

欧派家居（603833.SH）

盈利能力改善，期待以旧换新效果

核心观点：

- **公司盈利能力有所改善。**2024Q1-3 公司实现营业收入 138.8 亿元，同比-16.2%；归母净利 20.3 亿元，同比-12.1%；扣非净利 17.6 亿元，同比-19.9%。2024Q3 公司实现营收 53.0 亿元，同比-21.2%；归母净利 10.4 亿元，同比-11.6%；扣非净利 9.9 亿元，同比-12.6%。
- **收入端整体延续压力，期待后续以旧换新效果。**分产品看，2024Q1-3 公司橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门收入分别为 40.3/71.9/8.0/8.3 亿元，同比-22.0%/-19.0%/-1.6%/-17.1%。分渠道看，2024Q1-3 公司直营/经销/大宗收入分别为 5.3/103.9/23.5 亿元，同比+4.1%/-18.9%/-12.3%，Q3 末公司门店 8180 家，较年初净减少 536 家。整体经营压力延续，其中经销压力更大，新品类表现好于主业。但 Q4 开始以旧换新作为外力改善公司经营，预计效果持续。
- **毛利率提升，盈利能力明显改善。**公司 2024Q1-3 毛利率 35.5%，同比+1.6pct，净利率 14.6%，同比+0.8pct，2024Q3 毛利率 40.4%，同比+2.7pct，净利率 19.7%，同比+2.2pct，盈利能力改善。公司节省开支，改善原材料采购与生产效率，同时业务结构变化也是原因。2024 Q1-3 期间费用率 19.7%，同比+2.2pct，其中销售、管理、研发、财务费用率 10.1%/6.7%/4.7%/-1.8%，分别同比+1.5%/+0.8%/+0.2/-0.3pct，费用率整体波动不大，公司及时调整费用分配。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 年归母净利 27/29/30 亿元，对应估值 15/14/13x，以旧换新带来明年上行弹性，公司自身降本增效改善盈利，给予公司 25 年 15xPE 估值，对应合理价值 70.38 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产继续下行、消费降级风险、原材料价格波动风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22480	22782	19783	20945	22103
增长率（%）	10.0%	1.3%	-13.2%	5.9%	5.5%
EBITDA（百万元）	3674	4055	4101	4259	4454
归母净利润（百万元）	2688	3036	2707	2858	2999
增长率（%）	0.9%	12.9%	-10.8%	5.6%	4.9%
EPS（元/股）	4.41	4.98	4.44	4.69	4.92
市盈率（P/E）	27.56	13.98	14.92	14.13	13.47
ROE（%）	16.3%	16.8%	13.9%	13.7%	13.5%
EV/EBITDA	19.68	9.87	9.13	8.49	7.85

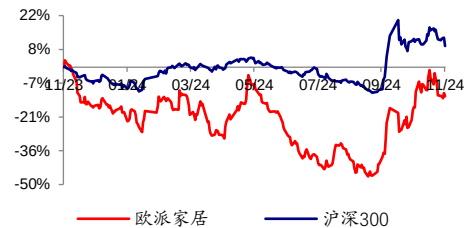
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	66.30 元
合理价值	70.38 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-23

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

欧派家居 2024-05-03

（603833.SH）：24Q1 收入

稳定，盈利改善

欧派家居（603833.SH）：23 2024-04-25

年分红率提升，大家居战略

持续推进

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,381	16,365	12,079	13,487	15,043
货币资金	8,270	12,575	8,674	9,890	11,253
应收及预付	1,575	1,504	1,272	1,360	1,445
存货	1,414	1,132	983	1,081	1,183
其他流动资产	2,122	1,154	1,150	1,156	1,162
非流动资产	15,230	17,982	18,162	18,362	18,602
长期股权投资	11	0	3	3	3
固定资产	6,689	7,066	7,091	7,094	7,075
在建工程	1,430	1,942	2,042	2,192	2,392
无形资产	1,061	1,033	1,086	1,133	1,192
其他长期资产	6,040	7,940	7,940	7,940	7,940
资产总计	28,611	34,347	30,241	31,849	33,645
流动负债	9,675	13,180	7,708	7,933	8,352
短期借款	4,585	7,796	3,314	3,281	3,445
应付及预收	2,344	2,250	1,842	1,955	2,067
其他流动负债	2,747	3,133	2,552	2,697	2,840
非流动负债	2,422	3,051	3,051	3,051	3,051
长期借款	5	607	607	607	607
应付债券	1,602	1,682	1,682	1,682	1,682
其他非流动负债	816	762	762	762	762
负债合计	12,097	16,231	10,759	10,984	11,403
股本	609	609	609	609	609
资本公积	4,360	4,357	4,357	4,357	4,357
留存收益	11,003	12,973	14,344	15,733	17,116
归属母公司股东权益	16,508	18,117	19,489	20,878	22,261
少数股东权益	6	-1	-6	-12	-18
负债和股东权益	28,611	34,347	30,241	31,849	33,645

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22480	22782	19783	20945	22103
营业成本	15374	15000	12814	13611	14397
营业税金及附加	168	165	138	151	159
销售费用	1679	1982	1583	1717	1835
管理费用	1336	1401	1187	1257	1326
研发费用	1123	1126	890	943	995
财务费用	-247	-308	195	116	98
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-34	-22	0	0	0
投资净收益	23	88	59	42	44
营业利润	3056	3513	3096	3269	3430
营业外收支	12	24	10	10	11
利润总额	3068	3537	3105	3279	3441
所得税	385	511	404	426	447
净利润	2683	3025	2702	2852	2993
少数股东损益	-6	-10	-5	-6	-6
归属母公司净利润	2688	3036	2707	2858	2999
EBITDA	3674	4055	4101	4259	4454
EPS（元）	4.41	4.98	4.44	4.69	4.92

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,410	4,878	3,200	3,999	4,187
净利润	2,683	3,025	2,702	2,852	2,993
折旧摊销	855	916	795	858	910
营运资金变动	-1,378	549	-652	28	31
其它	251	387	355	260	253
投资活动现金流	-7,146	-4,664	-907	-1,006	-1,095
资本支出	-2,246	-2,099	-963	-1,048	-1,139
投资变动	-4,923	-2,044	-3	0	0
其他	23	-522	59	42	44
筹资活动现金流	2,985	741	-6,194	-1,777	-1,729
银行借款	6,474	10,241	-4,482	-33	164
股权融资	2,006	1	0	0	0
其他	-5,495	-9,501	-1,712	-1,744	-1,893
现金净增加额	-1,711	994	-3,901	1,216	1,363
期初现金余额	5,342	3,630	12,575	8,674	9,890
期末现金余额	3,630	4,624	8,674	9,890	11,253

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	10.0%	1.3%	-13.2%	5.9%	5.5%
营业利润	-0.1%	14.9%	-11.9%	5.6%	4.9%
归母净利润	0.9%	12.9%	-10.8%	5.6%	4.9%
获利能力					
毛利率	31.6%	34.2%	35.2%	35.0%	34.9%
净利率	11.9%	13.3%	13.7%	13.6%	13.5%
ROE	16.3%	16.8%	13.9%	13.7%	13.5%
ROIC	10.7%	9.5%	11.4%	11.1%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	47.3%	35.6%	34.5%	33.9%
净负债比率	73.3%	89.6%	55.2%	52.6%	51.3%
流动比率	1.38	1.24	1.57	1.70	1.80
速动比率	1.13	1.11	1.36	1.48	1.58
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.66	0.65	0.66	0.66
应收账款周转率	16.57	16.73	17.28	17.11	16.98
存货周转率	15.90	20.12	20.13	19.37	18.68
每股指标（元）					
每股收益	4.41	4.98	4.44	4.69	4.92
每股经营现金流	3.96	8.01	5.25	6.56	6.87
每股净资产	27.10	29.74	31.99	34.27	36.54
估值比率					
P/E	27.56	13.98	14.92	14.13	13.47
P/B	4.48	2.34	2.07	1.93	1.81
EV/EBITDA	19.68	9.87	9.13	8.49	7.85

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级研究员，悉尼大学硕士，2023 年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1 年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。