



顾家家居 (603816.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

零售变革的“道”与“术”

投资逻辑

前言：我们认为存量时代家居企业破局思路或主要为三点：1) 出海寻新增量；2) 内生推动，企业主动变革提升多方运营效率，突破瓶颈；3) 外部推动，随着多维度外部技术进步，头部企业优先解决供给端工业化不彻底和需求端商品化不彻底问题，驱动集中度显著提升。三条破局逻辑中，顾家家居均已开始寻求突破，其中内贸零售变革我们认为是现阶段充分体现顾家战略眼光和战术执行魄力之举，有望助力顾家在存量时代最终脱颖而出。本文将重点对顾家零售变革的思路、举措及可能效果（具体举措较多，仅展现结合我们的理解归纳且表达读者更容易理解的部分）展开分析。

顾家零售变革的具体思路与举措：面对存量时代竞争，公司坚定零售转型的方向，确立全面赋能，提升全链路效率的“道”。iKUKA 平台、用户营销系统、零售分销系统、商品运营系统、“仓配装服”这五大数字化基础建设逐步完善，支撑公司逐步建立起以用户为中心、数据驱动的零售经销商全流程（引流、获客、成单、交付）赋能模式，降低经销商经营门槛，弱化经销体系个体能力依赖的同时全面提效。“术”表现为：用户端，依托数字化工具叠加头部社交媒体合作，精准洞察消费趋势；产品端，“AI 设计大脑”快速响应市场反馈，推动设计落地；流量端，线上通过 AI 内容运营与平台合作扩大曝光，线下推动门店依托“零售数据”精准获客。客户到店后，通过门店全流程精细化管理机制“督导 SOP”提升成单率与客单价；交付端，零售分销系统实现仓配装服一体化（25H1 覆盖率达 65%），这也是零售变革的基石，为经销商减负的同时，显著加快现金周转，并且在防窜货、快单交付等方面有额外优势。整体来看，顾家变革思路清晰，已逐步构建较难复制的核心竞争力。

顾家改革已取得阶段性成果，高效组织力增加改革成功概率：从改革成果来看，已初显成效。25Q1-3 顾家营收同比+8.7%，显著超行业增长，与此同时盈利能力稳中有升，并且细化来看，单店收入（24 年 309 万元）、存货周转率（从 20 年 5.8 次提升至 24 年 6.0 次），应收账款周转率（从 20 年 12 次提升至 24 年 13 次）均在行业中排名前列。而从变革成功概率来看，家居企业最终竞争仍是组织力的竞争，我们从战略与执行的一致性、组织架构稳定性以及管理层能力适配性三方面展开分析，认为公司零售变革成功可期。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 25-27 年归母净利分别为 19.2/20.7/22.4 亿元，同比分别增长+35.8%/+7.7%/+7.9%，考虑公司前瞻变革，α 凸显，给予 26 年合理 PE15 倍，目标价 37.8 元，维持“买入”评级。

风险提示

家居需求相对不足；内外部市场竞争加剧；改革效果不及预期

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）：29.61 元

目标价（人民币）：37.80 元

相关报告：

- 1.《顾家家居公司点评：Q3 业绩超预期，内贸零售改革效果初显》，2025.10.27
- 2.《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
- 3.《顾家家居公司 24 年报&25Q1 点评：25Q1 业绩较优，零售转...》，2025.4.29



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	19,960	21,456	23,077
营业收入增长率	6.67%	-3.81%	8.01%	7.50%	7.55%
归母净利润(百万元)	2,006	1,417	1,923	2,070	2,235
归母净利润增长率	10.70%	-29.38%	35.75%	7.67%	7.94%
摊薄每股收益(元)	2.441	1.724	2.341	2.521	2.721
每股经营性现金流净额	2.70	2.89	2.81	3.27	3.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.88%	14.39%	17.48%	16.91%	16.46%
P/E	14.34	16.00	12.65	11.75	10.88
P/B	2.99	2.30	2.21	1.99	1.79

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 家居企业改革的推力与拉力：地产红利消退，主动求变迫在眉睫	4
1.1 改革的推力：家居新房驱动逻辑改变，国内存量份额如何争夺？	4
1.2 改革的拉力：新零售家居企业崛起带来的启示——以林氏家居为例	6
2. 顾家的解题思路：零售变革，全流程赋能经销商，降低个体依赖	9
2.1 用户洞察环节赋能：数字化体系提升响应能力，社媒合作洞察流行趋势	10
2.2 产品设计环节赋能：AI 技术释放人力产能，多维提升签单能力	11
2.3 流量管理环节赋能：技术提效与资源整合并举，提升流量覆盖转化能力	12
2.4 终端门店赋能：精细化管理强化运营能力，数据中台保障高效协同	12
2.5 产品交付赋能：“仓配装服”为经销商减负的核心，零售变革的基石	13
3. 顾家改革已取得阶段性成果，高效组织力增加改革成功概率	14
3.1 改革已取得一定成果，后续发展可期	14
3.2 组织力维度看为什么我们认为顾家家居改革具备成功基因	16
4. 盈利预测及投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1： 22-24 年房地产开发投资完成额下跌	4
图表 2： 22-24 年房屋新开工面积同比下跌	4
图表 3： 22-24 年房屋销售面积同比下跌	5
图表 4： 22-24 年家具零售额表现不佳	5
图表 5： 不同细分存量市场需求梳理	5
图表 6： 规模前五的头部家居企业总营收占比较低	6
图表 7： 22-24 年规模以上企业总数仍保持正增长	6
图表 8： 经销商渠道存在“供给端工业化不彻底，需求端商品化不彻底”问题	6
图表 9： 数字化体系与流量管理互相赋能	7
图表 10： 林氏家居进一步解构关注健康放松群体的需求	7
图表 11： 针对性推品效果良好	8
图表 12： 21-24 年线上销售额整体保持增长	8
图表 13： 24Q4-25Q3 林氏家居单季度线上销售额同比双位数增长	9
图表 14： 21Q1 年至今林氏家居线上销售均价震荡上行	9



图表 15: 林氏家居供应链体系响应用户需求	9
图表 16: 顾家家居围绕获客成单全链路赋能经销商	10
图表 17: 赫兹沙发满足探索顾家客户与市场趋势“最大公约数”	10
图表 18: 顾家家居剖析用户需求并推出“十大微场景”空间解决方案	10
图表 19: 顾家“AI 设计大脑”赋能产品设计, 多方位赋能经销商	11
图表 20: 顾家家居在抖音平台粉丝数量庞大, 视频引流表现较好	12
图表 21: 截至 2024 年末门店数达 5876 家	13
图表 22: iKUKA 将原先 120 多个系统集成至一端	13
图表 23: 总部履约中心承接前后变化	13
图表 24: 23 年-24 年顾家仓储费用明显改善	14
图表 25: 顾家家居推进“仓配装服”一体化建设	14
图表 26: 顾家营收展现出较强发展潜能和经营韧性	14
图表 27: 25Q3 顾家家居营收同比回正至 8.77%	14
图表 28: 顾家家居归母净利润水平长期处于较高位置	15
图表 29: 顾家家居毛利率变化	15
图表 30: 22-25Q3 顾家毛利率发展趋势向好	15
图表 31: 顾家家居单店收入强势增长	16
图表 32: 顾家家居单店收入 23 年后持续逆势增长	16
图表 33: 顾家家居 22-24 存货周转率明显改善	16
图表 34: 顾家家居 22-24 年应收账款周转率明显改善	16
图表 35: 顾家以三年为战略周期持续迭代	17
图表 36: 顾家从五大维度直面挑战	17
图表 37: 顾家体系建设和对经销商的主动赋能, 依托其充足的现金流	18
图表 38: 顾家持续优化内部结构	18
图表 39: 顾家董事会 9 名董事中盈峰系 3 位	18
图表 40: 顾家家居 7 名副总裁相关资历	19
图表 41: 顾家家居分产品营业收入预测表	20
图表 42: 顾家家居可比公司估值情况	21



1. 家居企业改革的推力与拉力：地产红利消退，主动求变迫在眉睫

新房增长驱动逻辑改变，家居亟需新引擎。过去，在增量时代，房地产投资开发额和新房销售均可观，家居企业依托于增量需求，只需要把货卖给经销商就能盈利，“批发式”粗放型的增长方式受到青睐。而随着需求端红利相对不足，延续原有的依赖新房驱动的增长手段已无法带来高速增长，在存量时代，流量红利消退，家居企业不得不正视供给端工业化不彻底和需求端商品化不彻底的问题，行业发展逻辑已然变化，主动变革是行业内企业均要迈出的一步。

在存量时代，家居行业的困局如何解？我们认为有三条思路：首先是出海逻辑，通过出海找到新的增量，带动收入端和盈利端的业绩修复；第二是内部转型逻辑，从原来粗放式的 to B 销售转到个性化、精细化的 to C 销售，深挖客户需求的同时，在存量细分市场中明显提升终端经营效率，拉动个体成长上限。在这方面，新零售家居企业（林氏木业）的崛起给予了龙头企业一些启示，存量时代中，用户资产是核心要素，企业需要拉近与用户的距离，了解用户需求，才能积累真正的用户资产，实现厚积薄发，并且依托效率提升，突破经销体系成长上限；第三外部推动逻辑，随着外部技术的进步，头部企业优先逐步克服原来的供给端工业化不彻底，需求端商品化不彻底的问题，从而可驱动行业集中度进一步。

本篇重点深度解读顾家家居的变革，本篇与市场上其他研究有何不同？以上说的三条破局逻辑中，顾家家居均已开始寻求突破，其中顾家已经在出海领域已有一定的成绩。而目前市场虽逐步提及到顾家的内贸零售变革，但目前详细展开分析顾家内贸零售的思路、举措及效果的仍然不多。顾家家居的内贸零售变革我们认为是充分体现顾家极具战略眼光和战术执行魄力之举，有望助力顾家在存量时代最终脱颖而出，本文第二三章将重点对顾家家居零售变革的具体方式（公司的零售变革有比较多的举措，本文仅展现据我们的理解并且表达读者更容易理解的部分）及可行性展开分析。

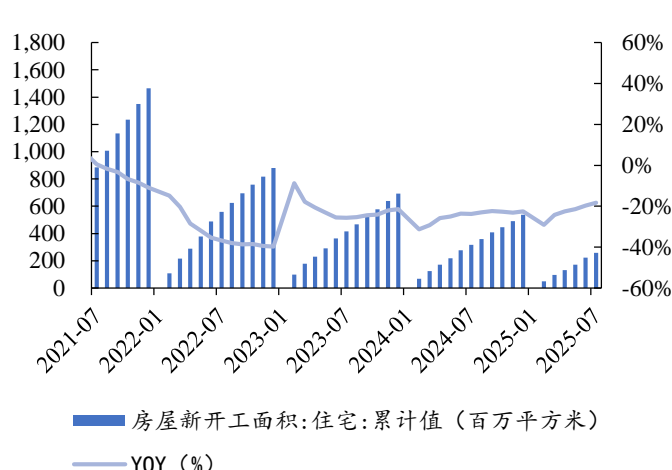
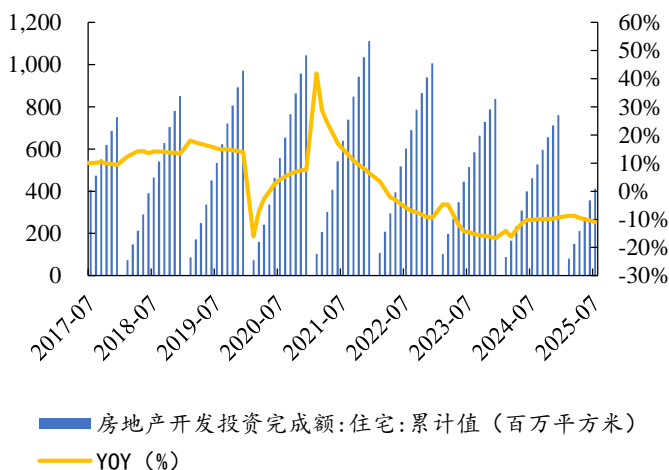
1.1 改革的推力：家居新房驱动逻辑改变，国内存量份额如何争夺？

1.1.1 增量市场动能不足，行业发展逻辑改变

新房增长驱动逻辑改变，增量需求相对不足。2021 年后，国内新房市场增速放缓，一方面，新房供应减少，22-24 年房地产开发投资完成额同比分别-9.47%/-16.72%/-9.28%，房屋新开工面积同比-39.79%/-21.39%/-22.55%；另一方面，新房销售回落，房屋销售面积 22-24 年分别同比-26.8%/-17.3%/-14.1%。随着增量市场需求动能减弱，家居企业营收增长整体放缓，22-24 年家具零售额同比-16.9%/-3.3%/+5.5%。总体而言，新房带来的增量市场无法继续驱动家居行业高速发展，家居企业急需开辟“第二生命曲线”寻求新营收增长点。

图表1：22-24 年房地产开发投资完成额下跌

图表2：22-24 年房屋新开工面积同比下跌

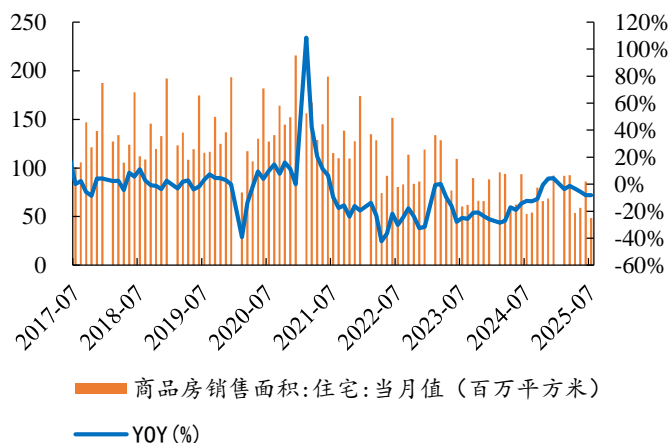


来源：Wind、国金证券研究所

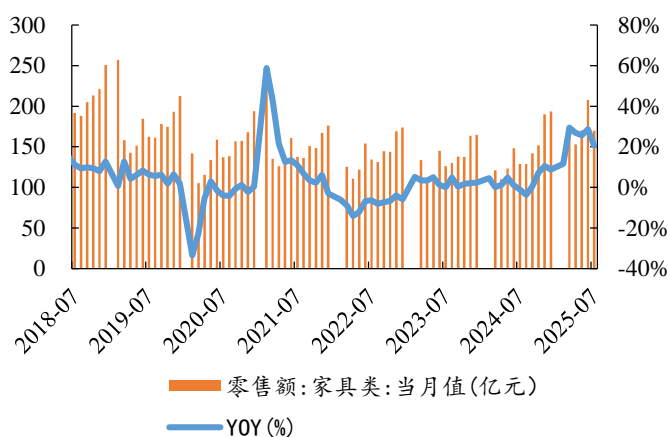
来源：Wind、国金证券研究所



图表3：22-24 年房屋销售面积同比下跌



图表4：22-24 年家具零售额表现不佳



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

存量市场深耕将带来新机遇，细分用户需求仍需挖掘。虽增量市场表现不及预期，家居行业存量市场重要性逐步凸显。以二手房销售为例，22-24 年 14 城二手房销售面积同比分别-9.0%/+26.8%/+8.0%，25 年 1-11 月累计同比+7.07%，具备一定亮点。在家居行业增长动能切换的当下，原有的批发思维不足以满足细分存量市场的消费者需求，企业必须转向“以用户为中心”的零售思维，通过数据化手段识别并响应旧房翻新、租赁装修、适老化改造、智能与绿色家居升级等不同细分存量市场的差异化需求，这要求企业具备较为健全的数字化基础设施。所以，要抓住细分存量市场的机遇，意味着企业不仅具备识别市场动能转换的战略眼光，还需战术层面具备一定的魄力彻底地进行数字基础设施建设，承受一定的改革阵痛。

图表5：不同细分存量市场需求梳理

新增需求领域					
细分市场	旧房翻新与改造	租赁市场装修	适老化改造	智能与绿色家居	下沉市场
核心驱动因素	1) 自然老化: 大量上世纪建设的住宅进入“老龄”，翻新成为刚性需求；2) 政策推动: 国家“以旧换新”政策及城市更新行动直接刺激改造需求	1) 消费观念转变: 年轻一代“租一代”群体崛起，追求“品质租房”，愿为更好的居住体验付费；2) 机构化运营: 长租公寓品牌需要高效、标准化的装修方案以控制成本	1) 人口结构: 中国 65 岁以上人口超 2.2 亿，老龄化加速创造刚性需求；2) 政策支持: 上海等地提供适老化改造补贴，最高达 5000 元/户；3) 产品迭代: 从“加个扶手”到追求全屋系统性安全与便利	1) 技术成熟: AI 技术普及，智能家居设备成本下降；2) 消费升级: 93.3% 的青年消费者购物优先考虑环保因素，愿为健康和体验支付溢价；3) 法规完善: 环保法规趋严，绿色认证成为市场准入门槛	1) 流量红利: 一二线城市市场趋饱和，二三线及农村市场线上渗透率快速提升，贡献重要增量；2) 消费潜力: 县域经济崛起，消费者对品牌和品质家居的需求觉醒
潜在机遇与特点	市场基数庞大，城镇存量住宅超 330 亿平方米	预计 2030 年租赁市场规模达 5.8 万亿元，服务型租赁占比提升	潜在市场规模达 3 万亿元，但目前市场渗透率低，是一片蓝海	消费者愿为“绿色+定制”支付 20%-30% 溢价	下沉市场规模大，消费潜力强

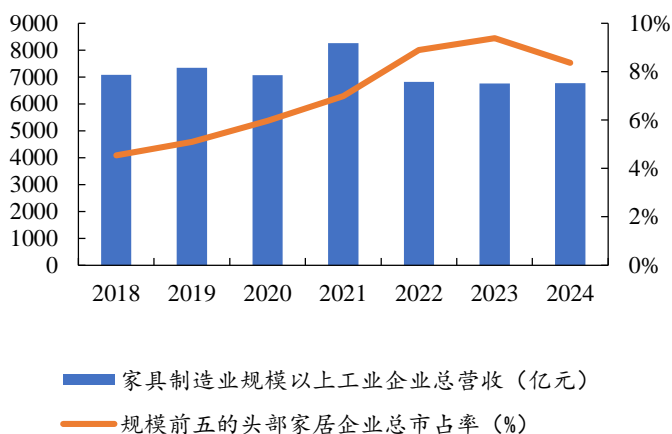
来源：国金证券研究所

1.1.2 存量时代市占率魔咒如何解？赋能经销商或为破局之道

存量时代集中度仍待提高，新进入者加剧业内竞争。家居行业已从新房增量驱动快速扩张转入平稳增长阶段，进入存量竞争时代，企业需要考虑如何通过提高市场份额带来新增长。一直以来，家居行业集中度较低，规模前五的头部家居企业加起来的市占率不足 15%，然而新的竞争者还在进入，22-24 年规模以上企业数量增速同比+9.42%/+0.98%/+1.57%，企业总数仍保持正增长，行业内竞争激烈，制约了市场集中度的提升。

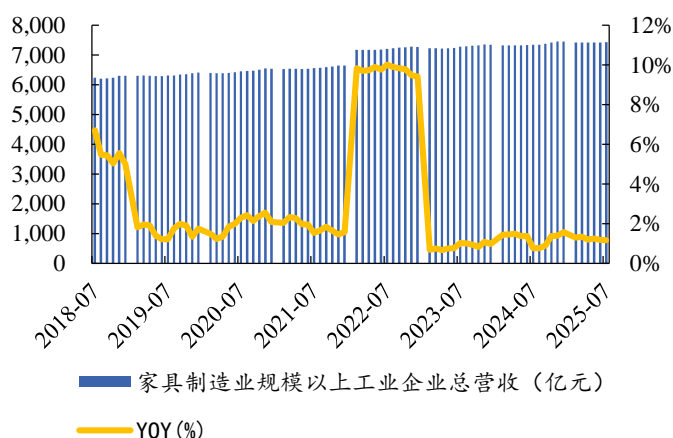


图表6: 规模前五的头部家居企业总营收占比较低



来源: iFinD、公司公告、国金证券研究所

图表7: 22-24 年规模以上企业总数仍保持正增长



来源: iFinD、国金证券研究所

家居集中度难题的背后是供给端工业化不彻底,需求端商品化不彻底的问题。无论是想要实现供给端的突破还是需求端的突破,都离不开赋能经销商渠道。供给端,经销商能力参差不齐,除品牌与产品力之外,门店选址、促销策略、销售培训、库存调配及配送安装服务等终端运营能力以及产品交付能力均影响销售成效,不同经销商能力差异大,在增量市场不足的情况下,中小经销商承压,独木难支,要供给端迭代升级势必需要借助总部的扶持和赋能;需求端,如果要彻底商品化,则需要从批发思维转向零售思维,以用户为核心。但是真正落实“以用户为核心”并非易事,开发用户价值,需要挖掘用户的真正需求,并且围绕需求做全面的基础设施建设和组织变革,这更需要总部对经销商渠道的引导和支持。

图表8: 经销商渠道存在“供给端工业化不彻底,需求端商品化不彻底”问题

维度	核心难题	具体表现与挑战
供给端	工业化不彻底:经销商能力参差不齐,终端运营能力以及产品交付能力均影响销售成效。	门店运营能力差异大:选址、促销、销售培训等非标准化。
		产品交付能力不均:库存调配、配送安装服务品质不一。
		市场环境承压:增量市场不足,中小经销商“独木难支”,缺乏抗风险能力。
需求端	商品化不彻底:批发思维惯性,未能真正转向“以用户为核心”的零售思维。	价值挖掘不足:难以洞察并响应用户个性化、一站式的深层需求。
		基础设施缺失:缺乏支持零售思维的数据中台、用户运营体系和敏捷供应链。
		组织架构滞后:内部组织流程复杂,协作能力差,围绕“用户”的本地化策略落地困难。

来源: 国金证券研究所

总结来说,面对国内家居存量市场,家居企业想要走出集中度低的怪圈,需要系统化赋能经销商,降低其经营门槛,提升终端运营质量,帮助经销商在家居行业发展动能切换的大背景下,市场份额的提升。

1.2 改革的拉力:新零售家居企业崛起带来的启示——以林氏家居为例

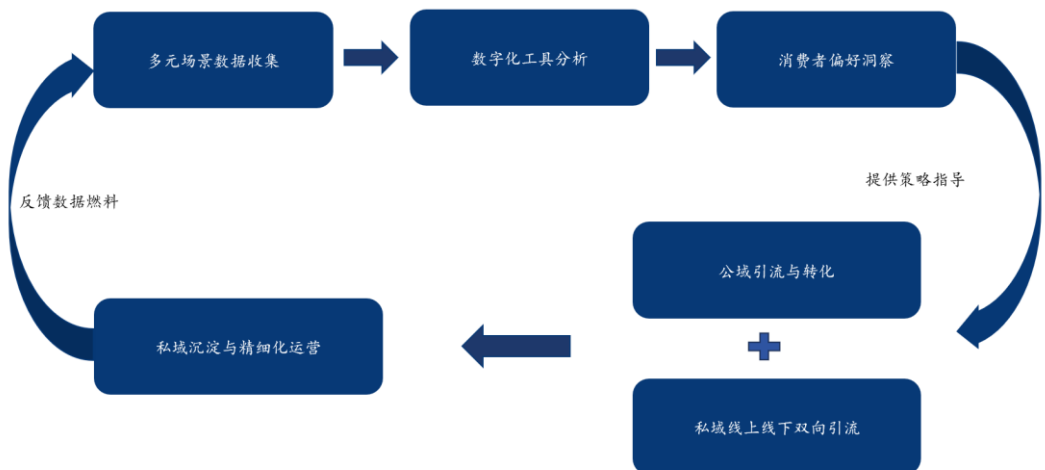
在家居行业从增量驱动转向深耕存量的大背景下,以林氏家居为代表的新零售企业快速崛起,为转型提供了重要启示。新零售的核心在于其以用户为中心的“需求-数据-产品”闭环体系,先通过数字化手段精准捕捉消费趋势,接着细分客群设计对应产品,最后依托供应链迭代重构保质保量完成交付。以用户为核心的零售思维助力企业在激烈的市场竞争中稳步积累客户资产,实现逆势增长。

数字化体系与流量管理互相赋能,实现消费者有效触达。林氏家居较为显著的新零售特质分别是“数字驱动”和“流量互通”,并且这两者能够互相赋能。数字驱动方面,公司通过自研开发的数字化管理工具、“431”工程等营销基座,帮助公司能够精准挖掘消费者



的消费偏好。同时，数据分析离不开多元场景的数据收集，公司目前线上全渠道粉丝数量超过 5500 万，线下门店超 1000 家，公司通过线上线下的流量，收集终端数据，进一步深入挖掘需求，利于消费者的有效触达；流量管理方面，公司流量能够成功转换的核心原因在于：1) 转化措施有效：线上渠道方面，基于对平台流量的理解，在抖音平台上形成以“明星专场+达人直播+品牌日播+门店自播”的传播矩阵，通过到店消费团购券形式为门店引流；线下渠道方面，门店产品选择针对 CMF 趋势解析贴合消费趋势，空间展示“去商场化”打造直观体验效果，同时店员自动提供线上购买引导，将流量反哺至线上；2) 数字化的赋能。公司具备有效的数字基础设施，助力公司线上线下流量的互通，既提升公域引流效率，也利于私域精细化客户运营。

图表9：数字化体系与流量管理互相赋能



来源：CIO 发展中心公众号、国金证券研究所

细分人群深度挖掘需求，锁定用户痛点匹配推品方案。细分存量市场需求挖掘需要两步，首先是对于群体的划分足够细致，这样痛点的解决才足够精准，其次是从需求到产品需要实现有效的跨越。1) 对人群的细分方面，林氏家居将关注健康放松的群体进一步解构为悦活高能族、自律管理派、宅家躺平派、松弛养生党四大类，通过挖掘性别比例、城市分布、年龄占比、需求顺序等数据形成用户画像，把握不同细分用户真实需求。

图表10：林氏家居进一步解构关注健康放松群体的需求

用户细分	用户画像	生活观念	用户放松重点需求	放松场景选择	产品偏好
悦活高能族	男女占比接近 3:7 一线城市比重较大 80 后占比高于整体	运动充电 懂暂停的长期主义者 宅家也要运动	提高睡眠质量 60.3% 保持松弛感 58.3% 释放压力 57.6%	居家 97.1% 运动/健身后 75.7%	运动恢复友好型智能床架/床垫 53.0%
自律管理派	男女占比接近 1:1 一线城市比重较大 80 后占比高于整体	身心平衡派 运动健康拥护者 身体精算师	释放压力 54.0% 保持松弛感 51.9% 能够提高睡眠质量 50.5%	居家 96.6% 工作/学习疲惫后 70.1%	智能监控健康的沙发/沙发椅 56.2%、 智能床架/床垫 56.2%
宅家躺平派	男女占比接近 1:1 城市线分布均衡 00 后占比高于整体	躺着充电 健康管理大师 宅家疗愈派	提高睡眠质量 64.5% 保持松弛感 63.9% 释放压力 61.2%	居家 98.9% 日常休闲放松 74.4%	提供长期舒适放松体验的沙发/沙发椅 63.7%
松弛养生党	男女占比基本相同 地域分布均衡 00 后占比高于整体	掌控平衡 低压生活践行者 养生达人	提高睡眠质量 58.1% 释放压力 53.3% 保持松弛感 53.0%	居家 99.7% 工作/学习疲惫后 73.3%	能让身心休闲放松的智能床架/床垫 60.2%

来源：艾瑞数智研究报告《2025 年居家健康放松方式研究白皮书》、国金证券研究所

2) 从需求到产品的落地方面，林氏针对年轻群体，锁定“反内卷”‘班味’等情绪痛点，将产品与“舒适”绑定。如“618”活动预热期间，林氏在 keep 平台上线“RBTI 放松人格



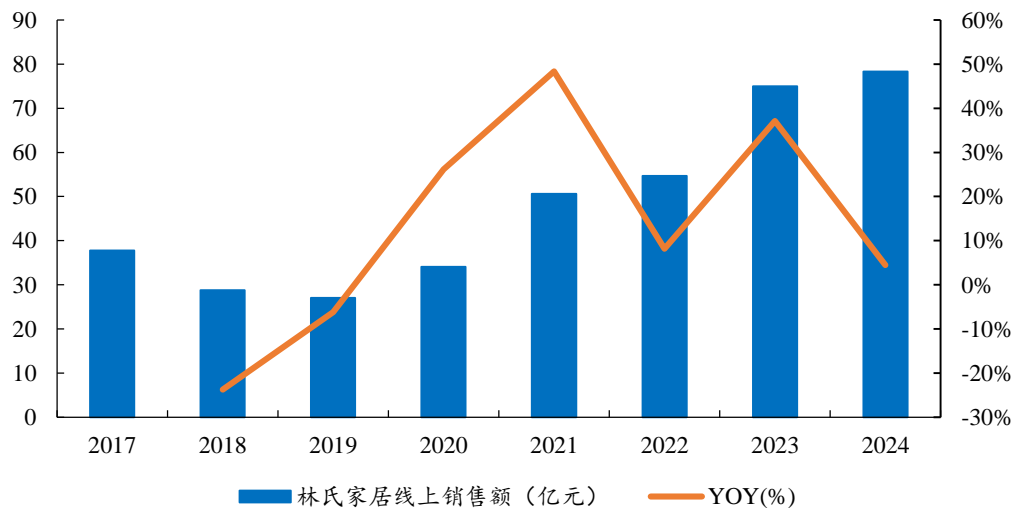
测试”，测试结果分别匹配人体工学分区床垫、林氏怎么坐都可椅、林氏智能电动真皮床、林氏包包椅四种产品，针对性吸引客户。正是这种对需求的深刻洞察以及产品设计对需求的有效回应，林氏家居逆势增长，21-24 年线上销售总额达 50.97/55.3/75.54/79.7 亿元，同比分别+48%/+8.2%/+37%/+5.6%；24Q3-25Q3 线上销售总额达 18.3/29.2/15/23/18.1 亿元，同比-7.4%/+18%/+25%/+12%/-1.4%，销售均价由 21Q1 的 1269 元震荡上行至 25Q3 的 1598 元。

图表11：针对性推品效果良好

品名	电商平台	电商平台参考售卖价	电商平台产品销量	销量合计
人体工学分区床垫	天猫	3477	200+	230+
	京东	3769	24	
	抖音	3855	6	
林氏怎么坐都可椅	天猫	3442	3000+	7300+
	京东	3366	1000+	
	抖音	3328	3366	
林氏智能电动真皮床	天猫	5881	1000+	1200+
	京东	5948	100+	
	抖音	6083	115	
林氏包包椅	天猫	501	1000+	1500+
	京东	475	500+	
	抖音	501	6	

来源：天猫/京东/抖音旗舰店、国金证券研究所

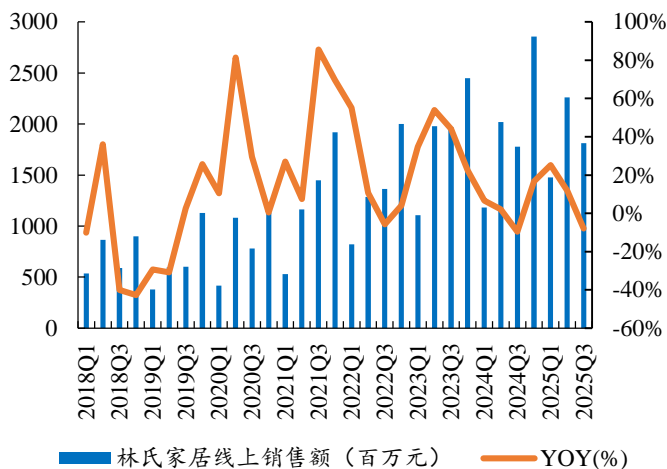
图表12：21-24 年线上销售额整体保持增长



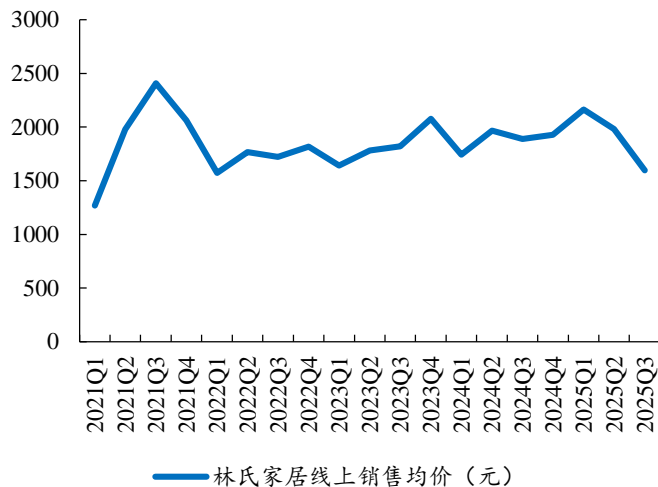
来源：久谦中台、国金证券研究所



图表13：24Q4-25Q3 林氏家居单季度线上销售额同比双位数增长



图表14：21Q1 年至今林氏家居线上销售均价震荡上行



来源：久谦中台、国金证券研究所

来源：久谦中台、国金证券研究所

供应链体系尽显新零售特色，全流程布局满足用户需求。与传统家居企业供应链发展制造优势不同，林氏家居制造环节主要依靠“合作供应商”，其供应链优势体现在对用户“更省、更快、更好”的需求的积极响应，新零售特色显著。1) 生产端，林氏通过“产业集群智造基地”实现生态协同。该模式将上下游供应商集中，一方面通过集中采购降低成本，另一方面通过“聚量生产”提升产能与品控效率，将订单交付周期压缩至最快7天；同时，数字驱动的研发模式能迅速将市场趋势转化为产品，支撑每月高达200+ SKU的上新速度，持续提供符合潮流的高品质产品。2) 物流端：库存管理上，与锐特信息共建的智能仓储实现了库存精准管理与全流程可视化，有效控制成本、提升效益；运输管理上，与菜鸟等专业公司合作，形成“多仓发全国”物流网络，辅以自研TMS系统优化路径，不断优化产品配送速度。

图表15：林氏家居供应链体系响应用户需求

供应链环节	战略举措	实现的功能与价值	用户需求响应
生产端	打造产业集群智造基地	整合生态，集中管理	更省：集中采购降低原材料成本；更快：交付周期压缩至最快7天；更好：支撑月度上新200+ SKU，产品更符合潮流
	采用“聚量”生产模式	控制产品质量、提高产能利用率	
	推行数字驱动研发	对接市场需求	
物流端	共建智能仓储系统	库存管理、流程可视	更省：库存成本得到有效控制，提升整体效益；更快：缩短运输距离与时间，实现速度突破；更好：全流程可视化保障运输的准确性
	构建“多仓发全国”网络	网络优化、就近发货	
	应用自研TMS系统	路径优化、配送高效	

来源：南方日报、日日顺供应链、锐特信息公众号、国金证券研究所

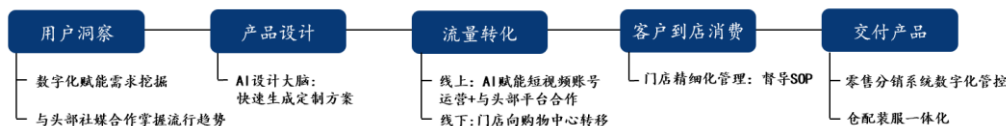
2. 顾家的解题思路：零售变革，全流程赋能经销商，降低个体依赖

顾家家居全链路赋能经销商，降低经销商经营门槛，内贸零售改革思路清晰。为应对行业流量红利消退，增长难度加大的困境，顾家家居坚定了零售变革的长期战略。公司数字化基础建设逐步完善，iKUKA平台、用户营销系统、零售分销系统、商品运营系统、“仓配装服”这五大系统支撑公司向零售转型，逐步建立起以用户为中心、数据驱动的零售经销商全流程（引流、获客、成单、交付）赋能模式，降低经销商经营门槛，弱化经销商体系中个体差异，全面提升经销商体系竞争力，我们认为这是在存量时代中突破单一家居企业份额瓶颈的关键。



具体来看：用户端，依托数字化工具叠加头部社交媒体合作，精准洞察消费趋势；产品端，“AI 设计大脑”快速响应市场反馈，推动设计落地；流量端，线上通过 AI 内容运营与平台合作扩大曝光，线下推动门店进驻购物中心，提升获客效率，促进流量转化；客户到店后，通过门店精细化管理机制“督导 SOP”提升成单率与客单价；交付端，借助零售分销系统实现仓配装服一体化，降低经销商库存，提升交付效率，保障服务体验。

图表16：顾家家居围绕获客成单全链路赋能经销商



来源：国金证券研究所

2.1 用户洞察环节赋能：数字化体系提升响应能力，社媒合作洞察流行趋势

用户洞察方面，数字化赋能需求挖掘，与头部社媒合作掌握流行趋势。一方面，数字化赋能显著提升了经销商对用户需求的响应精度，改善终端运营效率。目前，顾家家居商品运营系统已 100%覆盖 GTM 体系，支撑从需求发现到上架陈列的全链路追踪与管理；商品数据系统（含产品数据分析看板与商品通）100%覆盖产品运营体系人员，实现门店产品出样标准化。另一方面，顾家家居与头部社媒深度合作，掌握流行趋势：1) 当下热点高效匹配单品：结合会员画像和小红书社区搜索数据，顾家选定黑色、真皮、适配性强的功能性大型沙发，即赫兹沙发，作为“超级种子”进行种草，4 个月内销售 2 万套，成功打造爆品；2) 需求变化推动场景进阶：基于小红书数据分析，顾家捕捉到现代消费者对精细化空间的需求，进一步深度调研后推出“十大微场景”空间解决方案，以个性化设计、高空间利用率等亮点直击消费者痛点。

图表17：赫兹沙发满足探索顾家客户与市场趋势“最大公约数”

顾家会员画像	小红书社区种草流行趋势	客户与市场需求重合部分
30+人群为主， 7 成已婚女性， 大孩儿家庭为主， 60%位于新一线至三线城市 关键词：加油萌宠、孕育学习、自在户外、发现附近、自由出行	户型：别墅/横厅/平层等大空间曝光&搜索量较高； 风格：简约现代最热门，中古/意式增速最快； 颜色：黑色、白色、绿色沙发阅读量占比最高； 材质：真皮阅读量远高于其他材质； 功能：智能需求远高于其他功能； 款式：大黑牛/劳伦斯高热度&高增速； 设计语言：欧洲风格、造型设计持续升温	大空间居住需求， 简约现代风格主导， 黑色、白色、绿色， 真皮沙发材质最受欢迎， 智能功能为核心偏好， 家庭友好设计， 经济实惠与审美平衡

来源：小红书商业动态公众号、国金证券研究所

图表18：顾家家居剖析用户需求并推出“十大微场景”空间解决方案

微场景	需求	设计
家庭图书馆	高能量成长型空间 让学习、娱乐与亲子陪伴有机共融	打破“电视中心化”客厅模式 成长型空间布局 灵活分区、多元场景
音乐角	乐器、乐谱、唱片分类收纳 灵感创作、品味展示、放松休闲等多元空间	打造垂直收纳展墙空间 灵活空间、定制个性展区
餐厨一体	扩容空间、满足复合功能 家人自在互动 做饭便利、多人协作	烹饪区：立体收纳、开放式布局 收纳区：抽拉高柜+平飞轴组合、橱柜预留家电嵌入空间



微场景	需求	设计
		用餐区：三段式布局餐边柜、卡座设计贴合户型
客阳一体	实现洗衣、收纳、休闲三大核心功能 高效整合 释放阳台无限可能、随心规划	上挂下储的垂直结构设计 搭配洗烘一体机+储物柜 利用窄缝空间分类收纳家政工具
萌宠阳台	满足宠物天性的环境 满足日常洗衣收纳、清理宠物毛发需求	打造底层入口+层板跳跃区+透明观察窗宠物专属 游乐动线 攀爬架设计 整合洗衣家政区、预留扫地机器人基站 共享式休闲陪伴区
冰箱零食柜	吃喝储物一站式解决 拿取、收纳物品轻松、有序	超大超广角双开门储物空间设计 多元分区设计 静音轨道系统
多功能书房	一室多用满足多元需求 效率与松弛感并存	手办柜设计，满足个性化定制 独特墙体设计，打造开放式冥想角 升降书桌、移动边几等多功能好物
大女主衣帽间	契合女性生活方式 满足精致生活需求	二八法则空间布局，生活场景全覆盖 封闭式储物区，搭配智能收纳系统 大女主梳妆台，分区收纳系统
母婴飘窗	巧用空间，方便新手爸妈育儿 打造陪伴孩子的成长型空间	窗下空间搭配尿布台打造换洗区 设置尿布收纳抽屉 随需求变化切换功能 调奶区与衣服收纳空间结合
玄关 800 库	小户型收纳，告别玄关杂乱	垂直空间规划 上中下分区收纳 集家政间、储藏室、临时衣帽间、多功能玄关柜于一体

来源：顾家整家定制公众号、国金证券研究所

2.2 产品设计环节赋能：AI 技术释放人力产能，多维提升签单能力

产品设计方面，巧用 AI 技术匹配个性化需求，让签单更快、更多、更省心。2025 年，顾家家居与酷家乐联合推出“AI 设计大脑”，构建以顾家自建“四库”为基础的系统架构：户型库覆盖全国 98%城市共 20 万真实户型；风格库囊括全球流行趋势，同时融合不同城市的地域审美偏好；种子库动态更新，整合近万种样式，实现软装、护墙、橱柜等组件的参数化调用；方案库则基于全案设计经验，依托场景标签与用户痛点智能推荐最优解决方案。该系统支持“用户+设计师”共创模式，精准匹配个性化需求，可在 5 分钟内完成方案交付。对于经销商而言，一方面，消费者可通过移动终端直观确认方案细节，提升体验、降低沟通与返工成本，实现“签单更快、更省心”；另一方面，设计师则借助 AI 高效生成高质量方案，释放人力产能，缓解人才压力，从而支撑“签单更多”的业务增长目标。

图表19：顾家“AI 设计大脑”赋能产品设计，多方位赋能经销商

技术路径	数据库	效果
多模态数据基底	户型库	家居设计流程改善 实现了“分钟级”响应，大幅提升了用户体验和决策效率；能直接对接后端生产系统，确保了设计成果的高品质落地
	风格库	满足客户需求 为客户带来了“所想即所得”的体验，为用户提供更专业、更贴合个性化和地域文化偏好的设计
AI 智能检索与调用逻辑	种子库	提高设计师产能 将设计师从繁琐工作中解放出来，使之能更专注于创意设计和与客户的深度沟通
	方案库	经营减负 降低了经营门槛和成本,解决了终端人才匮乏的痛点；提升



			了签单效率和客户满意度,为经销商提供了稳健的盈利保障
--	--	--	----------------------------

来源：汇金洞见公众号、国金证券研究所

2.3 流量管理环节赋能：技术提效与资源整合并举，提升流量覆盖转化能力

流量管理方面，整合线上线下资源，构建全域引流体系。线上运营方面：1) 利用 AI 工具提升内容产出效率：导购使用“来客易”等工具快速生成真人出镜视频及推广文案，10 分钟即可发布视频，持续稳定输出热门内容。2) 构建细分的账号矩阵：在热门内容基础上，用户营销系统自动接入分派流量，帮助账号积累粉丝基础。抖音“顾家家居”账号粉丝超 117.3 万，卧室、智能家居、沙发等垂直账号粉丝达 56.9 万+/4.0 万+/5.1 万+，区域账号如天津顾家家居粉丝数超 11.3 万，可观的粉丝群体有效提升经销商影响力。3) 主题直播搭配团购引流到店：顾家“一周三播”常态化运营配合主题直播，利用团购实现引流到店。如“816 全民顾家日”16 小时直播吸引最高 2.7 万人在线，订单超 1.5 万单，用户囤券后平台自动推荐就近门店，推动流量转化。线下流量运营方面，顾家积极推进门店向购物中心转移，主动构建“532 流量结构”，其“1 店 3 铺”的新立体流量场模式，既自然承接购物中心客流、数字赋能线上引流和社群裂变，又辐射周边社区需求，最终实现全域流量的高效覆盖与转化。

图表20：顾家家居在抖音平台粉丝数量庞大，视频引流表现较好

抖音破万账号	账号粉丝数
顾家家居	117.3 万+
顾家家居 KUKA	37.6 万+
顾家家居官方旗舰店	91.2 万+
顾家家居卧室官方号	56.9 万+
顾家家居智能家居旗舰店	4.0 万+
顾家家居沙发官方号	5.1 万+
天津顾家家居	11.3 万+
抖音热门视频内容	点赞量
赫兹沙发推荐	10.0 万+
代言人直播预告	7.8 万+
真皮床和床垫套组推荐	4.0 万+
场景化种草视频	2.0 万+
床垫推荐	1.5 万+

来源：抖音平台、国金证券研究所

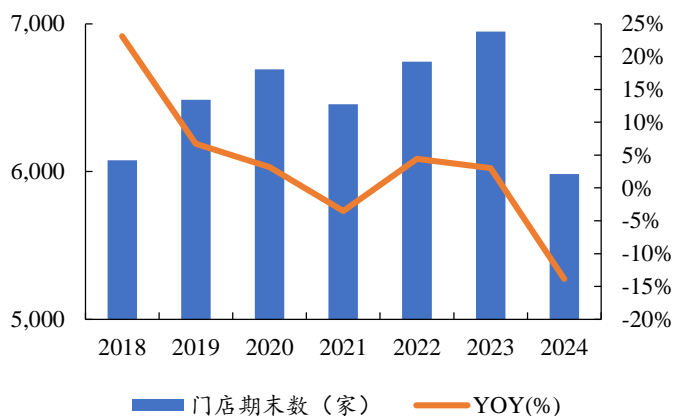
2.4 终端门店赋能：精细化管理强化运营能力，数据中台保障高效协同

终端门店方面，聚焦三大核心精细化管理，数字工具贯穿经销门店赋能全环节。顾家家居围绕门店商品运营、人员管理与目标闭环管理三大核心，构建以督导 SOP 为主线的精细化运营体系。1) 在商品运营方面，重点推进“本地化”策略，督导依托数据分析本地客户画像、竞品动态与经营结果，指导货盘调整、陈列优化与套餐设计，提升产品零售效率。2) 在人员管理方面，督导可通过系统监控销售人员产品话术掌握情况，实时播报业绩数据激发团队潜力，并配合任务达成后的及时激励与表彰，强化组织活力。3) 在目标闭环管理方面，系统结合公司预算与终端反馈，制定涵盖零售目标、转化率、客单价等在内的指标体系，并通过数据分析定位异常原因，针对性优化产品结构、销售话术与激励政策，确保目标有效落实。此外，借助“巡店宝”“零售 360”等数字工具，督导形成“到店巡+数据巡”相结合的常态巡店机制，实现从问题发现到任务派发、协同处理的全链路闭环，全面提升终端运营的精准性与执行力。

数据中台整合复杂系统，赋能经销商高效协同。顾家经销商门店众多，截至 2024 年末门店数达 5876 家。为支撑庞大经销商网络的高效协同，顾家携手钉钉平台整合构建“全链路数字化中枢”iKUKA，将原先 120 多个系统集成至一端，覆盖 3 万用户、100+考勤组与上千知识库，实现“战略、执行、任务”的全程穿透。该系统同步实现内外权限分层，信息精准触达，结合 AI 助理提升知识流转与办公效率，全面强化终端执行力与协作闭环。



图表21：截至 2024 年末门店数达 5876 家



来源：公司公告、国金证券研究所

图表22：iKUKA 将原先 120 多个系统集成至一端



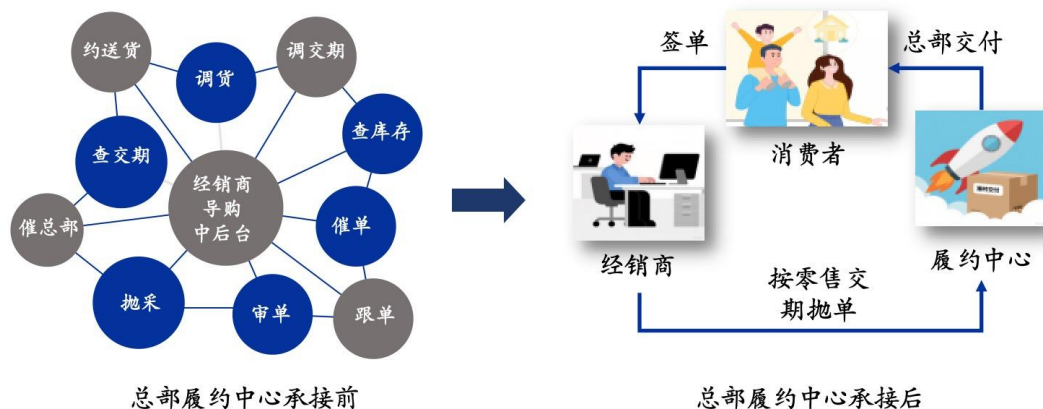
来源：顾家家居公众号、国金证券研究所

2.5 产品交付赋能：“仓配装服”为经销商减负的核心，零售变革的基石

产品交付方面，依托零售分销系统和“仓配装服”建设，顾家家居围绕订单与履约两大环节赋能经销商，交付环节“质”“速”双升。建立直接面向用户的交付能力，需要一体化运作的履约中心虚拟组织来通力协作，这将是顾家家居决胜存量时代的重要基石，也是多数企业较难复制的核心竞争力。公司从仓储、物流、交付等维度全方面赋能经销商，经销商仅需专注卖货（消费者下单后，交付链路由总部完成），为经销商减负的同时，显著提升经销商现金流，并且在防止窜货、二手房快单交付等方面有额外优势。

具体来看：1) 订单层面：依托零售分销系统实现从订货、销售、采购、库存到发货的全链路数字化管控，在保障资金安全的同时，优化利润水平与库存周转效率，显著提升整体运营效能与客户满意度。23 年至 25 年上半年，仓储费用明显改善，同比分别-0.36%/-0.24%/-0.11。并且，面对订单的类型，公司推出“极速快交”与“短交期”服务，分别最快 7 天/15 天即可完成交付，有效响应存量市场焕新需求，如江苏南通、苏州等标杆城市交付周期已压缩至 7 天左右，订单量与满意度同步提升。2) 履约层面：顾家家居推进“仓配装服”一体化建设，截至 2025 年上半年已在全国建仓超 100 家，覆盖率达 65%，逐步向 TOC 交付模式转型。仓配装服体系下，公司通过履约中心与 AI 工具实现解放经销商，使其聚焦于销售环节，实现“轻量运营”，系统支持下，25 年上半年齐单交付率高达 98%，现货快交覆盖零售额占比达到 53%。

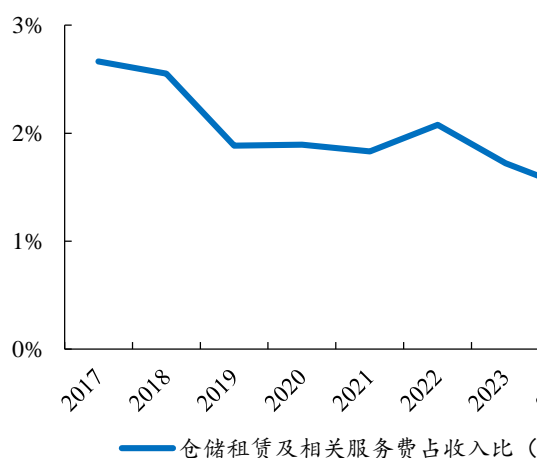
图表23：总部履约中心承接前后变化



来源：国金证券研究所

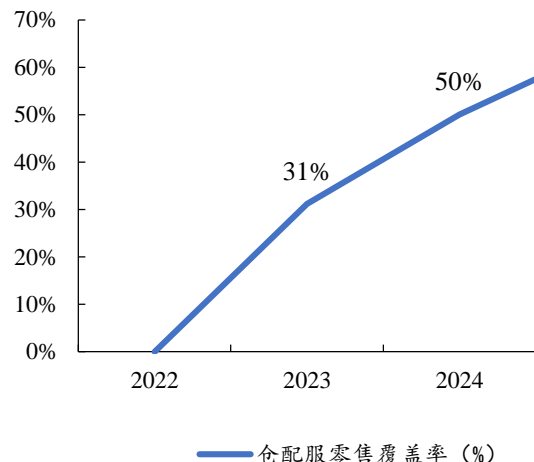


图表24：23年-24年顾家仓储费用明显改善



来源：iFinD、公司公告国金证券研究所

图表25：顾家家居推进“仓配装服”一体化建设



来源：公司公告、顾家家居公众号、国金证券研究所

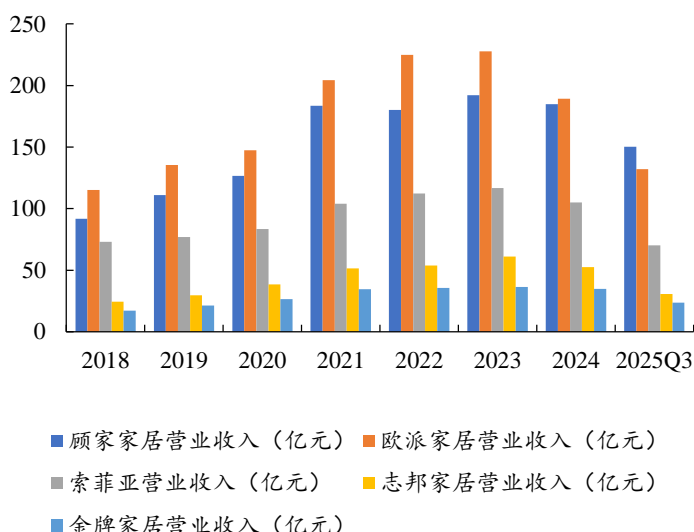
3. 顾家改革已取得阶段性成果，高效组织力增加改革成功概率

3.1 改革已取得一定成果，后续发展可期

随着改革不断深入，顾家家居发展潜力持续释放。对比行业，顾家在营业收入、盈利能力、单店收入和营运能力等方面近年来优势逐渐显现。

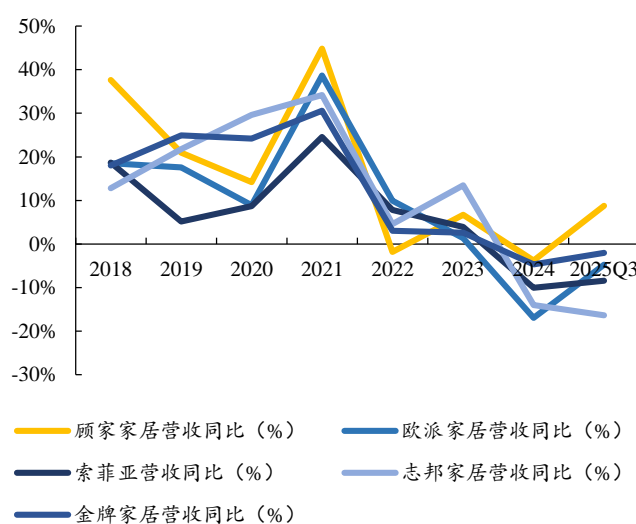
营收方面，增量市场动能不足背景下，2023-2024年传统家居企业营收普遍承压，顾家家居以零售转型为重要抓手成功自救。23-24年顾家营收基本保持稳定，分别为192.12/184.80亿元，同比分别+6.67%/-3.81%，展现出较强发展潜能和经营韧性；25Q1-3顾家家居营收达150.12亿元，同比回正至8.77%，逆势实现增长，改革成效显现。

图表26：顾家营收展现出较强发展潜能和经营韧性



来源：iFinD、国金证券研究所

图表27：25Q3顾家家居营收同比回正至8.77%

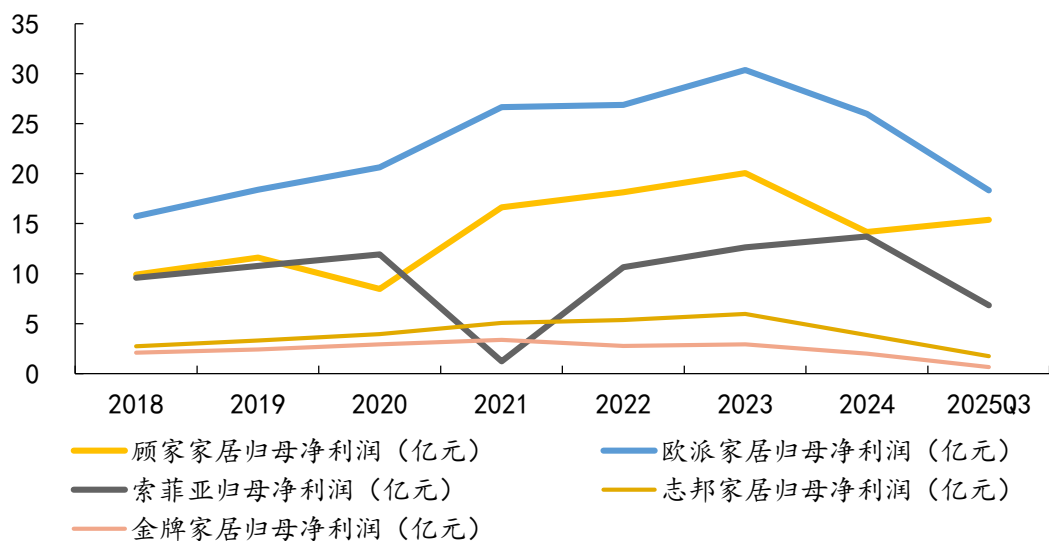


来源：iFinD、国金证券研究所

盈利方面，一方面，公司通过数字化建设精准管控费用，有助于提升运营效率；另一方面，对经销商的全面赋能有效拉动了终端客单价，有利于盈利改善。利润端来看，23-24年顾家家居归母净利润水平长期处于较高位置，25Q3归母净利润同比+13.24%，实现双位数增长，规模达15.39亿元，在对比企业中表现最优。2022年-2025Q3，顾家毛利率分别为30.83%/32.83%/32.72%/32.38%，同比分别+1.96%/+2%/-0.11%/+0.5%，总体保持稳定并显现增长趋势。

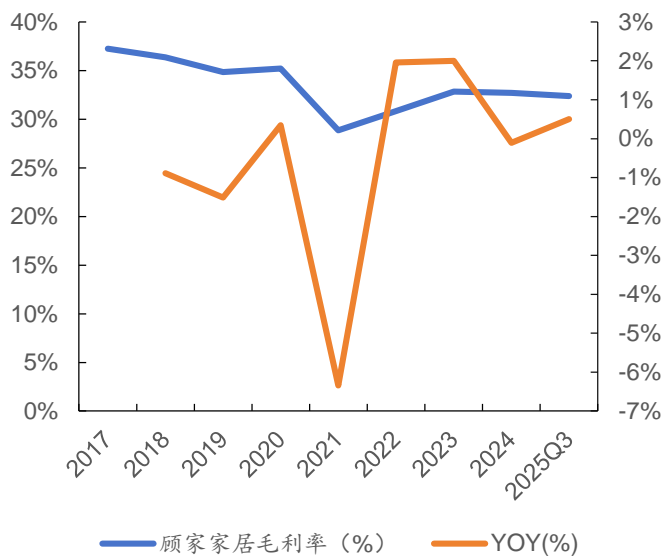


图表28：顾家家居归母净利润水平长期处于较高位置

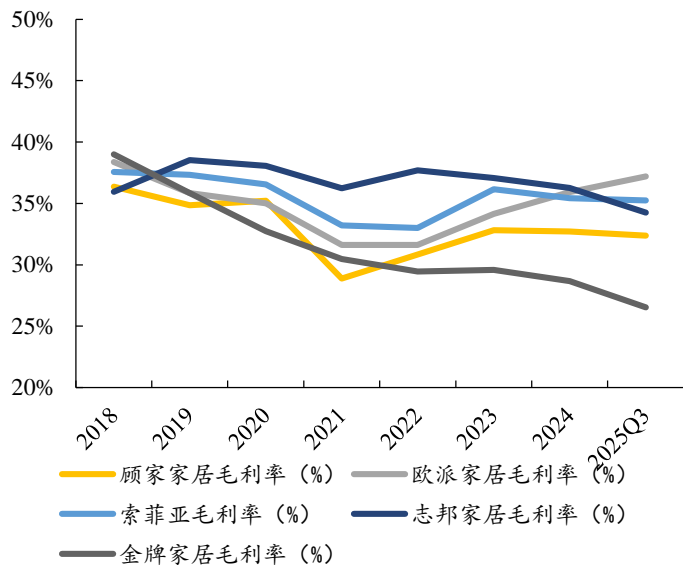


来源：iFind、国金证券研究所

图表29：顾家家居毛利率变化



图表30：22-25Q3 顾家毛利率发展趋势向好



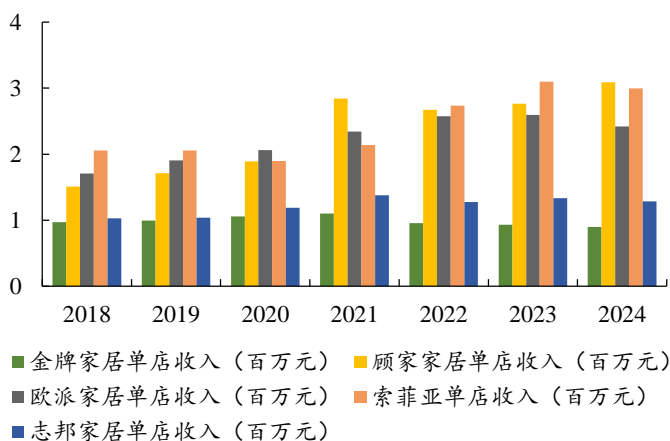
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

单店收入方面，顾家家居对经销商等终端赋能卓有成效，单店营收稳步增长。2020-2024年单店收入分别为 189/284/267/277/309 万元，23 年后持续逆势增长，同比分别 +3.55%/+11.65%。其中，24 年单店收入再创新高主系顾家门店战略调整，一方面，门店总数缩减，21-24 年门店期末数分别为 6456/6743/6946/5984 家，24 年净关店 962 家；另一方面，单店经营质量提升，顾家全域引流、选址改进、督导 SOP 等措施成效显著。

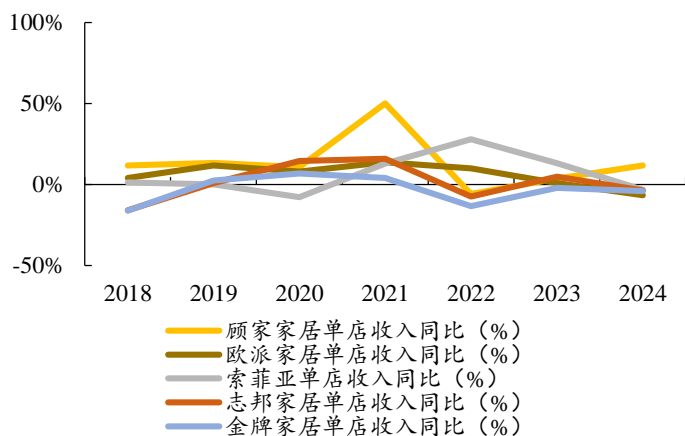


图表31：顾家家居单店收入强势增长



来源：iFind、国金证券研究所

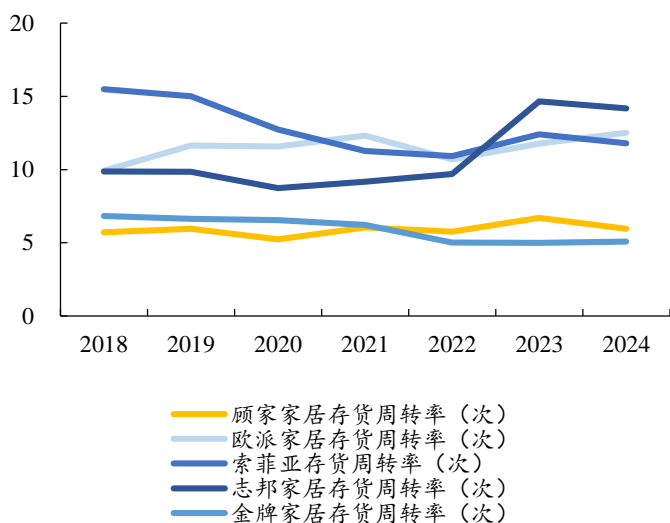
图表32：顾家家居单店收入 23 年后持续逆势增长



来源：iFind、国金证券研究所

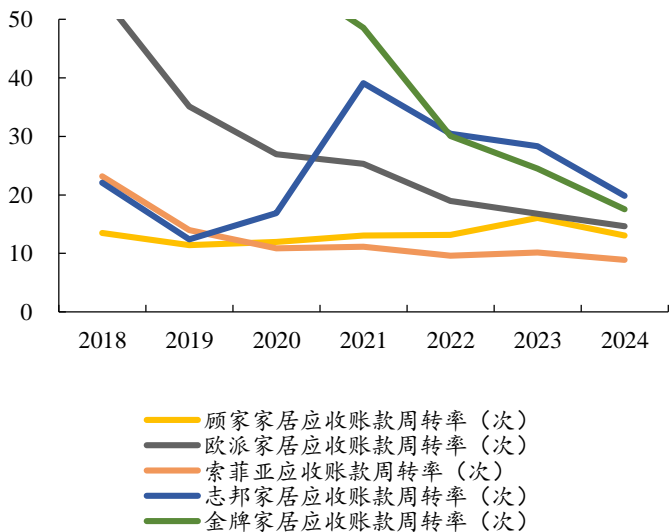
营运能力方面，存货方面，受益于“零售分销系统”对订单管理的全面覆盖，“仓配装服”基础设施建设的大步跃进，顾家家居存货周转率明显改善，从 20 年的 5.23 次提升至 24 年的 5.95 次。未来，随着 TOC 交付转型以及仓配装服的进一步深化，存货周转率有望继续改善。应收账款方面，应收账款周转率提升显著。从 20 年的 11.95 次提升至 24 年的 13.07 次。预计主因顾家赋能经销商措施，有效降低了经销商的经营压力，其向总部付款的意愿和能力增强。

图表33：顾家家居 22-24 存货周转率明显改善



来源：iFind、国金证券研究所

图表34：顾家家居 22-24 年应收账款周转率明显改善



来源：iFind、国金证券研究所

3.2 组织力维度看为什么我们认为顾家家居改革具备成功基因

延续《家居供给侧解构新思-“整家定制”能否破解集中度难题?》报告中的思路，家居行业不变的顶层竞争要素或就是企业的组织力竞争。在存量市场竞争新格局下，顾家家居零售改革成功的关键不止在于战略方向的正确性，更在于其组织是否具备支撑战略落地的基因与能力。我们从以下三个核心层面分析顾家家居零售改革成功可能性：战略与执行的一致性、组织架构稳定性以及管理层能力适配性，综合认为公司强大的组织能力将极大提升公司零售变革成功的概率。

战略与执行角度，顾家“战略制定、目标分解、资源保障”的清晰执行路径，有效保障一致性。战略制定层面，顾家与时代背景同频共振，以三年为战略周期持续迭代，保证战略方向清晰准确。2025-2027 年公司立足存量市场、海外市场新形势，启动第四个三年战略周期，以“零售转型、整家突破、全球深化、效率驱动”为核心战略支柱，系统推进整体业务升级，为公司发展指明了方向。目标分解层面，宏观战略被系统性地拆解为可执行的行动：1) 公司整体方向上：从五大维度直面挑战，包括深化内贸“一体两翼”与外贸全球化布局、优化体制机制以激发组织活力、构建以 KBS 为核心的高效经营系统、将资源聚焦于 AI



数智化等核心能力建设，以及打造“年轻化、专业化”的干部团队等重点内容，为发展选好抓手。2) 具体到业务单元：门店战略目标进一步转化为精细的 KPI 指标体系，如月度零售目标、意向客户数、转化率与客单价等，并通过异常分析驱动改进，例如将“提升转化率”这一目标，分解为产品结构优化、销售话术升级、导购激励等具体举措，确保顶层设计能精准落地到一线动作。资源保障方面，顾家通过积极的体系建设和对经销商的主动赋能，依托其充足的现金流与数据能力等关键资源。23 年-25 年 H1，顾家家居经营活动产生的现金流量净额分别为 24.43/26.80/10.94 亿元，为战略的持续推进提供了坚实支撑。

图表35：顾家以三年为战略周期持续迭代

战略周期	战略重点	关键举措/方向
2021-2023	做世界领先的综合家居运营商	内贸：从“渠道运营商”转型为“综合家居零售运营商”。
		外贸：从 OEM/ODM 制造商转型为“全球布局、本土运营”的集成供应链服务商。
		制造与供应链：启动精益化、数字化，打造全球领先的供应交付能力。
		产品与技术：通过研发模式变革，实现产品力领先。
2025-2027	零售转型、整家突破、全球深化、效率驱动	零售转型：从“制造+批发”的推式模式，转向以消费者为中心的“拉式”零售运营。
		整家突破：从单品类运营转向多品类价值链一体化融合运营，以满足用户一站式购齐需求。
		全球深化：从产品出海到品牌和运营出海，实现全价值链的本土化运营，建立可持续增长模型。
		效率驱动：以“效本费”为核心，打造高效运营体系，为其他战略支柱提供基石支撑。

来源：公司公告、国金证券研究所

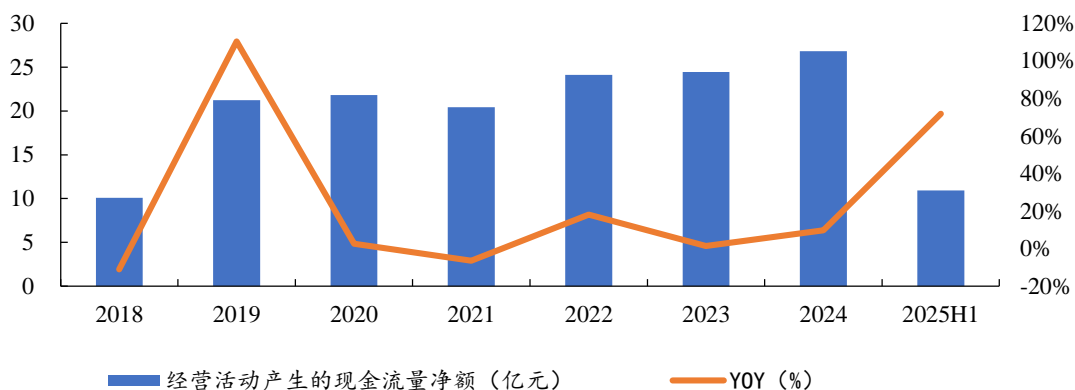
图表36：顾家从五大维度直面挑战

维度	目的	内容
业务布局	切实提升内外贸业务竞争力和市场地位	深化内贸“一体两翼”战略（一个顾家+软体业务运营创新&整家业务突破）和外贸全球化布局
组织机制	打造敏捷型组织，持续激发组织活力	优化体制机制，简政放权
经营系统	构建“增长飞轮”	建立正反馈、低成本、高效率的经营管理系统，以 KBS（顾家业务系统）为核心
资源聚焦	将有限的资源充分合理地聚焦到能力打造上	尤其在 AI 数智化、产品研发投入等要素方面进行重点投入
团队建设	建立一支敢打胜仗、能打胜仗、持续变革的干部团队	以“年轻化、专业化、事业化、梯队化”为方向

来源：公司公告、国金证券研究所



图表37：顾家体系建设和对经销商的主动赋能，依托其充足的现金流



来源：iFinD、国金证券研究所

组织架构角度，顾家持续优化内部结构，为零售转型提供稳定支撑。首先，在治理结构上，公司建立了科学合理的职业化团队，实行董事会领导下的总裁负责制，赋予管理层充分的信任与权力，使其能够基于企业长远发展进行快速决策与战略布局。**其次，在组织匹配上，**公司采用矩阵式结构以适配整家运营模式，并持续优化调整，按品类和渠道划分拥有自主经营权的“战斗单元”。1) 内贸方面，2024 年为强化品类专业化和竞争力，顾家成立客餐厅、卧室、定制三大空间事业部；2) 外贸方面，设立海外业务运营中心，有效提升了越南、墨西哥等海外基地的运营与经营管理能力。**最后，在激励体系上，**公司注重构建“价值创造、评价与分配”的闭环，通过超额激励、虚拟 EVA 等机制激发组织活力，并推行干部轮岗与末位淘汰以保持团队竞争力；终端执行层面，通过实时数据播报、任务达成后的及时激励与优秀表彰，有效激发员工荣誉感与积极性，保障战略在基层的落地效率。

图表38：顾家持续优化内部结构

优化角度	具体措施与细节	目标
治理结构	1) 建立科学合理的职业化团队；2) 实行董事会领导下的总裁负责制；3) 赋予管理层充分的信任与权力	基于企业长远发展进行快速决策与战略布局
组织匹配	1) 采用矩阵式结构以适配整家运营模式；2) 按品类和渠道划分拥有自主经营权的“战斗单元”（2024 年） 内贸：成立客餐厅、卧室、定制三大空间事业部；外贸：设立海外业务运营中心	适配整家运营模式，强化品类专业化和竞争力，提升越南、墨西哥等海外基地的运营与经营管理能力
激励体系	1) 构建“价值创造、评价与分配”的闭环；2) 通过超额激励、虚拟 EVA 等机制激发组织活力；3) 推行干部轮岗与末位淘汰	激发组织活力，保持团队竞争力，有效激发员工荣誉感与积极性，保障战略在基层的落地效率

来源：公司公告、国金证券研究所

管理层能力角度，盈峰入主顾家为管理层带来新鲜血液、注入零售基因。从团队组成来看，顾家家居与盈峰集团深度融合。董事会 9 名董事中，盈峰系 3 位，分别为邝广雄、朱有毅、杨榕桦，其余 6 位包括顾家总裁李东来和 3 名独立董事，公司治理决策权较集中，有效保障战略一致性。其中，董事长邝广雄拥有多年财务管理经验，曾担任美的多个业务板块财务总监，具备系统的零售战略视野和财务管理认识。总裁李东来兼具精准而不失稳定连贯的战略设计能力和丰厚的零售经验。就战略设计来说，其任期较长，覆盖公司零售转型全过程，有效确保战略连贯性。就零售经验来说，李东来早期曾在美的空调业务中担任营销与营运管理职务，具备成熟的零售方法论与精细化运营思路，能够为转型指引正确方向。此外，顾家家居 7 名副总裁资历丰富，形成了“外部基因与内部经验”互补的高管结构。此外，盈峰集团与经理人团队高度互信，以长线思维和综合性评价为导向，结合充足资金支持，确保管理团队稳定与决策敏捷，为顾家从传统制造向零售运营转型提供全方位保障。

图表39：顾家董事会 9 名董事中盈峰系 3 位



姓名	职务	任期起始日期	主要工作经历
邝广雄	董事长	2024/2/2	历任美的日电集团财务经理，美的美国公司财务经理，美的厨房电器财务总监，美的中央空调财务总监，美的库卡中国合资公司财务总监；现任盈峰集团有限公司董事兼执行总裁，盈峰环境科技集团股份有限公司董事，广东盈峰普惠互联小额贷款股份有限公司董事，盈合（深圳）机器人与自动化科技有限公司董事长，广东盈峰材料技术股份有限公司董事长，宁波盈峰睿和投资管理有限公司执行董事兼经理，宁波盈峰资产管理有限公司执行董事兼经理，宁波盈峰俾阖文化产业投资有限公司执行董事兼经理，佛山市盈峰贸易有限公司执行董事兼经理，易方达基金管理有限公司董事，本公司董事长。
朱有毅	董事	2024/2/2	历任美的集团国际事业部东盟市场部总经理，美的集团全球轻型商用产品线总经理，美的集团国际平台营运与人力资源部及市场部部长，美的集团厨电事业部运营与人力资源部总监，阿里巴巴集团人力资源资深总监；现任盈峰集团有限公司董事兼副总裁，盈峰环境科技集团股份有限公司董事，广东盈峰普惠互联小额贷款股份有限公司董事长，北京百纳千成影视股份有限公司董事，本公司董事。
杨榕桦	董事	2024/9/6	历任美的集团生活电器事业部国内营销公司营销管理部长、美的集团生活电器事业部营运与人力资源部总监、美的集团审计部总监助理；现担任盈峰集团有限公司董事兼副总裁，北京百纳千成影视股份有限公司董事，盈合（深圳）机器人与自动化科技有限公司董事，长沙盈太企业管理有限公司执行董事兼总经理，本公司董事。
李东来	董事兼总裁	2012/2/6	历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长、空调事业部营运发展部总监、冰箱事业部总裁、空调事业部总裁，广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT集团（上海企源科技有限公司）首席执行官；现任本公司董事兼总裁。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表40：顾家家居7名副总裁相关资历

姓名	主要工作经历
李云海	历任中国光大银行武汉分行科员，美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团营运管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理；现任浙江圣诺盟顾家海绵有限公司董事，本公司副总裁。
欧亚非	历任美的空调事业部培训经理，美的冰箱事业部营运管理部总监，美的空调事业部国内营销公司管理部总监，美的制冷家电集团区域销售公司总经理，顾家家居软床经营部总经理，卧室产品事业部总经理，国内营销事业部总经理；现任本公司副总裁。
刘春新	历任江西新余市信息中心科员，海口会计师事务所项目经理，深圳同人会计师事务所部门经理，深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁；现任本公司副总裁兼财务负责人。
陈统松	历任浙江东方外销员，顾家工艺外贸销售总监，顾家家居国际营销事业部总经理，北美事业部总经理，海外营销事业部总经理；现任本公司副总裁。
徐刚	历任顾家家居布艺产品事业部总经理、渠道发展中心总经理、店态研发与运营中心总经理职务；现任本公司副总裁。
刘应章	历任顾家家居人力资源管理中心总监、变革管理与组织发展中心总监、集成产品事业部总经理、营运与人力资源中心总经理职务；现任本公司副总裁。
彭宣智	历任顾家家居杭州直营中心总经理、定制家居事业部总经理、国内营销事业部总经理职务；现任本公司副总裁。

来源：公司公告、国金证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入端

1) **沙发：顾家家居沙发业务收入有望继续突破。**沙发作为公司的核心品类，顾家沙发凭



借其强大的品牌力、持续的产品迭代以及对舒适与风格趋势的精准把握，有望持续巩固在终端市场的领先地位。随着零售改革的深化，公司深入研究消费者需求，以精准用户画像针对性打造爆品。如赫兹沙发依托小红书种草销量猛增，证明了公司策略的有效性，预计后续该策略将在更多系列落实；同时，配合终端有效管理，门店体验、导购能力不断提高，沙发作为顾家重要家具品类，后续有望继续保持增长态势。我们预计 2025-2027 年顾家沙发业务营收分别增长 9.7%/7.8%/7.6%，预计毛利率分别为 35.5%/35.7%/35.9%。

- 2) **软床及床垫：顾家软床及床垫业务后续收入增长势头强劲。**软床及床垫是公司大家居战略下重点扩张的品类，与沙发形成强大的场景协同效应。随着消费者对整体卧室空间解决方案和睡眠健康需求的日益增长，公司通过专业化零售运营和精准营销，成功抢占市场份额，实现稳步增长。我们预计 2025-2027 年顾家软床及床垫业务营收分别增长 8.5%/9.6%/10.3%，预计毛利率分别为 35.3%/35.4%/35.4%。
- 3) **定制家具：2025 年顾家定制家具业务有较大发展潜能。**公司正着力提升定制产品的设计、交付与服务质量，强化与软体家具的套餐化销售，旨在通过引流与高配套率，将其培育为新的增长引擎。但短期内其仍处于发展阶段，预期收入情况可能存在一定波动。我们预计 2025-2027 年顾家定制家具业务营收分别增长 4.9%/9.5%/10.2%，预计毛利率分别为 29.0%/29.0%/29.0%。
- 4) **配套产品等：顾家配套产品等业务前景可观。**配套产品是丰富场景陈列、提升空间整体客单值的重要组成部分，与顾家发展战略吻合。依托于强大的终端门店和一体化设计服务，配套产品能有效满足消费者“一站式购齐”需求，增长稳定可观。我们预计 2025-2027 年顾家配套产品等业务营收分别增长 3.0%/3.0%/3.0%，预计毛利率分别为 26.5%/26.5%/26.5%。
- 5) **信息技术服务：顾家信息技术服务业务有望实现增长。**该业务主要源于公司对外输出的数字化零售解决方案，是公司自身数字化转型能力的外溢。随着家居行业整体向精细化运营迈进，相关技术服务需求增长，为公司开辟新增长曲线。我们预计 2025-2027 年顾家信息技术服务业务营收分别增长 8%/8%/8%，预计毛利率分别为 83.0%/83.0%/83.0%。

费用端预测：

- 1) **销售费率：**公司零售转型战略逐步落实，数字化体系构建利于广告的有效投放，节约一定的销售费用，预计 2025-2027 年销售费率将略有下降，分别为 16.6%/16.6%/16.7%。
- 2) **管理费：**公司立足零售转型进行一定组织调整，但内部组织架构较为成熟，短期内员工薪酬支出等方面有望保持稳定，预计 2025-2027 年管理费率为 2.0%/2.0%/2.0%。
- 3) **研发费率：**零售转型对公司各层面创新要求较高，可预见公司将保持稳定的研发投入支出保障战略落地，预计 2025-2027 年研发费率分别为 1.9%/1.9%/2.0%。

图表41：顾家家居分产品营业收入预测表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
沙发					
营业收入	9,350	10,204	11,193	12,069	12,984
收入同比	4.2%	9.1%	9.7%	7.8%	7.6%
毛利率	35.8%	35.4%	35.5%	35.7%	35.9%
软床及床垫					
营业收入	4,104	3,250	3,527	3,865	4,262
收入同比	15.4%	-20.80%	8.5%	9.6%	10.3%
毛利率	37.1%	36.0%	35.3%	35.4%	35.4%
定制家具					
营业收入	880	992	1,040	1,139	1,255
收入同比	15.6%	12.7%	4.9%	9.5%	10.2%
毛利率	27.5%	28.1%	29.0%	29.0%	29.0%
配套产品等					



单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,028	2,437	2,510	2,585	2,663
收入同比	0.4%	-19.5%	3.0%	3.0%	3.00%
毛利率	28.2%	29.5%	26.5%	26.5%	26.5%
信息技术服务					
营业收入	870	702	758	819	885
收入同比	5.5%	-19.3%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	84.3%	81.5%	83.0%	83.00%	83.00%
总计					
营业收入	19,212	18,480	19,960	21,456	23,077
同比增速	6.7%	-3.8%	8.0%	7.5%	7.6%
毛利率	32.8%	31.9%	31.9%	32.1%	32.2%

数据来源：公司财报，国金证券研究所测算

4.2 投资建议

在新房驱动逻辑改变，逐渐进入存量时代竞争的当下，顾家家居作为家居行业龙头主动破局，持续深化零售转型，通过获客成单全流程高效赋能经销商，减轻经销商负担，增强整体竞争力。目前，顾家已经构建了 ikuka、用户营销系统、零售分销系统、商品运营系统、仓配装服五合一全链路交付五大系统，零售改革已获得一定的成绩，营收、盈利、营运能力和单店收入均呈现较优发展趋势。家居企业是组织力密集型企业，考虑到顾家家居具备战略执行的一致性，适配零售转型的组织框架和零售经验丰富的团队，我们认为，顾家家居具备了零售改革成功的条件，并且有望通过零售转型带来的新动力带动市占率的提升，由此在行业内确立一定的领先地位。

我们预计公司 25-27 年归母净利分别为 19.2/20.7/22.4 亿元，同比分别增长 +35.8%/+7.7%/+7.9%，考虑公司前瞻变革，α 凸显，给予 26 年合理 PE15 倍，目标价 37.8 元，维持“买入”评级。

图表42：顾家家居可比公司估值情况

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002572.SZ	索菲亚	14.06	1.31	1.42	1.34	1.46	1.59	10.49	9.63	8.84
603833.SH	欧派家居	52.03	4.98	4.27	4.12	4.49	4.74	12.63	11.59	10.98
001323.SZ	慕思股份	26.7	2.01	1.92	1.6	1.66	1.89	16.69	16.08	14.13
603195.SH	公牛集团	42.4	4.34	3.31	2.18	2.32	2.48	19.45	18.28	17.10
603180.SH	金牌家居	22.3	1.89	1.29	1.17	1.39	1.56	19.06	16.04	14.29
603801.SH	志邦家居	9.29	1.36	0.88	0.58	0.61	0.68	16.02	15.23	13.66
可比公司均值								15.72	14.48	13.17
603816.SH	顾家家居	29.61	2.44	1.72	2.34	2.52	2.72	12.65	11.75	10.89

数据来源：Wind，国金证券研究所测算。股价为 2025/12/10 数据，其中可比公司中，索菲亚、欧派家居、慕思股份、公牛集团和志邦家居采用国金研究所预测，其余公司采用 wind 一致预测。

5. 风险提示

1) 家居需求相对不足。地产行业仍处于调整转型期，家居需求可能相对不足，可能对公司业绩以及终端销售模式和渠道造成一定影响。

2) 内外部市场竞争加剧。从内部来看，定制家具行业处于从成长期向成熟期的换挡期，为抢占更多市场份额，主流家居企业内部竞争加剧；从外部来看，整装大家居快速崛起，



部分整装或跨界企业延伸产品价值链，行业跨界进入者增多。

3) 政策落地效果不及预期。虽然国补逐步加码，房地产政策松绑都利于释放需求，但是政策显现需要一定时间，可能无法在短期内对公司业绩提升有显著影响。


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	19,960	21,456	23,077
增长率		6.7%	-3.8%	8.0%	7.5%	7.6%
主营业务成本	-12,457	-12,904	-12,433	-13,587	-14,574	-15,652
%销售收入	69.2%	67.2%	67.3%	68.1%	67.9%	67.8%
毛利	5,553	6,308	6,047	6,372	6,882	7,425
%销售收入	30.8%	32.8%	32.7%	31.9%	32.1%	32.2%
营业税金及附加	-100	-124	-136	-120	-129	-138
%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	-3,313	-3,562	-3,854
%销售收入	16.4%	17.5%	17.8%	16.6%	16.6%	16.7%
管理费用	-362	-344	-368	-399	-429	-462
%销售收入	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-301	-265	-282	-379	-408	-452
%销售收入	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%	1.9%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,838	2,209	1,969	2,161	2,355	2,519
%销售收入	10.2%	11.5%	10.7%	10.8%	11.0%	10.9%
财务费用	124	1	37	-45	-60	-25
%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%	2.2%
营业利润	2,052	2,288	1,745	2,228	2,408	2,608
营业利润率	11.4%	11.9%	9.4%	11.2%	11.2%	11.3%
营业外收支	244	152	148	160	160	160
税前利润	2,296	2,440	1,893	2,388	2,568	2,768
利润率	12.8%	12.7%	10.2%	12.0%	12.0%	12.0%
所得税	-449	-422	-445	-430	-462	-498
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	1,958	2,105	2,270
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	1,923	2,070	2,235
净利率	10.1%	10.4%	7.7%	9.6%	9.6%	9.7%

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	1,958	2,105	2,270
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	-114	-79	-97
营运资金变动	8	-268	221	-87	51	-155
经营活动现金净流	2,138	2,217	2,375	2,308	2,689	2,697
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	971	-278	-187
其他	-1,118	-1,565	-1,183	-895	-972	-1,021
筹资活动现金净流	-333	-1,519	-1,404	76	-1,249	-1,208
现金净流量	956	-1,057	-1,345	1,746	533	383

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	4,247	4,742	5,098
应收款项	1,474	1,599	1,664	1,695	1,822	1,960
存货	1,883	1,968	2,211	2,234	2,396	2,530
其他流动资产	612	387	993	1,257	1,278	1,387
流动资产	8,368	7,536	7,418	9,432	10,238	10,975
%总资产	52.0%	44.9%	42.4%	48.8%	49.6%	50.0%
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%	35.2%	35.1%	35.2%
无形资产	1,327	1,391	1,291	1,407	1,494	1,572
其他流动资产	7,738	9,243	10,074	9,884	10,402	10,953
%总资产	48.0%	55.1%	57.6%	51.2%	50.4%	50.0%
资产总计	16,106	16,780	17,493	19,316	20,641	21,928
短期借款	1,652	1,658	1,377	2,348	2,071	1,884
应付款项	2,537	2,136	2,496	2,460	2,638	2,792
其他流动负债	2,430	2,681	3,124	2,893	3,076	3,048
流动负债	6,619	6,475	6,998	7,700	7,785	7,724
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	8,040	8,087	7,999
普通股股东权益	8,881	9,608	9,845	10,999	12,241	13,582
其中：股本	822	822	822	822	822	822
未分配利润	4,644	5,716	5,903	7,056	8,299	9,640
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	19,316	20,641	21,928

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.205	2.441	1.724	2.341	2.521	2.721
每股净资产	10.806	11.691	11.978	13.389	14.902	16.534
每股经营现金净流	2.601	2.697	2.889	2.808	3.272	3.282
每股股利	1.000	1.170	0.820	0.936	1.008	1.088
回报率						
净资产收益率	20.40%	20.88%	14.39%	17.48%	16.91%	16.46%
总资产收益率	11.25%	11.95%	8.10%	9.96%	10.03%	10.19%
投入资本收益率	13.72%	15.86%	13.02%	12.94%	13.15%	13.01%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.81%	6.67%	-3.81%	8.01%	7.50%	7.55%
EBIT 增长率	-0.94%	20.19%	-10.90%	9.76%	9.00%	6.96%
净利润增长率	8.87%	10.70%	-29.38%	35.75%	7.67%	7.94%
总资产增长率	1.05%	4.19%	4.25%	10.42%	6.85%	6.24%
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	110.6	105.4	101.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.26%	-19.66%	-18.19%	-22.71%	-26.55%	-27.83%
EBIT 利息保障倍数	-14.8	-1,569.2	-53.7	48.0	38.9	101.5
资产负债率	43.66%	41.64%	42.33%	41.62%	39.18%	36.48%

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	2	20	23	44
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.09	1.12	1.00

来源：聚源数据

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。

任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究