

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

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

龚轶之 新消费行业分析师

执业编号: S1500525030005

邮箱: gongyizhi@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：内销零售转型效果显现，外销持续推进全球化战略

2025年08月25日

事件：公司发布 2025 半年报。2025H1 公司实现收入 98.01 亿元（同比+10.0%），归母净利润 10.21 亿元（同比+13.9%），扣非归母净利润 9.00 亿元（同比+15.3%）；2025Q2 公司实现收入 48.87 亿元（同比+7.2%），归母净利润 5.01 亿元（同比+5.4%），扣非归母净利润 4.41 亿元（同比+8.9%）。

点评：

内销：零售转型效果显现，核心品类保持增长。2025H1 公司内销收入 52.25 亿元（同比+10.7%）、毛利率 39.59%（同比+1.77pct）。国内市场顾家品牌、独立品牌均取得业绩稳步提升，零售转型卓有成效、零售端连续多月保持增长，同时零售运营维度更趋全面、终端系统集成、全链路协同效能提升。“一体两翼，双核发展”战略指引下，公司聚焦整家战略与软体创新，继续向“综合家居零售运营商”转型，我们认为内销业务有望持续保持稳健增长。

外销：推进全球化战略，外销业绩保持韧性。2025H1 公司外销收入 42.58 亿元（同比+9.6%）、毛利率 26.36%（同比+0.32pct）。公司全球化战略持续推进，人员本地化逐步提高并逐步落实本地价值链一体化的组织建设，海外 OBM 也开始在东南亚市场拓展增量业务。目前公司已在越南、墨西哥、美国等地建立生产基地，巩固全球供应链基础，并通过跨境电商和自主品牌 OBM 业务开拓新增长极。尽管上半年受海外经济波动、关税政策冲击等不利因素影响，公司外销业务依然保持韧性。

核心品类保持增长，多元化布局提升份额。2025H1 公司沙发/卧室产品/集成产品/定制家具/信息技术服务费实现收入 56.67/16.93/11.63/5.53/3.73 亿元，分别同比+15%/+10%/-8%/+13%/+15%；沙发/卧室产品/集成产品/定制家具/信息技术服务费毛利率为 36.1%/42.8%/30.2%/33.1%/80.7%，同比分别+0.9pct/+2.3pct/-0.4pct/-2.0pct/-1.2pct。得益于产品力改善和效率提升，公司内贸功能沙发业务上半年实现较好增长、外贸床垫国际市场业务增速超越行业平均水平，定制品类亦保持增长态势。公司持续聚焦整家战略与软体创新，构建全场景解决方案能力，丰富的品类组合显著降低消费组选择成本、也提升了公司市场竞争力。此外公司还搭建了完善的品牌矩阵覆盖各价格带，顾家主品牌包括一系列子品牌、系列品牌，也拥有独立品牌纳图兹、LAZBOY、ROLF BENZ 覆盖各更多细分领域。我们认为在“多品类+多渠道+多品牌”的多元化战略下，公司单店经营能力不断增强，未来有望持续保障公司业绩增长和市占率提升。

利润率稳中有升，组织变革+数字化提升效率。2025H1 公司毛利率 32.89%（同比-0.13pct），归母净利率为 10.41%（同比+0.35pct），我们预计主要系组织变革和数字化应用带来的经营效率提升所致。费用率方面，2025H1 期间费用率为 20.06%（同比-1.21pct），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 16.61%/1.69%/2.01%（同比-0.41pct/-0.70pct/-0.02pct）。

2025Q2 毛利率 33.40% (同比+0.42pct), 归母净利率 10.26% (同比-0.18pct)。2025Q2 期间费用率 21.14% (同比+0.53pct), 其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.03%/0.98%/2.49% (同比+1.38pct/-0.52pct/-0.12pct)。

经营质量不断提升, 现金流保持充沛。公司经营稳健性依旧, 截至 2025H1 公司存货周转天数 55.76 天(同比-1.48 天)、应收账款周转天数 27.55 天(同比-0.35 天)、应付账款周转天数 46.10 天(同比-3.05 天)。2025H1 公司经营性现金流为 10.94 亿元(同比+4.58 亿元), 收益质量保持较好水平。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.4/22.3/25.4 亿元, 对应 PE 为 12.1X/10.6X/9.3X。

风险因素: 房地产市场低迷、市场竞争加剧、贸易摩擦风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	19,212	18,480	20,557	22,888	25,784
增长率 YoY %	6.7%	-3.8%	11.2%	11.3%	12.7%
归属母公司净利润 (百万元)	2,006	1,417	1,942	2,226	2,537
增长率 YoY%	10.7%	-29.4%	37.1%	14.7%	13.9%
毛利率%	32.7%	32.7%	33.2%	33.5%	33.6%
净资产收益率ROE%	20.9%	14.4%	18.9%	20.7%	22.6%
EPS(摊薄)(元)	2.44	1.72	2.36	2.71	3.09
市盈率 P/E(倍)	11.76	16.65	12.15	10.59	9.30
市净率 P/B(倍)	2.45	2.40	2.29	2.20	2.10

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 22 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	7,813	9,198	10,326
货币资金	3,583	2,550	2,608	3,370	3,982
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,352	1,477	1,545	1,774	1,968
预付账款	88	103	103	120	132
存货	1,968	2,211	2,266	2,609	2,880
其他	546	1,078	1,292	1,324	1,364
非流动资产	9,243	10,074	10,178	10,181	10,239
长期股权投资	31	43	43	43	43
固定资产(合计)	4,636	5,947	6,106	6,243	6,354
无形资产	977	942	926	914	915
其他	3,600	3,142	3,104	2,981	2,928
资产总计	16,780	17,493	17,992	19,378	20,565
流动负债	6,475	6,998	7,030	7,933	8,573
短期借款	1,501	1,285	1,285	1,285	1,285
应付票据	31	8	21	17	23
应付账款	1,597	1,776	1,828	2,100	2,321
其他	3,345	3,928	3,895	4,530	4,944
非流动负债	512	408	404	405	405
长期借款	0	0	0	0	0
其他	512	408	404	405	405
负债合计	6,987	7,405	7,435	8,337	8,978
少数股东权益	184	243	270	309	350
归属母公司股东权益	9,608	9,845	10,288	10,732	11,237
负债和股东权益	16,780	17,493	17,992	19,378	20,565

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	20,557	22,888	25,784
同比(%)	6.7%	-3.8%	11.2%	11.3%	12.7%
归属母公司净利润	2,006	1,417	1,942	2,226	2,537
同比(%)	10.7%	-29.4%	37.1%	14.7%	13.9%
毛利率(%)	32.7%	32.7%	33.2%	33.5%	33.6%
ROE%	20.9%	14.4%	18.9%	20.7%	22.6%
EPS(摊薄)(元)	2.44	1.72	2.36	2.71	3.09
P/E	11.76	16.65	12.15	10.59	9.30
P/B	2.45	2.40	2.29	2.20	2.10
EV/EBITDA	9.34	8.87	6.98	5.81	5.14

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	20,557	22,888	25,784
营业成本	12,935	12,433	13,732	15,220	17,120
营业税金及附加	124	136	142	163	180
销售费用	3,336	3,294	3,556	3,857	4,383
管理费用	344	368	397	449	501
研发费用	265	282	298	340	379
财务费用	-1	-37	-27	-28	-38
减值损失合计	-14	-70	-1	-1	-1
投资净收益	58	0	10	12	13
其他	33	-190	5	6	0
营业利润	2,288	1,745	2,474	2,904	3,270
营业外收支	152	148	0	0	0
利润总额	2,440	1,893	2,474	2,904	3,270
所得税	422	445	505	638	693
净利润	2,018	1,448	1,969	2,266	2,577
少数股东损益	12	31	27	40	40
归属母公司净利润	2,006	1,417	1,942	2,226	2,537
EBITDA	2,906	2,442	3,222	3,744	4,107
EPS(当年)(元)	2.44	1.74	2.36	2.71	3.09

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	2,701	3,451	3,594
净利润	2,018	1,448	1,969	2,266	2,577
折旧摊销	676	680	775	867	876
财务费用	60	-17	29	29	29
投资损失	-58	0	-10	-12	-13
营运资金变	-268	221	-111	300	124
其它	14	349	49	0	1
投资活动现金流	-1,755	-2,316	-1,083	-878	-922
资本支出	-2,212	-1,075	-1,015	-870	-935
长期投资	307	120	-20	-20	0
其他	150	-1,362	-49	12	13
筹资活动现金流	-1,542	-1,466	-1,585	-1,811	-2,060
吸收投资	26	3	12	0	0
借款	14	-216	0	0	0
支付利息或股息	-1,049	-1,148	-1,584	-1,812	-2,060
现金流净增加额	-831	-1,039	58	762	612

研究团队简介

姜文锬，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。

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 年左右消费行业研究经验，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 IP 零售、母婴、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、文具、电动工具、照明、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。