

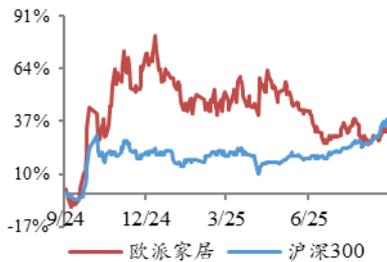
25H1 毛利率提升，大供应链改革成效显著

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-01

收盘价(元)	55.34
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)	337
流通市值(亿元)	337

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：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25Q1 盈利能力提升，改革中求突破
2025-05-01

2.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 2025 年中报

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 82.41 亿元，同比下降 3.98%；实现归母净利润 10.18 亿元，同比增长 2.88%；实现扣非归母净利润 9.43 亿元，同比增长 21.41%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 47.94 亿元，同比下降 3.39%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比下降 7.96%。

● 海外业务全线突破，大供应链改革成效显著

2025H1，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 24.07/42.39/5.00/4.52/4.42，分别同比-5.87%/-4.07%/-0.60%/-9.10%/+3.89%；毛利率分别为 32.32%/41.39%/28.29%/27.20%/22.93%，分别同比+3.10/+4.72/+3.30/+3.37/+1.87pct。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 3.53/61.31/13.30/2.25 亿元，分别同比+5.60%/-4.13%/-11.26%/+30.12%；毛利率分别为 56.51%/36.47%/27.70%/41.94%，分别同比+3.18/+4.03/+2.47/+1.24pct。截至 2025H1，欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思/其他品牌门店数量分别为 5031/978/878/533/289 家，合计共 7709 家，较 2024 年末分别变动-99/-7/-63/-13/+78 家，合计减少 104 家。截至 2025H1，公司零售大家居有效门店数量已超 1200 家，超 60%经销商已经布局或正在布局零售大家居门店业务，并逐步根据结合本地市场实际情况，探索本土化的大家居发展新路径。公司持续强化海外市场投入，2025H1 海外招商新增签约经销商 18 家、新开业经销商 14 家；工程业务通过深化国内外战略伙伴合作，实现海外工程订单业绩超 40%的同比增长，发展态势迅猛；海外 RTA 产品模式在北美市场延续增势，并于其他区域取得突破性成果。公司于 2024 年底完成了对供应链体系的流程再造，2025 H1 公司供应链系统围绕成本、情报、数字化、机制等维度进行全面变革，搭建供应链专业团队、建立成本分析模型、升级供应链信息化管理水平，密切更新市场信息、对供应商资源进行系统的梳理和整合、优化供应商考评机制，进一步充分发挥公司采购规模、品牌及信息化能力的优势，实现公司整体采购成本合理、可控，体系能力持续提升。

● 主动降本增效，推动盈利能力提升

2025H1 公司毛利率为 36.24%，同比+3.67pct；销售/管理/研发/财务费用率为 10.15%/7.3%/5.2%/-3.32%，同比-1.24/+0.29/+0.33/-2.06pct；归母净利率为 12.36%，同比+0.82pct。2025 年第二季度公司毛利率为 37.64%，同比+3.18pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.05%/6.1%/5.53%/-3.1%，同比-2.2/-0.04/+1.63/-2.04pct；归母净利率为 14.82%，同比-0.74pct。公司财务费用率下降主要系持有的外币汇兑收益增加所致。2025H1，在收入同比承压的情况下，公司通过科学设置集团利润绩效考核机制，持续加强成本及费用控制，推进各基地自动化产线升级，

优化公司产品结构等，进一步释放利润空间。

● **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，分别同比增长5.8%/5.4%/4.9%；归母净利润分别为27.41/29/30.48亿元，分别同比增长5.4%/5.8%/5.1%；EPS分别为4.50/4.76/5.00元，截至2025年8月29日，对应PE分别为12.3/11.63/11.06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	2900	3048
净利润同比 (%)	-14.4%	5.4%	5.8%	5.1%
毛利率 (%)	35.9%	36.2%	36.3%	36.3%
ROE (%)	13.6%	13.4%	13.4%	13.3%
每股收益 (元)	4.29	4.50	4.76	5.00
P/E	16.07	12.30	11.63	11.06
P/B	2.20	1.65	1.56	1.47
EV/EBITDA	11.88	8.44	7.72	7.08

资料来源：wind，华安证券研究所（以2025年8月29日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14796	16130	18472	20452	营业收入	18925	20026	21104	22128
现金	7789	8789	11034	12967	营业成本	12128	12785	13454	14102
应收账款	1222	1233	1290	1291	营业税金及附加	171	180	190	199
其他应收款	88	91	94	98	销售费用	1893	1963	2047	2146
预付账款	59	60	61	62	管理费用	1301	1302	1372	1438
存货	806	827	863	901	财务费用	-249	-25	-27	-74
其他流动资产	4831	5129	5130	5133	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	20429	22535	23005	23527	公允价值变动收益	61	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	90	80	84	89
固定资产	8531	8820	9217	9658	营业利润	2996	3161	3345	3516
无形资产	1019	1004	986	970	营业外收入	25	25	25	25
其他非流动资产	10879	12710	12802	12900	营业外支出	26	30	30	30
资产总计	35225	38664	41477	43979	利润总额	2995	3156	3340	3511
流动负债	13718	15842	17426	18635	所得税	391	410	434	456
短期借款	6974	8502	9808	10478	净利润	2603	2746	2905	3054
应付账款	1409	1506	1556	1643	少数股东损益	4	5	6	6
其他流动负债	5336	5835	6062	6514	归属母公司净利润	2599	2741	2900	3048
非流动负债	2449	2419	2419	2419	EBITDA	3619	4176	4445	4665
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	4.29	4.50	4.76	5.00
其他非流动负债	2445	2415	2415	2415					
负债合计	16166	18261	19844	21054					
少数股东权益	7	12	18	24					
股本	609	609	609	609					
资本公积	4357	4357	4357	4357					
留存收益	14086	15425	16649	17935					
归属母公司股东权益	19052	20391	21615	22901					
负债和股东权益	35225	38664	41477	43979					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	5499	4452	4375	4949	成长能力				
净利润	2603	2746	2905	3054	营业收入	-16.9%	5.8%	5.4%	4.9%
折旧摊销	1024	1045	1132	1228	营业利润	-14.7%	5.5%	5.8%	5.1%
财务费用	213	208	237	257	归属于母公司净利	-14.4%	5.4%	5.8%	5.1%
投资损失	-90	-80	-84	-89	获利能力				
营运资金变动	1659	572	180	493	毛利率 (%)	35.9%	36.2%	36.3%	36.3%
其他经营现金流	1034	2135	2731	2566	净利率 (%)	13.7%	13.7%	13.7%	13.8%
投资活动现金流	-1567	-3359	-1523	-1667	ROE (%)	13.6%	13.4%	13.4%	13.3%
资本支出	-1474	-1408	-1607	-1756	ROIC (%)	8.1%	8.9%	8.7%	8.5%
长期投资	442	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-535	-1951	84	89	资产负债率 (%)	45.9%	47.2%	47.8%	47.9%
筹资活动现金流	-3376	-293	-607	-1348	净负债比率 (%)	84.8%	89.5%	91.7%	91.8%
短期借款	-823	1528	1306	670	流动比率	1.08	1.02	1.06	1.10
长期借款	-603	0	0	0	速动比率	0.78	0.74	0.80	0.86
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.54	0.54	0.53	0.52
其他筹资现金流	-1950	-1821	-1913	-2018	应收账款周转率	14.65	16.31	16.73	17.15
现金净增加额	483	999	2245	1933	应付账款周转率	7.82	8.77	8.79	8.82

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 8 月 29 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达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。