

顾家家居 (603816.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 70.47元

市场数据(人民币)

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 6.32 |
| 已上市流通A股(亿股) | 6.31 |
| 总市值(亿元) | 445.55 |
| 年内股价最高最低(元) | 88.55/58.47 |
| 沪深300指数 | 4894 |
| 上证指数 | 3485 |



相关报告

- 1.《员工持股计划彰显信心, 软体龙头加速发力-顾家家居公司点评》, 2021.6.15
- 2.《轻装上阵, 成长路径越发清晰-顾家家居年报&一季报点评》, 2021.4.30
- 3.《景气度持续提升, 软体龙头加速前行-顾家家居三季报点评》, 2020.10.28
- 4.《无畏风浪, 主动求变, 软体龙头再出发-顾家家居首次覆盖报告》, 2020.9.20

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

Q2 延续强劲增长, 看好下半年利润弹性

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,094 | 12,666 | 17,219 | 20,887 | 25,513 |
| 营业收入增长率 | 20.95% | 14.17% | 35.95% | 21.30% | 22.15% |
| 归母净利润(百万元) | 1,161 | 845 | 1,714 | 2,095 | 2,608 |
| 归母净利润增长率 | 17.37% | -27.19% | 102.72% | 22.26% | 24.46% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.929 | 1.337 | 2.711 | 3.314 | 4.125 |
| 每股经营性现金流净额 | 3.49 | 1.85 | 3.09 | 4.42 | 5.32 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 19.66% | 12.54% | 22.06% | 23.21% | 24.62% |
| P/E | 23.70 | 52.74 | 26.00 | 21.26 | 17.08 |
| P/B | 4.66 | 6.62 | 5.73 | 4.94 | 4.21 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 8月18日公司发布2021半年度业绩快报, 2021H1公司实现营收80.2亿元, 同比+64.9%, 实现归母净利润7.7亿元, 同比+34.2%, 扣非归母净利润同比+44.7%至6.7亿元。其中公司Q2营收同比+64.5%至42.3亿元, 归母净利润同比+43.9%至3.9亿元。上半年公司在以主动进攻为主基调的背景下, 内外销共同发力, 整体业绩符合我们预期, 但超市场预期。

经营分析

- **Q2 内销延续强势, 外销增长加速:** 公司上半年整体取得优异增长, 我们认为主要由于在国内行业格局优化以及海外需求较好的情况下, 内外销共同发力, 预计2021H1公司内销收入增长超60%, 外销增长约80%。其中公司Q2整体取得64.5%增长, 依然延续一季度强劲增长态势, 预计一方面内销延续一季度较快增长态势, 另外一方面在相对低基数以及海运压力有所缓解的情况下, Q2外销预计取得翻倍以上增长, 环比Q1增长提速。
- **外部因素致使净利率短期承压, 下半年有望回升:** 公司2021H1净利率同比-2.2pct至9.6%, 其中Q2净利率同比-1.3pct至9.2%, 我们认为一方面受恒大分红时间确认影响, 另外一方面预计公司上半年整体外销收入增长快于内销增长, 收入结构变化叠加原材料涨价使公司毛利率短期有所承压, 但我们认为大部分均为短期外部因素, 预计随着下半年原材料价格边际下降, 公司整体盈利能力有望显著回升, 下半年内外销盈利弹性可期。
- **内销增长路径清晰, 海外需求延续景气, 外销贡献可期:** 内销方面, 公司除主打中高端的顾家主品牌外, 现已逐渐依托纳图兹、乐至宝发力高端, 天禧发力中低端, 品牌矩阵的丰富带来更全价位段覆盖优势, 将为公司进一步抢占份额打下坚实基础。并且公司定制家具板块近年来稳步推进, 2020年正式发布软体和定制设计系统的一体化拉通1.0, 提升设计全链路效率, 前后端优化明显, 定制业务有望打开公司第二增长曲线的同时将发挥引流优势更好驱动原有主业的持续发展。并且公司前瞻布局区域零售中心, 这将更大程度发挥多品牌+多品类的布局优势, 为公司长远增长打下坚实基础。外销方面, 美国成屋/新屋销售上半年累计同比+22.9%/+15.1%, 并且房屋空置率已达历史最低位, 整体地产景气度依然较高, 家居需求依然旺盛, 随着原材料价格下行以及海外工厂效率提升, 公司外销收入与利润贡献均可期。

投资建议

- 我们预计2021-2023年EPS分别为2.7、3.3元、4.1元, 当前股价对应2021-2023年PE分别为26x/21x/17x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 国内外疫情反复; 原材料价格大幅提升; 海外工厂效率低于预期。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 9,172 | 11,094 | 12,666 | 17,219 | 20,887 | 25,513 | 货币资金 | 1,592 | 2,958 | 2,241 | 3,547 | 4,658 | 5,908 |
| 增长率 | 20.9% | 14.2% | 35.9% | 21.3% | 22.1% | | 应收款项 | 1,077 | 1,158 | 1,221 | 1,745 | 2,089 | 2,551 |
| 主营业务成本 | -5,836 | -7,226 | -8,206 | -11,192 | -13,527 | -16,482 | 存货 | 1,162 | 1,266 | 1,871 | 1,993 | 2,409 | 2,935 |
| %销售收入 | 63.6% | 65.1% | 64.8% | 65.0% | 64.8% | 64.6% | 其他流动资产 | 1,112 | 731 | 1,027 | 1,093 | 1,173 | 1,247 |
| 毛利 | 3,336 | 3,867 | 4,459 | 6,027 | 7,360 | 9,031 | 流动资产 | 4,943 | 6,113 | 6,360 | 8,378 | 10,329 | 12,641 |
| %销售收入 | 36.4% | 34.9% | 35.2% | 35.0% | 35.2% | 35.4% | %总资产 | 47.1% | 49.9% | 48.8% | 54.5% | 58.1% | 61.9% |
| 营业税金及附加 | -82 | -79 | -67 | -122 | -148 | -181 | 长期投资 | 2,024 | 2,004 | 2,105 | 1,742 | 1,742 | 1,742 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.7% | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 1,821 | 2,296 | 3,060 | 3,445 | 3,831 | 4,113 |
| 销售费用 | -1,789 | -2,073 | -2,494 | -3,186 | -3,843 | -4,694 | %总资产 | 17.3% | 18.7% | 23.5% | 22.4% | 21.6% | 20.1% |
| %销售收入 | 19.5% | 18.7% | 19.7% | 18.5% | 18.4% | 18.4% | 无形资产 | 1,629 | 1,728 | 1,261 | 1,365 | 1,442 | 1,513 |
| 管理费用 | -244 | -292 | -297 | -465 | -543 | -663 | 非流动资产 | 5,557 | 6,147 | 6,678 | 6,996 | 7,445 | 7,784 |
| %销售收入 | 2.7% | 2.6% | 2.3% | 2.7% | 2.6% | 2.6% | %总资产 | 52.9% | 50.1% | 51.2% | 45.5% | 41.9% | 38.1% |
| 研发费用 | -137 | -198 | -207 | -323 | -397 | -459 | 资产总计 | 10,500 | 12,260 | 13,038 | 15,374 | 17,773 | 20,425 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.8% | 1.6% | 1.9% | 1.9% | 1.8% | 短期借款 | 172 | 613 | 333 | 1,208 | 1,151 | 785 |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,085 | 1,225 | 1,395 | 1,932 | 2,429 | 3,033 | 应付款项 | 1,981 | 1,953 | 2,237 | 2,997 | 3,621 | 4,395 |
| %销售收入 | 11.8% | 11.0% | 11.0% | 11.2% | 11.6% | 11.9% | 其他流动负债 | 1,441 | 1,932 | 2,835 | 2,607 | 3,161 | 3,788 |
| 财务费用 | -25 | -104 | -132 | -2 | -3 | 47 | 流动负债 | 3,594 | 4,498 | 5,405 | 6,812 | 7,934 | 8,969 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.9% | 1.0% | 0.0% | 0.0% | -0.2% | 长期贷款 | 1,067 | 474 | 400 | 100 | 100 | 100 |
| 资产减值损失 | -17 | 15 | 510 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 828 | 987 | 129 | 255 | 185 | 134 |
| 公允价值变动收益 | -1 | 18 | 5 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 5,489 | 5,959 | 5,934 | 7,167 | 8,219 | 9,204 |
| 投资收益 | 106 | 140 | 192 | 80 | 80 | 80 | 普通股股东权益 | 4,678 | 5,906 | 6,740 | 7,770 | 9,027 | 10,592 |
| %税前利润 | 8.0% | 9.2% | 16.1% | 3.6% | 2.9% | 2.4% | 其中：股本 | 430 | 602 | 632 | 632 | 632 | 632 |
| 营业利润 | 1,158 | 1,292 | 1,036 | 2,070 | 2,565 | 3,221 | 未分配利润 | 1,843 | 2,512 | 2,689 | 3,717 | 4,974 | 6,539 |
| %销售率 | 12.6% | 11.6% | 8.2% | 12.0% | 12.3% | 12.6% | 少数股东权益 | 333 | 394 | 364 | 437 | 527 | 629 |
| 营业外收支 | 160 | 230 | 159 | 160 | 160 | 160 | 负债股东权益合计 | 10,500 | 12,260 | 13,038 | 15,374 | 17,773 | 20,425 |
| 税前利润 | 1,318 | 1,522 | 1,195 | 2,230 | 2,725 | 3,381 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 14.4% | 13.7% | 9.4% | 12.9% | 13.0% | 13.3% | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -312 | -302 | -328 | -442 | -540 | -670 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 23.7% | 19.8% | 27.5% | 19.8% | 19.8% | 19.8% | 每股收益 | 2.300 | 1.929 | 1.337 | 2.711 | 3.314 | 4.125 |
| 净利润 | 1,007 | 1,220 | 867 | 1,787 | 2,185 | 2,710 | 每股净资产 | 10.872 | 9.814 | 10.657 | 12.289 | 14.278 | 16.753 |
| 少数股东损益 | 17 | 59 | 21 | 74 | 89 | 102 | 每股经营现金净流 | 2.347 | 3.492 | 1.846 | 3.088 | 4.419 | 5.316 |
| 归属于母公司的净利润 | 989 | 1,161 | 845 | 1,714 | 2,095 | 2,608 | 每股股利 | 1.000 | 1.170 | 0.820 | 1.084 | 1.326 | 1.650 |
| 净利率 | 10.8% | 10.5% | 6.7% | 10.0% | 10.0% | 10.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 21.15% | 19.66% | 12.54% | 22.06% | 23.21% | 24.62% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 9.42% | 9.47% | 6.48% | 11.15% | 11.79% | 12.77% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 11.72% | 11.76% | 12.76% | 16.27% | 18.02% | 20.09% |
| 净利润 | 1,007 | 1,220 | 867 | 1,787 | 2,185 | 2,710 | 增长 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 17 | 59 | 21 | 74 | 89 | 102 | 主营业务收入增长率 | 37.61% | 20.95% | 14.17% | 35.95% | 21.30% | 22.15% |
| 非现金支出 | 160 | 199 | -250 | 317 | 381 | 441 | EBIT增长率 | 33.03% | 12.90% | 13.86% | 38.51% | 25.72% | 24.90% |
| 非经营收益 | -75 | 33 | -95 | -221 | -162 | -178 | 净利润增长率 | 20.29% | 17.37% | -27.19% | 102.72% | 22.26% | 24.46% |
| 营运资金变动 | -82 | 648 | 646 | 69 | 390 | 388 | 总资产增长率 | 60.04% | 16.76% | 6.35% | 17.92% | 15.60% | 14.92% |
| 经营活动现金净流 | 1,010 | 2,101 | 1,168 | 1,953 | 2,794 | 3,361 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -716 | -756 | -1,075 | -592 | -670 | -620 | 应收账款周转天数 | 27.1 | 32.0 | 30.5 | 33.0 | 32.0 | 32.0 |
| 投资 | -2,339 | 484 | 73 | 113 | -50 | -50 | 存货周转天数 | 63.8 | 61.3 | 69.8 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 其他 | 1,070 | 577 | -442 | 80 | 80 | 80 | 应付账款周转天数 | 45.3 | 55.0 | 61.6 | 56.0 | 56.0 | 56.0 |
| 投资活动现金净流 | -1,985 | 305 | -1,444 | -399 | -640 | -590 | 固定资产周转天数 | 58.0 | 61.0 | 77.5 | 62.0 | 56.1 | 49.3 |
| 股权募资 | 400 | 4 | 1 | 2 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 1,919 | -146 | -353 | 538 | -57 | -366 | 净负债/股东权益 | 4.98% | -24.23% | -31.98% | -37.20% | -44.71% | -52.91% |
| 其他 | -692 | -904 | -1,104 | -748 | -917 | -1,105 | EBIT利息保障倍数 | 42.9 | 11.7 | 10.6 | 901.7 | 701.4 | -64.0 |
| 筹资活动现金净流 | 1,627 | -1,046 | -1,456 | -207 | -973 | -1,471 | 资产负债率 | 52.28% | 48.61% | 45.52% | 46.62% | 46.25% | 45.06% |
| 现金净流量 | 652 | 1,360 | -1,733 | 1,346 | 1,181 | 1,301 | | | | | | | |

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 | 2 | 15 | 28 | 52 | 94 |
| 增持 | 0 | 3 | 3 | 7 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.17 | 1.10 | 1.12 | 1.00 |

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2020-09-20 | 买入 | 62.71 | 72.80 ~ 72.80 |
| 2 | 2020-10-28 | 买入 | 64.01 | N/A |
| 3 | 2021-04-30 | 买入 | 79.16 | N/A |
| 4 | 2021-06-15 | 买入 | 77.41 | 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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402