

欧派家居 (603833)

证券研究报告

2024 年 09 月 03 日

短期经营承压，全面向大家居转型

公司发布 24 年中报

24H1 收入 85.8 亿，同比-12.8%，归母净利润 9.9 亿，同比-12.6%，扣非归母净利润 7.8 亿，同比-27.5%；

24Q2 收入 49.6 亿，同比-20.9%，归母净利润 7.7 亿，同比-21.3%，扣非归母净利润 6.3 亿，同比-32.7%。

经营承压主要系：24 年上半年宏观环境承压，地产形势依然严峻，房产成交持续低迷，消费者对家居消费更加慎重，定制家居行业消费市场规模进一步萎缩；

与此同时，行业客流粉尘化、分层化，终端销售渠道、流量结构和产品风格急速变迁，线下门店客流雪崩式减少，消费者对装修定制一站式服务的需求陡增，线上和整装成为流量必争之地，对传统零售家居业务造成巨大冲击。为更好匹配大家居商业模式，公司正推进终端渠道改革，加速集团和经销商大家居转型，公司及经销商均正经历从单品向大家居销售模式、团队、店面等多维度的转型和磨合。

分品类，24H1 橱柜收入 25.6 亿，同比-16.8%，毛利率 29.2%，同比-1.1pct；衣柜及配套收入 44.2 亿，同比-18.6%，毛利率 36.7%，同比+3.1pct；卫浴收入 5.0 亿，同比+9.3%，毛利率 25.0%，同比-1.4pct；木门收入 5.0 亿，同比-13.6%，毛利率 23.8%，同比+2.8pct。

分渠道，24H1 直营店收入 3.3 亿，同比+17.3%，毛利率 53.3%，同比-4.7pct；经销店收入 64.0 亿，同比-17.6%，毛利率 32.4%，同比+1.3pct；大宗收入 15.0 亿，同比+1.0%，毛利率 25.2%，同比-2.8pct。

门店方面，截至 24H1 末欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼斯门店数分别为 5644/1037/954/539 家，较年初同比-369/-41/-47/+74 家。

2024 年度公司关键经营举措如下：

1、积极应对市场变化，持续对终端进行让利：包括推出更具市场竞争力产品，以及围绕经销商经营模型全面落实制度性减负，改善经销商利润表成本结构，提振终端信心。

2、坚定大家居发展战略，稳定推进渠道和赋能建设：截至 24H1 公司零售大家居有效门店已超过 850 家，较年初增加 200 多个；顺应流量线上化趋势，构建总部通投、市场联投和本地电商的铁三角线上获客体系，实现线上类业务增长超 10%，线上获客量同比增长超 600%，大家居引流客户数同比增长 89%。

3、夯实品牌基础，加强“金管家”服务标准体系建设：24H1 公司逆势加强品牌方面的长期投入，坚持向消费者讲述品牌故事，此外深挖服务升级和服务标准体系建设，提升大家居购物体验，“金管家”八大服务标准体系已在全国首批 100 家零售大家居门店启动运行。

4、筑牢制造根基，交付、质量、研发体系改革持续深化：公司“大交付”体系改革成效显著，实现同客户大家居品类的齐套传单——齐套生产——齐套进仓——齐套发货，进一步提升客户体验，赋能大家居战略落地。

5、向内求效益，多维度降本增效：公司启动大供应链体系改革，利用好公司优质的信用能力灵活稳健使用资金，持续推进流程和体系建设以及信息化管理模式的变革。

降本优化毛利率，让利终端增加投入

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	43.35 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)	26,406.76
流通 A 股市值(百万元)	26,406.76
每股净资产(元)	27.85
资产负债率(%)	51.68
一年内最高/最低(元)	109.90/40.92

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-年报点评报告:大家居能力持续升级》 2024-05-06
- 《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

24Q2 公司毛利率 34.5%，同比+0.2pct，通过制造多维降本、组织优化、费用管控等措施的全面落地，毛利率稳中有升。费用表现来看，24Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.2%/6.1%/3.9%/-1.1%，同比+2.7pct/+1.0pct/-0.1pct/+0.6pct，归母净利率为 15.6%，同比-0.1pct，公司让利终端且增加市场投入，费用有所提升。

调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 24 年中报，考虑当前内需仍弱且房地产数据仍低迷，我们调整盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 27.0/28.8/31.7 亿元（前值为 31.9/35.3/38.9 亿元），对应 PE 分别为 10/9/8X。

风险提示：房地产销售情况持续低迷，内需持续疲软，公司大家居改革进度不及预期，市场费用投入未形成规模效应等。

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	20,626.90	21,850.08	23,641.79
增长率(%)	9.97	1.35	(9.46)	5.93	8.20
EBITDA(百万元)	4,655.14	5,096.67	3,891.03	4,096.53	4,385.83
归属母公司净利润(百万元)	2,688.43	3,035.67	2,703.40	2,876.59	3,167.04
增长率(%)	0.86	12.92	(10.95)	6.41	10.10
EPS(元/股)	4.41	4.98	4.44	4.72	5.20
市盈率(P/E)	9.82	8.70	9.77	9.18	8.34
市净率(P/B)	1.60	1.46	1.30	1.21	1.13
市销率(P/S)	1.17	1.16	1.28	1.21	1.12
EV/EBITDA	13.84	6.13	3.23	2.18	1.72

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	14,403.80	15,719.34	17,616.79
应收票据及应收账款	1,467.24	1,404.28	961.25	448.08	1,076.81
预付账款	107.44	100.17	113.22	109.20	125.36
存货	1,414.01	1,132.46	1,217.49	1,334.28	1,386.60
其他	2,122.11	1,153.81	1,031.64	1,292.63	1,205.01
流动资产合计	13,380.60	16,365.30	17,727.40	18,903.53	21,410.57
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	33,905.49	34,795.04	36,494.71
短期借款	4,584.70	7,796.16	6,000.00	4,321.14	4,715.80
应付票据及应付账款	1,979.11	1,746.17	1,732.85	1,992.36	2,024.40
其他	2,328.67	2,638.35	3,025.38	3,720.06	3,407.68
流动负债合计	8,892.47	12,180.69	10,758.23	10,033.57	10,147.89
长期借款	5.12	606.99	412.54	437.00	472.84
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	2,853.31	2,871.00	2,912.39
负债合计	12,097.21	16,230.56	13,611.54	12,904.56	13,060.28
少数股东权益	5.65	(0.77)	(0.77)	(3.62)	(6.45)
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	14,458.87	15,992.13	17,609.49
其他	535.78	178.42	257.93	324.04	253.47
股东权益合计	16,513.80	18,116.47	20,293.95	21,890.48	23,434.43
负债和股东权益总计	28,611.01	34,347.04	33,905.49	34,795.04	36,494.71

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,682.51	3,025.44	2,703.40	2,876.59	3,167.04
折旧摊销	806.72	864.43	815.37	841.00	857.37
财务费用	130.32	209.08	(73.87)	(85.22)	(130.74)
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)	801.97	792.26	(935.94)
其它	2,254.31	2,185.51	20.00	14.65	14.47
经营活动现金流	2,409.76	4,878.07	4,222.75	4,387.30	2,910.72
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	(1,870.47)	(1,565.53)	543.38
股权融资	(600.39)	(2,032.29)	(525.92)	(1,274.72)	(1,617.56)
其他	(692.52)	(1,244.69)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,985.32	740.59	(2,396.39)	(2,840.24)	(1,074.18)
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	1,829.21	1,315.54	1,897.44

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,479.50	22,782.09	20,626.90	21,850.08	23,641.79
营业成本	15,374.18	15,000.50	13,572.50	14,442.90	15,650.86
营业税金及附加	168.02	164.62	144.39	148.58	158.40
销售费用	1,678.89	1,981.76	1,670.78	1,758.93	1,891.34
管理费用	1,335.73	1,401.39	1,237.61	1,289.15	1,394.87
研发费用	1,123.25	1,126.32	990.09	1,026.95	1,099.34
财务费用	(247.40)	(307.72)	(73.87)	(85.22)	(130.74)
资产/信用减值损失	(99.79)	(237.77)	(59.02)	(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	3,090.50	3,282.82	3,614.52
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	3,107.36	3,300.28	3,633.92
所得税	385.17	511.21	403.96	429.04	472.41
净利润	2,682.51	3,025.44	2,703.40	2,871.24	3,161.51
少数股东损益	(5.91)	(10.23)	0.00	(5.35)	(5.53)
归属于母公司净利润	2,688.43	3,035.67	2,703.40	2,876.59	3,167.04
每股收益(元)	4.41	4.98	4.44	4.72	5.20

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.97%	1.35%	-9.46%	5.93%	8.20%
营业利润	-0.12%	14.94%	-12.02%	6.22%	10.10%
归属于母公司净利润	0.86%	12.92%	-10.95%	6.41%	10.10%
获利能力					
毛利率	31.61%	34.16%	34.20%	33.90%	33.80%
净利率	11.96%	13.32%	13.11%	13.17%	13.40%
ROE	16.29%	16.76%	13.32%	13.14%	13.51%
ROIC	54.60%	39.67%	37.64%	43.04%	68.32%
偿债能力					
资产负债率	42.28%	47.25%	40.15%	37.09%	35.79%
净负债率	-11.12%	-13.42%	-30.58%	-41.90%	-45.47%
流动比率	1.38	1.24	1.65	1.88	2.11
速动比率	1.24	1.16	1.53	1.75	1.97
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	17.56	17.13	17.38
总资产周转率	0.86	0.72	0.60	0.64	0.66
每股指标(元)					
每股收益	4.41	4.98	4.44	4.72	5.20
每股经营现金流	3.96	8.01	6.93	7.20	4.78
每股净资产	27.10	29.74	33.32	35.94	38.48
估值比率					
市盈率	9.82	8.70	9.77	9.18	8.34
市净率	1.60	1.46	1.30	1.21	1.13
EV/EBITDA	13.84	6.13	3.23	2.18	1.72
EV/EBIT	16.47	7.27	4.09	2.75	2.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com