

2025 年 10 月 27 日

2025Q3 业绩逆势增长，转型变革蓄势能

顾家家居(603816)

评级:	买入	股票代码:	603816
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	35.28/22.2
目标价格:		总市值(亿)	250.46
最新收盘价:	30.49	自由流通市值(亿)	247.63
		自由流通股数(百万)	812.17

事件概述

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现收入 150.12 亿元，同比+8.77%；归母净利润 15.39 亿元，同比+13.24%，扣非后归母净利润 13.89 亿元，同比+13.90%。分季度看，单 Q3 实现营业收入 52.11 亿元，同比+6.50%；归母净利润 5.18 亿元，同比+11.99%，扣非归母净利润 4.89 亿元，同比+11.48%。现金流方面，2025 前三季度经营活动产生的现金流量净额 18.55 亿元，同比提升。

分析判断：

► 收入端：零售改革效果显现，收入韧性增长

2025Q3 公司营收增长稳健。拆分看，我们判断内贸零售持续向好，外贸收入持续增长。内贸零售方面，公司开启商品运营变革。产品运营方面，公司建设商品端到端的信息系统，打通总部与终端门店的商品管理链路，实现信息流的高效协同。同步在部分试点城市推动门店数字化运营，利用产品运营数据化工具实现商品运营管理颗粒度的进一步细化。数据驱动商品店货匹配和流转效率的提升，支撑零售转型的有效落地。此外在供应端加速推进了智能自动化仓储与数字化供应链建设，优化产销协同、主生产计划与排程，通过 toC 集成交付变革，打通用户零售订单驱动排产补货，缩短计划响应周期，提升工厂运营效率。通过以上举措的落地执行，公司零售转型效果显现，2025H1 智能类产品零售较 2024H2 环比增长 18 倍，功能品类零售增长 50%+，我们判断 3 季度零售转型效果延续驱动内贸持续向好。分品类看我们判断沙发增长态势延续二季度，主要得益于产品力改善和效率提升。床垫品类我们判断 3 季度外贸床垫表现持续亮眼。

► 盈利端：控费优异，盈利水平同比提升

2025Q3 公司毛利率、净利率分别为 31.42%、10.45%，同比分别+1.62pct、+0.79pct；期间费用方面，2025Q3 公司期间费用率为 17.51%，同比-0.40pct/环比-3.63pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.82%/1.42%/2.21%/0.07%，同比分别-0.17pct/-0.32pct/+0.74pct/-0.65pct；综合作用下净利率同比增加 0.79pct 至 10.45%。

投资建议

顾家家居是软体家具行业龙头，始终坚持“用户型企业、数字型企业、全屋型企业”3 个方向不动摇，持续通过“软体+定制”融合发展，引领行业变革；同时，公司加强整合优良资产，聚焦内生发力，我们看好公司零售转型后在存量时代蜕变成长。结合公司前三季报情况，我们维持公司盈利预测，预计 2025-2027 营收分别为 202.91/225.63/247.07 亿元，归母净利润分别为 18.58/19.91/21.67 亿元，EPS 分别为 2.26/2.42/2.64 元，对应 2025 年 10 月 27 日 30.49 元/股的收盘价，PE 分别为 13/13/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1) 国际贸易环境发生变化；2) 下游需求不及预期；3) 原材料大幅涨价风险；4) 汇率大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,212	18,480	20,291	22,563	24,707
YoY (%)	6.7%	-3.8%	9.8%	11.2%	9.5%
归母净利润(百万元)	2,006	1,417	1,858	1,991	2,167
YoY (%)	10.7%	-29.4%	31.2%	7.1%	8.8%
毛利率 (%)	32.7%	32.7%	32.8%	32.8%	32.8%
每股收益 (元)	2.44	1.74	2.26	2.42	2.64
ROE	20.9%	14.4%	17.9%	18.6%	20.0%
市盈率	12.50	17.52	13.48	12.59	11.56

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 吴菲菲

邮箱: wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18,480	20,291	22,563	24,707	净利润	1,448	1,858	1,991	2,167
YoY (%)	-3.8%	9.8%	11.2%	9.5%	折旧和摊销	680	624	677	727
营业成本	12,433	13,635	15,158	16,596	营运资金变动	221	-289	60	146
营业税金及附加	136	142	160	175	经营活动现金流	2,680	2,244	2,833	3,124
销售费用	3,294	3,490	3,903	4,299	资本开支	-1,075	-1,266	-1,293	-1,297
管理费用	368	396	440	482	投资	120	-100	256	0
财务费用	-37	-3	19	3	投资活动现金流	-2,316	-1,381	-1,019	-1,298
研发费用	282	304	338	376	股权募资	3	18	0	0
资产减值损失	-70	-29	-39	1	债务募资	-223	362	317	346
投资收益	0	41	23	0	筹资活动现金流	-1,466	-1,056	-1,417	-1,794
营业利润	1,745	2,383	2,552	2,778	现金净流量	-1,039	-174	397	32
营业外收支	148	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,893	2,383	2,552	2,778	成长能力				
所得税	445	524	562	611	营业收入增长率	-3.8%	9.8%	11.2%	9.5%
净利润	1,448	1,858	1,991	2,167	净利润增长率	-29.4%	31.2%	7.1%	8.8%
归属于母公司净利润	1,417	1,858	1,991	2,167	盈利能力				
YoY (%)	-29.4%	31.2%	7.1%	8.8%	毛利率	32.7%	32.8%	32.8%	32.8%
每股收益	1.74	2.26	2.42	2.64	净利率	7.7%	9.2%	8.8%	8.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.1%	10.3%	10.3%	10.6%
货币资金	2,550	2,376	2,773	2,805	净资产收益率 ROE	14.4%	17.9%	18.6%	20.0%
预付款项	103	111	120	134	偿债能力				
存货	2,211	2,083	2,287	2,514	流动比率	1.06	1.03	1.00	0.95
其他流动资产	2,554	2,749	2,797	2,981	速动比率	0.70	0.69	0.66	0.62
流动资产合计	7,418	7,318	7,978	8,433	现金比率	0.36	0.34	0.35	0.32
长期股权投资	43	43	43	43	资产负债率	42.3%	41.3%	43.3%	45.6%
固定资产	5,947	6,363	6,708	7,012	经营效率				
无形资产	942	1,024	1,109	1,192	总资产周转率	1.08	1.14	1.21	1.25
非流动资产合计	10,074	10,785	11,353	11,925	每股指标 (元)				
资产合计	17,493	18,103	19,330	20,358	每股收益	1.74	2.26	2.42	2.64
短期借款	1,285	1,655	1,972	2,319	每股净资产	11.98	12.63	13.05	13.18
应付账款及票据	1,784	1,916	2,106	2,326	每股经营现金流	3.26	2.73	3.45	3.80
其他流动负债	3,928	3,504	3,876	4,226	每股股利	0.00	1.70	2.00	2.50
流动负债合计	6,998	7,075	7,955	8,870	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	17.52	13.48	12.59	11.56
其他长期负债	408	409	409	409	PB	2.30	1.81	1.75	1.73
非流动负债合计	408	409	409	409					
负债合计	7,405	7,484	8,364	9,279					
股本	822	822	822	822					
少数股东权益	243	243	243	243					
股东权益合计	10,087	10,619	10,966	11,079					
负债和股东权益合计	17,493	18,103	19,330	20,358					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。