

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

我乐家居(603326)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@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

我乐家居：聚焦价值竞争，业绩韧性突出

2025 年 09 月 15 日

事件：“国补”继续！第四批 690 亿元资金将下达。第四批 690 亿元超长期特别国债资金按计划将于 10 月下达，继续支持地方实施消费品以旧换新政策。公司作为家居行业受益者，25H1 实现收入 6.69 亿元（同比+1.80%），归母净利润 0.92 亿元（同比+103.18%），扣非归母净利润 0.76 亿元（同比+201.73%）；2025Q2 实现收入 3.51 亿元（同比-6.47%），归母净利润 0.52 亿元（同比+97.25%），扣非归母净利润 0.37 亿元（同比+59.21%）。公司坚持中高端品牌差异化定位，围绕产品领先、品牌升级、渠道扩张三大战略焦点，以设计驱动+科技赋能+服务升级为抓手，积极优化渠道结构，重点打造零售端业务能力，经销业务和直营业务表现稳健。

点评：

坚持差异化定位，品牌产品协同发展。2025H1 地产行业整体依旧承压，家居行业呈存量竞争态势，产品逻辑转型。在此背景下，公司坚持“设计至美，高端定制”的品牌定位，持续推进差异化战略。在产品创新方面，坚持以差异化产品支撑溢价空间，持续丰富产品品类，增加自制软体产品的配套率，有效提升客单值。分业务看，2025H1 公司整体厨柜、全屋定制业务实现收入 1.19/5.50 亿元，同比-37.12%/+17.57%；毛利率为 37.42%/48.60%，同比+7.73/-4.04pct。

渠道深化拓展，驱动业务稳健发展。在行业出清背景下，公司逆势扩张，门店点位不断优化。1）经销渠道稳步推进千平大店计划，在重点城市打造超级旗舰店；加速布局潜力城市建材商圈，完善市场覆盖；强化对经销商的赋能，推动经销商转型。2025H1 经销渠道实现收入 5.19 亿元，同比+19.18%；毛利率为 44.55%，同比-4.01pct。2）直营业务聚焦核心直营城市，推进超级旗舰店布局，强化品牌势能和区域市场影响力。精细化管理，提升运营质量。2025H1 直营渠道实现收入 1.21 亿元，同比+9.20%；毛利率为 63.89%，同比-3.84pct。3）大宗业务积极转型，与大型国企及地方城投合作，向租赁公寓、企事业单位、商业空间等方向拓展，定位向高端改善型升级，产品向全屋定制、活动家具延伸。依托品牌大店，在多个区域落地不同项目，夯实发展基础。2025H1 大宗渠道实现收入 0.18 亿元，同比-82.32%；毛利率为 1.09%，同比-10.32pct。截至 25Q2，门店数量共 1710 家，其中厨柜专卖店 861 家，全屋专卖店 849 家，较 2024 年末新增 66 家。

盈利能力稳健，费用投放优化。公司通过严格管理和技术改造双措并举，提升运营效率并强化成本管控。2025H1 公司毛利率 46.61%（同比+0.58pct），归母净利率为 13.79%（同比+6.88pct），扣非归母净利率 11.34%（同比+7.51pct）。费用率方面，2025H1 期间费用率为 32.17%（同比-8.26pct），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 21.61%/6.91%/2.90%（同

比-4.81pct/-1.10pct/-2.32pct)。2025Q2 毛利率 47.21%（同比-0.28pct），归母净利率 10.49%（同比+4.33pct）。

经营质量提升，现金流基本保持稳定。公司经营稳健，截至 2025H1 公司存货周转天数 45.53 天（同比-1.34 天）、应收账款周转天数 23.20 天（同比-5.62 天）、应付账款周转天数 67.26 天（同比+1.35 天）。2025H1 公司经营性净现金流为-0.75 亿元，较 24 年同期减少 1.02 亿元。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.4、1.8、2.2 亿元，对应 PE 分别为 20.1X、16.2X、12.9X。

风险因素：房地产市场低迷、市场竞争加剧、原材料价格波动。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,711	1,432	1,431	1,572	1,734
增长率 YoY %	2.7%	-16.3%	-0.1%	9.9%	10.3%
归属母公司净利润(百万元)	157	121	142	177	222
增长率 YoY%	12.5%	-22.5%	16.9%	24.4%	25.7%
毛利率%	46.3%	46.3%	43.1%	43.9%	44.2%
净资产收益率ROE%	13.7%	10.0%	11.4%	13.4%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.38	0.44	0.55	0.70
市盈率 P/E(倍)	18.23	23.52	20.10	16.16	12.85
市净率 P/B(倍)	2.49	2.35	2.29	2.17	2.03

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 09 月 12 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	945	1,020	996	1,074	1,150
货币资金	544	511	492	515	532
应收票据	19	7	6	7	8
应收账款	102	93	87	92	96
预付账款	10	2	8	9	10
存货	101	100	102	108	116
其他	169	306	301	344	388
非流动资产	1,498	1,482	1,439	1,485	1,563
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,001	963	893	909	956
无形资产	56	53	54	55	58
其他	441	466	492	520	548
资产总计	2,443	2,502	2,435	2,559	2,712
流动负债	905	969	876	929	994
短期借款	182	69	69	69	69
应付票据	103	70	72	76	81
应付账款	131	140	147	147	148
其他	489	690	588	638	696
非流动负债	390	317	314	314	314
长期借款	300	259	259	259	259
其他	90	57	55	55	55
负债合计	1,295	1,286	1,190	1,244	1,308
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股	1,148	1,216	1,245	1,316	1,405
负债和股东权益	2,443	2,502	2,435	2,559	2,712

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	1,711	1,432	1,431	1,572	1,734
同比(%)	2.7%	-16.3%	-0.1%	9.9%	10.3%
归属母公司净利润	157	121	142	177	222
同比(%)	12.5%	-	16.9%	24.4%	25.7%
毛利率(%)	46.3%	46.3%	43.1%	43.9%	44.2%
ROE%	13.7%	10.0%	11.4%	13.4%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.38	0.44	0.55	0.70
P/E	18.21	23.49	20.10	16.16	12.85
P/B	2.49	2.35	2.29	2.17	2.03
EV/EBITDA	9.37	6.21	8.96	7.40	6.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,711	1,432	1,431	1,572	1,734
营业成本	920	769	814	883	968
营业税金及附加	23	23	19	20	23
销售费用	372	355	315	330	330
管理费用	98	104	93	97	106
研发费用	63	53	51	55	59
财务费用	12	13	8	8	8
减值损失合计	-9	-13	0	0	0
投资净收益	7	10	13	11	9
其他	-48	41	32	32	31
营业利润	174	154	176	221	282
营业外收支	-5	1	-1	-1	-1
利润总额	169	154	175	221	281
所得税	12	33	33	44	59
净利润	157	121	142	177	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司	157	121	142	177	222
EBITDA	323	294	303	364	444
EPS(当年)(元)	0.49	0.38	0.44	0.55	0.70

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	431	455	170	355	431
净利润	157	121	142	177	222
折旧摊销	139	127	120	135	155
财务费用	18	13	15	15	15
投资损失	-7	-10	-13	-11	-9
营运资金变动	49	190	-92	39	46
其它	76	13	-3	0	0
投资活动现金流	-382	-291	-58	-210	-265
资本支出	-128	-60	-54	-155	-208
长期投资	-255	-242	-41	-41	-41
其他	1	11	37	-14	-16
筹资活动现金流	21	-248	-132	-121	-149
吸收投资	31	0	0	0	0
借款	109	-154	0	0	0
支付利息或股息	-61	-100	-101	-121	-149
现金流净增加额	71	-84	-20	23	17

研究团队简介

姜文镒，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。

骆崢，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。

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。