

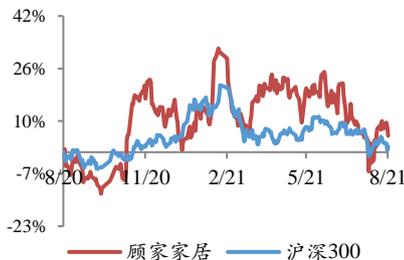
Q2 符合预期，渠道变革深化，高潜品类高增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-18

收盘价（元）	70.47
近 12 个月最高/最低（元）	88.55/58.47
总股本（百万股）	632
流通股本（百万股）	631
流通股比例（%）	99.78
总市值（亿元）	446
流通市值（亿元）	445

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1.2020 主营稳健内生向好，大家居融合持续推进 2021-04-30

2.软体龙头主动求变，先进管理助力大家居战略 2020-12-04

主要观点：

- 事件：顾家家居发布 2021 年中报业绩快报，表现符合预期。

公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营业收入 80.16 亿元，同比增长 64.89%；实现归母净利润 7.72 亿元，同比增长 34.15%；实现扣非归母净利润 6.66 亿元，同比增长 44.71%，表现符合预期。其中，公司 21Q2 实现营业收入 42 亿元，同比增长 64%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 44%；实现扣非归母净利润 3.48 亿元，同比增长 38%。2021 年上半年公司把握国内疫情控制及相关供应链齐全的优势，抓住行业结构性机会，实现规模和产品领先的竞争优势。同时，公司严格预算控制，持续推动费用管控，持续提升公司利润水平。

- “1+N+X”构筑渠道势能，估计内销业务表现亮眼且好于整体。

公司组建培育了强大的境内销售团队和专业拓展团队，建立“1+N+X”的渠道发展模式，促进品类融合，提升客单值。2021 年在店态方面主推“软体+定制融合”，加快势能店、融合大店布局，全面推进客卧 1:1、顾家功能核心商场全面覆盖。顾家自 2018 年开启渠道变革，对内销业务的推动帮扶以及向零售转型有深远意义。公司目前已形成多个区域零售中心，以实现营销职能和渠道管理职能的前置，强化终端渠道资源的协同作用。渠道效率方面，公司持续推动渠道信息化建设，积极探索完善用户型、数字型、全屋型新零售的商业模式。目前门店信息化系统已实现全覆盖。此外，公司在管理上也更精细化，成本项目更清晰，门店开业周期缩短。

品类方面，公司今年在战略上重视定制、功能、床垫三大高潜品类的发展，确保三大品类高增长。预计未来床垫和定制两个品类的收入占比有望持续提升。同时，公司通过持续的新材料、新结构、新工艺等方面的创新研究，从而不断地提高产品竞争力。

我们估计公司 Q2 内销业务的收入利润增速超整体增长水平，内销业务中期品类市占率的提升和长期大家居融合的愿景可期。

- 完善海外产能布局，外销业务未来有望贡献利润弹性。

截至 2020 年，公司境内/境外收入分别为 76.49/46.53 亿元，同比增长 25.5%/0.98%，分别占收入的 60.4%/36.7%；境内/境外毛利率分别为 40.11%/24.2%。我们估计目前内销业务贡献公司大部分利润。

公司上半年外销业务在核心品类上表现出显著增长，打开了品类的增长势能，贡献了收入弹性。但我们估计海运费用高企、原材料成本较高以及汇率波动等原因对外销业务的利润端仍有压力，且公司前期收购项目

有待持续整合。

顾家上半年的海外市场工作主要围绕推动外贸价值链系统和外贸价值链系统变革,加快推动海外基地建设,进一步坚持与完善“经营本土化”为核心铁三角组织建设,以及数字化营销、CRM 系统建设。展望未来,原材料成本端的压力和运输成本的压力有望得到缓解,且公司的海外产能布局持续推进,其外销业务有望贡献利润弹性。

● **股权激励落地,彰显公司未来发展信心。**

公司 2021 年 7 月 30 日发布公告,2021 年员工持股计划公司已完成股票购买,股权激励计划正式落地。本次激励计划参与者为公司高管及核心人员共 25 人,其中核心高管总裁带头增持,管理层参与员工持股计划规模达 6.76 亿元,充分彰显了对公司未来持续发展的信心。

● **投资建议**

上调盈利预测。预计公司 2021-2023 年分别实现营收 163.44/204.19/255.65 亿元,实现归母净利润 16.98/21.96/28.03 亿元。2021 年 8 月 18 日收盘价 70.47 元对应 PE 为 26.24X/20.29X/15.90X。顾家的软体家居龙头地位稳固,经过 2019 年对外延资产的整合以及内销渠道的变革,主营业务重回上升轨道,2020 年商誉减值后整体经营轻装上阵。2021 年上半年表现符合预期,内销表现靓丽,维持“买入”评级。

● **风险提示**

家居内外销复苏不达预期;渠道下沉不达预期;新品类扩张不达预期;零售转型效果不达预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12666	16344	20419	25565
收入同比 (%)	14.2%	29.0%	24.9%	25.2%
归属母公司净利润	845	1698	2196	2803
净利润同比 (%)	-27.2%	100.8%	29.3%	27.6%
毛利率 (%)	35.2%	35.5%	36.1%	36.7%
ROE (%)	12.5%	207.3%	93.2%	64.3%
每股收益 (元)	1.39	2.69	3.47	4.43
P/E	52.70	26.24	20.29	15.90
P/B	6.61	54.40	18.92	10.22
EV/EBITDA	26.14	20.29	15.05	11.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6360	5077	6194	7485	营业收入	12666	16344	20419	25565
现金	2241	100	100	100	营业成本	8206	10543	13043	16192
应收账款	1108	1450	1803	2261	营业税金及附加	67	97	117	148
其他应收款	112	168	200	254	销售费用	2494	3089	3839	4781
预付账款	89	103	132	161	管理费用	297	441	551	703
存货	1871	2218	2821	3471	财务费用	132	86	146	68
其他流动资产	939	1038	1138	1238	资产减值损失	-502	-13	-14	-14
非流动资产	6678	7065	7451	7837	公允价值变动收益	-5	-25	-30	-35
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	192	196	245	256
固定资产	2691	3141	3591	4041	营业利润	1036	2091	2707	3439
无形资产	733	715	696	677	营业外收入	175	350	470	600
其他非流动资产	3237	3192	3147	3102	营业外支出	17	20	55	50
资产总计	13038	12143	13645	15323	利润总额	1195	2421	3122	3989
流动负债	5405	10423	10372	10008	所得税	328	666	859	1097
短期借款	233	3913	2369	153	净利润	867	1755	2264	2892
应付账款	1489	1898	2354	2920	少数股东损益	21	57	67	89
其他流动负债	3683	4612	5648	6935	归属母公司净利润	845	1698	2196	2803
非流动负债	529	479	429	379	EBITDA	1648	2060	2671	3410
长期借款	400	350	300	250	EPS (元)	1.39	2.69	3.47	4.43
其他非流动负债	129	129	129	129					
负债合计	5934	10903	10801	10387					
少数股东权益	364	421	488	577	主要财务比率				
股本	632	532	532	532	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	3424	-3476	-3476	-3476	成长能力				
留存收益	2683	3762	5299	7302	营业收入	14.2%	29.0%	24.9%	25.2%
归属母公司股东权益	6740	819	2355	4358	营业利润	-19.8%	101.8%	29.5%	27.0%
负债和股东权益	13038	12143	13645	15323	归属于母公司净利	-27.2%	100.8%	29.3%	27.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	35.2%	35.5%	36.1%	36.7%
					净利率 (%)	6.7%	10.4%	10.8%	11.0%
					ROE (%)	12.5%	207.3%	93.2%	64.3%
					ROIC (%)	12.9%	24.3%	32.2%	43.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	45.5%	89.8%	79.2%	67.8%
					净负债比率 (%)	83.5%	879.3%	379.8%	210.5%
					流动比率	1.18	0.49	0.60	0.75
					速动比率	0.81	0.26	0.31	0.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	1.35	1.50	1.67
					应收账款周转率	11.43	11.27	11.32	11.31
					应付账款周转率	5.51	5.56	5.54	5.55
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.39	2.69	3.47	4.43
					每股经营现金流薄)	3.45	3.30	3.78	4.71
					每股净资产	10.66	1.30	3.73	6.89
					估值比率				
					P/E	52.70	26.24	20.29	15.90
					P/B	6.61	54.40	18.92	10.22
					EV/EBITDA	26.14	20.29	15.05	11.12

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和个护板块。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。