

顾家家居 (603816.SH) 2022H1 营收韧性增长，高潜品类表现亮眼

2022年08月16日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/8/16
当前股价(元)	44.50
一年最高最低(元)	80.20/41.86
总市值(亿元)	365.74
流通市值(亿元)	365.74
总股本(亿股)	8.22
流通股本(亿股)	8.22
近3个月换手率(%)	33.98

● 多因素承压下不改业绩韧性增长，维持“买入”评级

2022H1 实现收入 90.16 亿元 (+12.47%) / 归母净利润 8.91 亿元 (+15.32%) / 扣非归母净利润 7.81 亿元 (+17.19%)。2022Q2 实现营收 44.76 亿元，同比+5.71%，实现归母净利润/扣非归母净利润 4.48/3.99 亿元，同比+15.53%/+14.36%。美联储加息有望持续施压大宗原材料，同时人民币贬值会进一步增厚公司盈利。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利分别为 20.23/24.47/29.47 亿元，对应 EPS 2.46/2.98/3.59 元，当前股价对应 PE 为 18.1/14.9/12.4 倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

● 高潜品类增长突出，人民币贬值增厚盈利

2022H1 外围承压因素下，床垫及定制等高潜品类增长达到 20%+ 的增速。2022H1 沙发/床及床垫/定制家具/集成产品实现收入分别为 47.1 亿元/17.2 亿元/3.5 亿元/14.6 亿元，同比增长 14.4%/23.8%/20.7%/4.9%。分区域：2022H1 境内收入 50.99 亿元，同比+6.24%；境外收入 36.66 亿元，同比+24.12%。盈利端 2022H1 净利率 10.2%，同比+0.45pct，分季度看 2022Q1/2022Q2 净利率分别为 10.1%/10.3%，同比-0.1pct/0.9pct。我们判断 2022H1 公司净利率的提升主要系（1）2022Q2 成本边际改善提振毛利率，具体看公司核心原材料成本 TDI 吨价格 2022Q2 环比-7.1%，聚醚吨价格 2022Q2 环比-3.3%；（2）人民币贬值带来汇兑收益增加。如果剔除汇兑收益的影响，我们测算 2022H1 净利率是 8.94%，同比-0.01pct。

● 经销商赋能及投资建设致现金流短暂承压

2022H1 经营活动现金流净额/合同负债分别为 0.35/15.43 亿元，同比-91.95%/-35.66%，我们判断主要系疫情期间公司给经销商赋能，主动调整预收账款政策所致，2022H1 投资活动现金流净额-3.83 亿元，同比-301.71%，主要系公司华中（黄冈）基地项目投资增加所致。

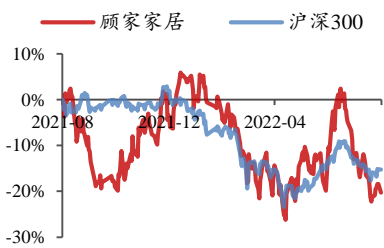
● **风险提示：**终端需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、拓店速度大幅不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,010	26,373	31,415
YOY(%)	14.2	44.8	20.0	19.8	19.1
净利润(百万元)	845	1,664	2,023	2,447	2,947
YOY(%)	-27.2	96.9	21.5	21.0	20.4
毛利率(%)	35.2	28.9	35.1	35.2	35.3
净利率(%)	6.7	9.1	9.2	9.3	9.4
ROE(%)	12.2	20.2	21.6	22.4	22.6
EPS(摊薄/元)	1.03	2.03	2.46	2.98	3.59
P/E(倍)	43.3	22.0	18.1	14.9	12.4
P/B(倍)	5.4	4.6	4.0	3.4	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《引领计划即将靓丽收官，助商政策强化渠道优势——公司信息更新报告》-2022.6.13

《2021 全屋大家居持续推进，2022Q1 业绩逆势高增——公司信息更新报告》-2022.4.22

《白电视角看家居，安踏视角看顾家——公司深度报告》-2022.3.10

目 录

1、业绩韧性增长，高潜品类表现较优	3
2、2022Q2 成本环比改善外加人民币贬值致盈利提升	4
3、经销商赋能及投资建设致现金流短暂承压	5
4、盈利预测与投资建议	6
5、风险提示	7
附：财务预测摘要	8

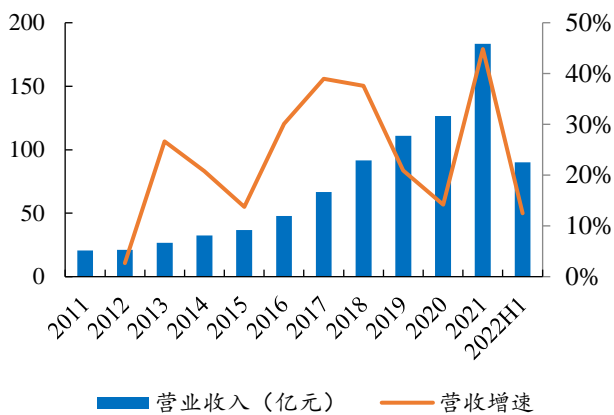
图表目录

图 1：2022H1 营收同比+12.47%	3
图 2：2022Q2 营收同比+5.71%	3
图 3：2022H1 归母净利润同比+15.3%	3
图 4：2022Q2 归母净利润同比+15.8%	3
图 5：2022H1 境内/境外收入分别同比+6.2%/24.1%	4
图 6：2022H1 境内/境外毛利率同比+0.81pct/0.46pct	4
图 7：2022H1 期间费率同比-2.1pct	5
图 8：2022H1 毛利率/净利率分别同比+0.1pct/+0.5pct	5
图 9：财务费率下降致 2022Q2 期间费率下滑	5
图 10：2022Q2 毛利率/净利率环比-1.7pct/0.2pct	5
图 11：2022H1 经营活动现金流净额同比-91.95%	6
图 12：2022H1 投资活动现金流净额同比-301.71%	6
图 13：2022Q2 合同负债同比-82%	6
表 1：床垫及定制等高潜品类韧性增长	4

1、业绩韧性增长，高潜品类表现较优

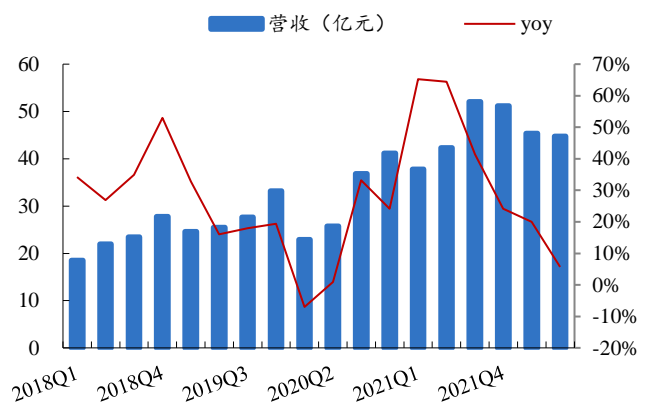
2022H1 公司实现营业收入 90.16 亿元，同比+12.47%，实现归母净利润 8.91 亿元，同比+15.32%，实现扣非归母净利润 7.81 亿元，同比+17.19%。实现基本每股收益 1.08 元，加权 ROE10.72%，同比-0.05pct。单二季度看：2022Q2 实现营收 44.76 亿元，同比+5.71%，实现归母净利润 4.48 亿元，同比+15.53%，实现扣非净利润 3.99 亿元，同比+14.36%。回顾公司 2022Q2 经营情况，随着华东疫情逐步改善，我们判断公司业绩呈现逐月递增态势，其中 6 月是二季度收入的主要贡献月。具体看 4 月至 5 月在 12 亿元助商资金扶持下，公司经营逆势实现正增长表现领先同行，6 月处于 70 天引领计划的收官冲刺阶段，外加助商资金最后消化及前期库存清理后的补库阶段，同时又有 618 活动加持，预计经营表现优于 4 月和 5 月。

图1：2022H1 营收同比+12.47%



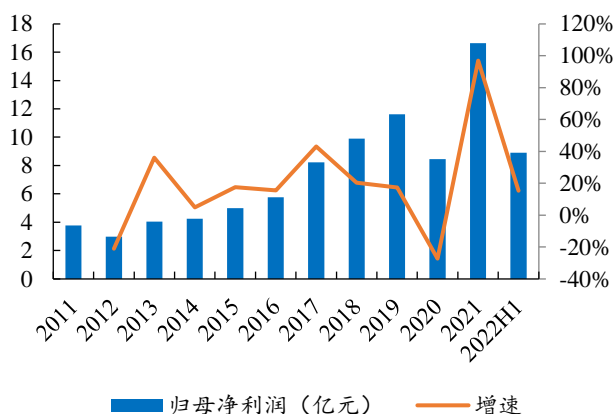
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q2 营收同比+5.71%



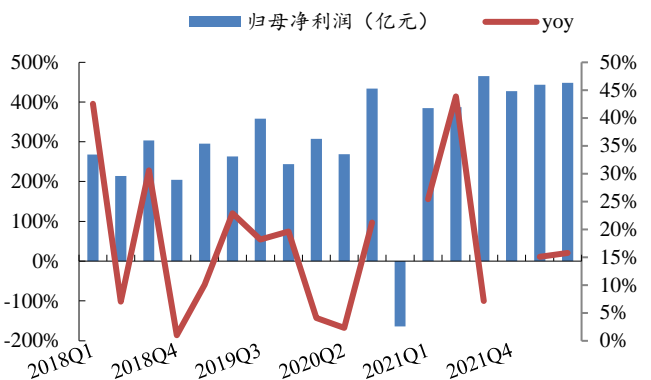
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022H1 归母净利润同比+15.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q2 归母净利润同比+15.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

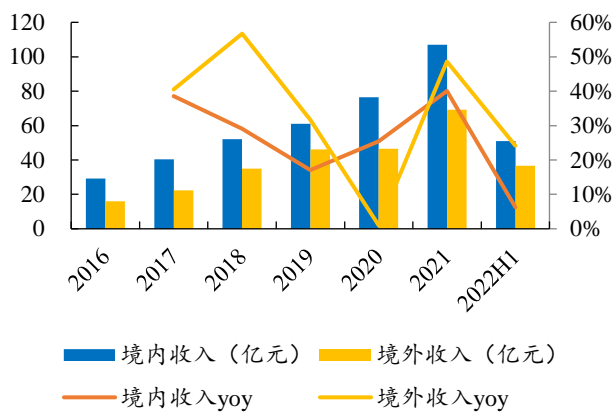
分产品看：2022H1 外围承压因素下，床垫及定制等高潜品类韧性增长达到 20%+ 的增速。2022H1 沙发/床及床垫/定制家具/集成产品实现收入分别为 47.1 亿元/17.2 亿元/3.5 亿元/14.6 亿元，分别同比增长 14.4%/23.8%/20.7%/4.9%。分区域看：2022H1，

国内和境外收入分别为 50.99 亿元和 36.66 亿元，同比增速分别为 6.24%和 24.12%。内销增速放缓我们判断主要系国内华东疫情（华东地区占公司国内总收入的 40%左右）及地产疲软所致。

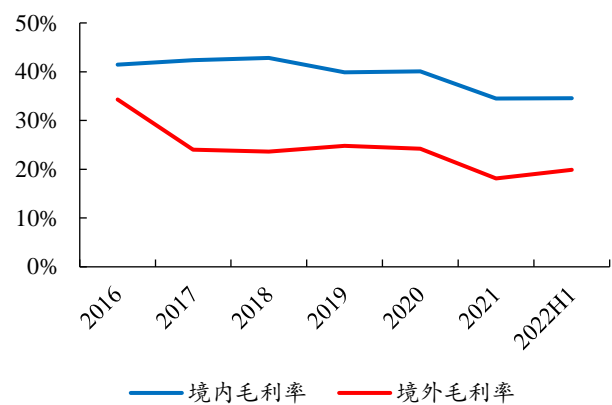
表1：床垫及定制等高潜品类韧性增长

单位（亿元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
沙发	36.9	51.4	58.3	64.1	92.7	47.1
Yoy	30.0%	39.3%	13.4%	10.0%	44.5%	14.4%
床及床垫	8.9	11.3	19.5	23.4	33.4	17.2
Yoy	36.3%	27.8%	72.5%	19.7%	42.8%	23.8%
定制	0.9	2.1	3.4	4.6	6.6	3.5
Yoy	146.5%	61.8%	32.9%	146.5%	44.8%	20.7%
集成产品	12.42	16.10	19.06	22.25	31.40	14.6
Yoy	31.4%	29.6%	18.4%	16.7%	41.1%	4.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2022H1 境内/境外收入分别同比+6.2%/24.1%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022H1 境内/境外毛利率同比+0.81pct/0.46pct


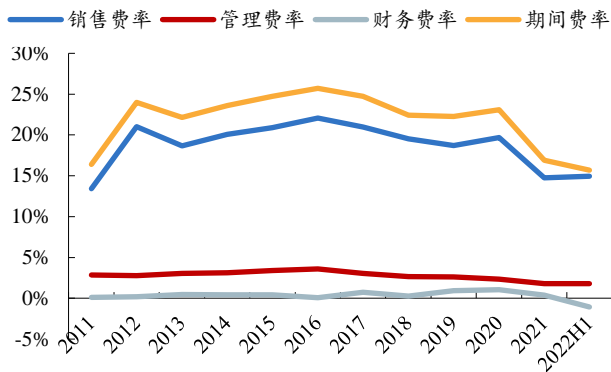
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2022Q2 成本环比改善外加人民币贬值致盈利提升

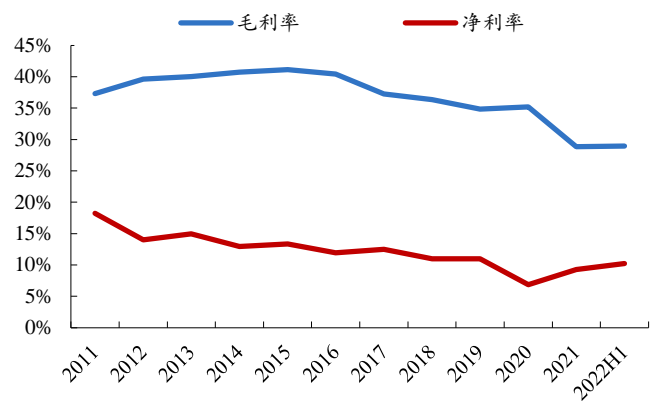
2022H1 净利率 10.2%，同比+0.45pct，分季度看 2022Q1/2022Q2 净利率分别为 10.1%/10.3%，分别同比-0.1pct/0.9pct。我们判断 2022H1 公司净利率的提升主要系（1）2022 上半年尤其是 2022Q2 成本边际改善提振毛利率，2022H1 毛利率 29%，同比+0.1pct，具体看公司核心原材料成本 TDI 吨价格 2022Q2 环比-7.1%，聚醚吨价格 2022Q2 环比-3.3%；（2）人民币贬值带来汇兑收益增加。美联储加息致美元持续走强，人民币呈现贬值趋势，以美元标价的外销产品收入与毛利率将上升；同时公司的美元应收账款会产生汇兑收益。如果剔除汇兑收益的影响，我们测算 2022H1 净利率是 8.94%，同比-0.01pct。

另外管理费率及销售费率方面，2022H1 管理费率 1.8%，同比-1.8pct；销售费率 15.0%，同比+0.9pct，销售费率上升主要系 2022 上半年多重压力因素下，公司仍持

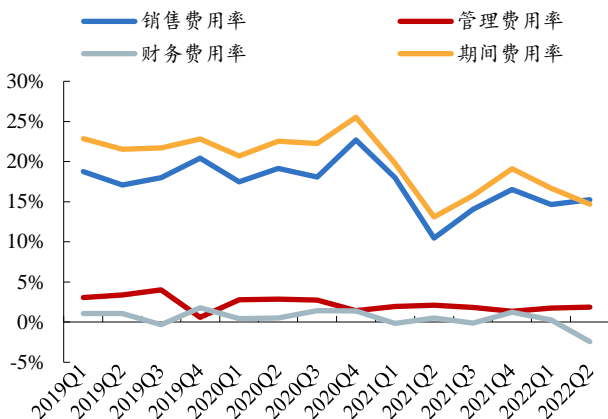
续加大营销投入力度，品牌宣传效应明显：春节以“家家乐享顾家年”为话题，吸引大批年轻人参与，私欲领域媒体曝光超 8.73 亿次；“618”活动期间公司联合“央视财经”开展全国联动直播，直播观看人数 1864 万，同时借助“欧阳娜娜”助力品牌年轻化破圈，全网曝光量 6.31 亿次，此外联名“天天爱消除”IP 打造线上线下全方位场景体验，全网曝光量超 1.2 亿次。

图7：2022H1 期间费率同比-2.1pct


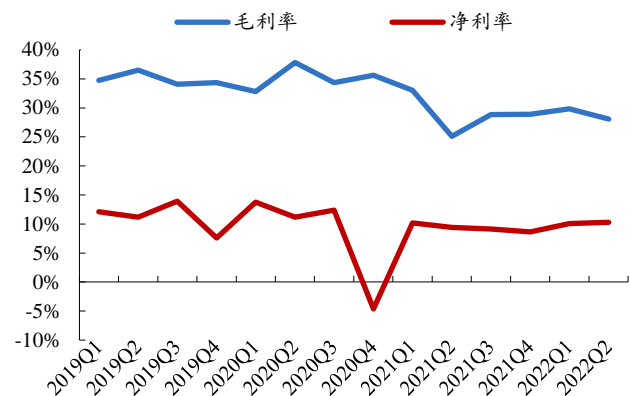
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022H1 毛利率/净利率分别同比+0.1pct/+0.5pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：财务费率下降致 2022Q2 期间费率下滑


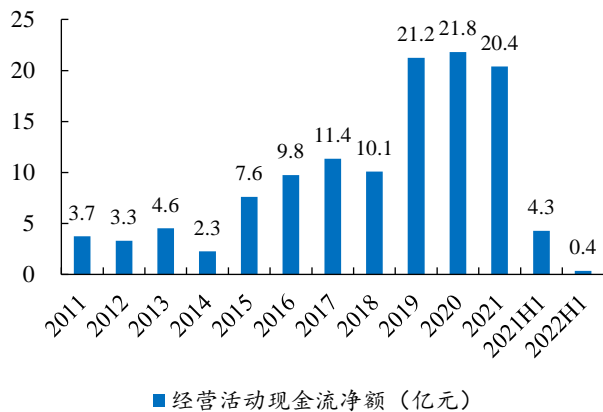
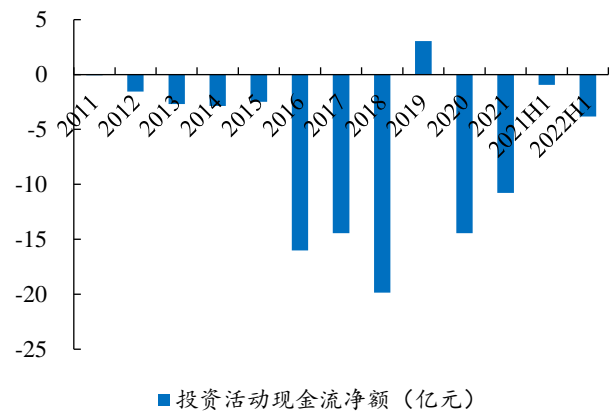
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022Q2 毛利率/净利率环比-1.7pct/0.2pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、经销商赋能及投资建设致现金流短暂承压

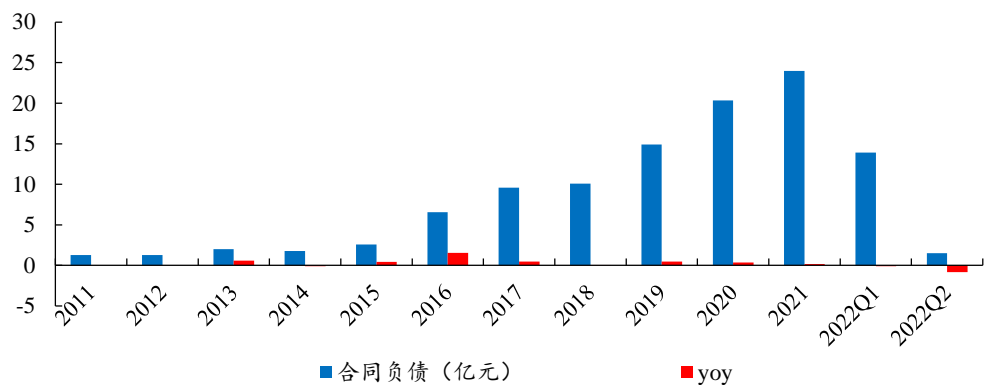
2022H1 经营活动现金流净额 0.35 亿元，同比-91.95%，我们判断主要系疫情期间公司为给经销商赋能，主动调整预收账款政策所致。2022H1 投资活动现金流净额 -3.83 亿元，同比-301.71%，主要系公司华中（黄冈）基地年产 60 万标准套软体、400 万方定制家居产品项目及 100 万套软体家居及配套产业项目投资增加所致。

图11: 2022H1 经营活动现金流净额同比-91.95%

图12: 2022H1 投资活动现金流净额同比-301.71%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2022H1 末合同负债 15.43 亿元, 同比-35.66%, 我们判断主要受疫情营销, 公司对经销商收款策略进行调整以帮助经销商改善现金流, 减轻经营压力。拆分季度看我们判断二季度公司对经销商的赋能力度进一步加大。具体看 2022Q1 合同负债 13.92 亿元, 同比-11%, 2022Q2 净增合同负债仅 1.51 亿元, 对比 2021Q2 的 8.33 亿元同比大幅下滑 82%。

图13: 2022Q2 合同负债同比-82%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

整体来看 2022H1 在国内疫情对内需造成冲击外加海外需求疲软等压力下, 公司依旧保持了业绩的韧性增长。总体实现收入 90.16 亿元 (+12.47%) / 归母净利润 8.91 亿元 (+15.32%) / 扣非归母净利润 7.81 亿元 (+17.19%)。2022Q2 实现营收 44.76 亿元, 同比+5.71%, 实现归母净利润/扣非归母净利润 4.48/3.99 亿元, 同比+15.53%/+14.36%。

站在当前时点看 2022H1, 我们认为 (1) 美联储加息有望使大宗原材料回落, 进一步弱化公司成本端压力; (2) 美元走强预期较强, 人民币贬值会进一步增厚公司业绩; (3) 下半年一般是软体家居的传统消费旺季, 多重节假日活动有望边际提振终端消费需求。综合以上我们维持盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为

20.23/24.47/29.47 亿元,对应 EPS 2.46/2.98/3.59 元,当前股价对应 PE 为 18.1/14.9/12.4 倍,看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展,维持“买入”评级。

