

## 公司研究

## 内贸聚焦战略品类，外贸拓展非美市场，业绩实现稳步提升

## ——顾家家居（603816.SH）2025 年报点评

## 买入（维持）

当前价：30.46 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

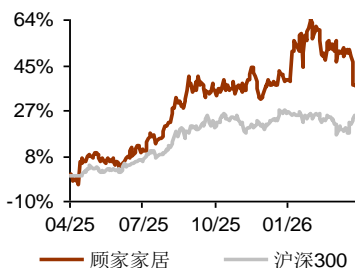
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.21
总市值(亿元):	250.21
一年最低/最高(元):	21.51/37.59
近3月换手率:	41.25%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.91	-13.52	12.28
绝对	-7.28	-11.45	39.03

资料来源：Wind

## 相关研报

内贸持续向好，外贸展现韧性，三季度业绩超预期——顾家家居（603816.SH）2025 年三季报点评（2025-10-28）

内销企稳向好，外贸持续增长——顾家家居（603816.SH）2025 年半年报点评（2025-08-24）

## 要点

## 事件：

公司发布 2025 年报，2025 年公司实现营收/归母净利润分别为 200.6/17.9 亿元，分别同比+8.5%/+26.4%；1Q/2Q/3Q/4Q2025 实现营收分别为 49.1/48.9/52.1/50.4 亿元，分别同比+12.9%/+7.2%/+6.5%/+7.8%；1Q/2Q/3Q/4Q 2025 实现归母净利润分别为 5.2/5.0/5.2/2.5 亿元，分别同比+23.5%/+5.4%/+12.0%/+334.4%。2025 年公司拟每股派发现金红利 1.38 元（含税），合计现金分红 11.33 亿元，占归母净利润的 63.3%。

## 点评：

**内贸聚焦战略品类，外贸拓展非美市场，业绩实现稳步提升：**2025 年，分品类看，沙发/床类/集成产品/定制分别实现营收 115.8/34.7/23.1/10.3 亿元，分别同比 +13.4%/+6.6%/-5.0%/+3.9%。分区域看，2025 年内销/外销分别实现营收 99.4/93.3 亿元，分别同比+6.2%/+11.5%，内销中线上业务收入 19.4 亿元，占比 19.5%，外销中线上业务收入 10.7 亿元，占比 11.5%。

分门店看，截至 2025 年末，公司经销/直销门店数量分别为 5875/84 家，相比 2024 年末分别-1/-24 家，其中自有品牌门店合计 4297 家，相比 2024 年末持平。

内贸业务端，公司聚焦功能沙发、床垫、定制柜类等战略品类，以品类专业化对抗多元复杂的市场格局，其中，功能沙发在态势与份额上初步扭转了竞争格局，中高端产品零售占比持续提升，其中赫兹沙发 2025 年零售额突破 3.5 亿元、云舒智能沙发上市 3 个月零售额近 1.5 亿元、3D 系列床垫 2025 年零售额 3.6 亿元，成为拉动线下增长的核心动力；同时线上业务开始试点与线下融合，通过品类驱动的零售运营模式实现稳健增长。外贸业务端，在关税政策波动的市场环境下，公司床垫业务在非美市场实现突破性增长，跨境电商业务实现持续增长。

**计提资产减值+商誉减值，影响 Q4 利润表现：**2025 年，公司毛利率为 32.8%，同比持平；归母净利率 8.9%，同比+1.3pcts。分产品看，沙发/床类/集成产品/定制的毛利率分别为 34.9%/42.9%/29.6%/28.7%，分别同比-0.5/+2.1/+0.2/+0.6pcts；分地区看，内销/外销毛利率分别为 38.4%/25.8%，分别同比+1.3/-1.3pcts。

4Q2025，公司毛利率为 33.9%，同比-1.3pcts；归母净利率 5.0%，同比+3.7pcts。我们认为，4Q2025 公司毛利率小幅降低的主要原因系高毛利率内销业务占比下滑所致。

2025 年，公司的期间费用率为 20.8%，同比-0.3pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.1%/1.9%/1.8%/0.0%，分别同比-0.7/-0.1/+0.3/+0.2pcts。受益于收入规模的扩张，公司销售费用率有所降低；公司加大研发投入，2025 年发明专利申请量达到 46 项，同比增加 20 项，研发费用率有所升高。4Q2025，公司的期间费用率为 25.8%，同比+1.5pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.6%/2.6%/1.1%/0.4%，分别同比-1.8/+1.1/+0.5/+1.7pcts。我们认为，四季度财务费用率的升高主要系人民币升值影响，公司产生了一定的汇兑损失。

此外，2025 年公司针对 ROLF BENZ 计提了资产减值损失 6772 万元，针对纳图兹计提了商誉减值损失 7141 万元，对利润端产生了一定的负面影响。

**内贸深化零售转型+打造“功能智能”第二增长曲线，外贸优化供应链布局+推动品牌出海：**内销端，公司零售转型及战略品类发展均取得显著成效，2025 年底会员注册总数突破 750 万，年度活跃会员近 380 万，仓网覆盖率超过 70%，To C 履约交付效率持续提升，成功构建以用户为中心、数据为驱动、系统为支撑、门店为阵地的可持续零售新生态；展望 2026 年，公司目标仓网覆盖率将提升至 80%，进一步提升公司和终端渠道的运营效率，同时将进一步完善功能智能产业链布局，推动功能铁架、电机电控、软件集成的一体化技术整合和产品落地，构筑“功能智能”第二增长曲线。外销端，公司非美市场拓展成果显著，出口结构持续优化，跨境电商业务实现较快增长，2026 年，公司将进一步优化全球供应链体系，并扩大自有品牌全球覆盖范围，实现海外业务从规模扩张向质量提升的战略转型。

**软体家居龙头企业，维持“买入”评级：**考虑到美伊冲突引发的原材料成本上涨、以及人民币升值导致的汇兑损失影响，我们小幅下调 2026-2027 年归母净利润预测分别至 20.8/23.3 亿元（下调幅度为 8%/8%），并新增 2028 年归母净利润预测为 25.9 亿元，2026-2028 年对应 EPS 分别为 2.53/2.84/3.15 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍，我们认为，在宏观环境不确定性较高的情况下，公司作为行业综合龙头，在战略布局上更具备前瞻视角，规模优势下的抗风险能力更强，目前估值处于历史低位，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观需求不及预期，国际贸易政策波动，市场竞争超预期。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	18,480	20,056	21,809	23,817	26,090
营业收入增长率	-3.81%	8.53%	8.74%	9.21%	9.54%
归母净利润（百万元）	1,417	1,790	2,081	2,332	2,589
归母净利润增长率	-29.38%	26.37%	16.27%	12.03%	11.02%
EPS（元）	1.72	2.18	2.53	2.84	3.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.39%	16.91%	18.04%	18.56%	18.90%
P/E	18	14	12	11	10
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-22

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	18,480	20,056	21,809	23,817	26,090
营业成本	12,433	13,485	14,696	16,006	17,496
折旧和摊销	612	506	577	611	646
税金及附加	136	144	153	167	183
销售费用	3,294	3,437	3,729	4,073	4,461
管理费用	368	372	393	429	470
研发费用	282	369	402	439	481
财务费用	-37	1	71	73	57
投资收益	0	40	40	40	40
营业利润	1,745	2,130	2,491	2,808	3,134
利润总额	1,893	2,272	2,648	2,966	3,291
所得税	445	405	477	534	592
净利润	1,448	1,867	2,171	2,432	2,699
少数股东损益	31	77	90	100	110
归属母公司净利润	1,417	1,790	2,081	2,332	2,589
EPS(元)	1.72	2.18	2.53	2.84	3.15

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,680	2,774	671	2,774	2,979
净利润	1,417	1,790	2,081	2,332	2,589
折旧摊销	612	506	577	611	646
净营运资金增加	-645	-311	2,766	556	673
其他	1,297	790	-4,753	-726	-928
投资活动产生现金流	-2,316	-1,215	694	-685	-660
净资本支出	-1,075	-627	-650	-650	-650
长期投资变化	43	46	0	0	0
其他资产变化	-1,284	-633	1,344	-35	-10
融资活动现金流	-1,466	-2,130	-1,098	-1,828	-1,705
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-281	-742	107	-452	-190
无息负债变化	699	1,472	-1,562	483	506
净现金流	-1,039	-517	266	261	614

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	32.7%	32.8%	32.6%	32.8%	32.9%
EBITDA 率	14.9%	15.0%	14.6%	14.7%	14.7%
EBIT 率	11.3%	12.2%	12.0%	12.1%	12.2%
税前净利润率	10.2%	11.3%	12.1%	12.5%	12.6%
归母净利润率	7.7%	8.9%	9.5%	9.8%	9.9%
ROA	8.3%	9.8%	11.7%	12.3%	12.7%
ROE (摊薄)	14.4%	16.9%	18.0%	18.6%	18.9%
经营性 ROIC	16.4%	21.5%	18.1%	18.9%	19.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	42%	43%	36%	34%	33%
流动比率	1.06	1.18	1.43	1.59	1.73
速动比率	0.74	0.88	1.04	1.16	1.30
归母权益/有息债务	7.15	16.67	15.55	43.40	136.93
有形资产/有息债务	11.49	26.96	23.13	63.15	198.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	17,493	19,031	18,613	19,773	21,329
货币资金	2,550	2,569	2,835	3,096	3,710
交易性金融资产	662	1,361	10	13	15
应收账款	1,477	1,870	2,415	2,638	2,889
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	187	271	327	357	391
存货	2,211	2,268	2,462	2,674	2,915
其他流动资产	229	464	726	1,026	1,365
流动资产合计	7,418	9,100	9,041	10,083	11,584
其他权益工具	146	63	63	63	63
长期股权投资	43	46	46	46	46
固定资产	5,947	5,826	5,785	5,722	5,635
在建工程	442	372	414	446	469
无形资产	942	1,012	1,036	1,065	1,093
商誉	275	363	358	358	358
其他非流动资产	760	688	688	688	688
非流动资产合计	10,074	9,931	9,572	9,689	9,745
总负债	7,405	8,135	6,679	6,710	7,027
短期借款	1,285	558	642	190	0
应付账款	1,776	1,886	2,055	2,239	2,447
应付票据	8	1,504	1,639	1,786	1,952
预收账款	3	10	11	12	13
其他流动负债	167	86	86	86	86
流动负债合计	6,998	7,735	6,330	6,361	6,678
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	138	155	155	155	155
非流动负债合计	408	400	349	349	349
股东权益	10,087	10,896	11,934	13,063	14,302
股本	822	821	821	821	821
公积金	3,744	3,809	3,809	3,809	3,809
未分配利润	5,903	6,538	7,486	8,515	9,644
归属母公司权益	9,845	10,587	11,535	12,564	13,693
少数股东权益	243	309	399	499	609

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	17.82%	17.14%	17.10%	17.10%	17.10%
管理费用率	1.99%	1.86%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用率	-0.20%	0.01%	0.33%	0.31%	0.22%
研发费用率	1.52%	1.84%	1.84%	1.84%	1.84%
所得税率	24%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.38	1.38	1.59	1.78	1.97
每股经营现金流	3.26	3.38	0.82	3.38	3.63
每股净资产	11.98	12.89	14.04	15.29	16.67
每股销售收入	22.48	24.42	26.55	28.99	31.76

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	18	14	12	11	10
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.4	8.2	8.1	7.3	6.6
股息率	4.5%	4.5%	5.2%	5.8%	6.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