

减值短期拖累 24 年业绩， 25Q1 内销恢复正增长

核心观点

24 年公司营收同比-3.81%，其中外销、内销分别+11.2%、-14.4%；归母净利润同比-29.38%，主要系公司对红星债计提 2.13 亿元减值，对 Natuzzi 商誉计提 0.51 亿元减值，此外公司在 24Q4 处置领尚美居、班尔奇、卡文家居等子公司产生一定损失。25Q1 公司营收同比+12.95%、归母净利润同比+23.53%，预估内销伴随 Q4 国补出货开始恢复正增长，外销营收仍保持双位数以上增长。展望后续，国补+零售转型有望助力内销逐步向好，25Q1 末公司合同负债同比+18%，预计 25Q2 内销有望延续较好增长。外销端公司加大非美客户开拓并推动海外产能布局。

事件

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 184.80 亿元/-3.81%，归母净利润 14.17 亿元/-29.38%，扣非归母净利润 13.01 亿元/-26.92%，基本 EPS 为 1.74 元/-28.69%，ROE（加权）为 14.72%/-7.15pct。

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 49.13 亿元/+12.95%，归母净利润 5.19 亿元/+23.53%，扣非归母净利润 4.58 亿元/+22.15%，基本 EPS 为 0.64 元/+25.49%，ROE（加权）为 5.13%/+0.84pct。

简评

25Q1 内销恢复增长、外销稳健增长，25Q1 开局亮眼。25Q1 公司实现营收 49.13 亿元/+12.95%，归母净利润 5.19 亿元/+23.53%，预估内销伴随 Q4 国补出货开始恢复正增长，内销品类中预估功能沙发及定制业务表现较优、实现双位数以上正增长。25Q1 预估外销营收仍保持双位数以上增长。25Q1 末公司合同负债同比+18%，预计 25Q2 内销有望延续较好增长。25Q1 毛利率 32.39%/-0.69pct，25Q1 销售费用率、管理费用率分别为 15.21%/-2.2pct、2.39%/-0.93pct。

24 年外销表现优于内销，减值短期拖累业绩。2024 年公司实现营收 184.80 亿元/-3.81%，归母净利润 14.17 亿元/-29.38%，业绩主要系公司对红星债计提 2.13 亿元减值，对 Natuzzi 商誉计提 0.51 亿元减值，此外公司在 24Q4 处置领尚美居、班尔奇、卡文家居等子公司产生一定损失。24 年营收拆分如下，其中：

顾家家居 (603816. SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 05 月 12 日

当前股价：25.13 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.03/-2.87	-14.82/-15.70	-28.64/-33.97
12 月最高/最低价 (元)		38.20/21.67
总股本 (万股)		82,189.15
流通 A 股 (万股)		81,216.62
总市值 (亿元)		204.98
流通市值 (亿元)		202.55
近 3 月日均成交量 (万)		675.83
主要股东		
宁波盈峰睿和投资管理有限公司		29.42%

股价表现



相关研究报告

24.11.04	【中信建投轻工纺织及服务】顾家家居 (603816):Q3 经营承压, Q4 以旧换新补贴有望带动内销改善
24.08.27	【中信建投轻工纺织及服务】顾家家居 (603816):24H1 内销承压, 外销稳健增长

1) 分业务: 24 年公司沙发、卧室产品、集成产品、定制家居、信息技术服务分别实现营收 102.0、32.5、24.4、9.9、7.0 亿元, 同比分别+9.1%、-20.8%、-19.5%、+12.7%、-19.3%。沙发业务增长主要得益于外销出口业务, 卧室产品有所承压主要系外销调整, 定制家居得益于公司稳步推进大家居建设。

2) 分地区: 24 年内销收入 93.61 亿/-14.4%, 主要系竣工下降叠加消费疲软导致的客流减少以及公司 24 年起剥离天禧派业务, 24Q4 国补带动下前端接单逐步好转; 24 年外销收入 83.7 亿元/+11.3%, 主要系公司大力发展商超业务, 并提升 SPO 业务占比。

外销业务占比提升下毛利率有所下滑, 2024 年分红率提升至 80%。24 年公司毛利率 32.7%/-0.11pct, 主要系高毛利率的内贸业务占比下降以及公司加大终端让利所致。24 年销售费用率 17.8%/+0.3pct, 管理、研发费用率 1.99%/+0.2pct、1.52%/+0.14pct。24 年公司净利率 7.83%/-2.67pct(若不考虑资产减值, 净利率为 9.1%-1.4pct)。2024 年公司加大股东回馈力度, 24 年分红比率达到 80.1% (23 年分红比率为 56.3%)。

