

欧派家居(603833)

报告日期: 2025 年 09 月 01 日

Q2 扣非净利向好，持续降本控费

——欧派家居 25H1 点评报告

投资要点

□ 欧派家居发布 2025 年中报

1. **25H1** 收入 82.41 亿元，同比-3.98%，归母净利润 10.18 亿元，同比+2.88%，扣非净利润 9.4 亿，同比+21.4%；

2. **25Q2** 收入 47.94 亿元，同比-3.39%，归母净利润 7.10 亿元，同比-7.96%，扣非净利润 6.8 亿，同比+6.8%；

□ 零售渠道持续优化，零售大家居持续开拓

1) **零售**：25H1 直营渠道收入 3.53 亿（同比+5.6%，25Q2 同比+1.89%）；25H1 经销渠道 61.31 亿（同比-4.13%，25Q2 同比-6.11%）。2025H1 门店总数 7709 家，较年初减少 104 家，关闭低效门店，推进终端系统性减负改革。

其中→**零售大家居**：公司零售大家居有效门店已超过 1200 家（年初为超过 1100 家）。

2) **大宗**：25H1 大宗业务收入 13.30 亿（同比-11.26%，25Q2 同比 +3.75%），严控传统商业精装修项目风险，25H1 规模收缩。

□ 配套品拖累衣柜业务表现

1) 25H1 厨柜收入 24.07 亿（同比-5.87%，25Q2 同比 -4.00%），衣柜+配套品收入 42.39 亿（同比-4.07%，25Q2 同比 -2.94%）。

2) 25H1 卫浴收入 5 亿（同比-0.6%，25Q2 同比-7.54%），木门收入 4.52 亿（同比-9.10%，25Q2 同比 -16.92%），其他业务（优材等）收入 4.42 亿（同比 +3.89%，25Q2 同比+7.36%）。

□ 经营策略

- 1) 持续提升中心化电商运营效率，实现线上成交客户数增长超 10%。
- 2) 优化本地化电商，在完成经销商抖音、快手等 13,600 家云店上线和进行本地化联合投放的同时，将总部电商资源持续共享、补强至本地电商，实现效果广告和到店广告的结合和迭代。
- 3) 大家居电商业务进入高质量发展期，引流客户数同比增 38%，成交率逐步改善，帮助大家居经销商实现精准引流。

□ 公司现金流充足，毛利率大幅提升

1) **毛利率 25H1** 为 36.24%（同比+3.67pct），25Q2 同比+3.18pct，板材&五金件等原材料下行、采购端降本显著，并优化工艺，材料利用率提升、返工问题减少。

2) **销售费用率 25H1** 为 10.15%（同比-1.24pct），25Q2 同比-2.20pct，销售端控费成效显著。

3) **经营现金流净额** 16.67 亿（同比+33%），增长靓丽。

□ 盈利预测与估值

以旧换新催化+地产端企稳，看好欧派通过贯彻零售大家居战略，从中收获业绩的稳健增长。预计 25-27 年收入 189.21 亿（同比-0.02%）/199.05 亿（同比+5.20%）/211.91 亿（同比+6.46%），归母净利润 27.04 亿（同比+4.05%）/28.18 亿（同比+4.19%）/30.32 亿（同比+7.61%），对应 PE 为 12.51X/12.00X/11.15X，维持“买入”评级。

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001

fujiacheng@stocke.com.cn

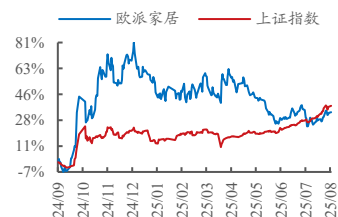
基本数据

收盘价 ¥55.52

总市值(百万元) 33,820.15

总股本(百万股) 609.15

股票走势图



相关报告

- 1 《25Q1 盈利能力超预期，合同负债靓丽》 2025.04.30
- 2 《25Q2 扣非净利表现较优，25Q1 经营预计向好》 2025.04.27
- 3 《降本控费盈利能力提升超预期，以旧换新形成催化》 2024.10.28

□ **风险提示：**价格竞争加剧、地产需求下行

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,925	18,921	19,905	21,191
(+/-) (%)	-16.93%	-0.02%	5.20%	6.46%
归母净利润	2,599	2,704	2,818	3,032
(+/-) (%)	-14.38%	4.05%	4.19%	7.61%
每股收益(元)	4.27	4.44	4.63	4.98
P/E	13.01	12.51	12.00	11.15

资料来源：浙商证券研究所

表1：欧派家居重点财务数据一览

单位：百万元	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
营业总收入	22782.09	3,621.32	4,961.56	8582.87	5,295.84	5,046.01	18924.73	3,447.33	4,793.55	8240.88
YOY	1.35%	1.43%	-20.91%	-12.81%	-21.21%	-18.84%	-16.93%	-4.80%	-3.39%	-3.98%
归母净利润	3,035.67	217.94	771.74	989.68	1041.17	568.28	2,599.13	307.93	710.27	1,018.21
YOY	12.92%	43.00%	-21.26%	-12.61%	-11.56%	-21.71%	-14.38%	41.29%	-7.96%	2.88%
扣非归母净利润	2,745.66	142.84	633.51	776.35	986.58	553.02	2,315.95	265.91	676.67	942.58
YOY	5.91%	10.03%	-32.72%	-27.54%	-12.62%	1.43%	-15.65%	86.16%	6.81%	21.41%
毛利率	34.16%	29.98%	34.46%	32.57%	40.36%	36.93%	35.91%	34.29%	37.64%	36.24%
期间费用率	18.44%	24.44%	20.23%	22.01%	15.99%	24.45%	20.98%	21.78%	17.58%	19.33%
其中：销售费用	1,981.76	419.67	557.91	977.59	431.09	484.75	1,893.42	403.17	433.58	836.75
销售费用率	8.70%	11.59%	11.24%	11.39%	8.14%	9.61%	10.01%	11.70%	9.05%	10.15%
其中：管理费用	1,401.39	296.81	304.97	601.78	323.10	376.54	1,301.42	309.01	292.53	601.54
研发费用	1,126.32	224.77	193.50	418.27	235.16	369.93	1,023.36	163.97	264.90	428.87
管理+研发费用率	11.10%	14.40%	10.05%	11.88%	10.54%	14.79%	12.28%	13.72%	11.63%	12.50%
其中：财务费用	-307.72	-56.24	-52.71	-108.95	-142.46	2.76	-248.64	-125.47	-148.53	-274.00
财务费用率	-1.35%	-1.55%	-1.06%	-1.27%	-2.69%	0.05%	-1.31%	-3.64%	-3.10%	-3.32%
归母净利率	13.32%	6.02%	15.55%	11.53%	19.66%	11.26%	13.73%	8.93%	14.82%	12.36%
存货	1,132.46	988.18	949.51	949.51	963.58	806.35	806.35	784.45	730.20	730.20
应收账款	1,361.62	1,503.94	1,399.47	1,399.47	1,358.98	1,222.30	1,222.30	1,244.30	1,255.05	1,255.05
应付账款及应付票据	1746.17	1420.29	1596.42	1596.42	1665.72	1871.98	1871.98	1863.42	2188.47	2188.47
预收账款	998.99	1078.80	1259.95	1259.95	1092.56	1964.02	1964.02	2896.63	2211.78	2211.78
经营性现金流净额	4878.07	-451.60	1701.46	1249.86	1450.72	2798.69	5499.27	771.82	894.96	1666.78
筹资性现金流净额	740.59	2061.71	-459.66	1,602.05	-2663.86	-2314.55	-3,376.36	-308.66	239.99	-68.68
资本开支	2,102.66	678.56	392.47	1,071.04	32.97	376.30	1,480.31	151.43	99.18	250.61
ROE	17.53%	1.20%	4.32%	5.57%	5.81%	3.03%	13.99%	1.60%	3.75%	5.41%
资产负债率	47.25%	49.09%	51.68%	51.68%	47.16%	45.89%	45.89%	45.17%	48.11%	48.11%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表2：欧派家居收入拆分一览

按品类拆分										
单位：百万元	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
营业收入	22,479.50	22,782.09	3,621.32	4,961.55	5,295.84	5,046.01	18,924.73	3,447.33	4,793.55	8,240.88
YOY	9.97%	1.35%	1.43%	-20.91%	-21.21%	-18.84%	-16.93%	-4.80%	-3.39%	-3.98%
毛利率	31.61%	34.16%	29.98%	34.46%	40.36%	36.93%	35.91%	34.29%	34.46%	36.24%
橱柜	收入	7,173.09	7,030.54	1,067.72	1,489.71	1,471.49	1,420.93	5,449.85	977.11	1,430.13
	YOY	-4.73%	-1.99%	-1.62%	-25.02%	-29.67%	-23.86%	-22.48%	-8.49%	-4.00%
	占比	31.91%	30.86%	29.48%	30.03%	27.79%	28.16%	28.80%	28.34%	29.83%
	毛利率	34.02%	34.33%	25.51%	31.88%	33.05%	49.80%	35.62%	29.65%	34.14%
衣柜+配套品 (21Q4口径调整)	收入	12,139.19	11,949.35	1,906.11	2,512.45	2,768.94	2,603.94	9,791.44	1,800.12	2,438.48
	YOY	19.34%	-1.56%	-3.55%	-27.25%	-19.57%	-15.36%	-18.06%	-5.56%	-2.94%
	占比	54.00%	52.45%	52.64%	50.64%	52.29%	51.60%	51.74%	52.22%	50.87%
	毛利率	31.78%	36.51%	35.57%	37.50%	47.60%	35.39%	39.42%	39.78%	42.58%
卫浴	收入	1,034.63	1,127.74	202.91	300.09	296.51	287.64	1,087.15	222.52	277.46
	YOY	4.63%	9.00%	10.22%	8.67%	-15.87%	-8.70%	-3.60%	9.66%	-7.54%
	占比	4.60%	4.95%	5.60%	6.05%	5.60%	5.70%	5.74%	6.45%	5.79%
	毛利率	26.20%	25.92%	21.36%	27.44%	35.83%	24.25%	27.75%	24.14%	31.62%
木门	收入	1,345.66	1,378.24	217.41	280.08	327.82	309.49	1,134.80	219.53	232.69
	YOY	8.85%	2.42%	4.96%	-24.04%	-21.89%	-19.13%	-17.66%	0.98%	-16.92%
	占比	5.99%	6.05%	6.00%	5.65%	6.19%	6.13%	6.00%	6.37%	4.85%
	毛利率	16.38%	21.47%	15.03%	30.66%	31.18%	22.83%	25.68%	21.19%	32.87%
其他(21Q4之前 含配套品)	收入	307.95	823.13	153.69	271.76	295.28	166.30	887.03	150.24	291.76
	YOY	40.64%	167.30%	334.05%	195.58%	15.71%	-62.25%	7.76%	-2.24%	7.36%
	占比	1.37%	3.61%	4.24%	5.48%	5.58%	3.30%	4.69%	4.36%	6.09%
	毛利率	21.81%	16.10%	13.63%	25.26%	18.52%	-12.94%	13.84%	15.17%	26.93%
按渠道拆分										
单位：百万元	2022A	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
直营店	收入	705.53	828.54	149.01	185.67	193.25	305.30	833.23	164.22	189.18
	YOY	20.12%	17.44%	66.95%	-5.33%	-12.87%	-5.00%	0.57%	10.21%	1.89%
	占比	3.14%	3.64%	4.11%	3.74%	3.65%	6.05%	4.40%	4.76%	3.95%
	毛利率	55.45%	57.66%	53.08%	53.53%	61.28%	60.83%	57.92%	55.61%	57.29%
经销店	收入	17,582.10	17,574.70	2,619.70	3,775.60	3,998.06	3,648.52	14,041.88	2,586.25	3,545.06
	YOY	12.13%	-0.04%	-4.95%	-24.54%	-20.91%	-23.35%	-20.10%	-1.28%	-6.11%
	占比	78.21%	77.14%	72.34%	76.10%	75.49%	72.31%	74.20%	75.02%	73.95%
	毛利率	30.72%	33.94%	31.86%	32.84%	40.63%	36.24%	35.76%	35.37%	37.27%
大宗业务	收入	3,494.73	3,586.07	695.11	803.90	848.50	697.90	3,045.41	496.26	834.03
	YOY	-4.85%	2.61%	18.79%	-10.62%	-28.88%	-23.17%	-15.08%	-28.61%	3.75%
	占比	15.55%	15.74%	19.19%	16.20%	16.02%	13.83%	16.09%	14.40%	17.40%
	毛利率	27.87%	25.64%	15.87%	33.30%	31.83%	25.91%	27.22%	17.35%	33.86%
其他	收入	218.17	319.70	84.02	88.93	120.22	136.58	429.75	122.79	102.25
	YOY	6.47%	46.54%	45.59%	13.58%	30.57%	49.07%	34.42%	46.15%	14.98%
	占比	0.97%	1.40%	2.32%	1.79%	2.27%	2.71%	2.27%	3.56%	2.13%
	毛利率	41.60%	42.08%	27.55%	26.79%	64.76%	43.37%	42.83%	29.93%	56.36%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,796	15,482	18,788	21,479
现金	7,789	8,272	11,352	13,769
交易性金融资产	1,572	1,572	1,572	1,572
应收账款	1,231	1,196	1,322	1,475
其它应收款	88	122	112	124
预付账款	59	75	75	77
存货	806	1,007	1,117	1,224
其他	3,250	3,238	3,238	3,238
非流动资产	20,429	21,180	22,013	22,942
金额资产类	190	190	190	190
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8,531	8,821	9,132	9,385
无形资产	1,019	1,009	997	989
在建工程	550	750	950	1,150
其他	10,139	10,410	10,744	11,229
资产总计	35,225	36,662	40,801	44,421
流动负债	13,718	12,449	13,769	14,355
短期借款	6,974	7,474	7,774	7,974
应付款项	1,872	1,611	2,093	1,928
预收账款	569	431	497	550
其他	4,303	2,933	3,405	3,903
非流动负债	2,449	2,449	2,449	2,449
长期借款	4	4	4	4
其他	2,445	2,445	2,445	2,445
负债合计	16,166	14,898	16,217	16,804
少数股东权益	7	8	9	11
归属母公司股东权益	19,052	21,757	24,574	27,606
负债和股东权益	35,225	36,662	40,801	44,421

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,499	1,767	4,606	4,044
净利润	2,603	2,706	2,819	3,034
折旧摊销	1,024	878	844	746
财务费用	213	217	229	236
投资损失	(90)	(61)	(79)	(84)
营运资金变动	1,659	(2,072)	723	43
其它	90	100	70	70
投资活动现金流	(1,567)	(1,568)	(1,597)	(1,591)
资本支出	(1,474)	(1,113)	(1,030)	(867)
长期投资	442	(516)	(646)	(809)
其他	(535)	61	79	84
筹资活动现金流	(3,376)	283	71	(36)
短期借款	(823)	500	300	200
长期借款	(603)	0	0	0
其他	(1,950)	(217)	(229)	(236)
现金净增加额	483	483	3,080	2,417

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,925	18,921	19,905	21,191
营业成本	12,128	12,091	12,745	13,589
营业税金及附加	171	150	160	177
营业费用	1,893	1,665	1,752	1,865
管理费用	1,301	1,135	1,174	1,229
研发费用	1,023	918	936	996
财务费用	(249)	(95)	63	9
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	61	0	0	0
投资净收益	90	61	79	84
其他经营收益	315	95	159	148
营业利润	2,996	3,112	3,243	3,490
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	2,995	3,112	3,243	3,490
所得税	391	407	424	456
净利润	2,603	2,706	2,819	3,034
少数股东损益	4	1	1	2
归属母公司净利润	2,599	2,704	2,818	3,032
EBITDA	3,619	4,034	4,211	4,300
EPS (最新摊薄)	4.27	4.44	4.63	4.98

主要财务比率

	2024A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-16.93%	-0.02%	5.20%	6.46%
营业利润	-14.70%	3.87%	4.19%	7.61%
归属母公司净利润	-14.38%	4.05%	4.19%	7.61%
获利能力				
毛利率	35.91%	36.09%	35.97%	35.87%
净利率	13.73%	14.29%	14.16%	14.31%
ROE	13.64%	12.43%	11.47%	10.98%
ROIC	8.10%	8.83%	8.56%	8.26%
偿债能力				
资产负债率	45.89%	40.64%	39.75%	37.83%
净负债比率	5.27%	4.69%	-7.15%	-14.39%
流动比率	1.08	1.24	1.36	1.50
速动比率	0.78	0.90	1.04	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.53	0.51	0.50
应收账款周转率	14.65	16.33	16.76	16.11
应付账款周转率	7.82	7.50	7.50	7.50
每股指标(元)				
每股收益	4.27	4.44	4.63	4.98
每股经营现金	9.03	2.90	7.56	6.64
每股净资产	31.28	35.72	40.34	45.32
估值比率				
P/E	13.01	12.51	12.00	11.15
P/B	1.78	1.55	1.38	1.23
EV/EBITDA	11.88	10.34	9.24	8.54

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>