

欧派家居 (603833.SH)

买入 (维持评级)

Q3 营收承压盈利改善, 关注边际变化

投资要点:

► **事件:** 公司发布三季报。前三季度实现营收 138.79 亿元, 同比-16.2%, 实现归母净利润 20.31 亿元, 同比-12.1%, 扣非净利 17.62 亿元, 同比-19.9%。单 Q3 公司实现营收 52.96 亿元, 同比-21.2%, 实现归母净利润 10.41 亿元, 同比-11.6%, 扣非净利 9.87 亿元, 同比-12.6%。

► 行业需求偏弱导致营收持续承压

①分产品, 前三季度橱衣卫木分别实现营收 40.3 亿元、71.9 亿元、8.0 亿元、8.3 亿元, 分别同比-22%、-19%、-2%、-17%; 单 Q3 橱衣卫木营收分别-30%、-20%、-16%、-22%, 各品类营收降幅均有所扩大。

②分渠道, 前三季度直营、经销、大宗、其他分别实现营收 5.3 亿元、104 亿元、23 亿元、2.9 亿元, 分别同比+4%、-19%、-12%、+29%; 单 Q3 各渠道营收分别-13%、-21%、-29%、+31%。

► 降本控费毛利率提升显著, 带动盈利表现好于营收

①毛利率: 公司单 Q3 实现毛利率 40.4%, 同比+2.8pct, 分产品橱衣卫木毛利率分别同比-6.2pct、+10pct、+3.9pct、+6.8pct, 除橱柜外, 衣柜及家配、卫浴、木门毛利率均同比改善, 带动总体毛利率提升。

②期间费用: 公司单 Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.1%、6.1%、4.4%、-2.7%, 分别同比-0.05pct、+1.1pct、-0.25pct、-1.65pct, 公司总体期间费用率管控良好。③净利率: 单 Q3 实现归母净利率 19.7%, 同比+2.1pct, 主要由毛利率提升带动。④现金流: 公司前三季度实现经营净现金流 27 亿元, 同比-28%, 主因销售商品、提供劳务收到的现金同比减少。

► 盈利预测与投资建议

我们认为, 虽然短期行业需求仍然承压, 但随着全国家居补贴持续推进、以及国内消费信心逐步复苏, 未来需求改善仍可期待。公司狼性文化人性化, 内部团队和渠道执行力强, 持续引领商业模式变革, 家居补贴利好龙头份额提升; 截至 1H24, 公司在手净现金 90 亿, 承诺未来 3 年固定分红金额 15 亿元, 稳定股东回报、彰显发展信心。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 25.8 亿元、25.9 亿元、27.2 亿元, 增速分别为-15.1%、0.6%、4.8%, 盈利预测维持前值。目前股价对应 24 年、25 年 PE 为 17X, PE (TTM) 处于上市以来的 11.7%分位数, 维持“买入”评级。

► 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

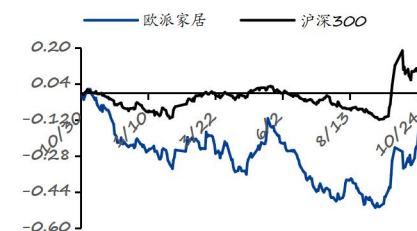
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	22,480	22,782	19,460	19,484	20,376
增长率	10%	1%	-15%	0%	5%
净利润 (百万元)	2,688	3,036	2,577	2,592	2,716
增长率	1%	13%	-15%	1%	5%
EPS (元/股)	4.41	4.98	4.23	4.25	4.46
市盈率 (P/E)	16.1	14.3	16.8	16.7	15.9
市净率 (P/B)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-10-28
收盘价:	71.10 元
总股本/流通股本(百万股)	609.15/609.15
流通 A 股市值(百万元)	43,310.74
每股净资产(元)	29.59
资产负债率(%)	47.16
一年内最高/最低价(元)	90.08/40.03

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn
分析师: 李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn

相关报告

1、欧派家居首次覆盖 (603833.SH): 90 亿净现金护航股东回报, 大家居长逻辑无虞——2024.10.10



图表 1: 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	13,301	14,310	16,103
应收票据及账款	1,404	1,146	995	977
预付账款	100	84	85	89
存货	1,132	1,124	1,146	1,156
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,154	830	910	1,046
流动资产合计	16,365	16,486	17,447	19,371
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	34,312	34,974	36,586
短期借款	7,796	7,500	7,500	8,000
应付票据及账款	1,746	1,468	1,540	1,642
预收款项	504	431	506	440
合同负债	999	853	351	367
其他应付款	977	977	977	977
其他流动负债	1,157	1,095	1,076	1,086
流动负债合计	13,180	12,324	11,949	12,513
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	15,375	15,000	15,563
归属母公司所有者权益	18,117	18,947	19,992	21,050
少数股东权益	-1	-9	-18	-27
所有者权益合计	18,116	18,937	19,974	21,022
负债和股东权益	34,347	34,312	34,974	36,586

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,878	2,778	2,833	3,259
现金收益	3,582	3,117	3,170	3,293
存货影响	282	8	-22	-10
经营性应收影响	70	274	150	14
经营性应付影响	44	-352	147	36
其他影响	901	-271	-611	-75
投资活动现金流	-4,664	-382	-597	-638
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	298	-6	-40
融资活动现金流	741	-1,669	-1,227	-828
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	-991	-819	-881

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,782	19,460	19,484	20,376
营业成本	15,000	12,609	12,690	13,328
税金及附加	165	142	141	149
销售费用	1,982	1,985	1,948	1,987
管理费用	1,401	1,304	1,257	1,269
研发费用	1,126	934	935	978
财务费用	-308	-308	-319	-331
信用减值损失	-238	-150	-170	-190
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-22	0	0	0
投资收益	88	88	88	88
其他收益	270	230	230	230
营业利润	3,513	2,962	2,979	3,124
营业外收入	44	44	44	44
营业外支出	20	20	20	20
利润总额	3,537	2,986	3,003	3,148
所得税	511	418	420	441
净利润	3,025	2,568	2,583	2,707
少数股东损益	-10	-9	-9	-9
归属母公司净利润	3,036	2,577	2,592	2,716
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%	-14.6%	0.1%	4.6%
EBIT 增长率	14.5%	-17.1%	0.3%	4.9%
归母公司净利润增长率	12.9%	-15.1%	0.6%	4.8%
获利能力				
毛利率	34.2%	35.2%	34.9%	34.6%
净利率	13.3%	13.2%	13.3%	13.3%
ROE	16.8%	13.6%	13.0%	12.9%
ROIC	15.7%	12.5%	12.0%	11.9%
偿债能力				
资产负债率	47.3%	44.8%	42.9%	42.5%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5
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	32	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	4.56	4.65	5.35
每股净资产	29.74	31.10	32.82	34.56
估值比率				
P/E	14	17	17	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	19	22	22	21

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：hfjys@hfzq.com.cn