

顾家家居（603816）

证券研究报告

2025 年 05 月 05 日

内外销经营稳健，分红持续提升

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

25Q1 公司收入 49.14 亿元，同比+13.0%，归母净利润 5.19 亿元，同比+23.5%，扣非归母净利润 4.59 亿元，同比+22.2%；

24 年公司收入 184.80 亿元，同比-3.8%，归母净利润 14.17 亿元，同比-29.4%，扣非归母净利润 13.01 亿元，同比-26.9%。

24 年公司毛利率 32.72%，同减 0.1pct；归母净利率 7.67%，同减 2.8pct。

24 年利润下滑幅度较大主要系计提红星债券减值 2.13 亿、计提纳图兹商誉减值 0.5 亿元、剥离领尚美居及班尔奇影响。

2024 年面临行业压力，公司积极推进治理结构变革，进行业务调整，优化内贸整家战略发展节奏，持续推进外贸本土化；同时推动组织变革，通过大范围的组织架构调整，进一步清晰了价值链、简政放权、做实产品事业部；同时坚持深化精益运营管理变革，持续推进全价值链的精益运营提效及结构性降本控费工作。我们预计系列变革成效逐步显现，25Q1 公司收入及利润实现靓丽增长。

24 年公司拟分红 11.3 亿，分红比例提升至 80%，红利价值凸显。

分产品看，24 年沙发、定制增长靓丽

①沙发收入 102.04 亿元，同比+9.1%，毛利率 35.37%，同比-0.31pct；②卧室产品收入 32.50 亿元，同比-20.8%，毛利率 40.81%，同比+3.87pct；③集成产品收入 24.37 亿元，同比-19.5%，毛利率 29.45%，同比+1.45pct；④定制家具收入 9.92 亿元，同比+12.7%，毛利率 28.12%，同比+0.83pct。

内销：组织变革赋能单品类调整，功能、定制表现靓丽

24 年内销收入 93.61 亿元，同比-14.4%，毛利率 37.03%，同比-0.35pct。

公司各业务主体迅速应变，积极进攻，其中客餐厅聚焦功能沙发，24Q4 通过“双功能”策略取得良好效果，功能品类 3 年收入 CAGR13.4%；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，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%。电商业务的产品 R 策略收获成效，在各种电商新渠道取得明显进展。25 年伴随国补推进及公司零售端赋能，我们预计内销增长具备韧性。

外销：快速拓展渠道和拓宽产品结构，实现中高速增长

24 年外销收入 83.67 亿元，同比+11.3%，毛利率 27.15%，同比+1.86pct。

公司原外贸价值链事业本部 24 年实现了收入和利润的较好增长，且利润增速优于收入增速，经营质量稳步提升。公司积极践行“用 ToC 思维做 ToB 业务”的理念，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，同时加速发展拥有庞大用户群的商超渠道，带来了较大的增量，除美国市场增长较好外，澳洲、西欧、中东、日韩等市场都取得了历史性的业务突破。

品类方面，公司在巩固原有固定沙发优势基础上加快发展功能沙发、单椅、餐吧椅、沙发床等品类，新品市场表现良好；此外美国床垫工厂管理渐入正轨，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），取得超预期的突破，我们预计公司全球化产能布局有望带来份额提升。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司零售端组织赋能效果持续显现，25 年国补支持下订单增长持续验证，

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	821.89
流通 A 股股本(百万股)	812.17
A 股总市值(百万元)	20,497.97
流通 A 股市值(百万元)	20,255.43
每股净资产(元)	12.64
资产负债率(%)	38.96
一年内最高/最低(元)	39.18/21.44

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《顾家家居-季报点评:乐观展望以旧换新催化》 2024-11-01
- 2 《顾家家居-公司点评:发布限制性股票激励（草案），绑定团队赋能成长》 2024-09-23
- 3 《顾家家居-半年报点评:内贸推进零售转型，外销经营效率持续提升》 2024-08-23

全球化布局抵御外贸风险；我们调整盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 18.7/20.4/22.2 亿元（25-26 年前值分别为 20.5/23.0 亿元），对应 PE 分别为 11X/10X/9X。

风险提示：地产持续疲软海外需求不及预期，贸易摩擦风险，新渠道开拓进程缓慢，行业竞争加剧，关税政策风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,212.03	18,479.72	20,207.57	21,917.13	23,626.67
增长率(%)	6.67	(3.81)	9.35	8.46	7.80
EBITDA(百万元)	2,949.23	2,933.62	2,912.61	3,172.28	3,424.68
归属母公司净利润(百万元)	2,005.96	1,416.54	1,871.06	2,041.43	2,217.59
增长率(%)	10.70	(29.38)	32.09	9.11	8.63
EPS(元/股)	2.44	1.72	2.28	2.48	2.70
市盈率(P/E)	10.27	14.55	11.01	10.09	9.29
市净率(P/B)	2.14	2.09	1.76	1.57	1.39
市销率(P/S)	1.07	1.11	1.02	0.94	0.87
EV/EBITDA	8.45	6.36	5.43	3.87	3.72

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,583.15	2,550.15	3,637.36	6,907.32	6,339.95
应收票据及应收账款	1,352.25	1,476.53	1,414.12	439.64	1,558.72
预付账款	87.62	102.73	131.47	112.33	147.87
存货	1,967.65	2,211.34	2,275.23	2,488.04	2,724.83
其他	545.66	1,077.73	1,395.29	1,164.64	1,366.80
流动资产合计	7,536.32	7,418.49	8,853.48	11,111.98	12,138.17
长期股权投资	30.71	42.60	42.60	42.60	42.60
固定资产	4,636.04	5,947.42	5,922.72	5,970.38	6,168.43
在建工程	1,188.44	442.42	593.94	635.15	628.12
无形资产	977.04	941.85	900.61	859.38	818.14
其他	2,411.14	2,700.07	2,656.99	2,756.44	2,675.50
非流动资产合计	9,243.37	10,074.36	10,116.86	10,263.95	10,332.80
资产总计	16,779.69	17,492.85	18,970.34	21,375.92	22,470.96
短期借款	1,501.49	1,285.45	1,495.28	1,326.00	1,123.80
应付票据及应付账款	1,628.61	1,784.02	2,246.30	1,967.02	2,575.75
其他	1,741.60	1,876.71	2,789.01	4,254.82	3,203.55
流动负债合计	4,871.69	4,946.18	6,530.59	7,547.84	6,903.10
长期借款	0.00	0.00	61.51	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	511.96	407.90	441.55	453.80	434.42
非流动负债合计	511.96	407.90	503.06	453.80	434.42
负债合计	6,987.15	7,405.47	7,033.65	8,001.64	7,337.51
少数股东权益	184.10	242.51	261.60	282.23	312.33
股本	821.89	821.89	821.89	821.89	821.89
资本公积	3,553.82	3,315.35	3,315.35	3,315.35	3,315.35
留存收益	6,144.68	6,331.00	7,537.85	8,954.81	10,683.88
其他	(911.96)	(623.36)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	9,792.54	10,087.39	11,936.69	13,374.28	15,133.45
负债和股东权益总计	16,779.69	17,492.85	18,970.34	21,375.92	22,470.96

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,018.21	1,447.54	1,871.06	2,041.43	2,217.59
折旧摊销	486.58	679.58	714.42	752.36	800.21
财务费用	60.19	(17.43)	(39.12)	(45.42)	(61.87)
投资损失	(57.54)	0.48	(34.75)	(30.60)	(21.63)
营运资金变动	(777.48)	526.46	(923.53)	2,077.98	(1,960.78)
其它	712.83	43.79	29.59	29.72	38.61
经营活动现金流	2,442.79	2,680.41	1,617.67	4,825.47	1,012.13
资本支出	1,147.91	1,207.60	766.35	787.75	969.39
长期投资	(2.81)	11.89	0.00	0.00	0.00
其他	(2,900.16)	(3,535.42)	(1,604.39)	(1,513.67)	(1,902.48)
投资活动现金流	(1,755.06)	(2,315.92)	(838.04)	(725.92)	(933.10)
债权融资	(0.08)	(244.28)	358.92	(196.04)	(149.37)
股权融资	(1,473.89)	50.12	(51.35)	(633.56)	(497.03)
其他	(68.12)	(1,271.98)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,542.08)	(1,466.13)	307.57	(829.60)	(646.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(854.35)	(1,101.64)	1,087.21	3,269.96	(567.37)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,212.03	18,479.72	20,207.57	21,917.13	23,626.67
营业成本	12,904.19	12,432.61	13,710.84	14,857.62	15,995.25
营业税金及附加	123.53	135.62	130.04	147.60	161.51
销售费用	3,366.25	3,293.60	3,590.89	3,868.37	4,165.38
管理费用	343.75	367.68	351.61	374.78	401.65
研发费用	264.84	281.59	272.80	289.31	307.15
财务费用	(1.41)	(36.69)	(39.12)	(45.42)	(61.87)
资产/信用减值损失	(36.48)	(305.80)	(27.28)	(23.08)	(17.86)
公允价值变动收益	0.00	1.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	57.54	(0.48)	34.75	30.60	21.63
其他	(98.01)	564.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,287.83	1,745.25	2,197.98	2,432.39	2,661.35
营业外收入	161.51	169.56	198.15	176.40	181.37
营业外支出	9.07	21.92	16.70	15.89	18.17
利润总额	2,440.27	1,892.89	2,379.44	2,592.90	2,824.56
所得税	422.06	445.36	478.79	521.74	568.36
净利润	2,018.21	1,447.54	1,900.65	2,071.15	2,256.20
少数股东损益	12.25	31.00	29.59	29.72	38.61
归属于母公司净利润	2,005.96	1,416.54	1,871.06	2,041.43	2,217.59
每股收益（元）	2.44	1.72	2.28	2.48	2.70

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.67%	-3.81%	9.35%	8.46%	7.80%
营业利润	11.49%	-23.72%	25.94%	10.66%	9.41%
归属于母公司净利润	10.70%	-29.38%	32.09%	9.11%	8.63%
获利能力					
毛利率	32.83%	32.72%	32.15%	32.21%	32.30%
净利率	10.44%	7.67%	9.26%	9.31%	9.39%
ROE	20.88%	14.39%	16.03%	15.59%	14.96%
ROIC	41.09%	22.66%	29.59%	27.71%	43.71%
偿债能力					
资产负债率	41.64%	42.33%	37.08%	37.43%	32.65%
净负债率	-19.66%	-11.63%	-16.25%	-40.76%	-33.67%
流动比率	1.16	1.06	1.36	1.47	1.76
速动比率	0.86	0.74	1.01	1.14	1.36
营运能力					
应收账款周转率	16.09	13.07	13.98	23.65	23.65
存货周转率	9.98	8.84	9.01	9.20	9.06
总资产周转率	1.17	1.08	1.11	1.09	1.08
每股指标（元）					
每股收益	2.44	1.72	2.28	2.48	2.70
每股经营现金流	2.97	3.26	1.97	5.87	1.23
每股净资产	11.69	11.98	14.21	15.93	18.03
估值比率					
市盈率	10.27	14.55	11.01	10.09	9.29
市净率	2.14	2.09	1.76	1.57	1.39
EV/EBITDA	8.45	6.36	5.43	3.87	3.72
EV/EBIT	9.79	8.03	7.19	5.07	4.85

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或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com