

轻工制造

2022年08月16日

顾家家居 (603816)

——2022年中报点评：业绩符合预期，高潜品类、新品牌及电商渠道表现亮眼

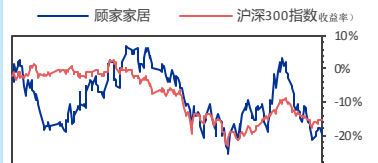
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：		2022年08月15日
收盘价(元)		44.08
一年内最高/最低(元)		80.2/41.86
市净率		4.5
息率(分红/股价)		2.99
流通A股市值(百万元)		36229
上证指数/深证成指		3276.09/12460.22
注：“息率”以最近一年已公布分红计算		

基础数据：		2022年06月30日
每股净资产(元)		9.78
资产负债率%		43.81
总股本/流通A股(百万)		822/822
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《顾家家居(603816)点评：2021年年报及2022年一季报点评：22Q1收入利润增速超预期，验证增长韧性；持续推进品类融合、渠道提效，未来增长可期》2022/04/22

《顾家家居(603816)点评：二期经销商增持计划深度绑定，彰显渠道充足信心》2022/03/05

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

庞盈盈 A0230522060003
panqyy@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 2022年中报，业绩符合预期。**2022H1 实现收入 90.16 亿元，同比增长 12.5%；实现归母净利润 8.91 亿元，同比增长 15.3%；扣非净利润 7.81 亿元，同比增长 17.2%；其中 Q2 单季收入 44.76 亿元，同比增长 5.7%，归母净利润 4.48 亿元，同比增长 15.5%，扣非净利润 3.99 亿元，同比增长 14.4%。
- **收入端：高潜品类、新品牌及电商渠道表现亮眼，内生增长强劲。**
- **1) 内销：三大高潜品类持续发力，新品牌及电商渠道增长亮眼。**2022H1 公司内销收入 50.99 亿元，同比增长 6.2%，公司收入增速略有放缓，主要来源于疫情冲击，华东地区占内销收入约 40%，上海及周边地区的疫情封控导致公司线下渠道销售受阻，同时影响工厂发货，导致订单向收入的转化时间延长，阶段性影响 Q2 内销收入表现，预计 Q3 将有所恢复。此外高端品牌 Natuzzi 销售渠道和产能主要位于上海，预计 Natuzzi 2022Q2 收入大双位数下滑，若剔除 Natuzzi 影响预计 Q2 内生内销仍实现正增长，体现公司的增长韧性。**三大高潜品类仍然是收入增长的主要贡献源**，我们预计 2022Q2 三大高潜品类内销收入贡献已经超过 50%，公司持续推动“软体+定制”融合一体化发展，多元化品类产生共振效应，22Q2 三大高潜品类仍保持稳健增长，疫情及地产冲击下业绩表现仍亮眼。**新品牌天禧派加速渠道下沉**，借力顾家体系的供应链、生产研发及渠道优势，收入持续高增，考虑天禧派基数较小，以及下沉地区受疫情影响较弱，预计 22Q2 天禧派收入增速大双位数增长，**电商渠道为公司长期布局的流量入口**，疫情期间线下流量冲击较大，公司充分发挥多元渠道优势，积极通过线上直播、微信群营销等方式实现线上获客成交，预计 22H1 电商渠道收入增长约 30%，良性的渠道结构极大提升了公司抗风险能力，保障公司在疫情冲击下仍然逆势增长。**公司 618 零售单数据进一步验证上述逻辑**，公司 618 活动(5.16-6.29)线上线下零售单总额 22.7 亿元，同比增长 38.3%，期间定制预订单同比增长 82%、顾家功能同比增长 70%、天禧派同比增长 91%、电商业务同比增长 67%，高潜品类、新品牌及电商渠道持续高增，考虑下单周期，预计收入增长将体现在 Q3 的报表端，叠加疫后需求的改善，2022H2 内销收入有望恢复至双位数以上增长。
- **2) 外销：收入增速亮眼，顾家床垫外销高增。**公司积极推动外外贸产研销一体化整合，针对性研发高性价比、易安装、易生产、高装箱量的成本竞争力产品，持续推动中低端系列成本下探；布局越南及墨西哥基地，提升全球供应链效率，聚焦战略国家核心客户资源投入，加强本地化研发能力建设，储备人才。2022H1 公司外销收入 36.67 亿元，同比增长 24.1%，表现亮眼。随着顾家床垫品类逐渐培育成熟，产品竞争力大幅提升，2021 年公司积极推进顾家床垫的外销并快速放量，我们预计受顾家床垫拉动，2022H1 外销床垫同比增长 40%以上。
- **利润端：22H1 内外销毛利率实现提升，2022H2 盈利能力有望进一步增强。**2022H1 公司毛利率 29.0%，同比提升 0.1pct，其中内销毛利率 34.6%，同比提升 0.8pct，外销毛利率 19.9%，同比提升 0.5pct，净利率 9.9%，同比提升 0.2pct。22Q2 公司毛利率 28.1%，同比下降 0.5pct(还原运费调整的影响)，预计主要因毛利率较低的外销收入占比提升；22Q2 净利率 10.3%，同比提升 0.9pct，主要系 Q2 人民币快速贬值，贡献较多汇兑收益，2022Q2 财务费用率同比下降 2.7pct 至 -2.4%。随着公司外贸价值链的持续整合，内部降本增效，预计外贸利润率仍有较大改善空间，且目前国内需求正处于逐步恢复阶段，我们预计 2022H2 内销收入占比将有所回升，进一步提振整体盈利水平。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	18,342	9,016	21,113	25,433	30,736
同比增长率(%)	44.8	12.5	15.1	20.5	20.8
归母净利润(百万元)	1,664	891	2,007	2,430	2,940
同比增长率(%)	96.9	15.3	20.6	21.0	21.0
每股收益(元/股)	2.63	1.08	2.44	2.96	3.58
毛利率(%)	28.9	29.0	30.2	30.4	30.7
ROE(%)	20.8	11.1	20.0	19.5	19.1
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **展望未来，大家居战略带动客单值提升，组织架构变革、数字化改造持续赋能渠道，供应链优化升级：**
- **1) 定位全屋型企业，打造战略协同和产业势能。**公司大家居战略渐入佳境，软体家居方面，休闲沙发为基本盘保持稳定增长，功能沙发、床垫品类高速增长，功能铁架自产率持续提升，降本同时提高自主设计能力，床垫推出 IDEEP、深睡等高端系列，品牌力持续深化，目前软体领域公司拥有 Natuzzi、Rolfbenz、顾家、天禧派多品牌矩阵，差异化定位，满足不同价格带消费者需求，单品类提高市占率。定制家居方面，工业 4.0 生产研发基地启动（年产值 22 亿元），保障前端渠道进攻，公司充分推动“软体+定制”融合发展，一体化研发、设计、生产、搭配、体验、交付、售后，区别于行业传统的选品搭配，提供真正的一站式购齐服务。软体柜类双专业释放战略协同效应，软体品类产品力、品牌力卓越，奠定全屋基础，定制前置流量入口，充分发挥产业势能，为软体品类高效导流，全屋空间销售为消费者提供一站式家居解决方案。618 活动期间公司全屋融合订单金额同比增长 248%，融合单金额占比 10.5%，融合大店同店收入同比增长 48%，充分体现公司全屋型企业的优势。
- **2) 组织架构持续优化，加强消费者洞察，带动渠道提质增效。**2021 年 10 月公司内部进行了新一轮组织架构调整，形成了价值中心、赋能中心及服务中心的架构，其中价值中心包括产品中台事业部、营销前台事业部、品牌及业务价值一体化事业部。本轮变革的核心在于分品类设计产品中台，进一步丰富完善原有事业部机制，实现前中后台的打通，从而提高顾家的产品企划、生产制造及运营能力，实现消费者品牌的打造。**2018 年以来公司持续推动组织架构变革，但唯一不变的是追求效率的提升，改革势能逐渐积蓄，奠定长期发展基础。**2018 年开始公司持续推动区域零售中心改革，缩短决策层级，前置渠道管理和营销职能，赋能终端渠道，同时公司积极推进“1+N+X”的店态扩张战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店布局速度，截至 2022H1 末公司综合店及大店占比接近 40%，同时 2022H1 公司成立整装家装渠道拓展部，X 渠道探索进入实质性的业务发展阶段。2020 年公司开始推进仓配服务体系建设，帮助经销商聚焦前端获客成交的运营职能，2021 年区域仓已经覆盖浙江及江苏经销商业务，实现从 0 到 1 的突破，仓配服务体系已形成初步可复制性，2022 年新增试点山东区域，仓配服务的建设为公司后续渠道专业化改革奠定基础。
