

毛利率实现提升，直营渠道稳增长

——欧派家居(603833)2025 年三季报点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025 年 10 月 31 日

轻工制造-----定制家居

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhzq.com

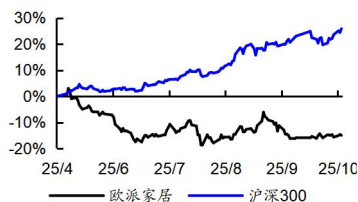
022-23839135

评级：增持

上次评级：增持

最新收盘价：53.71

最近半年股价相对走势



相关研究报告

一季度利润增长超 40%，今年业绩向好可期待——欧派家居(603833)2025 年一季报点评

2025.04.30

2024 年业绩同比下降，但合同负债增长显著——欧派家居(603833)2024 年年报点评

2025.04.28

预计去年第四季度有边际改善，期待今年逐步复苏——欧派家居（603833）事件点评

2025.01.20

事件：

公司公告 2025 年三季报，实现营收 132.14 亿元，同比下降 4.79%，归母净利润 18.32 亿元，同比下降 9.77%，基本每股收益 3.01 元。

点评：

● 公司毛利率提升，严格控费下研发费用率仍有提升

今年前三季度，公司整体业绩承压，但通过加速构建开放式智能制造平台、大供应链改革等措施，推动毛利率同比提升 1.65 个百分点，为 37.19%。公司今年持续加强成本及费用控制，前三季度期间费用率为 19.14%，同比下降 0.57 个百分点，其中，销售费用同比下降 0.56 个百分点。今年公司全面应用人工智能技术优化全价值链，研发模式持续优化迭代，通过强化生活方式研究、定装一体化、定制与成品一体化及 AI 设计等策略，推动大家居研发内核落地，实现全案研发全面转型。在严格控费的背景下，前三季度公司研发费用率仍同比提升 0.26 个百分点。今年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 27.44 亿元，同比增长 1.61%。

● 直营渠道仍保持平稳发展，海外业务颇有进展

今年房地产行业及家居行业的深度调整与转型挑战依然持续，公司一方面快速响应行业生态转型的市场机遇，另一方面坚定围绕大家居发展战略，从“规模扩张”向“价值升维”转型。分产品看，前三季度，公司橱柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门分别实现收入 38.35 亿元、67.86 亿元、7.87 亿元、7.83 亿元，同比分别下降 4.80%、5.58%、1.57%、5.07%。分渠道看，公司直营店、经销店、大宗业务分别实现收入 5.50 亿元、99.34 亿元、20.66 亿元，同比分别变动+4.11%、-4.42%、-11.99%。海外业务方面，公司持续强化市场投入，聚焦核心市场品牌投放，加速提升全球曝光度。截至今年上半年，公司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合作伙伴合作，实现海外工程订单业绩超 40%的同比增长。

● 盈利预测与评级

公司作为行业龙头，大家居战略深化推进，并持续提升经营质量。基于公司三季报情况，在中性情景下，我们调整公司 2025-2027 年 EPS 预测分别为 4.14 元/4.45 元/4.73 元，对应 2025 年 PE 为 12.98 倍，略高于可比公司均值，但考虑到公司为行业龙头企业，可享有一定估值溢价，故维持“增持”评级。

● 风险提示

市场需求变化的风险

家居行业属于房地产后周期行业，受房地产销售不景气以及房屋销售结构变化等因素影响，家具行业内的竞争将更加激烈，可能对公司业绩达成以及终端销售模式和渠道造成较大影响。

市场竞争加剧的风险

定制家具行业正处于从成长期向成熟期的换挡期，加之上市公司募投项目产

能释放等因素相互交杂，为抢占更多市场份额，主流家居企业内部存在竞争加剧的风险。

原材料价格波动的风险

公司生产的定制家具产品原材料包括刨花板、中纤板、功能五金件、石英石板材及外购的部分电器，原材料价格变化对公司生产成本的影响较大。若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司盈利水平带来不确定性影响。

经销商管理风险

经销商专卖店销售模式是定制家具行业主要的销售模式，零售经销商渠道是公司最主要的销售渠道。若出现经销商未按照协议约定进行销售、业务宣传或者不履行销售责任，可能对公司的品牌形象、客户口碑带来负面影响。

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,782	18,925	18,327	19,125	20,097
(+/-)%	1.3%	-16.9%	-3.2%	4.4%	5.1%
息税前利润（EBIT）	3,139	2,595	2,611	2,860	3,042
(+/-)%	11.4%	-17.3%	0.6%	9.5%	6.3%
归母净利润	3,036	2,599	2,521	2,714	2,881
(+/-)%	12.9%	-14.4%	-3.0%	7.6%	6.2%
每股收益（元）	4.98	4.29	4.14	4.45	4.73

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
货币资金	12,575	7,789	7,076	7,377	8,109	营业收入	22,782	18,925	18,327	19,125	20,097
应收票据及应收账款	1,404	1,231	1,106	1,079	1,063	营业成本	15,000	12,128	11,554	11,978	12,572
预付账款	100	59	58	60	63	营业税金及附加	165	171	169	174	177
其他应收款	112	88	84	82	81	销售费用	1,982	1,893	1,818	1,909	2,004
存货	1,132	806	770	815	877	管理费用	1,401	1,301	1,298	1,352	1,407
其他流动资产	269	397	402	407	407	研发费用	1,126	1,023	1,032	1,100	1,166
流动资产合计	16,365	14,796	14,740	15,065	15,845	财务费用	-308	-249	-347	-321	-333
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产合计	7,066	8,531	8,604	8,682	8,788	信用减值损失	-238	-127	-77	-68	-62
无形资产	1,033	1,019	1,022	1,024	1,026	其他收益	270	315	279	287	299
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	88	90	-51	21	24
长期待摊费用	80	58	63	66	68	公允价值变动收益	-22	61	0	0	0
其他非流动资产	6,044	7,676	8,293	8,293	8,293	资产处置收益	-1	1	1	1	2
资产总计	34,347	35,225	36,225	36,777	37,720	营业利润	3,513	2,996	2,956	3,175	3,368
短期借款	7,796	6,974	6,219	5,683	5,255	营业外收支	24	-2	2	6	7
应付票据及应付账款	1,746	1,872	1,861	1,990	2,130	利润总额	3,537	2,995	2,958	3,181	3,375
预收账款	504	569	568	578	595	所得税费用	511	391	434	464	491
应付职工薪酬	601	442	423	449	478	净利润	3,025	2,603	2,524	2,716	2,884
应交税费	351	590	577	604	637	归属于母公司所有者的净利润	3,036	2,599	2,521	2,714	2,881
其他流动负债	124	85	105	135	171	少数股东损益	-10	4	3	3	3
长期借款	607	4	3	3	3	基本每股收益	4.98	4.29	4.14	4.45	4.73
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	16,231	16,166	15,329	15,233	15,350	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	18,116	19,059	20,896	21,544	22,369	营收增长率	1.3%	-16.9%	-3.2%	4.4%	5.1%
						EBIT 增长率	11.4%	-17.3%	0.6%	9.5%	6.3%
现金流量表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润增长率	12.9%	-14.4%	-3.0%	7.6%	6.2%
净利润	3,025	2,603	2,524	2,716	2,884	销售毛利率	34.2%	35.9%	37.0%	37.4%	37.4%
折旧与摊销	916	1,024	1,409	1,565	1,740	销售净利率	13.3%	13.8%	13.8%	14.2%	14.3%
经营活动现金流净额	4,878	5,499	4,145	4,803	5,210	ROE	16.8%	13.6%	12.1%	12.6%	12.9%
投资活动现金流净额	-4,664	-1,567	-3,273	-1,768	-1,871	ROIC	9.5%	8.1%	7.7%	8.4%	8.8%
筹资活动现金流净额	741	-3,376	-2,183	-2,234	-2,214	资产负债率	47.3%	45.9%	42.3%	41.4%	40.7%
现金净变动	994	483	-1,124	801	1,125	PE	13.98	16.07	12.98	12.06	11.36
期初现金余额	3,630	4,624	5,107	3,983	4,784	PB	2.34	2.20	1.57	1.52	1.46
期末现金余额	4,624	5,107	3,983	4,784	5,909	EV/EBITDA	9.87	11.88	8.38	7.42	6.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhzq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn