

欧派家居 (603833.SH)

强烈推荐 (维持)

地产环境压制 24 年业绩表现, 25Q1 业绩表现超预期

购房装修需求收缩、行业内卷加剧, 公司 24 年公司业绩承压, 营业收入及归母净利润同比分别下降 16.93%/14.38%。25Q1 公司通过控本降费叠加供应链效率提升, 实现毛利率提升、期间费用率显著压降, 业绩表现超预期, 25Q1 归母净利润同比增长 41.29%。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 27.57/29.38/31.55 亿元, 对应 PE 14.6/13.7/12.8x, 维持“强烈推荐”投资评级。

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报: 2024 年公司实现营业收入 189.25 亿元/同比-16.93%, 归母净利润 25.99 亿元/同比-14.38%, 扣非归母净利润 23.16 亿元/同比-15.65%, 其中 24Q4 实现营业总收入 50.46 亿元/同比-18.84%, 归母净利润 5.68 亿元/同比-21.71%, 扣非归母净利润 5.53 亿元/同比+1.43%。25Q1 公司营业收入 34.47 亿元/同比-4.80%, 归母净利润 3.08 亿元/同比+41.29%, 扣非归母净利润 2.66 亿元/同比+86.16%。

□ 经销渠道承压下滑, 渠道变革仍在进行:

1) 分渠道看, 公司 24 年经销/大宗/直营/海外渠道收入 140.42/30.45/8.33/4.30 亿元, 同比分别-20.10/-15.08/+0.57/+34.42%, 25Q1 直营/经销/大宗/其他分别实现营业收入 1.64/25.86/4.96/1.23 亿元, 同比分别+10.21/-1.28/-28.61/+46.15%。公司处于大家居转型变革期, 24 年底门店 7813 家/较年初净减少 973 家, 渠道变革仍在进行, 经销渠道依旧承压。大宗渠道控制回款风险的同时, 积极拓展非房项目, 24 年收入降幅低于新房竣工降幅;

2) 分产品看, 24 年公司橱柜/衣柜及配套/卫浴/木门/其他品类实现营业收入分别为 54.50/97.91/10.87/11.35/8.87 亿元, 同比分别-24.01/-21.81/-5.99/-22.07/+10.67%; 25Q1 橱柜/衣柜及配套/卫浴/木门/其他分别实现营业收入 9.77/18.00/2.23/2.20/1.50 亿元, 同比分别-8.49/-5.56/+9.66/+0.98%;

3) 分地区看, 海外业务快速增长, 24 年海外市场收入同比增长 34.42%至 4.30 亿元, 有望成为未来新增长极。

□ 积极拥抱流量入口变化, 大家居与线上投流并进:

1) 零售大家居方面, 截止 24 年底有效门店数量 1100+, 较年初增加 450 家, 大家居订单同比持续高增, 24 年户均单值同比增长 8.33%, 多品类协同销售占比从 18 年 30%提升至 24 年 54%, 有效带动客单提升;

2) 公司加大线上引流投放力度, 帮助经销商补充线下门店流量, 缓解自然客流下滑压力, 24 年公司线上引流业绩同比增长约 10%, 大家居线上引流业绩同比增长 128%

□ 控本降费叠加供应链效率提升, 公司毛利率提升、25Q1 期间费用率显著压降:

1) 24 年公司毛利率 35.91%/同比+1.75pct, 归母净利率 13.73%/同比+0.41pct, 公司通过供应链改革、自动化产线升级等多方式压降成本, 在行业价格内卷背景下依旧带动毛利率提升 1.75pct;

24 年期间费用率 20.99%/同比+2.55 pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.01/6.88/5.41/-1.31pct, 同比分别+1.31/0.73/0.47/0.04pct。公司优化

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

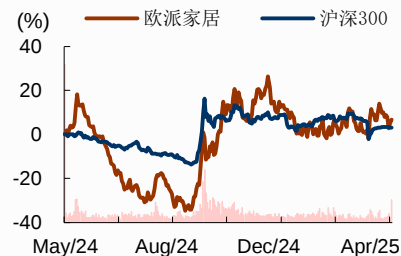
当前股价: 66.1 元

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)	40.3
流通市值 (十亿元)	40.3
每股净资产 (MRQ)	31.8
ROE (TTM)	13.9
资产负债率	45.2%
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	4	-2	9
相对表现	7	1	5



相关报告

- 《欧派家居 (603833) —Q3 盈利能力边际改善, Q4 基本面有望回暖》2024-10-29
- 《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

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

组织架构、精准实施费控，但受收入下滑影响，销售、管理费用率同比提升；

2) 25Q1 毛利率 34.29%/同比+4.31pct，得益于公司通过供应链效率提升等多方式控本，各产品与各渠道毛利率均有不同程度提升，橱柜/衣柜及配套/卫浴/木门/其他 25Q1 毛利率分别提升 4.14/4.21/2.78/6.15/1.54pct，直营/经销/大宗/其他 25Q1 毛利率分别提升 2.53/3.51/1.48/2.38pct；

25Q1 期间费用率 21.78%/同比-2.67pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.70/8.96/4.76/-3.64%，同比分别+0.11/+0.76/-2.09/-2.67pct

□ 维持“强烈推荐”投资评级：看好公司通过“大家居”战略、组织架构变革，顺应流量渠道与消费习惯变化趋势，提升核心竞争力，获取更高市场份额。考虑地产环境影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润为 27.57/29.38/31.55 亿元，对应 PE 14.6/13.7/12.8x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：终端消费力下降、地产行业持续下行、行业竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22782	18925	19905	21064	22359
同比增长	1%	-17%	5%	6%	6%
营业利润(百万元)	3513	2996	3170	3379	3629
同比增长	15%	-15%	6%	7%	7%
归母净利润(百万元)	3036	2599	2757	2938	3155
同比增长	13%	-14%	6%	7%	7%
每股收益(元)	4.98	4.27	4.53	4.82	5.18
PE	13.3	15.5	14.6	13.7	12.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	16365	14796	8976	9193	9879
现金	12575	7789	1692	1578	1894
交易性投资	223	1572	1572	1572	1572
应收票据	43	9	9	10	10
应收款项	1362	1222	1286	1360	1444
其它应收款	112	88	93	98	104
存货	1132	806	844	892	946
其他	919	3309	3480	3683	3909
非流动资产	17982	20429	21609	22650	23569
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7066	8531	9824	10967	11976
无形资产商誉	1033	1019	918	826	743
其他	9882	10879	10867	10858	10850
资产总计	34347	35225	30585	31844	33449
流动负债	13180	13718	7827	7659	7720
短期借款	7796	6974	901	468	228
应付账款	1746	1872	1960	2071	2196
预收账款	1503	2533	2652	2802	2971
其他	2134	2339	2314	2319	2324
长期负债	3051	2449	2449	2449	2449
长期借款	607	4	4	4	4
其他	2444	2445	2445	2445	2445
负债合计	16231	16166	10276	10108	10169
股本	609	609	609	609	609
资本公积金	4469	4452	4452	4452	4452
留存收益	13039	13991	15237	16658	18198
少数股东权益	(1)	7	11	16	21
归属于母公司所有者权益	18117	19052	20298	21720	23259
负债及权益合计	34347	35225	30585	31844	33449

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4878	5499	3275	3553	3856
净利润	3025	2603	2761	2942	3160
折旧摊销	809	921	1110	1249	1371
财务费用	209	213	(262)	(277)	(294)
投资收益	(88)	(90)	(269)	(295)	(312)
营运资金变动	928	1843	(66)	(66)	(70)
其它	(5)	9	0	0	0
投资活动现金流	(4664)	(1567)	(2021)	(1995)	(1978)
资本支出	(2103)	(1480)	(2290)	(2290)	(2290)
其他投资	(2562)	(86)	269	295	312
筹资活动现金流	741	(3376)	(7352)	(1672)	(1561)
借款变动	1828	(1890)	(6103)	(433)	(240)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(315)	(17)	0	0	0
股利分配	(1079)	(1681)	(1511)	(1516)	(1616)
其他	306	212	262	277	294
现金净增加额	954	556	(6098)	(114)	316

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22782	18925	19905	21064	22359
营业成本	15000	12128	12701	13417	14228
营业税金及附加	165	171	180	190	202
营业费用	1982	1893	1951	2060	2184
管理费用	1401	1301	1314	1369	1453
研发费用	1126	1023	1035	1095	1163
财务费用	(308)	(249)	(262)	(277)	(294)
资产减值损失	(238)	(126)	(85)	(125)	(105)
公允价值变动收益	(22)	61	14	5	15
其他收益	270	315	199	226	222
投资收益	88	90	56	64	75
营业利润	3513	2996	3170	3379	3629
营业外收入	44	25	32	32	33
营业外支出	20	26	20	20	22
利润总额	3537	2995	3183	3390	3641
所得税	511	391	421	448	480
少数股东损益	(10)	4	4	5	5
归属于母公司净利润	3036	2599	2757	2938	3155

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-17%	5%	6%	6%
营业利润	15%	-15%	6%	7%	7%
归母净利润	13%	-14%	6%	7%	7%
获利能力					
毛利率	34.2%	35.9%	36.2%	36.3%	36.4%
净利率	13.3%	13.7%	13.9%	13.9%	14.1%
ROE	17.5%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
ROIC	11.4%	9.0%	10.6%	12.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	45.9%	33.6%	31.7%	30.4%
净负债比率	24.6%	19.9%	3.0%	1.5%	0.7%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	11.8	12.5	15.4	15.5	15.5
应收账款周转率	15.9	14.4	15.8	15.8	15.8
应付账款周转率	8.1	6.7	6.6	6.7	6.7
每股资料(元)					
EPS	4.98	4.27	4.53	4.82	5.18
每股经营净现金	8.01	9.03	5.38	5.83	6.33
每股净资产	29.74	31.28	33.32	35.66	38.18
每股股利	2.76	2.48	2.49	2.65	2.85
估值比率					
PE	13.3	15.5	14.6	13.7	12.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.5	13.7	12.1	11.2	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。