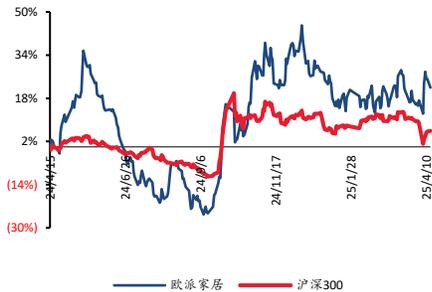


## 欧派家居：大家居战略引领，国补带动短期需求修复

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 6.09/6.09  
总市值/流通(亿元) 400.94/400.94  
12个月内最高/最低价(元) 79.53/40.03

### 相关研究报告

<<欧派家居 23Q3 点评：经营质量优化，提振盈利表现>>—2023-11-17  
<<欧派 23Q1 点评：需求短期承压，在手订单充足>>—2023-04-28  
<<欧派 22 年报点评：全年业绩符合预期，23 年有望增长提速>>—2023-04-25

### 证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

### 证券分析师：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525040001

### 研究助理：金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

## 报告摘要

**短期催化：外部以旧换新拉动，内部组织架构改革赋能。**1) **外部：**2024 年新一轮以旧换新政策刺激家居行业向上，2025 年政策延续有望进一步催化短期需求，欧派亦从企业端积极加码补贴。2) **内部：**契合“大家居”战略方向，营销组织架构积极改革，门店经营持续优化。我们认为，政策补贴延续之下，欧派作为头部企业有望率先受益，组织架构优化亦使公司具备短期效率提升逻辑。

**中长期逻辑：强调渠道优化，产品与品牌多维度支撑成长。**渠道端看，公司三大主线优势互补，有望贡献中长期增长主动力。a) **整装大家居：**我们认为整装赛道具备较强成长性，公司占据行业领跑地位，“欧派”与“铂尼思”双品牌共同赋能，期待规模化优势持续放大。b) **零售大家居：**发挥经销商运营动能，契合消费者一站式购买需求，门店升级+服务体系持续优化，或进一步促进多品类融合与高效协同。c) **零售整装：**布局加速，看好“ABC”模式充分发挥公司、经销商、装企多方优势，形成资源高效整合与互补。**产品端看，**由单品向整家定制演进，公司多品类收入规模行业领先。**供应链角度看，**积极推进大供应链改革，优材平台赋能竞争力提升。**品牌营销端看，**代言人形象高度契合，多元化营销注入活力。

**投资建议：**虽板块具有较明显的地产后周期属性，整体需求有待提振，但公司的行业龙头地位稳固，大家居战略持续升级，看好整装拓展与零售大家居齐头并进，叠加内部组织架构持续优化，信息化赋能运营效率提升，我们认为公司成长动力依旧充足。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 26.14/27.93/30.31 亿元，对应 EPS 分别为 4.29/4.58/4.98 元，当前股价对应 PE 分别为 15.34/14.36/13.23 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动、地产不确定性、行业竞争加剧、经销商统筹风险等

### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,782	19,752	20,898	21,817
营业收入增长率(%)	1.35%	-13.30%	5.80%	4.40%
归母净利(百万元)	3,036	2,614	2,793	3,031
净利润增长率(%)	12.92%	-13.90%	6.85%	8.52%
摊薄每股收益(元)	4.98	4.29	4.58	4.98
市盈率(PE)	13.98	15.34	14.36	13.23

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司介绍：强调大家居战略，看好定制家居龙头长期领跑 .....	4
(一) 发展历程：起步整体橱柜，期待成为全球中高端定制家居领导品牌 .....	4
(二) 财务分析：短期经营承压，政策支持+结构优化长期依旧向上 .....	5
(三) 管理层与股权结构：股权结构集中，管理层经验丰富 .....	6
(四) 分红：未来三年高比例分红，彰显长期投资价值 .....	7
二、 短期催化：外部以旧换新拉动，内部组织架构改革赋能 .....	8
(一) 外部：以旧换新政策支持，龙头欧派率先受益 .....	8
(二) 内部：营销组织架构积极改革，门店优化利好效率提升 .....	11
三、 中长期逻辑：强调渠道优化，产品与品牌多维度支撑成长 .....	13
(一) 渠道端：坚守大家居战略，整装业务构筑竞争壁垒 .....	13
(二) 产品端：单品向整家定制演进，多品类收入规模领先 .....	19
(三) 供应链：积极推进大供应链改革，优材平台赋能竞争力提升 .....	22
(四) 品牌营销：代言人形象高度契合，多元化营销注入活力 .....	23
四、 盈利预测 .....	24
(一) 关键假设 .....	24
(二) 盈利预测与估值 .....	26
五、 风险提示 .....	27

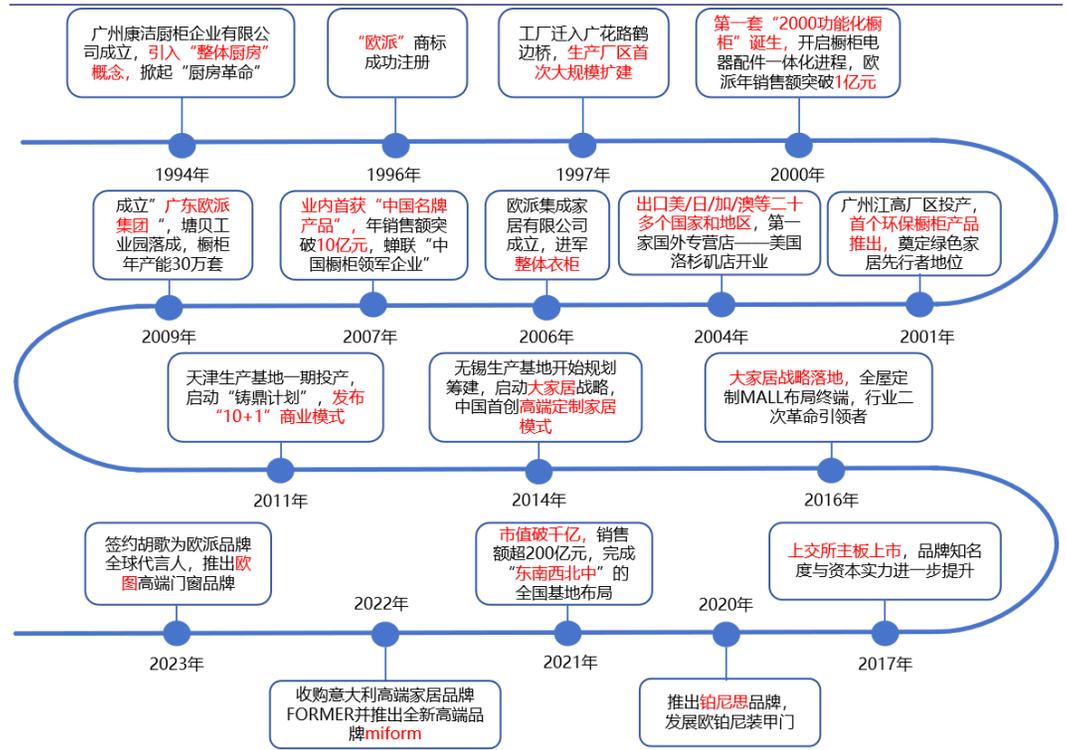
## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司产品矩阵丰富.....	5
图表 3: 2020-2023 年营收整体增长, 2024Q1-Q3 达 138.79 亿元 (-16.21%) .....	6
图表 4: 2020-2023 年归母净利润向上, 2024Q1-Q3 达 20.31 亿元 (-12.08%) .....	6
图表 5: 2024Q1-Q3 衣柜和橱柜业务收入占比超 80% .....	6
图表 6: 2020 年来华东/华南/华北收入占比超 60% .....	6
图表 7: 中央以旧换新政策明确提及家居行业 .....	9
图表 8: 地方积极响应以旧换新政策, 各具亮点 .....	10
图表 9: 2024M9 以来家具类商品零售额有所恢复.....	11
图表 10: 2024M9 以来建材家居卖场销售额仍有压力.....	11
图表 11: 2023M4 公司启动营销组织架构变革契合大家居战略.....	12
图表 12: 欧派全屋定制门店不断升级 .....	12
图表 13: 欧派“大家居”门店效果更佳 .....	12
图表 14: 2024Q1-Q3 经销店收入 103.93 亿元.....	13
图表 15: 2024Q1-Q3 经销店收入同比-18.90%.....	13
图表 16: 整装大家居、零售大家居、零售整装优势互补 .....	14
图表 17: 2023 年中国整装市场规模 726.8 万套 (渗透率 31.2%) .....	15
图表 18: 整装提供一站式服务专业性高、更省时省力 .....	15
图表 19: 专业度高、便利省时等成为消费者选择整装模式的主要驱动因素 .....	15
图表 20: 超过半数的北京住房消费者更青睐整装的房屋装修方式 .....	15
图表 21: 众多头部家居企业布局整装赛道 .....	16
图表 22: 铂尼思盈利能力较强 (2023 年毛利率 35%) .....	16
图表 23: 2024H1 公司整装渠道营收同比+8.7%.....	16
图表 24: 2023 年欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思门店数分别同比-36/+24/-55/+80 家 .....	17
图表 25: 2023 年欧派旗下大部分品牌聚焦 C 级市场, 铂尼思更强调 B 级市场.....	17
图表 26: 零售整装包括“ABC 模式” .....	18
图表 27: “ABC”模式发挥三方优势 .....	18
图表 28: 公司在不同产品上采用差异化品牌布局 .....	19
图表 29: 公司推出单平米 598 元的整家定制策略 .....	19
图表 30: 公司具备丰富的整家定制套餐 .....	20
图表 31: 欧派家居在橱柜、衣柜、木门等方面收入领先行业 .....	21
图表 32: 欧派优材与众多优质品牌达成合作 .....	22
图表 33: 欧派进入 AI 工厂时代.....	22
图表 34: 胡歌成为欧派全球代言人 .....	23
图表 35: 公司推出幽默宣传短片《装家门诊》 .....	23
图表 36: 欧派家居分业务收入拆分 .....	25
图表 37: 可比公司估值表 .....	26

## 一、 公司介绍：强调大家居战略，看好定制家居龙头长期领跑 (一) 发展历程：起步整体橱柜，期待成为全球中高端定制家居领导品牌

从整体橱柜起家，欧派已发展为综合型整体家居一体化龙头。1) 复盘来看，自1994年成立以来，欧派从整体橱柜业务起步，逐步构建起涵盖衣柜、整家定制、木门、卫浴、软装、厨电等在内的多元化产业布局。2) 品牌方面，欧派旗下拥有欧派、mi form、欧铂丽、铂尼思、欧铂尼、欧图等多个品牌，覆盖从年轻时尚到高端，从整家到整装大家居等细分市场，满足多元化消费需求。3) 产能方面，公司在天津、清远、无锡、成都、武汉拥有五大智能化生产基地，具备柔性化大规模非标定制生产能力。我们认为，公司作为定制家居领域龙头，已在生产、产品、品牌、渠道等多维度构筑起竞争优势，坚定大家居战略有望赋能公司长期发展。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表2：公司品牌矩阵丰富

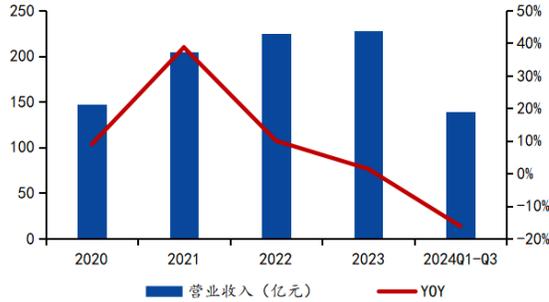
品牌	LOGO	品牌定位	主要业务
欧派		主品牌	软装、厨电、照明等全品类
欧铂尼		整案大家居	2023年宣布“专业门墙定制”、“整体家居”双战略布局，以整体家居卡位大众市场，专业门墙加码2024年全面转型大家居，打造“欧铂尼整案大家居”新模式，高质价比产品发力大众市场，塑造大牌亲民形象
铂尼思		一体化整家定制	以定制产品为核心的整装一体化，搭配天地墙、家具、电器、软装；关晓彤代言
mi form		高端意大利整体家居	涵盖橱柜、衣柜、木门、卫浴、墙板、家具六大产品系统，提供一站式国际高端家居解决方案
欧铂丽		年轻、轻奢全案定制	8大品类，10大空间全案定制，覆盖全球20+国家和地区1000+门店，数十万家庭用户，注重高配套性、高颜值比、高交付力；宋轶代言
欧图		高端整家门窗一体化定制	全面整合“系统门窗+装甲门+钛镁合金门+木门”，从“质价比”到“颜值比”的个性化提升
奥维		装饰材料	生产、研发、销售石英石/人造石/岩板等装饰面材
海烈鸟		科技品牌	欧派AIoT物联网智能家居的软件基石，串联欧派旗下众多子品牌，推动智能化升级
欧铂拉迪		建材品牌	瓷砖/板材/涂料/防水/瓷砖胶/粉料等

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## （二）财务分析：短期经营承压，政策支持+结构优化长期依旧向上

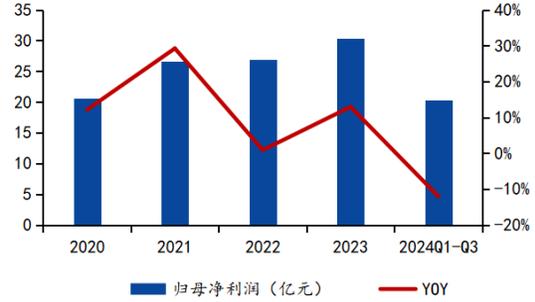
收入业绩长期向上，短期受外部因素影响有所承压，毛利率逆势改善。1) 营收端：整体来看，2020-2023 年公司收入持续增长，2023 年达到 227.82 亿元 (+1.35%)，2024Q1-Q3 因地产及消费较弱而有所承压 (138.79 亿元，-16.21%)，期待以旧换新政策为短期向上提供拉动。分产品看，2024Q1-Q3 公司衣柜及橱柜收入占比合计超 80%。分区域看，2023 年华东/华南/华北区域收入占比合计超 60%；境外表现亮眼，2023 年同比+46.54%，海外市场拓展值得期待。2) 盈利端：2020-2023 年公司归母净利润亦逐年提升，2024Q1-Q3 面临短期压力 (20.31 亿元，-12.08%)，整体表现优于收入端。盈利能力逆势修复，2024Q1-Q3 毛利率 35.54% (+1.55pct)，或体现公司产品结构优化、经营效率提升等，看好长期发展。

图表3：2020-2023 年营收整体增长，2024Q1-Q3 达 138.79 亿元（-16.21%）



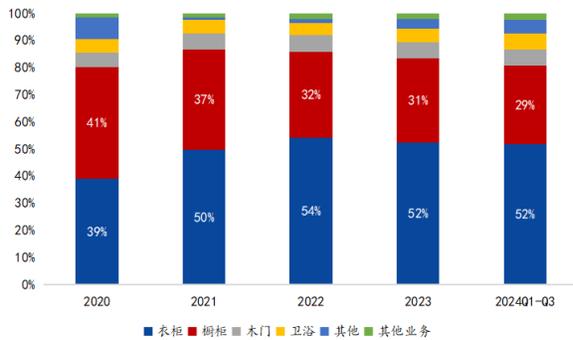
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表4：2020-2023 年归母净利润向上，2024Q1-Q3 达 20.31 亿元（-12.08%）



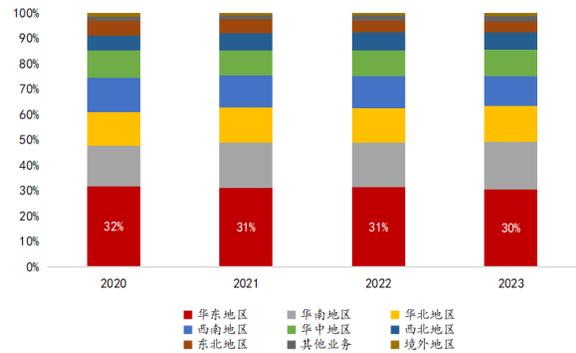
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：2024Q1-Q3 衣柜和橱柜业务收入占比超 80%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：2020 年来华东/华南/华北收入占比超 60%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 管理层与股权结构：股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构清晰稳定，管理层经验丰富，为公司长期发展提供坚实保障。1) 股权结构方面，公司董事长姚良松持股 66.19%，副董事长姚良柏持股 8.14%（截至 2024Q3），股权结构较为集中，具备较强稳定性。2) 管理层方面，现任高管团队多数为内部晋升，从业经验丰富，对公司经营方向把握明确。专业背景涵盖机械制造、企业管理等领域，为公司在产品研发、渠道拓展及数字化转型等核心领域的持续推进提供支撑。

#### (四) 分红：未来三年高比例分红，彰显长期投资价值

公司持续注重股东回报与员工激励，股权激励、员工持股计划及现金分红齐头并进，形成激励与回馈的良性循环。1) 股权激励：公司曾于 2017 年、2021 年推出股权激励，分别授予 550.54/670.98 万股/万份股票与期权。2) 员工持股计划：2022 年公司发布员工持股计划，资金总额不超过 7000 万元（实际 6825.59 万元），激励 230 名核心员工。3) 分红规划：2024M9 公司发布未来三年（2024-2026 年）分红规划，明确每年派发现金红利不低于 15 亿元（含税），且原则上每年进行一次现金分红，以保障股东长期收益。我们认为，公司激励机制完善，绑定核心骨干员工利益，彰显长期发展信心，高比例分红回馈股东，具备长期投资价值。

## 二、短期催化：外部以旧换新拉动，内部组织架构改革赋能

**核心观点：外部补贴与内部改革优化双管齐下，欧派家居短期增长动力充足。**1) **外部：**2024年新一轮以旧换新政策刺激家居行业向上，2025年政策延续有望进一步催化短期需求，欧派亦从企业端积极加码补贴。2) **内部：**契合“大家居”战略方向，营销组织架构积极改革，门店经营持续优化。我们认为，政策补贴延续之下，欧派作为头部企业有望率先受益，组织架构优化亦使公司具备短期效率提升逻辑。

### (一)外部：以旧换新政策支撑，龙头欧派率先受益

**中央：2024年以旧换新政策修复家居市场，2025年政策延续有望再度托举行业需求。**2024年起，中央陆续发布以旧换新政策文件，明确提及家居领域。2024M2中央财经委员会第四次会议强调鼓励传统耐用消费品以旧换新；M3商务部指出以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力；M7发改委、财政部引发具体措施细则，直接向地方安排约1500亿元超长期特别国债资金落实部分设备更新及消费品以旧换新；2025M1再次定调补贴政策延续，家装消费品受益，有望再度托举行业需求。

图表7：中央以旧换新政策明确提及家居行业

政策部门	政策时间	政策名称	主要内容
国务院	2024/3/13	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	<b>推动家装消费品换新。</b> 通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。
商务部	2024/3/27	《推动消费品以旧换新行动方案》	以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。 <b>1) 加大惠民支持力度：</b> 鼓励支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造，对购买智能家居产品给予补贴；培育居家适老化改造经营主体；鼓励金融机构支持智能家居、家庭装修等消费。 <b>2) 提升便民服务水平：</b> 鼓励街道、社区和居民小区设置“家装便民服务点”；探索引入专业经营主体；为装修车辆、废旧物资回收车辆进出小区提供便利；支持企业提供家具、厨卫等消费品上门“送新”、远程“收旧”服务，创新推广“互联网+回收”等。 <b>3) 培育家居新增长点：</b> 推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等更多生活场景落地。 <b>4) 优化家居市场环境：</b> 加快完善智能家居互联互通标准等。
国家发展改革委、财政部	2024/7/24	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	<b>直接安排超长期特别国债资金，</b> 用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力，覆盖旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置等。
国家发展改革委、财政部	2025/1/5	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	明确将“ <b>积极支持家装消费品换新</b> ”，加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。强化资金支持。

资料来源：国务院，商务部，国家发改委，财政部等，太平洋证券整理

**地方：地方层面积极响应，叠加多种补贴政策。**多省份为相应中央的以旧换新政策纷纷发布细则，给予不同形式的消费补贴。其中湖北省率先推出明确补贴标准以支持家装厨卫换新消费，鼓励有条件的地方支持居民开展旧房装修、厨卫局部改造和适老化改造对符合条件的业主给予3000元补贴；成都市青羊区在M8提出按最高30%的优惠比例面向消费者分批分类分档发放消费券，在补贴品类和优惠形式上具备亮点；上海市M9起对家电类、家装建材类、家具类及适老化产品按照每单销售价格的15%予以补贴，每单补贴金额不超过2000元，消费者购买可享受立减补贴，在补贴力度和涵盖品类上较有优势。

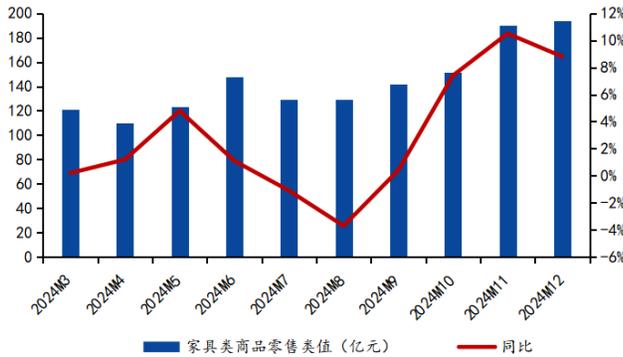
图表8：地方积极响应以旧换新政策，各具亮点

地区	政策时间	政策名称	主要内容
湖北省	2024/5/23	《湖北省推动消费品以旧换新实施方案》	1) 支持家装厨卫换新消费：鼓励有条件的地方支持居民开展旧房装修、厨卫局部改造和适老化改造。率先推进武汉市150个试点小区居家适老化改造，对符合条件的业主给予3000元补贴。深入开展居家社区基本养老服务提升行动试点，2024年至2025年全省每年完成特殊困难老年人家庭适老化改造2.5万户以上。 2) 培育绿色智能家居消费新增长点：引导企业围绕智慧厨房、卫浴、家庭安防、养老监护等生活场景生产绿色智能家居产品，支持武汉、黄冈、荆州等地打造中部绿色智能家居产业集群。鼓励企业进行绿色建材产品认证，全面开展绿色建材下乡活动，推出线上线下家装样板间，到2025年全省城镇新建建筑绿色建材应用比例达50%。
成都市青羊区	2024/8/26	《推动消费品以旧换新行动方案》	按最高30%的优惠比例面向消费者分批分类分档发放消费券。 1) 旧房装修、厨卫等局部改造产品：床、床垫、沙发、茶桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等12类。 2) 智能家居产品：扫地机器人、智能马桶（盖）、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响（箱）、智能门锁、智能沙发、智能床等9类。 3) 适老化改造产品：护理床、紧急呼叫器、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅（助行器）、助听器6类。
上海市	2024/9/6	《上海市全力支持绿色智能家电家居消费补贴政策实施细则》	消费者购买本市补贴范围内家电、家装建材、家具类和适老化产品，按照每单销售价格的15%予以补贴，每单补贴金额不超过2000元。 1) 家装建材类：水槽、龙头花洒（含淋浴柱）、坐便器（含智能盖）、台（立）盆（柜）、镜面柜、浴缸、防盗门、涂料、瓷砖、地板、木（移）门、成品窗、淋浴房、吊顶、水管理系统等15类产品。 2) 家具类：桌椅、柜类、沙发、按摩椅、床架、床垫等6类产品。 3) 适老化产品：报警器（烟雾、燃气、水侵）、智能摄像头、智能视频门锁、智能呼叫器、防跌倒看护设备、护理功能床、护理床垫、助起沙发、功能餐桌、智能助起马桶、扶手、淋浴凳、坐式淋浴器、步入式浴缸、感应（声控）灯等15类产品。

资料来源：各地方政府，太平洋证券整理

**政策效果：央地政策有效拉动，家居行业整体回暖。**根据国家统计局数据，2024M9-M12全国家具类商品零售额分别达到142/151.9/189.8/194亿元，分别同比+0.4%/+7.4%/+10.5%/+8.8%，市场数据或已初步验证政策拉动效果；全国规模以上建材家居卖场销售额分别同比-2.21/-2.71/+4.24/-4.41%，短期或受整体地产需求较弱影响而仍面临压力，但我们看好政策持续刺激之下的恢复性潜力。

图表9：2024M9 以来家具类商品零售额有所恢复



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表10：2024M9 以来建材家居卖场销售额仍有压力



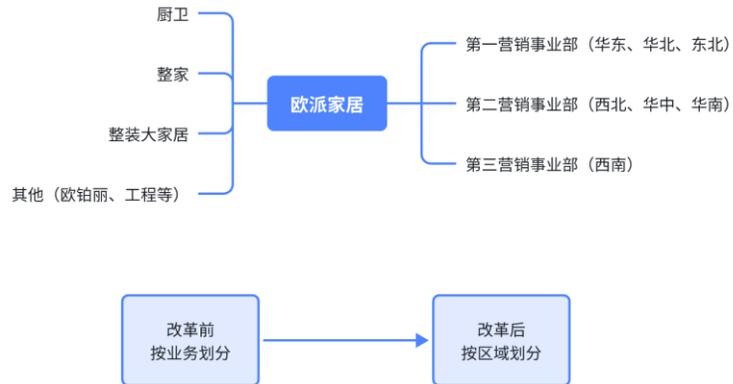
资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

**公司端：企业补贴积极加码，头部企业先行有望受益。**2024 年欧派安家节给予亿元安家补贴；推出“消费者+99 元享健康升级补贴”优惠活动，覆盖欧派 799 惠民系列衣柜、899 德系高颜系列衣柜与 39800 王牌臻选套餐产品；购买橱衣木卫定制类产品，可享受最高 1 万元/户的 20%合同金额补贴；全屋定制的全产品系列均可享受国补优惠，最高可达总费用的 15%。我们认为，公司作为产品力与品牌力优秀的头部企业有望率先受益于国补，企业端积极加码有望使产品更具竞争力，优先受益于政策延续的东风。

## (二) 内部：营销组织架构积极改革，门店优化利好效率提升

**组织架构：公司整合各大大事业部，改为按区域横向管理。**2023M4，公司开启营销组织架构改革，旨在契合“大家居”商业模式。改革前，公司按品类划分事业部，如橱柜营销事业部、衣柜营销事业部等。改革后，转变为按区域划分的营销事业部，整合了厨卫、整家、整装大家居等业务板块，形成区域协同管理架构。我们认为，短期来看，营销组织架构改革有望使各品类在区域内的实现深度融合与资源高效配置，提升市场响应速度与运营效率。区域事业部能够根据当地市场需求特点，精准制定营销策略，促进多品类协同销售，增强品牌在区域市场的竞争力。同时，亦有望推动长期大家居战略落地生根。

图表11：2023M4 公司启动营销组织架构变革契合大家居战略



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**线下门店：低效单品类门店优化，集中资源向大家居新型门店过渡。**公司门店由扩张走向优化，截至 2023 年公司共拥有 8786 家线下门店，其中经销/直营店分别为 8716/70 家，年度新开 1757/24 家，关闭 1717/12 家；截至 2024M9 公司线下门店缩减至 8180 家，与年初相比减少 536 家。我们认为，虽门店数量有所收缩，但从结构上看，系原有低效率单品类门店动态优化，或有效控制经营成本并集中资源转型过渡到大家居新型门店业态，多品类整合或有助于一站式解决消费者家装需求，带动客单价与门店盈利能力提升；同时公司降低考核力度从管理制度上为代理商松绑，或利好终端经营质量提升。

图表12：欧派全屋定制门店不断升级



资料来源：欧派微信公众号，太平洋证券整理

图表13：欧派“大家居”门店效果更佳



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

### 三、 中长期逻辑：强调渠道优化，产品与品牌多维度支撑成长

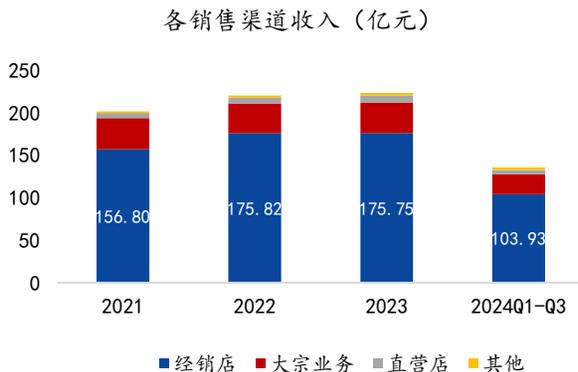
#### (一) 渠道端：坚守大家居战略，整装业务构筑竞争壁垒

**核心观点：**公司通过多渠道模式开展业务，以经销商体系为核心，聚焦整装大家居、零售大家居和零售整装三大主线，优势互为补充，有望贡献中长期增长主动力。1) **整装大家居：**我们认为整装赛道具备较强成长性，公司占据行业领跑地位，“欧派”与“铂尼思”双品牌共同赋能，期待规模化优势持续放大。2) **零售大家居：**发挥经销商运营活力，契合消费者一站式购买需求，门店升级+服务体系持续优化，或进一步促进多品类融合与高效协同。3) **零售整装：**布局加速，看好“ABC”模式充分发挥公司、经销商、装企多方优势，形成资源高效整合与互补。

从渠道结构上看，公司以经销商专卖店模式为主，大宗业务、直营店和出口为辅，电商赋能。

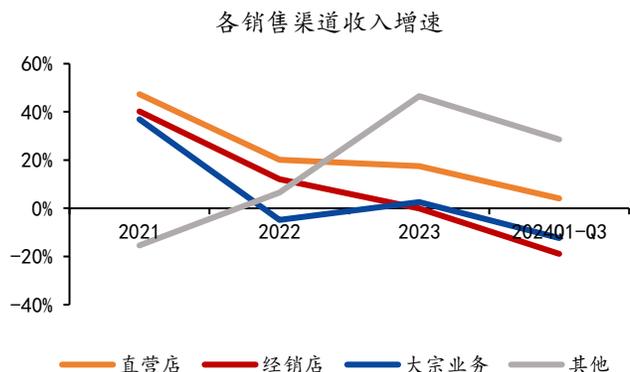
1) **经销店：**2024Q1-Q3 公司经销店收入 103.93 亿元（-18.90%），贡献近 80% 主营业务收入；毛利率率 35.59%（+1.53pct），同比明显改善，支撑盈利能力向上。2) **电商：**2024H1 重点破局新媒体账号矩阵、内容运营等获客形式，线上类业务增长 10%+；中心化电商强化短视频及直播等营销形式，线上有效引流客户数同比+10%，流量赋能经销商 4000+家；本地化电商与经销商联合运营，线上获客量同比提升 600%+；大家居电商业务加速发展，引流客户同比+89%。我们认为，经销模式稳定性结合电商渠道引流赋能，有望形成线上+线下协同发展的良性循环，带动品牌触达效率持续提升，亦为经销商带来更多成长机会。

图表14：2024Q1-Q3 经销店收入 103.93 亿元



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：2024Q1-Q3 经销店收入同比-18.90%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**整装大家居、零售大家居、零售整装三大主线优势互补，形成完善高效的经销体系。**1) **整装大家居**:于 2018 年首次推出，中高端“欧派”+高端“铂尼思”双品牌运营，由欧派总部直接与装企协议开展代理经销合作。2) **零售大家居**:于 2022 年推出，新建或升级改造原有单品门店以满足消费者一站式购物+装修需求，将原有体系经销商从产品延伸到装修。3) **零售整装**:“ABC”（供货商、服务商、大客户）三种合作模式，充分发挥各经销商与装企运营优势。我们认为，三种模式之下，欧派总部、各地经销商和装企三方充分协同，合作灵活高效，同时优化供应链效率，实现从产品到服务的全链路价值延伸，有望共同驱动大家居业务成长。

图表16：整装大家居、零售大家居、零售整装优势互补

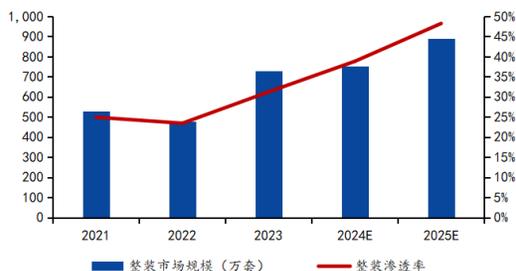
	整装大家居	零售大家居	零售整装
推出时间	2018年	2022年	2022年
核心主体	装企	经销商	装企、经销商
商业模式	公司直接选择和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展代理经销合作	由公司现有单品或综合经销商为主体，升级改造原有单品门店，销售全品类家居产品，融入装修、装修管家等增值服务	“ABC模式”：公司、经销商、装企三方均可实现合作

资料来源：公司公告，未来居住研究公众号，太平洋证券整理

### ➤ 整装大家居

**行业端：整装渗透率逐步提升，或为家装行业重要进化方向。**1) **行业规模与空间**：根据奥维云网，中国整装市场规模由 2021 年的 527.7 万套（渗透率 24.9%）提升至 2023 年的 726.8 万套（渗透率 31.2%），2025 年预计达到 889.3 万套（渗透率 48.2%）。2) **渠道间横向对比**：整装提供人工+主材+辅材+软装全流程一站式服务，在节省消费者时间成本、呈现统一设计效果等方面具备优势。3) **需求侧**：从消费者角度看，整装模式渐成主流，根据贝壳研究院数据，2023 年有 23.86% 消费者选择整装模式，城市能级越高则整装偏好越明显，超过半数的北京住房消费者更青睐整装的房屋装修方式。根据艾瑞咨询报告，专业度高、便利省时、可选风格范围广、个性化等是驱动消费者选择整装渠道的主要因素。我们认为，消费者对品质的追求之下，兼具专业、便捷等优势的整装模式或更受认可，未来家装行业有望进一步向一体化、全流程服务模式演进。

图表17：2023 年中国整装市场规模 726.8 万套（渗透率 31.2%）



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

图表18：整装提供一站式服务专业性高、更省时省力

家装渠道对比				
	清包	半包	全包	整装
装企提供	人工	人工+辅材	人工+辅材+主材	人工+辅材+主材+软装
消费者时间成本	高	较高	较低	低
费用	低	较低	较高	高
费用透明度	高	较高	较低	低
设计效果统一性	低	较低	较高	高
优点	费用成本低、消费者参与度更高，更具灵活性	性价比相对较高、主材自购有一定自主权	省时省力、装修效果统一	一站式服务、设计效果统一、省时省力、发挥装企专业性
缺点	需要专业装修知识、时间成本高		费用透明度低、服务费用高、个性化程度	

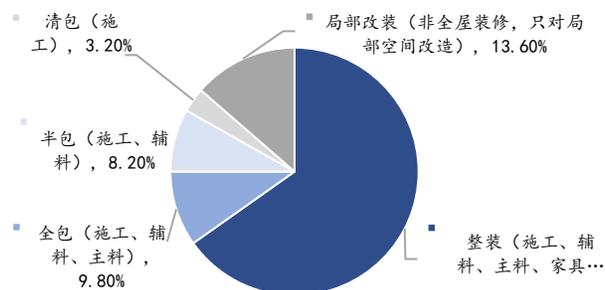
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表19：专业度高、便利省时等成为消费者选择整装模式的主要驱动因素



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表20：超过半数的北京住房消费者更青睐整装的房屋装修方式



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

看好整装赛道发展，众多头部家居企业积极入局。欧派家居、索菲亚、志邦家居等行业头部企业在 2014 年前后提出大家居概念，并于 2018 年布局整装业务，与头部装企合作搭建整体定制产品生态链。其中，欧派家居以“欧派+铂尼思”双品牌差异化布局，整装渠道持续优化，索菲亚提出“基装+整家定制=整装”的发展路径，志邦家居提出“全空间高效整装”解决方案与“整家一体化”业务理念，头部企业均在原有业务优势基础上进行延伸，积极入局高潜力整装渠道。我们判断，欧派家居凭借产品+渠道+品牌优势，或在整装领域居于头部地位，由于行业渠道建设与专业能力培育具有较高壁垒，头部企业短期有望优先享受行业增长红利。

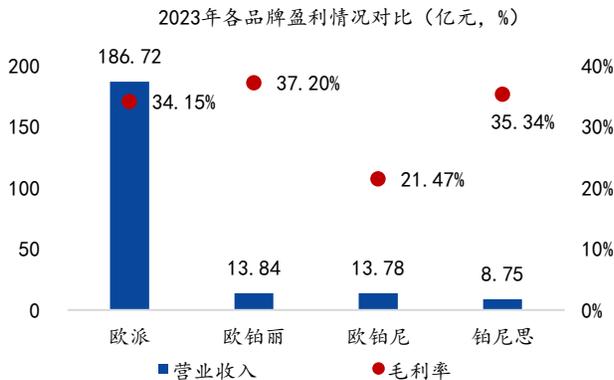
图表21：众多头部家居企业布局整装赛道

整装赛道行业时间线对比																		
	1994	1998	1999	2001	2002	2003	2006	2007	2010	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023
欧派家居	创始-整体橱柜					卫浴	整体衣柜		木门、墙饰	提出大家居战略				试点整装大家居		"StarHomes 星之家" 整装战略	零售大家居	全案大家居套餐
志邦家居		创始-橱柜									衣柜、开始定制大家居战略			木门、整装赛道建立标准化门店				全空间集成整装模式
金牌橱柜			创始-橱柜									衣柜		木门、布局整装	推出酷家云整装		"橙鸟美家" 一站式整装家居	
索菲亚				创始-定制衣柜						司米橱柜、提出大家居理念			木门	布局整装		"整家定制" 方案		整家定制3.0、司米品牌高端整家定制策略
好莱客					创始-整体衣柜					布局全屋定制				橱柜、木门				
顶固集创					创始-五金			衣柜、生态门									高值整家定制战略	

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

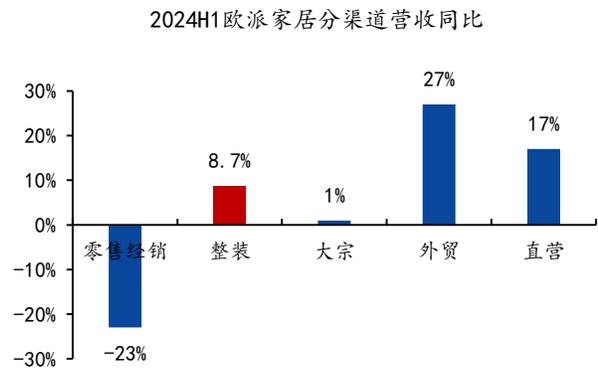
**公司端：欧派+铂尼思双轮驱动，整装大家居业务具成长性。**1) **品牌定位**：欧派主品牌面向更广泛消费者，覆盖性价比+中高端市场；铂尼思则脱胎于“星之家”，定位高端，提供设计、材质、采购等一体化服务，并具备更强的盈利能力。2) **渠道对比**：家居行业因具备地产后周期属性而面临需求承压，但公司整装渠道依旧表现较强，2024H1 收入同比+8.7%。3) **业务规模**：欧派家居于 2018 年推出整装大家居模式，全年整装接单业绩超过 3.5 亿元，整装大家居销售业绩近 1 亿元，伴随业务快速成长，2021 年公司整装大家居工厂接单额达到 24 亿元，2023Q1-Q3 公司整装大家居收入约达到 22 亿元。我们认为，公司整装业务表现较为亮眼，双品牌协同有望拉动整装大家居业务长期扩容。

图表22：铂尼思盈利能力较强（2023 年毛利率 35%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：2024H1 公司整装渠道营收同比+8.7%



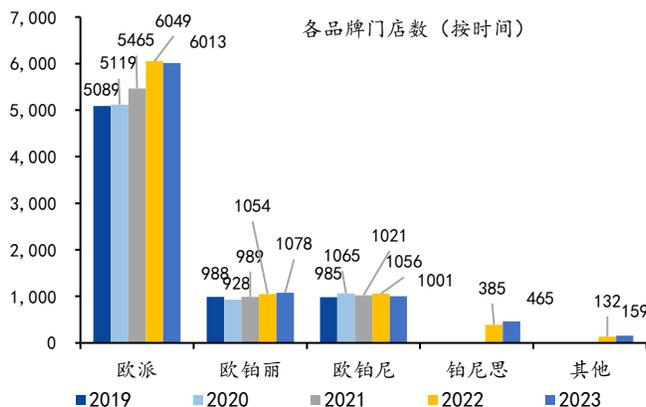
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

零售大家居

零售大家居模式持续升级，经销商转型路径清晰，期待效率提升拉动盈利增长。为充分发挥公司原有单品或经销商经营活力，使其持续获得流量，提升客单值、摊薄单客引流成本，公司积极帮扶经销商开展零售大家居业务。该模式以公司现有经销商为主体，在临街、商业综合体等场景新建或升级改造原有单品门店，销售公司旗下合作品牌全品类家居产品，并融入装修、装修管家等增值服务。欧派广州分公司作为零售大家居的试点与先行者，2024Q1-Q3实现营业收入5.28亿元。从门店角度看，2023年欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思门店数量分别为6013/1078/1001/465家，当年分别-36/+24/-55/+80家，部分品牌门店数缩减但效率或有所提升；截至2024H1，公司零售大家居有效门店数量已超过850家，较年初增加200余家。

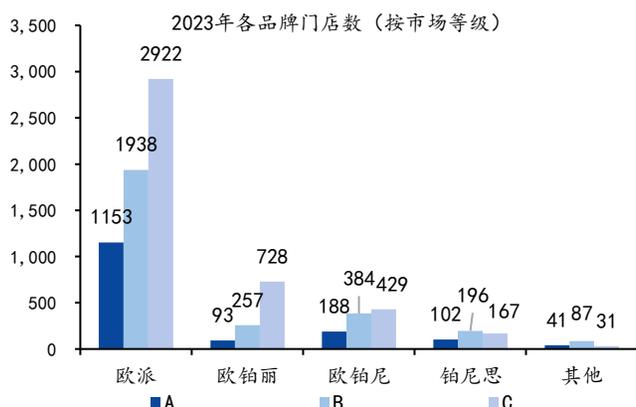
我们认为，展望未来，零售大家居的增长潜力有望进一步释放，公司战略或聚焦于：1) 线上线下融合：顺应家居消费客流碎片化趋势，全面提升获客能力；2) 业务品类整合：加快厨卫等核心品类的业务融合，提升门店的一站式购买便利性；3) 渠道转型升级：进一步推动欧派零售渠道向大家居方向的转型与蝶变，提升门店效率与服务质量，巩固渠道端竞争优势。

图表24：2023年欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思门店数分别同比-36/+24/-55/+80家



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：2023年欧派旗下大部分品牌聚焦C级市场，铂尼思更强调B级市场



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

➤ 零售整装

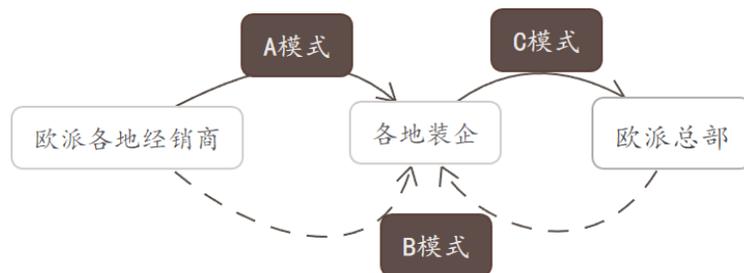
依托“ABC模式”构建零售整装生态体系，三方协同放大渠道优势。2022年公司开创高颜值定制整装合作模式，1) **A模式**：传统供应商模式，高效发挥经销商资源整合能力与装企本地化服务能力；2) **C模式**：大客户模式，由欧派总部直接与装企签约，打破整装大家居各地只供一家的限制，实现一地多商；3) **B模式**：服务商模式，总部、经销商、装企签订三方协议，合作实现更全面的资源互补，进一步提升整装服务的广度与深度。在2023年欧派整家整装BC模式经销商营销峰会上，公司联合多家优质装企，全面启动“千城百亿”整装BC模式战略布局。我们认为，零售整装模式之下，三方优势互补，持续向上打破经销壁垒。

图表26：零售整装包括“ABC模式”

	A模式（供货商）	B模式（服务商）	C模式（大客户）
合作方	欧派各地经销商 + 当地装企	欧派总部+各地经销商+装企  装企直接对接总部，负责前端销售成交；成交后设计、安装、售后等由当地零售经销商负责	欧派总部 + 当地装企
特点/优势	传统模式。将欧派当地经销商的优势和当地装企的优势结合起来	<b>主推模式</b> 。三方合作的形式实现资源、优势、能力互补	类比KA直供。打破一家直供限制，当地头部装企都有机会与欧派合作
成功试点案例	北京业之峰、 沈阳方林	许昌	长春百合

资料来源：公司公告，未来居住研究公众号，太平洋证券整理

图表27：“ABC”模式发挥三方优势

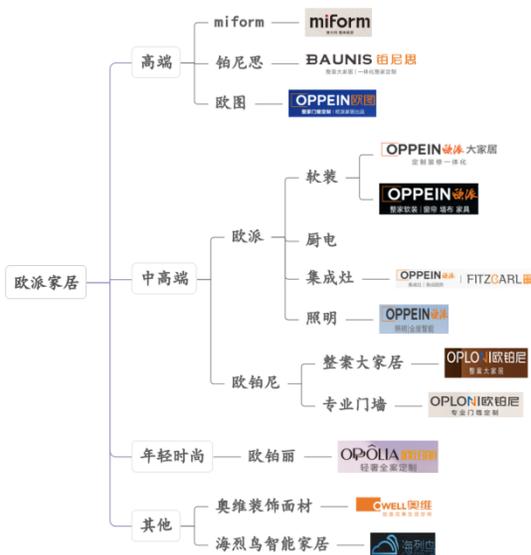


资料来源：公司公告，未来居住研究公众号，太平洋证券整理

## (二) 产品端：单品向整家定制演进，多品类收入规模领先

单品向整家定制演进，多品牌布局家居全品类满足多元需求。从 2014 年以整体橱柜业务发家，到逐步延伸至卫浴、木门、衣柜等领域，由单一产品定制逐步过渡到全屋定制、整家定制，针对不同品类实行多品牌差异化布局。在整家定制业务方面，公司对套餐产品矩阵进行了系统性优化与升级，1) **产品升级**：从整家定制套餐 1.0 迭代为 2.0 套餐，更注重个性化需求匹配。2) **价格策略优化**：重点推广中等价格段 29800 元和 39800 元套餐，以覆盖更广泛的消费群体。3) **套餐内容多元化**：推出全屋方案、橱衣木整家方案、大家居方案及王牌臻选方案，满足中小户型、3 房 2 厅毛坯房及翻新房等不同市场需求。4) **灵活定价**：推出单平米 598 元的整家定制单价策略，降低消费门槛。我们认为，公司产品矩阵丰富，为消费者提供多元化产品解决方案，从单品向整家定制演进，期待客单价持续提升。

图表28：公司在不同产品上采用差异化品牌布局



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表29：公司推出单平米 598 元的整家定制策略

**快速报价 = 598 元/m² × 你家的建筑面积**

**598套餐清单**

**举个例子**  
小王家建筑面积100m²  
598套餐快速报价 = 598元/m² × 100m² = 59800元/套  
套餐内包含右侧表格全部配置，选择这个套餐便可装好一个家

厨房橱柜	建筑面积*25% 尺寸不限
浴室柜	700mm/800mm/900mm多尺寸任选
降噪木门	樘数不限
全套厨电百货 (免费送)	含烟机、炉灶、水槽、多功能拉篮 (7选2)
卫浴3件套 (免费送)	含水龙头、花洒、智能马桶
品质五金 (全配齐)	含门铰、拉手、吊钩、门锁、合页等基础五金

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

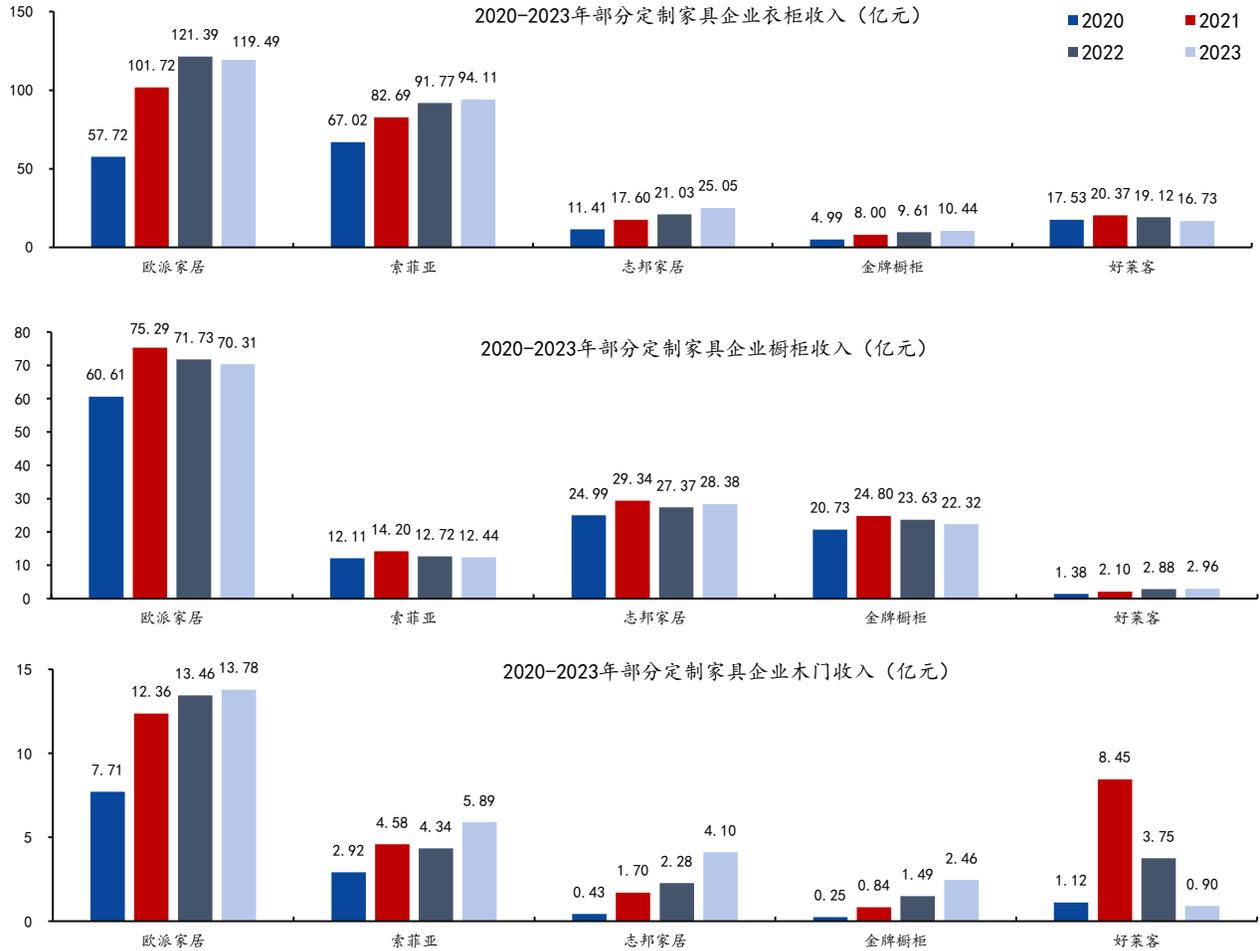
图表30：公司具备丰富的整家定制套餐

欧派全屋定制套餐				
名称	全案套餐	大家居套餐	整家定制套餐1.0	整家定制套餐2.0
价格(元)	29800	29800	29800	29800、49800
产品	18m <sup>2</sup> 衣柜定制、7m橱柜定制、烟机灶具、水槽龙头、3樘木门、基础五金、卫浴四件套	20m <sup>2</sup> 衣柜定制、7m橱柜定制、烟机灶具、水槽龙头、2樘木门、1个马桶、浴室柜、基础五金	20m <sup>2</sup> 的定制柜、3m <sup>2</sup> 护墙板、10件全屋家具(4件客厅家具、5件餐厅家具、2件卧室家具)	精装：20m <sup>2</sup> 全屋定制、10件全屋家具、5m <sup>2</sup> 护墙或欧派智能双烘干感应式晾衣机1台(二选一) 毛坯：20m <sup>2</sup> 全屋定制、7m厨房橱柜、3樘木门、1樘合金门+999元入手品质卫浴4件套
特点	3房2厅毛坯&翻新优选	中小户型精选套餐	/	针对毛坯房的29800高颜值整家柜门墙套餐、 针对精装房的29800高颜值整家套餐时尚款、 针对更高需求客户的49800高颜值整家套餐专享版
名称	橱衣木整家套餐	全屋套餐	王牌臻选套餐	升级版大家居套餐
价格(元)	39800	39800	39800	49800
产品	20m <sup>2</sup> 定制衣柜、7m定制橱柜、4樘门、烟机灶具、3m <sup>2</sup> 背景墙、五金配件，+3980元得卫浴四件套	20m <sup>2</sup> 定制衣柜、7m定制橱柜、11件全屋家具、烟机灶具、3m <sup>2</sup> 背景墙，+3980元得卫浴四件套	7米抗菌橱柜、厨电百货配件、20m <sup>2</sup> 欧派ENF级全屋定制、芝华仕全屋家具、烟机灶具、水槽龙头、拉篮抽屉7选2	20m <sup>2</sup> 定制衣柜、7m定制橱柜、2樘木门、卫浴空间4件套、11件全屋家具
特点	/	/	以ENF惠民系列产品为核心	衣柜、橱柜定制标配PET奢品板材，标配芝华仕沙发、美国金可儿卧室配套、老板电器烟机灶具、松下卫浴等全球大牌家具臻品

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

横向对比来看，公司在衣柜、橱柜、木门等多个家居核心品类上规模领先行业。对比头部定制家具企业，2023年欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌橱柜/好莱客的衣柜收入分别为119/94/25/10/17亿元，橱柜业务收入分别70/12/28/22/3亿元，木门业务收入分别为14/6/4/2/1亿元，欧派在家居主要品类上规模较为领先。聚焦欧派家居，2021年起衣柜业务规模赶超橱柜，贡献主要收入来源，由于衣柜品类毛利率较高，结构占比提升亦带动公司整体盈利向上。

图表31：欧派家居在橱柜、衣柜、木门等方面收入领先行业



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

### (三)供应链：积极推进大供应链改革，优材平台赋能竞争力提升

搭建一站式主辅材供应链平台“欧派优材”，供应链能力不断进化。公司于2021年推出优材平台，整合装修主辅材优质供应链资源，主要为整装和家装公司赋能，进一步拓宽产品合作的内涵，尽量降低其获取增量客户流量的难度。截至2025年1月14日，优材平台的线上渠道已与37家知名品牌达成合作，覆盖从主材、辅材到家居软装等成品，实现全生态线上平台构建，主打成本战略，以较低毛利运营业务。我们认为，欧派强大的供应链及仓储物流能力为“欧派优材”的成立运营奠定基础，而作为销售平台的“欧派优材”亦能推动供应链水平提升，形成良性循环。

积极推进大供应链体系改革，以AI赋能精益管理，提高库存周转率。2024年公司指出启动大供应链体系改革，对公司集成采购业务体系进行重构，以达成全链条业务环节端到端拉通、信息联动、全流程监控预警等，多维度实现降本增效提升整体经营效率。AI亦积极赋能，2015年公司启动《欧派制造2025》战略，融合互联网、大数据与AI制造能力，进入AI工厂时代。从生产效率上看，欧派AI工厂日均产能50万件，每20秒钟即可完成一套定制家具的生产，有效缩短生产周期，从而提高库存周转率。我们认为，大供应链体系不断优化，公司在原材料稳定供应、高质量采购、终端高效运输等方面有望持续占据优势。五大智能化生产基地数字化与智能化能力不断提升，有望赋能公司实现生产流程高效协同与精准控制，支撑起优质产品高效生产。

图表32：欧派优材与众多优质品牌达成合作



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表33：欧派进入AI工厂时代



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

#### (四) 品牌营销：代言人形象高度契合，多元化营销注入活力

品牌代言人高度适配“家”概念，IP营销具备较强商业敏感性。1) 品牌代言：2015-2022年公司选择孙俪作为欧派家居品牌代言人，事业成功+家庭美满幸福的形象契合品牌调性，2023年官宣胡歌成为欧派品牌全球代言人，同时推出由其亲自参与创作的先导片《家的想象》，代言人亲切且具责任感的形象与公司高度匹配。2) 热点营销：公司注重挖掘新渠道营销潜力，重视线上流量运营并推出幽默宣传短片《装家门诊》，以轻松风趣的方式进行品牌宣传，更易触达消费者。我们认为，公司选取与品牌高度契合的代言人，具备多元化新型营销能力，转化率或能不断提升。

图表34：胡歌成为欧派全球代言人



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表35：公司推出幽默宣传短片《装家门诊》



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 四、盈利预测

### (一) 关键假设

**衣柜：**由于地产端需求不足，新房销售承压，存量房亦需提振，我们判断 2024 年衣柜业务规模或有所下滑，但未来伴随需求复苏，叠加公司大家居战略推动，2025 年有望恢复稳健增长。受益于公司内部效率持续提升，产品结构不断优化，毛利率或逐步提升。我们预测 2024-2026 年收入分别同比-17.5%/+4.8%/+4.1%，毛利率分别为 40.2%/40.5%/40.6%。

**橱柜：**亦具备较强的地产后周期属性，需求较弱或使 2024 年有所承压，但我们看好强大的渠道、产品、品牌力赋能之下，未来业务稳健向上，毛利率趋势向好。我们预测 2024-2026 年收入分别同比-20.2%/+2.3%/+1.7%，毛利率分别为 31.0%/32.0%/32.4%。

**木门：**虽短期需求较弱，但我们认为行业加速出清之下，公司木门业务市占率有望进一步提升，产线升级、供应链优化、交付效率提升或使未来业务规模不断成长。我们预测 2024-2026 年收入分别同比-15.7%/+6.5%/+5.4%，毛利率分别为 26.1%/26.5%/26.8%。

**卫浴：**看好全卫定制模式之下业务逆势增长，我们预测 2024-2026 年收入分别同比+6.3%/+6.1%/+6.5%，毛利率分别为 25.2%/25.7%/26.3%。

图表36：欧派家居分业务收入拆分

分业务	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>衣柜</b>				
收入 (亿元)	119.49	98.58	103.31	107.55
占比	52.5%	49.9%	52.3%	54.5%
YOY	-1.6%	-17.5%	4.8%	4.1%
毛利 (亿元)	43.63	39.63	41.79	43.64
毛利率	36.5%	40.2%	40.5%	40.6%
<b>橱柜</b>				
收入 (亿元)	70.31	56.10	57.39	58.37
占比	30.9%	28.4%	29.1%	29.6%
YOY	-2.0%	-20.2%	2.3%	1.7%
毛利 (亿元)	24.13	17.39	18.37	18.91
毛利率	34.3%	31.0%	32.0%	32.4%
<b>木门</b>				
收入 (亿元)	13.78	11.62	12.37	13.04
占比	6.0%	5.9%	6.3%	6.6%
YOY	2.4%	-15.7%	6.5%	5.4%
毛利 (亿元)	2.96	3.03	3.28	3.50
毛利率	21.5%	26.1%	26.5%	26.8%
<b>卫浴</b>				
收入 (亿元)	11.28	11.99	12.72	13.55
占比	5.0%	6.1%	6.4%	6.9%
YOY	9.0%	6.3%	6.1%	6.5%
毛利 (亿元)	2.92	3.02	3.27	3.56
毛利率	25.9%	25.2%	25.7%	26.3%
<b>其他</b>				
收入 (亿元)	12.96	19.18	23.21	25.77
占比	5.7%	9.7%	11.8%	13.0%
YOY	64.7%	48.0%	21.0%	11.0%
毛利 (亿元)	4.17	6.33	7.20	8.48
毛利率	32.2%	33.0%	31.0%	32.9%
<b>合计</b>				
收入 (亿元)	227.82	197.48	209.01	218.27
YOY	1.3%	-13.3%	5.8%	4.4%
毛利 (亿元)	77.82	69.41	73.90	78.09
毛利率	34.2%	35.1%	35.4%	35.8%

资料来源：同花顺，太平洋证券整理（注：标黄底色为预测数据）

## (二) 盈利预测与估值

估值层面，我们选择与公司同处家居赛道的顾家家居、志邦家居、金牌家居、尚品宅配作为可比公司。虽板块具有较明显的地产后周期属性，整体需求有待提振，但考虑到欧派家居行业龙头地位稳固，大家居战略持续升级领跑行业，看好整装拓展与零售大家居齐头并进，叠加内部组织架构持续优化，信息化赋能运营效率提升，我们认为公司成长动力依旧充足。我们预计，2024-2026年公司归母净利润分别为26.14/27.93/30.31亿元，对应EPS分别为4.29/4.58/4.98元，当前股价对应PE分别为15.34/14.36/13.23倍。维持“买入”评级。

图表37：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603816	顾家家居	23.85	10.70	-5.31	9.39	8.94	14.34	10.32	9.43	8.66	2.44	2.31	2.53	2.75
603801	志邦家居	10.83	10.76	-18.11	10.19	8.57	12.30	9.70	8.80	8.11	1.36	1.12	1.23	1.34
603180	金牌家居	18.41	5.40	-18.53	8.71	8.32	13.25	11.94	10.98	10.14	1.89	1.54	1.68	1.82
300616	尚品宅配	11.96	40.06	-259.77	164.64	57.02	54.68	-25.92	40.10	25.54	0.33	-0.46	0.30	0.47
			平均					23.64	1.51	17.33	13.11			
603833	欧派家居	65.82	12.92	-13.90	6.85	8.52	13.98	15.34	14.36	13.23	4.98	4.29	4.58	4.98

资料来源：携宁，Wind，太平洋证券整理（注：截至2025年4月14日，除欧派家居外均采用Wind一致预期）

## 五、 风险提示

- 1) **原材料价格波动风险**：公司业务较为复杂，家居品类布局广泛，成本受到大宗原材料价格波动影响，若未来原材料价格上涨，公司利润会因成本上升而承压。
- 2) **地产不确定性风险**：公司作为家居行业龙头，主要品类具备较明显的地产后周期属性，若地产需求较弱，公司经营或随之承压。
- 3) **行业竞争加剧风险**：传统家具参与者或不断进入到定制家具赛道，整体消费环境较弱之下企业或面临价格等竞争压力。
- 4) **经销商统筹风险**：公司以经销商渠道为主，或面临合作履约不确定性、经销商运营规范性等管理风险，从而影响品牌形象与公司整体经营表现。

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,270	12,575	7,919	7,313	9,760
应收和预付款项	1,575	1,504	1,303	1,116	1,043
存货	1,414	1,132	967	938	856
其他流动资产	2,122	1,154	2,391	2,369	2,372
流动资产合计	13,381	16,365	12,580	11,736	14,032
长期股权投资	11	0	0	0	0
投资性房地产	1,299	1,243	1,170	1,110	1,047
固定资产	6,689	7,066	7,148	7,229	7,170
在建工程	1,430	1,942	1,399	1,357	1,316
无形资产开发支出	1,061	1,033	1,000	967	933
长期待摊费用	101	80	80	80	80
其他非流动资产	18,022	22,983	20,302	19,460	21,738
资产总计	28,611	34,347	31,099	30,201	32,284
短期借款	4,585	7,796	4,796	2,596	3,096
应付和预收款项	2,344	2,250	2,749	3,026	3,145
长期借款	5	607	107	7	7
其他负债	5,164	5,577	4,238	4,116	4,228
负债合计	12,097	16,231	11,890	9,746	10,476
股本	609	609	609	609	609
资本公积	4,360	4,357	4,357	4,357	4,357
留存收益	11,003	12,973	14,136	15,391	16,752
归母公司股东权益	16,508	18,117	19,217	20,472	21,833
少数股东权益	6	-1	-8	-17	-26
股东权益合计	16,514	18,116	19,209	20,455	21,808
负债和股东权益	28,611	34,347	31,099	30,201	32,284

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	2,410	4,878	4,533	4,567	4,572
投资性现金流	-7,146	-4,664	-2,697	-939	-858
融资性现金流	2,985	741	-6,481	-4,234	-1,266
现金增加额	-1,711	994	-4,656	-607	2,447

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,480	22,782	19,752	20,898	21,817
营业成本	15,374	15,000	12,810	13,509	14,012
营业税金及附加	168	165	145	152	160
销售费用	1,679	1,982	1,916	2,023	2,105
管理费用	1,336	1,401	1,254	1,317	1,342
财务费用	-247	-308	-159	-125	-139
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	23	88	49	66	61
公允价值变动	-34	-22	0	0	0
营业利润	3,056	3,513	2,997	3,229	3,491
其他非经营损益	12	24	17	7	13
利润总额	3,068	3,537	3,013	3,237	3,503
所得税	385	511	407	452	481
净利润	2,683	3,025	2,606	2,784	3,022
少数股东损益	-6	-10	-7	-9	-9
归母股东净利润	2,688	3,036	2,614	2,793	3,031

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.61%	34.16%	35.15%	35.36%	35.78%
销售净利率	11.96%	13.32%	13.23%	13.36%	13.89%
销售收入增长率	9.97%	1.35%	-13.30%	5.80%	4.40%
EBIT 增长率	-2.05%	11.36%	-9.09%	9.02%	8.13%
净利润增长率	0.86%	12.92%	-13.90%	6.85%	8.52%
ROE	16.29%	16.76%	13.60%	13.64%	13.88%
ROA	10.32%	9.61%	7.97%	9.08%	9.67%
ROIC	10.70%	9.49%	10.02%	11.48%	11.54%
EPS (X)	4.41	4.98	4.29	4.58	4.98
PE (X)	27.56	13.98	15.34	14.36	13.23
PB (X)	4.48	2.34	2.09	1.96	1.84
PS (X)	3.29	1.86	2.03	1.92	1.84
EV/EBITDA (X)	19.68	9.87	9.83	8.53	7.47

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。