

国补带动 25Q2 内销增速提升，海外产能逐步释放

核心观点

25Q2 公司营收同比+7.22%、归母净利润同比+5.37%，预估内销伴随国补出货逐步提速，内销品类中预估功能沙发、床垫业务表现双位数以上正增长。25Q2 预估外销营收保持高单位数增长。分业务看得受益于产品力改善和效率提升，三大高潜品类仍表现占优。分地区看，内销零售转型带动增长提速，外销延续稳健增长并逐步布局完善海外产能。展望后续，25Q3 第三批国补资金 690 亿元仍在推进中，有望支撑 25Q3 内销增速良好，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 2025 年半年报：25H1 公司实现营收 98.01 亿元/+10.02%，归母净利润 10.21 亿元/+13.89%，扣非归母净利润 9.00 亿元/+15.26%，基本 EPS 为 1.26 元/+15.60%，ROE（加权）为 9.83%/+0.88pct。

简评

25Q2 内外销共同发力驱动营收同增 7%。25Q2 公司实现营收 48.87 亿元/+7.22%，归母净利润 5.01 亿元/+5.37%，扣非归母净利润 4.41 亿元/+8.88%。预估内销伴随国补支持下出货逐步提速，内销品类中预估功能沙发、床垫业务表现双位数以上正增长。25Q2 预估外销营收保持高单位数增长。25Q2 公司毛利率为 33.40%/+0.42pct，25Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 18.03%/+1.38pct、0.98%/-0.52pct、2.49%/-0.12pct、-0.36%/-0.21pct。对应 25Q2 净利率为 10.26%/-0.18pct，保持稳健盈利能力。

分业务：三大高潜品类仍表现占优。25H1 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%。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。

分地区：内销零售转型带动增长提速，外销延续稳健增长。25H1 国内实现营收 52.2 亿元/+10.7%，内销零售企稳向好主要得益于上半年尤其是 Q2 国补支持力度逐渐加大，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。且公司对各个事业部、

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 08 月 26 日

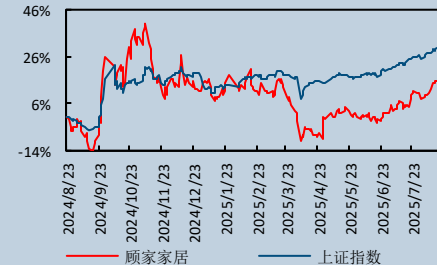
当前股价：28.70 元

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
16.10/8.63	11.03/-1.91	14.34/-19.59
12 月最高/最低价 (元)		34.43/21.67
总股本 (万股)		82,177.15
流通 A 股 (万股)		81,216.62
总市值 (亿元)		235.85
流通市值 (亿元)		233.09
近 3 月日均成交量 (万)		525.86
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

- 25.05.12 【中信建投轻工纺服及教育】顾家家居 (603816): 减值短期拖累 24 年业绩，25Q1 内销恢复正增长
- 24.11.04 【中信建投轻工纺服及教育】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

事业本部的权力基本下放到位。今年中央安排超长期特别国债支持消费品以旧换新的资金总规模 3000 亿元，1 月和 4 月已分别下达两批共计 1620 亿元中央资金用于支持地方一、二季度消费品以旧换新活动。7 月向地方下达了今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，目前国补仍在各地推进中，家居品类补贴比例多为 15%-20% 不等，预计 25Q3 内销在国补推动下有望保持较好增长。25H1 境外营收 42.6 亿元/+9.6%，延续 24 年至今稳健增长势头，全球深化的战略步伐逐步推进，且目前公司已将大部分美国订单转至越南（之前越南占比预估 30%），预计后续产能扩张支撑海外业务稳定增长。越南出口至美国地区的新增关税，预计公司将分摊低个位数，影响相对有限；若后续美国在越南家具进口需求旺盛，后续仍有涨价可能。

降本增效逐步显现，25H1 盈利能力稳步提升。25H1 毛利率 32.89%/持平，其中 25H1 外销毛利率 26.36%/+0.42pct、内销毛利率 39.59%/+1.93pct；分品类来看，25H1 沙发、卧室产品、集成产品毛利率为 36.05%/+1.02pct、42.81%/+2.46pct、30.23%/-0.15pct。费用率方面，25H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.61%/-0.28pct、1.69%/-0.70pct、2.01%/-0.02pct、-0.25%/-0.08pct。公司降本增效下带动利润率提升，25H1 净利率为 10.41%/+0.35pct。

展望后续：25Q3 国补推进中有望支撑内销增长，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 号垫”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”。25Q3 第三批国补资金 690 亿元仍在推进中，有望支撑 25Q3 内销增速良好。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、21.4 亿元，同比+30.7%、+8.4%、+6.9%，对应 PE 为 12.7X、11.8X、11.0X，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。4) 美国对进口家具征收额外关税风险。5) 国补比例和金额下降。6) 公司持股 5% 以上股东顾家集团持有的 1470 万股股份被司法拍卖，占公司总股本的 1.79%，本次拍卖股份尚未完成过户手续，最终结果存在不确定。

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	7,964	10,377	12,803
现金	3,583	2,550	3,025	5,130	7,266
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	16,766	17,895	19,063
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	337
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	6,408	7,166	7,977
归属母公司股东权益	9,608	9,845	10,545	11,304	12,114
负债和股东权益	16,779.69	17,492.85	16,765.96	17,895.19	19,063.20

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	3,549
净利润	2,018	1,448	1,880	2,038	2,178
折旧摊销	676	680	1,287	1,299	1,273
财务费用	-1	-37	25	-11	-21
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	-2,534	-1,303	-1,369
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	-1,176	-1,237	-1,312
现金净增加额	-831	-1,039	475	2,105	2,136

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	25	-11	-21
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	2,484	2,666
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	2,459	2,665	2,848
所得税	422	445	579	627	670
净利润	2,018	1,448	1,880	2,038	2,178
少数股东损益	12	31	29	32	34
归属母公司净利润	2,006	1,417	1,851	2,006	2,144
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	30.50	9.06	7.35
归属于母公司净利润(%)	10.70	-29.38	30.68	8.39	6.85
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	9.38	9.43
ROE(%)	20.88	14.39	17.56	17.75	17.70
ROIC(%)	24.38	13.61	17.52	20.80	25.76
偿债能力					
资产负债率(%)	41.64	42.33	35.48	35.14	34.68
净负债比率(%)	-18.04	-10.79	-27.00	-43.87	-58.51
流动比率	1.16	1.06	1.42	1.72	2.00
速动比率	0.80	0.70	0.96	1.26	1.54
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.06	1.19	1.20	1.19
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	3.72	4.20	4.32
每股净资产(最新摊薄)	11.69	11.98	12.83	13.76	14.74
估值比率					
P/E	11.76	16.65	12.74	11.75	11.00
P/B	2.45	2.40	2.24	2.09	1.95
EV/EBITDA	9.23	9.02	5.87	5.09	4.42

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

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

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处广电金融中心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