5、风险提示

终端需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、拓店速度大幅不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6360	8441	8739	10399	12159
现金	2241	3198	3011	3766	4649
应收票据及应收账款	1109	1698	2304	2055	2892
其他应收款	112	145	163	206	233
预付账款	89	108	128	155	182
存货	1871	2441	2282	3366	3352
其他流动资产	938	851	851	851	851
非流动资产	6678	7498	8234	9070	9916
长期投资	18	31	56	81	99
固定资产	2691	3206	3935	4723	5568
无形资产	733	832	930	1039	1081
其他非流动资产	3237	3429	3313	3227	3168
资产总计	13038	15939	16972	19469	22075
流动负债	5405	7008	6701	7455	7906
短期借款	233	469	469	469	469
应付票据及应付账款	1543	2035	1884	2803	2772
其他流动负债	3629	4504	4348	4183	4666
非流动负债	529	528	622	726	757
长期借款	400	0	94	198	229
其他非流动负债	129	528	528	528	528
负债合计	5934	7536	7323	8181	8663
少数股东权益	364	384	442	519	598
股本	632	632	822	822	822
资本公积	3424	3750	3560	3560	3560
留存收益	3080	4166	5125	6223	7570
归属母公司股东权益	6740	8019	9207	10769	12814
负债和股东权益	13038	15939	16972	19469	22075

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2180	2041	2159	2677	2977
净利润	867	1701	2081	2524	3025
折旧摊销	253	302	298	371	448
财务费用	132	72	126	150	156
投资损失	-192	-87	-131	-181	-204
营运资金变动	625	-184	-210	-184	-447
其他经营现金流	496	237	-5	-3	-1
投资活动现金流	-1444	-1077	-897	-1022	-1088
资本支出	1078	1667	711	811	828
长期投资	84	236	-25	-25	-18
其他投资现金流	-282	826	-211	-236	-278
筹资活动现金流	-1364	81	-1448	-899	-1006
短期借款	-54	235	0	0	0
长期借款	-911	-400	94	105	31
普通股增加	31	-0	190	0	0
资本公积增加	1220	325	-190	0	0
其他筹资现金流	-1649	-79	-1541	-1004	-1036
现金净增加额	-720	979	-187	755	883

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12666	18342	22010	26373	31415
营业成本	8206	13048	14291	17090	20326
营业税金及附加	67	105	149	165	189
营业费用	2494	2703	4224	5050	5969
管理费用	297	328	506	633	754
研发费用	207	302	363	435	518
财务费用	132	72	126	150	156
资产减值损失	-502	-10	0	0	0
其他收益	86	47	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	5	3	1
投资净收益	192	87	131	181	204
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1036	1868	2487	3034	3709
营业外收入	175	207	200	206	197
营业外支出	17	7	13	11	12
利润总额	1195	2068	2674	3228	3894
所得税	328	367	593	704	869
净利润	867	1701	2081	2524	3025
少数股东损益	21	36	58	77	79
归属母公司净利润	845	1664	2023	2447	2947
EBITDA	1421	2303	2909	3531	4251
EPS(元)	1.03	2.03	2.46	2.98	3.59

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	44.8	20.0	19.8	19.1
营业利润(%)	-19.8	80.3	33.1	22.0	22.2
归属于母公司净利润(%)	-27.2	96.9	21.5	21.0	20.4
获利能力					
毛利率(%)	35.2	28.9	35.1	35.2	35.3
净利率(%)	6.7	9.1	9.2	9.3	9.4
ROE(%)	12.2	20.2	21.6	22.4	22.6
ROIC(%)	11.3	17.2	19.8	20.6	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	45.5	47.3	43.1	42.0	39.2
净负债比率(%)	-20.7	-19.5	-20.1	-22.7	-25.3
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	11.9	13.1	11.0	12.1	12.7
应付账款周转率	5.8	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	2.03	2.46	2.98	3.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	2.48	2.63	3.26	3.62
每股净资产(最新摊薄)	8.20	9.76	11.20	13.10	15.59
估值比率					
P/E	43.3	22.0	18.1	14.9	12.4
P/B	5.4	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.4	15.1	11.9	9.6	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn