

顾家家居(603816)

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造—II 行业一

证券研究报告

高潜品类增势迅猛，运营零售化、效率提升

——顾家家居点评

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2021H1 业绩快报：实现营收 80.16 亿元（+64.89%，较 19H1+59.99%），归母净利润 7.72 亿元（+34.15%，较 19H1+38.26%），扣非净利润 6.66 亿元（+44.71%，较 19H1+54.39%）。由于 20Q1 公司收到一笔恒大分红（税后约 0.6 亿），若不考虑此影响我们估算 21H1 扣非利润增速实际接近 70%，表现亮眼。

2021Q2 实现营收 42.34 亿元（+64.52%，较 19Q2+66.01%），归母净利润 3.87 亿元（+43.91%，较 19Q2+47.13%），扣非净利润 3.49 亿元（+37.61%，较 19Q2+48.20%），主要系外销占比同比显著提升，从而净利率同比有所下降。

投资要点

公司内生业务展现出更强的增长动能：若不考虑并购子公司的贡献（我们估计 21H1 约 11-12 亿），21H1 公司内生收入增速约在 70-80%（21Q2 同步）。

□ **内销：“1+N+X”渠道多元化，高潜品类拉动增长**

21H1 内销收入 48 亿（+56.48%），期内公司在渠道多元化、品类融合、零售运营模式升级上均有较大推进：

（1）**“1+N+X”的多元渠道模式：**期内公司加速开融合大店、综合店（部分单品店调整进入大店），我们预计 Q2 末融合大店数量已经达到 300-400 家，从单店模型来看，高客单值对融合店销售拉动十分明显，融合大店和综合店在总门店数中的占比预期已经提高至 30+%。线上电商战略重视程度提升，对小红书、拼多多、抖音等新渠道加快布局，全力抓住互联网新的机会窗口。

（2）**三大高潜品类高速增长：**从品类拆分来看，21H1 年沙发收入 41.17 亿（+70.51%），其中**功能沙发**预计实现翻倍增长，全面覆盖核心商场，增长渐入佳境；**软床+床垫** 13.92 亿（+54.24%），推进客卧 1:1 配套，21 年 3 月正式成为杭州亚运会官方床垫独家供应商；**定制** 2.94 亿（+118.34%），公司积极引导软体经销商参与定制业务，目前江浙地区定制已有较高的覆盖率，9-10 月杭州基地投产释放产能预期保持高速增长；**集成产品** 13.91 亿（+60.44%），配套产品竞争力及规模占比提升明显；**信息技术服务**收入 4.22 亿（+68.46%）。

（3）**供应链提效&零售转型：**期内公司继续强化**区域零售公司多维度赋能经销商**，信息化系统门店覆盖率已达 100%，密切对接经销商门店，可视化跟踪客户下单、制造、交付环节，决策流程前置，更贴近终端经销商门店与消费者，逐渐转型零售。供应链端精简 sku、尺寸规范统一。建立中心仓实现统配、减少经销商库存压力，牵手华为全方位打通供应链内“端到端”的流程。**渠道端**区域零售运营公司在营销、培训、开店多维度赋能，信息化门店覆盖率达 100%，将有效提升渠道效率，积累了后半段竞争的优势。

评级

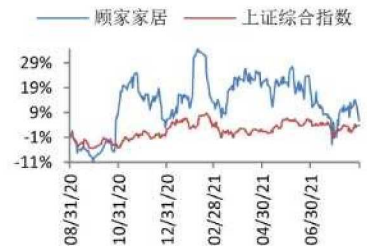
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥69.46

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.63
1Q/2021	0.61
4Q/2020	-0.30
3Q/2020	0.72



公司简介

软体家具龙头，内生外延多品类、多品牌发展，逐步落地大家居战略

相关报告

- 1 《【浙商轻工】顾家家居：Q2 收入增长超预期，软体+定制融合驱动长期成长》 2021.08.19
- 2 《【浙商轻工】顾家家居：发布员工持股计划，深度绑定核心管理层》 2021.06.14
- 3 《【浙商轻工】顾家家居：商誉减值、轻装上阵，内生增长动力强劲》 2021.04.30

