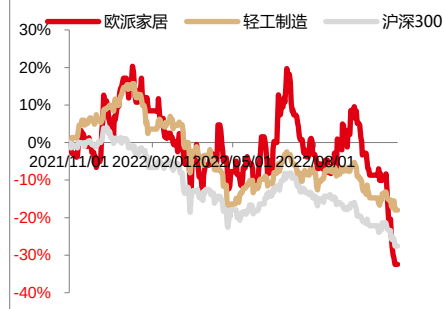


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	84.01
总股本/流通股本(亿股)	6.09/6.09
总市值/流通市值(亿元)	511.75/511.75
52周内最高/最低价	156.27/83.95
资产负债率	44.76%
市盈率(TTM)	20.13
第一大股东	姚良松
持股比例	66.19%

研究所

分析师：杨维维

SAC 登记编号：S1340522090007

Email: yangweiwei@cnpsec.com

欧派家居 (603833.SH):

Q3 收入稳健增长，费用增加影响业绩

● 事件概述：

公司发布 2022 年第三季度报：

2022 年前三季度公司收入 162.69 亿元，同比+12.96%；归母净利润 19.90 亿元，同比-5.82%；扣非后归母净利润 19.21 亿元，同比-4.62%。分季度看，2022Q3 公司收入 65.75 亿元，同比+6.02%；归母净利润 9.72 亿元，同比-11.71%；扣非后归母净利润 9.40 亿元，同比-12.05%。公司 Q3 单季度在疫情反复、上年同期高基数的扰动下仍实现稳健增长，利润端受期间费用投入增加影响同比有所下滑。

现金流方面，2022 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额 19.64 亿元，同比-33.10%；其中，2022Q3 单季度经营活动产生的现金流量净额 10.21 亿元，同比-2.10%，经营活动现金流同比下滑，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

● 收入端：稳健发展，在手订单同比增长明显

公司 2022 年前三季度收入稳健增长，分产品看，2022 年前三季度厨柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门收入分别为 54.50、87.08、7.22、9.36 亿元，同比分别+1.01%、+20.91%、+4.30%、+11.81%，厨柜业务平稳发展，衣柜及配套家具产品延续高增长态势。分渠道看，2022 年前三季度公司直营店、经销店、大宗业务收入分别为 4.61、129.47、24.32 亿元，同比分别+25.90%、+16.64%、-7.68%，零售渠道保持良好增长，工程渠道同比有所下滑。从门店数量看，截至 2022 年 9 月底，公司门店净增加 210 家至 7685 家，其中，欧派橱柜（含橱衣综合）、欧派衣柜（衣柜独立）、欧铂尼木门、欧铂丽、欧派卫浴分别+47、+78、+26、+36、+23 家至 2506、2279、1047、1025、828 家，门店数持续提升。大宗业务方面，公司持续以防风险、守底线为核心，平稳推进，大宗业务收入同比有所下滑。

此外，公司在手订单充足，截至 2022 年 9 月底，公司合同负债 18.68 亿元，同比+33.90%，在手订单增速明显，彰显公司定制家居龙头增长韧性。

● 盈利端：期间费用率提升，净利率同比下滑

盈利能力方面，2022 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 32.04%、12.22%，同比-0.69pct、-2.45pct；分季度看，2022Q3 单季度毛利率、净利率分别为 33.13%、14.77%，同比分别-0.15pct、-2.99pct，毛利率基本略有下滑，净利率下滑幅度高于毛利率，主要为公司期间费用率增加。分产品看，2022 年前三季度公司橱柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门毛利率分别为 33.39%、31.98%、28.68%、21.27%，同比分别-0.05pct、-2.34pct、+4.94pct、+6.20pct，橱柜业务毛利率保持平稳，衣柜及配套家具产品毛利率有所下滑，而卫浴、木门业务随着规模效益的发挥，毛利率提升明显。分渠道看，2022 年前三季度公司直营店、经销店、大宗业务毛利率分别为 56.49%、31.68%、27.79%，同比分别-8.80pct、-0.31pct、-2.63pct，各主要渠道毛利率均有不同程度的下滑。

期间费用率方面，2022 年前三季度公司期间费用率为 17.51%，同比+1.76pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.09%、6.06%、4.66%、-1.29%，同比分别+0.94pct、+0.53pct、+1.05pct、-0.75pct；分季度看，2022Q3 公司期间费用率为 15.73%，同比+2.79pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.59%、5.45%、4.07%、-1.38%，同比分别+1.06pct、+0.80pct、+1.63pct、-0.70pct，期间费用率同比有所提升。

● 投资建议：

持续看好欧派家居在定制家居行业龙头地位，渠道、产品、产能、信息化等全方位优势带来的业绩提升。近期公司公告，拟以自有资金通过集中竞价方式回购股份金额不低于1.25亿元且不超过2.50亿元，回购价格不超过155元/股，回购股份将用于员工持股计划、股权激励、可转债转股等，也彰显了公司对未来成长信心。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为228.24/266.66/306.84亿元，同比分别+11.7%/+16.8%/+15.1%；归母净利润分别为27.55/33.34/39.54亿元，同比分别+3.4%/+21.0%/+18.6%，对应2022年10月28日市值，PE分别为19/15/13倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

下游消费需求不及预期风险；渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；橱柜零售渠道受精装市场冲击超预期；原材料价格大幅波动风险；短期疫情反复影响风险。

■ 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	22,824	26,666	30,684
YoY	8.91%	38.68%	11.66%	16.83%	15.07%
归母净利润(百万元)	2,063	2,666	2,755	3,334	3,954
YoY	12.13%	29.23%	3.37%	21.01%	18.58%
每股收益(元)	3.39	4.38	4.52	5.47	6.49
毛利率	35.01%	31.62%	31.47%	31.55%	31.62%
净利率	13.99%	13.03%	12.07%	12.50%	12.88%
市盈率	24.81	19.20	18.57	15.35	12.94

资料来源：iFind，中邮证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4427	6562	6143	8936	12243
应收票据及账款	797	1218	1208	1411	1624
预付账款	85	148	154	180	208
其他应收款	39	96	78	91	105
存货	809	1463	1494	1743	2004
其他流动资产	2094	1756	1953	2147	2350
流动资产总计	8250	11243	11030	14509	18533
长期股权投资	16	16	12	8	4
固定资产	6093	6673	6385	6242	6195
在建工程	1538	347	765	782	533
无形资产	1464	1064	940	823	704
长期待摊费用	58	80	40	0	0
其他非流动资产	1425	3969	3802	3625	3448
非流动资产合计	10593	12150	11944	11481	10884
资产总计	18844	23393	22974	25990	29417
短期借款	1627	2389	0	0	0
应付票据及账款	1358	2158	2316	2703	3107
其他流动负债	2942	3737	3902	4555	5238
非流动负债合计	992	699	695	670	638
负债合计	6918	8984	6912	7928	8983
股本	602	609	609	609	609
资本公积	3744	4361	4361	4361	4361
留存收益	7580	9438	11092	13092	15465
归属母公司权益	11925	14409	16062	18063	20436
少数股东权益	0	0	-0	-1	-2
股东权益合计	11925	14409	16062	18062	20434
负债和股东权益合计	18844	23393	22974	25990	29417

现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	2063	2664	2636	3211	3827
折旧与摊销	568	696	1022	1080	1113
营运资金变动	1148	508	-761	355	370
经营性现金净流量	3889	4031	3046	4738	5391
资本支出	1775	1045	820	620	520
其他投资现金流	13	-104	881	7	11
投资性现金净流量	-2337	-2065	61	-613	-509
其他筹资现金流	-825	-1092	-1132	-1307	-1543
筹资性现金净流量	585	-187	-3526	-1332	-1574
现金流量净额	2111	1768	-419	2793	3308

数据来源：iFinD，中邮证券研究所

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14740	20442	22824	26666	30684
营业成本	9579	13978	15641	18253	20982
税金及附加	111	143	160	187	215
销售费用	1147	1386	1632	1893	2117
管理费用	961	1131	1278	1480	1672
研发费用	699	908	1027	1173	1319
财务费用	-35	-115	30	-27	-39
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	37	21	20	24	28
公允价值变动损益	22	52	0	0	0
其他收益	87	91	107	107	107
营业利润	2407	3060	3168	3836	4551
营业外收入	26	32	30	30	30
营业外支出	20	17	18	18	18
利润总额	2413	3075	3180	3848	4563
所得税	350	411	425	514	610
净利润	2063	2664	2755	3334	3953
少数股东损益	0	-1	-0	-1	-1
归母净利润	2063	2666	2755	3334	3954
EBITDA	2946	3655	4232	4901	5637
EPS(元)	3.39	4.38	4.52	5.47	6.49

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	8.91%	38.68%	11.66%	16.83%	15.07%
营业利润增长率	14.38%	27.11%	3.52%	21.09%	18.64%
EBIT 增长率	16.06%	24.45%	8.46%	19.04%	18.40%
归母净利润增长率	12.13%	29.23%	3.37%	21.01%	18.58%
经营现金流增长率	80.37%	3.63%	-24.44%	55.56%	13.78%
盈利能力					
毛利率	35.01%	31.62%	31.47%	31.55%	31.62%
净利率	13.99%	13.03%	12.07%	12.50%	12.88%
ROE	17.30%	18.50%	17.15%	18.46%	19.35%
ROA	10.95%	11.39%	11.99%	12.83%	13.44%
ROIC	21.19%	28.44%	27.06%	29.91%	36.88%
估值倍数					
P/E	24.81	19.20	18.57	15.35	12.94
P/S	3.47	2.50	2.24	1.92	1.67
P/B	4.33	3.55	3.19	2.83	2.50

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。