

**评级：买入（维持）**

市场价格：61.53元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

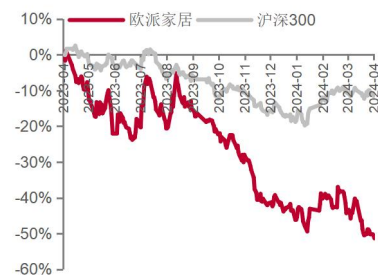
执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	609.15
流通股本(百万股)	609.15
市价(元)	61.53
市值(百万元)	37481.15
流通市值(百万元)	37481.15

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,480	22,782	24,061	25,839	27,609
增长率 yoy%	10%	1%	6%	7%	7%
净利润(百万元)	2,688	3,036	3,233	3,487	3,720
增长率 yoy%	1%	13%	6%	8%	7%
每股收益(元)	4.41	4.98	5.31	5.72	6.11
每股现金流量	3.96	8.01	4.46	5.69	6.43
净资产收益率	16%	17%	15%	14%	13%
P/E	14	12	12	11	10
P/B	2	2	2	2	1

备注：股价信息为4月26日收盘价

**投资要点**

- 事件：公司披露23年报，业绩符合预期。**公司23年实现营业收入227.82亿元，同比+1.35%；实现归母净利润30.36亿元，同比+12.92%；扣非后归母净利润27.46亿元，同比+5.91%。其中Q4单季实现营业收入62.18亿元，同比+0.11%；实现归母净利润7.26亿元，同比+4%；扣非后归母净利润5.45亿元，同比-18.84%。23年度非经常性损益增加主要由增值税减免带来，23年增值税减免收益1.67亿元，22年为0.11亿元，该增值税优惠政策持续至2027年。
- 卫浴品类增速较快，海外渠道表现靓丽。**分品类看，卫浴品类增速领先。23年橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门收入分别为70.3、119.5、11.3、13.8亿元，同比分别-1.99%、-1.56%、+9%、+2.4%。分渠道看，直营及海外渠道表现靓丽。23年直营、经销、大宗、其他（海外）分别实现营业收入8.29、175.75、35.86、3.2亿元，同比分别+17.44%、-0.04%、+2.61%、+46.54%。分品牌看，欧派、欧铂丽、欧铂尼、铂尼思分别实现营业收入186.7、1.38、1.38、0.87亿元，同比分别-0.75%、+2.79%、+2.43%、+76.69%。23年公司对主品牌进行组织架构调整，将欧派品牌原有的以品类划分的营销事业部调整为按照区域划分的三大营销事业部，构建以城市为中心的经营模式，进行全品类（厨衣木卫配）、全渠道（零售+整装）的统一管理，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配，在组织架构调整及行业压力下，主品牌欧派体现出一定韧性。此外，贴合大家居生态，公司上线独立AIO T物联网科技品牌海烈鸟，全面赋能欧派旗下各品牌的智能化升级，入选广州市工业和信息化局、广州市住房和城乡建设局2023年“智慧+品质”住宅解决方案，并成为全屋智能方向仅入选的两个方案之一。
- 大家居及性价比套餐深化下，24年有望维持稳健增长。**23年公司毛利率同比+2.55pp至34.16%；其中橱柜、衣柜、卫浴、木门毛利率同比分别+0.31pp、+4.73pp、-0.28pp、+5.09pp，原材料低位+降本增效下毛利率提升明显。23年期间费用率同比+1.13pp至18.44%；其中，销售费用率+1.23pp至8.7%；管理费用率（含研发费用率4.94%）同比+0.16pp至11.1%；财务费用率同比-0.25pp至-1.35%。净利率同比+1.35pp至13.28%。判断期间费用增长主要受组织架构调整中人员优化带来的短期支出增加影响，预计后续该影响逐步消退。
- 现金流表现靓丽，运营效率维持高位。**现金流方面，23年公司实现经营现金流48.78亿元，同比+102.43%；经营现金流/经营活动净收益比值为153.52%；销售现金流/营业收入同比+4pp至113.96%。其中23Q4经营现金流11.2亿元，同比+151%。运营效率方面，23年存货周转天数30.56天，同比下降3.13天；应收账款周转天数21.48天，同比上升2.51天。
- 投资建议：**中长期看，公司大家居战略深化，零售大家居模式成长空间充足。我们预期公司2024-2026年归母净利润为32.33、34.87、37.20亿元（24-25年前值为

35.30、40.00 亿元，据 23 年业绩有所调整)，对应 PE 为 12、11、10 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险；产能建设进度不及预期风险

图表 1: 公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,575	8,077	11,578	15,892	营业收入	22,782	24,061	25,839	27,609
应收票据	43	135	107	107	营业成本	15,000	16,062	17,314	18,572
应收账款	1,362	1,366	1,467	1,544	税金及附加	165	168	181	248
预付账款	100	107	519	557	销售费用	1,982	1,973	2,067	2,153
存货	1,132	3,212	3,463	3,714	管理费用	1,401	1,456	1,538	1,615
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,126	1,035	1,085	1,160
其他流动资产	1,154	733	876	1,061	财务费用	-308	-145	-204	-230
流动资产合计	16,365	13,631	18,010	22,876	信用减值损失	-238	-13	-5	-5
其他长期投资	1,243	1,243	1,243	1,243	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-22	-22	-81	35
固定资产	7,066	6,283	5,587	4,968	投资收益	88	88	88	88
在建工程	1,942	1,946	1,950	1,954	其他收益	270	200	200	122
无形资产	1,033	829	727	616	营业利润	3,513	3,762	4,059	4,329
其他非流动资产	6,697	6,744	6,785	6,816	营业外收入	44	35	35	38
非流动资产合计	17,982	17,045	16,291	15,597	营业外支出	20	18	18	18
资产合计	34,347	30,676	34,301	38,473	利润总额	3,537	3,779	4,076	4,349
短期借款	7,796	97	226	335	所得税	512	546	589	629
应付票据	51	161	121	116	净利润	3,025	3,233	3,487	3,720
应付账款	1,695	2,043	2,103	2,239	少数股东损益	-10	0	0	0
预收款项	504	739	726	670	归属母公司净利润	3,036	3,233	3,487	3,720
合同负债	999	1,055	1,133	1,211	NOPLAT	2,762	3,109	3,312	3,523
其他应付款	977	977	977	977	EPS (按最新股本摊薄)	4.98	5.31	5.72	6.11
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	1,099	1,131	1,177	1,220	主要财务比率				
流动负债合计	13,180	6,261	6,521	6,827	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	607	809	809	1,077	成长能力				
应付债券	1,682	1,682	1,682	1,682	营业收入增长率	1.3%	5.6%	7.4%	6.9%
其他非流动负债	762	762	762	762	EBIT增长率	14.5%	12.6%	6.5%	6.4%
非流动负债合计	3,051	3,253	3,253	3,521	归母公司净利润增长率	12.9%	6.5%	7.9%	6.7%
负债合计	16,231	9,514	9,774	10,348	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,117	21,162	24,527	28,126	毛利率	34.2%	33.2%	33.0%	32.7%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	净利率	13.3%	13.4%	13.5%	13.5%
所有者权益合计	18,116	21,161	24,527	28,125	ROE	16.8%	15.3%	14.2%	13.2%
负债和股东权益	34,347	30,676	34,301	38,473	ROIC	15.7%	22.4%	19.8%	17.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	47.3%	31.0%	28.5%	26.9%
单位:百万元					债务权益比	60.2%	16.1%	14.4%	13.9%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.2	2.2	2.8	3.4
经营活动现金流	4,878	2,718	3,466	3,914	速动比率	1.2	1.7	2.2	2.8
现金收益	3,582	3,991	4,087	4,215	营运能力				
存货影响	282	-2,080	-250	-252	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7
经营性应收影响	70	-104	-485	-114	应收账款周转天数	21	20	20	20
经营性应付影响	44	693	7	75	应付账款周转天数	43	42	43	42
其他影响	901	219	107	-11	存货周转天数	31	49	69	70
投资活动现金流	-4,664	258	-177	-84	每股指标(元)				
资本支出	-1,726	81	-10	0	每股收益	4.98	5.31	5.72	6.11
股权投资	11	0	0	0	每股经营现金流	8.01	4.46	5.69	6.43
其他长期资产变化	-2,949	177	-167	-84	每股净资产	29.74	34.74	40.26	46.17
融资活动现金流	741	-7,474	212	485	估值比率				
借款增加	3,710	-7,497	129	377	P/E	12	12	11	10
股利及利息支付	-1,323	-267	-277	-282	P/B	2	2	2	1
股东融资	1	0	0	0	EV/EBITDA	26	23	23	22
其他影响	-1,647	290	360	390					

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。