



# 欧派家居 (603833.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 龙头主动求变，期待王者归来

### 投资逻辑

**短期业绩波动溯源：行业承压&公司变革双重影响，龙头地位未受撼动。** 2024/2025H1 公司营收 189.25/82.41 亿元，同比-16.93%/-3.98%，主因内外部双重影响。从外部因素看：1) 地产行业低迷致使家居需求偏弱；2) 家居线下自然客流显著减少，流量碎片化背景下考验企业多渠道布局能力。从内部因素看，为落实整装大家居战略，公司自 23 年进行组织机构调整、门店数优化等多重举措，经历变革阵痛期。尽管内外因素导致公司近两年业绩承压，但从营收规模、盈利能力（24 年毛利率 35.91%，净利率 13.76%，两者均领先）、营运能力（存货周转率领先）、市占率（零售渠道市场份额在 8 家上市公司中占 42.06%）和单店营收（24 年单店营收 221 万）等指标来看，公司领先地位稳固。

**为何我们判断欧派有望在大家居时代脱颖而出。** 此前我们在《家居供给侧解构新思：“整装定制”能否破解集中度难题？》报告中明确“大家居”所需四项关键能力。欧派布局前瞻，具备框架中的四项能力，据艾瑞咨询，24 年欧派净推荐值达到 61%，远超行业均值（38%）。公司后续发展潜力充足：1) 具备强劲的品类研发能力和产品协同能力支撑整装一体化；2) 具备强大的供应链体系，衣柜类单位人工成本由 2019 年的 288 元/套降至 2024 年的 181 元/套；3) 信息化投入高，前后端信息化利于效率提升；4) 注重渠道赋能管理，依托“点将模式”、“千分考核制”等方式赋能管理经销商体系，极大削弱单一经销商经营门槛，突破发展上限。

**政策春风平稳短中期需求，新家装全链生态闭环助推新成长。** 未来企业发展内外动能充足，从外部看，1) 国家“以旧换新”政策有望延续，进一步激发家居短期需求；2) 各地地产宽松政策推出，中期需求具备底部支撑。从内部看，量方面，公司整装一体化战略有望前置获客链路，扩大客流范围，增强客流把控力；价方面，全包整装套餐有望带动客单价提升，以顺德欧派整装大家居商场为例，门窗均单值达 3.3 万，门窗业务斩获 25% 净利率。

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25-27 年营收各为 190.8/200.4/210.5 亿元，同比增长分别为 0.8%/5.0%/5.0%；归母净利润分别为 27.3/28.8/30.4 亿元，同比分别增长+4.9%/+5.6%/+5.7%。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 4.48/4.73/5.00 元，当前股价对应 PE 为 12 倍，给予 15 倍 PE，目标价 67.20 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

家居需求相对不足；内外部市场竞争加剧；政策落地效果不及预期

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：54.85 元

目标价 (人民币)：67.20 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,782	18,925	19,078	20,035	21,046
营业收入增长率	1.35%	-16.93%	0.81%	5.02%	5.04%
归母净利润(百万元)	3,036	2,599	2,726	2,879	3,044
归母净利润增长率	12.92%	-14.38%	4.87%	5.64%	5.72%
摊薄每股收益(元)	4.983	4.267	4.475	4.727	4.997
每股经营性现金流净额	8.01	9.03	3.60	6.82	7.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.76%	13.64%	13.24%	12.90%	12.61%
P/E	13.97	16.16	12.26	11.60	10.98
P/B	2.34	2.20	1.62	1.50	1.38

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 短期业绩波动溯源：行业承压&公司变革双重影响.....	5
1.1 外因：需求相对不足叠加渠道流量碎片化的双重夹击.....	5
1.2 内因：战略战术调整迎来阵痛期，大家居前景光明.....	9
1.3 双重压力交织之际，欧派家居龙头地位未受撼动.....	12
2. 供给侧研究框架下，欧派有望脱颖而出.....	15
2.1 供给侧四大能力定胜负，欧派已相对居先.....	15
2.2 组织力或是大家居竞争核心，欧派主动求变，积极提升.....	19
3. 后续展望：消费补贴+新家装全链生态闭环助推新成长.....	21
3.1 补贴政策延续推动短期需求，地产政策宽松平稳中期需求.....	21
3.2 整装一体化+国补内外动能拓展客流，构建家装全链生态闭环.....	24
3.3 套餐销售叠加整装战略，双管齐下助力客单价上探.....	26
4. 盈利预测及投资建议.....	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 投资建议.....	29
5. 风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1： 2025 年 H1 欧派家居营业收入同比承压改善.....	5
图表 2： 2024 年欧派家居归母净利润首次出现负增长.....	5
图表 3： 2022-2023 家具商品零售额同比持续下跌.....	5
图表 4： 2024 年 10 月至今，家居零售额展现出改善趋势.....	5
图表 5： 近两年家具制造企业整体营业收入降幅收窄.....	6
图表 6： 近两年家具制造企业整体盈利能力相对不足.....	6
图表 7： 近两年家具制造企业整体净利率有所下降.....	6
图表 8： 近两年商品房销售面积同比增速仅 2 个月为正.....	7
图表 9： 近两年商品住宅销售面积同比仅 2 个月为正.....	7
图表 10： 近两年房地产开发投资同比增速维持负增长.....	7
图表 11： 近两年房屋新开工面积同比跌幅最高达 31.35%.....	7
图表 12： 商品房成交逐步显现回暖.....	8
图表 13： 二手房成交成房地产新亮点.....	8
图表 14： 家居卖场客流量年度指数走低.....	8
图表 15： 家居卖场客流量月度指数走低.....	8
图表 16： 住宅家具电商平台稳步增长.....	9



图表 17: 住宅家具电商平台稳步增长	9
图表 18: 欧派大家居战略发展历程	9
图表 19: 欧派品类事业部转为区域事业部	10
图表 20: 各区域事业部 2025 探索梳理	10
图表 21: 欧派家居门店结构优化	11
图表 22: 24 年欧派家居门店布置总量缩减	11
图表 23: 零售大家居门店快速扩展	11
图表 24: 2015-2024, 欧派家居连续十年营收规模领先	12
图表 25: 2024 年欧派家居毛利率水平领先	12
图表 26: 2015-2024 欧派家居净利率显著提升	12
图表 27: 欧派零售份额继续领跑定制家居企业	13
图表 28: 2024 年欧派存货周转率领先	13
图表 29: 24 年欧派应收账款周转率优于部分头部公司	14
图表 30: 2024 年欧派家居应付账款周转率与其他头部公司相当	14
图表 31: 欧派家居单店收入处于领先水平	14
图表 32: 拆解获客成单全过程	15
图表 33: 中国家居消费者整装注重一体化	15
图表 34: 欧派品类发育全面	16
图表 35: 2025 欧派大家居云绮新品	16
图表 36: 欧派家居存货周转率较为领先	16
图表 37: 欧派衣柜单位人工成本 5 年降幅 37.27%	17
图表 38: 欧派研发费用率较高	17
图表 39: 欧派研发人员数量较多	17
图表 40: 各大家居企业信息化软件逐步迭代	18
图表 41: 欧派 CAXA 系统大幅提升前后端效率	18
图表 42: 欧派具有成熟的渠道赋能体系	19
图表 43: 欧派家居净推荐值 (NPS) 远超行业均值	19
图表 44: 组织是实现规模与时间动态平衡的关键	20
图表 45: 欧派持续提升组织力	20
图表 46: 2025 中央及各省市家居补贴细则梳理	21
图表 47: 各地以旧换新补贴政策不断细化	21
图表 48: 家具商品当月零售额持续提升	22
图表 49: 地产调控政策密集出台	22
图表 50: 地产成交面积下滑幅度持续收窄	23
图表 51: 二手房装修增强中期需求韧性	23



图表 52: 2025-2027 年中国理论装修需求套数测算.....	23
图表 53: 家具制造行业企业数量整体增加, 竞争相对激烈.....	24
图表 54: 各地品牌商或经销商申请补贴要求梳理.....	25
图表 55: 欧派升级消费补贴行动.....	25
图表 56: 欧派在国补基础上再度加码补贴.....	25
图表 57: 贝壳在家装市场规模逐步扩大.....	26
图表 58: 贝壳家装家具业务在整体营收中占比继续上升.....	26
图表 59: 欧派推出全链生态新家装.....	26
图表 60: 消费者选择整装的原因.....	26
图表 61: 欧派橱柜衣柜连带销售趋势渐涨.....	27
图表 62: 欧派 49800 全案大家居套餐.....	27
图表 63: 欧派家居主推套餐梳理.....	27
图表 64: 欧派家居分产品营业收入预测表.....	29
图表 65: 欧派家居可比公司估值情况.....	30

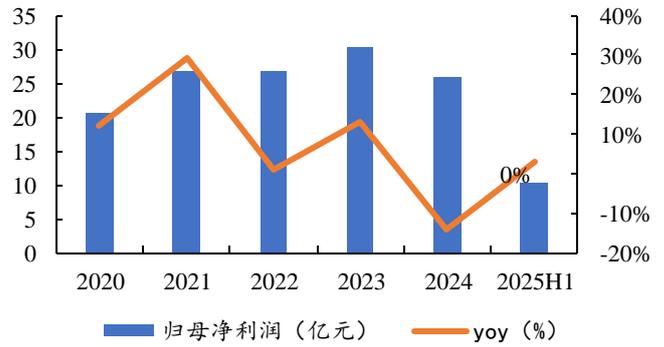
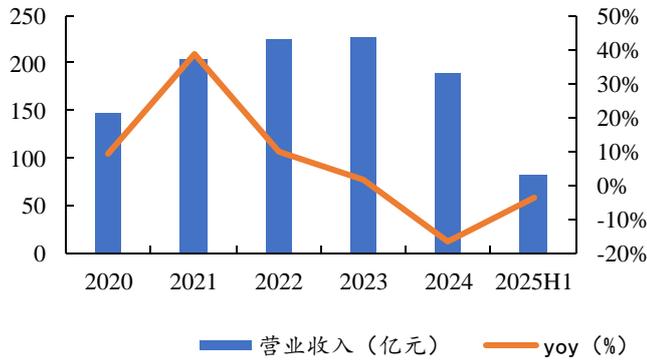


## 1. 短期业绩波动溯源：行业承压&公司变革双重影响

多因素致短期业绩承压，整体竞争力并未衰减。2020-2025H1，欧派家居实现营业收入147.4/204.42/224.80/227.82/189.25/82.41 亿元，同比 8.91%/38.68%/9.97%/1.34%/-16.93%/-3.98%，近两年来营收增长出现一定放缓；归母净利润分别为20.63/26.66/26.88/30.36/20.31/10.18 亿元，同比 12.13%/29.23%/0.86%/12.92%/-12.08%/2.88%，近年来，仅2024年出现负增长。公司近两年业绩有一定承压，主因：1) **外部压力**：①家居市场需求整体呈下降趋势，家居行业内部竞争愈发激烈②流量碎片化，多渠道布局对企业有一定的考验；2) **内部因素**，公司此前处于战略调整阶段，业绩虽呈现阶段性波动下滑态势，但整体发展思路清晰，对公司长远发展的核心根基未造成冲击。尽管内外因素导致公司过去两年业绩承压，但从市占率和单店营收来看，公司领先地位依然稳固。

图表1：2025年H1欧派家居营业收入同比承压改善

图表2：2024年欧派家居归母净利润首次出现负增长



来源：iFind、国金证券研究所

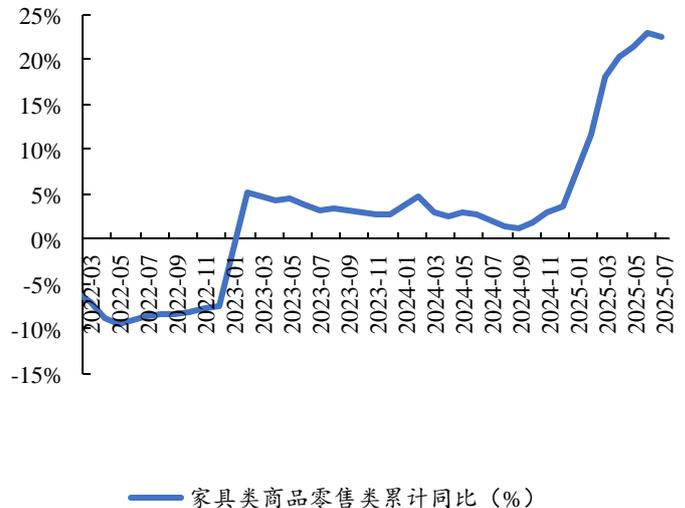
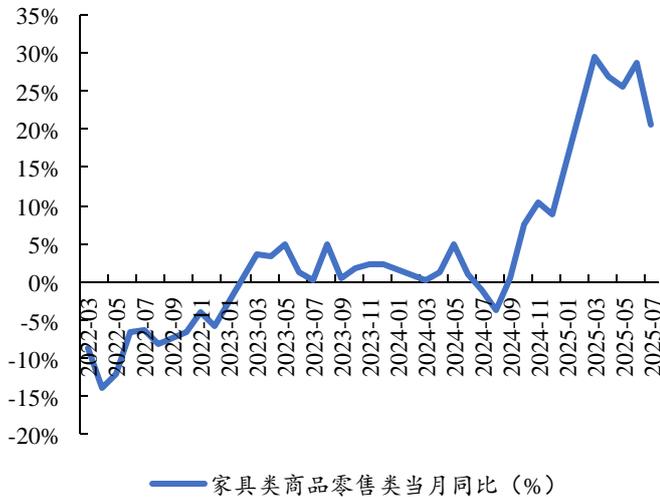
来源：iFind、国金证券研究所

### 1.1 外因：需求相对不足叠加渠道流量碎片化的双重夹击

2022至2024Q3，家具零售行业面临挑战。复盘家具社零数据，可大致分为以下三个时间段：1) 2022年-2023年2月，家具零售至暗时刻，家具零售额同比持续下跌，当月同比跌幅最大达14%；2) 2023年2月-2024年10月，家具零售波折中回暖，但上升幅度有限，当月同比涨幅最大为5.0%；3) 2024年10月至今，由于国补的推进，家具零售额展现出一定的改善趋势，2024年10/11/12月及2025年6/7月家具零售额同比增速分别为7.40%/10.50%/8.80%/28.70%/20.60%，2024年10/11/12月及2025年6/7月家具零售额累计同比增速为1.90%/2.90%/3.60%/22.90%/22.60%。

图表3：2022-2023家具商品零售额同比持续下跌

图表4：2024年10月至今，家居零售额展现出改善趋势



来源：iFind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

过去三年家具零售行业整体增长乏力，行业需求承压。1) 从收入端来看，2020-2024年规

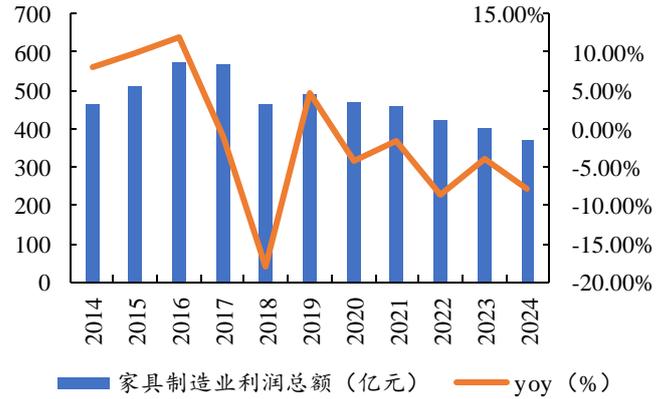
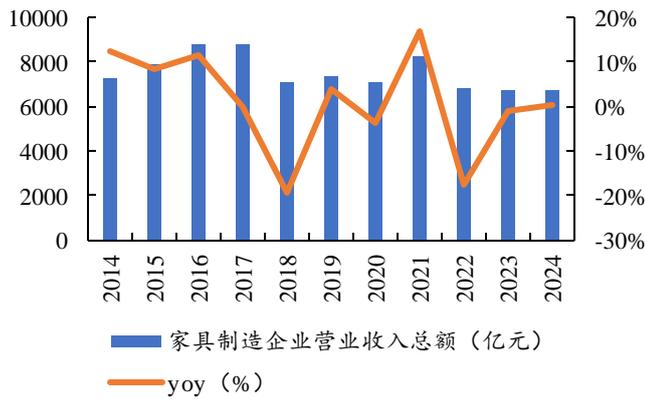


规模以上家具制造企业的营业收入分别为 7069.83/8265.37/6823.50/6755.02/6771.50 亿元，同比增速为-3.76%/16.91%/-17.44%/-1.00%/0.24%，营业收入略微回暖，但行业整体市场有效需求不足。2023-2024 年降幅收窄，市场呈现一定企稳迹象，但短期或难以恢复到 2021 年水平。

2) 从利润端来看，2020-2024 年规模以上家具制造企业利润总额分别为 467.50/460.25/420.80/404.44/372.40 亿元，同比增速-4.28%/-1.55%/-8.57%/-3.89%/-7.92%，呈现逐年递减趋势，家具制造企业盈利能力不足，家居需求相对不足，行业竞争加剧、成本上升等因素对利润空间挤压较为明显；从净利率来看，2020-2024 年规模以上家具制造企业净利率分别为 6.61%/5.57%/6.17%/5.99%/5.50%，净利率总体回落，盈利效率有待提升。

图表5: 近两年家具制造企业整体营业收入降幅收窄

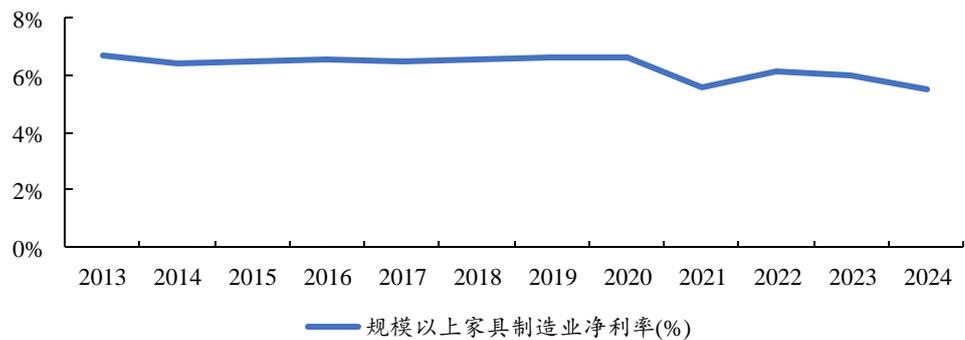
图表6: 近两年家具制造企业整体盈利能力相对不足



来源: iFinD、国金证券研究所 (注: 2024 最新数据未公布, 系由国家统计局发布的累计值数据)

来源: iFinD、国金证券研究所 (注: 2024 最新数据未公布, 系由国家统计局发布的累计值数据)

图表7: 近两年家具制造企业整体净利率有所下降



来源: iFinD, 国金证券研究所

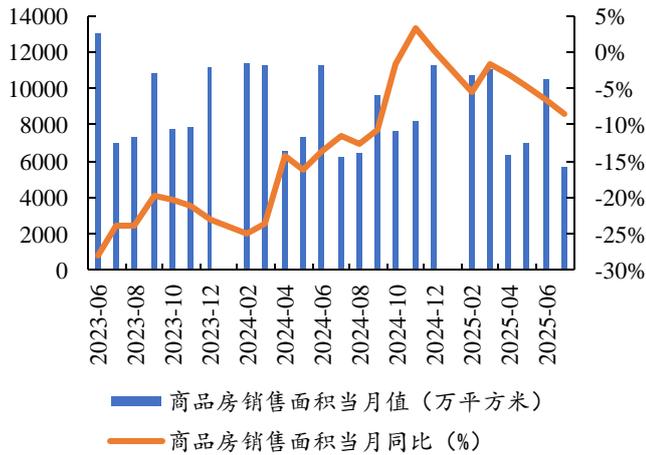
**家具零售行业面临上述挑战主因:** 一方面, 家具零售行业与房地产业密切联系, 家居需求相对不足; 另一方面, 渠道流量碎片化, 家居企业需考虑改变单一渠道依赖, 需要构建多渠道布局的能力。

### 1.1.1 家居需求震荡下行

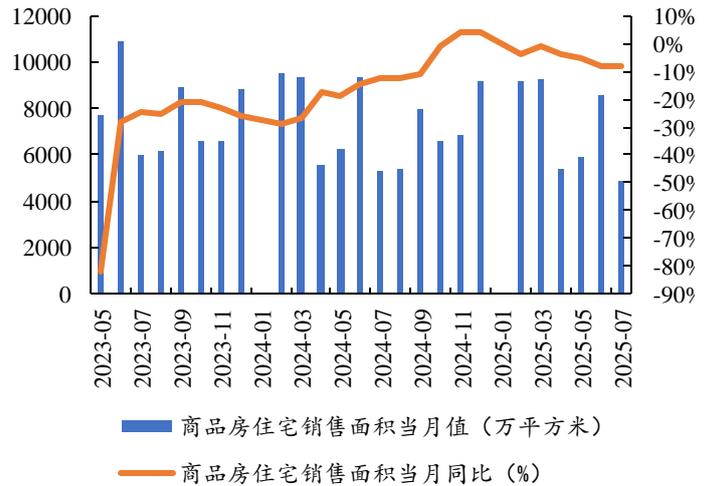
**商品房需求供给均承压。**从需求方面看, 2023 年 6 月至今, 商品房销售面积同比增速仅有 2 个月为正, 在 2023 年 6 月出现最高跌幅, 同比下降 28.10%。2025 年 6 月, 商品房销售面积为 1.05 亿平方米, 仅为 2 年前同时期商品房销售面积的 80.58%, 需求尚未完全修复。2023 年 5 月至今, 商品住宅销售面积同比增速仅有 2 个月为正, 在 2023 年 5 月出现最高跌幅, 同比下降 82.06%。25 年跌幅总体收窄, 25H1 同比跌幅为 4.38%。



图表8：近两年商品房销售面积同比增速仅2个月为正



图表9：近两年商品住宅销售面积同比仅2个月为正

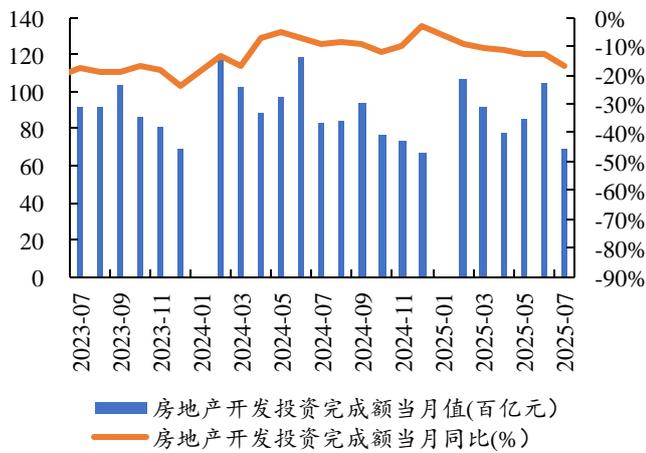


来源：iFind、国金证券研究所（注：每年1月缺乏数据，图中的2月商品房当月销售面积系2月公布的销售面积累计值）

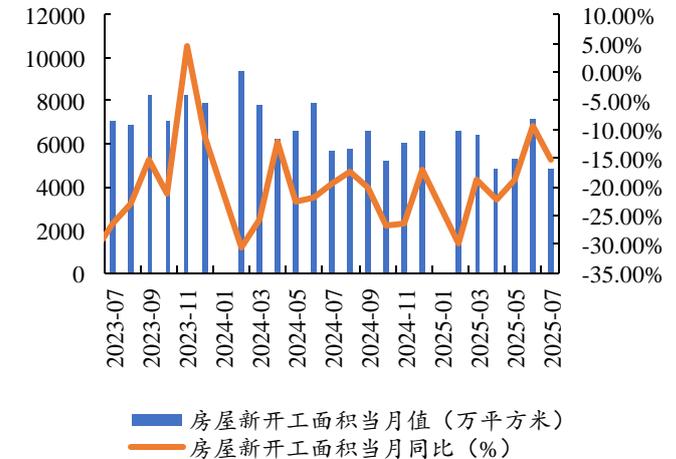
来源：iFind、国金证券研究所（注：每年1月缺乏数据，图中的2月商品房当月住宅销售面积系2月公布的销售面积累计值）

从供给方面看，2023年6月至今，房地产开发投资金额同比增速保持负增长，2023年12月同比跌幅最高，达到-23.97%，2023年6月至今维持稳定负增速，行业内逐步整合，供给疲软。房屋新开工面积跌幅显著，2023年6月最大，同比跌幅最高达到31.35%，房屋新开工面积持续下降标志着房地产行业从“规模扩张”转向“质量提升”阶段。

图表10：近两年房地产开发投资同比增速维持负增长



图表11：近两年房屋新开工同比跌幅最高达31.35%



来源：Wind、国金证券研究所（注：每年1月缺乏数据，图中的2月房地产开发投资金额系2月公布的房地产开发投资金额累计值）

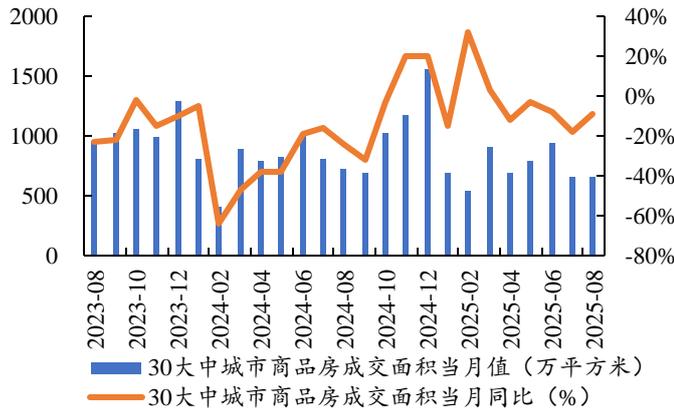
来源：Wind、国金证券研究所（注：每年1月缺乏数据，图中的2月房屋新开工面积系2月公布的房屋新开工面积累计值）

商品房成交逐步显现回暖。2023年6月份-2024年9月份，商品房成交面积同比维持负增长，延续筑底行情，影响家居行业有效需求。2025年随着房地产相关政策松绑，商品房成交面积同比提振，降幅收窄，2025年H1商品房当月累计成交面积同比下降3.76%，整体市场逐步摆脱下行趋势，家居行业的需求回暖。

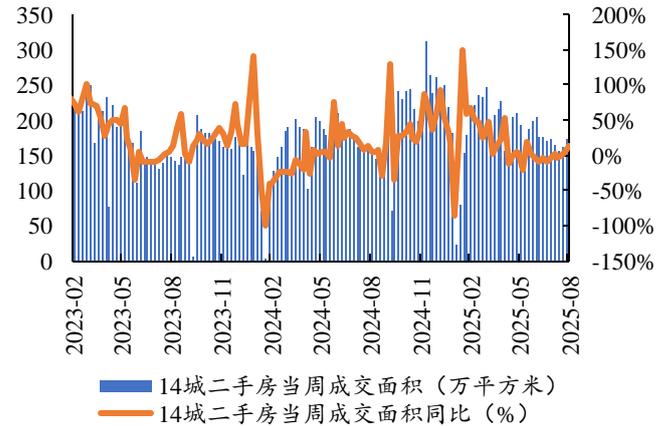
二手房成交成房地产行业新亮点。2023年14城二手房累计成交面积于2023年年底达到8414.34万平方米，2024年底则上探到9087.97万平方米，同比上涨8.01%；25年上半年二手房延续上涨态势，25年上半年14城二手房累计成交面积为4949.67万平方米，同比增长21.79%。二手房市场因业主降价、挂牌量上升使性价比凸显，对刚需吸引力更强，持续分流新房客群，市场份额有所增长。长期来看，二手房市场份额提升对于家居行业的发展或有如下优势：1) 新业主对于房屋翻新改造需求迫切，促进家具企业订单数增加，有助于拓展市场空间；2) 二手房房屋结构与布局相对固定，为满足个性化需求以及更好地利用空间，业主对定制家居如橱柜、衣柜需求增加；3) 平滑行业周期波动。家居行业受房地产市场的周期性影响较大，然而二手房市场相对稳定，受宏观经济环境和政策调控影响较小，二手房市场份额的提升能够为家居行业提供稳定的市场需求，支持行业持续发展。



图表12: 商品房成交逐步显现回暖



图表13: 二手房成交成房地产新亮点



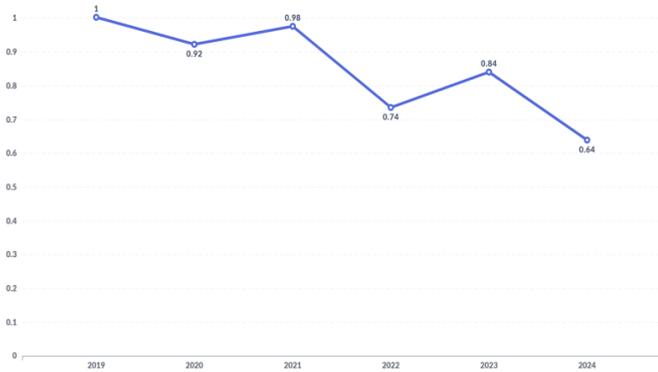
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

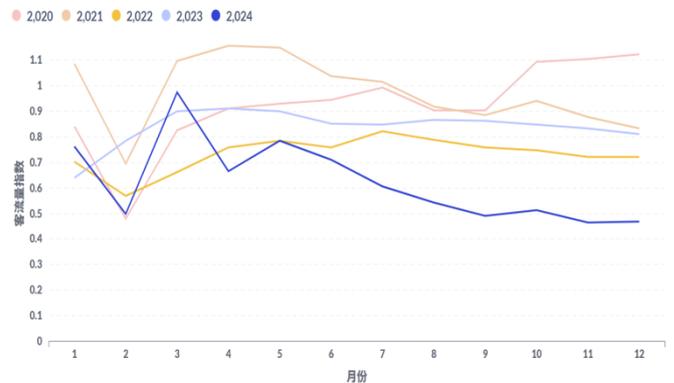
1.1.2 流量碎片化背景下，多渠道布局考验企业能力

家居线下自然客流显著减少，流量碎片化的背景下，多渠道布局考验企业能力。1) 线下方面，从家居卖场客流量年度指数和月度指数来看，2024年卖场流量年度指数为0.64，较上年同比下降0.20pct，下半年月度流量指数远低于前三年同期水平。2) 线上方面，2020-2024年，电商平台住宅家具销售额分别为1243.72/1414.03/1407.55/1410.52/1645.92亿元，同比分别+20.74%/+13.69%/-0.46%/+0.21%/+16.69%，CAGR为7%。流量碎片的趋势越发明显，为了控制获客成本、迎合消费者消费习惯、提高产品推广效率和争夺生存空间，家居企业需实现多渠道布局，多维度获客，整体运营难度显著增加，竞争门槛正逐步提升。

图表14: 家居卖场客流量年度指数走低



图表15: 家居卖场客流量月度指数走低

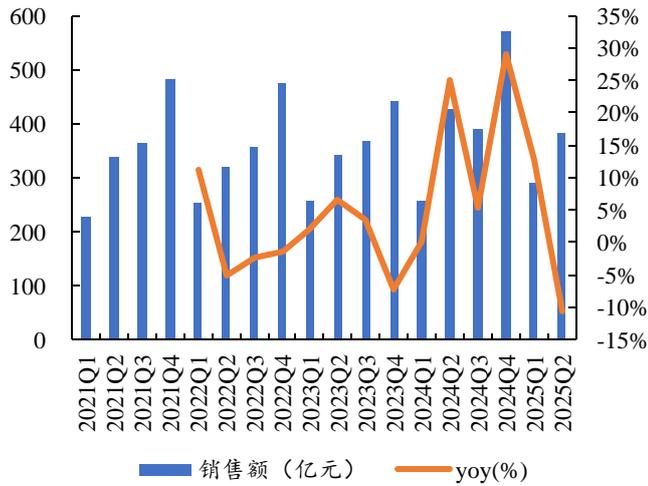


来源: 国金数字 Lab、国金证券研究所

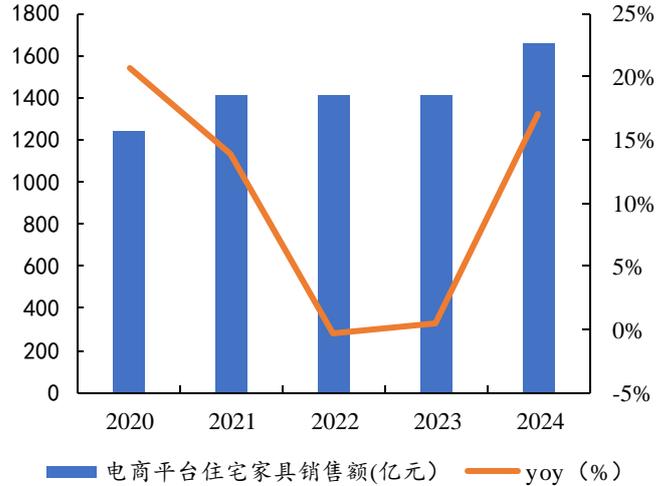
来源: 国金数字 Lab、国金证券研究所



图表16: 住宅家具电商平台稳步增长



图表17: 住宅家具电商平台稳步增长



来源: 久谦中台、国金证券研究所 (注: 该数据为天猫、京东、抖音三大平台住宅家具销售额合计)

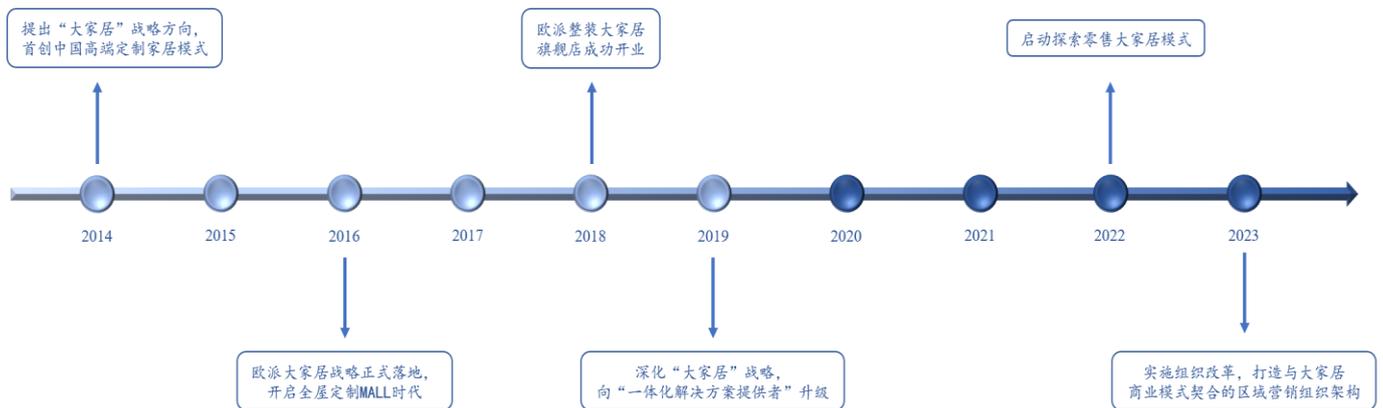
来源: 久谦中台、国金证券研究所 (注: 该数据为天猫、京东、抖音三大平台住宅家具销售额合计)

## 1.2 内因: 战略战术调整迎来阵痛期, 大家居前景光明

### 1.2.1 觉察市场需求变化, 前瞻布局整装大家居

**迎合市场需求, 主动求变, 前瞻布局大家居, 有望厚积薄发。**近年来, 家居品类边界日渐模糊, “一体化设计, 一站式配齐, 一揽子搞定”的家居消费需求逐渐成为主流。作为大家居商业模式的开创者和积极践行者, 欧派家居早在 2014 年就提出了“大家居”战略方向, 首创中国高端定制家居模式; 2016 年, 欧派大家居战略正式落地, 开启全屋定制 MALL 时代, 引领行业二次革命; 2018 年欧派整装大家居旗舰店成功开业; 2019 年深化“大家居”战略, 向“一体化解决方案提供者”升级; 2022 年启动探索零售大家居模式; 2023 年实施组织改革, 打造与大家居商业模式契合的营销组织架构, 布局全案大家居。

图表18: 欧派大家居战略发展历程



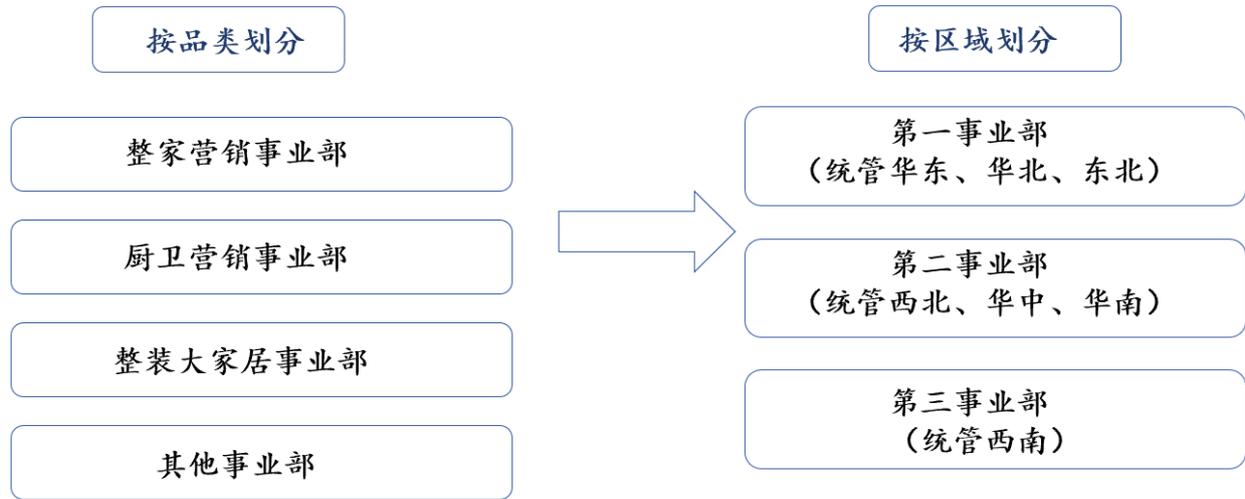
来源: 公司官网、国金证券研究所

### 1.2.2 战略: 营销体系与制造体系双管齐下助力大家居落地

**全面重构事业部, 营销体系匹配大家居战略。**2023 年, 欧派家居启动了公司自成立三十年以来, 规模最大的、全方位的营销组织改革。本次改革将欧派品牌原有的品类营销事业部, 包含欧派整家营销事业部、厨卫营销事业部、整装大家居事业部、其他事业部(工程、欧铂丽、海外/外贸、直营等), 合并调整为区域营销事业部, 分别为第一事业部(统管华东、华北、东北)、第二事业部(统管西北、华中、华南)、第三事业部(统管西南)。此次调整通过构建以城市为中心的经营模式, 进行全品类(厨衣木卫配)、全渠道(零售+整装)的统一管理, 从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配。



图表19: 欧派品类事业部转为区域事业部



来源: 公司年度报告、未来居住研究公众号、国金证券研究所

**制造体系主动变革, 高效供应体系助力大家居战略。**2024年, 欧派家居通过大交付模式改革、信息化持续建设、自动化升级改造等措施, 基本建立了匹配多品牌、多品类、多渠道、多基地、个性化定制的多维立体网状运行模式。制造体系的变革具有一定的必要性, 因为在大家居战略下, 营销体系与制造体系不仅仅是简单的多品制造叠加, 而是从“生产单品”向“大交付”转型, 需要依靠强大的综合制造能力。经过多年迅猛发展, 欧派的定制家居产品生产总规模庞大, 目前拥有天津、清远、无锡、成都和武汉五大智能化生产基地, 总建筑面积超 250 万平方米, 制造规模雄霸亚洲。各大基地覆盖半径 500km 范围的供应体系, 构建“8 小时物流圈”辐射全国。

1.2.3 战术: 多维发力助推大家居转型挑战

**三大事业部各辟蹊径, 大家居经营模式不断迭代。**各区域事业部成立以来, 逐步明确各自的节奏和打法。第一事业部进一步优化 49800 大家居套餐, 加码升级板材家电等标配, 并针对消费者对于美好生活的需求, 革新推出中古风、轻法风和简美风等多样风格系列新品; 第二事业部重磅推出“498 任意装”套餐, 以“498 元\*建筑面积”的透明报价革新大家居计价模式, 打破传统计价规则, 给予消费者极致的质价比体验; 第三事业部着力塑造超级流量池, 推出“1+3+N”流量模式, 聚焦电商+新媒体线上流量, 小区、中介、样板房三大线下流量, 并且培养 N 种补充流量, 协力装企共同拓宽流量边界, 深度运营核心流量, 实现线上线下融合的立体渠道的转变。

图表20: 各区域事业部 2025 探索梳理

	第一事业部	第二事业部	第三事业部
发布时间	2025 年 2 月 24 日	2025 年 315 活动期间	2025 年 3 月 27 日
重要探索	进一步优化 49800 大家居套餐	从“598 装满家”迭代到“498 任意装”套餐	流量、转化、赋能三大维度进行全价值链重塑, 提高经营效率
迭代内容	套餐新亮点: ①重磅加码优质板材和大牌家居家电标配升级; ②革新推出中古风、轻法风、简美风等多样风格系列新品	套餐新亮点: ①性价比显著提升, 从 598 套餐迭代到 498, 且包含更多品类, 性价比显著提升	①推出“1+3+N”流量模式, 聚焦电商+新媒体线上流量, 小区、中介、样板房三大线下流量, 培养 N 种补充流量, 打造超级流量池
运营战略升维	大家居“52X1 运营体系”, 聚焦五大流量渠道, 升级两大销售系统及一套整装一体高效成交系统、优化 X 装修交付四维一体革新运营体系, 助推新家装战略落地。		

来源: 欧派营销第一事业部资讯公众号、欧派营销第二事业部快讯公众号、欧派营销第三事业部公众号、国金证券研究所



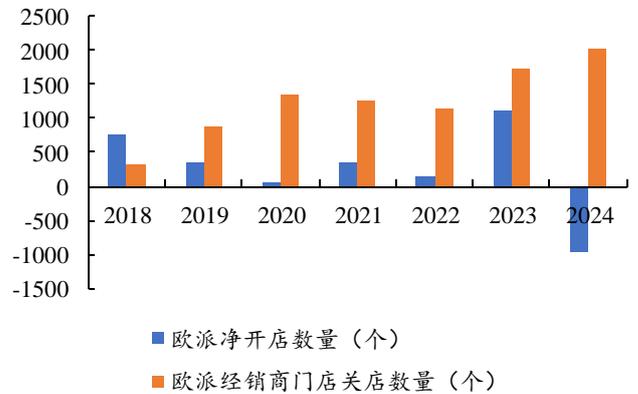
**适时而变，优化传统门店数量，短期阵痛，中长期大家居前景光明。**欧派家居进入改革深水区，门店布置呈现出总量缩减，结构优化的特点。从数量上看，2022-2024年欧派总门店数量分别为7615/8716/7750个，当年净开店数量140/40/-966个，2024年门店数量显著降低。经销商门店关店数量显著增加，可见欧派内部调整改革的力度。门店数量大幅优化主要有三个原因：家居行业传统门店客流量锐减、经销商转型步伐缓慢和单品向大家居销售模式、团队、店面等多维度转型和磨合。

**从结构上看，**欧派专注发展大家居，资源调配合理优化。2024年，欧派/欧铂丽/欧铂尼/铂尼思门店数量为5,077/975/941/546个，本年度变动-936/-103/-60/+81个。铂尼思作为欧派旗下整装大家居核心品牌，直接承接“大家居战略”核心场景（如整装、旧改），通过标准化套餐（如PET39800）快速渗透市场，2024年门店净增81家；另外，在门店公开口径上，欧派橱柜、欧派衣柜和欧派卫浴统一到欧派旗下，适配大家居战略的后续落地；最后，截至2025H1，欧派旗下零售大家居门店数量已经超过1200家。

**短期来看，**公司营收和利润经历阵痛，但长期来看，门店数量优化有如下优势：1) 提升运营效率。优化门店数量可以将人力、物力、财力资源集中到重点门店；公司可以重新优化供应链，降低物流成本和管理难度；2) 增强市场竞争力。通过优化门店布局集中精力开拓和巩固重点市场，打造数量合理的高质量门店，能够更好的展示品牌形象和产品特色。

图表21：欧派家居门店结构优化

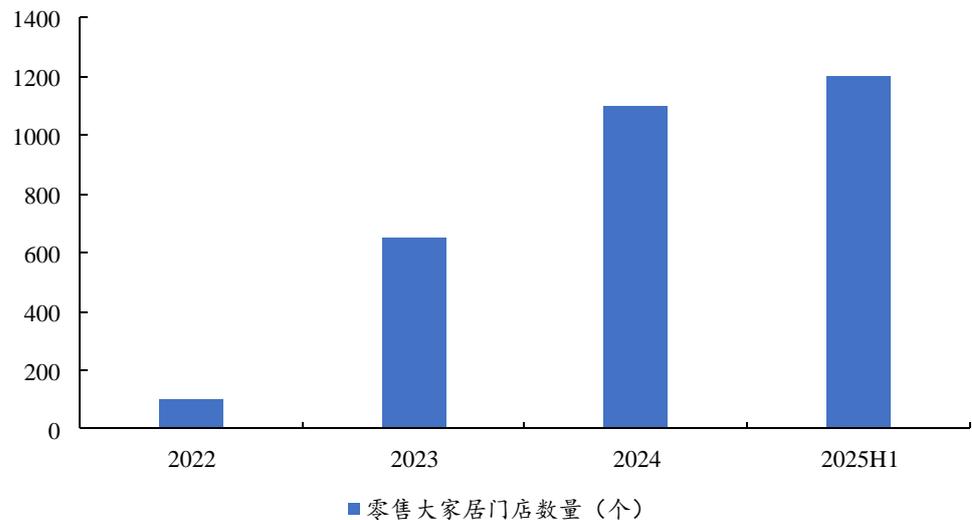
图表22：24年欧派家居门店布置总量缩减



来源：公司年度报告、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

图表23：零售大家居门店快速扩展



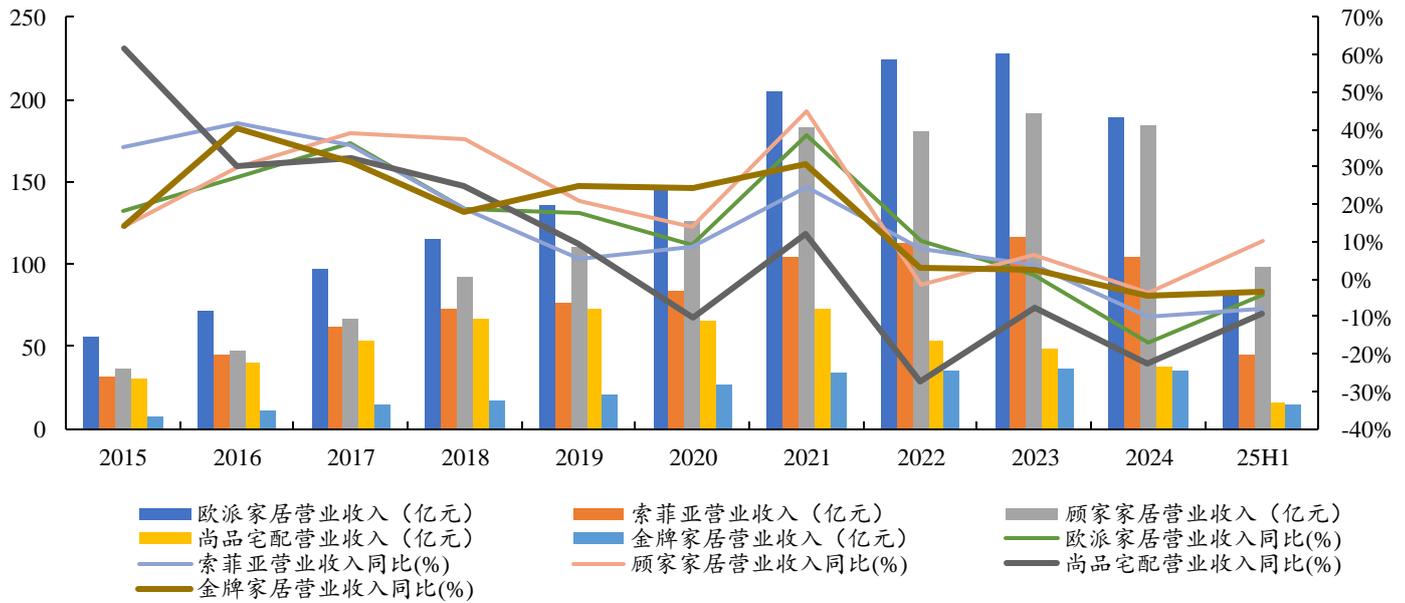
来源：公司公告、国金证券研究所（注：公告中25H1公布零售大家居数量大于1200家，此处作1200计）



### 1.3 双重压力交织之际，欧派家居龙头地位未受撼动

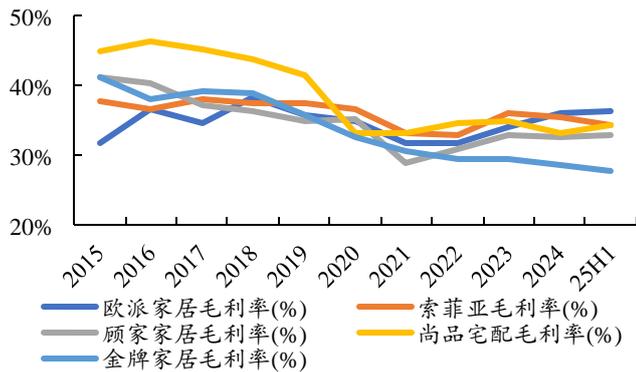
营收规模领先，盈利能力位于行业上游。2015-2024年，欧派家居连续十年营业收入规模领先，营业收入复合增速达到13%，复合增速水平位于上游，具有持续的强劲竞争实力。盈利能力方面，欧派家居凭借其出众的成本管控能力稳步提升毛利率水平，从2015年的31.65%提升到2024年的35.91%，25H1继续增长达36.24%；净利率方面，尽管外部环境波动，欧派家居具备经验韧性，从2015年的8.61%提升到2024年的13.76%，25H1维持达12.39%。

图表24：2015-2024，欧派家居连续十年营收规模领先



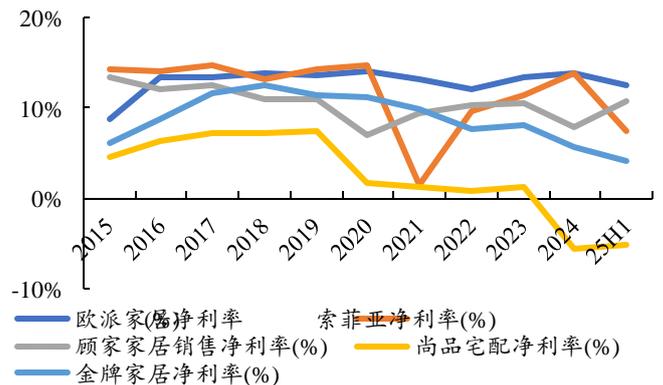
来源：各公司年报、国金证券研究所

图表25：2024年欧派家居毛利率水平领先



来源：iFinD、国金证券研究所

图表26：2015-2024 欧派家居净利率显著提升

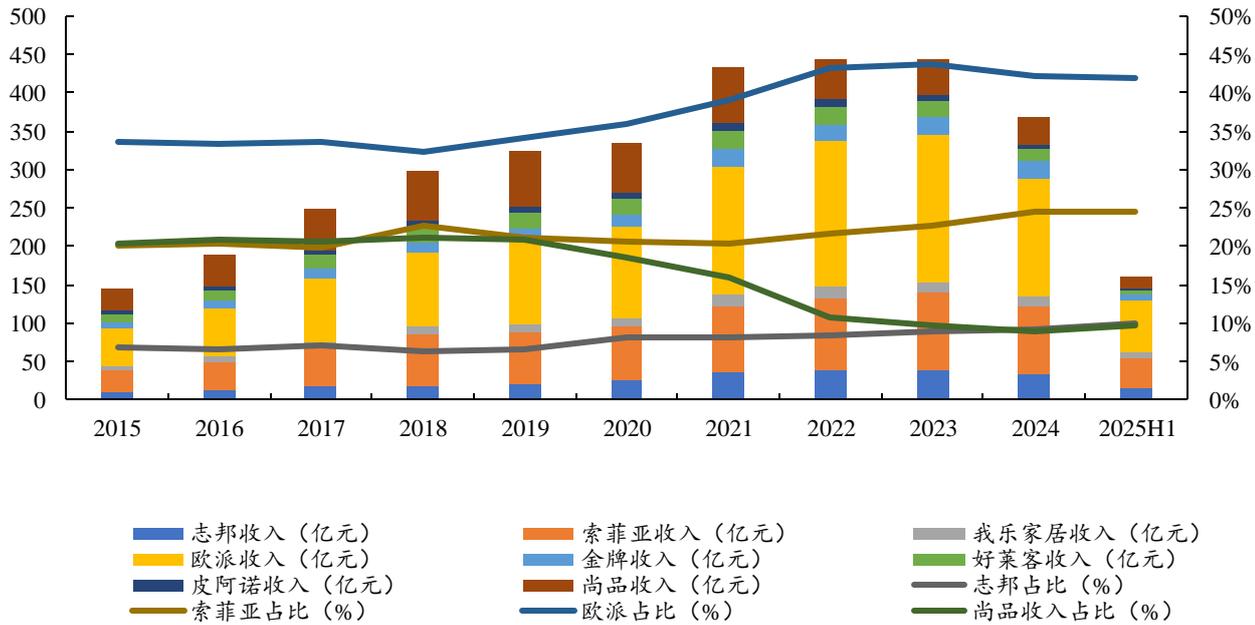


来源：欧派集团官方公众号、iFinD、国金证券研究所

零售份额维持高位，领跑定制家居行业。定制家居板块，根据统计，近5年来，欧派家居、索菲亚、志邦在零售渠道的份额(占8家定制家具上市公司份额的比例)持续提升。其中，欧派家居独占鳌头，2022-2024年零售渠道市场份额分别为189.85/191.96/153.05亿元，收入占比为43.31%/43.78%/42.06%。在行业寒冬和企业自身战略转型的双重压力之下，欧派家居虽在短期内业绩呈现波动态势，然其位于定制家居行业的龙头地位并未受到撼动。



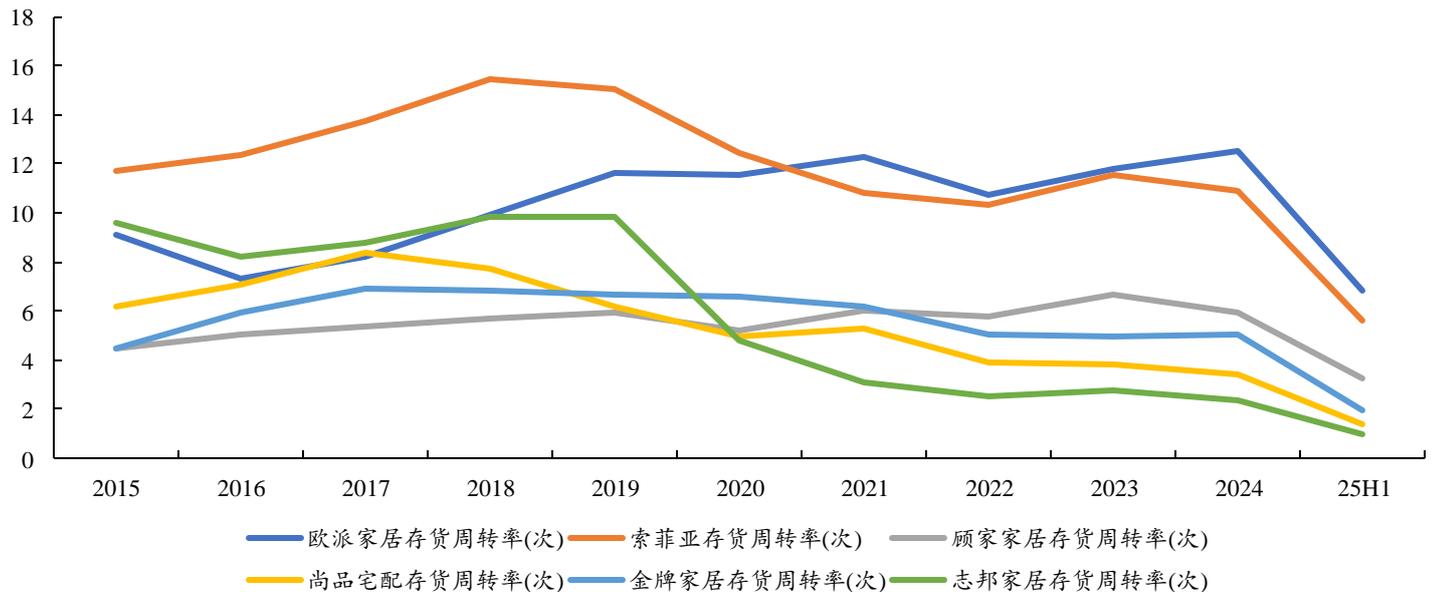
图表27：欧派零售份额继续领跑定制家居企业



来源：各公司年报、国金证券研究所

从运营效率来看，公司在存货周转率和应收账款周转率方面持续领先，反映出其较强的渠道消化能力与客户回款能力。公司存货周转率较高，库存管理更为精细化，2024 年存货周转率为 12.51 次；2015-2024 年，行业头部公司的应收账款周转率和应付账款周转率均下降，在这种大背景下，欧派家居应收账款周转率在头部公司中优于部分同业，2024 年应收账款周转率为 14.65 次，现金回流效率中上；与此同时，公司应付账款周转率与其他头部公司相当，2024 年应付账款周转率为 7.82 次，体现其对上游有一定议价能力且保持良好的供应链关系。整体来看，欧派在资产周转效率上的稳健表现，强化了其资金使用效率和盈利质量。

图表28：2024 年欧派存货周转率领先

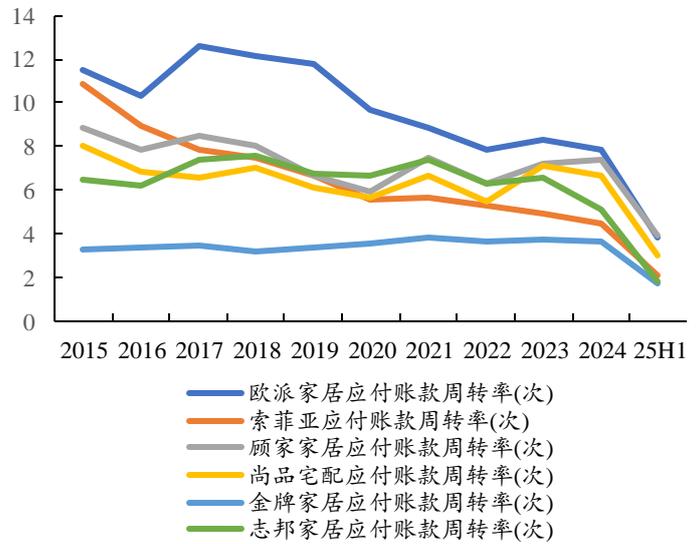
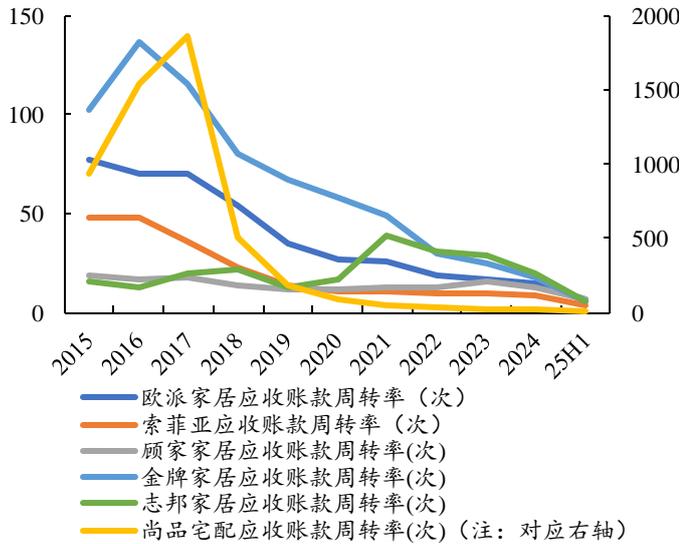


来源：Wind、国金证券研究所



图表29：24年欧派应收账款周转率优于部分头部公司

图表30：2024年欧派家居应付账款周转率与其他头部公司相当

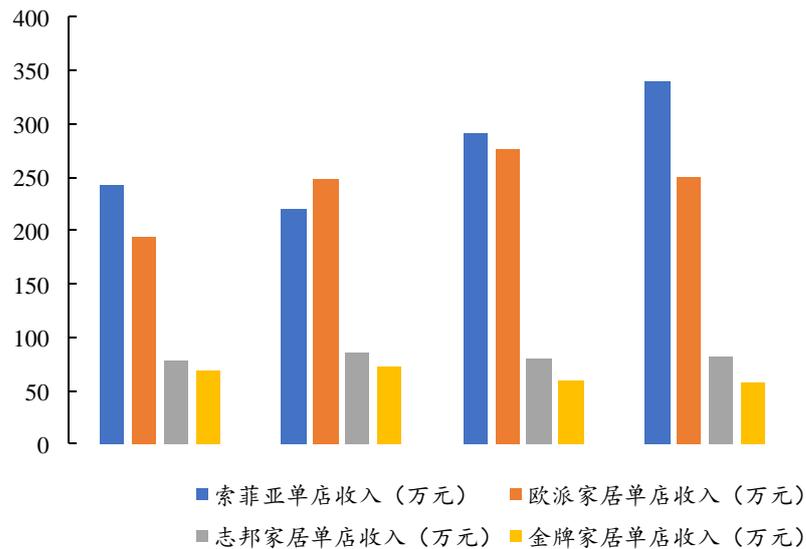


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

**单店收入领先，品牌筑基依旧稳固。**我们针对欧派、索菲亚、志邦和金牌四家头部定制家居企业进行了单店收入的测算，从数据来看，尽管欧派家居暂居第二，2020-2024年单店收入分别为193万元/247万元/276万元/250万元/221万元，但在当下艰难的市场环境中，欧派展现出了强大的韧性与深厚的底蕴。一方面，欧派依托其多年积累的品牌影响力，在消费者心中树立了可靠、高品质的形象，使得即便在消费降级的大背景下，依然有大量忠实客户愿意为其产品买单。另一方面，面对地产下行带来的新房客源缩减，欧派积极开拓多元渠道，不仅深耕新房装修市场，更大力进军旧房改造领域。凭借完善的产品线，欧派都能为不同的改造需求提供定制化解决方案，成功从存量市场挖掘出大量潜在客户，弥补了新房市场的部分损失，确保欧派市场份额稳定在行业前列。

图表31：欧派家居单店收入处于领先水平



来源：各公司年报、国金证券研究所（注：欧派2022年口径中包含旗下品牌铂尼思，2023年口径中铂尼思单独分列，不计入欧派品牌的营业收入）

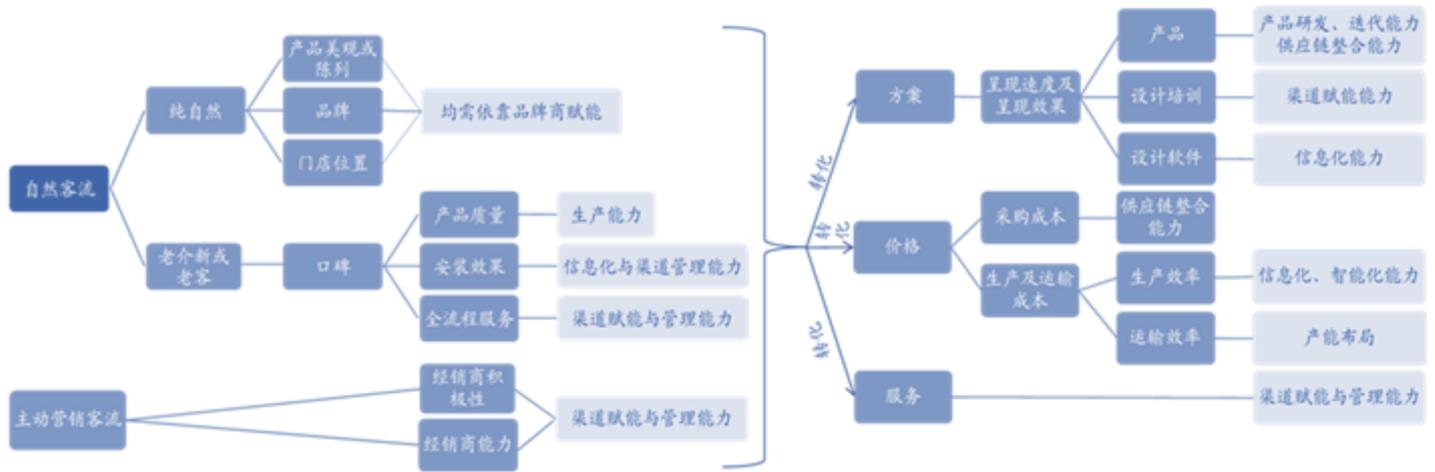


## 2. 供给侧研究框架下，欧派有望脱颖而出

### 2.1 供给侧四大能力定胜负，欧派已相对居先

大家居催化行业加速集中，四项能力或为破局关键。我们根据调研叠加理论推演，并基于经销商角度，层层解构单一门店从获客到促成订单成交的全过程，分析得到在“大家居”背景下，门店扩大客流、提升转化率所需的十余项通用细分要素，进而再基于品牌商角度，分别确认这些要素对应品牌商所需能力，我们发现在“大家居”时代，产品研发与迭代、供应链整合与生产能力仅是这一时代背景下品牌商竞争的基础，而信息化建设、渠道管理与赋能能力将是决定品牌商成长上限的关键，“大家居”已然是企业综合能力的竞争，整体竞争门槛明显提升，我们逐一能力分析后，可以较为清晰的发现，头部企业的布局已然明显领先于行业，“大家居”或是催化行业加速集中的关键转折。

图表32：拆解获客成单全过程



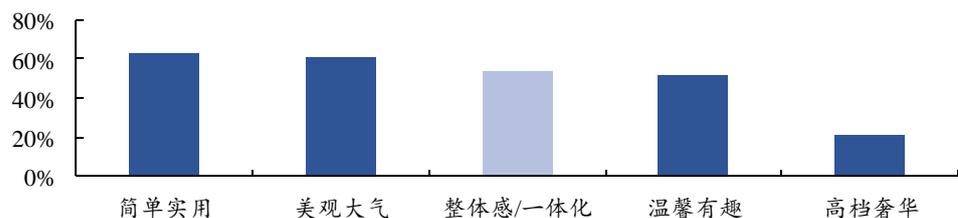
来源：国金证券研究所

#### 2.1.1 产品研发协同能力打好地基，欧派品类发育全面厚积薄发

家居及家装风格一体化需求趋势明显，产品研发协同能力愈发重要。在家居消费群体年轻化的背景下，随着审美提高，消费者对家装风格一体化需求明显提升。根据巨量算数 24Q1 的调查，53.5%的中国家居消费者重点关注家装风格的“整体感/一体化”，家居风格一体化趋势愈发明显。家居企业存在除主营产品类外，其余品类几乎纯外采，难与主营产品风格协调的问题。若让供应链单独开辟产品线，则中小品牌由于缺乏规模优势而推高供应链成本，融合销售亦将失去性价比优势，而头部品牌除具备规模采购带来的议价优势外，在规模达到一定程度时，也可逐步开始自研自产，进而与中小品牌进一步拉开差距。

消费者需求快速变化，产品体系化迭代比拼已然开始。在年轻消费群体占比明显提升的情况下，消费需求更加追求个性化，并且变化速度较快，为适应此变化，供给端品牌商需强化研发体系，加速产品迭代，中小品牌依托几款产品打市场的成功概率将愈发降低，而头部企业加大产品研发设计团队建设，已在产品迭代方面，明显领先中小品牌。从迭代趋势来看，未来预计会从单品迭代转化为产品的体系化迭代，这无疑是对中小品牌的又一大挑战，而头部品牌优势将进一步凸显。

图表33：中国家居消费者整装注重一体化

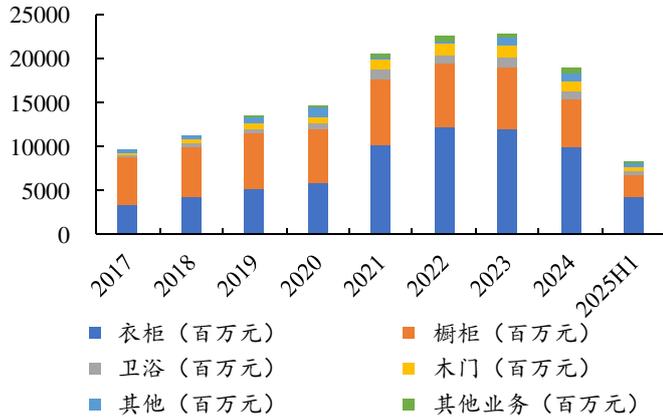


来源：巨量算数、国金证券研究所（注：该调查时间为 2024 年 1 季度）



欧派多年沉淀, 品类发育全面, 迭代推出多款一体化风格。欧派家居厚积薄发, 品类丰富。2024年, 欧派核心四大品类衣柜、橱柜、木门和卫浴分别贡献收入51.74%/28.80%/6.00%/5.74%, 25H1分别贡献51.43%/29.21%/5.49%/6.07%。欧派目前核心品类均自研自产, 10大核心空间按需定制, 能够实现全空间全品类一站全配齐。针对消费者对于家装风格的一体化的追求, 欧派家居依托强劲的品类研发能力和产品协同能力着重落实整装一体化战略。2025年欧派家居迭代推出14种风格迥异的整装一体化风格, 整体迭代速度也处行业领先地位。

图表34: 欧派品类发育全面



图表35: 2025 欧派大家居云绮新品



来源: Wind、国金证券研究所

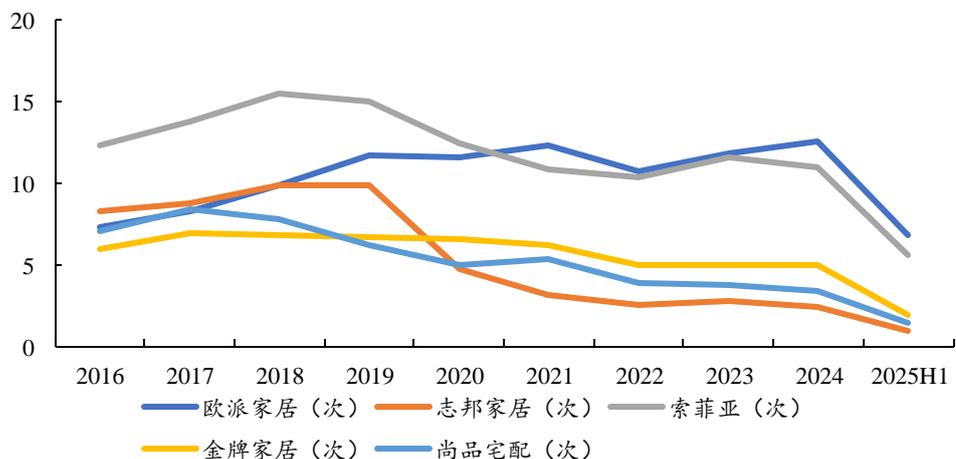
来源: 欧派集团官方公众号、国金证券研究所

2.1.2 供应链整合及生产制造能力系重要支柱, 欧派兼顾“精”和“广”

**夯实后端供应链整合及生产制造能力, 从供给侧助推行业格局优化。**以大家居融合销售中企业的非主营产品为例, 在自产非主营产品情况下, 头部企业核心优势在于原材料的整合: 1) 成本端, 头部家居公司具备一定的议价能力以应对原材料的价格波动风险, 极大程度地节约采购成本。2) 供应链管理方面, 原材料作为后端的基础环节, 为保证生产端顺利运转, 供应的及时性以及库存的合理管控也是关键。得益于多年不断优化管理体系, 欧派家居近几年的库存周转率持续提升, 存货周转次数从7.32次提升至12.51次, 周转天数从50天降至26天。

在主营产品方面, 对企业的生产制造能力提出更高要求, 集中表现需要“广”与“精”: 1) “广”即为**生产基地覆盖面广, 生产基地全国化布局**。目前欧派等头部企业生产基地已辐射全国。武汉智造基地工业4.0生产线全面投产, 自动化检测不良率改善60%, 带托运输比例提升至95.8%。区域定位精准, 供货响应速度和准确度均有明显优势, 并且对售后效率也有显著帮扶。欧派在2024年推出的“整装订单十天交付模式”以及一体化免费配送及安装服务就显著印证了其卓越的供应链与生产优势, 中小企业无疑较难跟进。

图表36: 欧派家居存货周转率较为领先

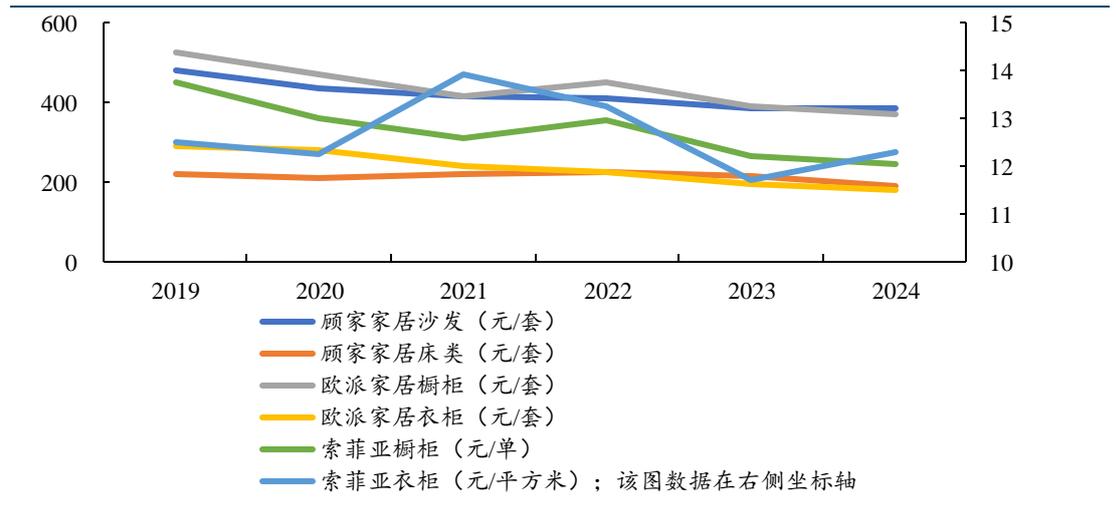


来源: Wind、国金证券研究所



2) “精”则是生产精细化，从品质和效率两方面体现。品质方面，强大的自动化生产能力可明显提升产品品质的一致性；效率方面，企业依托科学的流程管理提升生产效率，使得生产成本随之降低的同时也会使维修退换等售后问题减少。综合来看，精细化生产将明显优化企业生产成本，根据我们的测算，欧派、索菲亚及顾家近五年来单位人工制造成本均呈现下降趋势。其中，欧派衣柜品类单位人工成本由2019年的288.27元下降至2024年的180.82元，5年降幅37.27%；同期橱柜品类单位人工成本由2019年的524.85元降至2024年的370.80元/套，5年降幅达29.35%，这得益于欧派近年来多点布局生产基地，实现了生产资源的优化配置，并依托规模化生产与技术升级持续提升生产能力，有效摊薄了单位产品所负担的人工成本。

图表37：欧派衣柜单位人工成本5年降幅37.27%



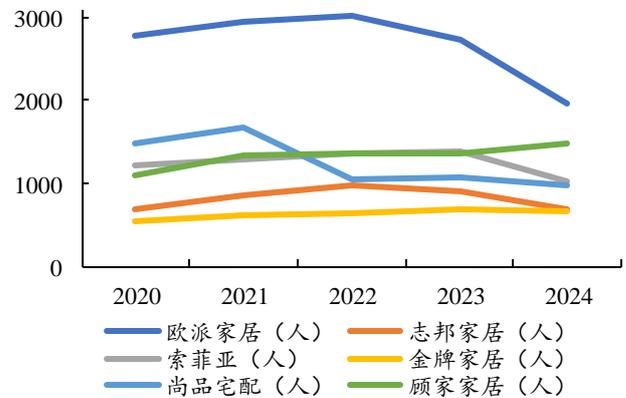
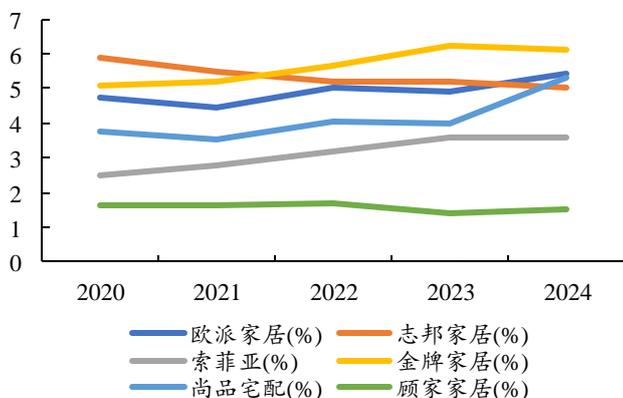
来源：各公司年报、国金证券研究所（注：索菲亚橱柜单位人工成本数据在右轴）

### 2.1.3 信息化能力成为重要基石，欧派研发投入领跑行业

各大家居企业研发投入持续稳固，自主研发信息化软件优势显著。大家居融合销售的趋势下，个性化需求依然存在，并且品类增多的情况下，对于前后端信息化均有更高要求，软件不仅在于提升前端设计、展示速度与质量从而提升转化率，而且也在于后端生产交付的及时性与准确性，并且需在全品类+全流程实现打通，更好满足需求变化。尤其是前后端信息化能力或是企业规模快速扩大之后的必须要素，一定程度上决定了企业发展的上限。近年来各大龙头家居企业也在加大信息化的研发投入力度。2024年，欧派家居研发费用率达到5.41%，超过行业龙头平均水平（4.50%）。多数头部企业研发人员数量超过1000人，均开始对前后端信息化软件进行不断迭代，此举正是为适应消费者需求而做出的战略、战术变化，而这将是中小品牌较难跟进的一项关键要素。

图表38：欧派研发费用率较高

图表39：欧派研发人员数量较多



来源：iFind、国金证券研究所

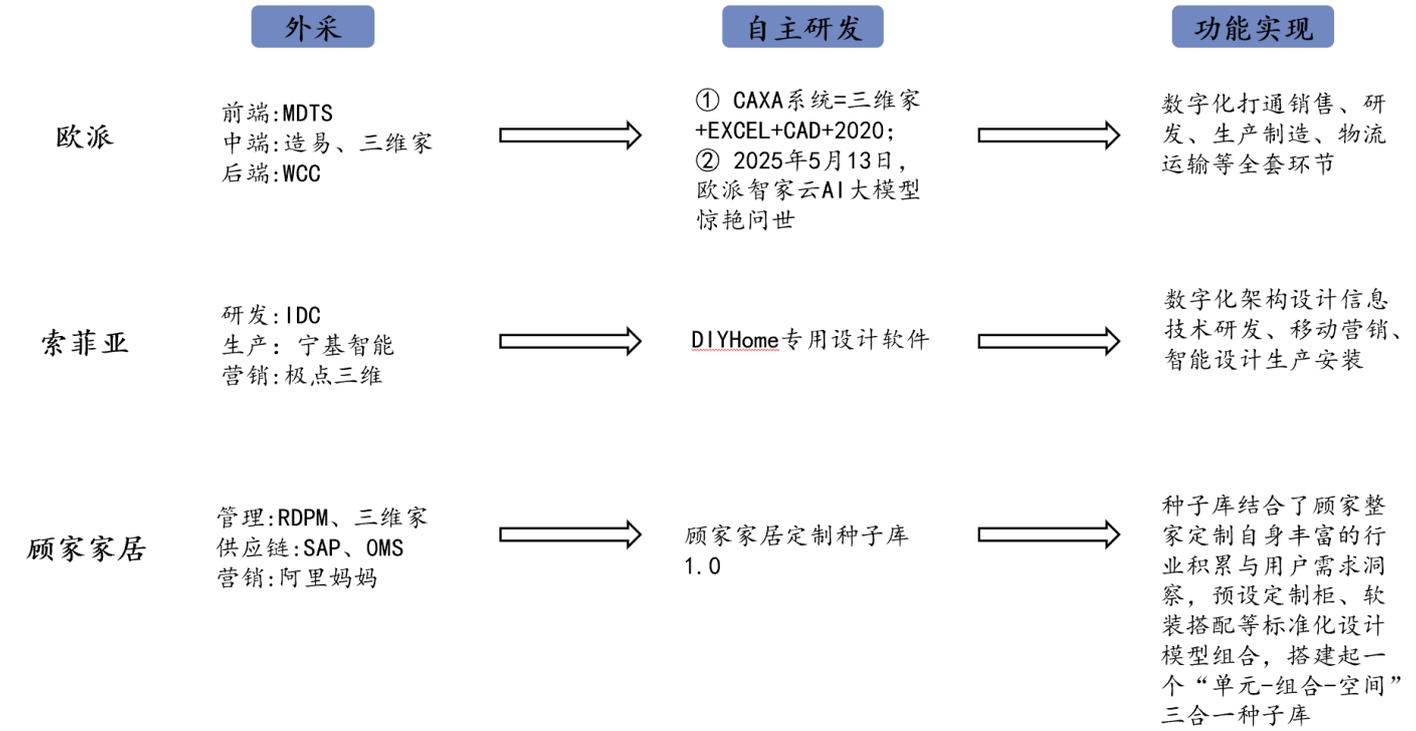
来源：iFind、国金证券研究所

在信息化软件迭代过程中，各大家居企业也逐渐从外采数字化系统到自主研发专门软件，致力于前后端打通以及软件集成化，最终实现设计、工艺、生产的无缝对接。以欧派最新



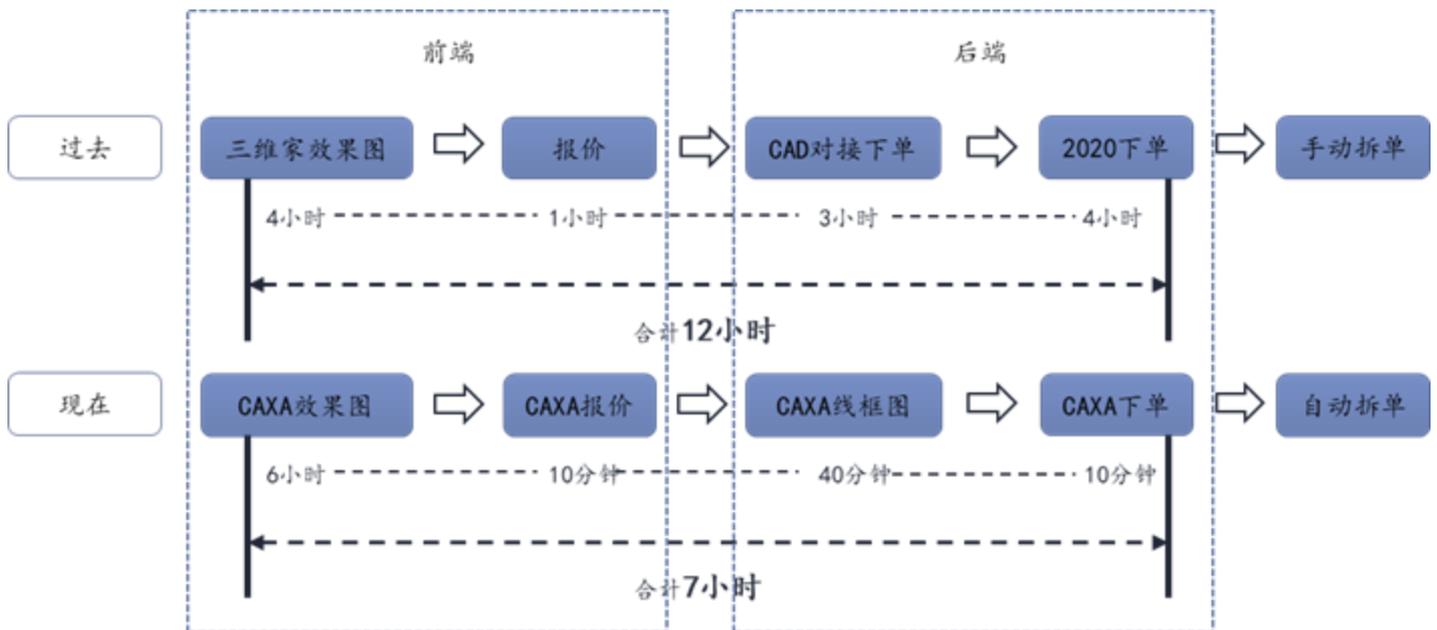
推出的欧派智家云 AI 大模型为例，不仅能为设计师提供前所未有的灵感创意与高效设计方案，还能够极大的提升设计效率，为消费者带来更加个性化、智能化的家居体验。“AI 一键生成”创新技术从毛坯房到完整设计方案仅需 1 分钟，并同步精准输出用料、报价及施工全流程监控。

图表40：各大家居企业信息化软件逐步迭代



来源：各公司官方公众号、国金证券研究所

图表41：欧派 CAXA 系统大幅提升前后端效率



来源：欧派整装大家居公众号、国金证券研究所

2.1.4 渠道赋能管理能力打开经营天花板，欧派多年底蕴已成体系

大家居时代品类融合营销，赋能管理能力决定经营难度上限。大家居业务包含品类繁多，

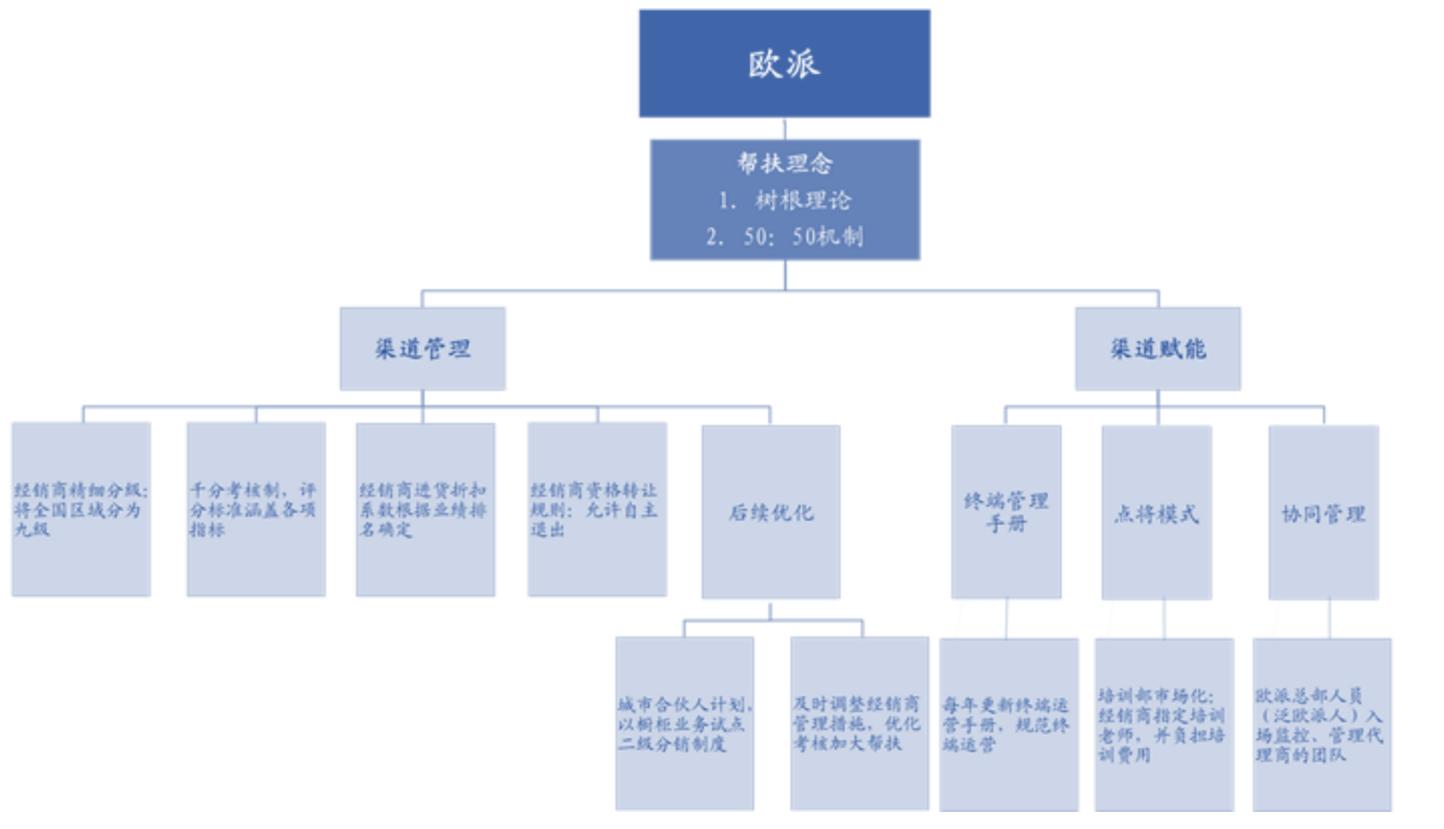


经销商需要做好品类融合营销并且增强设计安装能力，经营难度加大，并且在经销商规模较大之后如何让经销体系进一步健康成长十分考验品牌商赋能管理能力，赋能管理能力越强则更容易削弱经销商经营难度，为进一步下沉及做好品类融合打下基础，并且也有助于经销商在较大体量下进一步增长，而若无法实质性赋能，将可能面临经销商配合度较低、品类融合较难推进、经销体系逐渐混乱等问题，这将限制品牌商成长空间。

➤ 欧派在前端开店引流获客及后端安装交付上均形成一套相对完善的渠道管理与赋能体系。

1) 前端环节：欧派经多年实践，形成了一套相对完善的渠道管理与赋能体系，从前端各方面大力助益渠道端。欧派通过“树根理论”和“50:50机制”两大帮扶理念从渠道管理和渠道赋能两方面加强与经销商的链接。渠道管理主要从经销商分级、考核、进货折扣等方面加强管理；渠道赋能覆盖终端管理、协同管理，并通过点将模式对经销商进行有针对性的专项培训，全方面给予经销商系统有利的支持。公司通过管理和赋能助推经销商经营难度降低，将从供给端再次明显拉开与中小品牌差距。

图表42：欧派具有成熟的渠道赋能体系



来源：国金证券研究所

2) 后端安装售后：欧派家居数字赋能优化服务体验。2024年，欧派家居通过AI视觉检测、工艺标准化等举措，将一次性安装成功率提升至91%。据欧派集团官方公众号公布，欧派家居2024年净推荐值(NPS)达到61%，远超行业均值，反映了消费者对品牌的高度认可。

图表43：欧派家居净推荐值(NPS)远超行业均值

指标	2024年欧派家居	行业标杆值	超标率
净推荐值(NPS)	61.00%	38%	134%
一次性安装成功率	91.00%	/	/

来源：欧派集团官方公众号，国金研究所(注:NPS计算公式=(推荐者数-贬损者数)/总样本数×100%;行业标杆值为红星美凯龙、欧睿国际、艾瑞咨询等机构公开数据。)

## 2.2 组织力或是大家居竞争核心，欧派主动求变，积极提升

善用组织力追求熵减，家居行业本质或属组织能力密集型行业。从属性来看，家居行业不



需要巨大的资本投入也不具备极高的技术壁垒，很难称之为资本或技术密集型行业，并且随着信息化带动智能制造的发展，劳动密集型也将不再是家居行业的本质属性。家居行业具有价值链长、产品品类多、重服务的特征，不同产品之间存在搭配关联性，尤其是定制家居持续周期长，各个环节需要有顶层组织力充当粘合剂，将其长链条的各个节点完美贴合，产生协同效应，推动各环节完美联动，因此我们认为家居行业或本质上属于组织能力密集型行业。

行业从单品时代逐步发展到“整家定制”时代再到大家居时代，家居企业随着时间的推移公司规模逐渐壮大，整体组织尤其经销商体系复杂度增加，产生熵增的可能性随之增加。因此我们认为，在各种变化下不变的顶层竞争要素或就是企业的组织力竞争，其在错综复杂的家居服务链中显得尤为重要，随着时间推移公司规模扩大，希望进一步保证效率则需要善用组织力追求熵减，即开放企业体系、打破固有平衡、寻求非线性增长，帮助公司在规模壮大的同时保持有序发展。有序的企业及经销体系架构与组织建设或是最大化释放上述四项能力以支撑“大家居”业务乃至未来不同模式迭代发展的关键，也或是行业从供给侧推动格局优化的关键。

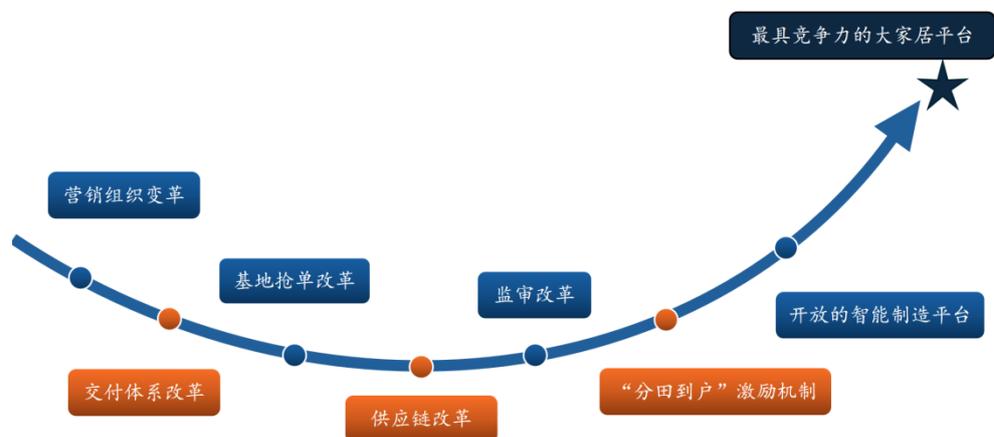
图表44：组织是实现规模与时间动态平衡的关键

有效管理规模增长	表现形式
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 识别前一主业成功因素，发展能力平台</li> <li>➢ 总结业务管理系统或模式优势，可供新业务发展参考借鉴</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 结构重组</li> <li>➢ 职能功能化</li> <li>➢ 功能平台化</li> <li>➢ .....</li> </ul>
追求熵减	表现形式
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 追求体系开放性</li> <li>➢ 不断打破体系内平衡</li> <li>➢ 追求非线性成长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 组织再造（创新）</li> <li>➢ 内部轮岗</li> <li>➢ 持续引入人才，注入新鲜血液</li> <li>➢ .....</li> </ul>

来源：国金证券研究所

欧派顺应大家居时代的需求，持续积极变革提升组织力。2025年3月25日，欧派举行整装营销大会并提出“顺势而为，全面变革”，将逐步落实营销机构变革、基地市场化竞争、交付中心变革、监察审计变革、供应链变革、“分田到户”变革和终端模式变革这七大变革，全面拥抱人工智能与数字化转型，追求熵减，提高组织力，集中企业资源落实整装大家居。整装大家居具体的组织力提升主要表现为两方面：1) 组织架构方面，公司开启营销组织架构改革匹配大家居战略，形成区域协同管理架构；2) 组织效率方面，公司优化低效单品类门店，集中资源发展大家居门店，利好终端经营质量提升。

图表45：欧派持续提升组织力



来源：公司业绩说明会，国金证券研究所



### 3. 后续展望：消费补贴+新家装全链生态闭环助推新成长

#### 3.1 补贴政策延续推动短期需求，地产政策宽松平稳中期需求

##### 3.1.1 家居补贴延续，持续拉动行业短期需求

国家发改委“以旧换新”政策继续加码，拉动家居行业短期需求。2025 年我国家居消费补贴政策在范围、力度和覆盖品类上均有所升级，重点支持绿色、智能、适老化产品及家装改造。发改委本次通知文件主要内容强调三个方面：**第一**，扩大支持范围，明确将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电纳入以旧换新补贴范围，并加大对家装厨卫“焕新”的支持力度，涵盖旧房装修、局部改造及适老化改造；**第二**，补贴标准提升，对于家电类，1 级能效/水效产品补贴售价的 20%，2 级及以下补贴 15%，单件最高 2000 元；**第三**，线上化渗透：京东、唯品会等平台接入补贴，打破区域限制。随着国补政策的延续和升级，2025 年家居行业或将迎来新的发展机遇。

图表46：2025 中央及各省市家居补贴细则梳理

地区	家居补贴细则	各品类是否有补贴		
		定制家具	软体家具	卫浴
发改委、财政部	按售价的 15% 予以补贴，每次补贴不超过 2000 元。		无明确补贴商品类别	
浙江	产品销售价格的 20%，每件（套）商品补贴不超过 2000 元	有	有	有
广东	每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元	有	有	有
上海	按产品销售价格的 15% 予以补贴，参与活动的每个支付渠道，补贴不超过 2000 元。（线上、线下渠道补贴限额分别计算）	有	有	有
江苏	最终销售价格的 15%，每人补贴金额不超过 1 万元		智能家居和绿色建材	
福建	按销售价格的 15% 予以补贴，购买装修材料、卫生洁具和家具照明三大类产品，每位消费者单笔消费最高补贴 2000 元，累计享受补贴不超过 1 万元	有	有	有
山东	按销售价格的 15% 予以补贴，每件补贴不超过 2000 元		无明确补贴商品类别	
安徽	按售价的 15% 予以补贴，每件补贴不超过 2000 元	无	有	有
陕西	按销售价格的 15% 给予立减补贴，每件补贴不超过 2000 元	无	有	有
广西	总价款的 15% 给予一次性补贴，每件补贴不超过 2000 元	有	无	有
重庆	按照不高于实际销售价格的 15% 给予直接补贴，单笔补贴上限 2000 元，每位消费者线上线下各限 2 次	有	有	有
四川	家装家居产品和智能家居产品按最终实际销售价格 15% 进行补贴	有	有	有

来源：各地政府官网、发改委、省商务厅、中建协整装定制与门窗幕墙委、国金证券研究所

2025 年，不同省份针对家装家居领域鼓励政策不断细化，家装家居领域显著受益。

省拓展家装家居补贴覆盖范围，新增智能家居（如扫地机器人）和常用家居（如床垫、沙发）等产品；广东省激发区域消费潜力，深圳重点支持智能家居（最高补贴 20%），广州侧重旧房改造（最高补贴 20%）；北京市家居产品基础补贴比例从 10% 提高至 15%；浙江省优化资金审核拨付流程加快资金兑付使用；陕西省家居产品补贴比例从 10% 提高至 15%。

图表47：各地以旧换新补贴政策不断细化

发布时间	发布内容	具体细则
2025.1.26	浙江省“立购立减”补贴	优化资金审核拨付流程，加快资金兑付使用。在确保资金安全的前提下，采取“预拨+清算”方式加快资金兑付，各地可以履约保函等形式预拨不低于 50% 的预拨资金，切实减轻商家垫资压力。
2025.1.27	北京市提高补贴比例	基础补贴从销售价格的 10% 给予补贴提升到 15%
2025.2.5	广东省内分区域特色政策	深圳重点支持智能家居（最高补贴 20%），广州侧重旧房改造（最高补贴



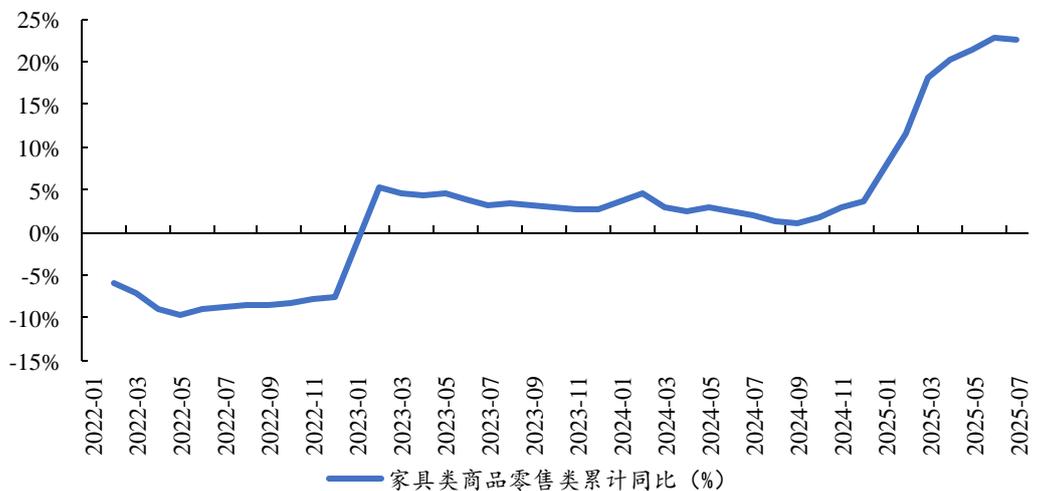
发布时间	发布内容	具体细则
2025.2.08	江苏省扩大智能化、绿色化家装家居补贴范围	支持智能化、绿色化家装家居产品消费，对个人消费者购买卫生洁具、家具和家居照明、智能家居等产品，补贴标准为最终销售价格的15%，每人补贴金额不超1万元。
2025.2.10	陕西省提高补贴比例，细化规定，补贴“13+9”类产品	陕西省家居产品补贴比例从10%提高至15%。

来源：各地政府官网、国金证券研究所

### 3.1.2 政策效果显现，家具销售情况显著提升

**家居补贴效果已开始显现，中国家具零售额持续提升。**2025年4-7月，中国家具零售额同比增长20.20%/21.40%/22.90%/22.60%。至2024年12月，家具零售额为193.6亿元，为近五年年底零售额次高，仅低于2019年12月家具零售额212.3亿元。随着国补政策继续加码，预期家居零售额短期内明显提振。

图表48：家具商品当月零售额持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.1.3 地产宽松政策频出，中期需求保持稳健态势

**地产调节力度不断加大，利好刚性需求释放，二手房和保障房成新亮点。**3月4日，自然资源部和财政部联合通知，抑制地价非理性上涨，并且盘活存量土地优先用于保障房；3月5日，国务院发布《政府工作报告》给核心城市的房地产政策松绑，释放潜在的购房需求；3月16日，中共中央办公厅和国务院发文《提振消费专项行动方案》帮助消化存量房库存，预计带动保障房建设提速；3月20日央行下调LPR利率，降低存量房贷压力，刺激改善型需求释放。

图表49：地产调控政策密集出台

推出时间	推出部门	补贴内容
2025/3/4	自然资源部、 财政部	①地方政府可发行专项债收购存量闲置土地，用于新增土地储备或保障房建设 ②优先支持京津冀、长三角等城市群的土地收储项目。
2025/3/5	国务院	《2025 政府工作报告》中指出：①需求端松绑：因城施策取消限购、限售，加力城中村和危旧房改造（目标 100 万套以上）；②供给端改革：控制新增用地供应，盘活存量商办用房，推进现房销售试点。③风险防控：发挥房地产融资协调机制作用，防范房企债务违约。
2025/3/16	中共中央办公 厅；国务院办 公厅	① 专项债收储商品房：允许地方政府专项债券支持收购存量商品房转为保障性住房；②公积金政策优化：扩大使用范围（如租房、加装电梯），支持灵活就业人员缴存试点；③税收优惠延续：契税减免政策延长至 2026 年，首套房契税补贴最高 10 万元。



推出时间	推出部门	补贴内容
2025/3/20	中国人民银行	① 5年期以上LPR降至3.6%，首套房贷利率下限取消，部分城市执行3.3%利率；②公积金贷款利率同步下调，首套利率降至2.6%。
2025/3/31	住建部	①建设标准升级：新建住宅层高不低于3米，4层及以上强制安装电梯；居住品质提升：楼板隔音≤65分贝，空调室外机需专用安装平台，公共区域强制覆盖移动通信信号；③现房销售推进：土拍阶段明确现房销售比例，试点范围扩大至30个省市。

来源：中国政府网、国金证券研究所

**地产成交面积下滑幅度持续收窄，二手房装修增强中期需求韧性。**2025年1月以来，全国商品房销售面积同比回暖，2月和3月同比出现正增长，4月虽回调，但整体降幅收窄，25H1相比24H1同比降幅3.76%。近年来，新房竣工、销售表现虽相对疲弱，但二手房装修需求逐步显现，后续家居装修需求仍具韧性。从政策发布后数据分析，25H1二手房周度成交面积同比增长21.79%。

我们通过以下四个基础假设测算中国理论装修需求：1) 当年销售，两年后交房 2) 假设一套房子两张床，换新率为100%，预期内更新频率不变 3) 单套房面积90平方米 4) 住宅第一次装修与后续翻新所用时间相同。

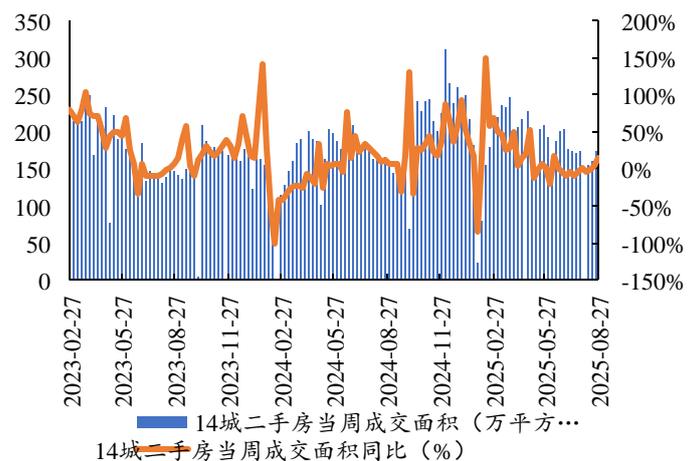
具体的测算逻辑如下：

- 1) 首先依据当年销售面积和2年后交房的假设计算出当年交房面积
- 2) 依据单套房平均面积90平方米的假设，计算出一手房装修套数：一手房装修套数(百万)=当年交房面积/90平方米
- 3) 按照当年交房面积和不同的更新周期(更新周期为10年/15年/20年)推算出二手房装修套数
- 4) 当年理论装修套数=一手房装修套数+二手房装修套数

根据我们的测算，中长期来看，15年更新周期下，2025-2027E装修套数分别为1670、1850、1890万套，在二手房装修需求支撑下，2026年装修套数有望扭转下滑趋势，无需过多担忧后续装修需求不足的问题。欧派通过针对性产品(如适老化改造套餐)切入存量市场，或能有效对冲新房需求疲软。

图表50：地产成交面积下滑幅度持续收窄

图表51：二手房装修增强中期需求韧性



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表52：2025-2027年中国理论装修需求套数测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
当年销售面积(万平方米)	154,878	156,532	114,630	94,800	81,450	77,377	75,056	72,804
销售面积增长率(%)	3.2%	1.1%	-26.8%	-17.3%	-14.1%	-5.0%	-3.0%	-3.0%



	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
当年交房面积预测 (万平方米)	147929	150144	154878	156,532	114,630	94,800	81,450	77,377
单套房平均面积(平方米)	90	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数 (百万)	16.44	16.68	17.21	17.39	12.74	10.53	9.05	8.60
二手房装修套数 (百万, 若更新周期=10年)	6.21	9.48	10.34	10.78	10.94	12.86	11.69	12.49
二手房装修套数 (百万, 若更新周期=15年)	3.17	3.76	5.53	6.04	7.68	6.21	9.48	10.34
二手房装修套数 (百万, 若更新周期=20年)	1.06	1.32	1.68	2.06	2.46	3.17	3.76	5.53
理论装修套数 (百万, 若更新周期=10年)	22.6	26.2	27.5	28.2	23.7	23.4	20.7	21.1
YOY (%)	-4.7%	15.5%	5.3%	2.3%	-16.0%	-1.2%	-11.3%	1.7%
理论装修套数 (百万, 若更新周期=15年)	19.6	20.4	22.7	23.4	20.4	16.7	18.5	18.9
YOY (%)	5.7%	4.3%	11.3%	3.1%	-12.9%	-18.0%	10.7%	2.2%
理论装修套数 (百万, 若更新周期=20年)	17.5	18.0	18.9	19.4	15.2	13.7	12.8	14.1
YOY (%)	8.7%	2.9%	4.9%	3.0%	-21.9%	-9.8%	-6.5%	10.3%

来源: Wind、国金证券研究所

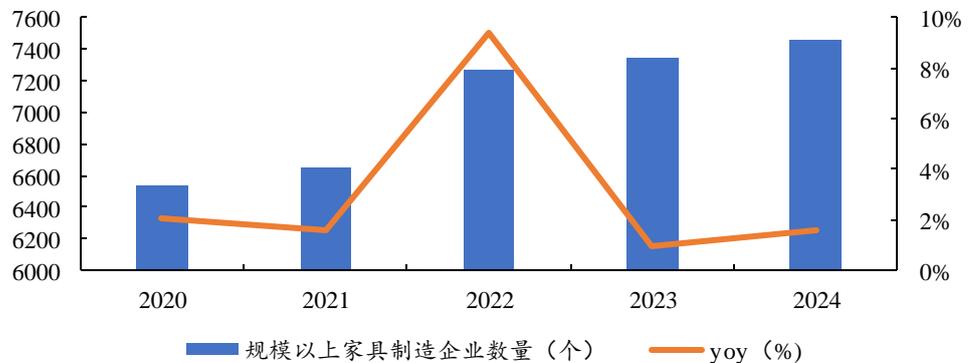
### 3.2 整装一体化+国补内外动能拓展客流，构建家装全链生态闭环

欧派家居抓住机遇拉升客流，客观上，国补力度加大且具有一定门槛，给予欧派提高市占率的机遇；主观上，欧派二维度构建“强定制+深整合”新家装全链生态闭环，横向维度上，获客链路前置，避免上游截流和竞争对手抢夺；纵向维度上，布局定装一体化，增加业务纵深，盘活全域产品客流，打通传统家装堵点，联合B端C端实现三赢。

#### 3.2.1 国补加码催化行业整合，欧派领跑显著受益

行业尚待进一步整合，优化后或能释放新潜力。2020-2024年规模以上家具制造企业数量为6544/6647/7273/7344/7459个，同比增速2.09%/1.57%/9.42%/0.98%/1.57%。家具制造企业数量逐年增加，虽增速放缓，但这表明家具行业整体仍在扩张，行业或因企业数量增加而导致市场份额争夺愈发激烈，制约了行业集中度的提升。

图表53: 家具制造行业企业数量整体增加，竞争相对激烈



来源: iFinD、国金证券研究所

政策春风给予欧派等头部企业契机，客观上加速行业集中度提高。随着国补政策进一步细化，部分省市对于企业资质和产品合规性有更细致的要求，这为中小企业参与国补政策设置了一定的准入门槛，客观上令消费者更青睐品质优良、享受补贴的头部品牌。欧派家居凭借长期积累的品牌声誉、成熟稳定的产品质量管控体系以及广泛覆盖的销售与服务网络，



同时兼顾产品力和质价比。更易于满足这些准入条件，进而成功争取到更多的补贴指标，获得更多政策红利与市场资源。在此背景下，行业集中度有望在补贴政策的催化下，进一步向欧派等头部企业汇聚，推动行业格局向集中化、高效化方向发展。

图表54：各地品牌商或经销商申请补贴要求梳理

城市	申报条件
上海	固定的品牌企业名单，提交符合规定的家居产品和销售记录。
广州	品牌商或经销商需要提供产品认证、销售报表以及产品环保性证明。
深圳	依法注册登记并在深圳从事商事活动的法人企业且2024年4月30日（含）前在国家统计局“统计联网直报平台”内的企业类别为“批发和零售业”；遵守活动要求，按照补贴标准足额补贴消费者等。
南京	政府详细公布可参与的品类与企业名单
武汉	公布已确定的品类和企业参与，品牌商已提交家居产品的合规证明和环保认证，销售业绩和产品定价材料需要明确披露。
重庆	公开征集方式，确定参与单位。符合条件的单位向属地区提交材料。
郑州	经企业自愿申报、县区推荐、实地查看、专家评审等程序
天津	依法登记注册在天津市。线下销售单位应具备线下实体家电（家居）商品销售卖场；线上销售单位有其线上平台或网店。

来源：各省市政府网站、官方公众号、国金证券研究所

**欧派响应国家政策，政企双补贴加速抢占市场。**在以旧换新政策存在一定准入壁垒以及额度限定的背景下，欧派家居通过让利加码补贴政策，形成政企双补贴，进一步刺激大家居消费市场。2024年9月20日，欧派重磅推出了企业补贴行动，消费者+99元可以享受健康升级补贴，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜系列衣柜与39800王牌臻选套餐产品；此外，更是在国家以旧换新政策的基础上加码补贴20%优惠，购买欧派橱衣木卫定制类产品，享合同金额20%的企业补贴金，最高1万元/户；企业补贴金可用于在欧派购买全球大牌家具家电产品，促销价之上再享20%补贴优惠，吸引大量消费者，加速抢占市场。

图表55：欧派升级消费补贴行动

图表56：欧派在国补基础上再度加码补贴



来源：欧派集团官方公众号、国金证券研究所

来源：欧派集团官方公众号、国金证券研究所

### 3.2.2 获客链路前置降低获客成本，整装一站式拓展全域客流

**欧派从两个维度入手拓展客流：横向维度上**，欧派获客链路前置，往上游装企合作布局，减少上游截流，增强客流把控力；**纵向维度上**，增加业务纵深，提出整装一站式战略，欧派提供全品类产品，为消费者提供一体化设计、一站式购齐、一揽子服务的家装解决方案，盘活全域产品客流。

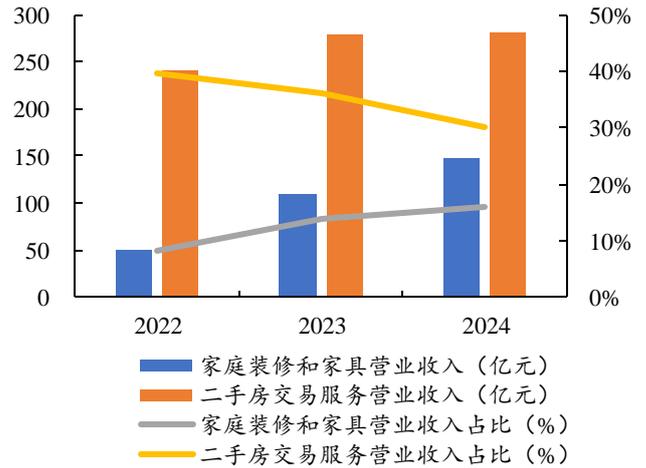
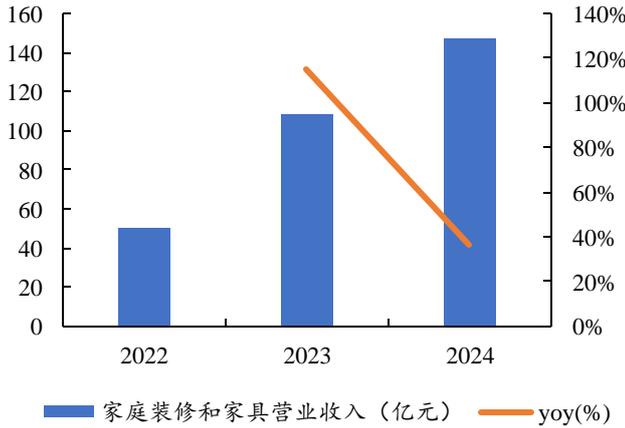
**获客链路前置提前锁定需求，加深装企合作降低获客成本。**欧派提倡“装修+定制”深度融合，欧派将营销节点前移至装修设计阶段，在客户确定装修方案时即嵌入欧派定制产品，提前锁定需求，减少后期竞品介入机会。截止2024年，欧派和家装公司的合作量级以及占到整个品牌销量接近4成。



获客链路前置撬动流量入口充满前景，已有类似成功案例。2021年7月，贝壳协议收购圣都家装100%股权，2022年4月完成收购，并依托其在房产中介领域积累的庞大用户资源，将找房与家装板块打通，使贝壳在家装市场的规模和影响力逐步扩大。2022-2024，家装家居业务贡献收入分别为50.47/108.50/147.69亿元，2023-2024同比增长115.00%/36.11%。相比于贝壳传统优势业务二手房交易与服务，贝壳家装家具业务在整体营收中占比继续上升，2022-2024年，营收占比8.32%/13.95%/15.80%，在营收贡献中已达二手房相关业务的52.7%，成为集团内第二增长曲线。贝壳家居板块的成功侧面印证了前端家装迁移的可行性和获利可能性，欧派通过获客链路前置加强对客流的把控力，避免上游截流，扩大前端客流。

图表57：贝壳在家装市场规模逐步扩大

图表58：贝壳家装家具业务在整体营收中占比继续上升



来源：Wind，国金研究所

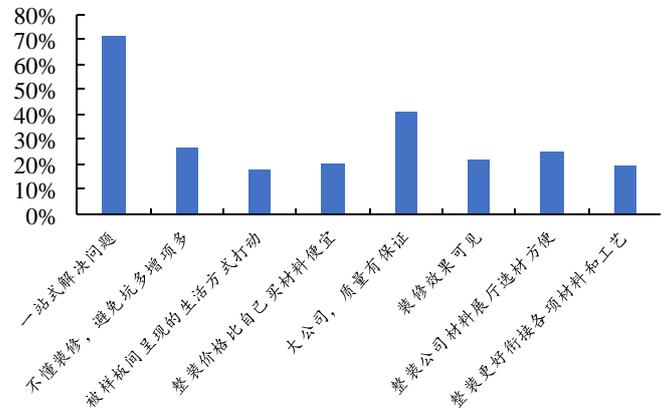
来源：Wind，国金证券研究所

以定制为主导的一站式全包“新家装”模式为全域产品引流，打通传统家装堵点。欧派提倡一站式解决方案，与装企强强联合，以欧派的产品一站式叠加装企的服务一站式，实现整装一站式服务商转型。具体而言，欧派提供全品类产品，装企做好设计、产品安装、装修施工等服务流程，共同为消费者提供一体化设计、一站式购齐、一揽子服务的家装解决方案。

“定装一体化”新战略惠益全生态，联合B端C端实现三赢。从企业端而言，一站式整装客观而言能盘活企业客流，打通传统家装堵点，为全域产品引流，增加业务纵深，充分提高客流利用率；从装企而言，欧派推动装企向一站式装修服务商转型，提高终端经营效率，控制经营成本，重构行业业务发展逻辑，推动服务模式的迭代变革；从消费者而言，一站式整装帮助消费者一站式解决问题，减轻消费者对于质量不佳、增项多的担忧。

图表59：欧派推出全链生态新家装

图表60：消费者选择整装的原因



来源：欧派集团官方公众号、国金证券研究所

来源：中装协住宅产业分会，国金证券研究所

### 3.3 套餐销售叠加整装战略，双管齐下助力客单价上探

消费者对定制化和一体化方案接受度持续提升，欧派套餐销售+定装一体化具备市场。定



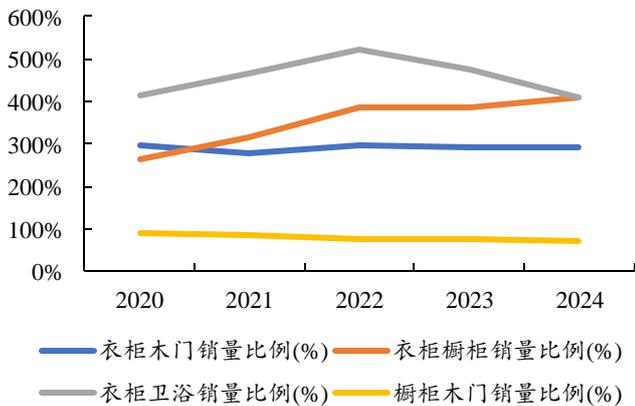
制化和一体化的市场培育已经逐渐成熟，据《酷家乐 2024 年全空间趋势报告》，2024 年家装企业中同时含成品、定制模型的客户数增长 13%；据艾瑞咨询《2024 中国家居市场消费洞察报告》，在调研群体中，66.3%的消费者寻找一站式家装公司的服务，尤其是一线及新一线城市消费者的一站式家装需求更加明显，占比高达 70.4%。这说明欧派推出套餐销售+整装一体化是顺应市场、抓住机遇的合适之举。

**整装一体化战略方向正确。**一方面，多产品融合销售配合个性化设计与安装服务，不仅满足了消费者便捷选购的心理，也在无形中使得顾客的单次购买金额大幅提升；另一方面，通过将产品嵌入到家装流程前期，在家装设计阶段便能将自家产品优势融入方案，不仅提高了产品适配度，还因深度参与家装流程，使得客户在选择家居产品时更倾向于欧派家居，进而推动客单价上升。

**欧派套餐销售+整装一体化初现成效，连带率客单价拉升。**欧派主推的最新套餐主要包含 19800、29800、39800、49800、59800 和 139800 这六档，带动单店连带率和客单价提高。以嘉禾欧派衣柜商场为例，通过小区样板间“窗门墙柜”全场景一体化展示，实现门窗户配比高达 50%；以顺德欧派整装大家居商场为例，通过创新全案销售模式，门窗均单值达 3.3 万，门窗业务斩获 25% 净利润率。今年，欧派将进一步针对市场喜好，全面迭新 49800 全案大家居套餐，升级花色再加码家具家电标配升级形成真正的整装一体化家装体验，让品质家装持续以“超高性价比”来到千万家庭。

图表61：欧派橱柜衣柜连带销售趋势渐涨

图表62：欧派 49800 全案大家居套餐



来源：iFinD、国金证券研究所

来源：欧派集团官方公众号、国金证券研究所

图表63：欧派家居主推套餐梳理

套餐价格段	套餐名称	套餐内容	套餐优势	适用人群
19800	家具普惠套餐	客厅家具：沙发（4 选 1）+茶几（1.2/1.3 米通选）；餐厅家具：餐桌（1.4/1.6 米通选）+餐椅 4 把；卧室家具：软床（1.5/1.8 米通选）+床垫（1.5/1.8 米通选）	①入门级套餐，覆盖基础收纳需求 ②支持局部改造（如增加抽屉需加价）	局部装修或过渡性需求
29800	全屋定制套餐	客厅家具：沙发（18 选 1）+茶几（5 选 1）；餐厅家具：餐桌（5 选 1）+餐椅 4 把（5 选 1）；卧室家具：软床（11 选 2）+床垫（6 选 2）	选择多，品质高，性价比高，款式任选，花色任选	预算有限的小户型用户
39800	全案甄选拎包入住套餐	方案一：ENF 级全屋定制+	①环保升级 ENF 级板材 +	



套餐价格段	套餐名称	套餐内容	套餐优势	适用人群
		芝华仕高端家具+背景墙+ 窗帘；方案二：橱柜+ENF 全屋定制+木门+卫浴	净醛技术②大牌整合：芝 华仕家具 + 欧派智能晾 衣机（二选一）	中高端品质追求者
49800	全案大家居套餐	柜类定制：20 m <sup>2</sup> PET 奢 品板材衣柜 + 7m 抗菌橱 柜；家具：10 件全屋家具 卫浴：四件品质卫浴；电 器：欧派烟灶水槽龙头； 门墙：3 m <sup>2</sup> 轻奢背景墙；3 个时尚房门	①全品类一站式配齐（橱 衣木卫配），标配大牌家 具家电	刚需改善型家庭
59800	全案奢感拎包入住套餐	方案一：奢感 ENF 级全屋 定制+奢感家具+奢感背景 墙+美学窗帘；方案二： 橱柜+奢感 ENF 级全屋定 制+木门+卫浴+淋浴房+钛 镁合金门	① 高标工艺，高定美 学，高阶环保； ② 满足用户对于整家装 修的颜值和品质的需 求	对生活美学、生活格调有 一定追求的人群
139800	全能整装套餐	涵盖人工、灯具、地板、 窗帘、瓷砖、主材、辅 材、乳胶漆、家具、卫生 间、花洒、马桶、开关插 座、橱柜、家电、品牌售 后	①一站全包，省心入住	针对房屋原始结构不拆改 80 m <sup>2</sup> 户型毛坯装修

来源：欧派集团官方公众号、泛家居圈公众号、国金证券研究所（注：具体情况根据地方门市有一定调整）

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 收入端预测

- 橱柜：欧派家居橱柜业务收入后续有望增长。**存量房改造浪潮中，厨房翻新需求旺盛，消费者追求个性化、智能化橱柜，欧派凭借精湛工艺与定制专长精准契合需求。其中，零售渠道受存量房市场渗透率阶段性饱和及消费者转向一站式整装趋势影响，传统零售需求收缩；然而，家装领域作为柜类定制核心，与衣柜联动，为消费者打造风格统一的家居空间，一站式服务提升购买便利性，整装渠道受益于与家装公司深度合作及套餐化销售策略，呈现逆势增长态势。线上线下融合拓展，整装合作、电商引流双管齐下，品牌宣传与专业售后加持，全方位驱动营收上扬。我们预计 2025-2027 年欧派橱柜业务营收分别增长 0.5%/4.2%/4.3%，预计毛利率分别为 35.9%/36.2%/36.4%。
- 衣柜：欧派衣柜业务后续收入增长动力充足。**随着市场对收纳需求攀升，家居风格统一化受青睐，欧派全屋定制能完美适配。整装渠道依托与橱柜业务的协同效应，提供全屋定制方案，强化前端家装资源锁定，收益稳步提升。通过与橱柜协同，提供连贯家装方案，满足审美与实用诉求，同时依靠优质服务积累口碑，老带新效应显著，驱动业务增长。我们预计 2025-2027 年欧派衣柜业务营收分别增长 0.3%/5.1%/5.0%，预计毛利率分别为 39.6%/39.8%/39.8%。
- 卫浴：2025 年欧派卫浴业务有增长契机。**当前市场，消费者热衷高品质、智能化卫浴，旧卫改造市场广阔，欧派全卫定制正好契合。欧派卫浴依托整装项目，与家装流程深度融合，为客户量身定制全卫方案，从单品供应迈向空间打造，助推收入攀升。智能化产品迭代及中高端消费需求释放，使得零售渠道恢复性增长，渠道服务升级带动转



化率。同时，整装渠道，与家装流程深度绑定，通过空间定制方案提升配套率，收益预计增速稳健。我们预计 2025-2027 年欧派卫浴业务营收分别增长 2.2%/8.7%/8.2%，预计毛利率分别为 28.5%/29.0%/29.2%。

- 4) **木门：欧派木门业务前景可观。**整装渠道表现亮眼，通过前端家装入口抢占流量，叠加套餐绑定策略提升连带销售。同时，大宗渠道由于地产链拖累效应持续，收益可能会小幅收缩，但公司通过成本管控与交付效率优化可部分对冲风险。总体来说，木门与衣柜、橱柜紧密连带，在家装前端锁定客源，以风格匹配、套餐优惠激发购买欲，加之款式紧跟潮流、工艺精研升级，欧派良好的品牌声誉，综合拉动收入增长。我们预计 2025-2027 年欧派木门业务营收分别增长 2.5%/7.2%/8.1%，预计毛利率分别为 27.5%/28.0%/28.5%。

**费用端预测：**

- 1) **销售费率：**公司在整装拓展与零售大家居齐头并进，销售模式迭代创新和帮扶让利并举，稳健开展传统经销商转型，预计 2025-2027 年销售费率将保持较高水平，分别为 9.00%/9.00%/9.00%。
- 2) **管理费率：**公司全员费用考核机制成熟有效，员工薪酬支出稳定，预计 2025-2027 年管理费率分别为 6.20%/6.15%/6.15%。
- 3) **研发费率：**为应对家居行业冰寒之境的挑战，公司积极变革创新，预计未来几年公司将持续保持较高水平的研发投入，预计 2025-2027 年研发费率分别为 4.70%/4.70%/4.70%。

**图表64：欧派家居分产品营业收入预测表**

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>橱柜</b>					
营业收入	7,030	5,450	5,477	5,707	5,953
收入同比	-2.00%	-22.50%	0.50%	4.20%	4.30%
毛利率	34.30%	35.60%	35.90%	36.20%	36.40%
<b>衣柜</b>					
营业收入	11,949	9,791	9,820	10,323	10,841
收入同比	-1.60%	-18.10%	0.30%	5.10%	5.00%
毛利率	36.50%	39.40%	39.60%	39.80%	39.80%
<b>卫浴</b>					
营业收入	1,128	1,087	1,111	1,208	1,307
收入同比	9.00%	-3.60%	2.20%	8.70%	8.20%
毛利率	25.90%	27.80%	28.50%	29.00%	29.20%
<b>木门</b>					
营业收入	1,378	1,135	1,163	1,247	1,348
收入同比	2.40%	-17.70%	2.50%	7.20%	8.10%
毛利率	21.50%	25.70%	27.50%	28.00%	28.50%
<b>总计</b>					
营业收入	22,782	18,925	19,078	20,035	21,046
同比增速	1.30%	-16.90%	0.80%	5.00%	5.00%
毛利率	34.20%	35.90%	36.30%	36.40%	36.40%

数据来源：公司财报，国金证券研究所测算

**4.2 投资建议**

欧派家居作为国内定制家居龙头企业，即使受地产下行与自身战略调整双重因素影响导致短期业绩存在一定波动，但仍凭借多年积累占据市场主要份额，整装业务更是关键增长引擎。通过整合橱柜、衣柜、卫浴、木门等核心品类，欧派从设计源头实现一体化，一站式满足全屋定制需求，避免消费者东奔西走拼凑家装。其不仅为客户节省时间精力，还以专业搭配激发连带消费，客单价显著提升。同时，欧派借整装深化与装企合作，拓展客源，扩大市场覆盖。依托强大供应链，保障产品高品质、快交付，成本管控到位。线上线下的协



同引流，线上精准推送吸引流量，线下“找房”策略锁定小区客户，导入整装业务。随着整装战略持续发力，欧派将开辟更大增长空间，持续领航家居行业。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入各为 190.8/200.4/210.5 亿元，同比增长分别为 0.8%/5.0%/5.0%；归母净利润分别为 27.3/28.8/30.4 亿元，同比分别增长 +4.9%/+5.6%/+5.7%。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 4.48/4.73/5.00 元，当前股价对应 PE 分别为 12.26/11.60/10.98 倍，给予 15 倍 PE，目标价 67.20 元，维持“买入”评级。

图表65：欧派家居可比公司估值情况

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002572.SZ	索菲亚	13.45	1.31	1.42	1.34	1.46	1.59	10.59	9.72	8.93
603816.SH	顾家家居	29.20	2.44	1.72	2.38	2.61	2.90	12.08	10.98	9.88
001323.SZ	慕思股份	29.05	2.01	1.92	1.78	1.87	2.08	16.80		
300616.SZ	尚品宅配	12.88	0.33	-0.96	0.32	0.53	0.65	42.72	26.21	21.21
603180.SH	金牌家居	19.99	1.89	1.29	1.46	1.57	1.71	13.84	12.83	11.81
603801.SH	志邦家居	9.94	1.36	0.88	0.81	0.89	0.98	12.39	11.27	10.28
可比公司均值								<b>18.07</b>	<b>14.50</b>	<b>12.74</b>
<b>603833.SH</b>	<b>欧派家居</b>	<b>54.85</b>	<b>4.98</b>	<b>4.27</b>	<b>4.47</b>	<b>4.73</b>	<b>5.00</b>	<b>12.26</b>	<b>11.60</b>	<b>10.98</b>

数据来源：Wind，国金证券研究所测算。股价为 2025/9/4 数据，其中可比公司中，索菲亚、顾家家居、慕思股份和志邦家居采用国金研究所预测，其余公司采用 wind 一致预测。

## 5. 风险提示

- 1) **家居需求相对不足。**地产行业仍处于调整转型期，家居需求可能相对不足，可能对公司业绩以及终端销售模式和渠道造成一定影响。
- 2) **内外部市场竞争加剧。**从内部来看，定制家具行业处于从成长期向成熟期的换挡期，为抢占更多市场份额，主流家居企业内部竞争加剧；从外部来看，整装大家居快速崛起，部分整装或跨界企业延伸产品价值链，行业跨界进入者增多。
- 3) **政策落地效果不及预期。**虽然国补逐步加码，房地产政策松绑都利于释放需求，但是政策显现需要一定时间，可能无法在短期内对公司业绩提升有显著影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>22,480</b>	<b>22,782</b>	<b>18,925</b>	<b>19,078</b>	<b>20,035</b>	<b>21,046</b>	货币资金	8,270	12,575	7,789	10,102	10,556	11,046
增长率	1.3%	-16.9%	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%	应收款项	1,664	1,517	1,332	1,749	1,837	1,929
<b>主营业务成本</b>	<b>-15,374</b>	<b>-15,000</b>	<b>-12,128</b>	<b>-12,147</b>	<b>-12,740</b>	<b>-13,375</b>	存货	1,414	1,132	806	1,044	1,095	1,149
%销售收入	68.4%	65.8%	64.1%	63.7%	63.6%	63.6%	其他流动资产	2,032	1,142	4,869	5,370	5,928	6,296
毛利	7,105	7,782	6,797	6,931	7,296	7,671	流动资产	13,381	16,365	14,796	18,265	19,416	20,421
%销售收入	31.6%	34.2%	35.9%	36.3%	36.4%	36.4%	%总资产	46.8%	47.6%	42.0%	46.9%	47.2%	47.3%
营业税金及附加	-168	-165	-171	-172	-180	-189	长期投资	1,697	1,548	2,308	2,308	2,308	2,308
%销售收入	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	8,119	9,008	9,081	9,151	9,187	9,228
销售费用	-1,679	-1,982	-1,893	-1,717	-1,803	-1,894	%总资产	28.4%	26.2%	25.8%	23.5%	22.3%	21.4%
%销售收入	7.5%	8.7%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%	无形资产	1,161	1,113	1,077	1,146	1,163	1,177
管理费用	-1,336	-1,401	-1,301	-1,202	-1,242	-1,294	非流动资产	15,230	17,982	20,429	20,662	21,716	22,774
%销售收入	5.9%	6.2%	6.9%	6.3%	6.2%	6.2%	%总资产	53.2%	52.4%	58.0%	53.1%	52.8%	52.7%
研发费用	-1,123	-1,126	-1,023	-916	-952	-989	<b>资产总计</b>	<b>28,611</b>	<b>34,347</b>	<b>35,225</b>	<b>38,927</b>	<b>41,131</b>	<b>43,195</b>
%销售收入	5.0%	4.9%	5.4%	4.8%	4.8%	4.7%	短期借款	4,826	7,854	7,004	10,315	10,500	10,425
息税前利润 (EBIT)	2,799	3,108	2,407	2,924	3,118	3,304	应付款项	2,820	2,723	3,065	2,862	3,000	3,148
%销售收入	12.5%	13.6%	12.7%	15.3%	15.6%	15.7%	其他流动负债	2,029	2,602	3,650	2,895	3,041	3,196
财务费用	247	308	249	-229	-266	-263	流动负债	9,675	13,180	13,718	16,072	16,541	16,770
%销售收入	-1.1%	-1.4%	-1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	长期贷款	5	607	4	4	4	4
资产减值损失	-100	-238	-127	-21	-1	-1	其他长期负债	2,417	2,444	2,445	2,242	2,240	2,239
公允价值变动收益	-34	-22	61	0	0	0	<b>负债</b>	<b>12,097</b>	<b>16,231</b>	<b>16,166</b>	<b>18,318</b>	<b>18,785</b>	<b>19,012</b>
投资收益	23	88	90	100	100	100	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,508</b>	<b>18,117</b>	<b>19,052</b>	<b>20,592</b>	<b>22,320</b>	<b>24,147</b>
%税前利润	0.8%	2.5%	3.0%	3.2%	3.0%	2.8%	其中：股本	609	609	609	609	609	609
营业利润	3,056	3,513	2,996	3,134	3,311	3,500	未分配利润	10,698	12,668	13,656	15,291	17,019	18,845
%销售收入	13.6%	15.4%	15.8%	16.4%	16.5%	16.6%	少数股东权益	6	-1	7	16	26	36
营业外收支	12	24	-2	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,611</b>	<b>34,347</b>	<b>35,225</b>	<b>38,927</b>	<b>41,131</b>	<b>43,195</b>
税前利润	<b>3,068</b>	<b>3,537</b>	<b>2,995</b>	<b>3,144</b>	<b>3,321</b>	<b>3,510</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	13.6%	15.5%	15.8%	16.5%	16.6%	16.7%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-385	-511	-391	-409	-432	-456	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.6%	14.5%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	4.413	4.983	4.267	4.475	4.727	4.997
净利润	2,683	3,025	2,603	2,736	2,889	3,054	每股净资产	27.100	29.742	31.277	33.805	36.641	39.640
少数股东损益	-6	-10	4	10	10	10	全净流						
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,688</b>	<b>3,036</b>	<b>2,599</b>	<b>2,726</b>	<b>2,879</b>	<b>3,044</b>	每股股利	1.771	2.760	2.480	1.790	1.891	1.999
净利率	12.0%	13.3%	13.7%	14.3%	14.4%	14.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.29%	16.76%	13.64%	13.24%	12.90%	12.61%
							总资产收益率	9.40%	8.84%	7.38%	7.00%	7.00%	7.05%
							投入资本收益率	10.61%	9.35%	7.47%	7.78%	7.84%	7.90%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	9.97%	1.35%	-16.93%	0.81%	5.02%	5.04%
							EBIT 增长率	-3.32%	11.01%	-22.53%	21.47%	6.63%	5.96%
							净利润增长率	0.86%	12.92%	-14.38%	4.87%	5.64%	5.72%
							总资产增长率	22.31%	20.05%	2.56%	10.51%	5.66%	5.02%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	19.2	21.8	24.9	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	34.2	31.0	29.2	32.0	32.0	32.0
							应付账款周转天数	46.6	43.8	46.7	47.0	47.0	47.0
							固定资产周转天数	108.6	113.2	164.5	158.8	146.4	134.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-15.98%	-14.65%	-3.11%	0.52%	-2.07%	-5.49%
							EBIT 利息保障倍数	-11.3	-10.1	-9.7	12.8	11.7	12.6
							资产负债率	42.28%	47.25%	45.89%	47.06%	45.67%	44.01%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	10	10	10	15	44
增持	2	4	5	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.17</b>	<b>1.29</b>	<b>1.33</b>	<b>1.40</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究