

内外销增长动力强劲，零售能力壁垒高筑

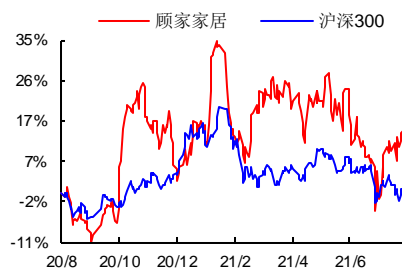
投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 实现营收 80.2 亿元 (+64.9%), 较 19H1 增长 60%; 归母净利润 7.7 亿元 (+34.2%), 较 19H1 增长 38%; 扣非后净利润 6.7 亿元 (+44.7%), 较 19H1 增长 54%。其中 Q2 实现营收 42.3 亿元 (+64.5%), 较 19Q2 增长 66%; 归母净利润 3.9 亿元 (+43.9%), 较 19Q2 增长 47%; 扣非后净利润 3.5 亿元 (+37.5%), 较 19Q2 增长 48%。收入业绩均保持较快增长, 龙头优势进一步彰显。
- **合同负债高增在手订单充裕, 下半年增长势头良好。** 21H1 公司整体毛利率为 28.8% (-6.6pp), 主要由于新收入准则将运输费用转计营业成本, 以及毛利率较低的外销占比较去年同期提升的影响。分区域看, 上半年内销/外销毛利率分别为 33.8%/19.4%, 外销占比达到 36.8% (+11.9pp), 20 年 Q2 外销受疫情影响基数较低, 21H1 外销占比同比较快提升拉低整体毛利率。预计下半年公司通过内销推新品、外销提价逐渐落地的方式传导原材料价格上涨的影响, 毛利率有望保持稳定。费用率方面, 21H1 公司销售费用率为 14% (-4.3pp), 还原运输费影响后销售费用为 18.4%, 同比持平; 管理/研发/财务费用率分别为 2% (-0.8pp) /1.5% (-0.4pp) /0.2% (-0.3pp)。21H1 净利率为 9.8% (-2.6pp), 扣非后净利率为 8.3% (-1.2pp)。此外, 截至 2021H1, 公司合同负债 16.2 亿元 (+50.4%), 在手的经销商提货订单充裕, Q3 增长势头依然良好; 2021H1 公司经营活动现金流量净额为 4.3 亿元, 同比增长 51%, 现金流情况大幅改善。
- **核心品类增长势头强劲, 大家居供应能力再上台阶。** 上半年公司持续打造客餐卧一体化产品能力, 沙发和床类核心品类进一步丰富价格带, 产品不断推陈出新; 配套及定制产品竞争力及规模占比提升明显, 产品一站式供应能力再迈进一步。分品类来看, 21H1 公司沙发/床类产品收入分别为 41.2 亿元/13.9 亿元, 同比增长 70.5%/54.2%, 较 19H1 分别+46%/+92%, 核心品类收入高增长, 软体龙头地位进一步夯实; 集成/定制/红木家具产品收入分别为 13.9 亿/2.9 亿/0.5 亿元, 同比+60.4%/118.3%/14.1%, 前端场景化套系化销售成效显著, 大家居扩品类的长期增长逻辑逐步兑现。分销售区域来看, 21H1 公司内销/外销收入分别为 48 亿元/29.5 亿元, 同比+56.5%/+84.9%, 整体来看内销增长动力强劲, 外销上半年一定程度上受到海运费高涨、发货延迟的影响, 预计下半年外销订单仍将有序释放。
- **持续推进渠道综合化, 零售能力进一步增强。** 上半年公司积极探索 1+N+X 的渠道发展模式, 一方面持续挖掘下沉市场空间, 上半年进驻空白城市百余个。其中公司中低端品牌天禧派打造高性价比产品, 采用“生态皮”新材料优化供应链, 在低线市场的产品竞争力进一步提升。另一方面, 公司持续完善场景打造和优化门店店态, 推进单品店向融合店及多品类大店的转型升级, 截至 21H1 公司大店较 20 年底净增 140 家以上, 占比从 20 年底的 20% 提升至目前的 30% 左右, 渠道策略与产品策略相得益彰。整体来看公司持续优化多品类的生产及营销能力, 零售壁垒不断筑高。
- **布局西南生产基地, 全国供应链布局进一步完善。** 公司同时公告拟在重庆市江

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn
 联系人: 赵兰亭
 电话: 023-67511807
 邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.32
流通 A 股(亿股)	6.31
52 周内股价区间(元)	59.1-89.5
总市值(亿元)	439.17
总资产(亿元)	129.96
每股净资产(元)	11.03

相关研究

1. 顾家家居 (603816): 推出核心高管员工持股, 期待中长期高质量成长 (2021-06-15)
2. 顾家家居 (603816): 商誉减值影响短期业绩, 中长期竞争力不改 (2021-04-30)
3. 顾家家居 (603816): 业绩快速恢复, 竞争实力突出 (2020-10-28)

津区珞璜工业园建设生产基地，包括新建生产车间、仓库、配套工程设施及购置生产设备等。项目总投资额为 12 亿元，预计于 2022 年一季度开工，建设期为 20 个月，预计在 2023 年年底前竣工投产，整体达纲时预计实现营业收入约 25 亿元。随着本次西南生产基地的设立，公司形成了华东、华中、华北、西南四大区域的产能布局，为公司加快西南地区业务扩展、缩短运输周期、降低生产成本提供后端保障，全国性供应链布局进一步完善。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.69 元、3.34 元、4.06 元，对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、17 倍。考虑到公司长期竞争实力突出，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 原材料价格大幅波动的风险、全球疫情反复的风险、并购品牌业绩不及预期的风险、渠道扩展不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12665.99	16361.33	20024.50	23787.87
增长率	14.17%	29.18%	22.39%	18.79%
归属母公司净利润（百万元）	845.47	1699.49	2109.81	2566.37
增长率	-27.19%	101.01%	24.14%	21.64%
每股收益 EPS（元）	1.34	2.69	3.34	4.06
净资产收益率 ROE	12.20%	21.28%	22.92%	24.07%
PE	52	26	21	17
PB	6.52	5.62	4.87	4.21

数据来源：Wind，西南证券



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12665.99	16361.33	20024.50	23787.87	净利润	866.62	1749.83	2175.63	2647.02
营业成本	8206.49	11044.12	13359.90	15761.62	折旧与摊销	252.93	352.69	397.85	449.01
营业税金及附加	67.30	106.69	124.58	164.14	财务费用	131.75	152.05	223.10	236.02
销售费用	2493.84	2454.20	2983.65	3568.18	资产减值损失	-502.46	-50.00	0.00	0.00
管理费用	296.96	621.73	720.88	832.58	经营营运资本变动	456.06	-1014.65	-63.02	-4.79
财务费用	131.75	152.05	223.10	236.02	其他	975.50	-65.52	-135.68	-148.30
资产减值损失	-502.46	-50.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2180.41	1124.40	2597.87	3178.97
投资收益	192.38	106.00	128.00	140.00	资本支出	-372.94	-1110.00	-1060.00	-1010.00
公允价值变动损益	4.90	9.23	7.78	8.26	其他	-1071.21	55.23	72.78	83.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1444.15	-1054.77	-987.22	-926.74
营业利润	1036.11	2147.76	2748.17	3373.60	短期借款	-53.82	1485.79	169.15	-186.31
其他非经营损益	158.69	182.81	182.68	178.72	长期借款	-74.06	-50.00	-50.00	-50.00
利润总额	1194.79	2330.57	2930.85	3552.33	股权融资	1250.27	0.00	0.00	0.00
所得税	328.17	580.74	755.22	905.30	支付股利	-691.84	-444.56	-907.34	-1142.50
净利润	866.62	1749.83	2175.63	2647.02	其他	-1794.17	-356.61	-163.10	-196.02
少数股东损益	21.15	50.34	65.82	80.66	筹资活动现金流净额	-1363.62	634.62	-951.28	-1574.83
归属母公司股东净利润	845.47	1699.49	2109.81	2566.37	现金流量净额	-720.22	704.25	659.37	677.41
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2240.79	2945.04	3604.41	4281.82	成长能力				
应收和预付款项	1309.31	1758.27	2125.43	2524.05	销售收入增长率	14.17%	29.18%	22.39%	18.79%
存货	1871.33	2325.64	2892.55	3382.50	营业利润增长率	-19.80%	107.29%	27.96%	22.76%
其他流动资产	938.24	988.83	1038.97	1090.49	净利润增长率	-28.99%	101.91%	24.33%	21.67%
长期股权投资	17.65	42.65	70.65	100.65	EBITDA 增长率	-11.39%	86.69%	27.02%	20.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3059.53	3905.80	4656.91	5306.85	毛利率	35.21%	32.50%	33.28%	33.74%
无形资产和开发支出	1076.18	1005.66	935.14	864.61	三费率	23.07%	19.73%	19.61%	19.49%
其他非流动资产	2524.91	2541.48	2558.05	2574.61	净利率	6.84%	10.69%	10.86%	11.13%
资产总计	13037.96	15513.37	17882.11	20125.59	ROE	12.20%	21.28%	22.92%	24.07%
短期借款	233.14	1718.93	1888.09	1701.78	ROA	6.65%	11.28%	12.17%	13.15%
应付和预收款项	2133.52	3793.80	4459.96	5130.61	ROIC	18.02%	29.06%	28.28%	29.61%
长期借款	400.41	350.41	300.41	250.41	EBITDA/销售收入	11.22%	16.21%	16.82%	17.06%
其他负债	3167.23	1425.75	1740.89	2045.50	营运能力				
负债合计	5934.30	7288.90	8389.34	9128.30	总资产周转率	1.00	1.15	1.20	1.25
股本	632.41	632.26	632.26	632.26	固定资产周转率	5.57	5.67	6.02	6.25
资本公积	3424.31	3424.47	3424.47	3424.47	应收账款周转率	11.95	12.59	12.17	12.08
留存收益	3079.84	4334.77	5537.25	6961.11	存货周转率	5.22	5.25	5.11	5.02
归属母公司股东权益	6739.72	7810.20	9012.68	10436.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.74%	—	—	—
少数股东权益	363.93	414.27	480.09	560.75	资本结构				
股东权益合计	7103.66	8224.47	9492.77	10997.29	资产负债率	45.52%	46.98%	46.91%	45.36%
负债和股东权益合计	13037.96	15513.37	17882.11	20125.59	带息债务/总负债	10.68%	28.39%	26.09%	21.39%
					流动比率	1.18	1.19	1.24	1.32
					速动比率	0.83	0.85	0.87	0.92
					股利支付率	81.83%	26.16%	43.01%	44.52%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1420.79	2652.51	3369.12	4058.63	每股收益	1.34	2.69	3.34	4.06
PE	51.94	25.84	20.82	17.11	每股净资产	10.66	12.35	14.25	16.51
PB	6.52	5.62	4.87	4.21	每股经营现金	3.45	1.78	4.11	5.03
PS	3.47	2.68	2.19	1.85	每股股利	1.09	0.70	1.44	1.81
EV/EBITDA	27.67	15.04	11.67	9.46					
股息率	1.58%	1.01%	2.07%	2.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn