

公司研究

业绩超预期，成长逻辑逐步兑现

——顾家家居（603816.SH）2021年中期业绩快报点评

要点

事件：公司 2021H1 实现收入 80.2 亿元，同比增长 65%，归母净利润 7.7 亿元，同比增长 34%（剔除恒大分红影响同比增长约 50%）；21Q2 收入 42.4 亿元，同比增长 65%，归母净利润 3.9 亿元，同比增长 43%，自 2020Q2 开始维持快速增长态势，符合我们的判断。同时，我们需要考虑公司在 20H1 没有因为疫情而出现利润下滑，穿越周期，表现亮眼，超出市场预期。

点评：

内外销同步发力，核心品类发力实现快速增长：顾家家居 2021H1 收入增长速度超出市场预期，我们推断内外销增速都比较快。外销部分，根据海关总署的数据，家居出口交货值 2021H1 维持 20% 以上的增长态势（对比 20H2 增速约 6% 进一步加速），作为龙头，我们推断顾家的表现大幅好于平均值。内销部分，我们推断公司几大核心品类中，床及床垫、功能沙发和定制家居的内销表现好于公司平均，休闲沙发和集成产品维持 2020 年的稳健增长的态势。

盈利能力略承压，或与内外销结构及收购业务有关。2021H1 净利率 9.6%，同比下滑 3pct（剔除 21Q1 恒大分红影响仅下滑 1pct），21Q2 净利率 9.1%，同比下滑 2pct，我们推断与所收购业务盈利表现较差以及 Q2 外销增长快于内销带来短暂的盈利压力（外销盈利相对较低）。随着内外销发展回归正常，我们推断 21Q3 盈利能力恢复 20 年同期水平。

全品类蓝图初显，大家居之路可期：公司近年在布局了床垫和功能沙发后，于 2021 年中进一步提出要开始加快定制品类的拓展速度，计划 2022 年突破 1000 家全屋定制门店。此后，公司可通过独立店及多品类融合店的多种业态满足消费者各式需求，大家居之路可期。

盈利预测、估值与评级：公司通过推动区域零售中心等商业模式调整以及全价值链多环节职能分离的组织调整，正式确立 3~5 年的上升发展期。短期来看，公司 816 周年庆进展良好，对下半年业绩有较强支撑。我们建议自下而上关注公司能力改善带来的发展，维持 21-23 归母净利润年盈利预测 16.8/21.1/25.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：供应链管理进展不佳，定制家居发展不及预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.47%	26.90%	22.30%
净利润（百万元）	1,161	845	1,684	2,110	2,555
净利润增长率	17.37%	-27.19%	99.21%	25.26%	21.13%
EPS（元）	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.66%	12.54%	21.92%	24.46%	26.81%
P/E	37	53	26	21	17
P/B	7.2	6.6	5.8	5.2	4.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-17

买入（维持）

当前价：70.47 元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

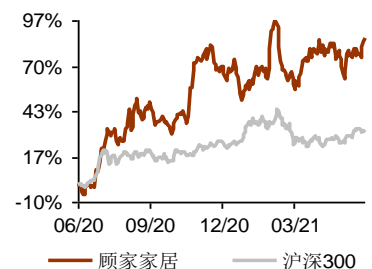
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.32
总市值(亿元):	445.55
一年最低/最高(元):	58.61/91.20
近 3 月换手率:	28.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.23	2.60	-4.75
绝对	-3.05	-3.05	-3.05

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业成本	7,226	8,206	10,235	13,008	15,909
折旧和摊销	166	210	142	166	191
税金及附加	79	67	84	107	131
销售费用	2,073	2,494	2,956	3,670	4,440
管理费用	292	297	366	464	567
研发费用	198	207	272	337	417
财务费用	104	132	37	80	113
投资收益	140	192	166	179	173
营业利润	1,292	1,036	2,196	2,801	3,407
利润总额	1,522	1,195	2,391	2,978	3,592
所得税	302	328	657	818	987
净利润	1,220	867	1,734	2,160	2,605
少数股东损益	59	21	50	50	50
归属母公司净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
EPS(按最新股本计)	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,124	2,180	832	1,516	3,002
净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
折旧摊销	166	210	142	166	191
净营运资金增加	-495	-102	1,721	1,778	859
其他	1,292	1,227	-2,715	-2,537	-603
投资活动产生现金流	305	-1,444	583	-546	-427
净资本支出	-756	-1,075	-500	-500	-500
长期投资变化	239	18	0	0	0
其他资产变化	822	-387	1,083	-46	73
融资活动现金流	-1,046	-1,364	317	98	-1,450
股本变化	172	31	0	0	0
债务净变化	-93	-1,191	1,093	1,346	312
无息负债变化	563	1,166	-444	292	1,297
净现金流	1,383	-720	1,732	1,069	1,124

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.9%	35.2%	35.6%	35.5%	35.5%
EBITDA 率	13.3%	17.7%	14.0%	14.3%	14.4%
EBIT 率	11.4%	15.7%	13.1%	13.5%	13.7%
税前净利润率	13.7%	9.4%	15.0%	14.8%	14.6%
归母净利润率	10.5%	6.7%	10.6%	10.5%	10.4%
ROA	10.0%	6.6%	11.8%	12.5%	13.1%
ROE (摊薄)	19.7%	12.5%	21.9%	24.5%	26.8%
经营性 ROIC	18.3%	24.4%	19.0%	19.5%	21.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	46%	45%	47%	49%
流动比率	1.36	1.18	1.32	1.33	1.35
速动比率	1.08	0.83	0.98	1.00	1.00
归母权益/有息债务	3.07	9.19	4.21	2.72	2.74
有形资产/有息债务	5.42	15.84	7.27	5.02	5.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,260	13,038	14,681	17,311	19,876
货币资金	2,958	2,241	3,973	5,042	6,166
交易性金融资产	493	765	200	400	500
应收帐款	1,012	1,108	1,513	1,921	2,349
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	146	112	0	0	0
存货	1,266	1,871	2,043	2,602	3,182
其他流动资产	183	173	173	173	173
流动资产合计	6,113	6,360	7,997	10,267	12,523
其他权益工具	1,766	1,735	1,735	1,735	1,735
长期股权投资	239	18	18	18	18
固定资产	1,854	1,854	2,100	2,341	2,571
在建工程	442	442	519	577	620
无形资产	755	733	719	704	690
商誉	827	343	343	343	343
其他非流动资产	11	862	862	862	862
非流动资产合计	6,147	6,678	6,684	7,044	7,353
总负债	5,959	5,934	6,583	8,221	9,830
短期借款	287	233	1,326	2,672	2,985
应付账款	1,280	1,489	1,835	2,346	2,861
应付票据	29	54	67	86	105
预收账款	1,492	0	1,069	678	1,244
其他流动负债	0	210	210	210	210
流动负债合计	4,498	5,405	6,054	7,692	9,301
长期借款	474	400	400	400	400
应付债券	837	0	0	0	0
其他非流动负债	21	129	129	129	129
非流动负债合计	1,462	529	529	529	529
股东权益	6,301	7,104	8,098	9,090	10,046
股本	602	632	632	632	632
公积金	2,596	3,815	3,815	3,815	3,815
未分配利润	2,512	2,689	3,633	4,575	5,481
归属母公司权益	5,906	6,740	7,684	8,626	9,532
少数股东权益	394	364	414	464	514

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.69%	19.69%	18.60%	18.20%	18.00%
管理费用率	2.63%	2.34%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.94%	1.04%	0.23%	0.39%	0.46%
研发费用率	1.78%	1.63%	1.71%	1.67%	1.69%
所得税率	20%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	1.17	1.85	2.61	2.96
每股经营现金流	3.53	3.45	1.32	2.40	4.75
每股净资产	9.81	10.66	12.15	13.64	15.07
每股销售收入	18.43	20.03	25.13	31.89	39.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	37	53	26	21	17
PB	7.2	6.6	5.8	5.2	4.7
EV/EBITDA	30.9	21.1	21.1	16.7	13.6
股息率	1.4%	1.7%	2.6%	3.7%	4.2%

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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE