

## 顾家家居 (603816.SH)

强烈推荐 (维持)

## 25Q1 内贸企稳增长亮眼, 预计 25Q2 延续高增

24 年公司收入同比-3.8%至 184.8 亿元, 其中沙发业务收入同比+9.1%; 但受到红星债券全额计提减值以及纳图兹商誉减值影响, 24 年归母净利润同比-29.4%。25Q1 收入/归母净利润同比+12.9%/+23.5%, 显著复苏。24 年、25Q1 末合同负债分别同比+28%、+18%, 预计 25Q2 内销仍将延续较好表现。当前市值对应 25 年 PE 为 11.0X, 维持“强烈推荐”投资评级。

## □ 公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报

- 1) 2024 年: 2024 年公司分别实现营收/归母净利润 184.8/14.2 亿元, 同比-3.8%/-29.4%; 其中, 24Q4 分别实现营收/归母净利润 46.8/0.6 亿元, 同比-7.8%/-88.5%。主要因为一次性计提减值负面影响: 1) 对持有的红星债券计提全额减值, 共 2.13 亿元; 2) 对纳图兹商誉计提减值 0.51 亿元。若剔除以上两点, 公司 24 年实际归母净利润应为 16.8 亿元, 同比-16%。
- 2) 25Q1: 25Q1 公司分别实现营收/归母净利润 49.1/5.2 亿元, 同比+12.9%/+23.5%, 25Q1 显著复苏。

## □ 分产品看: 核心业务沙发稳健增长, 定制家具增速较快

- 1) 沙发: 作为核心品类, 24 年营收 102.0 亿元 (同比+9.1%, 收入占比 55.2%); 24 年销量 269.1 万件, 同比+8.71%; 主要因为功能沙发及整家驱动增长。
- 2) 床类产品/集成产品: 24 年营收 32.5 亿元/24.4 亿元 (同比-20.8%/-19.5%), 两者受需求疲弱拖累下滑。
- 3) 定制家具: 24 年营收 9.9 亿元 (同比+12.7%), 成为增长亮点。

## □ 24 年外贸业务表现亮眼, 内贸企稳修复

- 1) 内贸业务: 受行业需求复苏缓慢、天禧派业务剥离影响, 2024 年内贸收入同比-14.4%至 93.61 亿元。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, 自有品牌门店合计 4297 家, 相比 2023 年末-783 家。随着 2024Q4 以来家居行业补贴政策密集出台, 内需有望逐步回暖, 2025 年内贸表现值得期待。
- 2) 外贸业务: 受益于海外市场需求稳健, 公司积极拓展商超渠道并优化 SPO 业务结构, 2024 年外贸收入同比+11.3%至 83.67 亿元, 表现优于内贸。展望 2025 年, 外贸业务有望延续增长势头。

## □ 受内贸下行影响, 24 年毛利率小幅下降, 费用率保持稳定

- 1) 毛利率来看: 24 年公司整体毛利率 32.72%, 同比-0.11pct, 毛利率下滑主要因为高毛利率业务占比下降。其中, 24Q4 公司毛利率 35.20%, 同比+1.02pct; 25Q1 毛利率 32.39%, 同比-0.69pct。(1) 分产品来看: 24 年公司沙发/卧室产品/集成产品/定制家具/信息技术服务毛利率分别为 35.37%/40.81%/29.45%/28.12%/81.47%, 同比-0.31/+3.87/+1.45/+0.83

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

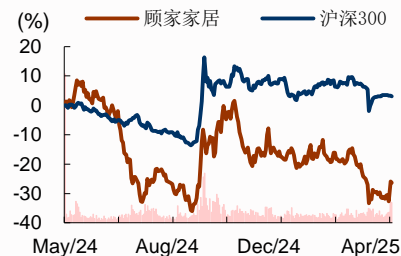
当前股价: 24.94 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	822
已上市流通股 (百万股)	812
总市值 (十亿元)	20.5
流通市值 (十亿元)	20.3
每股净资产 (MRQ)	12.6
ROE (TTM)	14.6
资产负债率	39.0%
主要股东	宁波盈峰睿和投资管理有限
主要股东持股比例	29.42%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-23	-26
相对表现	-2	-20	-31



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《顾家家居 (603816) —24Q3 外贸订单景气维持, Q4 有望受益以旧换新》2024-10-31
- 2、《顾家家居 (603816) —24H1 外销增长靓丽, 盈利能力逐步提升》2024-08-24
- 3、《顾家家居 (603816) —盈峰入主, 股权优化, 协同明显, 成长可期》2023-11-10

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

王月 S1090523080003

✉ wangyue20@cmschina.com.cn

-2.78pct, 床垫毛利率改善显著; (2)分区域来看: 24 年公司境内/境外毛利率分别为 37.03%/27.15%, 同比-0.35/+1.86pct, 外销毛利率增加主要因为海外渠道优化。

2) 费用端: 24 年销售/管理/财务/研发费用同比+0.30/+0.20/-0.19/+0.14pct, 费用率 17.8%/1.99%/-0.2%/1.52%, 其中财务费用率降低主要因为公司融资规模下降导致的利息支出减少, 管理费用率增加是因为促销投入加大。24Q4 销售/管理/财务/研发费用同比+0.2/+0.35/-0.65/-0.40pct; 25Q1 销售/管理/财务/研发费用同比-0.1/-0.27/+0.01/+0.14pct。

3) 净利率端: 24 年公司净利率 7.83%, 同比-2.67pct; 24Q4 净利率 1.19%, 同比-8.97pct; 25Q1 净利率 11.00%, 同比+1.17pct。

□ 运营能力保持稳定, 现金流充裕。24 年/25Q1 公司存货周转天数分别为 60.5/54.7 天, 相对保持稳定; 应收账款周转天数基本为 27 天左右。24 年/25Q1 经营活动现金净流入 26.8/0.09 亿元。

