

# Q1 业绩抢眼，加快零售变革&拥抱 AI 升级

## 顾家家居(603816)

评级:	买入	股票代码:	603816
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	39.18/21.44
目标价格:		总市值(亿)	187.31
最新收盘价:	22.79	自由流通市值(亿)	185.09
		自由流通股数(百万)	812.17

### 事件概述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报。2024 年公司实现收入 184.80 亿元，同比-3.81%；归母净利润 14.17 亿元，同比-29.38%，扣非后归母净利润 13.01 亿元，同比-26.92%。分季度看，Q4 单季度营业收入 46.78 亿元，同比-7.84%；归母净利润 0.58 亿元，同比-88.51%（Q4 减值影响利润，剔除减值影响我们预计利润降幅收窄）。2025Q1 公司实现收入 49.14 亿元，同比+12.95%；归母净利润 5.19 亿元，同比+23.53%，扣非后归母净利润 4.59 亿元，同比+22.15%。现金流方面，2025Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 0.09 亿元，同比+105.33%。

此外，公司拟向全体股东每 1 股派发现金红利人民币 1.38 元（含税），合计金额为 11.34 亿元。

### 分析判断：

#### ► 收入端：国内零售转型成效已显，关注国补带来需求回升；海外产能转移应对贸易风险

分产品看，2024 年公司家具制造、沙发、卧室产品、集成产品、定制家具、信息技术服务业务分别实现收入 170.26、102.04、32.50、24.37、9.92、7.02 亿元，同比分别-3.16%、+9.14%、-20.80%、-19.52%、+12.69%、-19.26%。2024 年公司一方面积极响应国家补贴政策，在各地政策优惠基础上再提供最高 2000 元购物津贴，国补+企补组合拳下助力终端零售需求释放。另一方面在内贸业务方面，迅速应变以应对存量时代的挑战，客餐厅聚焦功能沙发，在四季度通过“双功能”策略取得良好效果，功能品类 3 年收入复合增长率 13.4%。卧室打造“3D 床垫”差异化进攻策略，全年实现爆款床垫销售额 1.2 亿元，实现量利双收。定制业务以产品矩阵下沉实现产品力改善，坚持环保策略，提升产品性价比；同时通过新品开发、老品优化、迅速切入市场主流价位段，实现了远超行业平均水平的增长。融合大店方面保持持续进攻态势，零售增长 16%。2025Q1 公司内贸功能+床垫+定制零售实现增长 30%+。随着国补延续以及公司零售转型推进，国内销售有望持续回暖。

分地区看，2024 年公司境内、境外销售额分别为 93.61、83.67 亿元，同比分别-14.40%、+11.33%，外销明显优于内销；为应对全球贸易不确定性，2024 年公司外销产能加速向海外制造基地转移，越南基地综合成本已低于中国，战略价值凸显。同时为应对美国对墨西哥床垫的反倾销政策，快速筹建了美国达拉斯床垫工厂，同时积极调整外贸床垫的经营策略，大力进攻国际市场（非美市场），取得超预期突破。

分渠道看，公司以用户为中心，坚定零售转型。零售系统电子合同及融合交易系统覆盖率达 99%，Q1 订单履约变革城市用户齐单准交率 98%，变革后渠道库存下降 37%，Q1 仓配服基础设施覆盖率突破 56%，存货周转加速 5 天，Q1 会员注册数突破 600 万，月活增长 84%。门店方面 2024 年公司净优化门店 962 家，截止到 2024 年末公司门店合计 5984 家。

#### ► 利润端：控费优异，净利率同比提升

盈利能力方面，2024 年公司毛利率、净利率分别为 32.72%、7.83%，同比分别-0.11pct、-2.67pct，其中，Q4 单季度毛利率、净利率分别为 35.20%、1.19%，同比分别+1.02pct、-8.97pct。分业务看，2024 年公司家具制造、沙发、卧室产品、集成产品、定制家具、信息技术服务业务毛利率分别为 30.34%、35.37%、40.81%、29.45%、28.12%、81.47%，同比分别+0.45pct、-0.31pct、+3.87pct、+1.45pct、+0.83pct、-2.78pct；分地区看，2024 年境内、境外业务毛利率分别为 37.03%、27.15%，同比分别-0.35pct、+1.86pct。2025Q1 公司毛利率、净利率分别为 32.39%、11.00%，同比分别-0.69pct、+1.17pct，净利率提升。

期间费用率方面，2024 年公司期间费用率 21.14%，同比+0.46pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用

率、财务费用率分别为 17.82%、1.99%、1.52%、-0.20%（主要系融资规模下降导致利息支出减少所致），同比分别+0.30pct、+0.20pct、+0.14pct、-0.19pct。2025Q1 单季度公司期间费用率为 18.99%，同比-2.97pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 15.21%、2.39%、1.54%、-0.15%，同比-2.20pct、+0.97pct、+0.12pct、+0.04pct。2025Q1 控费优异，净利率同比提升（2025Q1 净利率 11.00%，同比+1.16pct）。

### ▶ 携手群核科技发布 AI 设计大脑，引领家居智能升级

根据顾家整装定制公众号，3 月 18 日顾家家居联合“杭州 AI 六小龙”之一群核科技在深圳国际家具展上重磅发布行业首个共创共同研发的全链路顾家家居“AI 设计大脑”。顾家家居联合群核科技酷家乐，历时 18 个月研发出覆盖“需求洞察-方案设计-生产对接”全流程的智能解决方案。我们认为：双方的强强联合，将有助于顾家提升智能水平，进而提升终端客户体验、提高客户转化率，同时有助于提升顾家的供应链效率，实现传统家居生产模式向智能化升级。

### 投资建议

顾家家居是软体家具行业龙头，始终坚持“用户型企业、数字型企业、全屋型企业”3 个方向不动摇，持续通过“软体+定制”融合发展，引领行业变革；同时，公司加强整合优良资产，聚焦内生发力，我们看好公司零售转型后在存量时代蜕变成长。考虑目前行业需求有待恢复，我们调整公司盈利预测，预计 2025-2027 营收分别为 202.91/225.63/247.07 亿元（2025-2026 前值为 238.46/262.61 亿元），预计 2025-2027 归母净利润分别为 18.58/19.91/21.67 亿元（2025-2026 前值为 26.03/29.21 亿元），EPS 分别为 2.26/2.42/2.64 元（2025-2026 前值为 3.17/3.55 元），对应 2025 年 4 月 28 日 22.79 元/股的收盘价，PE 分别为 10/9/9 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 国际贸易环境发生变化；2) 下游需求不及预期；3) 原材料大幅涨价风险；4) 汇率大幅波动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,212	18,480	20,291	22,563	24,707
YoY (%)	6.7%	-3.8%	9.8%	11.2%	9.5%
归母净利润(百万元)	2,006	1,417	1,858	1,991	2,167
YoY (%)	10.7%	-29.4%	31.2%	7.1%	8.8%
毛利率 (%)	32.7%	32.7%	32.8%	32.8%	32.8%
每股收益 (元)	2.44	1.74	2.26	2.42	2.64
ROE	20.9%	14.4%	17.9%	18.6%	20.0%
市盈率	9.34	13.10	10.08	9.41	8.64

资料来源：wind，华西证券研究所

### 分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18,480	20,291	22,563	24,707	净利润	1,448	1,858	1,991	2,167
YoY (%)	-3.8%	9.8%	11.2%	9.5%	折旧和摊销	680	624	677	727
营业成本	12,433	13,635	15,158	16,596	营运资金变动	221	-289	60	146
营业税金及附加	136	142	160	175	经营活动现金流	2,680	2,244	2,833	3,124
销售费用	3,294	3,490	3,903	4,299	资本开支	-1,075	-1,266	-1,293	-1,297
管理费用	368	396	440	482	投资	120	-100	256	0
财务费用	-37	-3	19	3	投资活动现金流	-2,316	-1,381	-1,019	-1,298
研发费用	282	304	338	376	股权募资	3	18	0	0
资产减值损失	-70	-29	-39	1	债务募资	-223	362	317	346
投资收益	0	41	23	0	筹资活动现金流	-1,466	-1,056	-1,417	-1,794
营业利润	1,745	2,383	2,552	2,778	现金净流量	-1,039	-174	397	32
营业外收支	148	0	0	0					
利润总额	1,893	2,383	2,552	2,778	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	445	524	562	611	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,448	1,858	1,991	2,167	营业收入增长率	-3.8%	9.8%	11.2%	9.5%
归属于母公司净利润	1,417	1,858	1,991	2,167	净利润增长率	-29.4%	31.2%	7.1%	8.8%
YoY (%)	-29.4%	31.2%	7.1%	8.8%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.74	2.26	2.42	2.64	毛利率	32.7%	32.8%	32.8%	32.8%
					净利率	7.7%	9.2%	8.8%	8.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	8.1%	10.3%	10.3%	10.6%
货币资金	2,550	2,376	2,773	2,805	净资产收益率 ROE	14.4%	17.9%	18.6%	20.0%
预付款项	103	111	120	134	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,211	2,083	2,287	2,514	流动比率	1.06	1.03	1.00	0.95
其他流动资产	2,554	2,749	2,797	2,981	速动比率	<b>0.70</b>	<b>0.69</b>	<b>0.66</b>	<b>0.62</b>
流动资产合计	7,418	7,318	7,978	8,433	现金比率	0.36	0.34	0.35	0.32
长期股权投资	43	43	43	43	资产负债率	42.3%	41.3%	43.3%	45.6%
固定资产	5,947	6,363	6,708	7,012	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	942	1,024	1,109	1,192	总资产周转率	1.08	1.14	1.21	1.25
非流动资产合计	10,074	10,785	11,353	11,925	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	17,493	18,103	19,330	20,358	每股收益	1.74	2.26	2.42	2.64
短期借款	1,285	1,655	1,972	2,319	每股净资产	11.98	12.63	13.05	13.18
应付账款及票据	1,784	1,916	2,106	2,326	每股经营现金流	3.26	2.73	3.45	3.80
其他流动负债	3,928	3,504	3,876	4,226	每股股利	0.00	1.70	2.00	2.50
流动负债合计	6,998	7,075	7,955	8,870	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.10	10.08	9.41	8.64
其他长期负债	408	409	409	409	PB	2.30	1.81	1.75	1.73
非流动负债合计	408	409	409	409					
负债合计	7,405	7,484	8,364	9,279					
股本	822	822	822	822					
少数股东权益	243	243	243	243					
股东权益合计	10,087	10,619	10,966	11,079					
负债和股东权益合计	17,493	18,103	19,330	20,358					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。