

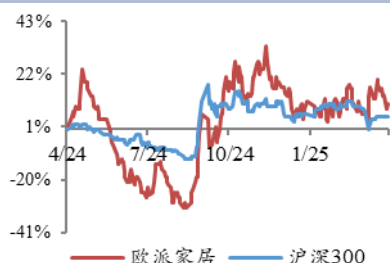
25Q1 盈利能力提升，改革中求突破

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	64.92
近 12 个月最高/最低（元）	79.53/40.03
总股本（百万股）	609
流通股本（百万股）	609
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	395
流通市值（亿元）	395

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 欧派家居：积极深化大家居战略，
引领家居发展新模式 2024-12-05

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告

公司 2024 年实现营业收入 189.25 亿元，同比下降 16.93%；实现归母净利润 25.99 亿元，同比下降 14.38%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 50.46 亿元，同比下降 18.84%；实现归母净利润 5.68 亿元，同比下降 21.71%。2025 年第一季度实现营业收入 34.47 亿元，同比下降 4.8%；实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长 41.29%。24 年，受行业及公司变革阵痛等影响，公司经销渠道的下滑，给收入增长带来较大压力。

● 经销和大宗渠道承压，海外业务顺势突围

2024 年，分产品来看，橱柜/衣柜及配套家具产品/卫浴/木门/其他分别实现营业收入 54.50/97.91/10.87/11.35/8.87 亿元，同比-22.48%/-18.06%/-3.6%/-17.66%/7.76%。分渠道来看，直营店/经销店/大宗业务/其他分别实现营业收入 8.33/140.42/30.45/4.30 亿元，同比+0.57%/-20.1%/-15.08%/+34.42%。2025 年第一季度，分产品来看，橱柜/衣柜及配套家具产品/卫浴/木门/其他分别实现营业收入 9.77/18.00/2.23/2.20/1.50 亿元，同比-8.49%/-5.56%/+9.66%/+0.98%/-2.24%。分渠道来看，直营店/经销店/大宗业务/其他分别实现营业收入 1.64/25.86/4.96/1.23 亿元，同比+10.21%/-1.28%/-28.61%/+46.15%。截至 2025 年第一季度末，欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思/其他品牌门店数量分别为 5033/985/920/551/240 家，合计共 7729 家，较 2024 年末分别变动-97/0/-21/+5/+29 家，合计减少 84 家。公司持续深化国际化战略，加速全球化销售布局，在零售与工程双轮业务驱动下，品牌影响力显著提升，并在多个重要市场实现了强劲增长。截至 24 年末，欧派家居已在全球 146 个国家和地区构建了稳固的销售网络，进一步夯实公司全球业务基础。

● 主动降本增效，推动盈利能力提升

2024 年公司毛利率为 35.91%，同比+1.76pct；销售/管理/研发/财务费用率为 10.01%/6.88%/5.41%/-1.31%，同比+1.31/+0.73/+0.46/+0.04pct；归母净利率为 13.73%，同比+0.41pct。2024 年第四季度公司毛利率为 36.93%，同比+2.34pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.61%/7.46%/7.33%/0.05%，同比+0.76/+0.51/+1.34/+1.00pct；归母净利率为 11.26%，同比-0.41pct。2025 年第一季度公司毛利率为 34.29%，同比+4.31pct；销售/管理/研发/财务费用率为 11.7%/8.96%/4.76%/-3.64%，同比+0.11/+0.77/-1.45/-2.09pct；归母净利率为 8.93%，同比+2.91pct。面对不利的经营环境，公司主动实施供应链改革、自动化产线迭代升级、工艺研发升级等项目，推动营业成本下降明显，毛利率提升。与此同时，公司合理配置资源，优化组织架构，精准实施费控绩效考核，并根据经营情况及时动态调整，推动归母净利率提升。

● 投资建议

公司正处于“大家居”深化改革阶段，2023 年积极推进组织架构改革，变“垂直产品条线组织”为“横向区域块状组织”，随着营销组织架构变革落地，品类融合将进一步加快，提升公司核心竞争力和市场份额，业绩有望稳定增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 200.26/211.04/221.28 亿元（25-26 年前值为 206.28/215.62 亿元），分别同比增长 5.8%/5.4%/4.9%；归母净利润分别为 27.41/28.91/30.34 亿元（25-26 年前值为 28.24/29.72 亿元），分别同比增长 5.4%/5.5%/4.9%。截至 2025 年 4 月 30 日，EPS 分别为 4.50/4.75/4.98 元，对应 PE 分别为 14.69/13.93/13.27 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境与房地产行业形势的风险，市场竞争加剧的风险，劳动力成本上升的风险，应收账款、应收票据无法收回的风险，原材料价格上涨的风险，管理的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18925	20026	21104	22128
收入同比（%）	-16.9%	5.8%	5.4%	4.9%
归属母公司净利润	2599	2741	2891	3040
净利润同比（%）	-14.4%	5.4%	5.5%	5.1%
毛利率（%）	35.9%	36.2%	36.3%	36.3%
ROE（%）	13.6%	13.6%	13.5%	13.4%
每股收益（元）	4.29	4.50	4.75	4.99
P/E	16.07	14.69	13.93	13.25
P/B	2.20	1.99	1.88	1.77
EV/EBITDA	11.88	10.09	9.26	8.56

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	营业收入	18925	20026	21104	22128					
流动资产	14796	15500	17839	19816	营业成本	12128	12785	13454	14102	营业税金及附加	171	180	190	199					
现金	7789	8471	10713	12643	销售费用	1893	1963	2047	2146	管理费用	1301	1302	1372	1438					
应收账款	1222	1233	1290	1291	财务费用	-249	-25	-17	-65	资产减值损失	0	0	0	0					
其他应收款	88	91	94	98	公允价值变动收益	61	0	0	0	投资净收益	90	80	84	89					
预付账款	59	60	61	62	营业利润	2996	3161	3335	3506	营业外收入	25	25	25	25					
存货	806	827	863	901	营业外支出	26	30	30	30	利润总额	2995	3156	3330	3501					
其他流动资产	4831	4817	4818	4821	所得税	391	410	433	455	净利润	2603	2746	2897	3046					
非流动资产	20429	23002	23472	23995	少数股东损益	4	5	6	6	归属母公司净利润	2599	2741	2891	3040					
长期投资	0	0	0	0	EBITDA	3619	4176	4445	4665	EPS（元）	4.29	4.50	4.75	4.99					
固定资产	8531	8820	9217	9658															
无形资产	1019	1004	986	970	主要财务比率														
其他非流动资产	10879	13178	13270	13367	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E										
资产总计	35225	38502	41312	43810	成长能力														
流动负债	13718	15846	17429	18639	营业收入	-16.9%	5.8%	5.4%	4.9%										
短期借款	6974	8502	9808	10478	营业利润	-14.7%	5.5%	5.5%	5.1%										
应付账款	1409	1506	1556	1643	归属于母公司净利	-14.4%	5.4%	5.5%	5.1%										
其他流动负债	5336	5839	6066	6518	获利能力														
非流动负债	2449	2446	2446	2446	毛利率（%）	35.9%	36.2%	36.3%	36.3%										
长期借款	4	4	4	4	净利率（%）	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%										
其他非流动负债	2445	2442	2442	2442	ROE（%）	13.6%	13.6%	13.5%	13.4%										
负债合计	16166	18292	19875	21085	ROIC（%）	8.1%	8.9%	8.7%	8.5%										
少数股东权益	7	12	18	24	偿债能力														
股本	609	609	609	609	资产负债率（%）	45.9%	47.5%	48.1%	48.1%										
资本公积	4357	4357	4357	4357	净负债比率（%）	84.8%	90.5%	92.7%	92.8%										
留存收益	14086	15232	16453	17735	流动比率	1.08	0.98	1.02	1.06										
归属母公司股东权	19052	20199	21419	22702	速动比率	0.78	0.72	0.78	0.84										
负债和股东权益	35225	38502	41312	43810	营运能力														
					总资产周转率	0.54	0.54	0.53	0.52										
现金流量表					应收账款周转率	14.65	16.31	16.73	17.15										
单位:百万元					应付账款周转率	7.82	8.77	8.79	8.82										
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	每股指标（元）														
经营活动现金流	5499	4468	4367	4940	每股收益	4.29	4.50	4.75	4.99										
净利润	2603	2746	2897	3046	每股经营现金流（摊	9.03	7.34	7.17	8.11										
折旧摊销	1024	1045	1132	1228	每股净资产	31.28	33.16	35.16	37.27										
财务费用	213	208	237	257	估值比率														
投资损失	-90	-80	-84	-89	P/E	16.07	14.69	13.93	13.25										
营运资金变动	1659	572	180	493	P/B	2.20	1.99	1.88	1.77										
其他经营现金流	1034	2151	2722	2558	EV/EBITDA	11.88	10.09	9.26	8.56										
投资活动现金流	-1567	-3516	-1523	-1667															
资本支出	-1474	-1408	-1607	-1756															
长期投资	442	0	0	0															
其他投资现金流	-535	-2108	84	89															
筹资活动现金流	-3376	-269	-602	-1343															
短期借款	-823	1528	1306	670															
长期借款	-603	0	0	0															
普通股增加	0	0	0	0															
资本公积增加	0	0	0	0															
其他筹资现金流	-1950	-1797	-1908	-2013															
现金净增加额	483	682	2242	1930															

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。