

顾家家居 (603816.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 业绩超预期，内贸零售改革效果初显

业绩简评

10 月 27 日公司发布 2025 年三季报，25Q1-Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为+8.77%/+13.24%/+13.90%到 150.12/15.39/13.89 亿元。单 25Q3 来看，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别+6.50%/+11.99%/+11.48%到 52.11/5.18/4.89 亿元。

经营分析

预计内销继续逆势增长，外销具备韧性。内销方面，在行业需求整体偏弱的背景下，公司持续深化零售变革，仓配服+门店精细化运营持续推进，并且经销商订单全链路流转逐步开启试验，公司经营质量和效率稳步提升。依托内销零售变革，预计公司 Q3 内销仍可增长超 5%，其中功能沙发品类依托品类渗透率提升叠加公司较强的产品力背书，预计取得优异增长。外销方面，尽管关税政策波动带来一定挑战，但公司前瞻性推动全球深化战略，与海外客户关系稳定、产能布局全面，具有较强经营韧性，预计外销业务整体仍有小幅增长，其中床垫品类预计随着美国产能释放，重新恢复优异。

Q3 毛利率增长延续，费用管控整体较优。毛利率方面，公司 25Q1-Q3 毛利率同比+0.5pct 至 32.4%，25Q3 毛利率同比+1.6pct 至 31.4%，预计主因一方面内销零售变革优化全链路效率，另一方面公司海外产能爬坡越发顺利。费用率方面，25Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.31/-0.57/+0.25/-0.29pct 至 15.64%/1.59%/2.08%/-0.14%。其中，25Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.17/-0.31/+0.74/-0.65pct 至 13.82%/1.42%/2.21%/0.07%，整体费用管控相对较优。

内贸零售转型成效值期待，公司α有望进一步展现。内销方面，公司自身零售转型不断深化，通过获客成单全链路赋能经销商，降低经销商经营门槛，在“存量”时代增加渠道整体竞争力，助力公司份额加速提升。外销方面，尽管外部存在一定的关税扰动风险，公司稳步完善海外工厂布局，规模经济叠加优质产品力，在海外降息，家居需求有望一定程度回暖的大背景下，外销业务价值有望迎来重估。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.38/2.62/2.91 元，当前股价对应 PE 为 12.82/11.66/10.49 倍，维持“买入”评级。

风险提示

品类拓展不畅；原材料价格大幅上涨；人民币汇率大幅波动。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 30.49 元

相关报告:

- 《顾家家居公司点评：Q2 业绩逆势增长，内外销均已现积极信号》，2025.8.22
- 《顾家家居公司 24 年报&25Q1 点评：25Q1 业绩较优，零售转...》，2025.4.29
- 《顾家家居公司点评：盈利短期承压，期待家具消费补贴效果显现》，2024.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,212	18,480	20,128	21,891	23,815
营业收入增长率	6.67%	-3.81%	8.92%	8.76%	8.79%
归母净利润(百万元)	2,006	1,417	1,953	2,148	2,387
归母净利润增长率	10.70%	-29.38%	37.87%	10.01%	11.09%
摊薄每股收益(元)	2.441	1.724	2.377	2.615	2.905
每股经营性现金流净额	2.70	2.89	2.86	3.39	3.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.88%	14.39%	17.73%	17.46%	17.37%
P/E	14.34	16.00	12.82	11.66	10.49
P/B	2.99	2.30	2.27	2.04	1.82

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	18,010	19,212	18,480	20,128	21,891	23,815
增长率	6.7%	-3.8%	8.9%	8.8%	8.8%	
主营业务成本	-12,457	-12,904	-12,433	-13,684	-14,823	-16,090
%销售收入	69.2%	67.2%	67.3%	68.0%	67.7%	67.6%
毛利	5,553	6,308	6,047	6,444	7,068	7,725
%销售收入	30.8%	32.8%	32.7%	32.0%	32.3%	32.4%
营业税金及附加	-100	-124	-136	-121	-131	-143
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,952	-3,366	-3,294	-3,341	-3,634	-3,953
%销售收入	16.4%	17.5%	17.8%	16.6%	16.6%	16.6%
管理费用	-362	-344	-368	-403	-438	-476
%销售收入	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-301	-265	-282	-382	-416	-452
%销售收入	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	1,838	2,209	1,969	2,197	2,449	2,700
%销售收入	10.2%	11.5%	10.7%	10.9%	11.2%	11.3%
财务费用	124	1	37	-45	-59	-21
%销售收入	-0.7%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	2	0	0	0
投资收益	47	58	0	60	60	60
%税前利润	2.1%	2.4%	n.a	2.5%	2.3%	2.0%
营业利润	2,052	2,288	1,745	2,264	2,503	2,793
营业利润率	11.4%	11.9%	9.4%	11.2%	11.4%	11.7%
营业外收支	244	152	148	160	160	160
税前利润	2,296	2,440	1,893	2,424	2,663	2,953
利润率	12.8%	12.7%	10.2%	12.0%	12.2%	12.4%
所得税	-449	-422	-445	-436	-479	-532
所得税率	19.5%	17.3%	23.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	1,848	2,018	1,448	1,988	2,183	2,422
少数股东损益	36	12	31	35	35	35
归属于母公司的净利润	1,812	2,006	1,417	1,953	2,148	2,387
净利率	10.1%	10.4%	7.7%	9.7%	9.8%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,848	2,018	1,448	1,988	2,183	2,422
少数股东损益	36	12	31	35	35	35
非现金支出	412	487	680	551	612	679
非经营收益	-130	-20	26	-113	-79	-99
营运资金变动	8	-268	221	-76	68	-143
经营活动现金净流	2,138	2,217	2,375	2,349	2,784	2,859
资本开支	-1,457	-2,212	-1,075	-398	-967	-1,066
投资	62	307	120	-300	0	-100
其他	547	150	-1,362	60	60	60
投资活动现金净流	-848	-1,755	-2,316	-638	-907	-1,106
股权募资	6	26	3	0	0	0
债权募资	779	20	-223	975	-285	-232
其他	-1,118	-1,565	-1,183	-907	-1,003	-1,080
筹资活动现金净流	-333	-1,519	-1,404	68	-1,288	-1,311
现金净流量	956	-1,057	-1,345	1,780	589	442

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,398	3,583	2,550	4,280	4,831	5,246
应收款项	1,474	1,599	1,664	1,709	1,859	2,023
存货	1,883	1,968	2,211	2,249	2,437	2,601
其他流动资产	612	387	993	1,258	1,280	1,390
流动资产	8,368	7,536	7,418	9,497	10,408	11,260
%总资产	52.0%	44.9%	42.4%	49.0%	50.0%	50.7%
长期投资	419	385	916	916	916	916
固定资产	5,071	5,824	6,390	6,790	7,238	7,726
%总资产	31.5%	34.7%	36.5%	35.0%	34.8%	34.8%
无形资产	1,327	1,391	1,291	1,407	1,494	1,572
非流动资产	7,738	9,243	10,074	9,884	10,402	10,953
%总资产	48.0%	55.1%	57.6%	51.0%	50.0%	49.3%
资产总计	16,106	16,780	17,493	19,380	20,810	22,213
短期借款	1,652	1,658	1,377	2,352	2,067	1,836
应付款项	2,537	2,136	2,496	2,477	2,684	2,870
其他流动负债	2,430	2,681	3,124	2,917	3,138	3,147
流动负债	6,619	6,475	6,998	7,747	7,889	7,853
长期贷款	8	0	0	0	0	0
其他长期负债	405	512	408	340	302	275
负债	7,032	6,987	7,405	8,086	8,192	8,128
普通股股东权益	8,881	9,608	9,845	11,017	12,306	13,738
其中：股本	822	822	822	822	822	822
未分配利润	4,644	5,716	5,903	7,074	8,363	9,795
少数股东权益	192	184	243	278	313	348
负债股东权益合计	16,106	16,780	17,493	19,380	20,810	22,213

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.205	2.441	1.724	2.377	2.615	2.905
每股净资产	10.806	11.691	11.978	13.411	14.980	16.724
每股经营现金净流	2.601	2.697	2.889	2.858	3.387	3.479
每股股利	1.000	1.170	0.820	0.950	1.046	1.162
回报率						
净资产收益率	20.40%	20.88%	14.39%	17.73%	17.46%	17.37%
总资产收益率	11.25%	11.95%	8.10%	10.08%	10.32%	10.74%
投入资本收益率	13.72%	15.86%	13.02%	13.14%	13.61%	13.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.81%	6.67%	-3.81%	8.92%	8.76%	8.79%
EBIT 增长率	-0.94%	20.19%	-10.90%	11.61%	11.46%	10.25%
净利润增长率	8.87%	10.70%	-29.38%	37.87%	10.01%	11.09%
总资产增长率	1.05%	4.19%	4.25%	10.79%	7.38%	6.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.7	22.7	27.9	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	63.4	54.5	61.3	60.0	60.0	59.0
应付账款周转天数	58.0	50.5	49.5	50.0	50.0	49.0
固定资产周转天数	82.6	88.1	117.5	109.7	103.3	97.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.26%	-19.66%	-18.19%	-22.93%	-27.15%	-28.91%
EBIT 利息保障倍数	-14.8	-1,569.2	-53.7	49.1	41.3	130.5
资产负债率	43.66%	41.64%	42.33%	41.72%	39.36%	36.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	10	21	46
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.23	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-30	买入	37.60	N/A
2	2023-11-09	买入	36.78	N/A
3	2024-04-30	买入	34.95	N/A
4	2024-10-27	买入	32.70	N/A
5	2025-04-29	买入	22.79	N/A
6	2025-08-22	买入	28.65	N/A

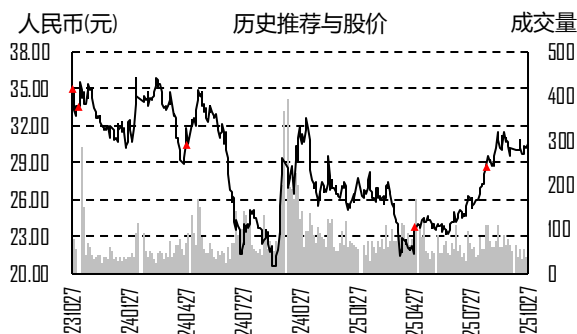
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806