

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

顾家家居(603816)

投资评级

上次评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen@cindasc.com

顾家家居: 逆势扩张、全球布局, 龙头韧性凸显

顾家家居: 内销零售转型效果显现, 外销持续推进全球化战略

顾家家居: 25Q1 内外销共振向上, 坚持变革、坚韧成长

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

顾家家居: 向外看、结构增长, 向内求、系统优化

2026年04月23日

事件: 公司发布 2025 年报。25 全年实现收入 200.56 亿元 (同比+8.5%), 归母净利润 17.90 亿元 (同比+26.4%), 扣非归母净利润 16.29 亿元 (同比+25.1%); 25Q4 实现收入 50.44 亿元 (同比+7.8%), 归母净利润 2.52 亿元 (同比+334.4%), 扣非归母净利润 2.40 亿元 (同比+191.4%)。利润波动较大主要系汇兑&减值等外部因素影响, 根据我们测算, 还原后公司 25Q4 净利润增速仍超 30%。此外, 公司分红比例为 63.3%, 对应 2025 年股息率约 4.5%。

点评:公司 25Q4 实现稳健增长, 我们预计外销增长领先, 内销保持韧性。26Q1 受制于国内国补节奏波动, 以及海外地缘冲突加剧, 我们预计整体收入增长或略有放缓, 后续季度考虑低基数、增长有望更为靓丽。

内销深化改革, 产品结构优化。25H2 公司内销收入为 47.15 亿元 (同比+1.6%), 毛利率为 37.0% (+0.75pct)。公司内销主动聚拢资源至战略品类, 我们预计功能沙发增长态势优异 (25 年沙发增速达 13.4%, 我们预计功能产品增速更优), 助力中高端产品零售占比持续提升, 成为线下市场核心增长动力。此外, 公司加速渠道结构优化转型, 紧跟趋势布局京东 MALL 等新零售渠道, 并在下沉市场通过副品牌升级加速用户覆盖。公司零售转型已逐步从投入期转至收获阶段, 在商品运营/会员运营/履约等方面成功打造成熟模型, 我们预计后续运营能力改善将推动公司内销份额持续提升。

外销逆势成长。25H2 公司外销收入为 50.68 亿元 (同比+13.1%), 毛利率分别为 25.4% (同比-2.71pct)。25 年公司数个核心战略市场均超额达成预算, 其中床垫业务非美市场实现突破性增长, 跨境电商亦维持增长态势。当前公司持续推动组织/运营/决策前移, 推动本土化运营, 在北美市场构建前端营销赋能体系, 在东南亚、南亚、中亚等区域加速 OBM 门店布局, 自有品牌出海路线初步成型。未来凭借多元产品&渠道共同协作, 我们预计公司海外市场有望维持稳健增长。

盈利短期承压, 费用管控优异。25Q4 公司毛利率为 33.90% (同比-1.3pct), 归母净利率为 4.99% (同比+3.8pct, 还原汇兑&减值影响后仍在 8%+, 整体表现稳健), 我们预计毛利率承压主要受美国关税影响, 伴随公司产品结构持续优化以及海外产能规模效应显现, 未来有望逐步修复。费用表现来看, 25Q4 期间费用率为 25.80% (同比+1.5pct), 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 21.58%/1.13%/2.64%/0.44% (同比分别 -1.8/+0.5/+1.1/+1.7pct), 剔除汇兑影响后, 整体费用率向下。

现金流&营运能力保持稳定。25Q4 经营性现金流净额为 9.19 亿元 (同比-2.0 亿元); 存货/应收/应付周转天数分别为 59.8/30.0/48.9 天 (同比-0.7/+2.5/+0.05 天)。

盈利预测:我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 20.9/23.2/26.0 亿元, 对应 PE 为 12.0X/10.8X/9.6X。

风险因素:房地产市场低迷、市场竞争加剧、贸易摩擦风险

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	18,480	20,056	21,438	23,343	25,477
增长率 YoY %	-3.8%	8.5%	6.9%	8.9%	9.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,417	1,790	2,086	2,321	2,602
增长率 YoY%	-29.4%	26.4%	16.6%	11.3%	12.1%
毛利率%	32.7%	32.8%	33.5%	33.8%	34.1%
净资产收益率ROE%	14.4%	16.9%	18.3%	18.9%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.72	2.18	2.54	2.83	3.17
市盈率 P/E(倍)	17.66	13.98	11.99	10.78	9.62
市净率 P/B(倍)	2.54	2.36	2.19	2.04	1.89

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	7,418	9,100	10,321	12,072	13,941	
货币资金	2,550	2,569	2,969	3,954	5,109	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,477	1,870	1,965	2,107	2,265	
预付账款	103	152	157	170	185	
存货	2,211	2,268	2,406	2,598	2,815	
其他	1,078	2,241	2,824	3,243	3,568	
非流动资产	10,074	9,931	9,583	9,216	8,801	
长期股权投资	43	46	46	46	46	
固定资产(合计)	5,947	5,826	5,596	5,340	5,056	
无形资产	942	1,012	971	930	889	
其他	3,142	3,048	2,969	2,900	2,810	
资产总计	17,493	19,031	19,903	21,289	22,742	
流动负债	6,998	7,735	7,702	8,139	8,529	
短期借款	1,285	558	558	558	558	
应付票据	8	1,504	1,188	1,073	933	
应付账款	1,776	1,886	2,059	2,232	2,425	
其他	3,928	3,787	3,896	4,275	4,614	
非流动负债	408	400	400	400	400	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	408	400	400	400	400	
负债合计	7,405	8,135	8,102	8,539	8,929	
少数股东权益	243	309	396	493	601	
归属母公司股东权益	9,845	10,587	11,406	12,257	13,212	
负债和股东权益	17,493	19,031	19,903	21,289	22,742	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	18,480	20,056	21,438	23,343	25,477	
同比(%)	-3.8%	8.5%	6.9%	8.9%	9.1%	
归属母公司净利润	1,417	1,790	2,086	2,321	2,602	
同比(%)	-29.4%	26.4%	16.6%	11.3%	12.1%	
毛利率(%)	32.7%	32.8%	33.5%	33.8%	34.1%	
ROE%	14.4%	16.9%	18.3%	18.9%	19.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.72	2.18	2.54	2.83	3.17	
P/E	17.66	13.98	11.99	10.78	9.62	
P/B	2.54	2.36	2.19	2.04	1.89	
EV/EBITDA	8.87	8.16	6.67	5.84	5.03	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	18,480	20,056	21,438	23,343	25,477	
营业成本	12,433	13,485	14,257	15,453	16,789	
营业税金及附加	136	144	155	168	184	
销售费用	3,294	3,437	3,687	4,015	4,382	
管理费用	368	372	429	467	510	
研发费用	282	369	364	397	433	
财务费用	-37	1	-13	-35	-64	
减值损失合计	-306	-206	-10	-10	-10	
投资净收益	0	40	43	35	38	
其他	46	48	50	54	59	
营业利润	1,745	2,130	2,641	2,956	3,330	
营业外收支	148	142	145	143	144	
利润总额	1,893	2,272	2,786	3,100	3,474	
所得税	445	405	613	682	764	
净利润	1,448	1,867	2,173	2,418	2,710	
少数股东损益	31	77	87	97	108	
归属母公司净利润	1,417	1,790	2,086	2,321	2,602	
EBITDA	2,442	2,881	3,432	3,752	4,125	
EPS(当年)(元)	1.74	2.20	2.54	2.83	3.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	2,680	2,774	2,216	2,923	3,147	
净利润	1,448	1,867	2,173	2,418	2,710	
折旧摊销	680	650	659	687	715	
财务费用	-17	48	24	24	24	
投资损失	0	-40	-43	-35	-38	
营运资金变	221	189	-464	-40	-132	
其它	349	60	-133	-130	-131	
投资活动现金流	-2,316	-1,215	-524	-445	-321	
资本支出	-1,075	-627	-187	-190	-159	
长期投资	120	49	-380	-290	-200	
其他	-1,362	-636	43	35	38	
筹资活动现金流	-1,466	-2,130	-1,345	-1,494	-1,672	
吸收投资	3	6	0	0	0	
借款	-216	-727	0	0	0	
支付利息或股息	-1,148	-1,104	-1,345	-1,494	-1,672	
现金流净增加额	-1,039	-517	400	984	1,155	

研究团队简介

姜文锲，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆峥，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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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。