

顾家家居（603816）

证券研究报告

2025 年 08 月 26 日

零售转型成效显著，多品类均衡发展

公司发布 2025 年中期报告

25Q2 公司实现收入 48.9 亿元，同比+7.2%；归母净利润 5.0 亿元，同比+5.4%；扣非归母净利润 4.4 亿元，同比+8.9%；

25H1 公司实现收入 98.0 亿元，同比+10.0%；归母净利润 10.2 亿元，同比+13.9%；扣非归母净利润 9.0 亿元，同比+15.3%；若剔除股份支付费用 0.36 亿的影响，归母及扣非分别同增 18%、20%。

公司经营业绩持续向好，内贸零售企稳向好，外贸收入持续增长，同时得益于产品力改善和效率提升，实现结构性增长，同时盈利能力、现金流等核心经营指标同步优化；

25Q2 毛利率 33.4%，同比+0.4pct，归母净利率 10.3%，同比-0.2pct，盈利能力保持稳定；

25H1 经营活动产生的现金流量净额 10.94 亿元，同比增长 71.89%。

单品均衡发展，高潜品类展现结构性成长

①沙发收入 56.67 亿元，同比+14.7%，毛利率 36.1%，同比+1.0pct，其中功能沙发态势较好，尤其内贸功能沙发业务上半年实现较好的同比增长；

②卧室产品收入 16.93 亿元，同比+10.4%，毛利率 42.8%，同比+2.5pct，其中床垫持续增长，外贸床垫的国际市场业务实现超越行业平均的增速；

③集成产品收入 11.63 亿元，同比-8.2%，毛利率 30.2%，同比-0.2pct；

④定制家具收入 5.53 亿元，同比+12.6%，毛利率 33.1%，同比-1.8pct，定制品类亦保持增长态势。

此外，上半年公司乐活分销、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。

内销：增长动能全面释放，零售转型深水突破

25H1 境内收入 52.25 亿元，同比+10.7%，毛利率 39.6%，同比+1.9pct。上半年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。

上半年公司对各个事业部、事业本部的权力基本下放到位，各事业本部内部也在逐渐细分经营单元，同时把与业务经营强相关的职能进一步整合到各个事业部中，有效激发经营主体活力，组织人效进一步提升。

外贸：全球深化战略稳步推进，东南亚 OBM 初露锋芒

25H1 境外收入 42.58 亿元，同比+9.6%，毛利率 26.4%，同比+0.4pct。上半年收入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。

公司稳步推进外贸全球深化，人员本地化程度逐步提高，并开始逐步落实本地价值链一体化的组织建设（如美国），向着分层化、多梯度、结构性的全球化布局迈进。同时，海外 OBM 业务也开始在东南亚等市场拓展并初见成效。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司零售端组织赋能效果持续显现，25 年国补支持下订单增长持续验证，全球化布局抵御外贸风险；我们调整盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 18.7/20.8/23.3 亿元（前值分别为 18.7/20.4/22.2 亿元），对应

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	821.77
流通 A 股股本(百万股)	812.17
A 股总市值(百万元)	24,299.78
流通 A 股市值(百万元)	24,015.76
每股净资产(元)	11.91
资产负债率(%)	44.98
一年内最高/最低(元)	35.28/21.44

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《顾家家居-年报点评报告:内外销经营稳健，分红持续提升》 2025-05-05
- 2 《顾家家居-季报点评:乐观展望以旧换新催化》 2024-11-01
- 3 《顾家家居-公司点评:发布限制性股票激励（草案），绑定团队赋能成长》 2024-09-23

PE 分别为 13X/12X/10X。

风险提示：地产持续疲软海外需求不及预期，贸易摩擦风险，新渠道开拓进程缓慢，行业竞争加剧，关税政策风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,212.03	18,479.72	20,213.10	21,980.58	23,885.60
增长率(%)	6.67	(3.81)	9.38	8.74	8.67
EBITDA(百万元)	2,949.23	2,933.62	2,923.63	3,233.52	3,586.18
归属母公司净利润(百万元)	2,005.96	1,416.54	1,872.90	2,077.32	2,326.88
增长率(%)	10.70	(29.38)	32.22	10.91	12.01
EPS(元/股)	2.44	1.72	2.28	2.53	2.83
市盈率(P/E)	12.11	17.15	12.97	11.70	10.44
市净率(P/B)	2.53	2.47	2.17	2.05	1.93
市销率(P/S)	1.26	1.31	1.20	1.11	1.02
EV/EBITDA	8.45	6.36	6.84	5.31	5.20

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,583.15	2,550.15	3,638.36	5,678.48	4,299.41
应收票据及应收账款	1,352.25	1,476.53	1,414.91	444.22	1,576.04
预付账款	87.62	102.73	130.18	112.28	147.83
存货	1,967.65	2,211.34	2,250.56	2,486.53	2,724.54
其他	545.66	1,077.73	1,395.46	1,166.37	1,372.31
流动资产合计	7,536.32	7,418.49	8,829.47	9,887.88	10,120.13
长期股权投资	30.71	42.60	42.60	42.60	42.60
固定资产	4,636.04	5,947.42	5,922.72	5,970.38	6,168.43
在建工程	1,188.44	442.42	593.94	635.15	628.12
无形资产	977.04	941.85	900.61	859.38	818.14
其他	2,411.14	2,700.07	2,656.99	2,756.44	2,675.50
非流动资产合计	9,243.37	10,074.36	10,116.86	10,263.95	10,332.80
资产总计	16,779.69	17,492.85	18,946.33	20,151.82	20,452.93
短期借款	1,501.49	1,285.45	2,006.85	1,326.00	1,342.38
应付票据及应付账款	1,628.61	1,784.02	2,224.13	1,966.02	2,575.18
其他	1,741.60	1,876.71	2,783.62	4,262.97	3,235.20
流动负债合计	4,871.69	4,946.18	7,014.60	7,554.99	7,152.75
长期借款	0.00	0.00	60.11	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	511.96	407.90	441.55	453.80	434.42
非流动负债合计	511.96	407.90	501.66	453.80	434.42
负债合计	6,987.15	7,405.47	7,516.26	8,008.79	7,587.17
少数股东权益	184.10	242.51	253.71	263.95	276.31
股本	821.89	821.89	821.77	821.77	821.77
资本公积	3,553.82	3,315.35	3,315.35	3,315.35	3,315.35
留存收益	6,144.68	6,331.00	7,039.24	7,741.97	8,452.33
其他	(911.96)	(623.36)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	9,792.54	10,087.39	11,430.07	12,143.03	12,865.76
负债和股东权益总计	16,779.69	17,492.85	18,946.33	20,151.82	20,452.93

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,018.21	1,447.54	1,872.90	2,077.32	2,326.88
折旧摊销	486.58	679.58	714.42	752.36	800.21
财务费用	60.19	(17.43)	(30.44)	(29.76)	(39.56)
投资损失	(57.54)	0.48	(34.75)	(30.60)	(21.63)
营运资金变动	(777.48)	526.46	(926.08)	2,082.94	(1,954.62)
其它	712.83	43.79	29.62	30.24	40.51
经营活动现金流	2,442.79	2,680.41	1,625.68	4,882.50	1,151.79
资本支出	1,147.91	1,207.60	766.35	787.75	969.39
长期投资	(2.81)	11.89	0.00	0.00	0.00
其他	(2,900.16)	(3,535.42)	(1,604.39)	(1,513.67)	(1,902.48)
投资活动现金流	(1,755.06)	(2,315.92)	(838.04)	(725.92)	(933.10)
债权融资	(0.08)	(244.28)	860.41	(721.86)	46.89
股权融资	(1,473.89)	(1,083.93)	(559.84)	(1,394.60)	(1,644.66)
其他	(68.12)	(137.92)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,542.08)	(1,466.13)	300.56	(2,116.46)	(1,597.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(854.35)	(1,101.64)	1,088.20	2,040.12	(1,379.07)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,212.03	18,479.72	20,213.10	21,980.58	23,885.60
营业成本	12,904.19	12,432.61	13,635.42	14,775.94	15,989.72
营业税金及附加	123.53	135.62	130.07	148.03	163.28
销售费用	3,366.25	3,293.60	3,597.93	3,901.55	4,227.75
管理费用	343.75	367.68	384.05	395.65	406.06
研发费用	264.84	281.59	303.20	318.72	341.56
财务费用	(1.41)	(36.69)	(30.44)	(29.76)	(39.56)
资产/信用减值损失	(36.48)	(305.80)	(27.28)	(23.08)	(17.86)
公允价值变动收益	0.00	1.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	57.54	(0.48)	34.75	30.60	21.63
其他	(98.01)	564.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,287.83	1,745.25	2,200.33	2,477.97	2,800.55
营业外收入	161.51	169.56	198.15	176.40	181.37
营业外支出	9.07	21.92	16.70	15.89	18.17
利润总额	2,440.27	1,892.89	2,381.79	2,638.48	2,963.75
所得税	422.06	445.36	479.26	530.92	596.37
净利润	2,018.21	1,447.54	1,902.52	2,107.57	2,367.39
少数股东损益	12.25	31.00	29.62	30.24	40.51
归属于母公司净利润	2,005.96	1,416.54	1,872.90	2,077.32	2,326.88
每股收益（元）	2.44	1.72	2.28	2.53	2.83

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.67%	-3.81%	9.38%	8.74%	8.67%
营业利润	11.49%	-23.72%	26.08%	12.62%	13.02%
归属于母公司净利润	10.70%	-29.38%	32.22%	10.91%	12.01%
获利能力					
毛利率	32.83%	32.72%	32.54%	32.78%	33.06%
净利率	10.44%	7.67%	9.27%	9.45%	9.74%
ROE	20.88%	14.39%	16.76%	17.49%	18.48%
ROIC	41.09%	22.66%	29.74%	28.41%	46.45%
偿债能力					
资产负债率	41.64%	42.33%	39.67%	39.74%	37.10%
净负债率	-19.66%	-11.63%	-12.52%	-34.78%	-22.05%
流动比率	1.16	1.06	1.26	1.31	1.41
速动比率	0.86	0.74	0.94	0.98	1.03
营运能力					
应收账款周转率	16.09	13.07	13.98	23.65	23.65
存货周转率	9.98	8.84	9.06	9.28	9.17
总资产周转率	1.17	1.08	1.11	1.12	1.18
每股指标（元）					
每股收益	2.44	1.72	2.28	2.53	2.83
每股经营现金流	2.97	3.26	1.98	5.94	1.40
每股净资产	11.69	11.98	13.60	14.46	15.32
估值比率					
市盈率	12.11	17.15	12.97	11.70	10.44
市净率	2.53	2.47	2.17	2.05	1.93
EV/EBITDA	8.45	6.36	6.84	5.31	5.20
EV/EBIT	9.79	8.03	9.06	6.92	6.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com