

顾家家居 (603816.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25Q1 业绩较优，零售转型思路明确 业绩简评

4月28日公司发布24年报和25Q1季报，24年公司营收/归母净利润/扣非净利分别同比-3.81%/-29.38%/-26.92%至184.8/14.17/13.01亿元，其中24Q4收入同比-7.8%至46.8亿元。25Q1营收/归母净利润/扣非净利分别同比+12.9%/+23.5%/+22.2%至49.1/5.2/4.6亿元。分红为每股现金分红1.38元。

经营分析

外销持续稳健增长，内销25Q1预计恢复增长：分区域看，公司外销依托海外区域持续拓展叠加海外产能优势，24年收入同比增长11.3%至83.67亿元。内销方面，2024年地产整体销售、竣工偏弱，外部环境令公司业绩承压，公司24年内销收入同比-14.4%，其中24Q4随着国补政策刺激，前端接单情况有所改善，而出货节奏滞后预计使得报表端仍承压。25Q1内销随着出货节奏加快叠加25年国补延续，预计整体已恢复个位数增长，而外销25Q1受关税影响有限，预计仍延续双位数增长态势。

计提减值影响24年业绩，收入结构变化致毛利率小幅下降：公司24年整体利润下降除经营性因素外主因一方面公司计提20红星03债券减值2.13亿，另一方面2024年商誉减值0.5亿元及剥离部分子公司。毛利率方面，公司24年/25年Q1毛利率同比-0.1/-0.7pct至32.72%/32.40%，预计主因公司一方面低毛利率的定制家具业务在内销收入中占比提升，另一方面低毛利率的外销收入占比24年提升。费用率方面，公司24年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.5/+0.2/+0.2/-0.2pct至17.8%/2.0%/1.5%/-0.2%。公司25Q1销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.2/+0.9/+0.1/+0.04pct至15.2%/2.4%/1.6%/-0.1%。

零售转型支撑内销逆势增长，外销多维度探寻可持续发展：内销方面，公司正持续推进零售转型，逐步从原先的制造+批发的模式（推式—做产品、找经销商）转向零售导向运营的企业（拉式为主&推拉结合），此前的区域零售中心的建设以及现在持续推进的仓配装服业务（目前覆盖率超50%）后续均将助力公司内销持续逆势增长。外销方面，在目前中美贸易摩擦背景下，公司一方面明确加大力度拓展非美市场客户以及自有品牌出海，另一方面，加快推动新的海外产能布局，确保外销业务可持续发展。整体来看，公司内外销后续发展思路清晰，持续成长可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司25-27年EPS分别为2.28/2.48/2.71元，当前股价对应PE为10/9/8倍，维持“买入”评级。

风险提示

品类拓展不畅；原材料价格大幅上涨；人民币汇率大幅波动。

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

分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.79元

相关报告：

- 《顾家家居公司点评：盈利短期承压，期待家具消费补贴效果显现》，2024.10.27
- 《顾家家居公司点评：业绩稳健，能力夯实，长期成长可期》，2024.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,212	18,480	19,841	21,483	23,295
营业收入增长率	6.67%	-3.81%	7.37%	8.28%	8.44%
归母净利润(百万元)	2,006	1,417	1,871	2,035	2,226
归母净利润增长率	10.70%	-29.38%	32.05%	8.77%	9.39%
摊薄每股收益(元)	2.441	1.724	2.276	2.475	2.708
每股经营性现金流净额	2.70	2.89	2.75	3.27	3.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.88%	14.39%	17.06%	16.69%	16.46%
P/E	14.34	16.00	10.01	9.21	8.42
P/B	2.99	2.30	1.71	1.54	1.39