展望后续: 国补+零售转型有望支撑内销发展, 外销端公司加大非美客户开拓并推动海外产能布局。2025 年公司内销加快营销体系升级, 其中围绕功能沙发、床垫和定制三大高潜品类继续深入推进, 客餐厅将紧握功能沙发的增长契机, 力促中高速增长, 同步推动固定沙发恢复性增长和集成创新产品的盈利能力回升; 卧室以“1 号塾”IP 为突破口, 引领产品向上升级; 定制聚焦“空白城市拓展+专业新商突破”。伴随着国补推进, 预计 25 年内销业务边际向好。外贸积极推动“全球深化”战略, 一方面加快新的海外制造基地布局, 除此之外, 公司计划加大拓展非美市场业务, 跨境电商业务上开拓户外、板式等新品类。

投资建议: 预计 2025-2027 年营收为 199.6 亿元、213.9、227.4 亿元, 同比+8.0%、+7.2%、+6.3%, 预计归母净利润为 18.5、20.1、21.5 亿元, 同比+30.7%、+8.5%、+6.9%, 对应 PE 为 11.2X、10.3X、9.6X, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 原材料价格波动风险: 公司生产所用的原材料主要包括发泡材料(聚醚、TDI 等)、海绵、布料、皮革、木材、五金等, 上述各原材料价格的波动将导致生产成本产生波动, 从而对公司收入和毛利率产生影响; 2) 国内市场竞争加剧的风险: 在新房销售下行、订单减少、行业整合加速等综合因素影响下, 中小型家居制造商、品牌商在品牌、渠道、产品质量、服务、管理等多方面不具备与龙头企业竞争的能力, 短期可能采取低价倾销策略, 导致行业价格战, 平均利润率下滑, 从而对公司的生产经营带来不利影响。3) 房地产行业波动的风险: 家具行业的需求主要来自于新房装修和二手房或租赁的翻新装修。作为家具行业上游产业, 房地产市场的变化将会对家具行业未来需求产生影响。为进一步加强和改善房地产市场调控, 稳定市场预期, 促进房地产市场平稳健康发展, 国家陆续出台了房地产调控政策, 商品房住宅需求增速放缓。

图 1:顾家家居营收预测

营收拆分（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	11,093.6	12,666.0	18,342.0	18,010.4	19,212.0	18,479.7	19,957.6	21,387.8	22,741.3
yoy		14.2%	44.8%	-1.8%	6.7%	-3.8%	8.0%	7.2%	6.3%
国内营收	6,096.9	7,649.1	10,712.5	10,303.5	10,935.3	9,361.1	10,107.0	10,853.6	11,508.0
yoy		25.5%	40.0%	-3.8%	6.1%	-14.4%	8.0%	7.4%	6.0%
境外营收	4,607.7	4,653.0	6,918.1	7,034.0	7,515.2	8,366.6	9,098.6	9,782.2	10,481.3
yoy		1.0%	48.7%	1.7%	6.8%	11.3%	8.7%	7.5%	7.1%
营收占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内	55.0%	60.4%	58.4%	57.2%	56.9%	50.7%	50.6%	50.7%	50.6%
国外	41.5%	36.7%	37.7%	39.1%	39.1%	45.3%	45.6%	45.7%	46.1%
毛利率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2025E	2025E
国内	39.9%	40.1%	34.5%	37.3%	37.6%	37.0%			
国外	24.8%	24.2%	18.1%	20.8%	25.5%	27.2%			

数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,536	7,418	8,458	11,408	14,409
现金	3,583	2,550	3,519	6,161	8,872
应收票据及应收账款合计	1,352	1,477	1,382	1,481	1,575
其他应收款	246	187	315	337	359
预付账款	88	103	115	123	131
存货	1,968	2,211	2,137	2,291	2,437
其他流动资产	299	890	990	1,013	1,035
非流动资产	9,243	10,074	8,802	7,518	6,260
长期投资	31	43	57	72	87
固定资产	5,171	6,285	5,363	4,429	3,483
无形资产	977	942	785	628	471
其他非流动资产	3,065	2,805	2,597	2,390	2,219
资产总计	16,780	17,493	17,260	18,926	20,669
流动负债	6,475	6,998	5,614	6,018	6,399
短期借款	1,501	1,285	-	-	-
应付票据及应付账款合计	1,629	1,784	1,914	2,053	2,183
其他流动负债	3,345	3,928	3,700	3,966	4,216
非流动负债	512	408	335	270	212
长期借款	315	177	104	38	-19
其他非流动负债	197	231	231	231	231
负债合计	6,987	7,405	5,949	6,288	6,611
少数股东权益	184	243	272	304	338
股本	822	822	822	822	822
资本公积	3,554	3,315	3,315	3,315	3,315
留存收益	5,233	5,708	6,902	8,198	9,583
归属母公司股东权益	9,608	9,845	11,039	12,335	13,720
负债和股东权益	16,779.69	17,492.85	17,260.40	18,926.42	20,668.84

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,443	2,680	3,053	3,451	3,548
净利润	2,018	1,448	1,881	2,040	2,181
折旧摊销	676	680	1,287	1,299	1,273
财务费用	-1	-37	24	-13	-26
投资损失	-58	0	-35	-35	-35
营运资金变动	-268	209	-169	96	90
其他经营现金流	75	380	64	64	64
投资活动现金流	-1,755	-2,316	-44	-44	-44
资本支出	2,147	1,049	0	0	0
长期投资	187	57	0	0	0
其他投资现金流	-4,089	-3,422	-44	-44	-44
筹资活动现金流	-1,542	-1,466	-2,040	-765	-794
短期借款	22	-216	-1,285	0	0
长期借款	26	-138	-73	-66	-57
其他筹资现金流	-1,591	-1,112	-682	-700	-736
现金净增加额	-831	-1,039	969	2,642	2,710

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,212	18,480	19,958	21,388	22,741
营业成本	12,904	12,433	13,313	14,276	15,181
营业税金及附加	124	136	146	157	167
销售费用	3,366	3,294	3,572	3,807	4,025
管理费用	344	368	379	406	432
研发费用	265	282	299	321	341
财务费用	-1	-37	24	-13	-26
资产减值损失	-14	-70	-20	-21	-23
信用减值损失	-22	-236	-24	-26	-27
其他收益	57	44	63	63	63
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	58	0	35	35	35
资产处置收益	-1	0	2	2	2
营业利润	2,288	1,745	2,278	2,487	2,671
营业外收入	162	170	198	198	198
营业外支出	9	22	17	17	17
利润总额	2,440	1,893	2,460	2,668	2,852
所得税	422	445	579	628	671
净利润	2,018	1,448	1,881	2,040	2,181
少数股东损益	12	31	29	32	34
归属母公司净利润	2,006	1,417	1,852	2,009	2,147
EBITDA	3,115	2,536	3,771	3,953	4,100
EPS (元)	2.44	1.72	2.25	2.44	2.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.67	-3.81	8.00	7.17	6.33
营业利润(%)	11.49	-23.72	30.55	9.13	7.42
归属于母公司净利润(%)	10.70	-29.38	30.73	8.46	6.91
获利能力					
毛利率(%)	32.83	32.72	33.29	33.25	33.25
净利率(%)	10.44	7.67	9.28	9.39	9.44
ROE(%)	20.88	14.39	16.78	16.28	15.65
ROIC(%)	24.38	13.61	17.52	20.80	25.76
偿债能力					
资产负债率(%)	41.64	42.33	34.47	33.22	31.99
净负债比率(%)	-18.04	-10.79	-30.20	-48.45	-63.25
流动比率	1.16	1.06	1.51	1.90	2.25
速动比率	0.80	0.70	1.05	1.44	1.79
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.06	1.16	1.13	1.10
应收账款周转率	14.21	12.52	14.44	14.44	14.44
应付账款周转率	8.08	7.00	7.06	7.06	7.06
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.44	1.72	2.25	2.44	2.61
每股经营现金流(最新摊薄)	2.97	3.26	3.71	4.20	4.32
每股净资产(最新摊薄)	11.69	11.98	13.43	15.01	16.69
估值比率					
P/E	10.30	14.58	11.15	10.28	9.62
P/B	2.15	2.10	1.87	1.67	1.51
EV/EBITDA	9.23	9.02	4.96	4.09	3.31

数据来源: wind, 中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk