

欧派家居 (603833.SH)

强烈推荐 (维持)

Q3 盈利能力边际改善, Q4 基本面有望回暖

受到行业需求疲弱影响, 公司 Q3 经营仍有所承压, Q3 收入/业绩同比 -21.21%/-11.56%。值得关注的是, 公司坚持多维降本与费用管控等措施优化盈利表现, Q3 毛/净利率同比分别提升 2.74/2.14 pct。看好地产环境回暖及家居以旧换新在全国推开, 刺激行业需求触底反弹, 公司基本面有望在 Q4 进入修复阶段, 维持公司“强烈推荐”评级。

□ **事件:** 24Q3 公司实现营业收入 52.96 亿元/同比-21.21%, 归母净利润 10.41 亿元/同比-11.56%, 扣非归母净利润 9.87 亿元/同比-12.62%; 24Q1-3 营业收入 138.79 亿/同比-16.21%, 归母净利润 20.31 亿元/同比-12.08%, 扣非归母净利润 17.63 亿元/同比-19.88%。

□ **家装需求疲弱, Q3 营收表现依旧承压**

1) 分品类看, 24Q3 橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门/其他品类营业收入为 14.71/27.69/2.97/3.28/2.95 亿元, 同比-30/-20/-16/-22/+16%。24Q1-3 橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门/其他品类营业收入为 40.29/71.87/8.00/8.25/7.21 亿元, 同比分别-22/-19/-2/-17/+88%。

2) 分渠道看, 24Q3 直营/经销/大宗/其他业务营业收入为 1.93/39.98/8.49/1.20 亿元, 同比分别-13/-21/-29/+31%。24Q1-3 直营/经销/大宗/其他业务营业收入为 5.28/103.93/23.48/2.93 亿元, 同比分别+4/-19/-12/+29%。

□ **毛利率逆势提升, 降本控费成效显著**

1) 24Q3 公司毛利率 40.36%/同比+2.74 pct, 分品类看, Q3 橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门/其他品类毛利率分别-6/+10/+4/+7/-23pct; 分渠道看, 直营/经销/大宗/其他业务毛利率分别变动+2/+2/+6/+0.5pct。24Q3 除橱柜品类外, 其他品类毛利率同比均有提升, 多维降本成效显著。

2) 费用端管控良好, 24Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.14/6.10/4.44/-2.69%, 同比分别-0.05/+1.11/-0.25/-1.67pct, 期间费用率同比-0.86 pct。

□ **以旧换新刺激需求, Q4 基本面有望回暖。**各省市家居品类以旧换新在 10 月份加速落地, 各地补贴多为折后售价 15-20%, 力度相对可观。随着补贴模式在全国逐步跑通及简化, 叠加金九银十、双 11 营销节点、补贴 Q4 未到期, 预计潜在家装需求有望在 Q4 进一步释放。公司作为头部企业, 有望凭借更强经营实力、更密集的终端门店、更强经销商实力, 在政企合作、线下获客与线上系统接入上更具备优势, 有望在本次以旧换新中超额受益。

□ **投资建议:** 看好地产环境回暖及家居以旧换新在全国推开, 刺激行业需求触底反弹。公司有望在大家居战略护航下, 实现收入优质增长与市场份额提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 195.12/206.00/223.11 亿元, 归母净利润分别为 27.12/29.36/31.97 亿元, 对应 PE 分别为 16/14/13 x。维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 地产销售下滑、终端消费力下降、原材料价格波动、大家居战略落地不及预期、行业竞争加剧。

消费品/轻工纺织

目标估值: NA

当前股价: 69.19 元

基础数据

总股本 (百万股)	609
已上市流通股 (百万股)	609
总市值 (十亿元)	42.1
流通市值 (十亿元)	42.1
每股净资产 (MRQ)	30.3
ROE (TTM)	14.9
资产负债率	47.2%
主要股东	姚良松
主要股东持股比例	66.19%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	25	-13
相对表现	28	15	-25



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《欧派家居 (603833) —2024H1 点评: 坚定推进大家居, 思变求进谋发展》2024-09-02
- 《欧派家居 (603833) —Q3 利润增长亮眼, 积极求变成效渐显》2023-10-29
- 《欧派家居 (603833) —Q2 降本增效驱动利润快速增长, 大家居业态创新加速》2023-08-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	22480	22782	19512	20600	22311
同比增长	10%	1%	-14%	6%	8%
营业利润(百万元)	3056	3513	3152	3422	3728
同比增长	-0%	15%	-10%	9%	9%
归母净利润(百万元)	2688	3036	2712	2936	3197
同比增长	1%	13%	-11%	8%	9%
每股收益(元)	4.41	4.98	4.45	4.82	5.25
PE	15.7	13.9	15.5	14.4	13.2
PB	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	13381	16365	13671	14084	15985
现金	8270	12575	10420	10666	12303
交易性投资	803	223	223	223	223
应收票据	110	43	37	39	42
应收款项	1357	1362	1166	1231	1333
其它应收款	197	112	96	102	110
存货	1414	1132	945	996	1077
其他	1229	919	785	828	897
非流动资产	15230	17982	18199	18395	18571
长期股权投资	11	0	0	0	0
固定资产	6689	7066	7403	7705	7974
无形资产商誉	1061	1033	930	837	753
其他	7470	9882	9866	9853	9843
资产总计	28611	34347	31871	32479	34556
流动负债	9675	13180	9682	8178	7949
短期借款	4585	7796	4920	3263	2789
应付账款	1979	1746	1456	1535	1661
预收账款	1147	1503	1254	1321	1430
其他	1964	2134	2052	2058	2069
长期负债	2422	3051	3051	3051	3051
长期借款	5	607	607	607	607
其他	2417	2444	2444	2444	2444
负债合计	12097	16231	12733	11229	11000
股本	609	609	609	609	609
资本公积金	4784	4469	4469	4469	4469
留存收益	11115	13039	14069	16192	18508
少数股东权益	6	(1)	(10)	(20)	(31)
归属于母公司所有者权益	16508	18117	19148	21270	23587
负债及权益合计	28611	34347	31871	32479	34556

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2410	4878	3022	3373	3671
净利润	2683	3025	2703	2926	3186
折旧摊销	752	809	866	888	908
财务费用	130	209	(264)	(278)	(301)
投资收益	(23)	(88)	(260)	(149)	(104)
营运资金变动	(1133)	928	(19)	(16)	(21)
其它	1	(5)	(3)	2	3
投资活动现金流	(7146)	(4664)	(825)	(935)	(981)
资本支出	(2257)	(2103)	(1084)	(1084)	(1084)
其他投资	(4889)	(2562)	260	149	104
筹资活动现金流	2985	741	(4352)	(2192)	(1053)
借款变动	1700	1828	(2934)	(1657)	(474)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	423	(315)	0	0	0
股利分配	(1066)	(1079)	(1681)	(814)	(881)
其他	1928	306	264	278	301
现金净增加额	(1751)	954	(2154)	246	1636

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22480	22782	19512	20600	22311
营业成本	15374	15000	12512	13186	14269
营业税金及附加	168	165	141	149	161
营业费用	1679	1982	1912	1854	2008
管理费用	1336	1401	1268	1318	1406
研发费用	1123	1126	976	1030	1116
财务费用	(247)	(308)	(264)	(278)	(301)
资产减值损失	(100)	(238)	(75)	(68)	(28)
公允价值变动收益	(34)	(22)	6	0	(13)
其他收益	120	270	182	101	78
投资收益	23	88	72	48	38
营业利润	3056	3513	3152	3422	3728
营业外收入	27	44	27	23	24
营业外支出	15	20	18	17	18
利润总额	3068	3537	3161	3427	3734
所得税	385	511	458	501	548
少数股东损益	(6)	(10)	(9)	(10)	(11)
归属于母公司净利润	2688	3036	2712	2936	3197

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	10%	1%	-14%	6%	8%
营业利润	-0%	15%	-10%	9%	9%
归母净利润	1%	13%	-11%	8%	9%
获利能力					
毛利率	31.6%	34.2%	35.9%	36.0%	36.0%
净利率	12.0%	13.3%	13.9%	14.3%	14.3%
ROE	17.4%	17.5%	14.6%	14.5%	14.3%
ROIC	12.9%	11.4%	9.6%	10.8%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	47.3%	40.0%	34.6%	31.8%
净负债比率	16.9%	24.6%	17.3%	11.9%	9.8%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.7	2.0
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.7
存货周转率	10.7	11.8	12.0	13.6	13.8
应收账款周转率	16.7	15.9	15.0	16.7	16.9
应付账款周转率	7.4	8.1	7.8	8.8	8.9
每股资料(元)					
EPS	4.41	4.98	4.45	4.82	5.25
每股经营净现金	3.96	8.01	4.96	5.54	6.03
每股净资产	27.10	29.74	31.43	34.92	38.72
每股股利	1.77	2.76	1.34	1.45	1.57
估值比率					
PE	15.7	13.9	15.5	14.4	13.2
PB	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.2	9.9	10.3	9.6	8.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。