

顾家家居 (603816)

证券研究报告

2021年08月31日

上半年内外销增速靓丽，头部品牌多元品类持续领跑

Q2 收入超预期，龙头优势凸显。公司发布 21 半年报，21H1 实现营业收入 80.16 亿元，同比+64.89%，较 19H1+59.99%；其中 Q1/Q2 分别实现收入 37.82/42.34 亿元，同比分别+65.32%/+64.52%，较 19 同期分别+53.75%/+66.01%。Q2 在基数上行的背景下收入取得高增长，龙头优势凸显。21H1 实现归母净利润 7.72 亿元，同比+34.15%，较 19H1+38.26%；其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 3.85/3.87 亿元，同比分别+25.58%/+43.91%，较 19 同期分别+30.36%/+47.13%。21H1 实现扣非后归母净利润 6.66 亿元，同比+44.71%，较 19H1+54.39%；其中 Q1/Q2 分别实现扣非后归母净利润 3.18/3.49 亿元，同比分别+53.39%/+37.61%，较 19 同期分别+61.80%/+48.20%。

内贸持续发力，渠道多元拓展。21H1 公司内销收入 48.00 亿元，同比+56.48%。截至 21H1 公司拥有 6000 多家门店，持续进驻新老物业，积极探索 1+N+X 的渠道发展模式，进驻空白城市百余个；杭州直营升级店态，主推软体+定制融合，进驻小区、成交户数、项目小区占比、平均客单价显著提升。公司持续完善场景打造和升级空间/店态，强化服务体验和社群运营，同时积极探索用户型、数字型、全屋型新零售的商业模式。电商业务组织重新定位，借助后疫情阶段行业机遇，订货和出货均保持高速增长；同时加快抖音、拼多多等新渠道的布局，提升电商的战略地位，内销渠道更加多元。**外贸显著修复，拓展跨境电商。**21H1 公司外销收入 29.54 亿元，同比+84.91%。国际市场核心品类显著增长，通过产品小视频、产品建模、直播项目等强化产品推广，提升产品力。北美市场深耕美式过渡风格，新增中低端产品结构平台，提升生产效率，巩固领先优势。

定制家具增速亮眼，沙发、床类、集成产品全品类齐头并进。公司围绕客餐卧空间一体化持续提升产品竞争力，沙发功能产品、布艺缤纷新品等单品贡献值提升；床垫产品聚焦高端，优化价格矩阵，IDeep 系列高端床垫增长可喜；定制产品丰富性提升，极简类产品竞争力增强。21H1 沙发产品实现收入 41.17 亿元，同比+70.51%，毛利率 30.53%，同比-3.09pct；床类产品收入 13.92 亿元，同比+54.24%，毛利率 34.25%，同比-0.77pct；集成产品收入 13.91 亿元，同比+60.44%，毛利率 23.38%，同比-2.17pct；定制家具收入 2.94 亿元，同比+118.34%，毛利率 32.17%，同比-1.9pct；红木家具收入 0.53 亿元，同比+14.1%，毛利率 24.19%，同比+2.29pct。

盈利能力短期承压，期间费用管控良好。21H1 公司综合毛利率 28.84%，同比下降 6.63pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 33.02%/25.11%，同比分别+0.19pct/-12.71pct。上半年毛利率短期承压，原因包括：①根据新收入准则将销售产品相关运费调整至营业成本中核算；②部分大宗材料价格攀升，采购成本总体呈上涨。公司控费成效良好，冲减毛利率下滑对净利率影响，21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.03%/2.05%/1.52%/0.19%，同比分别-4.34pct/-0.78pct/-0.38pct/-0.28pct。21H1 公司归母净利率为 9.64%，同比下降 2.21pct，其中 Q1/Q2 归母净利率分别为 10.18%/9.15%，同比分别-3.22pct/-1.31pct。

816 增速靓丽，数字化取得阶段进展。2021 年第八季“816 全民顾家日”，公司实现零售录单总额 40.56 亿元，同比增长 52.2%。三大高潜品类延续高增，全屋定制/床垫品类/顾家功能分别同比增长 115%/78%/241%。天禧品牌同比增长 327%，高性价比定位优势突出；电商业务协同发力，同比增长 80%。“定制+软体”融合有效提高品类连带及客单价，活动期间全屋定制融合套餐销售占比达 37%，客单值达 7 万元；融合大店平均单店零售额突破 400 万元，同比增长 64%。此外，数字化营销累计获客近 37 万，其中公域数字化获客 20 万+，累计传播曝光 8.5 亿+，线上引流覆盖 350+城市；私域引流小程序累计获客 16.6 万+，品牌数字化建设取得阶段性进展。截至 21H1 末公司合同负债为 16.23 亿元，Q3 收入仍具备较大增长潜力。

盈利预测与估值：公司为国内软体家居龙头，逐步强化区域零售中心的协

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	69.46 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	632.26
流通 A 股股本(百万股)	630.87
A 股总市值(百万元)	43,916.55
流通 A 股市值(百万元)	43,819.89
每股净资产(元)	11.03
资产负债率(%)	43.44
一年内最高/最低(元)	91.20/58.61

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《顾家家居-公司点评:Q2 收入持续超预期，看好份额持续提升》2021-08-19
- 2 《顾家家居-公司点评:高管拟增持 3000-6000 万，彰显发展前景信心》2021-06-23
- 3 《顾家家居-公司点评:员工持股计划深度绑定团队利益，彰显未来发展信心》2021-06-12

同作用，全品类、多渠道发力迈向大家居，看好公司长远发展及龙头集中度加速提升，预计公司 21/22 年归母净利润分别为 16.9/20.6 亿元，同比 +99.69%/+21.93%，对应 PE 分别为 26X/21X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；新房交付不及预期；

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,093.59	12,665.99	17,061.58	20,736.95	25,277.47
增长率(%)	20.95	14.17	34.70	21.54	21.90
EBITDA(百万元)	1,753.89	2,511.50	2,009.90	2,372.29	2,861.59
净利润(百万元)	1,161.16	845.47	1,688.33	2,058.58	2,522.11
增长率(%)	17.37	(27.19)	99.69	21.93	22.52
EPS(元/股)	1.84	1.34	2.67	3.26	3.99
市盈率(P/E)	37.47	51.46	25.77	21.13	17.25
市净率(P/B)	7.37	6.46	5.50	4.96	4.42
市销率(P/S)	3.92	3.43	2.55	2.10	1.72
EV/EBITDA	13.89	15.99	17.88	15.69	11.27

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,958.28	2,240.79	6,349.14	4,691.81	9,601.25
应收票据及应收账款	1,011.95	1,109.16	1,683.28	665.04	2,197.46
预付账款	55.04	88.60	78.39	131.07	133.96
存货	1,266.11	1,871.33	2,131.61	2,769.92	3,176.65
其他	822.06	1,049.79	1,462.32	1,222.24	1,408.17
流动资产合计	6,113.44	6,359.68	11,704.72	9,480.07	16,517.49
长期股权投资	238.82	17.65	17.65	17.65	17.65
固定资产	1,854.43	2,690.62	2,760.89	2,787.78	2,775.64
在建工程	441.56	368.91	257.34	202.41	151.44
无形资产	754.76	733.23	700.53	667.82	635.12
其他	2,856.98	2,867.87	1,915.24	2,318.85	2,272.33
非流动资产合计	6,146.54	6,678.28	5,651.66	5,994.51	5,852.19
资产总计	12,259.99	13,037.96	17,356.38	15,474.59	22,369.68
短期借款	286.96	233.14	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,308.51	1,543.11	2,077.10	2,443.27	3,116.36
其他	2,902.22	3,628.67	6,312.21	3,189.92	8,400.67
流动负债合计	4,497.69	5,404.93	8,389.31	5,633.19	11,517.03
长期借款	474.47	400.41	0.00	0.00	0.00
应付债券	836.95	0.00	538.48	458.48	332.32
其他	150.32	128.97	109.59	129.63	122.73
非流动负债合计	1,461.74	529.38	648.07	588.11	455.05
负债合计	5,959.43	5,934.30	9,037.38	6,221.30	11,972.08
少数股东权益	394.37	363.93	413.58	485.56	560.75
股本	601.81	632.41	632.26	632.26	632.26
资本公积	2,204.64	3,424.31	3,424.31	3,424.31	3,424.31
留存收益	5,108.15	6,504.15	7,273.16	8,135.48	9,204.59
其他	(2,008.42)	(3,821.15)	(3,424.31)	(3,424.31)	(3,424.31)
股东权益合计	6,300.55	7,103.66	8,319.00	9,253.29	10,397.60
负债和股东权益总计	12,259.99	13,037.96	17,356.38	15,474.59	22,369.68

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,220.45	866.62	1,688.33	2,058.58	2,522.11
折旧摊销	207.23	252.93	134.00	140.75	145.80
财务费用	121.63	181.69	(50.85)	(115.61)	(164.40)
投资损失	(139.63)	(192.38)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(395.69)	2,551.56	2,854.90	(2,608.24)	3,839.13
其它	1,110.15	(1,480.02)	52.26	73.20	76.90
经营活动现金流	2,124.14	2,180.41	4,578.64	(551.33)	6,319.55
资本支出	548.05	268.22	79.38	59.96	56.90
长期投资	(51.64)	(221.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(191.39)	(1,491.20)	(39.38)	(39.96)	(6.90)
投资活动现金流	305.02	(1,444.15)	40.00	20.00	50.00
债权融资	1,924.44	733.65	697.75	653.62	483.82
股权融资	376.83	525.46	447.53	115.61	164.40
其他	(3,346.95)	(2,622.73)	(1,655.58)	(1,895.23)	(2,108.33)
筹资活动现金流	(1,045.68)	(1,363.62)	(510.30)	(1,126.00)	(1,460.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,383.48	(627.36)	4,108.34	(1,657.33)	4,909.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,093.59	12,665.99	17,061.58	20,736.95	25,277.47
营业成本	7,226.20	8,206.49	11,243.58	13,686.38	16,683.13
营业税金及附加	79.20	67.30	121.47	135.29	159.73
营业费用	2,073.16	2,493.84	3,241.70	3,940.02	4,802.72
管理费用	292.23	296.96	418.01	486.19	581.38
研发费用	197.96	206.79	255.92	352.53	429.72
财务费用	104.37	131.75	(50.85)	(115.61)	(164.40)
资产减值损失	(8.00)	(502.46)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	17.88	4.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.63	192.38	100.00	100.00	100.00
其他	(320.91)	531.94	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营业利润	1,291.87	1,036.11	1,926.74	2,347.15	2,880.19
营业外收入	240.28	175.32	197.73	204.44	192.50
营业外支出	9.98	16.63	14.68	13.76	15.02
利润总额	1,522.17	1,194.79	2,109.80	2,537.83	3,057.67
所得税	301.71	328.17	369.21	406.05	458.65
净利润	1,220.45	866.62	1,740.58	2,131.78	2,599.02
少数股东损益	59.29	21.15	52.26	73.20	76.90
归属于母公司净利润	1,161.16	845.47	1,688.33	2,058.58	2,522.11
每股收益(元)	1.84	1.34	2.67	3.26	3.99

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.95%	14.17%	34.70%	21.54%	21.90%
营业利润	11.53%	-19.80%	85.96%	21.82%	22.71%
归属于母公司净利润	17.37%	-27.19%	99.69%	21.93%	22.52%
获利能力					
毛利率	34.86%	35.21%	34.10%	34.00%	34.00%
净利率	10.47%	6.68%	9.90%	9.93%	9.98%
ROE	19.66%	12.54%	21.36%	23.48%	25.64%
ROIC	33.55%	30.87%	67.09%	56.724%	93.29%
偿债能力					
资产负债率	48.61%	45.52%	52.07%	40.20%	53.52%
净负债率	-16.41%	-21.22%	-67.93%	-43.64%	-87.69%
流动比率	1.36	1.18	1.40	1.68	1.43
速动比率	1.08	0.83	1.14	1.19	1.16
营运能力					
应收账款周转率	11.41	11.94	12.22	17.66	17.66
存货周转率	9.14	8.07	8.52	8.46	8.50
总资产周转率	0.97	1.00	1.12	1.26	1.34
每股指标(元)					
每股收益	1.84	1.34	2.67	3.26	3.99
每股经营现金流	3.36	3.45	7.24	-0.87	10.00
每股净资产	9.34	10.66	12.50	13.87	15.56
估值比率					
市盈率	37.47	51.46	25.77	21.13	17.25
市净率	7.37	6.46	5.50	4.96	4.42
EV/EBITDA	13.89	15.99	17.88	15.69	11.27
EV/EBIT	15.34	17.45	19.15	16.68	11.88

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com