

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

顾家家居(603816)

投资评级

上次评级

姜文镮 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

顾家家居：25Q1 内外销共振向上，坚持变革、坚韧成长

2025 年 05 月 06 日

事件：公司发布 24&25Q1 业绩。2024 年公司实现收入 184.80 亿元（同比-3.8%），归母净利润 14.17 亿元（同比-29.4%）；单 24Q4 收入 46.78 亿元（同比-7.8%），归母净利润 0.58 亿元（同比-88.5%）；25Q1 收入 49.14 亿元（同比+13.0%），归母净利润 5.19 亿元（同比+23.5%）。24Q4 利润承压主要系红星债券减值+商誉减值+剥离班尔奇等影响利润；我们预计 25Q1 公司内销收入恢复至双位数左右增长（受益于国补拉动），外销亦保持双位数稳健增速。此外，公司 24 年分红 11.34 亿元，分红率高达 80.1%，积极回报股东。

内销：国补拉动效果显著，表现优于行业整体。我们预计公司 24Q4 内销收入延续双位数左右下滑，主要系 24Q4 国补启动较晚，且前端订单传导时滞，其中卧室&定制产品预计实现稳健增长、沙发延续承压。25Q1 国补效果体现，我们预计 25Q1 内销收入实现双位数左右增长、经营显著改善。公司以“回归主航道、回归优势业务”为核心，明确“一体两翼，双核发展”内贸战略，迅速建立“三大空间”（客餐厅、卧室、定制）的价值链一体化组织，清晰责任主体、激发组织活力；推动中国营销事业本部的“做实”、将经营决策重心向零售分部下沉，探索矩阵式运营模式、以实现平台赋能与经营快反的平衡。

外销：效率提升，全球布局积极应对关税风险。我们预计公司 24Q4&25Q1 外销收入延续双位数稳健增长。公司成立海外业务运营中心，负责统筹海外业务，清晰各外贸事业部的责权利。24 年美国市场增长较好，同时澳洲、西欧、中东、日韩等市场均实现历史性突破。此外，公司 24 年已在印度、泰国、越南、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等地开设 KUKAHOME 门店，品牌出海持续践行。当前公司越南基地综合成本已低于中国基地、净利率持续提升，美国床垫工厂本土化运营、产能持续爬坡，墨西哥工厂配合小单快反生产，全球化布局深化。

净利率改善，营运效率稳步提升。25Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 32.4%/11.0%（同比-0.6/+1.2pct），销售/管理/研发费用率分别为 15.2%/2.4%/1.5%（同比-2.2/-0.9/+0.1pct）。截至 25Q1 末存货/应收/应付账款周转天数分别为 55/27/46 天（同比-4/-1/+1 天），经营性现金流净额为 +0.1 亿元（同比+1.7 亿元），截至 2024 年仓配覆盖覆盖率已超 50%、未来有望持续提升；且外贸经营效率持续提升，有望带动公司盈利能力与经营质量持续提升。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.4/21.5/24.5 亿元，对应 PE 分别为 11X、10X、8X。

风险因素：贸易摩擦加剧风险，房地产下行超预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	19,212	18,480	20,253	22,130	24,365
增长率 YoY %	6.7%	-3.8%	9.6%	9.3%	10.1%
归属母公司净利润 (百万元)	2,006	1,417	1,940	2,146	2,450
增长率 YoY%	10.7%	-29.4%	36.9%	10.7%	14.2%
毛利率%	32.7%	32.7%	33.0%	33.3%	33.6%
净资产收益率ROE%	20.9%	14.4%	18.9%	20.0%	21.9%
EPS(摊薄)(元)	2.44	1.72	2.36	2.61	2.98
市盈率 P/E(倍)	10.22	14.47	10.57	9.55	8.37
市净率 P/B(倍)	2.13	2.08	1.99	1.91	1.83

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,536	7,418	8,525	10,490	12,118
货币资金	3,583	2,550	3,519	4,957	6,208
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,352	1,477	1,522	1,716	1,860
预付账款	88	103	102	116	125
存货	1,968	2,211	2,238	2,530	2,720
其他	546	1,078	1,144	1,172	1,204
非流动资产	9,243	10,074	9,417	8,692	8,046
长期股权投资	31	43	43	43	43
固定资产(合)	4,636	5,947	5,405	4,852	4,290
无形资产	977	942	912	881	851
其他	3,600	3,142	3,059	2,916	2,862
资产总计	16,780	17,493	17,942	19,182	20,164
流动负债	6,475	6,998	6,979	7,751	8,206
短期借款	1,501	1,285	1,285	1,285	1,285
应付票据	31	8	21	16	21
应付账款	1,597	1,776	1,806	2,036	2,193
其他	3,345	3,928	3,866	4,414	4,706
非流动负债	512	408	409	410	410
长期借款	0	0	0	0	0
其他	512	408	409	410	410
负债合计	6,987	7,405	7,388	8,161	8,616
少数股东权益	184	243	270	308	347
归属母公司	9,608	9,845	10,285	10,713	11,201
负债和股东权益	16,780	17,493	17,942	19,182	20,164

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,212	18,480	20,253	22,130	24,365
同比(%)	6.7%	-3.8%	9.6%	9.3%	10.1%
归属母公司净利润	2,006	1,417	1,940	2,146	2,450
同比(%)	10.7%	-29.4%	36.9%	10.7%	14.2%
毛利率(%)	32.7%	32.7%	33.0%	33.3%	33.6%
ROE%	20.9%	14.4%	18.9%	20.0%	21.9%
EPS(摊薄)(元)	2.44	1.72	2.36	2.61	2.98
P/E	10.22	14.47	10.57	9.55	8.37
P/B	2.13	2.08	1.99	1.91	1.83
EV/EBITDA	9.34	8.87	5.68	4.77	4.13

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,212	18,480	20,253	22,130	24,365
营业成本	12,93	12,433	13,565	14,756	16,173
营业税金及	124	136	139	157	171
销售费用	3,336	3,294	3,443	3,722	4,120
管理费用	344	368	383	429	466
研发费用	265	282	294	329	358
财务费用	-1	-37	-27	-46	-70
减值损失合	-14	-70	-1	-1	-1
投资净收益	58	0	10	12	12
其他	33	-190	5	6	0
营业利润	2,288	1,745	2,471	2,800	3,159
营业外收支	152	148	0	0	0
利润总额	2,440	1,893	2,471	2,800	3,159
所得税	422	445	504	615	669
净利润	2,018	1,448	1,967	2,185	2,489
少数股东损	12	31	27	38	39
归属母公司	2,006	1,417	1,940	2,146	2,450
EBITDA	2,906	2,442	3,260	3,579	3,834
EPS(当	2.44	1.74	2.36	2.61	2.98

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,443	2,680	2,664	3,293	3,331
净利润	2,018	1,448	1,967	2,185	2,489
折旧摊销	676	680	816	825	745
财务费用	60	-17	29	29	29
投资损失	-58	0	-10	-12	-12
营运资金变	-268	221	-129	265	78
其它	14	349	-8	0	1
投资活动现	-1,755	-2,316	-160	-108	-88
资本支出	-2,212	-1,075	-100	-100	-100
长期投资	307	120	-20	-20	0
其他	150	-1,362	-41	12	12
筹资活动现	-1,542	-1,466	-1,554	-1,747	-1,991
吸收投资	26	3	0	0	0
借款	14	-216	0	0	0
支付利息或	-1,049	-1,148	-1,582	-1,748	-1,991
现金流净增	-831	-1,039	969	1,438	1,252
加额					

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。