

公司研究

外贸业务持续增长，一季度业绩增长表现靓丽

——顾家家居（603816.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：24.94 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

联系人：吴子倩

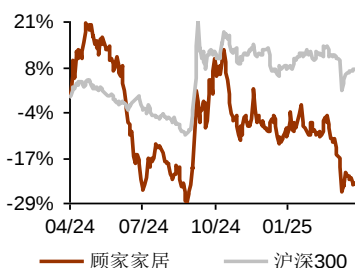
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.22
总市值(亿元):	204.98
一年最低/最高(元):	21.44/37.73
近 3 月换手率:	49.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.16	-9.61	-27.04
绝对	-2.84	-10.26	-22.43

资料来源：Wind

相关研报

外贸业务延续增长，“1+N+X”渠道战略持续推进中——顾家家居（603816.SH）2024 年三季报点评（2024-10-29）

外贸业务表现亮眼，毛利率同比有所提升——顾家家居（603816.SH）2024 年半年报点评（2024-08-22）

要点

事件：

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 全年公司实现营收/归母净利润分别为 184.8/14.2 亿元，分别同比-3.8%/-29.4%；4Q2024 实现营收/归母净利润分别为 46.8/0.6 亿元，分别同比-7.8%/-88.5%；1Q2025 实现营收/归母净利润分别为 49.1/5.2 亿元，分别同比+12.9%/+23.5%。

点评：

核心沙发品类保持增长，定制业务持续扩张：2024 年，分品类看，沙发/床类/集成产品/定制分别实现营收 102.0/32.5/24.4/9.9 亿元，分别同比 +9.1%/-20.8%/-19.5%/+12.7%。在功能沙发品类及整家战略的带动下，1Q2025 公司内贸功能+床垫+定制零售同比增长 30%+。

分门店看，截至 2024 年末，公司经销/直销门店数量分别为 5876/108 家，相比 2023 年末分别-937/-25 家，其中自有品牌门店合计 4297 家，相比 2023 年末-783 家。

分区域看，2024 年内销/外销分别实现营收 93.6/83.7 亿元，分别同比 -14.4%/+11.3%。内贸上，公司迅速建立“三大空间”（客餐厅、卧室、定制）的产业链一体化组织，客餐厅聚焦功能沙发，功能品类 3 年收入复合增速达到 13.4%；卧室打造“3D”床垫差异化进攻策略，2024 年实现爆款床垫收入 1.2 亿元；定制业务下沉产品矩阵，改善产品力的同时，提升产品性价比。外贸上，渠道端，公司与各重点大客户建立了比较稳定的长期战略合作伙伴关系，并加速发展了拥有庞大用户群的商超渠道；产品端，公司在巩固原有固定类沙发优势的基础上，加快发展了功能沙发、单椅、餐吧椅、沙发床等品类，拓宽了产品结构；生产端，公司海外制造基地总产量不断提升，越南基地综合成本已低于中国基地，墨西哥、美国制造基地综合能力稳步提升。

高毛利率内销业务收入占比降低，24 年毛利率小幅下滑：2024 年，公司毛利率为 32.7%，同比-0.1pcts；归母净利率 7.7%，同比-2.8pcts。分产品看，沙发/床类/集成产品/定制的毛利率分别为 35.4%/40.8%/29.5%/28.1%，分别同比 -0.3/+3.9/+1.5/+0.8pcts；分地区看，内销/外销毛利率分别为 37.0%/27.2%，分别同比-0.4/+1.9pcts。我们认为公司毛利率小幅降低的主要原因系高毛利率内销业务占比下滑所致。

2024 年，公司的期间费用率为 21.1%，同比+0.5 pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.8%/2.0%/1.5%/-0.2%，分别同比+0.3/+0.2/+0.1/-0.2pcts。其中，销售费用率升高的主要原因系广告宣传促销费和业务费用增加所致，财务费用率降低的主要原因系利息支出减少及汇兑收入增加所致。

1Q2025，公司毛利率为 32.4%，同比-0.7pcts；归母净利率为 10.6%，同比+0.9pcts。公司的期间费用率为 19.0%，同比-3.0pcts；分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.2%/2.4%/1.5%/-0.1%，分别同比-2.2pcts/-0.9pcts/+0.1pcts/持平。

展望 2025 年，公司将持续深化内贸“一体两翼”战略和外贸全球化布局：公司将以“零售转型、整家突破、全球深化、效率驱动”为战略支柱，紧握功能沙发、卧室床垫等核心品类的增长契机，推进内贸营销体系升级；同时，进一步完善全球制造基地布局，加大力度拓展非美市场，构建多个新的战略增长极。

软体家居龙头企业，维持“买入”评级：考虑到国内房地产尚处于深度调整阶段、行业竞争压力较大，我们小幅下调公司 2025-2026 年营收预测至 192.1/216.1 亿元（下调幅度为 8%/6%），下调 2025-2026 年归母净利润预测分别为 18.5/21.3 亿元（下调幅度为 10%/10%），并新增 2027 年营收和归母净利润预测为 238.2/24.5 亿元，2025-2027 年对应 EPS 分别为 2.25/2.59/2.98 元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/8 倍。公司为软体家居龙头企业，积极推进商业变革和高质量运营，目前公司的估值已充分反映地产调整及市场竞争加剧的预期，具备性价比，维持“买入”评级。

风险提示：美国/中国地产销售低于预期，国际贸易政策波动，市场竞争超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	19,212	18,480	19,211	21,613	23,819
营业收入增长率	6.67%	-3.81%	3.96%	12.50%	10.21%
归母净利润（百万元）	2,006	1,417	1,847	2,130	2,451
归母净利润增长率	10.70%	-29.38%	30.40%	15.31%	15.10%
EPS（元）	2.44	1.72	2.25	2.59	2.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.88%	14.39%	17.50%	18.73%	19.91%
P/E	10	14	11	10	8
P/B	2.1	2.1	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,212	18,480	19,211	21,613	23,819
营业成本	12,904	12,433	12,869	14,436	15,802
折旧和摊销	403	612	564	627	706
税金及附加	124	136	134	151	167
销售费用	3,366	3,294	3,439	3,847	4,240
管理费用	344	368	346	389	429
研发费用	265	282	288	324	310
财务费用	-1	-37	-24	-30	-23
投资收益	58	0	0	0	0
营业利润	2,288	1,745	2,200	2,536	2,936
利润总额	2,440	1,893	2,348	2,684	3,084
所得税	422	445	470	523	601
净利润	2,018	1,448	1,878	2,161	2,482
少数股东损益	12	31	31	31	31
归属母公司净利润	2,006	1,417	1,847	2,130	2,451
EPS(元)	2.44	1.72	2.25	2.59	2.98

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,443	2,680	2,528	2,622	3,050
净利润	2,006	1,417	1,847	2,130	2,451
折旧摊销	403	612	564	627	706
净营运资金增加	400	-652	300	471	423
其他	-367	1,304	-183	-606	-531
投资活动产生现金流	-1,755	-2,316	-2,270	-2,305	-2,250
净资本支出	-2,212	-1,075	-2,100	-2,080	-2,050
长期投资变化	31	43	0	0	0
其他资产变化	426	-1,284	-170	-225	-200
融资活动现金流	-1,542	-1,466	-119	20	-490
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1	-281	933	1,113	823
无息负债变化	-43	699	-466	529	482
净现金流	-831	-1,039	139	336	309

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.8%	32.7%	33.0%	33.2%	33.7%
EBITDA 率	14.4%	14.9%	14.4%	14.6%	15.3%
EBIT 率	11.9%	11.3%	11.4%	11.7%	12.3%
税前净利润率	12.7%	10.2%	12.2%	12.4%	12.9%
归母净利润率	10.4%	7.7%	9.6%	9.9%	10.3%
ROA	12.0%	8.3%	10.0%	10.2%	10.6%
ROE (摊薄)	20.9%	14.4%	17.5%	18.7%	19.9%
经营性 ROIC	18.5%	16.1%	15.0%	14.9%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	42%	42%	42%	45%	46%
流动比率	1.16	1.06	0.96	0.90	0.87
速动比率	0.86	0.74	0.69	0.65	0.63
归母权益/有息债务	5.79	7.15	4.57	3.32	2.90
有形资产/有息债务	9.04	11.49	7.51	5.78	5.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	16,780	17,493	18,704	21,191	23,466
货币资金	3,583	2,550	2,690	3,026	3,335
交易性金融资产	0	662	532	534	536
应收账款	1,352	1,477	1,537	1,729	1,906
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	246	187	227	252	276
存货	1,968	2,211	2,049	2,290	2,498
其他流动资产	284	229	229	229	229
流动资产合计	7,536	7,418	7,370	8,179	8,910
其他权益工具	148	146	146	146	146
长期股权投资	31	43	43	43	43
固定资产	4,636	5,947	6,183	6,597	7,119
在建工程	1,188	442	1,382	2,086	2,615
无形资产	977	942	1,022	1,081	1,109
商誉	325	275	275	275	275
其他非流动资产	716	760	804	804	804
非流动资产合计	9,243	10,074	11,334	13,012	14,556
总负债	6,987	7,405	7,872	9,514	10,819
短期借款	1,501	1,285	2,211	3,323	4,146
应付账款	1,597	1,776	1,673	1,877	2,054
应付票据	31	8	0	0	0
预收账款	0	3	0	0	0
其他流动负债	134	167	169	175	180
流动负债合计	6,475	6,998	7,674	9,123	10,252
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	138	196	388	565
非流动负债合计	512	408	198	390	567
股东权益	9,793	10,087	10,831	11,678	12,647
股本	822	822	822	822	822
公积金	3,982	3,744	3,744	3,744	3,744
未分配利润	5,716	5,903	6,616	7,431	8,370
归属母公司权益	9,608	9,845	10,558	11,373	12,312
少数股东权益	184	243	274	305	336

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	17.52%	17.82%	17.90%	17.80%	17.80%
管理费用率	1.79%	1.99%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用率	-0.01%	-0.20%	-0.12%	-0.14%	-0.09%
研发费用率	1.38%	1.52%	1.50%	1.50%	1.30%
所得税率	17%	24%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.39	1.38	1.60	1.84	2.11
每股经营现金流	2.97	3.26	3.08	3.19	3.71
每股净资产	11.69	11.98	12.85	13.84	14.98
每股销售收入	23.38	22.48	23.37	26.30	28.98

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	10	14	11	10	8
PB	2.1	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.0	7.8	8.0	7.4	6.6
股息率	5.6%	5.5%	6.4%	7.4%	8.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP