

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

欧派家居(603833)

投资评级

上次评级

姜文镏 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

欧派家居: 盈利能力稳步提升, 国补效果逐步体现

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

欧派家居: 国补效果展现, 供应链改革成果显著, 龙头担当可敬

2025年05月05日

事件: 公司发布 25Q1 业绩。25Q1 公司实现收入 34.47 亿元(同比-4.8%), 归母净利润 3.08 亿元(同比+41.3%), 扣非归母净利润 2.66 亿元(同比+86.2%), Q1 收入显著改善、利润增速靓丽, 我们预计主要系国补贡献陆续体现、供应链改革推升盈利能力。此前公司发布 2024 年报, 24 年收入 189.25 亿元(同比-16.9%), 归母净利润 25.99 亿元(同比-14.4%), 单 24Q4 收入 50.46 亿元(同比-18.8%), 归母净利润 5.68 亿元(同比-21.7%)。

国补拉动订单改善, 盈利能力显著回升。分渠道来看, 25Q1 直营/经销/大宗分别实现收入 1.6/25.9/5.0 亿元(同比+10.2%/-1.3%/-28.6%), 毛利率 55.6%/35.4%/17.4%(同比+2.5/+3.5/+1.5pct), 零售业务整体收入 27.5 亿元(同比-0.7%); 分品类来看, 25Q1 橱柜/衣柜/卫浴/木门分别实现收入 9.8/18.0/2.2/2.2 亿元(同比-8.5%/-5.6%/+9.7%/+1.0%), 毛利率 29.7%/39.8%/24.1%/21.2%(同比+4.1/+4.2/+2.8/6.2pct), 各业务条线毛利率均同比提升。24Q4 家居国补徐徐展开, 25Q1 政策步入常态化阶段, 公司总部&经销商齐发力。我们认为, 公司零售体系的改革阵痛已趋于消除, 家居引擎综合实力进一步提升。工程业务短期调整、但结构实现优化, 多品类大宗项目占比已达 50%+。

大家居稳步推进, 龙头担当尽显。公司持续推动单品经营向大家居转型, 推进“以城市运营为中心”的渠道管理架构, 实现全品类协同&全渠道融合。恳切提出“先清零, 再长肉”, 确保每个组织细胞都是必需且承力的, 力争达成“每一个欧派战士都是特战精兵, 不能容忍任何一个搭便船者”的改革愿景。截至 24 年末, 零售大家居有效门店超 1100 家(全年增加 450+家), 通过“一城一势、一城一策”的本地化运营模式, 业务布局精准匹配当地需求。创新性提出“1+N+X”门店布局策略, 优化整合已有门店, 开拓社区店、云店、中介店等窗口型门店抢占流量触达。24 年大家居引流客户数同比+60%, 受多品销售+定制装修一体化模式带动, 直营渠道 18-24 年户均单值 CAGR 47%、多品类协同销售占比从 30%提升至 54%, 大家居改革显著有效。

供应链改革成效显著, 盈利能力持续提升。25Q1 公司毛利率/归母净利率 34.3%/8.9%(同比+4.3/+2.9pct), 销售/管理/研发费用率分别为 11.7%/9.0%/4.8%(同比+0.1/+0.8/-1.5pct), 费用投放保持平稳。公司率先提出大供应链改革, 大幅降低供应链管理综合成本; 通过干线整合, 与 305 个城市承运商建立合作, 占可整合城市 99%+, 干线货量占比 93%+, 班车制覆盖的货量占比已稳定在 93%, 运损率同比下降 30%+; 推行仓储改革, 取消前置仓、缩减分拨仓 50%+。截至 25Q1 末, 公司存货/应收/应付账款周转天数分别为 32/32/55 天(同比-6/-3 天/持平), 经营性现金流净额为 7.7 亿元(同比+12.2 亿元), 营运效率提升。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.2/32.4/36.8

亿元，对应 PE 分别为 14X、12X、11X。

风险因素：地产下行超预期风险，原材料价格波动风险，大家居改革不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22,782	18,925	19,868	20,977	22,310
增长率 YoY %	1.3%	-16.9%	5.0%	5.6%	6.4%
归属母公司净利润 (百万元)	3,036	2,599	2,916	3,244	3,681
增长率 YoY%	12.9%	-14.4%	12.2%	11.2%	13.5%
毛利率%	34.2%	35.9%	39.1%	39.9%	40.7%
净资产收益率ROE%	16.8%	13.6%	14.4%	15.0%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	4.98	4.27	4.79	5.33	6.04
市盈率 P/E(倍)	13.26	15.49	13.81	12.41	10.94
市净率 P/B(倍)	2.22	2.11	1.99	1.86	1.74

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,365	14,796	13,654	16,915	19,462	营业总收入	22,782	18,925	19,868	20,977	22,310
货币资金	12,575	7,789	6,538	9,678	12,078	营业成本	15,000	12,128	12,091	12,600	13,238
应收票据	43	9	23	17	22	营业税金及附加	165	171	161	180	186
应收账款	1,362	1,222	1,235	1,330	1,401	销售费用	1,982	1,893	1,987	2,098	2,231
预付账款	100	59	70	67	74	管理费用	1,401	1,301	1,391	1,455	1,472
存货	1,132	806	858	866	925	研发费用	1,126	1,023	1,093	1,144	1,222
其他	1,154	4,910	4,929	4,958	4,964	财务费用	-308	-249	-21	4	-54
非流动资产	17,982	20,429	21,696	20,723	19,749	减值损失合计	0	0	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	88	90	47	59	67
固定资产(合计)	7,066	8,531	7,765	6,957	6,110	其他	9	250	165	195	178
无形资产	1,033	1,019	988	956	924	营业利润	3,513	2,996	3,378	3,748	4,258
其他	9,882	10,879	12,943	12,810	12,715	营业外收支	24	-2	0	0	0
资产总计	34,347	35,225	35,350	37,638	39,212	利润总额	3,537	2,995	3,378	3,748	4,258
流动负债	13,180	13,718	12,627	13,545	13,565	所得税	511	391	465	503	579
短期借款	7,796	6,974	6,974	6,974	6,974	净利润	3,025	2,603	2,913	3,245	3,680
应付票据	51	463	252	372	333	少数股东损益	-10	4	-3	1	-1
应付账款	1,695	1,409	1,385	1,454	1,522	归属母公司净利润	3,036	2,599	2,916	3,244	3,681
其他	3,637	4,872	4,016	4,746	4,737	EBITDA	4,055	3,619	4,505	4,924	5,378
非流动负债	3,051	2,449	2,446	2,447	2,447	EPS(当年)(元)	4.98	4.29	4.79	5.33	6.04
长期借款	607	4	4	4	4						
其他	2,444	2,445	2,443	2,443	2,443						
负债合计	16,231	16,166	15,073	15,991	16,012						
少数股东权益	-1	7	4	5	4						
归属母公司股东权益	18,117	19,052	20,273	21,642	23,195						
负债和股东权益	34,347	35,225	35,350	37,638	39,212						

重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,782	18,925	19,868	20,977	22,310	经营活动现金流	4,878	5,499	2,942	5,316	4,800
同比(%)	1.3%	-16.9%	5.0%	5.6%	6.4%	净利润	3,025	2,603	2,913	3,245	3,680
归属母公司净利润	3,036	2,599	2,916	3,244	3,681	折旧摊销	916	1,024	1,148	1,172	1,173
同比(%)	12.9%	-14.4%	12.2%	11.2%	13.5%	财务费用	209	213	140	140	140
毛利率(%)	34.2%	35.9%	39.1%	39.9%	40.7%	投资损失	-88	-90	-47	-59	-67
ROE%	16.8%	13.6%	14.4%	15.0%	15.9%	营运资金变动	549	1,659	-1,186	816	-126
EPS(摊薄)(元)	4.98	4.27	4.79	5.33	6.04	其它	267	90	-26	2	0
P/E	13.26	15.49	13.81	12.41	10.94	投资活动现金流	-4,664	-1,567	-2,361	-163	-133
P/B	2.22	2.11	1.99	1.86	1.74	资本支出	-2,099	-1,474	-101	-101	-100
EV/EBITDA	9.87	11.88	9.44	8.00	6.88	长期投资	-2,044	442	-120	-120	-100
						其他	-522	-535	-2,140	59	67
						筹资活动现金流	741	-3,376	-1,829	-2,014	-2,267
						吸收投资	1	4	0	0	0
						借款	3,813	-1,426	0	0	0
						支付利息或股息	-1,323	-1,847	-1,825	-2,015	-2,267
						现金流净增加额	994	483	-1,251	3,139	2,400

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。