

欧派家居 (603833.SH)

买入 (首次评级)

90 亿净现金护航股东回报，大家居长逻辑无虞

投资要点:

发布三年固定金额分红规划，强化股东稳定回报

9月19日，公司发布关于未来三年（2024-2026年）股东分红回报规划公告，2024-2026年利润分配目标为每年派发现金红利合计不低于人民币15亿元（含税），可采取现金、股票、现金与股票相结合或其他方式。以10月9日收盘334亿元市值计算，对应2024年股息率为4.5%。我们认为公司此次分红方案，一方面通过固定分红金额的形式，可消除市场对于业绩不确定性的担忧，充分显示了管理层对于股东稳定回报的高度重视。另一方面，截至2024年6月30日，公司在手现金充足，账面净现金约90亿元，且过去5年（2019-2023年）公司经营性现金净流量均值为35亿元、资本开支均值19亿元。据公司公告，资本开支未来几年预计合计约17亿元，低于过去5年资本开支年均值水平。综合考虑在手现金充足以及未来资本开支规划，我们认为公司具备支付未来3年分红总额45亿元（15亿元*3）的资金实力。

经营仍处调整期，多举深化内部改革

2023年以来，在外部地产和消费环境持续走弱，叠加内部组织和渠道体系调整的双重影响下，公司业绩表现承压。1H24收入同比-12.8%、归母净利润同比-12.6%、扣非净利同比-27.5%。为了应对市场挑战，业务层面公司进行了多项改革：一是2023年以来的渠道和营销体系管理改革，将品类为中心的经营模式重构为以城市为中心的经营模式，进行全品类、全渠道的统一管理，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配；二是2024年实施的东、西、南、北、中五大基地市场化的抢单改革，给经销商提供更好的产品交付及服务，让各个基地的生产和产品供应更加市场化；三是大供应链改革，优化采购流程、前后植入信息化管理手段，提升供应链管理效率。

零售大家居顺应存量趋势，长期与单品销售模式可兼容

从长周期存量房市场的角度，我们认可公司推动零售经销商全面转型大家居的战略方向，且我们认为大家居和单品销售模式，长期也可兼容而非排斥。橱柜作为家居里对渠道变化最为敏感的品类，橱柜起家的欧派对于创新商业模式的探索从未停止。2018年，公司率先推出整装大家居模式，成功开拓新的渠道增量；2023年，公司全面推进经销商转型零售大家居，虽然目前仍面临到经销商的装修能力培养、品类融合渠道调整、消费力下降背景下消费者的单品类购买偏好提升等问题，但我们认为：1) 随着家居消费长周期步入存量房市场，定制作为更换场景与装修强绑定的品类，传统定制零售经销商如果不具备装修的服务能力，未来或将面临更严峻的装企分流压力。2) 大家居的难点在于经销商能力培养，而单品销售的难点更在于流量，长期二者也可兼容。对于具备一站式家装家居服务能力的经销商而言，自主掌握流量入口，在承接全案业务的同时也可承接纯产品销售。对于单品的经销商而言，随着存量房市场流量分散、装修入口比例提升，对于打造消费者品牌心智以及多渠道获客提出更高要求。

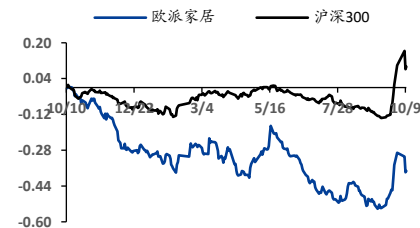
盈利预测与投资建议

预计2024-2026年公司归母净利润分别为25.8亿元、25.9亿元、27.2亿元，增速分别为-15.1%、0.5%、4.9%，目前公司股价对应24年、25年PE为13X，目前公司PE(TTM)处于上市以来的4.3%分位数。考虑到公司为定制家居行业龙头，估值享有一定溢价；若地产及消费情绪边际改善估值具有修复空间。首次覆盖给予“买入”评级。

基本数据

日期	2024-10-10
收盘价:	55.35元
总股本/流通股本(百万股)	609.15/609.15
流通A股市值(百万元)	33,716.59
每股净资产(元)	27.85
资产负债率(%)	51.68
一年内最高/最低价(元)	96.95/40.03

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn
分析师: 李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn

相关报告



➤ 风险提示

市场需求变化的风险、市场竞争加剧的风险、经销商管理风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22,480	22,782	20,162	20,214	21,159
增长率	10%	1%	-11%	0%	5%
净利润（百万元）	2,688	3,036	2,577	2,590	2,717
增长率	1%	13%	-15%	1%	5%
EPS（元/股）	4.41	4.98	4.23	4.25	4.46
市盈率（P/E）	12.5	11.1	13.1	13.0	12.4
市净率（P/B）	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 在手现金充足，具备大额分红能力	4
2 经营仍处调整期，关注零售大家居突围	4
3 盈利预测与投资建议	6
3.1 盈利预测	6
3.2 投资建议	7
4 风险提示	8

图表目录

图表 1: 公司在手净现金充足-1H24	4
图表 2: 2019-2023 年经营现金净流量及资本开支	4
图表 3: 公司单季度收入增速	5
图表 4: 公司单季度归母净利、扣非净利增速	5
图表 5: 欧派大家居模式演进	5
图表 6: 业绩拆分预测表	6
图表 7: 可比公司估值表	7
图表 8: 财务预测摘要	9

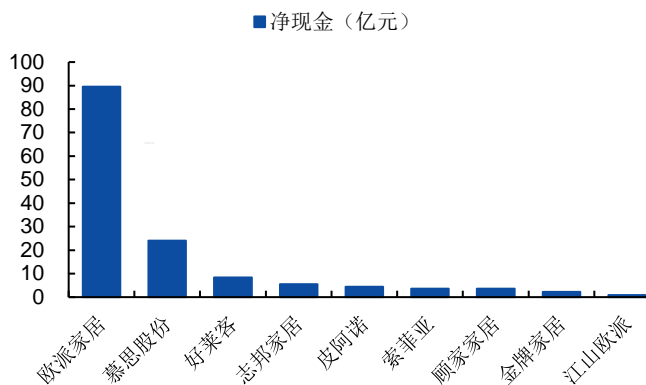


1 在手现金充足，具备大额分红能力

9月19日，公司发布关于未来三年（2024-2026年）股东分红回报规划公告，2024-2026年利润分配目标为每年派发现金红利合计不低于人民币15亿元（含税），可采取现金、股票、现金与股票相结合或其他方式。以10月9日收盘334亿元市值计算，对应2024年股息率为4.5%。

我们认为公司此次分红方案，一方面通过锁定未来三年每年固定分红金额的形式，可消除市场对于业绩不确定性的担忧，充分显示了管理层对于股东稳定回报的高度重视。另一方面，截至2024年6月30日，公司在手净现金充足，账面净现金约90亿元，且过去5年（2019-2023年）公司经营性现金净流量均值为35亿元、资本开支均值19亿元。据公司公告，资本开支未来几年预计合计约17亿元，低于过去5年资本开支年均值水平，具体项目主要包括武汉基地、黄边项目、欧派智能创新项目建设以及各生产基地基于提升生产效率、产品品质、信息化水平等需要进行的设备更新购置。综合考虑在手现金充足以及未来资本开支规划，我们认为公司具备支付未来3年分红总额45亿元（15亿元*3）的资金实力。

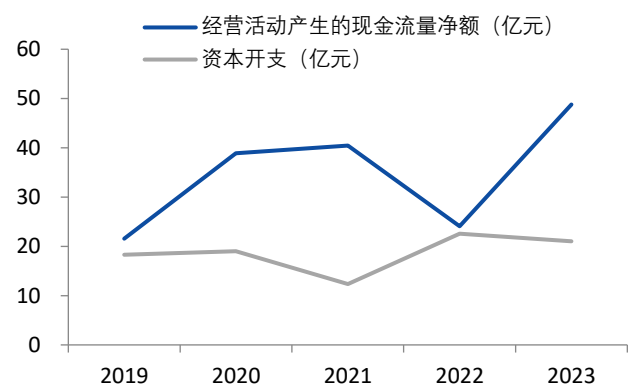
图表1：公司在手净现金充足-1H24



数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

注：净现金=货币资金+交易性金融资产+相关定期存款-有息负债

图表2：2019-2023年经营现金净流量及资本开支



数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

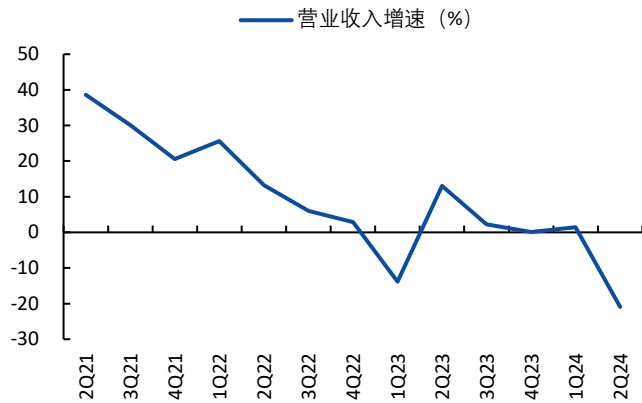
2 经营仍处调整期，关注零售大家居突围

2023年以来，在外部地产和消费环境持续走弱，叠加内部组织和渠道体系调整的双重影响下，公司业绩表现承压。1H24收入同比-12.8%、归母净利润同比-12.6%、扣非净利同比-27.5%。

为了应对市场挑战，业务层面公司进行了多项改革：一是2023年以来的渠道和营销体系管理改革，将品类为中心的经营模式重构为以城市为中心的经营模式，进行全品类、全渠道的统一管理，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配；二是2024年实施的东西南北中五大基地市场化的抢单改革，给经销商提供更好的产品交付及服务，让各个基地的生产和产品供应更加市场化；三是大供应链改革，优化采购流程、

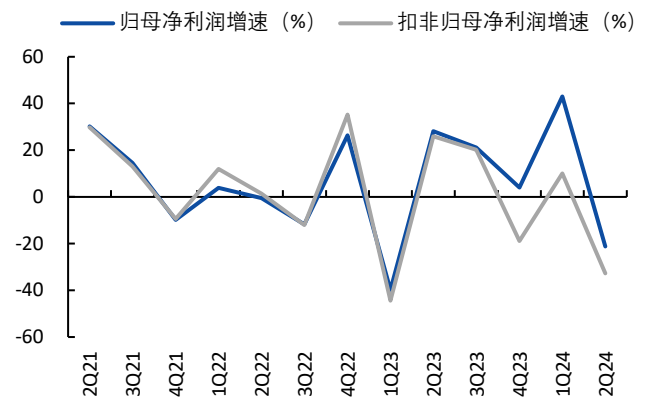
前后植入信息化管理手段，提升供应链管理效率。

图表3: 公司单季度收入增速



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

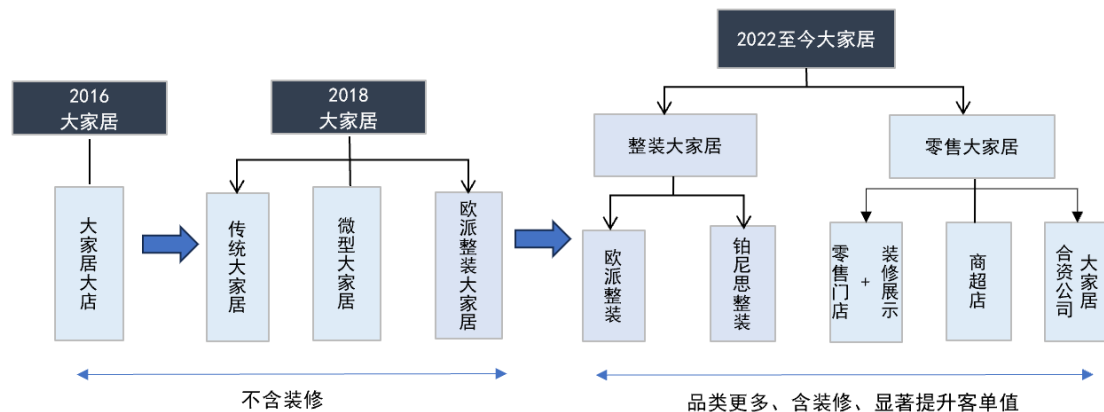
图表4: 公司单季度归母净利润、扣非净利增速



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

从长周期存量房市场的角度，我们认可公司推动零售经销商全面转型大家居的战略方向，且我们认为大家居和单品销售模式，长期也可兼容而非排斥。橱柜作为家居里对渠道变化最为敏感的品类，橱柜起家的欧派对于创新商业模式的探索从未停止。2018年，公司率先推出整装大家居模式，成功开拓新的渠道增量；2023年，公司全面推进经销商转型零售大家居，虽然目前仍面临到经销商的装修能力培养、品类融合渠道调整、消费力下降背景下消费者的单品类购买偏好提升等问题，但我们认为：1) 随着家居消费长周期步入存量房市场，定制作为更换场景与装修强绑定的品类，传统定制零售经销商如果不具备装修的服务能力，未来或将面临更严峻的装企分流压力。2) 大家居的难点在于经销商能力培养，而单品销售的难点更在于流量，长期二者也可兼容。对于具备一站式家装家居服务能力的经销商而言，自主掌握流量入口，在承接全案业务的同时也可承接纯产品销售。对于单品的经销商而言，随着存量房市场流量分散、装修入口比例提升，对于打造消费者品牌心智以及多渠道获客提出更高要求。

图表5: 欧派大家居模式演进



数据来源: 公司公告, 公司官网, 经济观察网, 华福证券研究所



3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 营业收入：

①**橱柜、衣柜及家配、木门**：1H24 在消费需求持续恢复但有效需求仍显不足、可选消费品的表现仍较为低迷的背景下，公司为适应消费趋势和市场的变化，对消费者和经销商进行双重让利，导致公司核心产品收入下滑，参考 1H24 公司分品类营收增速趋势，预计 24 年橱柜、衣柜、木门品类营收双位数下滑；25 年-26 年随着公司转型大家居逐步释放效能，预计上述品类的销售增长逐步修复。

②**卫浴、其他产品**：1H24 公司卫浴产品实现营收+9%，预计全年的营收保持个位数增长。25-26 年保持稳定增长趋势。

1H24 公司其他产品实现营收+200%+，主要为公司发展大家居其他品类在低基数下实现较高增长，预计全年其他产品营收保持 1H24 的增长趋势，25-26 年预计增速亦显著高于公司整体增长，保守假设增速为 20%。

(2) **毛利率与期间费用率**：毛利率方面，1H24 公司通过制造多维降本、组织优化、费用管控等措施的全面落地，公司主营业务毛利率同比稳中有升。综合考虑降本及让利终端，预计 24 年-26 年公司毛利率维持相对平稳。

期间费用方面，1H24 由于公司营收端有所下滑，同时战略性增加品牌、电商引流、市场培训等方面的投入，预计 24 年公司销售、管理费用率有所上升，25-26 年随着营收逐步修复相关费用有一定摊薄。

综上，我们预计公司 2024-2026 年公司收入分别为 201.6 亿元、202.1 亿元、211.6 亿元，增速分别为-11.5%、0.3%、4.7%，归母净利润分别为 25.8 亿元、25.9 亿元、27.2 亿元，增速分别为-15.1%、0.5%、4.9%。

图表6：业绩拆分预测表

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,442	22,480	22,782	20,162	20,214	21,159
yoy	38.7%	10.0%	1.3%	-11.5%	0.3%	4.7%
橱柜	7,529	7,173	7,031	5,882	5,764	5,878
yoy	24.2%	-4.7%	-2.0%	-16.3%	-2.0%	2.0%
衣柜及家配	10,172	12,139	11,949	9,772	9,577	9,910
yoy	76.2%	19.3%	-1.6%	-18.2%	-2.0%	3.5%
木门	1,236	1,346	1,378	1,205	1,181	1,222
yoy	60.4%	8.9%	2.4%	-12.6%	-2.0%	3.5%
卫浴	989	1,035	1,128	1,184	1,243	1,306
yoy	33.7%	4.6%	9.0%	5.0%	5.0%	5.0%



其他	219	308	823	1,646	1,976	2,371
yoy	-81.2%	40.6%	167.3%	100.0%	20.0%	20.0%
营业成本	13,978	15,374	15,001	13,533	13,632	14,331
毛利率%	31.6%	31.6%	34.2%	32.9%	32.6%	32.3%
销售费用	1,386	1,679	1,982	2,057	2,021	2,052
销售费用率%	6.8%	7.5%	8.7%	10.2%	10.0%	9.7%
管理费用	1,131	1,336	1,401	1,321	1,273	1,291
管理费用率%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%	6.3%	6.1%
研发费用	908	1,123	1,126	968	970	1,016
研发费用率%	4.4%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
财务费用	-115	-247	-308	-309	-319	-331
财务费用率%	-0.6%	-1.1%	-1.4%	-1.5%	-1.6%	-1.6%
归母净利润	2,666	2,688	3,036	2,577	2,590	2,717
yoy	29.2%	0.9%	12.9%	-15.1%	0.5%	4.9%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 投资建议

目前公司股价对应 24 年、25 年 PE 为 13X，高于可比公司平均值，目前公司估值 PE (TTM) 处于上市以来的 4.3%分位数。考虑到公司为定制家居行业龙头，估值享有一定溢价；公司重视股东回报，账上资金充裕具备持续高分红能力；若地产及消费情绪边际修复公司估值具有改善空间。首次覆盖给予“买入”评级。

图表7: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE (倍)			
		2024-10-10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002572.SZ	索菲亚	16.40	12.61	14.25	15.88	17.58	12.52	11.08	9.95	8.98	
603801.SH	志邦家居	11.81	5.95	5.90	6.46	7.12	8.66	8.74	7.99	7.24	
603816.SH	顾家家居	29.33	20.06	21.17	23.46	25.98	12.02	11.39	10.28	9.28	
603008.SH	喜临门	17.65	4.29	5.16	5.83	6.57	15.60	12.96	11.47	10.18	
001323.SZ	慕思股份	30.92	8.02	8.72	9.66	10.74	15.42	14.19	12.80	11.51	
平均值							12.84	11.67	10.50	9.44	
603833.SH	欧派家居	55.35	30.36	25.77	25.90	27.17	11.11	13.08	13.02	12.41	

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（欧派家居为华福证券研究所预测）

4 风险提示

市场需求变化的风险:近年来,房地产行业经历深度调整,从短期趋势看,消费者对房屋购置以及配套的装修需求将更加谨慎,由此带来家具消费需求的低迷和价格降档。家居行业属于房地产后周期行业,受房地产销售不景气以及房屋销售结构变化等因素影响,家具行业内的竞争将更加激烈,可能对公司业绩达成以及终端销售模式和渠道造成较大影响。

市场竞争加剧的风险:公司所在的定制家具行业属于家具细分行业,作为行业龙头,公司在设计研发、品牌、服务、渠道等方面具有较强的优势。但是定制家具行业正处于从成长期向成熟期的换挡期,加之上市公司募投项目产能释放等因素相互交织,为抢占更多市场份额,主流家居企业内部存在竞争加剧的风险。此外,家居行业生态变迁,传统建材市场家居零售迅速萎缩,整装大家居快速崛起,部分整装或跨界企业延伸产品价值链,行业竞争维度不再是平行企业竞争,行业跨界进入者增多。内外部因素的变化导致行业竞争将从产品价格的低层次竞争进入到由品牌、网络、服务、人才、管理以及规模等构成的复合竞争层级上。

经销商管理风险:经销商专卖店销售模式是定制家具行业主要的销售模式,零售经销商渠道是公司最主要的销售渠道。经销商专卖店销售模式有利于定制家具企业借助经销商的区域资源优势拓展营销网络,并对各级市场进行有效渗透、提高产品的市场占有率。虽然公司与经销商在签订的合作协议中约定了彼此的权利与义务,且在店面形象设计、人员培训、产品定价等方面对经销商进行了统一管理;但是,若出现经销商未按照协议约定进行销售、业务宣传或者不履行销售责任,可能对公司的品牌形象、客户口碑带来负面影响。


图表8: 财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,575	13,318	14,316	16,113
应收票据及账款	1,404	1,187	1,033	1,015
预付账款	100	90	91	96
存货	1,132	1,206	1,231	1,243
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,154	852	936	1,077
流动资产合计	16,365	16,655	17,607	19,544
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	7,066	7,396	7,435	7,362
在建工程	1,942	1,429	1,071	819
无形资产	1,033	1,039	1,044	1,049
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	7,940	7,962	7,977	7,984
非流动资产合计	17,982	17,827	17,527	17,215
资产合计	34,347	34,481	35,134	36,759
短期借款	7,796	7,500	7,500	8,000
应付票据及账款	1,746	1,575	1,654	1,765
预收款项	504	446	525	457
合同负债	999	884	364	381
其他应付款	977	977	977	977
其他流动负债	1,157	1,110	1,091	1,104
流动负债合计	13,180	12,493	12,111	12,685
长期借款	607	607	607	607
应付债券	1,682	1,682	1,682	1,682
其他非流动负债	762	762	762	762
非流动负债合计	3,051	3,051	3,051	3,051
负债合计	16,231	15,544	15,162	15,735
归属母公司所有者权益	18,117	18,947	19,991	21,050
少数股东权益	-1	-9	-18	-27
所有者权益合计	18,116	18,937	19,973	21,023
负债和股东权益	34,347	34,481	35,134	36,759

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,878	2,606	2,645	3,088
现金收益	3,582	3,117	3,168	3,294
存货影响	282	-74	-25	-12
经营性应收影响	70	227	154	13
经营性应付影响	44	-229	157	44
其他影响	901	-436	-809	-252
投资活动现金流	-4,664	-193	-421	-464
资本支出	-1,726	-680	-591	-599
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	-2,948	487	170	135
融资活动现金流	741	-1,669	-1,227	-826
借款增加	3,710	-296	0	500
股利及利息支付	-1,323	-382	-409	-447
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-1,647	-990	-818	-879

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,782	20,162	20,214	21,159
营业成本	15,000	13,533	13,632	14,331
税金及附加	165	147	147	155
销售费用	1,982	2,057	2,021	2,052
管理费用	1,401	1,321	1,273	1,291
研发费用	1,126	968	970	1,016
财务费用	-308	-309	-319	-331
信用减值损失	-238	-100	-100	-100
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-22	200	180	180
投资收益	88	88	88	88
其他收益	270	300	300	300
营业利润	3,513	2,934	2,957	3,113
营业外收入	44	44	44	44
营业外支出	20	20	20	20
利润总额	3,537	2,958	2,981	3,137
所得税	511	389	399	429
净利润	3,025	2,568	2,581	2,708
少数股东损益	-10	-9	-9	-9
归属母公司净利润	3,036	2,577	2,590	2,717
EPS(按最新股本摊薄)	4.98	4.23	4.25	4.46

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	1.3%	-11.5%	0.3%	4.7%
EBIT 增长率	14.5%	-18.0%	0.5%	5.4%
归母公司净利润增长率	12.9%	-15.1%	0.5%	4.9%
获利能力				
毛利率	34.2%	32.9%	32.6%	32.3%
净利率	13.3%	12.7%	12.8%	12.8%
ROE	16.8%	13.6%	13.0%	12.9%
ROIC	15.7%	12.4%	11.9%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	47.3%	45.1%	43.2%	42.8%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	21	23	20	17
存货周转天数	31	31	32	31
每股指标(元)				
每股收益	4.98	4.23	4.25	4.46
每股经营现金流	8.01	4.28	4.34	5.07
每股净资产	29.74	31.10	32.82	34.56
估值比率				
P/E	11	13	13	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	21	24	24	23

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn