

大家居效果显现，一季度业绩超预期

欧派家居(603833)

评级:	买入	股票代码:	603833
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	79.53/40.03
目标价格:		总市值(亿)	395.46
最新收盘价:	64.92	自由流通市值(亿)	395.46
		自由流通股数(百万)	609.15

事件概述

公司发布2024年年报及2025年一季报：2024年公司实现营业收入189.25亿元，同比-16.93%（在市场需求收缩、行业生态加速重构、内卷式竞争加剧等多重因素叠加影响下，收入同比下滑）；归母净利润25.99亿元，同比-14.38%，扣非归母净利润23.16亿元，同比-15.65%。单季度看，2024Q4/2025Q1公司分别实现营收50.46/34.47亿元，分别同比-18.8%/-4.8%；归母净利润分别为5.68/3.08亿元，分别同比-21.71%/+41.29%；扣非后归母净利润分别为5.53/2.66亿元，分别同比+1.43%/+86.16%。2025年分红：公司拟向全体股东每股派发现金红利2.48元（含税），合计总金额15.02亿元，派息率达到57.7%。

分析判断：

► 深化改革，夯实内功，效果初显

2024年全国新建住宅销售面积、竣工面积、新开工面积同比均为双位数降幅，对下游家居行业需求产生明显不利影响外加公司处于变革阵痛期，2024年公司主要产品收入表现有所下滑。具体看2024年公司厨柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门分别实现收入54.49、97.91、10.87、11.35亿元，同比分别-22.48%、-18.06%、-3.60%、-17.66%。

分渠道看，（1）2024年公司经销渠道分别实现收入140.42亿元，同比-20.10%。经销渠道为公司最核心的销售渠道，过往3年营收占比均在77%以上。受市场环境的影响，传统单品经销模式面临获客难、客单价下滑、经营压力显著提升等多重阻力，针对此公司通过开放全品类经营权限、品牌定位区分等方式，推动经销商向全屋、全案和大家居转型。转型过程中的阵痛效应明显，2024年公司经销渠道收入下滑拖累了总体收入增长。2025Q1公司经销收入降幅收窄，同比-1.28%到25.86亿元。（2）受新房市场萎缩影响，2024/2025Q1公司大宗渠道分别实现收入30.45亿元/4.96亿元，同比-15.08%/-28.61%。2024年公司深挖各类大宗业务新业态，非地产开发项目业务量增长近50%，坚定实施大家居战略，多品类大宗项目占比已超50%。（3）作为公司大家居战略转型先锋，直营渠道逆势增长，2025Q1增速进一步放量，2024/2025Q1分别实现收入8.33/1.64亿元，同比+0.57%/+10.21%。直接反映公司战略转型已在逐步释放效果，2024年底直营渠道大客户数量同比+22%，多品类协同销售占比由2018年的30%提升到2024年的54%，2018-2024年客户户均单值复合增速达47%。（4）2024年公司海外渠道实现收入4.30亿元，同比+34.42%，海外品牌势能进一步提升。截止到2024年末公司已在全球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。门店布局方面，公司鼓励经销商整合存量门店资源，关闭低效门店，2024年净减少973家门店至7813家，其中，欧派品牌、欧铂丽品牌、欧铂尼品牌、铂尼思品牌分别净-936、-103、-60、+81家至5077、975、941、546家。从店面数量看，公司零售大家居有效门店已超过1100家，较期初增加450多家。2025Q1公司进一步优化门店，净优化84家店，2025Q1末门店合计7729家。

分品牌看，2024年欧派、欧铂丽、欧铂尼、铂尼思分别实现收入141.09、12.07、12.22、11.04亿元，同比分别-22.76%、-12.79%、-11.35%、+26.23%，品牌铂尼思增速显著。公司全面推行“10+1”终端经营模式，力求提升系列品牌的知名度和美誉度。

2024年下半年家居消费补贴政策的落地一定程度提振了行业消费信心，2024Q4家具补贴政策已初见成效，我们看好后续家居补贴对消费的进一步催化拉动。此外公司大家居战略转型已有部分效果显现。未来庞大的存量房装修需求叠加品质化、个性化消费趋势，将持续释放市场潜力，公司深耕多年的“大家居”战略也高度契合消费者对个性化设计、智能科技与一站式服务的综合需求，两者的深度共振为公司未来发展奠定了独特优势。

► 利润端：降本增效，盈利水平提升明显

盈利能力方面，公司2025Q1毛利率34.29%（+4.31pct），毛利率提升系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，推动成本下降明显。此外公司合理配置资源，优化组织结构，精准实施费控绩效考核，并根据经营情况及时动态调整，在收入下滑情况下销售费率和管理费率同比仅小幅提升。具体看期间费率 21.78% (-2.66pct)，其中销售费率 11.70% (+0.11pct)；管理费 8.96% (+0.77pct)；财务费率-3.64% (-2.09pct)；研发费率 4.76% (-1.45pct)。综合作用下净利率 8.97% (+2.94pct)。

投资建议

2024 四季度家居补贴已初见成效，通过政府补贴有效缓解了家具消费降级趋势，显著提振了市场消费信心，促进了家具消费需求的集中释放。在国家补贴政策催化下以及庞大的存量房孕育的翻新需求，我们看好公司在组织革新后，持续践行大家居战略，在行业修复期有望率先受益，我们看好公司后续发展。同时考虑短期公司处于销售模式、团队、店面等转型阵痛期，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 收入分别为 204.20/216.86/236.16 亿元（2025-2026 前值为 210.51/237.87 亿元），EPS 分别为 4.61/4.90/5.43 元（2025-2026 前值 4.88/5.68 元）。对应 2025 年 4 月 29 日 64.92 元/股收盘价，PE 分别为 14/13/12 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 家居需求不及预期；2) 渠道变革、竞争加剧带来的不确定性；3) 原材料价格大幅上涨风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,782	18,925	20,420	21,686	23,616
YoY (%)	1.3%	-16.9%	7.9%	6.2%	8.9%
归母净利润(百万元)	3,036	2,599	2,807	2,985	3,305
YoY (%)	12.9%	-14.4%	8.0%	6.3%	10.7%
毛利率 (%)	34.2%	35.9%	35.9%	36.0%	36.0%
每股收益 (元)	4.98	4.29	4.61	4.90	5.43
ROE	16.8%	13.6%	12.8%	12.0%	11.7%
市盈率	13.04	15.13	14.09	13.25	11.97

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18,925	20,420	21,686	23,616	净利润	2,603	2,807	2,985	3,305
YoY (%)	-16.9%	7.9%	6.2%	8.9%	折旧和摊销	1,024	937	1,001	997
营业成本	12,128	13,083	13,888	15,119	营运资金变动	1,659	-1,792	251	176
营业税金及附加	171	163	173	189	经营活动现金流	5,499	2,176	4,484	4,651
销售费用	1,893	1,766	1,839	2,003	资本开支	-1,474	-988	-1,057	-570
管理费用	1,301	1,229	1,340	1,488	投资	442	-5	-5	0
财务费用	-249	154	172	124	投资活动现金流	-1,567	-3,102	-978	-478
研发费用	1,023	1,021	1,084	1,228	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	0	-50	-50	0	债务募资	-1,421	2	0	0
投资收益	90	79	84	92	筹资活动现金流	-3,376	-275	-271	-271
营业利润	2,996	3,254	3,460	3,836	现金净流量	483	-1,203	3,235	3,902
营业外收支	-2	10	10	7					
利润总额	2,995	3,264	3,470	3,843	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	391	457	486	538	成长能力 (%)				
净利润	2,603	2,807	2,985	3,305	营业收入增长率	-16.9%	7.9%	6.2%	8.9%
归属于母公司净利润	2,599	2,807	2,985	3,305	净利润增长率	-14.4%	8.0%	6.3%	10.7%
YoY (%)	-14.4%	8.0%	6.3%	10.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	4.29	4.61	4.90	5.43	毛利率	35.9%	35.9%	36.0%	36.0%
					净利率	13.7%	13.7%	13.8%	14.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	7.4%	7.7%	7.5%	7.6%
货币资金	7,789	6,586	9,821	13,724	净资产收益率 ROE	13.6%	12.8%	12.0%	11.7%
预付款项	59	65	69	76	偿债能力 (%)				
存货	806	820	823	905	流动比率	1.08	1.13	1.37	1.64
其他流动资产	6,141	6,158	6,251	6,397	速动比率	0.78	0.79	1.03	1.32
流动资产合计	14,796	13,630	16,965	21,101	现金比率	0.57	0.55	0.79	1.07
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	45.9%	39.8%	37.4%	35.1%
固定资产	8,531	8,502	8,478	8,057	经营效率 (%)				
无形资产	1,019	1,059	1,109	1,109	总资产周转率	0.54	0.57	0.57	0.57
非流动资产合计	20,429	22,710	22,781	22,360	每股指标 (元)				
资产合计	35,225	36,340	39,746	43,461	每股收益	4.29	4.61	4.90	5.43
短期借款	6,974	6,974	6,974	6,974	每股净资产	31.28	35.90	40.83	46.26
应付账款及票据	1,872	1,799	2,030	2,144	每股经营现金流	9.03	3.57	7.36	7.64
其他流动负债	4,872	3,246	3,416	3,713	每股股利	2.48	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	13,718	12,018	12,420	12,830	估值分析				
长期借款	4	4	4	4	PE	15.13	14.09	13.25	11.97
其他长期负债	2,445	2,442	2,442	2,442	PB	2.20	1.81	1.59	1.40
非流动负债合计	2,449	2,446	2,446	2,446					
负债合计	16,166	14,464	14,866	15,276					
股本	609	609	609	609					
少数股东权益	7	7	7	7					
股东权益合计	19,059	21,875	24,880	28,185					
负债和股东权益合计	35,225	36,340	39,746	43,461					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。