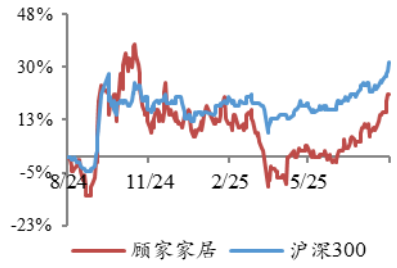
25H1 业绩稳健增长，内外贸企稳向好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-23

收盘价（元）	28.70
近 12 个月最高/最低（元）	35.28/21.44
总股本（百万股）	822
流通股本（百万股）	812
流通股比例（%）	98.83
总市值（亿元）	236
流通市值（亿元）	233

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25Q1 业绩亮眼，以变革赢挑战 2025-04-30

2.多元化品类品牌布局，加速渠道市场变革 2024-12-30

主要观点：

- **事件：公司发布 2025 年中报**

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 98.01 亿元，同比增长 10.02%；实现归母净利润 10.21 亿元，同比增长 13.89%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 48.87 亿元，同比增长 7.22%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比增长 5.37%。

- **内贸零售企稳向好，外贸收入持续增长**

分产品来看，2025H1 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业收入 56.67/16.93/11.63/5.53/3.73 亿元，分别同比+14.68%/+10.37%/-8.22%/+12.55%/+15.09%；毛利率分别为 36.05%/42.81%/30.23%/33.10%/80.70%，分别同比+1.02/+2.46/-0.15/-1.82/-1.18pct。得益于产品力改善和效率提升，功能沙发态势较好，尤其内贸功能沙发业务上半年实现较好的同比增长；床垫品类持续增长，其中外贸床垫的国际市场业务实现超越行业平均的增速；定制品类亦保持增长态势；乐活分销、整装业务、外贸非美市场业务等亦均较好保持增长；跨境电商虽受到美国关税的一定影响，但仍保持增长态势。分地区来看，2025H1 境内/境外分别实现营业收入 52.25/42.58 亿元，分别同比+10.65%/+9.55%；毛利率分别为 39.59%/26.36%，分别同比+1.93/+0.42pct。内贸方面，无论是顾家品牌还是独立品牌（如 LAZBOY）均取得了业绩的稳步提升，主要来自于零售端连续多个月保持增长的驱动，在市场承压背景下体现了公司零售转型带来的阶段性成果。外贸方面，收入亦持续保持稳步增长态势，从 2024 年至今一直保持双位数增长，全球深化的战略步伐逐步推进。

- **25Q2 毛利率同比提升，销售费用率提升影响净利率**

2025H1 公司毛利率为 32.89%，同比-0.13pct；销售/管理/研发/财务费用率为 16.61%/1.69%/2.01%/-0.25%，同比-0.41/-0.7/-0.02/-0.08pct；归母净利率为 10.41%，同比+0.35pct。2025 年第二季度公司毛利率为 33.4%，同比+0.42pct；销售/管理/研发/财务费用率为 18.03%/0.98%/2.49%/-0.36%，同比+1.38/-0.52/-0.12/-0.21pct；归母净利率为 10.26%，同比-0.18pct。管理费用下降主要系办公费和职工薪酬减少所致；财务费用下降主要系利息收入增加所致。

- **投资建议**

品类方面，公司全品类矩阵持续丰富，传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期。渠道方面，公司持续推进 1+N+X 渠道战略和区域零售中心改革，并及时调整渠道组织架构，增强渠道发展活力。供应链方面，公司积极推进海外产能布局，深化全球市场发展。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 199.68/214.03/228.74 亿元，分别同比增长 8.1%/7.2%/6.9%；归母净利润分别为 18.25/19.78/21.3 亿元，分别同比增长 28.9%/8.4%/7.7%。截至 2025 年 8 月 22 日，EPS 分别为 2.22/2.41/2.

59 元，对应 PE 分别为 12.92/11.92/11.07 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济与市场波动风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动风险，经销网络管理风险，国际贸易摩擦风险，汇率波动风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18480	19968	21403	22874
收入同比（%）	-3.8%	8.1%	7.2%	6.9%
归属母公司净利润	1417	1825	1978	2130
净利润同比（%）	-29.4%	28.9%	8.4%	7.7%
毛利率（%）	32.7%	33.7%	33.9%	34.1%
ROE（%）	14.4%	17.7%	18.5%	19.2%
每股收益（元）	1.74	2.22	2.41	2.59
P/E	15.85	12.92	11.92	11.07
P/B	2.30	2.29	2.21	2.12
EV/EBITDA	8.87	7.12	6.64	6.19

资料来源： wind，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 22 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7418	7561	7682	7813
现金	2550	2667	2699	2755
应收账款	1477	1442	1486	1525
其他应收款	187	183	190	197
预付账款	103	112	111	124
存货	2211	2122	2161	2178
其他流动资产	890	1035	1035	1035
非流动资产	10074	10666	11461	12203
长期投资	43	44	45	47
固定资产	5947	6378	6766	7146
无形资产	942	1017	1103	1184
其他非流动资产	3142	3227	3547	3826
资产总计	17493	18227	19143	20016
流动负债	6998	7244	7724	8129
短期借款	1285	1285	1285	1285
应付账款	1776	1872	1923	2112
其他流动负债	3936	4086	4516	4732
非流动负债	408	404	404	404
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	408	404	404	404
负债合计	7405	7647	8128	8533
少数股东权益	243	280	320	364
股本	822	822	822	822
资本公积	3315	3351	3351	3351
留存收益	5708	6127	6522	6946
归属母公司股东权	9845	10300	10694	11119
负债和股东权益	17493	18227	19143	20016

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2680	2857	2986	3105
净利润	1448	1862	2019	2174
折旧摊销	680	695	718	744
财务费用	-17	9	9	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	221	393	391	330
其他经营现金流	1576	1366	1476	1692
投资活动现金流	-2316	-1330	-1362	-1335
资本支出	-1075	-1186	-1298	-1333
长期投资	120	-85	-64	-2
其他投资现金流	-1362	-59	0	0
筹资活动现金流	-1466	-1436	-1593	-1714
短期借款	-216	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-238	36	0	0
其他筹资现金流	-1012	-1471	-1593	-1714
现金净增加额	-1039	117	31	56

利润表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18480	19968	21403	22874
营业成本	12433	13230	14146	15078
营业税金及附加	136	150	161	172
销售费用	3294	3594	3842	4094
管理费用	368	419	439	457
财务费用	-37	6	0	9
资产减值损失	-70	2	1	1
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1745	2301	2506	2710
营业外收入	170	170	170	170
营业外支出	22	20	20	20
利润总额	1893	2451	2656	2860
所得税	445	588	637	686
净利润	1448	1862	2019	2174
少数股东损益	31	37	40	43
归属母公司净利润	1417	1825	1978	2130
EBITDA	2442	3152	3374	3613
EPS（元）	1.74	2.22	2.41	2.59

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-3.8%	8.1%	7.2%	6.9%
营业利润	-23.7%	31.8%	8.9%	8.1%
归属于母公司净利润	-29.4%	28.9%	8.4%	7.7%
获利能力				
毛利率（%）	32.7%	33.7%	33.9%	34.1%
净利率（%）	7.7%	9.1%	9.2%	9.3%
ROE（%）	14.4%	17.7%	18.5%	19.2%
ROIC（%）	11.6%	15.4%	16.1%	16.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	42.3%	42.0%	42.5%	42.6%
净负债比率（%）	73.4%	72.3%	73.8%	74.3%
流动比率	1.06	1.04	0.99	0.96
速动比率	0.70	0.68	0.65	0.63
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.12	1.15	1.17
应收账款周转率	13.07	13.68	14.62	15.19
应付账款周转率	7.37	7.25	7.46	7.47
每股指标（元）				
每股收益	1.74	2.22	2.41	2.59
每股经营现金流	3.26	3.48	3.63	3.78
每股净资产	11.98	12.53	13.01	13.53
估值比率				
P/E	15.85	12.92	11.92	11.07
P/B	2.30	2.29	2.21	2.12
EV/EBITDA	8.87	7.12	6.64	6.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 22 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。