报告撰写人：马莉、史凡可
 联系人：傅嘉成

□ 外贸低基数效应下收入高增，加快海外基地建设

21H1 外销收入 29.54 亿 (+84.91%)，增速高于内销，主要系 20Q2 受海外疫情干扰，公司外贸业务下滑较多。公司持续推进越南、墨西哥海外基地的建设，完善生产、物流全球化布局，供应链区位优势突出。积极探索、拓展跨境电商业务，积极布局北美新业务，营销骨干人才储备到位。北美市场深耕美式过渡风格，新增中低端产品结构平台，提升产品生产效率，保持优势品类的产品领先力。

□ 业务结构变化致使毛利率降低，费用端规模效应显现，预收款亮眼

公司 21H1 毛利率同比下降 6.63pct 至 28.84%，若不考虑会计政策变化运输费结算至营业成本，我们估计实际毛利率仅同比下降约 2pct，主要系低毛利率的外销业务占比回升，定制产品+配套品占比提升、目前规模效应尚不显著，以及原材料涨价影响。期间费用率同比下降 5.77pct 至 17.79%，主要系公司人效大幅提升，其中销售费用率同比下降 4.34pct 至 14.03%，主要系会计准则变更；管理+研发费用率同比减少 1.16pct 至 3.57%；财务费用率同比下降 0.28pct 至 0.19%。综合来看，归母净利率为 9.64%（同比下降 2.21pct）。

公司 21Q2 单季度毛利率 25.11%。期间费用率合计 14.66%（同比下降 9.26pct），其中销售费用率 10.48%（同比下滑 8.69pct），管理+研发费用率 3.68%（同比下滑 0.57pct），财务费用率 0.50%（同比下滑 0.01pct），综合看 21Q2 单季度归母净利率 9.15%（同比下降 1.31pct）。

21H1 期末公司账上合同负债+其他流动负债 17.9 亿元 (+65.89%)；存货 18.92 亿元 (+76.99%)，存货周转天数较期初年减少 9.44 天至 59.38 天，供应链持续提效；应收账款及票据 12.84 亿 (+36.24%)，应收账款周转天数较期初年减少 11.63 天至 50.92 天。综合来看，期内公司经营性现金流净额 4.29 亿（20H1 为 2.84 亿）。

□ 盈利预测与估值

软体赛道集中度加速提升，顾家品类延伸顺利，聚焦效率提升，长期份额提升确定性强。预计 21-23 年公司将分别实现收入 173.49/217.3/268.15 亿元，同比增长 36.97%/25.25%/23.4%；归母净利润 16.84/21.05/26.12 亿元，同比增长 99.18%/25%/24.07%。当前市值对应 21-23 年 PE 分别为 24.82X/ 19.85X/ 16X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：渠道建设不达预期，房地产调控超预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	12665.99	17348.79	21730.02	26815.06
(+/-)	14.17%	36.97%	25.25%	23.40%
净利润	845.47	1683.98	2104.97	2611.59
(+/-)	-27.19%	99.18%	25.00%	24.07%
每股收益 (元)	1.41	2.66	3.33	4.13
P/E	49.43	24.82	19.85	16.00

图 1: 顾家家居季度数据一览

单位: 百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营业总收入	2,459.76	2,550.42	2,764.60	3,318.81	2,287.72	2,573.65	3,683.34	4,121.27	3,781.96	4,234.05
YOY	32.79%	16.10%	17.93%	19.42%	-6.99%	0.91%	33.23%	24.18%	65.32%	64.52%
归母净利润	295.38	263.32	358.41	244.04	306.63	269.20	433.96	-164.32	385.05	387.42
YOY	10.04%	23.01%	18.27%	19.74%	3.81%	2.23%	21.08%	-167.33%	-25.58%	43.91%
扣非归母净利润	196.32	235.20	233.03	184.29	207.09	253.31	369.58	(239.31)	317.65	348.58
YOY	-0.93%	21.12%	-4.73%	1.61%	5.49%	7.70%	58.60%	-229.85%	-53.39%	37.61%
毛利率	34.73%	36.52%	34.07%	34.34%	32.83%	37.82%	34.37%	35.65%	33.02%	25.11%
期间费用率	24.87%	22.53%	22.67%	25.75%	23.16%	23.92%	23.08%	27.51%	21.29%	14.66%
其中: 销售费用	461.27	436.35	497.66	677.88	399.59	493.32	665.66	935.28	680.87	443.79
销售费用率	18.75%	17.11%	18.00%	20.43%	17.47%	19.17%	18.07%	22.69%	18.00%	10.48%
其中: 管理费用	75.02	86.11	110.72	20.37	63.52	73.84	100.79	58.81	73.90	90.16
管理费用率	3.05%	3.37%	3.99%	0.62%	2.78%	2.87%	2.74%	1.43%	1.95%	2.13%
其中: 研发费用	49.01	24.81	27.17	96.97	57.07	35.54	31.14	83.03	56.43	65.68
研发费用率	1.99%	0.97%	0.98%	2.92%	2.50%	1.38%	0.84%	2.01%	1.49%	1.55%
其中: 财务费用	26.46	27.36	-8.75	59.30	9.71	13.03	52.39	56.62	-5.82	21.23
财务费用率	1.08%	1.07%	-0.32%	1.79%	0.42%	0.51%	1.42%	1.37%	-0.15%	0.50%
归母净利率	12.01%	10.32%	12.96%	7.35%	13.40%	10.46%	11.78%	-3.99%	10.18%	9.15%
存货	948.27	914.47	951.92	1,266.11	1,141.10	1,069.20	1,375.11	1,871.33	1,683.76	1,891.96
较上年同期增减	159.91	72.52	78.51	103.77	192.83	154.73	423.19	605.22	542.66	822.76
应收账款	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20	0.92	1.16
较上年同期增减	0.00	0.28	-0.05	0.00	0.00	-0.33	0.00	1.20	0.92	1.16
预收账款	821.67	833.65	835.85	1,011.95	910.26	915.69	1,215.77	1,107.96	1,049.59	1,246.49
较上年同期增减	382.27	233.23	172.24	79.60	88.59	82.04	379.91	96.01	139.33	330.80
应付账款及应付票据	760.89	840.61	874.95	1,308.51	1,051.63	878.69	1,485.36	1,543.11	1,503.19	1,684.20
较上年同期增减	143.48	96.70	206.97	294.63	290.75	38.08	610.41	234.60	451.56	805.52
预收账款	712.66	678.19	1,069.18	1,492.16	900.35	1,078.88	1,558.24	2,034.01	1,572.43	1,622.69
较上年同期增减	89.76	131.81	425.01	483.60	187.69	400.69	489.06	541.85	672.08	543.82
经营性现金流净额	248.43	447.80	728.95	698.96	-401.13	685.16	823.09	1,073.28	132.55	296.23
较上年同期增减	228.63	307.04	417.65	161.32	-649.55	237.36	94.14	374.32	533.68	-388.93
筹资性现金流净额	-4.23	-34.81	-444.93	-561.71	-249.18	-892.77	-148.68	-72.98	-0.85	-567.15
较上年同期增减	-42.51	-344.08	-1,934.92	-310.68	-244.95	-857.96	296.25	488.73	248.33	325.62
资本开支	195.39	176.22	124.15	264.97	169.41	151.25	311.08	446.35	304.71	358.32
较上年同期增减	48.31	88.48	-147.05	54.32	-25.98	-24.98	186.93	181.38	135.30	207.07
ROE	6.08%	5.23%	6.85%	4.31%	5.11%	4.63%	7.00%	-2.42%	5.59%	5.53%
YOY (+)	-0.39%	0.14%	-0.13%	-0.11%	-0.97%	-0.60%	0.16%	-6.72%	0.48%	0.90%
资产负债率	47.91%	49.23%	48.10%	48.61%	42.28%	44.28%	40.94%	45.52%	42.68%	43.44%
YOY (+)	14.69%	6.67%	-1.63%	-3.67%	-5.63%	-4.95%	-7.16%	-3.09%	0.40%	-0.84%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 顾家家居收入拆分一览

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021H1
营业收入	6,665.44	9,172.12	11,093.59	4,861.38	7,804.61	12,665.99	8,016.01
yoy	39.02%	37.61%	20.95%	-2.97%	28.29%	14.17%	64.89%
毛利率	37.26%	36.37%	34.86%	35.47%	31.49%	33.02%	28.84%
按产品分类							
沙发产品营业收入	3,692.49	5,144.16	5,830.82	2,414.69	3,998.29	6,412.98	4,117.19
yoy	30.03%	39.31%	13.35%	-14.50%	32.98%	9.98%	70.51%
占比	55.40%	56.08%	52.56%	49.67%	51.23%	50.63%	51.36%
毛利率	36.46%	34.87%	32.43%	33.62%	31.92%	32.56%	30.53%
销售量(万套)	100.07	138.96	156.57	-	-	172.00	-
单套售价(元/套)	3,689.83	3,701.90	3,724.10	-	-	3,728.19	-
餐椅产品营业收入	263.64	317.80	-	-	-	-	-
yoy	21.42%	20.54%	-	-	-	-	-
占比	3.96%	3.46%	-	-	-	-	-
毛利率	29.89%	28.51%	-	-	-	-	-
销售量(万套)	9.36	11.31	-	-	-	-	-
单套售价(元/套)	2,815.65	2,809.90	-	-	-	-	-
床营业收入(软床+床垫)	885.80	1,132.03	1,952.84	902.63	1,435.40	2,338.03	1,392.21
yoy	36.31%	27.80%	72.51%	24.19%	17.08%	19.72%	54.24%
占比	13.29%	12.34%	17.60%	18.57%	18.39%	18.46%	17.37%
毛利率	38.22%	38.23%	35.05%	35.02%	35.96%	35.60%	34.25%
销售量(万套)	34.73	43.61	78.45	-	-	93.45	-
单套售价(元/套)	2,550.30	2,595.80	2,489.28	-	-	2,501.79	-
配套产品营业收入(并入集成)	978.37	1,292.35	1,906.19	866.99	-	-	1,390.99
yoy	34.32%	32.09%	47.50%	-	-	-	60.44%
占比	14.68%	14.09%	17.18%	-	-	-	17.35%
毛利率	26.54%	26.20%	24.19%	-	-	-	23.38%
定制家具产品营业收入	86.30	212.10	343.00	134.53	321.43	455.96	293.73
yoy	-	145.77%	61.72%	-2.21%	56.47%	32.93%	118.34%
占比	1.29%	2.31%	3.09%	2.77%	4.12%	3.60%	3.66%
毛利率	26.86%	29.96%	35.77%	34.07%	36.47%	35.76%	32.17%
红木家具产品营业收入	112.87	158.10	143.21	46.15	66.50	112.65	52.66
yoy	-	40.07%	-9.42%	-31.79%	-11.99%	5.00%	14.10%
占比	1.69%	1.72%	1.29%	0.95%	0.85%	0.89%	0.66%
毛利率	13.46%	13.95%	25.29%	21.90%	21.43%	21.62%	24.19%
信息技术服务营业收入	174.10	332.19	405.27	250.54	375.38	625.92	422.06
yoy	-	90.81%	22.00%	90.96%	36.96%	60.00%	68.46%
占比	2.61%	3.62%	3.65%	5.15%	4.81%	4.94%	5.27%
毛利率	93.34%	87.31%	87.63%	88.14%	83.34%	85.26%	86.18%
按区域分类							
内销	4,036.49	5,209.84	6,069.86	3,067.46	4,581.67	7,649.13	4,800.03
yoy	38.60%	29.07%	16.51%	10.02%	39.60%	26.02%	56.48%
占比	60.56%	56.80%	54.72%	63.10%	58.70%	60.39%	59.88%
毛利率	42.36%	42.86%	39.87%	40.70%	39.71%	40.11%	33.79%
外销	2,233.29	3,499.68	4,607.72	1,597.59	3,055.43	4,653.02	2,954.09
yoy	40.54%	56.71%	31.66%	-19.70%	16.70%	0.98%	84.91%
占比	33.51%	38.16%	41.53%	32.86%	39.15%	36.74%	36.85%
毛利率	24.01%	23.64%	24.82%	24.13%	24.24%	24.20%	19.41%

