

## 欧派家居 (603833.SH) 大家居战略持续深化，修炼内功静候复苏

2024年09月03日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/9/3
当前股价(元)	44.22
一年最高最低(元)	109.90/40.92
总市值(亿元)	269.37
流通市值(亿元)	269.37
总股本(亿股)	6.09
流通股本(亿股)	6.09
近3个月换手率(%)	31.24

### ● 2024H1 公司业绩阶段性承压，大家居战略持续深化，维持“买入”评级

公司 2024H1 实现营业收入 85.8 亿元（同比-12.8%，下同），归母净利润 9.9 亿元（-12.6%），扣非归母净利润 7.76 亿元（-27.5%）。单季度看，公司 2024Q2 实现营业收入 49.6 亿元（-20.9%），归母净利润 7.7 亿元（-21.3%），扣非归母净利润 6.3 亿元（-32.7%）。考虑到地产仍处于调整期，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 29.10/30.77/33.30 亿元（原值为 31.79/35.52/40.16 亿元），对应 EPS 为 4.78/5.05/5.47 元，当前股价对应 PE 为 9.1/8.6/7.9 倍，公司大家居战略稳步推进，行业龙头增长韧性仍在，维持“买入”评级。

### ● 收入拆分：地产下行压力下橱衣木收入增长承压，整装大家居稳步推进

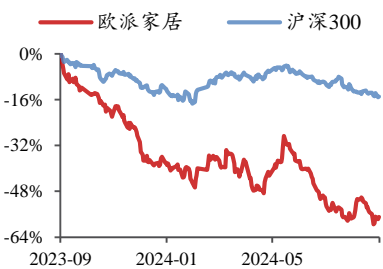
分产品看，2024H1 公司橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门收入分别为 25.6/44.2/5.0/5.0 亿元，同比 -16.8%/-18.6%/+9.3%/-13.6%，毛利率分别为 29.2%/36.7%/25.0%/23.8%，同比 -1.1/+3.1/-1.4/+2.8pct。在地产下行压力下橱、衣、木产品收入增长承压，卫浴品类收入较低基数下维持增长。分渠道看，零售渠道方面，渠道因下游需求疲软承压，拆分看经销/直营渠道营收分别为 64.0/3.3 亿元，同比 -17.6%/+17.3%。工程及外贸渠道方面，2024H1 大宗渠道营收增长 1%至 15.0 亿元，外贸渠道营收增长 27%。公司坚持零售大家居和整装大家居双轮驱动：(1) 零售大家居方面，2024H1 公司零售大家居有效门店已超过 850 家，较期初增加 200 多个，广大零售经销商开始接受并逐步认可大家居发展模式。(2) 整装大家居方面，继续实现稳步增长，2024H1 渠道营收同比增长 8.7%。同时，公司大家居电商业务发展进入快车道，引流客户数同比增长 89%，并创新整装大家居、零售大家居套餐，有效赋能经销商。

### ● 盈利能力：多维度降本+精细化管理成效凸显，2024H1 盈利能力稳中向上

主要得益于公司制造多维降本、组织优化、费用管控等措施的全面落地，公司毛、净利率均实现稳中有升。公司 2024H1 毛利率 32.6%（+1.1pct），期间费用率为 22.0%（+4.0pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.4%/7.0%/4.9%/-1.3%，同比分别+2.4/+0.6/+0.4/+0.6pct；综合影响下 2024H1 销售净利率 11.6%（+0.1pct），扣非净利率 9.0%（-1.8pct），净利率增幅弱于毛利率主系公司对消费者及经销商进行双重让利。单季度看，公司 2024Q2 毛利率 34.5%（+0.2pct），期间费用率为 20.2%（+4.3pct）；综合影响下，公司 2024Q2 销售净利率 15.6%（+0.03pct）。

### ● 风险提示：终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023 年业绩稳健增长，大家居战略持续深化 ——公司信息更新报告》  
-2024.5.5

《2023Q3 业绩超预期，盈利能力同比提升明显 ——公司信息更新报告》  
-2023.11.16

《2023Q2 业绩超预期，看好改革后释放业绩红利 ——公司信息更新报告》  
-2023.9.6

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,480	22,782	21,638	22,418	24,019
YOY(%)	10.0	1.3	-5.0	3.6	7.1
归母净利润(百万元)	2,688	3,036	2,910	3,077	3,330
YOY(%)	0.9	12.9	-4.1	5.7	8.2
毛利率(%)	31.6	34.2	34.8	34.9	35.1
净利率(%)	12.0	13.3	13.4	13.7	13.9
ROE(%)	16.2	16.7	15.0	14.4	14.2
EPS(摊薄/元)	4.41	4.98	4.78	5.05	5.47
P/E(倍)	9.8	8.7	9.1	8.6	7.9
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	13381	16365	18184	20329	22081
现金	8270	12575	14387	16294	17910
应收票据及应收账款	1467	1404	1214	1548	1383
其他应收款	197	112	182	123	203
预付账款	107	100	97	107	112
存货	1414	1132	1263	1215	1432
其他流动资产	1925	1041	1041	1041	1041
<b>非流动资产</b>	15230	17982	16931	16671	16568
长期投资	11	0	1	2	1
固定资产	6689	7066	6519	6548	6738
无形资产	1061	1033	979	916	781
其他非流动资产	7470	9882	9432	9204	9047
<b>资产总计</b>	28611	34347	35115	37000	38648
<b>流动负债</b>	9675	13180	13288	13720	13755
短期借款	4585	7796	7796	7796	7796
应付票据及应付账款	1979	1746	1891	1800	2180
其他流动负债	3111	3637	3601	4124	3779
<b>非流动负债</b>	2422	3051	2486	2007	1540
长期借款	1607	2289	1724	1245	778
其他非流动负债	816	762	762	762	762
<b>负债合计</b>	12097	16231	15774	15727	15295
少数股东权益	6	-1	-5	-11	-19
股本	609	609	609	609	609
资本公积	4360	4357	4357	4357	4357
留存收益	11003	12973	14640	16343	18148
<b>归属母公司股东权益</b>	16508	18117	19346	21284	23372
<b>负债和股东权益</b>	28611	34347	35115	37000	38648

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2410	4878	2910	3420	3353
净利润	2683	3025	2906	3071	3322
折旧摊销	752	809	637	618	669
财务费用	-247	-308	-286	-416	-499
投资损失	-23	-88	-46	-49	-52
营运资金变动	-1370	587	-203	309	42
其他经营现金流	617	852	-98	-113	-129
<b>投资活动现金流</b>	-7146	-4664	462	-310	-528
资本支出	2257	2103	-414	357	567
长期投资	-4890	-2051	-1	-1	1
其他投资现金流	1	-511	49	47	38
<b>筹资活动现金流</b>	2985	741	-1560	-1202	-1209
短期借款	2196	3211	0	0	0
长期借款	1607	682	-565	-479	-467
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	-816	-3150	-995	-723	-742
<b>现金净增加额</b>	-1711	994	1813	1907	1616

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	22480	22782	21638	22418	24019
营业成本	15374	15000	14109	14595	15590
营业税金及附加	168	165	158	162	176
营业费用	1679	1982	1515	1390	1597
管理费用	1336	1401	1482	1345	1281
研发费用	1123	1126	1402	1894	2114
财务费用	-247	-308	-286	-416	-499
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	120	270	142	156	172
公允价值变动收益	-34	-22	5	0	-13
投资净收益	23	88	46	49	52
资产处置收益	-0	-1	-2	-2	-1
<b>营业利润</b>	3056	3513	3354	3535	3827
营业外收入	27	44	32	34	34
营业外支出	15	20	18	18	18
<b>利润总额</b>	3068	3537	3368	3551	3844
所得税	385	511	462	480	521
<b>净利润</b>	2683	3025	2906	3071	3322
少数股东损益	-6	-10	-4	-6	-8
<b>归属母公司净利润</b>	2688	3036	2910	3077	3330
EBITDA	3955	4592	4166	4258	4532
EPS(元)	4.41	4.98	4.78	5.05	5.47

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.0	1.3	-5.0	3.6	7.1
营业利润(%)	-0.1	14.9	-4.5	5.4	8.3
归属于母公司净利润(%)	0.9	12.9	-4.1	5.7	8.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.6	34.2	34.8	34.9	35.1
净利率(%)	12.0	13.3	13.4	13.7	13.9
ROE(%)	16.2	16.7	15.0	14.4	14.2
ROIC(%)	30.5	37.1	38.2	41.8	44.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.3	47.3	44.9	42.5	39.6
净负债比率(%)	-7.6	-10.4	-20.0	-29.4	-35.7
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	19.0	16.8	17.9	17.3	17.6
应付账款周转率	7.8	8.3	8.1	8.2	8.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.41	4.98	4.78	5.05	5.47
每股经营现金流(最新摊薄)	3.96	8.01	4.78	5.61	5.50
每股净资产(最新摊薄)	26.40	29.05	31.06	34.24	37.67
<b>估值比率</b>					
P/E	9.8	8.7	9.1	8.6	7.9
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.4	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn