

公司研究

生产效率提高+渠道结构变化，一季度净利润大幅增长

——欧派家居（603833.SH）2025年一季报点评

买入（维持）

当前价：64.92元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

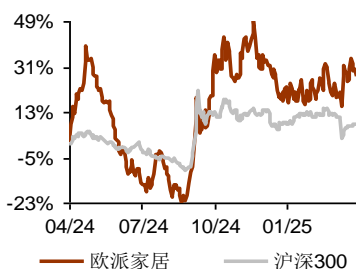
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元)	395.46
一年最低/最高(元)	40.03/79.53
近3月换手率	27.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.79	1.77	3.33
绝对	3.91	1.25	7.50

资料来源：Wind

相关研报

地产销售疲软下公司前三季度业绩承压，Q3毛利率同比显著提升——欧派家居

(603833.SH) 2024年三季报点评

(2024-10-29)

坚定大家居发展战略，上半年毛利率稳中有升——欧派家居(603833.SH) 2024年中报

点评 (2024-08-31)

要点

事件：

公司发布2025年一季报，1Q2025实现营收34.5亿元，同比-4.8%，实现归母净利润3.1亿元，同比+41.3%。

点评：

受宏观环境影响，大宗渠道收入承压，直营渠道逆势增长：1Q2025，分产品看，橱柜/衣配/卫浴/木门分别实现营收9.8/18.0/2.2/2.2亿元，分别同比-8.5%/-5.6%/+9.7%/+1.0%。分渠道看，直营/经销/大宗分别实现营收1.6/25.9/5.0亿元，分别同比+10.2%/-1.3%/-28.6%。

截至1Q2025末，公司经销商门店总数为7729家，比2024年末减少84家，其中，欧派品牌/欧铂丽品牌/欧铂尼品牌/铂尼思品牌的门店数分别为5033/985/920/551家，与2024年末相比分别变动-97/持平/-21/+5家，公司持续优化门店布局的同时，整装铂尼思品牌门店数量不断逆势增长。

生产效率提高+渠道结构变化，公司一季度毛利率明显提升：1Q2025公司毛利率为34.3%，同比+4.3cts；公司归母净利率为8.9%，同比+2.9pcts。1Q2025，分产品看，橱柜/衣配/卫浴/木门的毛利率分别为29.7%/39.8%/24.1%/21.2%，分别同比+4.1%/+4.2%/+2.8%/+6.2pcts。分渠道看，直营/经销/大宗渠道的毛利率分别为55.6%/35.4%/17.4%，分别同比+2.5%/+3.5%/+1.5pcts。

我们认为，公司一季度毛利率同比明显提升，主要原因系：一方面，公司主动实施供应链改革、自动化产线的迭代升级、工艺研发升级等项目，提高了生产效率；另一方面，高毛利率直营渠道收入占比有所提高。

1Q2025公司期间费用率为21.8%，同比-2.7pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为11.7%/9.0%/4.8%/-3.6%，分别同比+0.1%/+0.8%/-1.5%/-2.1pcts。

国内家居龙头企业，维持“买入”评级：考虑到公司生产效率提升对毛利率的正向拉动作用，我们小幅上调公司2025-2027年归母净利润预测至28.4/32.0/35.2亿元（上调幅度为3%/5%/6%），2025-2027年的EPS分别为4.67元、5.26元、5.78元，当前股价对应的PE分别为14、12、11倍。公司积极推进渠道变革、提质增效，有望在竞争激烈的市场环境中获取更大的市场份额，维持“买入”评级。

风险提示：国内房地产销量低于预期的风险，刺激内需政策不及预期的风险，行业竞争程度超预期的风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,782	18,925	20,421	22,785	25,164
营业收入增长率	1.35%	-16.93%	7.91%	11.57%	10.44%
归母净利润 (百万元)	3,036	2,599	2,843	3,204	3,518
归母净利润增长率	12.92%	-14.38%	9.38%	12.69%	9.81%
EPS (元)	4.98	4.27	4.67	5.26	5.78
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.76%	13.64%	13.95%	14.45%	14.61%
P/E	13	15	14	12	11
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,782	18,925	20,421	22,785	25,164
营业成本	15,000	12,128	13,040	14,519	16,011
折旧和摊销	797	924	852	910	979
税金及附加	165	171	147	164	181
销售费用	1,982	1,893	2,042	2,324	2,567
管理费用	1,401	1,301	1,389	1,527	1,686
研发费用	1,126	1,023	1,021	1,139	1,258
财务费用	-308	-249	-325	-403	-395
投资收益	88	90	45	45	45
营业利润	3,513	2,996	3,351	3,773	4,141
利润总额	3,537	2,995	3,331	3,753	4,121
所得税	511	391	483	544	597
净利润	3,025	2,603	2,848	3,209	3,523
少数股东损益	-10	4	5	5	5
归属母公司净利润	3,036	2,599	2,843	3,204	3,518
EPS(元)	4.98	4.27	4.67	5.26	5.78

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,878	5,499	3,939	4,043	4,382
净利润	3,036	2,599	2,843	3,204	3,518
折旧摊销	797	924	852	910	979
净营运资金增加	-1,074	-1,087	28	574	632
其他	2,119	3,063	216	-645	-747
投资活动产生现金流	-4,664	-1,567	-1,347	-1,380	-1,455
净资本支出	-2,099	-1,474	-1,100	-1,200	-1,300
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2,566	-93	-247	-180	-155
融资活动现金流	741	-3,376	-2,213	-1,718	-1,975
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,710	-1,374	-1,079	-779	-849
无息负债变化	424	1,310	-2,350	748	726
净现金流	994	483	379	945	952

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	34.2%	35.9%	36.1%	36.3%	36.4%
EBITDA 率	18.6%	19.6%	19.3%	19.0%	18.8%
EBIT 率	14.8%	14.4%	15.1%	15.0%	14.9%
税前净利润率	15.5%	15.8%	16.3%	16.5%	16.4%
归母净利润率	13.3%	13.7%	13.9%	14.1%	14.0%
ROA	8.8%	7.4%	8.6%	9.2%	9.6%
ROE (摊薄)	16.8%	13.6%	13.9%	14.5%	14.6%
经营性 ROIC	12.5%	10.0%	10.9%	11.6%	12.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	47%	46%	38%	36%	34%
流动比率	1.24	1.08	1.20	1.33	1.48
速动比率	1.16	1.02	1.11	1.23	1.37
归母权益/有息债务	1.79	2.17	2.65	3.21	3.97
有形资产/有息债务	3.26	3.87	4.16	4.87	5.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	34,347	35,225	33,134	34,888	36,683
货币资金	12,575	7,789	8,169	9,114	10,065
交易性金融资产	223	1,572	1,677	1,677	1,677
应收账款	1,362	1,222	1,041	1,085	1,156
应收票据	43	9	20	23	25
其他应收款 (合计)	112	88	96	107	118
存货	1,132	806	913	1,016	1,121
其他流动资产	269	410	485	603	722
流动资产合计	16,365	14,796	12,530	13,770	15,044
其他权益工具	293	183	183	183	183
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7,066	8,531	8,435	8,408	8,431
在建工程	1,942	550	720	861	985
无形资产	1,033	1,019	1,098	1,175	1,251
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6,044	7,676	7,766	7,766	7,766
非流动资产合计	17,982	20,429	20,604	21,118	21,639
总负债	16,231	16,166	12,738	12,707	12,584
短期借款	7,796	6,974	5,824	5,045	4,196
应付账款	1,695	1,409	1,695	1,888	2,081
应付票据	51	463	130	145	160
预收账款	504	569	878	980	1,082
其他流动负债	124	85	40	253	467
流动负债合计	13,180	13,718	10,459	10,345	10,139
长期借款	607	4	4	4	4
应付债券	1,682	1,762	1,762	1,762	1,762
其他非流动负债	548	459	511	594	677
非流动负债合计	3,051	2,449	2,279	2,362	2,445
股东权益	18,116	19,059	20,396	22,181	24,100
股本	609	609	609	609	609
公积金	4,662	4,662	4,662	4,662	4,662
未分配利润	12,668	13,656	14,988	16,768	18,681
归属母公司权益	18,117	19,052	20,385	22,164	24,078
少数股东权益	-1	7	12	17	22

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.70%	10.01%	10.00%	10.20%	10.20%
管理费用率	6.15%	6.88%	6.80%	6.70%	6.70%
财务费用率	-1.35%	-1.31%	-1.59%	-1.77%	-1.57%
研发费用率	4.94%	5.41%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	14%	13%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.76	2.48	2.34	2.63	2.89
每股经营现金流	8.01	9.03	6.47	6.64	7.19
每股净资产	29.74	31.28	33.46	36.39	39.53
每股销售收入	37.40	31.07	33.52	37.40	41.31

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	15	14	12	11
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.7	12.2	11.0	9.9	8.8
股息率	4.3%	3.8%	3.6%	4.1%	4.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP