速推进，依然保持龙头优势。

订单充足未来可期，组织架构持续优化。春节后以来消费端改善明显，3 月家居卖场销售额同比+20%。公司报表体现出终端的改善：1) 合同负债 17 亿元，环比增加 9 亿元，同比+25%，反映出公司充足的订单储备；2) 经营活动现金流净额 7.4 亿元，上市以来首次在一季度为正，我们推测主要因经销商回款增加及产品定金的增加。此外，公司积极推动组织架构优化，从组织层面推进大家居战略，有望助力公司业务持续开拓。

盈利能力受经营杠杆效应影响，短期承压。23Q1 盈利能力分拆来看，毛利率同比-1.0pct，销售费用率同比+0.6pct，管理费用率同比+1.6pct，各项均有承压，其中折旧摊销费用及管理费投放较为刚性，导致毛利率和管理费用率承压较重。公司净利润率同比-1.9pct，未来随收入端回暖，将有所改善。目前原材料价格仍然保持低位，且公司今年对业务部门的考核增加了利润率的比重。因此展望全年，利润率提升可期。

盈利预测与投资评级：公司在经营上积极进取，同时积累了行业领先的渠道运营经验和经销商资源。一季度业绩承压，但订单充足且大家居战略仍在继续推进。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。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 31.20、36.80、43.35 亿元人民币，EPS 为 5.12、6.04、7.12 元，目前股价对应 PE 分别为 20.67、17.53、14.88 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产复苏不及预期；家居消费不及预期；原材料价格上涨超预期。

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	25,923.56	30,012.83	34,776.95
增长率（%）	38.68%	9.97%	15.32%	15.77%	15.87%
归母净利润（百万元）	2,665.59	2,688.43	3,119.72	3,679.74	4,335.23
增长率（%）	29.23%	0.86%	16.04%	17.95%	17.81%

公司简介：

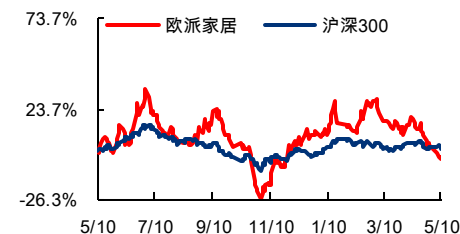
公司是国内综合型的现代整体家居一体化服务供应商。公司主要从事整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。公司拥有国际化家居产品制造基地，以整体橱柜为龙头，带动相关产业发展，包括全屋定制、衣柜、卫浴、木门、墙饰壁纸、厨房电器、寝具等，形成多元化产业格局。

资料来源：公司公告、iFind

交易数据

52 周股价区间（元）	150.68-81.42
总市值（亿元）	644.91
流通市值（亿元）	644.91
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	1.43

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：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044 shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

净资产收益率 (%)	18.50%	16.29%	16.41%	16.34%	16.26%
每股收益(元)	4.40	4.41	5.12	6.04	7.12
PE	24.06	24.01	20.67	17.53	14.88
PB	4.48	3.91	3.39	2.86	2.42

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	13393	15317	18051	营业收入	20442	22480	25924	30013	34777
货币资金	6562	8270	9073	10504	12670	营业成本	13978	15374	17712	20530	23787
应收账款	1012	1357	1278	1480	1715	营业税金及附加	143	168	181	210	243
其他应收款	96	197	227	263	305	营业费用	1386	1679	1877	2152	2483
预付款项	148	107	124	106	130	管理费用	1131	1336	1511	1750	2027
存货	1463	1414	1456	1687	1955	财务费用	-115	-247	-54	-182	-294
其他流动资产	79	200	234	275	275	研发费用	908	1123	1244	1441	1669
非流动资产合计	12150	15230	14490	15670	16313	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	3585	4232	4987
资产总计	23393	28611	27883	30987	34364	营业外收入	32.39	26.53	29.46	28.00	28.73
流动负债合计	8285	9675	7677	7258	6511	营业外支出	17.32	14.92	16.12	15.52	15.82
短期借款	2389	4585	1908	1383	0	利润总额	3075	3068	3598	4244	5000
应付账款	2018	1909	2523	2925	3389	所得税	411	385	479	564	665
预收款项	886	364	241	-179	-144	净利润	2664	2683	3120	3680	4335
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	706	716	711	归属母公司净利润	2666	2688	3120	3680	4335
长期借款	0	5	5	5	5	主要财务比率					
应付债券	0	1602	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	8984	12097	8383	7974	7222	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%	15.32%	15.77%	15.87%
实收资本(或股本)	609	609	609	609	609	营业利润增长	27.11%	-0.12%	17.31%	18.04%	17.86%
资本公积	4361	4360	4360	4360	4360	归属于母公司净利	29.23%	0.86%	16.04%	17.95%	17.81%
未分配利润	9074	10698	13622	17075	21140	获利能力					
归属母公司股东权	14409	16508	19013	22525	26654	毛利率(%)	31.62%	31.61%	31.68%	31.60%	31.60%
负债和所有者权益	23393	28611	27883	30987	34364	净利率(%)	13.03%	11.93%	12.03%	12.26%	12.47%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	11.39%	9.40%	11.19%	11.88%	12.62%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	18.50%	16.29%	16.41%	16.34%	16.26%
经营活动现金流	4046	2410	4398	3749	4819	偿债能力					
净利润	2664	2683	3120	3680	4335	资产负债率(%)	38%	42%	30%	26%	21%
折旧摊销	695.59	751.62	613.84	647.26	737.23	流动比率	1.36	1.38	1.74	2.11	2.77
财务费用	-115	-247	-54	-182	-294	速动比率	1.18	1.24	1.56	1.88	2.47
应收账款减少	-410	-345	78	-202	-235	营运能力					
预收帐款增加	279	-521	-124	-420	35	总资产周转率	0.97	0.86	0.92	1.02	1.06
投资活动现金流	-2065	-7146	811	-1755	-1303	应收账款周转率	25	19	20	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	11.70	11.02	11.02
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	5.12	6.04	7.12
筹资活动现金流	-187	2985	-4406	-563	-1349	每股净现金流(最	2.94	-2.87	1.32	2.35	3.56
应付债券增加	-495	1602	-1602	0	0	每股净资产(最新	23.65	27.10	31.21	36.98	43.76
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	24.06	24.01	20.67	17.53	14.88
资本公积增加	618	-1	0	0	0	P/B	4.48	3.91	3.39	2.86	2.42
现金净增加额	1794	-1751	803	1431	2166	EV/EBITDA	16.80	17.92	13.94	11.87	9.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

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。

研究助理简介

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, 轻工制造行业研究助理, 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