

公司研究

加盟增速放缓，费用率上升影响三季度表现，合同负债显示 4Q 前景乐观

——欧派家居（603833.SH）2022 年三季度报点评

买入（维持）

当前价：86.01 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

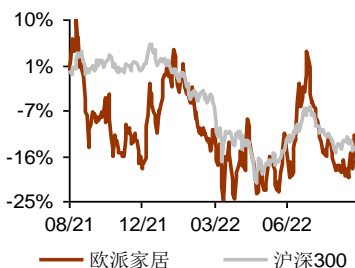
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元):	523.93
一年最低/最高(元):	85.33/154.12
近3月换手率:	23.62%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.58	-17.01	-3.73
绝对	-25.74	-31.08	-28.09

资料来源：Wind

相关研报

上半年营收继续保持较快增长，下半年经营压力有望缓解——欧派家居（603833.SH）2022 年中报点评（2022-08-30）

1Q 营收继续保持快速增长，成本上涨对利润构成短期压力——欧派家居（603833.SH）2022 年一季报点评（2022-04-29）

衣柜及配套强势增长，整装业务加速发力——欧派家居（603833.SH）2021 年报点评（2022-04-23）

要点

事件：

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收/归母净利润分别为 162.7/19.9 亿元，同比分别+13.0%/-5.8%；3Q2022 实现营收/归母净利润分别为 65.8/9.7 亿元，同比分别+6.0%/-11.7%。

点评：

衣柜及配套品营收增速靓丽，整装维持高增态势：2022 年前三季度，厨柜/衣配/卫浴/木门分别实现营收 54.5/87.1/7.2/9.4 亿元，分别同比+1.0%/+20.9%/+4.3%/+11.8%。我们估计 2022 年前三季度，衣柜实现营收 66.7 亿，同比+16.3%，配套产品实现营收 20.38 亿，同比+39.0%。分渠道看，直营/经销/大宗分别实现营收 4.6/129.5/24.3 亿元，分别同比+25.9%/+16.6%/-7.7%。我们估计大宗业务中，厨柜/衣柜及配套品/卫浴/木门的营收分别约是 14.1/4.7/3.4/2.1 亿元，分别同比-9%/-15%/+6%/+2%。

3Q2022，厨柜/衣配/卫浴/木门分别实现营收 21.8/34.9/3.1/4.0 亿元，厨柜/卫浴/木门分别同比-0.4%/+11.5%/+4.2%。直营/经销/大宗分别实现营收 1.9/51.4/10.6 亿元，分别同比+13.9%/+5.4%/+1.6%。

2022 年前三季度，零售厨柜的营收估计为 40.4 亿元，同比+5.1%，纯经销厨柜的营收估计 36.8 亿元，同比+3.8%。我们估计 2022 年前三季度，公司整装大家居营收为 17.8 亿元，同比+50%，其中厨柜/衣配/卫浴/木门分别实现营收 3.6/11.7/1/1.4 亿元，分别同比+20%/+68%/+26%/+35%。

三季度的衣柜门店继续加速，经销商单店营收显著提升：截至 3Q2022，经销商门店总数为 7685 家，比 1H2022 减少 75 家。其中，厨柜/衣柜/卫浴/木门/欧铂丽的门店数分别为 2506/2279/828/1047/1025 家，比 1H2022 分别变动 -23/+7/-13/-10/-36 家。3Q2022，经销商单店营收为 168.5 万元，同比+13.2%，公司的零售大家居战略成果显著。

欧铂丽已成为公司定制家具业务第二竞争梯队的领军品牌之一，2022 年前三季度，实现营收 12.7 亿，同比+35.6%，其中橱柜/衣柜分别实现营收 3.4/9.3 亿元，分别同比+13.6%/+46%。

销售费用率提升，毛利率小幅下降：2022 年前三季度，公司毛利率为 32.0%，同比-0.7pcts；公司归母净利率为 12.2%，同比-2.4pcts。3Q2022，公司毛利率为 33.1%，同比-0.1pcts；公司归母净利率为 14.8%，同比-3.0pcts。

2022 年前三季度，分产品看，厨柜/衣柜及配套品/卫浴/木门的毛利率分别为 33.4%/32.0%/28.7%/21.3%，分别同比持平/-2.3/+4.9/+6.2pcts。分渠道看，直营/经销/大宗渠道的毛利率分别为 56.5%/31.7%/27.8%，分别同比-8.8/-0.3/-2.6pcts。

期间费用率方面，2022 年前三季度为 17.5%，同比+1.8pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为：8.1%/6.1%/4.7%/-1.3%，分别同比+0.9/+0.5/+1.0/-0.8pcts。3Q2022，期间费用率为 15.7%，同比+2.8pcts，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为：7.6%/5.5%/4.1%/-1.4%，分别同比+1.1/+0.8/+1.6/-0.7pcts。

4Q 成长前景乐观，费用率有望得到控制，维持“买入”评级：公司三季度末的合同负债金额为 18.68 亿元，同比+34%，表明 4Q 公司的成长前景乐观。

鉴于地产出现实质性转暖仍需时间，且行业竞争加剧，我们小幅上调 2022-24 年的期间费用率，下调 2022-2024 年的营收与归母净利润。2022-2024 年的归母净利润下调至 27.1/31.8/36.5 亿元（较原预测分别下调幅度为 7.6%/8.6%/11.3%），当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，考虑欧派作为国内家居产业的头部企业，以及国内家居市场空间庞大，我们认为从长期角度看，公司仍然拥有不俗的成长空间，当前估值水平已经处于历史较为便宜的位置，维持“买入”评级。

风险提示：国内地产销售低于预期，原料价格上涨幅度超出预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,740	20,442	22,878	26,290	30,130
营业收入增长率	8.91%	38.68%	11.92%	14.92%	14.61%
净利润（百万元）	2,063	2,666	2,712	3,180	3,646
净利润增长率	12.13%	29.23%	1.75%	17.23%	14.66%
EPS（元）	3.43	4.38	4.45	5.22	5.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.30%	18.50%	16.89%	17.14%	17.03%
P/E	25	20	19	16	14
P/B	4.3	3.6	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,740	20,442	22,878	26,290	30,130
营业成本	9,579	13,978	15,741	18,028	20,586
折旧和摊销	537	648	453	504	574
税金及附加	111	143	160	184	211
销售费用	1,147	1,386	1,784	2,077	2,380
管理费用	961	1,131	1,350	1,525	1,748
研发费用	699	908	1,030	1,183	1,356
财务费用	-35	-115	-297	-300	-288
投资收益	37	21	20	20	20
营业利润	2,407	3,060	3,151	3,695	4,236
利润总额	2,413	3,075	3,156	3,700	4,241
所得税	350	411	442	518	594
净利润	2,063	2,664	2,714	3,182	3,648
少数股东损益	0	-1	2	2	2
归属母公司净利润	2,063	2,666	2,712	3,180	3,646
EPS(元)	3.43	4.38	4.45	5.22	5.98

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,889	4,046	1,746	3,632	4,204
净利润	2,063	2,666	2,712	3,180	3,646
折旧摊销	537	648	453	504	574
净营运资金增加	-2,293	1,382	1,973	805	919
其他	3,583	-650	-3,393	-856	-934
投资活动产生现金流	-2,337	-2,065	-1,782	-2,005	-2,580
净资本支出	-1,883	-1,231	-1,600	-1,800	-2,400
长期投资变化	16	16	0	0	0
其他资产变化	-470	-849	-182	-205	-180
融资活动现金流	585	-187	796	-536	-395
股本变化	181	8	0	0	0
债务净变化	467	281	1,480	-277	-22
无息负债变化	1,197	1,785	-661	1,072	1,192
净现金流	2,111	1,783	759	1,092	1,229

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	35.0%	31.6%	31.2%	31.4%	31.7%
EBITDA 率	19.7%	18.0%	14.6%	14.7%	14.9%
EBIT 率	15.8%	14.6%	12.6%	12.8%	13.0%
税前净利润率	16.4%	15.0%	13.8%	14.1%	14.1%
归母净利润率	14.0%	13.0%	11.9%	12.1%	12.1%
ROA	10.9%	11.4%	10.5%	10.9%	11.0%
ROE (摊薄)	17.3%	18.5%	16.9%	17.1%	17.0%
经营性 ROIC	16.5%	19.3%	14.9%	15.4%	15.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	37%	38%	38%	36%	35%
流动比率	1.39	1.36	1.38	1.46	1.51
速动比率	1.26	1.18	1.19	1.26	1.30
归母权益/有息债务	5.62	6.00	4.14	5.15	5.97
有形资产/有息债务	8.12	9.21	6.28	7.60	8.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	18,844	23,393	25,860	29,159	33,181
货币资金	4,427	6,562	7,321	8,413	9,642
交易性金融资产	1,960	1,677	1,677	1,697	1,717
应收账款	602	1,012	1,134	1,306	1,500
应收票据	195	206	231	266	304
其他应收款 (合计)	39	96	108	124	142
存货	809	1,463	1,716	1,965	2,244
其他流动资产	134	79	201	371	563
流动资产合计	8,250	11,243	12,544	14,321	16,318
其他权益工具	270	310	310	310	310
长期股权投资	16	16	16	16	16
固定资产	6,093	6,648	6,700	6,947	7,443
在建工程	1,538	347	891	1,455	2,142
无形资产	1,464	1,064	1,439	1,707	2,069
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,026	2,169	2,315	2,315	2,315
非流动资产合计	10,593	12,150	13,316	14,837	16,863
总负债	6,918	8,984	9,803	10,598	11,768
短期借款	1,627	2,389	3,782	3,506	3,483
应付账款	1,145	2,018	2,204	2,524	2,882
应付票据	213	140	157	180	206
预收账款	607	886	984	1,130	1,296
其他流动负债	111	145	364	671	1,017
流动负债合计	5,926	8,285	9,113	9,789	10,825
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	495	0	0	0	0
其他非流动负债	404	603	688	807	942
非流动负债合计	992	699	690	809	944
股东权益	11,925	14,409	16,057	18,560	21,413
股本	602	609	609	609	609
公积金	4,032	4,666	4,666	4,666	4,666
未分配利润	7,150	9,074	10,720	13,222	16,072
归属母公司权益	11,925	14,409	16,055	18,556	21,406
少数股东权益	0	0	2	4	6

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.78%	6.78%	7.80%	7.90%	7.90%
管理费用率	6.52%	5.54%	5.90%	5.80%	5.80%
财务费用率	-0.24%	-0.56%	-1.30%	-1.14%	-0.96%
研发费用率	4.74%	4.44%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	15%	13%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.20	1.75	1.11	1.31	1.50
每股经营现金流	6.47	6.64	2.87	5.96	6.90
每股净资产	19.83	23.65	26.36	30.46	35.14
每股销售收入	24.50	33.56	37.56	43.16	49.46

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	25	20	19	16	14
PB	4.3	3.6	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	18.2	14.2	16.0	13.7	11.7
股息率	1.4%	2.0%	1.3%	1.5%	1.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE