

旺季推动规模与业绩持续增长符合预期，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

公司于2019年10月30日发布2019年第三季度报告。截止2019年三季度，公司共计实现总营业收入95.35亿元，同比增长16.33%；实现归母净利润13.78亿元，同比增长14.83%；实现归母扣非净利润12.91亿元，同比增长12.84%；经营性现金流净额17.53亿元，同比增加15.56%。

2. 我们的分析与判断

（一）销售旺季来临，核心产品与渠道齐发力推动规模与业绩持续增长

截止2019年第三季度，公司共计实现总营业收入95.35亿元，较去年同期增加13.38亿元，同比增长16.33%。按业务进行拆分，公司主营业务实现93.97亿元，较去年同期增加13.64亿元，同比增长16.98%。将主营业务按季度拆分，2019年前三季度公司主营业务收入分别为21.60/32.56/39.81亿元，较去年同期增加2.92/3.74/6.98亿元，实现同比增长15.62%/12.98%/21.26%，其中第三季度贡献年初至今营收增量的51.17%；公司其他业务前三季度共计实现营业收入1.39亿元，较去年同期减少2541.41万元，同比减少15.49%。基于此，我们可以得出公司前三季度的营收增长主要源于主营业务在三季度受房地产销售火热的“金九银十”旺季的正面影响后加速增长带来的亮眼表现所驱动。

按产品品类进行划分，公司前三季度橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他分别实现营业收入44.96/35.05/4.40/4.13/5.42亿元，较去年同期增加2.62/6.15/1.33/1.12/2.42亿元，同比实现增长6.19%/21.27%/43.30%/37.37%/80.62%。从单季度环比表现来看，目前营收占比最高的橱柜业务（前三季度营收占比47.85%）前三季度单季表现分别为10.23/15.82/18.92亿元，同比实现增长2.77%/3.76%/10.33%，同比增加0.28/0.57/1.77亿元，而占比紧随其后的衣柜业务（前三季度营收占比37.30%）今年以来单季表现分别为9.95/15.24/17.15亿元，同比实现增长26.36%/16.91%/22.04%，同比增加1.76/1.68/2.71亿元。综合来看，公司前三季度主营业务的增量主要来自于衣柜板块，尤其是三季度受销售旺季的正向拉动，贡献比例达到45.07%，而作为核心业务的橱柜板块在第三季度表现明

欧派家居 (603833.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

☎：(8610) 83574089

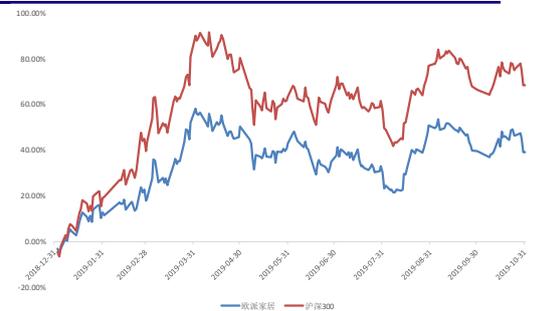
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

公司数据时间 2019.10.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究报告

【中国银河研究院_李昂团队】行业动态报告_轻工行业家具行业景气度持续承压，行业集中度有望进一步提升_20190923

显改善，前三季度贡献营收增量的 19.22%，二者共同推动公司规模维持较快增长。

按销售渠道分，公司前三季度直营店/经销店/大宗业务/其他渠道分别实现营收 2.08/74.24/15.46/2.18 亿元，较去年同期增长 0.19/8.51/5.22/-0.28 亿元，实现同比增长 10.52%/12.94%/50.90%/-11.32%，公司的经销以及大宗业务板块持续高增长，贡献前三季度营收增量的 62.36%。营收占比最高的经销渠道前三季度单季表现分别为 15.28/27.06/31.90 亿元，同比增加 0.72/2.81/4.98 亿元，同比增长 4.91%/11.58%/18.51%，加速增长迹象明显，而营收占比位列其后的大宗业务渠道今年以来单季表现分别为 5.08/4.21/6.17 亿元，同比增加 2.29/0.97/1.96 亿元，同比增长 82.08%/29.83%/46.46%，依旧保持高速增长。综合来看，经销渠道前三季度贡献营收增量 62.36%，这主要是受三季度销售旺季的拉动实现加速增长所致。与此同时，公司大宗业务继续保持高速增长，已成为继经销渠道外又一重要的销售渠道，前三季度贡献营收增量的 38.24%。结合门店情况来看，公司截止三季度末在全国分别拥有欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂尼木门/欧派卫浴/欧铂丽门店 2321/2182/953/618/1010，共计 7084 家门店，较 2018 年末净增加 45/69/128/59/75 家门店，三季度净增加-9/-58/76/29/28 家门店。综合门店与销售渠道的情况来看，公司持续通过对各渠道门店进行优化与整合推动公司规模保持良好增长，并且公司注重的大家居业务截止三季度末共计拥有 251 家门店。

2019 年前三季度，公司实现归母净利润 13.78 亿元，较上年同期增加 1.78 亿元，同比增长 14.83%；实现归母扣非净利润 12.91 亿元，较上年同期增加 1.47 亿元，同比增长 12.84%。非经常性损益共计 8713.86 万元，其中计入当期损益的政府补助共 5483.02 万元。按季度拆分，公司前三季度分别实现归母净利润 0.92/5.41/7.45 亿元，较去年同期增长 25.14%/13.48%/14.65%，较去年同期增加 0.18/0.64/0.95 亿元，三季度进入销售旺季后业绩提升明显。

2019 年前三季度，公司经营性现金流净额 17.53 亿元，较去年同期增加 2.36 亿元，同比增加 15.56%，一方面是由于公司一直采取先款后货的交易方式，使得公司营收同比实现增长的同时带动公司经营性现金流净额实现增长，另一方面可能是由于公司销售回款效率提升所致。

(二) 综合毛利率下降 0.24pct，期间费用率增长 0.48pct

截止 2019 年三季度末，公司的综合毛利率为 37.64%，较去年同期下降 0.24 个百分点，较半年报 37.62%的水平环比提升 0.02 个百分点。从产品品类来看，公司前三季度橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品分别实现毛利率 38.96%/40.62%/24.60%/17.46%/35.94%，较去年同期增加 -1.01/2.58%/0.78%/-2.88%/2.56%。对于营收占比最高的橱柜产品，公司前三季度橱柜毛利率分别为 33.06%/42.78%/37.60%，前三季度衣柜毛利率为 38.96%/41.82%/41.42%，尽管橱柜产品三季度毛利率水平可能受销售旺季促销活动影响出现较大幅度下降，但整体呈现上升趋势。从销售渠道来看，公司前三季度直营/经销/大宗业务/其他渠道的毛利率分别为 68.30%/35.72%/41.77%/44.45%，较去年同期变动-1.16%/-0.46%/2.22%/1.33%，较半年报变动 -3.17/-0.41/0.48/6.50 个百分点。其中，公司经销渠道前三季度毛利率水平分别为 29.22%/40.04%/35.18%，整体呈现上升趋势，但三季度受旺季促销活动影响毛利率较二季度略有下降，而公司的大宗业务渠道前三季度毛利率分别为 40.60%/42.12%/42.49%，逐季提高。综合来看，公司综合毛利率下降的主要原因是由于经销渠道以及核心产品橱柜的毛利率略有下降所致。

截止 2019 年三季度末，公司的期间综合费用率为 20.98%，相比上年同期增加 0.48 个百分点。其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.70%/6.79%/-0.04%/4.53%，较去年同期分别增加 0.48/0.03/0.68/-0.24 个百分点。公司前三季度实现销售/管理费用 9.25/6.47 亿元，较去年增加 0.90/0.94 亿元，主要是受销售旺季促销活动增加所致，使得销售以及管理费用率同比增加。前三季度财务费用共计-0.04 亿元，较去年同期减少 0.19 亿元，主要是由于公司票据业务贴现导致财务费用大幅减少所致。前三季度研发费用共计 4.32 亿元，较去年同期增加 1.17 亿，

主要是公司加大研发投入力度所致。

（三）经销网络铺设全面领先，大宗业务成为公司成长新动力

公司坐拥家具行业最大的终端销售网络，全国拥有各类品牌的直营与经销门店超过 7000 家，截止 2019 年三季度末，全国门店总数共计 7084 家，远超行业内其他公司。遍布全国的销售网点，一方面帮助公司挖掘各线城市内的潜在客户，为公司保持良性增长提供源源不断的动力；另一方面公司还通过这上千家门店在全国范围内宣传自身品牌，提升品牌在消费者心目中的知名度以及公司在行业内的影响力。公司形成强大的经销网络的背后更多体现的是公司强大的管理能力。自成立以来，公司便将与经销商合作共赢作为核心理念进行发展，并在行业内部首创千分考核机制、“10+1” 欧派终端营销系统、双 50 理论、店面 4S 等管理制度，实现与经销商互利共赢的同时，防止由于管理漏洞导致公司与经销商双输或者公司品牌形象受损的情况出现。在深耕经销商体系积累了多年经验后，公司逐步加大与各大地产商之间的合作力度，为公司未来的增长增添新驱动力。

（四）产品矩阵实现多轮驱动，整装大家居迎合客户全方位需求

公司近年来大力扩充产品品类，希望通过形成产品矩阵开拓市场发展空间。该策略实施至今，公司的衣柜产品已经成为橱柜产品外又一核心产品，为公司提供持续不断的驱动力，同时木门与卫浴板块同样保持着良好的增长，产品矩阵雏形已定。借助产品矩阵，公司逐步夯实自身在家具品牌制造领域的龙头地位，并且未来有望进一步通过扩充产品品类，逐渐形成全屋定制的家居生活用品提供商。在积极进行横向产品拓展的同时，公司于 2018 年开始试点推进整装大家居业务，拓展新的销售渠道，提升品牌渗透率。公司通过直接选择和全国各地的优质家装公司开展合作，充分发挥公司品牌以及产品矩阵等优势，实现对家装公司的品牌和产品同时赋能。公司积极拓展整装渠道有利于在新的市场环境下扩展客流渠道，与当地头部家装公司强强合作，抢占市场份额。

3. 投资建议

我们预期未来公司将继续通过自身强大的经销体系逐步打造自身品牌影响力，并依靠公司积极布局整体家居的战略来丰富自身的产品矩阵，努力实现为客户提供一站式家居购物体验，实现稳定增长。我们预测公司 2019/2020/2021 年实现营收 133.87/158.03/186.74 亿元，实现归母净利润 18.22/22.51/27.67 亿元，对应 PE 26/21/17 倍，予以“推荐评级”。

4. 风险提示

房地产销售持续低迷的风险；行业产能过剩问题加剧的风险；行业竞争加剧的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	9710.18	11509.39	13387.33	15802.78	18674.31
增长率(%)	0.36%	0.19%	16.32%	18.04%	18.17%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	1300.13	1571.86	1821.86	2251.22	2767.12
增长率(%)	0.37%	0.21%	15.91%	23.57%	22.92%
EPS(元/股)	1.13	1.26	4.34	5.36	6.59
销售毛利率	34.52%	38.38%	37.87%	38.74%	38.96%
净资产收益率(ROE)	20.88%	20.79%	21.98%	22.70%	23.20%
市盈率(P/E)	42	26	26	21	17
市净率(P/B)	7.97	4.43	5.17	4.31	3.58
市销率(P/S)	5.51	3.04	3.48	2.95	2.50

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年10月30日收盘价）

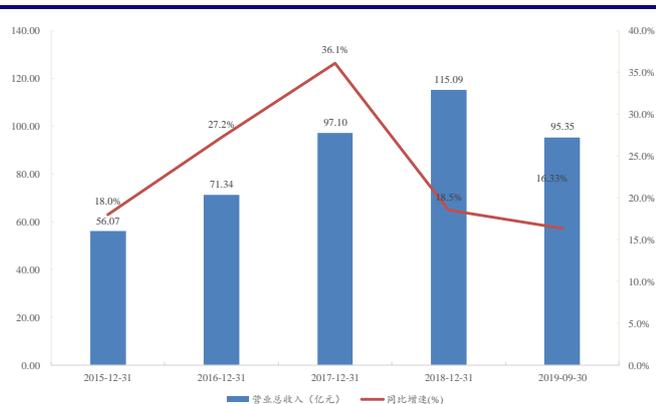
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司				均值	中位数
	索菲亚	顾家家居	金牌橱柜	好莱客		
PE	16	19	20	13	17	18
PB	3.07	3.77	4.13	1.79	3.19	3.42
PS	2.09	2.02	2.34	2.09	2.135	2.09
	境外可比公司			均值	中位数	
	赫尔曼米勒	Steelcase	HNI			
PE	14	16	17	16	16	
PB	2.92	2.31	2.81	2.68	2.81	
PS	0.83	0.57	0.69	0.70	0.69	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

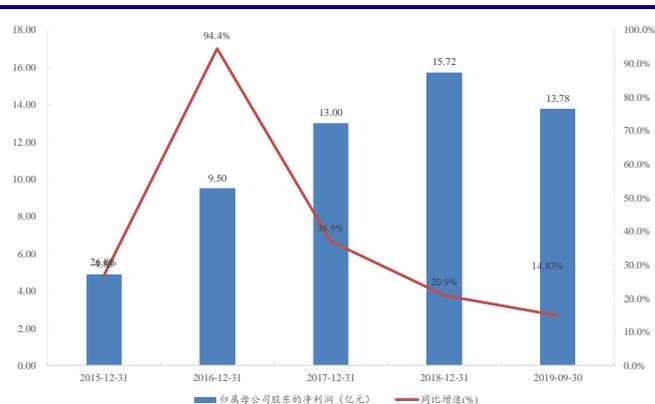
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2019Q3 营业收入(亿元)及同比(%)



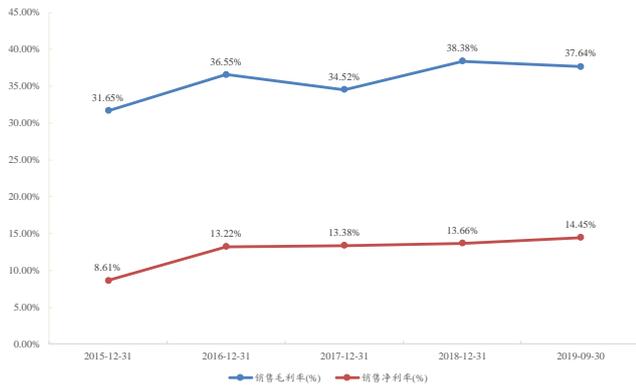
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2014-2019Q3 归母净利润(亿元)及同比(%)



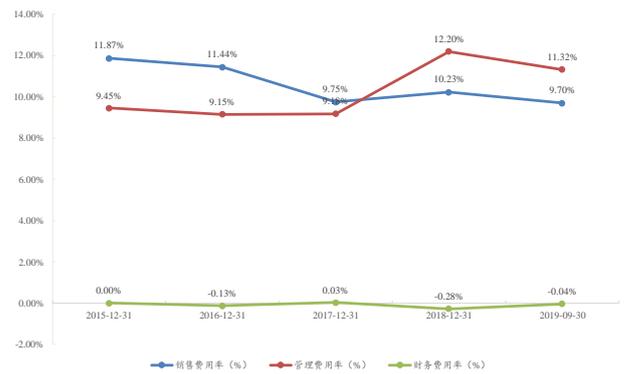
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2014-2019Q3 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



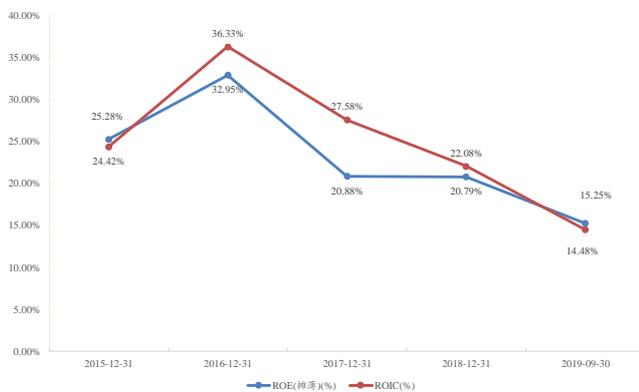
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2014-2019Q3 期间费用率(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2014-2019Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：欧派家居门店数量变化情况（家）

项目	欧派橱柜	欧派衣柜	欧铂尼木门	欧派卫浴	欧铂丽	合计
2018 年末	2276	2113	825	559	935	6708
2019.1-6	2276	2240	877	589	982	7018
2019.1-9	2321	2182	953	618	1010	7084

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院整理

表 4：欧派家居营业收入和成本构成

	2019/9/30				2019/6/30			
	营业收入 (单位：亿元)	占比比重 (%)	营业成本 (单位：亿元)	占比比重 (%)	营业收入 (单位：亿元)	占比比重 (%)	营业成本 (单位：亿元)	占比比重 (%)
分产品								
橱柜	44.96	47.85%	27.70	47.28%	26.04	48.09%	15.90	47.20%
衣柜	35.05	37.30%	20.69	35.32%	20.05	37.03%	11.91	35.36%
卫浴	4.40	4.68%	3.26	5.56%	2.62	4.84%	1.97	5.86%
木门	4.13	4.40%	3.38	5.77%	2.22	4.09%	1.83	5.43%
其他	5.42	5.77%	3.56	6.08%	3.23	5.96%	2.07	6.14%
合计	93.97	100.00%	58.59	100.00%	54.16	100.00%	33.68	100.00%

分渠道

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

直营店	20.85	2.22%	6.61	1.13%	2.08	2.22%	0.66	1.13%
经销店	742.38	79.01%	477.17	81.44%	74.24	79.00%	47.72	81.44%
大宗业务	154.62	16.45%	90.04	15.37%	15.46	16.45%	9.00	15.37%
其他	21.81	2.32%	12.12	2.07%	2.18	2.32%	1.21	2.07%
合计	939.66	100.00%	585.93	100.00%	93.97	100.00%	58.59	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 6: 欧派家居 2019 年截止第三季度重大事项进展

事件类型	内容
公开发行可转换公司债券发行结果	本次发行的保荐机构（主承销商）为国泰君安证券股份有限公司（以下简称“保荐机构（主承销商）”）。本次发行的可转债简称为“欧派转债”，债券代码为“113543”。本次发行的可转债规模为 14.95 亿元，其中原股东优先配售 11.40 亿元，网上认购 3.48 亿元，本次网上投资者放弃认购数量全部由保荐机构（主承销商）包销，包销数量为 7,275 手，包销金额为 727.5 万元，包销比例为 0.49%
关于 2017 年限制性股票激励计划限制性股票第二个解锁期解锁暨上市	本次解锁股票数量：247.83 万股，本次解锁股票上市流通时间：2019 年 7 月 29 日，本次限制性股票解锁后公司有限售条件的流通股份合计 3.26 亿股，占公司总股本 77.49%。
公司董监高成员换届选举情况	公司第二届董事会、监事会已于 2019 年 9 月 30 日届满。2019 年 9 月 11 日，公司召开第二届董事会第二十八次会议，审议通过了《关于董事会换届选举的议案》，提名姚良松、谭钦兴、姚良柏为公司第三届董事会非独立董事候选人，提名储小平、秦朔、江奇为公司第三届董事会独立董事候选人；同日，公司召开第二届监事会第二十四次会议，审议通过《关于监事会换届选举的议案》，提名钟华文、谢航为公司第三届监事会非职工代表监事候选人。9 月 25 日，公司第十六届职工代表大会一次会议选举黎兰为公司第三届监事会职工监事。9 月 27 日，公司召开 2019 年第二次临时股东大会，选举产生了第三届董事会和监事会成员。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 7: 欧派家居前十大股东情况（更新自 2019 年三季报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	姚良松	不变	28800.00	-	68.54	-	境内自然人
2	姚良柏	不变	3684.17	-	8.77	-	境内自然人
3	红星喜兆投资有限公司	减少	1293.14	-109.05	3.08	-0.26	境内非国有 法人
4	香港中央结算有限公司	增加	1002.64	297.96	2.39	0.71	未知
5	赣州天欧投资合伙企业 (有限合伙)	减少	356.45	-18.76	0.85	-0.04	境内非国有 法人
6	中国银行—华夏回报证 券投资基金	不变	305.71	0.00	0.73	0.00	其他
7	中国农业银行股份有限	增加	225.79	-74.84	0.54	-0.18	其他

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

	公司—易方达消费行业 股票型证券投资基金						
8	中国工商银行—汇添富 成长焦点混合型证券投资 基金	新进	170.01	新进	0.4	新进	其他
9	全国社保基金一一零组 合	不变	154.12	0.00	0.37	0.00	未知
10	挪威中央银行—自有资 金	新进	136.81	新进	0.33	新进	其他
合计			36128.83		86.00		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn