

公司研究 | 点评报告 | 顾家家居 (603816.SH)

# 顾家家居 2025H1 点评：增长超预期，兼具高股息与长期 Alpha

## 报告要点

2025H1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 98.01/10.21/9.00 亿元，分别同增 10%/14%/15%；其中 25Q2 分别对应 48.87/5.01/4.41 亿元，分别同增 7%/5%/9%。内销业务韧性表现，功能沙发增长优，床具延续修复。外销业务沙发延续不错增势，床垫延续修复。经营维度盈利质量超预期，单 Q2 经营利润率稳定。看好公司内销矢志大家居，外销提质增效。

## 分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

**顾家家居 (603816.SH)**

# 顾家家居 2025H1 点评：增长超预期，兼具高股息与长期 Alpha

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

2025H1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 98.01/10.21/9.00 亿元，分别同增 10%/14%/15%；其中 25Q2 分别对应 48.87/5.01/4.41 亿元，分别同增 7%/5%/9%。

## 事件评论

- 2025H1 公司沙发/床垫/定制/集成收入同比+15%/+10%/+13%/-8%，内销/外销收入同比增长 11%/10%。拆分内外销看：

**内销：韧性表现，功能沙发增长优，床具延续修复。**估计 25Q2 内销收入增速接近 H1 表现，其中：1) **沙发**：功能沙发表现更佳，H1 功能品类零售同增超过 50%，主因公司产品技术不断迭代优化（如推动零重力、零靠墙、矮大深技术研发应用），叠加行业渗透率提升红利的催化。2) **床垫**：产品与营销策略优化下正持续修复，保持差异化进攻策略，“1 号垫系列”零售增长超过 50%。3) **定制**：H1 维度同增 13%，持续开店及提升产品力不断贡献增长动能。

**外销：沙发延续不错增势，床垫延续修复。**估计 25Q2 外销收入增速接近 H1 表现，床垫业务伴随产能爬坡及经营提质正延续修复趋势。当前越南工厂盈利最佳，墨西哥&美国工厂有望逐步减亏提效。另外，新兴业务发展趋势佳：1) 跨境电商：布局多元产品与渠道，次新品和新品增长贡献明显；2) 线下自有品牌：基础逐步夯实，2024 年已在印度、泰国、越南、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等国家和地区开设海外自有品牌 KUKAHOME 门店，今年 H1 净开品牌门店 15 家累计达到 43 家。

- **盈利：经营维度盈利质量超预期，单 Q2 经营利润率稳定。**1) H1 维度：归母/扣非净利润率同比均+0.4pct，其中股份支付费用占收入比重 0.36%。H1 毛利率基本稳定，其中内销/外销分别同比+1.9/+0.4pcts。2) Q2 维度：经营维度维稳，Q2 毛利率+0.4pct，销售/管理/研发/财务费用率同比+1.4/-0.5/-0.1/-0.2pcts，还原股份支付及非经项扰动后经营利润率基本持平。
- **关税：沙发品类难以回流至美国，公司海外产能具备优势且正加速提升海外产能覆盖度。**当前越南对美关税，公司承担比例低。海外产能对美覆盖正不断加速，不断加快运营质量提升节奏。
- **内销产品力和渠道力为抓手，大家居是方向；外销提质增效。**内销方面，公司提效降本以提升产品力，重视渠道效率，H1 店效增长超 15%，今年 7 月经销商库存周转率较去年 4 月提升超 40%；强化融合店态和整装渠道的拓展；仓配服&数字化能力建设不断收效，H1 仓配服覆盖零售额占比已达 65%。外销海外产能占比提升，盈利持续改善，且如若美国地产后周期品类需求恢复公司有望受益。2024 年公司分红 11.3 亿元，对应当前股息率仍有约 4.7%。当前内外需均处于底部、公司竞争优势在不断强化、且兼具优现金流和高分红。预计 2025-2027 年归母净利润 19.1/20.6/22.7 亿元，对应 PE 13/12/11x，预计股权激励预计达标无虞，强化经营信心。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、地产表现不及预期；
- 2、家居国补显效低于预期；
- 3、公司渠道拓展及运营不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	29.57
总股本(万股)	82,177
流通A股/B股(万股)	81,217/0
每股净资产(元)	11.91
近12月最高/最低价(元)	35.28/21.44

注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《顾家家居 2024A&2025Q1 点评：Q1 业绩超预期，国补持续助力》2025-05-13
- 《顾家家居 2024Q3 点评：内需承压而国补有望提振，外销增长优&经营盈利延续改善》2024-11-09
- 《顾家家居 2024H1 点评：内销功能/定制表现显韧性，外销增长优且盈利延续改善》2024-08-26


