

顾家家居 (603816.SH)

买入 (维持评级)

H1 内外贸稳步向好，变革提效释放活力

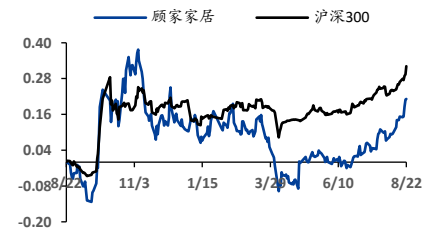
投资要点:

- 事件:** 公司发布 2025 年半年报, 1H25 实现收入 98 亿元, 同比+10.0%, 实现归母净利 10.2 亿元, 同比+13.9%, 扣非净利 9 亿元, 同比+15.3%; 单 Q2 营收 48.9 亿元, 同比+7.2%, 归母净利 5.0 亿元, 同比+5.4%, 扣非净利 4.4 亿元, 同比+8.9%。
- 内销组织变革释放活力, 外销多元业务稳步发展。** 上半年公司实现收入 98 亿元, 同比+10.0%, 单 Q2 营收 48.9 亿元, 同比+7.2%。**分产品,** H1 沙发、卧室产品、集成产品、定制家具、信息技术服务分别实现营收 57 亿元、17 亿元、11.6 亿元、5.5 亿元、3.7 亿元, 分别同比+14.7%、+10.4%、-8.2%、+12.6%、+15.1%。其中上半年内贸功能沙发保持较好增长, 外贸床垫业务超行业增速。**分地区,** H1 境内实现营收 52.2 亿元, 同比+10.7%, 上半年内贸零售企稳向好, 顾家品牌及独立品牌(如 LAZBOY) 均稳步提升, 主要得益于公司零售转型渠道阶段性成效, 零售端连续多个月保持增长; 同时, 随着公司组织变革落地, 充分激发经营主体活力, 对各个事业部、事业本部的权力基本下放到位, 公司 H1 整体累计人均营收、人均利润均显著提升, 且职能人员占比进一步降低, 保持良好发展态势。H1 境外实现营收 42.6 亿元, 同比+9.6%, 自 2024 年至今外贸持续保持双位数增长, 主要得益于业务全球深化稳步推进, 人员本地化程度逐步提高, 并逐步落实本地价值链一体化的组织建设; 同时通过跨境电商和自主品牌 OBM 业务开拓新增长极, OBM 在东南亚等市场初见成效, 跨境电商虽受关税影响但仍保持增长态势。
- 生产、管理端提质增效落地见效, 费率优化盈利提升。** (1) **毛利率:** 上半年公司实现毛利率 32.9% 同比基本持平。**分产品,** H1 沙发、卧室产品、集成产品、定制家具毛利率分别同比+1.0pct、+2.5pct、-0.15pct、-1.8pct。**分地区,** H1 境内、境外毛利率分别同比+1.9pct、+0.4pct。上半年公司推进降本工作, 其中材料、工费、技术及仓储物流降本贡献较多, 主要是产量上涨、KBS 工厂精益改善、资源整合、经营改善、人工提效等正贡献。(2) **期间费用:** 上半年公司销售、管理、研发、财务费用分别同比-0.3pct、-0.7pct、-0.02pct、-0.08pct, 整体费用率优化, 其中管理费用降幅较大得益于公司的组织优化及降本举措、办公费和职工薪酬减少, 财务费用下降主因利息收入增加。(3) **净利率:** H1 公司实现归母净利率 10.4%, 同比+0.35pct, 主要由公司各项提质增效举措落地见效。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 18.9 亿元、20.8 亿元、22.8 亿元 (上期预测 25-26 年分别为 21.1 亿元、22.5 亿元、根据年报及中报调整上期预测), 增速分别为 33.4%、10.1%、9.4%, 目前股价对应 25 年 PE 为 12X。司作为软体家居龙头, 内贸积极推动品类渠道融合和零售改革, 外贸关税担忧落地、全球竞争力持续提升, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济与市场波动、市场竞争加剧、原材料与汇率波动

基本数据

日期	2025-08-22
收盘价:	28.70 元
总股本/流通股本(百万股)	821.77/812.17
流通 A 股市值(百万元)	23,309.17
每股净资产(元)	11.91
资产负债率(%)	44.98
一年内最高/最低价(元)	35.28/21.44

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
	lhp30568@hfzq.com.cn
分析师:	李含稚(S0210524060005)
	lh30597@hfzq.com.cn

相关报告

1、顾家家居 (603816.SH): 股权激励凝聚信心, 内外贸并驾齐驱——2024.10.23

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	19,212	18,480	20,107	21,899	23,855
增长率	7%	-4%	9%	9%	9%
净利润 (百万元)	2,006	1,417	1,889	2,080	2,276
增长率	11%	-29%	33%	10%	9%
EPS (元/股)	2.44	1.72	2.30	2.53	2.77
市盈率 (P/E)	11.8	16.6	12.5	11.3	10.4
市净率 (P/B)	2.5	2.4	2.1	2.0	1.9



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,550	2,614	3,282	4,224	营业收入	18,480	20,107	21,899	23,855
应收票据及账款	1,477	1,527	1,664	1,825	营业成本	12,433	13,495	14,662	15,936
预付账款	103	112	121	132	税金及附加	136	126	140	158
存货	2,211	2,400	2,421	2,685	销售费用	3,294	3,398	3,701	4,008
合同资产	0	0	0	0	管理费用	368	342	350	382
其他流动资产	1,078	583	633	686	研发费用	282	302	328	358
流动资产合计	7,418	7,236	8,122	9,552	财务费用	-37	-12	-7	-23
长期股权投资	43	43	43	43	信用减值损失	-236	-120	-126	-161
固定资产	5,947	7,707	7,677	7,650	资产减值损失	-70	-38	-41	-50
在建工程	442	-158	-258	-358	公允价值变动收益	2	-1	0	1
无形资产	942	975	1,003	1,008	投资收益	0	35	31	22
商誉	275	275	275	275	其他收益	44	44	44	44
其他非流动资产	2,425	2,390	2,405	2,399	营业利润	1,745	2,377	2,632	2,893
非流动资产合计	10,074	11,231	11,145	11,016	营业外收入	170	170	170	170
资产合计	17,493	18,467	19,267	20,568	营业外支出	22	22	22	22
短期借款	1,285	1,423	1,288	1,216	利润总额	1,893	2,525	2,780	3,041
应付票据及账款	1,784	1,936	2,104	2,287	所得税	445	594	654	715
预收款项	3	1	1	1	净利润	1,448	1,931	2,126	2,326
合同负债	2,051	1,408	1,533	1,995	少数股东损益	31	41	46	50
其他应付款	666	666	666	666	归属母公司净利润	1,417	1,889	2,080	2,276
其他流动负债	1,208	1,181	1,210	1,278	EPS (按最新股本摊薄)	1.72	2.30	2.53	2.77
流动负债合计	6,998	6,615	6,802	7,443					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	408	465	465	465					
非流动负债合计	408	465	465	465					
负债合计	7,405	7,079	7,267	7,908					
归属母公司所有者权益	9,845	11,104	11,671	12,281					
少数股东权益	243	284	329	379					
所有者权益合计	10,087	11,388	12,001	12,660					
负债和股东权益	17,493	18,467	19,267	20,568					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,680	2,365	3,111	3,436
现金收益	2,090	2,681	3,037	3,234
存货影响	-244	-189	-21	-264
经营性应收影响	-69	-21	-107	-121
经营性应付影响	317	150	168	183
其他影响	586	-256	34	405
投资活动现金流	-2,316	-1,373	-801	-781
资本支出	-1,210	-1,954	-817	-809
股权投资	-12	0	0	0
其他长期资产变化	-1,094	581	16	28
融资活动现金流	-1,466	-929	-1,642	-1,714
借款增加	-281	137	-135	-71
股利及利息支付	-1,148	-1,600	-1,756	-1,912
股东融资	3	0	0	0
其他影响	-40	534	250	269

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-3.8%	8.8%	8.9%	8.9%
EBIT 增长率	-23.9%	35.4%	10.3%	8.8%
归母公司净利润增长率	-29.4%	33.4%	10.1%	9.4%
获利能力				
毛利率	32.7%	32.9%	33.0%	33.2%
净利率	7.8%	9.6%	9.7%	9.7%
ROE	14.0%	16.6%	17.3%	18.0%
ROIC	20.0%	22.4%	23.8%	24.7%
偿债能力				
资产负债率	42.3%	38.3%	37.7%	38.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转天数	28	27	26	26
存货周转天数	61	62	59	58
每股指标 (元)				
每股收益	1.72	2.30	2.53	2.77
每股经营现金流	3.26	2.88	3.79	4.18
每股净资产	11.98	13.51	14.20	14.94
估值比率				
P/E	17	12	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	78	60	54	50

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn