

顾家家居 (603816.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 利润表现优异，H2 收入增长加速可期

业绩简评

8月30日公司发布23年中报，23H1公司营收同比-1.5%至88.8亿元，归母净利润同比+3.7%至9.2亿元。其中2Q公司营收同比+10.0%至49.2亿元，归母净利润/扣非归母净利润分别同比+16.9%/+24.7%至5.2/5.0亿元。整体来看，公司2Q收入符合预期，扣非归母净利润超预期。

经营分析

2Q 内销预计显著改善，外销下滑幅度收窄：分区域看，22年H1公司内销/外销分别同比+2.7%/-5.8%至52.4/34.5亿元，其中2Q内销方面，公司依托大店+定制渠道快速开拓叠加相关产品持续迭代优化，公司2Q内销收入增长预计已超20%，公司“一体两翼”新战略的效果逐步显现。外销方面，海外去库接近尾声，预计2Q公司外销收入下滑幅度略有收窄，剔除玺宝影响后预计已与去年同期持平。分品类看，23H1沙发/床类/定制家具收入分别同比-8.1%/+11.2%/+11.0%至43.3/19.2/3.9亿元，整体来看，预计功能沙发、床垫、定制三大高潜品类仍是公司增长的主要驱动力。

H1 整体毛利率改善明显，定制家具毛利率仍有待改善：公司23H1毛利率同比+2.6pct至31.5%，其中2Q毛利率同比+2.9pct至31.0%，主因原材料成本回落、海外工厂效率提升叠加内销收入占比提升。23H1沙发/床类/集成/定制毛利率分别同比+2.5%/+0.9%/+4.1%/-4.6pct至33.7%/35.3%/27.6%/28.3%，其中定制业务今年或因配合一体化整家战略而以价换量，后续随着规模效应显现，毛利率有望提升。费用率方面，23H1公司销售/管理/研发费用率分别同比+1.1%/+0.4%/-0.3pct至16.1%/2.2%/1.4%。此外公司23H1实现汇兑收益6442.3万元（去年同期为1.1亿元）。

新战略指明内贸发展方向，H2 外贸有望重拾增长：内贸方面，公司已确立“一体两翼、双核发展”的新战略，一体化整家业务持续突破，一方面，制定大店和定制渠道“双百计划”，并且整装渠道加速开拓，另一方面，产品矩阵越发完善，加速匹配整家发展。整体来看，内贸后续增长路径越发清晰。外贸方面，依托工厂布局优势叠加跨境电商业务加速开拓，公司外贸业务在海外去库接近尾声的情况下，H2有望重拾优异增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年EPS分别为2.55/2.97/3.46元，当前股价对应PE为17/14/12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。

轻工组

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

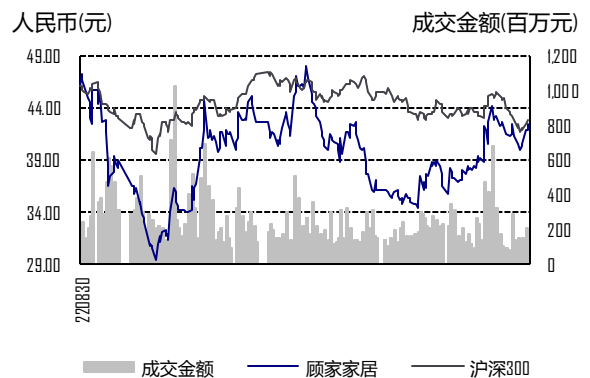
分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：42.40 元

相关报告：

1. 《3Q 外销业务承压，利润逐步兑现-顾家家居三季报点评》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,342	18,010	20,429	23,733	27,635
营业收入增长率	44.81%	-1.81%	13.43%	16.17%	16.44%
归母净利润(百万元)	1,664	1,812	2,097	2,439	2,840
归母净利润增长率	96.87%	8.87%	15.74%	16.29%	16.46%
摊薄每股收益(元)	2.633	2.205	2.552	2.968	3.456
每股经营性现金流净额	2.93	2.60	3.20	3.58	3.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.76%	20.40%	21.90%	22.09%	22.29%
P/E	29.31	19.37	16.62	14.29	12.27
P/B	6.08	3.95	3.64	3.16	2.73

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	12,666	18,342	18,010	20,429	23,733	27,635
增长率		44.8%	-1.8%	13.4%	16.2%	16.4%
主营业务成本	-8,206	-13,048	-12,457	-14,029	-16,237	-18,829
%销售收入	64.8%	71.1%	69.2%	68.7%	68.4%	68.1%
毛利	4,459	5,294	5,553	6,401	7,497	8,806
%销售收入	35.2%	28.9%	30.8%	31.3%	31.6%	31.9%
营业税金及附加	-67	-105	-100	-145	-169	-196
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-2,494	-2,703	-2,952	-3,248	-3,691	-4,292
%销售收入	19.7%	14.7%	16.4%	15.9%	15.6%	15.5%
管理费用	-297	-328	-362	-409	-475	-580
%销售收入	2.3%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
研发费用	-207	-302	-301	-347	-399	-462
%销售收入	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,395	1,856	1,838	2,251	2,764	3,276
%销售收入	11.0%	10.1%	10.2%	11.0%	11.6%	11.9%
财务费用	-132	-72	124	124	23	48
%销售收入	1.0%	0.4%	-0.7%	-0.6%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	-3	0	0	0
投资收益	192	87	47	70	70	50
%税前利润	16.1%	4.2%	2.1%	2.6%	2.3%	1.4%
营业利润	1,036	1,868	2,052	2,505	2,927	3,444
营业利润率	8.2%	10.2%	11.4%	12.3%	12.3%	12.5%
营业外收支	159	200	244	160	165	150
税前利润	1,195	2,068	2,296	2,665	3,092	3,594
利润率	9.4%	11.3%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
所得税	-328	-367	-449	-533	-618	-719
所得税率	27.5%	17.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	867	1,701	1,848	2,132	2,474	2,875
少数股东损益	21	36	36	35	35	35
归属于母公司的净利润	845	1,664	1,812	2,097	2,439	2,840
净利率	6.7%	9.1%	10.1%	10.3%	10.3%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	867	1,701	1,848	2,132	2,474	2,875
少数股东损益	21	36	36	35	35	35
非现金支出	253	302	412	445	477	510
非经营收益	-95	-41	-130	-166	-144	-137
营运资金变动	646	-110	8	222	140	-30
经营活动现金净流	1,670	1,852	2,138	2,633	2,946	3,219
资本开支	-1,075	-1,662	-1,457	-827	-765	-780
投资	73	236	62	-500	200	-100
其他	-442	349	547	70	70	50
投资活动现金净流	-1,444	-1,077	-848	-1,257	-495	-830
股权募资	1	2	6	-564	0	0
债权募资	-353	135	779	14	-700	-126
其他	-1,104	-121	-1,118	-954	-1,066	-1,199
筹资活动现金净流	-1,456	16	-333	-1,504	-1,766	-1,325
现金净流量	-1,231	791	956	-128	686	1,064

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,241	3,198	4,398	4,207	4,860	5,901
应收款项	1,221	1,843	1,474	1,674	1,951	2,271
存货	1,871	2,441	1,883	2,306	2,669	3,044
其他流动资产	1,027	959	612	897	728	849
流动资产	6,360	8,441	8,368	9,083	10,208	12,065
%总资产	48.8%	53.0%	52.0%	52.6%	54.2%	57.1%
长期投资	2,105	858	419	419	419	419
固定资产	3,060	4,205	5,071	5,491	5,883	6,249
%总资产	23.5%	26.4%	31.5%	31.8%	31.2%	29.6%
无形资产	1,261	1,298	1,327	1,438	1,519	1,593
非流动资产	6,678	7,498	7,738	8,185	8,638	9,058
%总资产	51.2%	47.0%	48.0%	47.4%	45.8%	42.9%
资产总计	13,038	15,939	16,106	17,268	18,846	21,123
短期借款	333	1,073	1,652	1,738	1,038	912
应付款项	2,237	2,405	2,537	2,725	3,107	3,553
其他流动负债	2,835	3,530	2,430	2,877	3,307	3,547
流动负债	5,405	7,008	6,619	7,340	7,452	8,013
长期贷款	400	0	8	8	8	8
其他长期负债	129	528	405	118	85	62
负债	5,934	7,536	7,032	7,465	7,545	8,083
普通股股东权益	6,740	8,019	8,881	9,575	11,039	12,743
其中：股本	632	632	822	822	822	822
未分配利润	2,689	3,775	4,644	5,902	7,366	9,070
少数股东权益	364	384	192	227	262	297
负债股东权益合计	13,038	15,939	16,106	17,268	18,846	21,123

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.337	2.633	2.205	2.552	2.968	3.456
每股净资产	10.657	12.683	10.806	11.651	13.431	15.505
每股经营现金净流	2.641	2.929	2.601	3.203	3.585	3.917
每股股利	1.000	1.170	0.820	1.021	1.187	1.382
回报率						
净资产收益率	12.54%	20.76%	20.40%	21.90%	22.09%	22.29%
总资产收益率	6.48%	10.44%	11.25%	12.15%	12.94%	13.45%
投入资本收益率	12.76%	16.03%	13.72%	15.60%	17.91%	18.77%
增长率						
主营业务收入增长率	14.17%	44.81%	-1.81%	13.43%	16.17%	16.44%
EBIT 增长率	13.86%	33.08%	-0.94%	22.47%	22.78%	18.52%
净利润增长率	-27.19%	96.87%	8.87%	15.74%	16.29%	16.46%
总资产增长率	6.35%	22.25%	1.05%	7.22%	9.14%	12.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.5	27.9	27.7	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	69.8	60.3	63.4	60.0	60.0	59.0
应付账款周转天数	61.6	48.7	58.0	55.0	54.0	53.0
固定资产周转天数	77.5	63.8	82.6	71.4	59.8	49.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.98%	-31.62%	-31.26%	-26.11%	-34.62%	-38.95%
EBIT 利息保障倍数	10.6	25.8	-14.8	-18.2	-118.8	-68.0
资产负债率	45.52%	47.28%	43.66%	43.23%	40.04%	38.27%

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

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	2021-08-31	买入	69.46	N/A
2	2021-10-28	买入	61.15	N/A
3	2021-12-15	买入	69.96	N/A
4	2022-01-14	买入	71.85	N/A
5	2022-04-22	买入	58.06	N/A
6	2022-08-16	买入	44.08	N/A
7	2022-10-28	买入	31.57	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 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
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806