

顾家家居 (603816)：大家居战略稳步推进，软体龙头未来可期

2021年09月01日

推荐/维持

顾家家居 公司报告

事件：公司 2021 上半年营收 80.16 亿元，同比+64.89%，较 2019H1+60.00%；净利润为 7.72 亿元，同比+34.15%，较 2019H1+38.10%。其中 Q2 营收为 42.18 亿元，同比+63.87%；净利润为 3.85 亿元，同比+43.12%。

沙发产品根基稳固，品类拓展卓有成效。分品类看，沙发/床类产品/集成产品实现收入 41.17/13.92/13.91 亿元，同比+70.51%/+54.24%/+60.44%，对比 2019H1+45.79%/+91.47%/+66.18%。此外，定制产品/信息技术服务实现收入 2.94/4.22 亿元，同比+118.34%/+68.46%，增速较高。公司拓宽顾家品牌价格带向低端延伸，通过 Lazboy、Natuzzi 品牌拓展高端，带动沙发品类恢复较快增速，沙发龙头定位稳固。公司借助沙发品牌力持续推进大家居战略，效果明显，床类产品、集成产品、定制产品连带率不断提升，未来随着各类融合店、大家居店的不断开设，各品类有望持续增长。其中床行业增速快，集中度提升空间大，在品牌和渠道优势下，公司床类产品有望快速提升份额，获取更高的增速。

内销增长可期，外销根基稳固。分市场看，内销/外销收入 48.00/29.54 亿元，同比+56.48%/+84.91%，对比 2019H1+72.16%/+48.48%。公司在内销市场积极推进大家居战略，探索 1+N+X 渠道发展模式，我们推测公司上半年总网点数不变，系列单店增加 600 家左右。区域零售中心及渠道信息化的推进，提升终端运营效率，有助于多品类的协同发展，未来公司拓渠道和提店效都有很大空间。公司产品力优秀，在外销市场客户根基稳固，疫情过后外销业务迅速恢复增长，预计未来仍能持续获得增长。

盈利能力短期承压。运费由销售费用转入成本，若剔除此影响，毛利率 32.79%，同比-2.24pct。其中，内销/外销毛利率分别为 33.79%/19.41%。毛利率同比下降主要是由于外销占比的提升和产品结构的变化。下半年外销占比将稳定，提价效果将完全释放，预计毛利率维稳。加回运输费用后，销售费用率/管理费用率为 18.51%/2.05%，同比+0.14pct/-0.78pct，销售费用率的上涨主要受海运价格提升影响（运费占比+1.60pct），若去除此影响，费用率受益规模效应实现下降。公司净利率 9.64%，同比-2.21pct；扣非净利率 8.31%，同比略降 1.16pct，主要受政府补助变化。我们认为公司有控费能力、具备规模优势，盈利能力具有韧性。

软体消费品属性增强，公司品牌优势助发展。我们认为软体家具的需求结构中，老房翻新、二手房改造需求提升，消费者结构变化带来非装修需求的提升，软体的消费品属性加强。功能特点使得软体易形成品牌效应，无需安装弱化对渠道依赖度，顾家家居凭借自身较强的品牌优势、全品类+多品牌布局以及优秀的管理层，有望享受行业发展并持续提升份额。

盈利预测与投资评级：我们认为当前软体家具品牌价值大于渠道价格，顾家家居作为行业龙头，有望凭借品牌优势持续提升公司份额。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.83、20.96、26.10 亿元人民币，EPS 为 2.76、3.44、4.28 元，目前股价对应 PE 分别为 24.90、20.00、16.06 倍，我们维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，原材料价格上涨超预期。

公司简介：

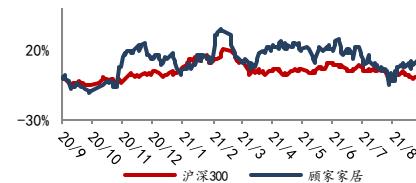
顾家家居股份有限公司远销 120 余个国家和地区，拥有 6000 多家品牌专卖店，为全球超千万家庭提供美好生活。旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列，与战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发、收购美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“DeLandis 堡堡”组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵，坚持以用户为中心，围绕用户需求持续创新，并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”，为用户提供一站式全生命周期服务。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	59.10-89.50
总市值 (亿元)	435.06
流通市值 (亿元)	434.10
总股本/流通 A 股 (万股)	63226/63087
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.51

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554067 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070055

研究助理：沈逸伦

010-66554067 shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,093.59	12,665.99	17,370.39	21,555.44	26,761.67
增长率 (%)	20.95%	14.17%	37.14%	24.09%	24.15%
归母净利润 (百万元)	1,161.16	845.47	1,683.34	2,096.09	2,610.09
增长率 (%)	17.37%	-27.19%	99.10%	24.52%	24.52%
净资产收益率 (%)	19.66%	12.54%	19.45%	20.33%	20.99%
每股收益(元)	1.98	1.39	2.76	3.44	4.28
PE	34.75	49.50	24.90	20.00	16.06
PB	7.01	6.46	4.84	4.07	3.37

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
流动资产合计	6113	6360	10394	12501	15502	营业收入	11094	12666	17370	21555	26762
货币资金	2958	2241	3853	4297	5635	营业成本	7226	8206	12361	14760	18232
应收账款	1012	1108	1552	1906	2379	营业税金及附加	79	67	92	115	142
其他应收款	129	112	153	190	236	营业费用	2073	2494	2623	3233	3987
预付款项	55	89	124	176	194	管理费用	292	297	347	431	508
存货	1266	1871	2492	3171	3796	财务费用	104	132	157	355	464
其他流动资产	183	173	220	262	262	研发费用	198	207	269	323	401
非流动资产合计	6147	6678	7425	8822	9888	资产减值损失	-8.00	-502.46	-255.23	20.00	30.00
长期股权投资	239	18	0	0	0	公允价值变动收益	17.88	4.90	11.39	0.00	0.00
固定资产	1854	2691	4019	5043	5969	投资净收益	139.63	192.38	166.00	179.19	172.60
无形资产	755	733	694	658	623	加: 其他收益	30.77	85.91	58.34	72.12	65.23
其他非流动资产	11	98	55	77	66	营业利润	1292	1036	2010	2569	3233
资产总计	12260	13038	17819	21323	25390	营业外收入	240.28	175.32	207.80	191.56	199.68
流动负债合计	4498	5405	8253	10110	12048	营业外支出	9.98	16.63	13.30	14.97	14.13
短期借款	287	233	3228	6293	7581	利润总额	1522	1195	2205	2745	3418
应付账款	1280	1489	2186	2626	3234	所得税	302	328	521	649	808
预收款项	1492	0	-645	-2314	-2287	净利润	1220	867	1683	2096	2610
一年内到期的非流	326	100	100	100	100	少数股东损益	59	21	0	0	0
非流动负债合计	1462	529	547	538	543	归属母公司净利润	1161	845	1683	2096	2610
长期借款	474	400	400	400	400	主要财务比率					
应付债券	837	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
负债合计	5959	5934	8800	10648	12591	成长能力					
少数股东权益	394	364	364	364	364	营业收入增长	20.95%	14.17%	37.14%	24.09%	24.15%
实收资本 (或股本)	602	632	609	609	609	营业利润增长	11.53%	-19.80%	94.01%	27.78%	25.86%
资本公积	2205	3424	3424	3424	3424	归属于母公司净利	17.37%	-27.19%	99.10%	24.52%	24.52%
未分配利润	2512	2689	4093	5816	7978	获利能力					
归属母公司股东权	5906	6740	8655	10311	12436	毛利率 (%)	34.86%	35.21%	28.84%	31.53%	31.87%
负债和所有者权益	12260	13038	17819	21323	25390	净利率 (%)	11.00%	6.84%	9.69%	9.72%	9.75%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	9.47%	6.48%	9.45%	9.83%	10.28%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE (%)	19.66%	12.54%	19.45%	20.33%	20.99%
经营活动现金流	2124	2180	476	343	2950	偿债能力					
净利润	1220	867	1683	2096	2610	资产负债率 (%)	49%	46%	49%	50%	50%
折旧摊销	207.23	252.93	342.89	441.41	533.68	流动比率	1.36	1.18	1.26	1.24	1.29
财务费用	104	132	157	355	464	速动比率	1.08	0.83	0.96	0.92	0.97
应收账款减少	-80	-96	-444	-354	-473	营运能力					
预收帐款增加	484	-1492	-645	-1670	27	总资产周转率	0.97	1.00	1.13	1.10	1.15
投资活动现金流	305	-1444	-2036	-2270	-2054	应收账款周转率	11	12	13	12	12
公允价值变动收益	18	5	11	0	0	应付账款周转率	10.18	9.15	9.45	8.96	9.13
长期投资减少	0	0	18	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	140	192	166	179	173	每股收益(最新摊	1.98	1.39	2.76	3.44	4.28
筹资活动现金流	-1046	-1364	3172	2372	442	每股净现金流(最新	2.30	-0.99	2.65	0.73	2.20
应付债券增加	58	-837	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.81	10.66	14.21	16.93	20.41
长期借款增加	-593	-74	0	0	0	估值比率					
普通股增加	172	31	-23	0	0	P/E	34.75	49.50	24.90	20.00	16.06
资本公积增加	-118	1220	0	0	0	P/B	7.01	6.46	4.84	4.07	3.37
现金净增加额	1383	-627	1612	445	1338	EV/EBITDA	25.85	30.48	16.83	13.29	10.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526