□ 25Q1 合同负债实现较高增长。24 年、25Q1 末合同负债分别同比+28%、+18%, 我们预计 25Q2 内销仍将延续较好表现。

□ 公司提高分红比率, 加大股东回馈力度。24 年公司分红比率提升至 80.06%, 相比上一年提升 23.79% (23 年分红比率为 56.27%)。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。由于 24 年宏观需求偏弱, 叠加地产需求较弱, 因此下调盈利预测。我们预计 2025-2027 年实现归母净利润 18.7/20.4/21.9 亿元, 分别同比增长 32%/9%/7%, 25 年 PE 为 11.0X, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 品类拓展不畅; 原材料价格大幅上涨。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	19212	18480	20134	21812	23492
同比增长	7%	-4%	9%	8%	8%
营业利润(百万元)	2288	1745	2348	2579	2782
同比增长	11%	-24%	35%	10%	8%
归母净利润(百万元)	2006	1417	1868	2040	2192
同比增长	11%	-29%	32%	9%	7%
每股收益(元)	2.44	1.72	2.27	2.48	2.67
PE	10.2	14.5	11.0	10.0	9.3
PB	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7536	7418	7005	7327	8048
现金	3583	2550	1779	1726	2072
交易性投资	0	662	662	662	662
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1352	1477	1609	1743	1877
其它应收款	246	187	204	221	238
存货	1968	2211	2391	2585	2780
其他	387	331	360	390	420
<b>非流动资产</b>	9243	10074	11088	11975	12752
长期股权投资	31	43	43	43	43
固定资产	4636	5947	7098	8106	8991
无形资产商誉	1303	1217	1095	986	887
其他	3274	2868	2853	2841	2831
<b>资产总计</b>	<b>16780</b>	<b>17493</b>	<b>18093</b>	<b>19302</b>	<b>20800</b>
<b>流动负债</b>	6475	6998	6823	7441	8331
短期借款	1501	1285	881	1152	1693
应付账款	1629	1784	1929	2085	2243
预收账款	1604	2054	2221	2401	2582
其他	1742	1874	1792	1803	1814
<b>长期负债</b>	512	408	408	408	408
长期借款	0	0	0	0	0
其他	512	408	408	408	408
<b>负债合计</b>	<b>6987</b>	<b>7405</b>	<b>7231</b>	<b>7849</b>	<b>8739</b>
股本	822	822	822	822	822
资本公积金	3230	3196	3196	3196	3196
留存收益	5556	5827	6560	7107	7667
少数股东权益	184	243	283	328	376
归属于母公司所有者权益	9608	9845	10578	11125	11685
<b>负债及权益合计</b>	<b>16780</b>	<b>17493</b>	<b>18093</b>	<b>19302</b>	<b>20800</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2443	2680	2745	3053	3343
净利润	2018	1448	1909	2085	2240
折旧摊销	487	680	868	994	1105
财务费用	60	(17)	50	47	70
投资收益	(58)	0	(46)	(46)	(46)
营运资金变动	(37)	531	(36)	(27)	(27)
其它	(27)	39	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1755)	(2316)	(1836)	(1836)	(1836)
资本支出	(2219)	(1083)	(1882)	(1882)	(1882)
其他投资	464	(1232)	46	46	46
<b>筹资活动现金流</b>	(1542)	(1466)	(1681)	(1270)	(1162)
借款变动	(406)	(196)	(496)	271	541
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(315)	(34)	0	0	0
股利分配	(912)	(1142)	(1134)	(1494)	(1632)
其他	91	(94)	(50)	(47)	(70)
<b>现金净增加额</b>	<b>(854)</b>	<b>(1102)</b>	<b>(771)</b>	<b>(53)</b>	<b>345</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	19212	18480	20134	21812	23492
营业成本	12904	12433	13441	14533	15628
营业税金及附加	124	136	148	160	172
营业费用	3366	3294	3463	3752	4041
管理费用	344	368	383	414	446
研发费用	265	282	307	332	358
财务费用	(1)	(37)	50	47	70
资产减值损失	(38)	(306)	(40)	(40)	(40)
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	57	44	44	44	44
投资收益	58	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	2288	1745	2348	2579	2782
营业外收入	162	170	170	170	170
营业外支出	9	22	22	22	22
<b>利润总额</b>	2440	1893	2496	2727	2930
所得税	422	445	587	641	689
少数股东损益	12	31	41	45	48
<b>归属于母公司净利润</b>	2006	1417	1868	2040	2192

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	-4%	9%	8%	8%
营业利润	11%	-24%	35%	10%	8%
归母净利润	11%	-29%	32%	9%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.8%	32.7%	33.2%	33.4%	33.5%
净利率	10.4%	7.7%	9.3%	9.4%	9.3%
ROE	21.7%	14.6%	18.3%	18.8%	19.2%
ROIC	17.0%	11.4%	15.8%	16.5%	16.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.6%	42.3%	40.0%	40.7%	42.0%
净负债比率	9.9%	7.9%	4.9%	6.0%	8.1%
流动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转率	6.7	6.0	5.8	5.8	5.8
应收账款周转率	16.1	13.1	13.1	13.0	13.0
应付账款周转率	7.1	7.3	7.2	7.2	7.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.44	1.72	2.27	2.48	2.67
每股经营净现金	2.97	3.26	3.34	3.72	4.07
每股净资产	11.69	11.98	12.87	13.54	14.22
每股股利	1.39	1.38	1.82	1.99	2.13
<b>估值比率</b>					
PE	10.2	14.5	11.0	10.0	9.3
PB	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	9.9	11.5	8.0	7.2	6.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。