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、地产表现不及预期：若地产销售和竣工景气度延续性较弱，或影响家居需求景气。
- 2、家居国补显效低于预期：若后续家居国补进展或补贴额度不及预期等，将影响家居消费提振效果。
- 3、公司渠道拓展及运营不及预期：若公司多个流量入口的布局及开拓进程持续放缓，或零售渠道的运营效果不及预期，或将影响后续增长趋势。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>18480</b>	<b>19848</b>	<b>21410</b>	<b>23523</b>	货币资金	2550	4282	5601	7197
营业成本	12433	13185	14200	15542	交易性金融资产	662	662	662	662
<b>毛利</b>	<b>6047</b>	<b>6663</b>	<b>7210</b>	<b>7981</b>	应收账款	1477	1491	1660	1796
%营业收入	33%	34%	34%	34%	存货	2211	2345	2526	2764
营业税金及附加	136	146	157	173	预付账款	103	109	117	128
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	416	430	446	467
销售费用	3294	3454	3747	4140	<b>流动资产合计</b>	<b>7418</b>	<b>9319</b>	<b>11011</b>	<b>13014</b>
%营业收入	18%	17%	18%	18%	长期股权投资	43	43	43	43
管理费用	368	337	343	353	投资性房地产	727	704	681	658
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	5947	7168	8164	8937
研发费用	282	476	514	541	无形资产	942	907	871	836
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	275	275	275	275
财务费用	-37	5	15	14	递延所得税资产	380	380	380	380
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1761	1105	808	562
加: 资产减值损失	-70	-3	-3	-3	<b>资产总计</b>	<b>17493</b>	<b>19899</b>	<b>22234</b>	<b>24705</b>
信用减值损失	-236	-5	-5	-5	短期贷款	1285	1500	1600	1700
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	1776	1883	2028	2220
投资收益	0	16	21	24	预收账款	3	3	3	4
<b>营业利润</b>	<b>1745</b>	<b>2272</b>	<b>2469</b>	<b>2799</b>	应付职工薪酬	588	624	672	735
%营业收入	9%	11%	12%	12%	应交税费	312	336	362	398
营业外收支	148	160	160	100	其他流动负债	3033	3201	3427	3726
<b>利润总额</b>	<b>1893</b>	<b>2432</b>	<b>2629</b>	<b>2899</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>6998</b>	<b>7546</b>	<b>8092</b>	<b>8783</b>
%营业收入	10%	12%	12%	12%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	445	483	526	580	应付债券	0	0	0	0
净利润	1448	1949	2104	2319	递延所得税负债	94	94	94	94
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1417</b>	<b>1907</b>	<b>2059</b>	<b>2270</b>	其他非流动负债	314	314	314	314
少数股东损益	31	42	45	50	<b>负债合计</b>	<b>7405</b>	<b>7954</b>	<b>8500</b>	<b>9191</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.72</b>	<b>2.32</b>	<b>2.51</b>	<b>2.76</b>	归属于母公司所有者权益	9845	11661	13404	15135
					少数股东权益	243	284	329	379
					<b>股东权益</b>	<b>10087</b>	<b>11945</b>	<b>13734</b>	<b>15514</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>17493</b>	<b>19899</b>	<b>22234</b>	<b>24705</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>基本指标</b>				
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2680</b>	<b>2305</b>	<b>2366</b>	<b>2754</b>	2024A	2025E	2026E	2027E	
取得投资收益收回现金	53	16	21	24	每股收益	1.72	2.32	2.51	2.76
长期股权投资	-12	0	0	0	每股经营现金流	3.26	2.80	2.88	3.35
资本性支出	-1276	-1578	-1578	-1578	市盈率	16.00	12.74	11.80	10.71
其他	-1080	816	456	346	市净率	2.30	2.08	1.81	1.61
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2316</b>	<b>-746</b>	<b>-1101</b>	<b>-1209</b>	EV/EBITDA	8.18	8.47	7.42	6.16
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	8.1%	9.6%	9.3%	9.2%
股权融资	3	0	0	0	净资产收益率	14.4%	16.4%	15.4%	15.0%
银行贷款增加(减少)	-216	215	100	100	净利率	7.7%	9.6%	9.6%	9.6%
筹资成本	-1148	-42	-47	-50	资产负债率	42.3%	40.0%	38.2%	37.2%
其他	-105	0	0	0	总资产周转率	1.06	1.00	0.96	0.95
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1466</b>	<b>173</b>	<b>54</b>	<b>51</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-1102</b>	<b>1732</b>	<b>1319</b>	<b>1596</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。