来源：公司年报、国金证券研究所

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
主营业务收入	18,010	19,212	18,480	19,841	21,483	23,295	货币资金	4,398	3,583	2,550	4,221	4,750	5,149
增长率		6.7%	-3.8%	7.4%	8.3%	8.4%	应收款项	1,474	1,599	1,664	1,685	1,825	1,979
主营业务成本	-12,457	-12,904	-12,433	-13,537	-14,606	-15,801	存货	1,883	1,968	2,211	2,225	2,401	2,554
%销售收入	69.2%	67.2%	67.3%	68.2%	68.0%	67.8%	其他流动资产	612	387	993	1,256	1,279	1,388
毛利	5,553	6,308	6,047	6,304	6,877	7,494	流动资产	8,368	7,536	7,418	9,388	10,254	11,070
%销售收入	30.8%	32.8%	32.7%	31.8%	32.0%	32.2%	%总资产	52.0%	44.9%	42.4%	48.7%	49.6%	50.3%
营业税金及附加	-100	-124	-136	-119	-129	-140	长期投资	419	385	916	916	916	916
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	5,071	5,824	6,390	6,790	7,238	7,726
销售费用	-2,952	-3,366	-3,294	-3,214	-3,502	-3,844	%总资产	31.5%	34.7%	36.5%	35.2%	35.0%	35.1%
%销售收入	16.4%	17.5%	17.8%	16.2%	16.3%	16.5%	无形资产	1,327	1,391	1,291	1,407	1,494	1,572
管理费用	-362	-344	-368	-456	-494	-536	非流动资产	7,738	9,243	10,074	9,884	10,402	10,953
%销售收入	2.0%	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	%总资产	48.0%	55.1%	57.6%	51.3%	50.4%	49.7%
研发费用	-301	-265	-282	-377	-408	-443	资产总计	16,106	16,780	17,493	19,272	20,656	22,023
%销售收入	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%	1.9%	1.9%	短期借款	1,652	1,658	1,377	2,366	2,133	1,985
息税前利润 (EBIT)	1,838	2,209	1,969	2,138	2,344	2,532	应付款项	2,537	2,136	2,496	2,450	2,644	2,819
%销售收入	10.2%	11.5%	10.7%	10.8%	10.9%	10.9%	其他流动负债	2,430	2,681	3,124	2,872	3,076	3,073
财务费用	124	1	37	-46	-63	-30	流动负债	6,619	6,475	6,998	7,687	7,853	7,877
%销售收入	-0.7%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	长期贷款	8	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	405	512	408	340	302	275
公允价值变动收益	-3	0	2	0	0	0	负债	7,032	6,987	7,405	8,027	8,155	8,152
投资收益	47	58	0	40	40	40	普通股股东权益	8,881	9,608	9,845	10,967	12,188	13,523
%税前利润	2.1%	2.4%	n.a	1.7%	1.6%	1.5%	其中：股本	822	822	822	822	822	822
营业利润	2,052	2,288	1,745	2,164	2,364	2,597	未分配利润	4,644	5,716	5,903	7,025	8,246	9,581
营业利润率	11.4%	11.9%	9.4%	10.9%	11.0%	11.1%	少数股东权益	192	184	243	278	313	348
营业外收支	244	152	148	160	160	160	负债股东权益合计	16,106	16,780	17,493	19,272	20,656	22,023
税前利润	2,296	2,440	1,893	2,324	2,524	2,757	比率分析						
利润率	12.8%	12.7%	10.2%	11.7%	11.7%	11.8%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-449	-422	-445	-418	-454	-496	每股指标						
所得税率	19.5%	17.3%	23.5%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	2.205	2.441	1.724	2.276	2.475	2.708
净利润	1,848	2,018	1,448	1,906	2,070	2,261	每股净资产	10.806	11.691	11.978	13.344	14.829	16.454
少数股东损益	36	12	31	35	35	35	每股经营现金净流	2.601	2.697	2.889	2.754	3.268	3.313
归属于母公司的净利润	1,812	2,006	1,417	1,871	2,035	2,226	每股股利	1.000	1.170	0.820	0.910	0.990	1.083
净利率	10.1%	10.4%	7.7%	9.4%	9.5%	9.6%	回报率						
							净资产收益率	20.40%	20.88%	14.39%	17.06%	16.69%	16.46%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.25%	11.95%	8.10%	9.71%	9.85%	10.11%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	13.72%	15.86%	13.02%	12.82%	13.08%	13.04%
净利润	1,848	2,018	1,448	1,906	2,070	2,261	增长率						
少数股东损益	36	12	31	35	35	35	主营业务收入增长率	-1.81%	6.67%	-3.81%	7.37%	8.28%	8.44%
非现金支出	412	487	680	551	612	679	EBIT 增长率	-0.94%	20.19%	-10.90%	8.59%	9.66%	8.03%
非经营收益	-130	-20	26	-93	-57	-72	净利润增长率	8.87%	10.70%	-29.38%	32.05%	8.77%	9.39%
营运资金变动	8	-268	221	-99	61	-145	总资产增长率	1.05%	4.19%	4.25%	10.17%	7.18%	6.62%
经营活动现金净流	2,138	2,217	2,375	2,264	2,686	2,723	资产管理能力						
资本开支	-1,457	-2,212	-1,075	-398	-967	-1,066	应收账款周转天数	27.7	22.7	27.9	27.0	27.0	27.0
投资	62	307	120	-300	0	-100	存货周转天数	63.4	54.5	61.3	60.0	60.0	59.0
其他	547	150	-1,362	40	40	40	应付账款周转天数	58.0	50.5	49.5	50.0	50.0	49.0
投资活动现金净流	-848	-1,755	-2,316	-658	-927	-1,126	固定资产周转天数	82.6	88.1	117.5	111.3	105.3	100.0
股权募资	6	26	3	0	0	0	偿债能力						
债权募资	779	20	-223	989	-233	-148	净负债/股东权益	-31.26%	-19.66%	-18.19%	-22.38%	-26.22%	-27.58%
其他	-1,118	-1,565	-1,183	-874	-960	-1,022	EBIT 利息保障倍数	-14.8	-1,569.2	-53.7	46.6	37.0	85.5
筹资活动现金净流	-333	-1,519	-1,404	115	-1,193	-1,170	资产负债率	43.66%	41.64%	42.33%	41.65%	39.48%	37.02%
现金净流量	956	-1,057	-1,345	1,721	566	427							

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	0	2	8	10	50
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-31	买入	42.40	N/A
2	2023-10-30	买入	37.60	N/A
3	2023-11-09	买入	36.78	N/A
4	2024-04-30	买入	34.95	N/A
5	2024-10-27	买入	32.70	N/A

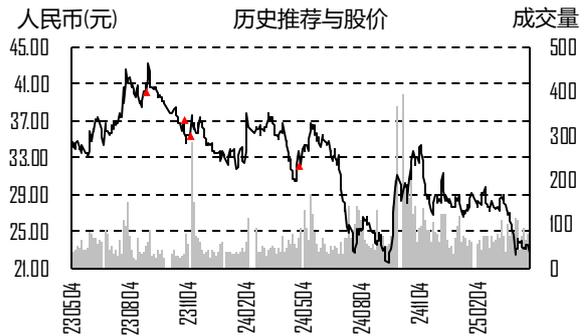
来源：国金证券研究所

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