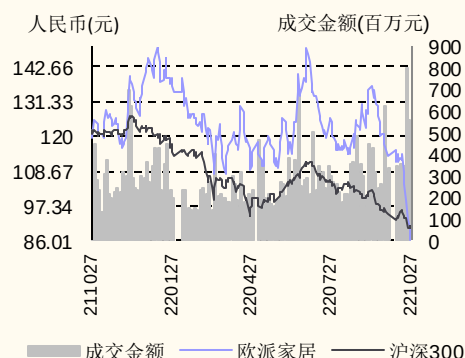


市场价格 (人民币): 86.01 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.09
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	523.93
年内股价最高最低(元)	149.31/86.01
沪深 300 指数	3631
上证指数	2983



相关报告

- 1.《2Q 零售增长亮眼, H2 利润修复可期-欧派家居中报点评》, 2022.8.30
- 2.《2Q 收入依然优异, 利润改善可期-欧派家居半年度快报点评》, 2022.8.10
- 3.《1Q 收入超预期, 龙头能力凸显-欧派家居一季报点评》, 2022.4.28
- 4.《利润短期承压, 大家居领先优势依然突出-欧派家居年报点评》, 2022.4.23
- 5.《整装、衣柜齐发力, 零售份额继续提升-欧派家居三季报点评》, 2021.10.28

张杨恒 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003

3Q 收入增长具韧性, 4Q 利润修复可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	22,996	27,136	31,876
营业收入增长率	8.91%	38.68%	12.50%	18.00%	17.47%
归母净利润(百万元)	2,063	2,666	2,786	3,377	3,971
归母净利润增长率	12.13%	29.23%	4.52%	21.21%	17.58%
摊薄每股收益(元)	3.429	4.376	4.574	5.544	6.519
每股经营性现金流净额	6.44	6.42	5.74	7.82	9.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.30%	18.50%	17.03%	18.10%	18.59%
P/E	39.22	33.71	18.80	15.51	13.19
P/B	6.78	6.24	3.20	2.81	2.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 27 日公司发布 22 年三季报, 公司前三季度实现营收 162.7 亿元, 同比+13.0%, 归母净利润同比-5.8%至 19.9 亿元。其中, 3Q 公司实现收入 65.8 亿元, 同比+6.0%, 归母净利润 9.7 亿元, 同比-11.7%。

经营分析

- **品类融合确保 3Q 零售韧性, 大宗渠道环比改善:** 分渠道来看, 3Q 公司直营/经销/大宗收入分别同比+13.9%/+5.5%/+1.6%至 1.9/51.4/10.6 亿元, 大宗渠道增长环比有所改善, 并且公司零售渠道在经营大环境不佳的情况下, 增长仍具韧性, 其中整装大家居贡献进一步体现, 预计整装前三季度营收已近 18 亿元, 同比增长约 50%。分产品来看, 3Q 厨柜/衣柜/配套品(含其他)/卫浴/木门预计分别同比-0.4%/+1.0%/+38.6%/+11.5%/+4.2%至 21.8/26.6/9.1/3.1/4.0 亿元, 在大家居战略下, 配套品连带率提升显著, 助推公司顺利平抑终端客流下滑影响。
- **3Q 毛利率同比维稳, 费用率较高拉低整体利润:** 公司前三季度毛利率同比-0.7pct 至 32.0%, 其中 3Q 毛利率同比-0.2pct 至 33.1%, 品类维度来看主因配套品占比提升, 渠道维度看, 主因大宗渠道毛利率同比-3.3pct。由于公司 8 月产品提价 0.8%, 4Q 毛利率有望改善。费用率方面, 3Q 销售/管理/研发费用分别+1.1%/+0.8%/+1.6pct 至 7.6%/5.5%/4.1%, 3Q 费用投入较大是公司 3Q 利润承压主因。公司目前已及时开展降本降费举措, 预计 4Q 费用将有明显优化, 整体盈利能力改善可期。
- **整装拓展已全面领先, 份额提升助推公司稳健增长:** 公司对于整装赛道已探索并布局多年, 模式持续创新, 打法不断优化, 整装渠道对于公司业绩的贡献正显著提升, 整装渠道拓展已全面领先行业, 为公司抢流量+扩客单打下坚实基础。在行业压力急剧增加的情况下, 分化正在加剧, 公司依托品牌、渠道及大家居融合能力凸出, 份额或将加速提升, 持续稳健增长可期。

盈利预测和投资建议

- 考虑行业需求放缓叠加公司费用投入加大, 我们将 22-24 年 EPS 预测分别下调 8.6%/7.5%/7.7%至 4.57 元/5.54 元/6.52 元, 当前股价对应 PE 分别为 19、16、13 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新模式拓展不畅; 整装渠道竞争加剧; 竣工速度不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,533	14,740	20,442	22,996	27,136	31,876
增长率		8.9%	38.7%	12.5%	18.0%	17.5%
主营业务成本	-8,684	-9,579	-13,978	-15,674	-18,500	-21,744
%销售收入	64.2%	65.0%	68.4%	68.2%	68.2%	68.2%
毛利	4,850	5,161	6,463	7,323	8,636	10,132
%销售收入	35.8%	35.0%	31.6%	31.8%	31.8%	31.8%
营业税金及附加	-88	-111	-143	-172	-217	-255
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,310	-1,147	-1,386	-1,656	-1,900	-2,231
%销售收入	9.7%	7.8%	6.8%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用	-939	-961	-1,131	-1,265	-1,492	-1,753
%销售收入	6.9%	6.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-642	-699	-908	-1,058	-1,221	-1,434
%销售收入	4.7%	4.7%	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	1,870	2,242	2,896	3,172	3,806	4,458
%销售收入	13.8%	15.2%	14.2%	13.8%	14.0%	14.0%
财务费用	70	35	115	-42	21	59
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.6%	0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	22	52	0	0	0
投资收益	24	37	21	20	20	20
%税前利润	1.2%	1.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	2,105	2,407	3,060	3,230	3,917	4,607
营业利润率	15.6%	16.3%	15.0%	14.0%	14.4%	14.5%
营业外收支	14	5	15	10	10	10
税前利润	2,119	2,413	3,075	3,240	3,927	4,617
利润率	15.7%	16.4%	15.0%	14.1%	14.5%	14.5%
所得税	-279	-350	-411	-454	-550	-646
所得税率	13.2%	14.5%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,839	2,063	2,664	2,786	3,377	3,971
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,839	2,063	2,666	2,786	3,377	3,971
净利率	13.6%	14.0%	13.0%	12.1%	12.4%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,839	2,063	2,664	2,786	3,377	3,971
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	439	568	696	706	804	922
非经营收益	35	94	61	74	29	4
营运资金变动	-165	1,148	490	-70	556	632
经营活动现金净流	2,148	3,873	3,911	3,495	4,766	5,529
资本开支	-1,830	-1,883	-1,231	-1,976	-1,810	-1,810
投资	-2,851	-576	-916	0	0	0
其他	27	121	82	20	20	20
投资活动现金净流	-4,654	-2,337	-2,065	-1,956	-1,790	-1,790
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	1,783	1,167	755	285	-736	-930
其他	-336	-608	-954	-948	-1,140	-1,305
筹资活动现金净流	1,447	558	-197	-663	-1,875	-2,234
现金净流量	-1,059	2,094	1,648	875	1,101	1,505

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,467	4,427	6,562	7,437	8,538	10,043
应收款项	651	836	1,313	1,383	1,568	1,754
存货	846	809	1,463	1,460	1,673	1,966
其他流动资产	3,489	2,179	1,905	1,965	1,999	2,038
流动资产	6,452	8,250	11,243	12,246	13,778	15,801
%总资产	43.6%	43.8%	48.1%	47.7%	48.8%	50.7%
长期投资	113	318	1,720	1,720	1,720	1,720
固定资产	6,654	7,631	6,996	7,740	8,491	9,127
%总资产	44.9%	40.5%	29.9%	30.1%	30.1%	29.3%
无形资产	1,167	1,522	1,144	1,424	1,589	1,751
非流动资产	8,362	10,593	12,150	13,439	14,455	15,353
%总资产	56.4%	56.2%	51.9%	52.3%	51.2%	49.3%
资产总计	14,814	18,844	23,393	25,685	28,233	31,154
短期借款	53	1,627	2,402	2,806	2,070	1,140
应付款项	2,688	2,547	3,712	3,542	4,127	4,822
其他流动负债	539	1,753	2,170	2,397	2,800	3,254
流动负债	3,280	5,926	8,285	8,745	8,996	9,217
长期贷款	406	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,568	992	699	581	581	581
负债	5,255	6,918	8,984	9,326	9,577	9,798
普通股股东权益	9,559	11,925	14,409	16,359	18,656	21,356
其中：股本	420	602	609	609	609	609
未分配利润	5,623	7,150	9,074	11,024	13,321	16,021
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	14,814	18,844	23,393	25,685	28,233	31,154

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	4.378	3.429	4.376	4.574	5.544	6.519
每股净资产	22.750	19.825	23.654	26.856	30.625	35.058
每股经营现金净流	5.113	6.438	6.420	5.738	7.824	9.076
每股股利	1.000	0.750	1.090	1.372	1.774	2.086
回报率						
净资产收益率	19.24%	17.30%	18.50%	17.03%	18.10%	18.59%
总资产收益率	12.42%	10.95%	11.39%	10.85%	11.96%	12.75%
投入资本收益率	14.39%	13.56%	14.84%	14.16%	15.72%	16.97%
增长率						
主营业务收入增长率	17.59%	8.91%	38.68%	12.50%	18.00%	17.47%
EBIT增长率	8.21%	19.89%	29.12%	9.55%	19.99%	17.13%
净利润增长率	17.02%	12.13%	29.23%	4.52%	21.21%	17.58%
总资产增长率	33.21%	27.20%	24.14%	9.80%	9.92%	10.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	13.6	14.4	16.5	16.0	15.0
存货周转天数	31.3	31.5	29.7	34.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	30.9	37.8	41.3	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	133.8	150.9	118.7	107.8	97.4	87.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.87%	-35.77%	-40.51%	-38.57%	-43.66%	-49.54%
EBIT利息保障倍数	-26.9	-64.7	-25.1	75.0	-183.0	-75.6
资产负债率	35.47%	36.71%	38.40%	36.31%	33.92%	31.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	13	61	96	191
增持	1	2	9	16	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.13	1.13	1.14	1.03

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-29	买入	156.64	N/A
2	2021-08-12	买入	154.00	N/A
3	2021-08-27	买入	143.21	N/A
4	2021-10-28	买入	123.61	N/A
5	2022-04-23	买入	121.06	N/A
6	2022-04-28	买入	110.73	N/A
7	2022-08-10	买入	117.12	N/A
8	2022-08-30	买入	122.48	N/A

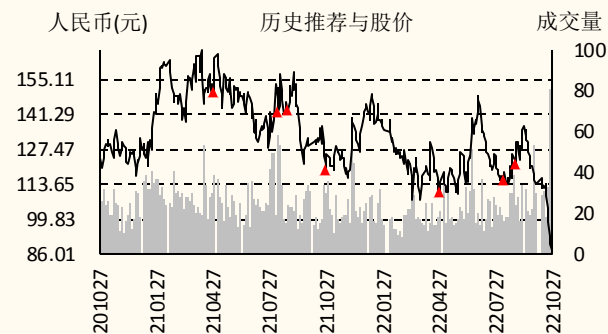
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402