

欧派家居 (603833.SH)

优于大市

2024年三季度报点评： 收入承压，盈利明显改善，关注以旧换新政策成效

核心观点

收入延续下滑，盈利明显改善。公司发布2024年三季度报点评，2024Q1-Q3实现收入138.8亿/-16.2%，归母净利润20.3亿/-12.1%，扣非归母净利润17.6亿/-19.9%；2024Q3收入53.0亿/-21.2%，归母净利润10.4亿/-11.6%，扣非归母净利润9.9亿/-12.6%。收入下滑主因地产下行、宏观经济压力与消费者谨慎决策，公司深化交付质量与供应链体系等改革，多维度降本成效显现，盈利能力同环比大幅改善，Q4家具家装以旧换新政策加速落地与推进，有望提升消费者购买意愿、释放积压需求。

前三季度直营渠道稳健增长，经销与大宗业务下滑。2024Q1-Q3公司直营收入5.3亿/+4.1%，毛利率56.2%/-2.4pct，经销收入103.9亿/-18.9%，毛利率35.6%/+1.5pct，大宗收入23.5亿/-12.3%，毛利率27.6%/+0.3pct。受终端流量减少与保交楼业务影响，公司经销零售与大宗业务出现大幅下滑，直营渠道的增长则持续验证零售大家居模式的可行性。Q3末公司欧派/欧铂丽/欧铂尼品牌终端门店分别较年初减少509/76/28家，由于外部环境承压，公司积极引导优化亏损或低引流的门店，鼓励经销商挺进大家居。

各品类收入承压，衣柜与木门毛利率提升。2024Q1-Q3衣柜/橱柜/木门/卫浴收入分别为71.9/40.3/8.3/8.0亿，同比-19.0%/-22.0%/-17.1%/-1.6%，毛利率分别为40.9%/30.6%/26.8%/29.0%，同比+5.7%/-3.3%/+4.3%/+0.2pct，其中衣柜及配套品毛利率大幅提升主要系内部的产品结构变化所致。

毛利率大幅提升，盈利改善。2024Q3毛利率40.4%/+2.7pct，预计毛利率提升主要系由于产品结构变化、强化费用管控、集中采购与供应链改革等多维度降本控费逐步显现成效，2024Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为8.1%/6.1%/4.4%/-2.7%，同比-0.05pct/+1.1pct/-0.2pct/-1.7pct，净利率19.7%/+2.2pct，进一步聚焦利润与质量增长，强化穿越地产周期的能力。

风险提示：地产销售竣工不及预期；消费复苏不及预期；行业竞争格局恶化；原材料结构大幅波动；大家居战略推进不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司深入推进大家居战略，营销体系组织改革提效、供应链优化降本提升盈利能力。考虑到地产进入深度调整期，公司内部转型大家居处于磨合阶段，短期经营业绩承压，调整盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润27.3/29.4/31.4亿（前值27.3/29.7/32.1亿），同比-10.1%/7.9%/6.8%，对应PE=15.6/14.5/13.6x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,480	22,782	19,784	20,932	21,988
(+/-%)	10.0%	1.3%	-13.2%	5.8%	5.0%
归母净利润(百万元)	2688	3036	2728	2944	3143
(+/-%)	0.9%	12.9%	-10.1%	7.9%	6.8%
每股收益(元)	4.41	4.98	4.48	4.83	5.16
EBIT Margin	12.5%	13.6%	14.9%	15.5%	15.8%
净资产收益率 (ROE)	16.3%	16.8%	14.0%	14.0%	14.0%
市盈率 (PE)	15.9	14.0	15.6	14.5	13.6
EV/EBITDA	15.5	15.1	17.9	16.9	16.3
市净率 (PB)	2.58	2.35	2.19	2.04	1.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

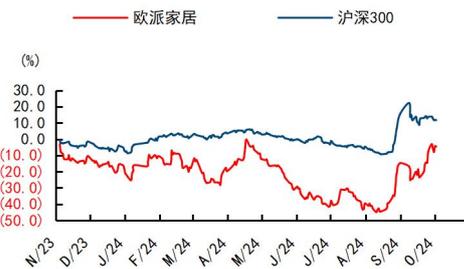
证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 nlijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	70.00元
总市值/流通市值	42641/42641百万元
52周最高价/最低价	89.68/40.03元
近3个月日均成交额	275.91百万元

市场走势

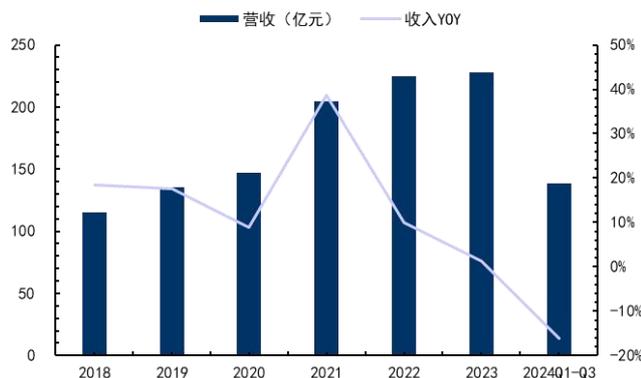


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

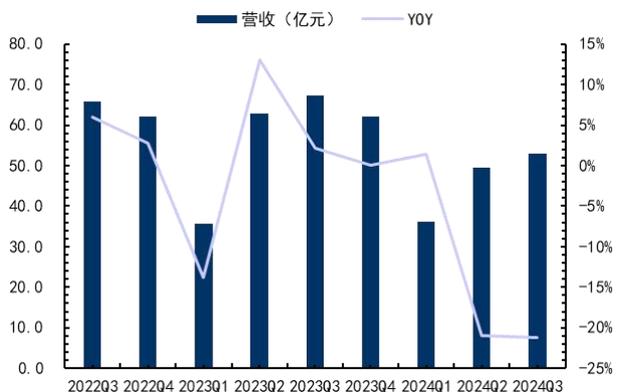
- 《欧派家居 (603833.SH) -2024 年半年报点评：经营短期承压，盈利能力稳中有升，大家居全案稳步落地》——2024-09-03
- 《欧派家居 (603833.SH) -2023 年报&2024 年一季报点评：大家居战略稳步推进，降本提效释放利润弹性》——2024-05-06
- 《欧派家居 (603833.SH) -一季报收入下滑 14%，在手订单充足》——2023-04-28
- 《欧派家居 (603833.SH) -2022 年营收增长 10%，衣柜及配套业务引领增长》——2023-04-26
- 《欧派家居 (603833.SH) -全年营收增长 5~15%，净利润增速放缓》——2023-01-17

图1: 公司营业收入及增速



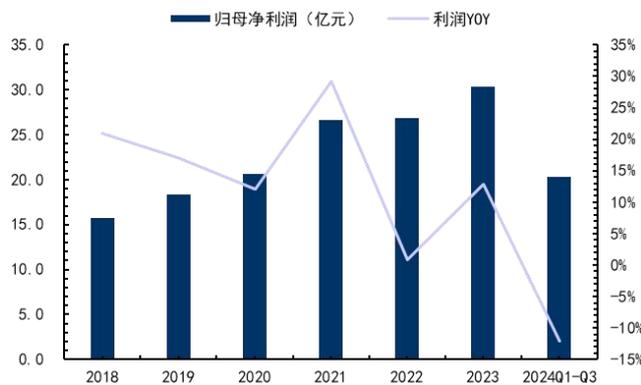
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



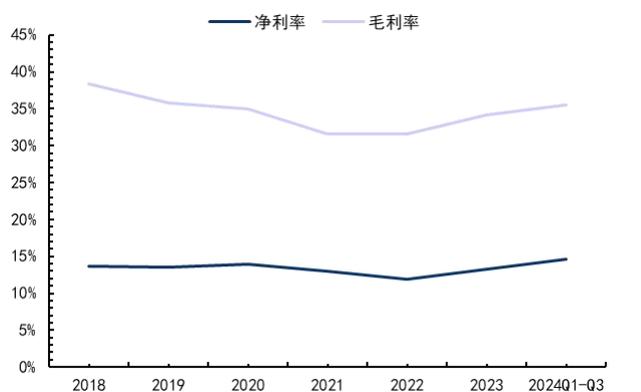
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



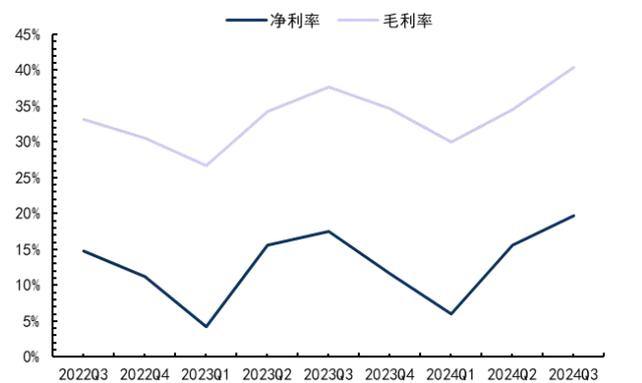
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率

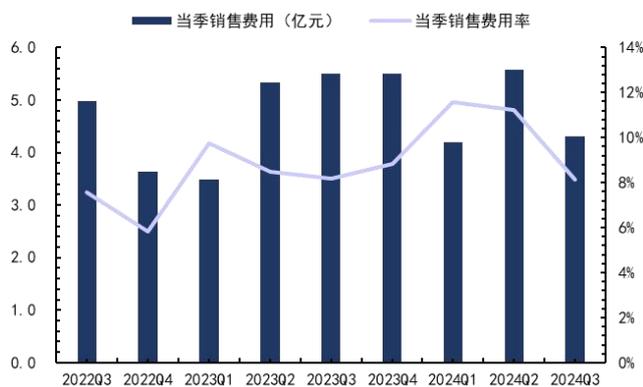


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

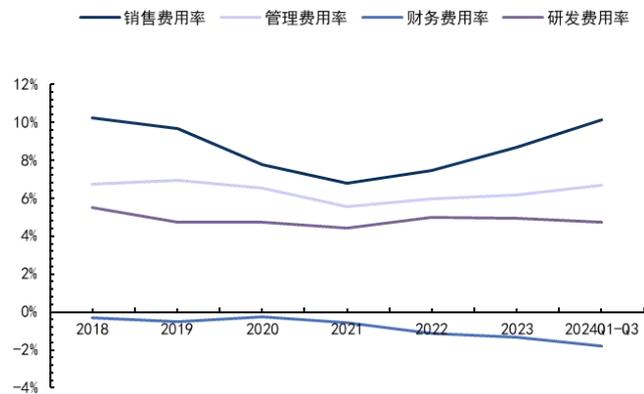
图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司销售费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24E)		
603801.SH	志邦家居	14.4	62.9	1.0	1.1	1.2	1.4	14.4	13.2	11.9	10.6	1.2	优于大市	
603816.SH	顾家家居	33.2	272.5	2.4	2.3	2.5	2.8	13.6	14.7	13.1	11.8	3.1	优于大市	
603833.SH	欧派家居	70.0	426.4	5.0	4.5	4.8	5.2	14.1	15.6	14.5	13.6	13.1	优于大市	
002572.SZ	索菲亚	18.9	182.1	1.3	1.3	1.5	1.7	14.4	14.3	13.0	11.1	1.6	优于大市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8270	12575	15090	18107	21729	营业收入	22480	22782	19784	20932	21988
应收款项	1664	1517	1351	1458	1499	营业成本	15374	15000	12733	13466	14075
存货净额	1414	1132	1169	1167	1185	营业税金及附加	168	165	138	147	154
其他流动资产	307	370	270	304	325	销售费用	1679	1982	1899	1968	2067
流动资产合计	13381	16365	19128	22046	25867	管理费用	1336	1401	1189	1214	1273
固定资产	8119	9008	10411	11919	13252	研发费用	1123	1126	870	900	945
无形资产及其他	1061	1033	993	953	912	财务费用	(247)	(308)	(215)	(203)	(203)
投资性房地产	6040	7940	7940	7940	7940	投资收益	23	88	40	40	40
长期股权投资	11	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(34)	(22)	(20)	(20)	(20)
资产总计	28611	34347	38472	42858	47972	其他收入	(1104)	(1095)	(870)	(900)	(945)
短期借款及交易性金融负债	4826	7854	11203	13935	17285	营业利润	3056	3513	3189	3462	3696
应付款项	1979	1746	1716	1710	1765	营业外净收支	12	24	10	10	10
其他流动负债	2869	3579	2995	3162	3286	利润总额	3068	3537	3199	3472	3706
流动负债合计	9675	13180	15913	18808	22336	所得税费用	385	511	480	538	574
长期借款及应付债券	1607	2289	2289	2289	2289	少数股东损益	(6)	(10)	(9)	(10)	(11)
其他长期负债	816	762	794	819	839	归属于母公司净利润	2688	3036	2728	2944	3143
长期负债合计	2422	3051	3082	3108	3128	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12097	16231	18996	21915	25463	净利润	2688	3036	2728	2944	3143
少数股东权益	6	(1)	(5)	(10)	(16)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	16508	18117	19481	20953	22524	折旧摊销	743	797	484	588	702
负债和股东权益总计	28611	34347	38472	42858	47972	公允价值变动损失	34	22	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(247)	(308)	(215)	(203)	(203)
每股收益	4.41	4.98	4.48	4.83	5.16	营运资本变动	(3265)	(1110)	(355)	49	117
每股红利	2.02	2.17	2.24	2.42	2.58	其它	(3)	(6)	(5)	(5)	(5)
每股净资产	27.10	29.74	31.98	34.40	36.98	经营活动现金流	197	2739	2873	3595	3977
ROIC	15%	12%	9%	9%	8%	资本开支	0	(1629)	(1866)	(2076)	(2015)
ROE	16%	17%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(48)	953	(477)	238	(119)
毛利率	32%	34%	36%	36%	36%	投资活动现金流	(43)	(666)	(2343)	(1838)	(2134)
EBIT Margin	12%	14%	15%	15%	16%	权益性融资	40	1	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	17%	18%	19%	负债净变化	5	602	0	0	0
收入增长	10%	1%	-13%	6%	5%	支付股利、利息	(1230)	(1323)	(1364)	(1472)	(1571)
净利润增长率	1%	13%	-10%	8%	7%	其它融资现金流	3964	3673	3349	2732	3350
资产负债率	42%	47%	49%	51%	53%	融资活动现金流	1554	2231	1985	1260	1779
股息率	2.9%	3.1%	3.2%	3.5%	3.7%	现金净变动	1708	4305	2515	3018	3621
P/E	15.9	14.0	15.6	14.5	13.6	货币资金的期初余额	6562	8270	12575	15090	18107
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9	货币资金的期末余额	8270	12575	15090	18107	21729
EV/EBITDA	15.5	15.1	17.9	16.9	16.3	企业自由现金流	0	716	774	1297	1740
						权益自由现金流	0	4991	4136	4032	5092

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032