备注: 配套产品2019年更名为集成产品, 包括原配套产品和餐椅

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6360	9424	12305	15666	营业收入	12666	17349	21730	26815
现金	2241	4119	6132	8117	营业成本	8206	11942	15009	18571
交易性金融资产	765	478	579	607	营业税金及附加	67	124	155	191
应收账款	1109	1622	1972	2430	营业费用	2494	2871	3472	4151
其它应收款	112	209	235	283	管理费用	504	587	708	874
预付账款	89	103	135	176	研发费用	198	173	196	241
存货	1871	2471	2987	3767	财务费用	132	35	65	80
其他	173	422	265	287	资产减值损失	(510)	15	13	17
非流动资产	6678	7433	7862	8299	公允价值变动损益	5	11	8	10
金额资产类	0	578	193	257	投资净收益	192	150	150	150
长期投资	18	182	146	115	其他经营收益	86	0	0	0
固定资产	2691	3108	3548	3996	营业利润	1036	1966	2490	3123
无形资产	733	878	921	965	营业外收支	159	161	162	160
在建工程	369	374	327	278	利润总额	1195	2127	2652	3284
其他	2868	2312	2727	2687	所得税	328	422	526	651
资产总计	13038	16858	20167	23965	净利润	867	1705	2126	2633
流动负债	5405	6450	7693	8991	少数股东损益	21	21	21	21
短期借款	233	0	0	0	归属母公司净利润	845	1684	2105	2612
应付款项	1543	2161	2752	3419	EBITDA	1549	2376	2945	3617
预收账款	0	1414	1565	1372	EPS (最新摊薄)	1.4	2.7	3.3	4.1
其他	3629	2875	3376	4200	主要财务比率				
非流动负债	529	1048	989	855		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	400	400	400	400	成长能力				
其他	129	648	588	455	营业收入	14.17%	36.97%	25.25%	23.40%
负债合计	5934	7498	8681	9847	营业利润	-19.80%	89.75%	26.66%	25.43%
少数股东权益	364	385	406	427	归属母公司净利润	-27.19%	99.18%	25.00%	24.07%
归属母公司股东权	6740	8974	11079	13691	获利能力				
负债和股东权益	13038	16858	20167	23965	毛利率	35.21%	31.16%	30.93%	30.74%
					净利率	6.84%	9.83%	9.78%	9.82%
					ROE	12.61%	20.46%	20.20%	20.40%
					ROIC	12.58%	17.88%	18.21%	18.48%
					偿债能力				
					资产负债率	45.52%	44.48%	43.05%	41.09%
					净负债比率	12.36%	7.46%	6.86%	5.61%
					流动比率	1.18	1.46	1.60	1.74
					速动比率	0.83	1.08	1.21	1.32
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.16	1.17	1.22
					应收账款周转率	11.95	12.71	12.10	12.19
					应付账款周转率	5.93	6.77	6.40	6.27
					每股指标(元)				
					每股收益	1.41	2.66	3.33	4.13
					每股经营现金	3.62	4.09	3.87	4.75
					每股净资产	10.66	14.92	18.42	22.76
					估值比率				
					P/E	49.43	24.82	19.85	16.00
					P/B	6.52	4.66	3.77	3.05
					EV/EBITDA	27.56	16.95	12.98	10.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>