

## 大家居战略持续优化，龙头韧性彰显

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报，2023年公司实现营收227.8亿元，同比+1.3%；实现归母净利润30.4亿元，同比+12.9%；实现扣非净利润27.5亿元，同比+5.9%。单季度来看，2023Q4公司实现营收62.2亿元，同比+0.1%；实现归母净利润7.3亿元，同比+4%；实现扣非后归母净利润5.5亿元，同比-18.8%。2024Q1公司实现营收36.2亿元，同比+1.4%；实现归母净利润2.2亿元，同比+43%；实现扣非后归母净利润1.4亿元，同比+10%。24Q1延续增长态势，彰显龙头经营韧性。
- 毛利率同比改善，盈利能力稳中向好。** 报告期内，公司整体毛利率为34.2%，同比+2.5pp；2023Q4毛利率为34.6%，同比+4.1pp。受益于原材料价格低位及公司采购降本措施，毛利率同比改善。分产品看，橱柜毛利率为34.3% (+0.3pp)；衣柜及配套品毛利率为36.5% (+4.7pp)；卫浴毛利率为25.9% (-0.3pp)；木门毛利率为21.5% (+5.1pp)；其他产品毛利率为16.1% (-5.7pp)。分渠道来看，零售门店实现毛利率35.0% (+3.3pp)；大宗业务实现毛利率25.6% (-2.2pp)。费用率方面，公司总费用率为18.4%，同比+1.1pp，费用率略增，其中销售费用率为8.7%，同比+1.2pp，主要受广告展销费上升所致；管理费用率为6.2%，同比+0.2pp；财务费用率为-1.4%，同比-0.3pp；研发费用率为4.9%，同比-0.1pp。此外公司对部分应收账款计提信用减值损失约2.4亿元。综合来看，2023年净利率为13.3%，同比+1.4pp，公司通过规模化采购、精细化管理保持了盈利能力稳中向好。2023年公司经营性现金流净额为48.8亿，同比+102.4%，现金流良好。2024Q1毛利率为30%，同比+3.3pp；总费用率为24.4%，同比+2.8pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+1.8pp/-0.5pp/+0.5pp/+1pp；净利率为6%，同比+1.7pp，延续改善趋势。
- 零售+整装大家居模式持续迭代，大家居有望保持行业领先优势。** 2023年内公司推动全方位的营销组织变革，将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。集团直营事业部先行探索大家居实践模式，逐步为全国经销商建立了可参照的、可复制的经营样板。分渠道来看，2023年公司门店合计贡献收入184亿元，同比增长0.6%，其中直营店收入8.3亿元，同比+17.4%，经销店收入175.7亿元，同比持平；大宗业务实现营收35.9亿元，同比增长2.6%。直营、经销、大宗营收占比分别为3.7%、78.8%、16.1%。公司23年净新开门店52家，期末共8786家门店，欧铂丽净开24家，现存1078家；欧铂尼木门净关55家，现存1001家，店效优化。同时海外事业部多线布局，2023年海外渠道实现营业收入3.2亿元，同比增长46.5%。
- 橱衣柜增长暂时承压，欧铂丽增长稳健。** 分产品看，2023年橱柜营收达到70.3亿元 (-2.0%)；衣柜及配套品营收达到119.5亿元 (-1.6%)；卫浴营收达到11.3亿元 (+9%)；木门营收达到13.8亿元 (+2.4%)；其他产品收入8.2亿元 (+167.3%)。其中衣柜及配套品收入略有下降，主要是公司对衣柜配套品进行了供应链优化调整，销售增长暂时承压。分品牌看，欧派品牌营收达到186.7

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.09
流通A股(亿股)	6.09
52周内股价区间(元)	55.78-111.21
总市值(亿元)	380.17
总资产(亿元)	359.77
每股净资产(元)	29.37

### 相关研究

- 欧派家居(603833): 利润增长亮眼，大家居战略稳步推进 (2023-08-31)

亿元 (-0.8%)；欧铂丽营收达到 13.8 亿元 (+2.8%)，通过结合欧派商业模式与自身特色创新迭代式稳步推进大家居，欧铂丽产品力不断提升；欧铂尼营收 13.8 亿元 (+2.4%)，欧铂尼加快向大家居业务转型，实现稳步增长。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 5.48 元、5.90 元、6.25 元，对应 PE 分别为 11 倍、11 倍、10 倍。考虑到公司大家居模式逐步理顺，行业龙头韧性凸显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产政策波动风险，原材料价格大幅波动风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	22782.09	24855.55	26696.71	28151.20
增长率	1.35%	9.10%	7.41%	5.45%
归属母公司净利润 (百万元)	3035.67	3336.98	3592.38	3808.16
增长率	12.92%	9.93%	7.65%	6.01%
每股收益 EPS (元)	4.98	5.48	5.90	6.25
净资产收益率 ROE	16.70%	16.35%	15.39%	14.41%
PE	13	11	11	10
PB	2.10	1.87	1.63	1.44

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 关键假设：

假设 1：衣柜及配套品保持较快增长，2024-2026 年增速分别为 12%、9%、6%；

假设 2：随着公司规模优势发挥以及降本增效推进，橱柜业务毛利率改善，2024-2026 年分别为 34.5%、34.8%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	22782.1	24855.6	26696.7	28151.2
yoy	1.3%	9.1%	7.4%	5.4%
营业成本	15000.5	16308.6	17489.1	18420.6
毛利率	34.2%	34.4%	34.5%	34.6%
<b>整体橱柜</b>				
收入	7030.5	7241.5	7458.7	7607.9
yoy	-2.0%	3.0%	3.0%	2.0%
成本	4617.1	4743.2	4863.1	4945.1
毛利率	34.3%	34.5%	34.8%	35.0%
<b>整体衣柜</b>				
收入	11949.4	13383.3	14587.8	15463.0
yoy	-1.6%	12.0%	9.0%	6.0%
成本	7586.7	8431.5	9161.1	9664.4
毛利率	36.5%	37.0%	37.2%	37.5%
<b>整体卫浴</b>				
收入	1127.7	1240.5	1352.2	1460.3
yoy	9.0%	10.0%	9.0%	8.0%
成本	835.4	914.3	993.8	1073.3
毛利率	25.9%	26.3%	26.5%	26.5%
<b>定制木门</b>				
收入	1378.2	1447.2	1519.5	1580.3
yoy	2.4%	5.0%	5.0%	4.0%
成本	1082.3	1131.7	1185.2	1232.6
毛利率	21.5%	21.8%	22.0%	22.0%
<b>其他主营业务</b>				
收入	823.13	1070.1	1305.5	1566.6
yoy	167.3%	30.0%	22.0%	20.0%
成本	690.58	898.9	1096.6	1315.9
毛利率	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>其他业务</b>				
收入	473.1	473.1	473.1	473.1

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy	-1.23%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	188.3	189.2	189.2	189.2
毛利率	60.19%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22782.09	24855.55	26696.71	28151.20	净利润	3025.44	3325.73	3580.27	3795.33
营业成本	15000.50	16308.64	17489.09	18420.65	折旧与摊销	864.43	632.18	680.74	717.73
营业税金及附加	164.62	180.66	194.58	194.24	财务费用	-307.72	53.48	61.82	107.75
销售费用	1981.76	2187.29	2322.61	2449.15	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1401.39	2286.71	2456.10	2561.76	经营营运资本变动	729.30	-673.48	-134.53	129.59
财务费用	-307.72	53.48	61.82	107.75	其他	566.63	-55.26	67.54	41.66
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4878.07</b>	<b>3282.65</b>	<b>4255.84</b>	<b>4792.05</b>
投资收益	88.37	22.00	0.27	0.27	资本支出	-922.86	-630.00	-540.00	-550.00
公允价值变动损益	-22.23	-13.65	-19.86	-18.19	其他	-3741.50	557.55	-19.59	-17.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4664.36</b>	<b>-72.45</b>	<b>-559.59</b>	<b>-567.92</b>
<b>营业利润</b>	<b>3512.76</b>	<b>3847.12</b>	<b>4152.92</b>	<b>4399.73</b>	短期借款	3211.47	-3796.16	-500.00	-500.00
其他非经营损益	23.89	12.01	11.77	11.51	长期借款	601.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3536.65</b>	<b>3859.13</b>	<b>4164.69</b>	<b>4411.24</b>	股权融资	-3.07	0.00	0.00	0.00
所得税	511.21	533.40	584.42	615.91	支付股利	-1075.37	-607.13	-667.40	-718.48
净利润	3025.44	3325.73	3580.27	3795.33	其他	-1994.31	-602.08	-61.82	-107.75
少数股东损益	-10.23	-11.25	-12.11	-12.84	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>740.59</b>	<b>-5005.38</b>	<b>-1229.21</b>	<b>-1326.22</b>
归属母公司股东净利润	3035.67	3336.98	3592.38	3808.16	<b>现金流量净额</b>	<b>994.00</b>	<b>-1795.17</b>	<b>2467.03</b>	<b>2897.91</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12574.59	10779.42	13246.45	16144.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1616.90	1835.38	1966.09	2058.25	销售收入增长率	1.35%	9.10%	7.41%	5.45%
存货	1132.46	1231.22	1318.33	1389.66	营业利润增长率	14.94%	9.52%	7.95%	5.94%
其他流动资产	1041.34	516.65	538.42	555.62	净利润增长率	12.78%	9.93%	7.65%	6.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.56%	11.39%	8.00%	6.74%
投资性房地产	1242.55	1242.55	1242.55	1242.55	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9008.49	9106.22	9055.38	8967.56	毛利率	34.16%	34.39%	34.49%	34.57%
无形资产和开发支出	1033.30	941.36	859.42	787.48	三费率	13.50%	18.22%	18.13%	18.18%
其他非流动资产	6697.40	6689.43	6681.47	6673.50	净利率	13.28%	13.38%	13.41%	13.48%
<b>资产总计</b>	<b>34347.04</b>	<b>32342.23</b>	<b>34908.12</b>	<b>37818.98</b>	ROE	16.70%	16.35%	15.39%	14.41%
短期借款	7796.16	4000.00	3500.00	3000.00	ROA	8.81%	10.28%	10.26%	10.04%
应付和预收款项	3202.72	3725.07	3789.65	4053.88	ROIC	29.51%	34.31%	35.06%	37.58%
长期借款	606.99	606.99	606.99	606.99	EBITDA/销售收入	17.86%	18.24%	18.34%	18.56%
其他负债	4624.69	3665.59	3754.02	3823.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16230.56</b>	<b>11997.65</b>	<b>11650.67</b>	<b>11484.68</b>	总资产周转率	0.72	0.75	0.79	0.77
股本	609.15	609.15	609.15	609.15	固定资产周转率	3.31	3.33	3.33	3.41
资本公积	4357.07	4357.07	4357.07	4357.07	应收账款周转率	13.54	13.73	13.72	13.57
留存收益	12972.60	15702.44	18627.42	21717.11	存货周转率	11.78	13.80	13.71	13.59
归属母公司股东权益	18117.25	20356.60	23281.58	26371.27	销售商品提供劳务收到现金营业收入	113.96%	—	—	—
少数股东权益	-0.77	-12.02	-24.13	-36.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>18116.47</b>	<b>20344.58</b>	<b>23257.45</b>	<b>26334.30</b>	资产负债率	47.25%	37.10%	33.38%	30.37%
负债和股东权益合计	34347.04	32342.23	34908.12	37818.98	带息债务/总负债	62.14%	52.42%	49.69%	46.05%
					流动比率	1.24	1.61	1.98	2.39
					速动比率	1.16	1.47	1.83	2.22
					股利支付率	35.42%	18.19%	18.58%	18.87%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	4069.47	4532.78	4895.48	5225.20	每股收益	4.98	5.48	5.90	6.25
PE	12.52	11.39	10.58	9.98	每股净资产	29.74	33.42	38.22	43.29
PB	2.10	1.87	1.63	1.44	每股经营现金	8.01	5.39	6.99	7.87
PS	1.67	1.53	1.42	1.35	每股股利	1.77	1.00	1.10	1.18
EV/EBITDA	6.15	5.06	4.08	3.18					
股息率	2.83%	1.60%	1.76%	1.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---