- **3) 数字化持续推进，加强终端沟通效率，推动零售转型。**2021 年公司实现门店信息化全覆盖，及时掌握终端零售动态，有效减轻终端服务管理压力，并提高总部和终端的沟通效率，精准安排营销活动，优化排产，加强消费者洞察。公司数字化持续赋能终端：**1) 数字化媒体投放**，积极推动抖音、微信短视频等新媒体投放，提高品牌曝光率，做厚潜在客户池。**2) 新流量管道**，公域采取官方直播、店播直播、全域平台种草等措施进行数字化营销，并通过潜在客户池、视频号充分挖掘私域流量，公私域流量实时引流向门店。**3) 营销工具**，公司的三加一小程序（三为顾家图集、3D 设计图和用户实景图，一为微购会）为导购和终端门店提供了线上主动营销的工具，实现线下和线上的有机结合，推动获客成交。
- **4) 全球化供应链布局，制造效率持续提升。**2021 年公司相继布局西南生产基地、杭州基地产能扩建、及墨西哥生产基地，2022 年将启动 3 个新基地规划论证（华南、华北、嘉兴二），至此公司已经形成了国内华东、华中、华北、西南四大区域以及墨西哥、马来西亚、越南海外基地的产能布局。公司全球化产能的布局，不仅可以有效提高交付效率，充分避免海运、贸易冲突等外部扰动导致的不利影响，保障供应链的稳定，也为公司未来内外销的收入增长奠定基础。
- **产品力、渠道力领先，软体龙头集中度提升逻辑持续兑现。**软体家居赛道：1) 存量房二次装修占比高，与新房关联度较弱，长期看消费属性将逐步超越周期属性。2) 产品属性更强，渠道结构稳定，更易形成高集中度龙头。**公司：**高潜品类发力增长，各品类均形成强大竞争力，渠道店态融合渐入佳境，全屋型企业轮廓清晰，未来各品类板块形成高效协同，多品类融合推进打开增长天花板，多品牌系列扩张提高单品类市占率；产品中台事业部设立强化产品竞争力，区域零售中心改革赋能终端零售，围绕“1+N+X”店态推动品类融合和渠道深耕，仓配服务体系优化渠道效率，随着门店信息化的落实，数字化与新零售进一步推动零售转型，alpha 有效穿越地产周期。考虑公司华东区域收入占比较高，2022Q2 销售和出口受疫情影响较大，小幅下调公司 2022-2024 年归母净利润盈利预测至 20.07/24.30/29.40 亿元（前值为 20.79/25.17/30.63 亿元），分别同比增长 20.6%/21.0%/21.0%，目前股价对应 PE 分别为 18X/15X/12X，维持“买入”评级！
- **风险提示：**终端需求恢复缓慢，地产销售持续低迷。

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,666	18,342	21,113	25,433	30,736
其中: 营业收入	12,666	18,342	21,113	25,433	30,736
减: 营业成本	8,870	13,048	14,740	17,699	21,307
减: 税金及附加	67	105	127	153	184
主营业务利润	3,728	5,189	6,246	7,581	9,245
减: 销售费用	1,830	2,703	3,167	3,815	4,610
减: 管理费用	297	328	380	458	553
减: 研发费用	207	302	359	432	523
减: 财务费用	132	72	75	73	56
经营性利润	1,263	1,784	2,265	2,803	3,503
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-8	-39	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-502	-10	12	0	0
加: 投资收益及其他	284	132	95	95	94
营业利润	1,036	1,868	2,373	2,898	3,597
加: 营业外净收入	159	200	179	193	145
利润总额	1,195	2,068	2,552	3,091	3,742
减: 所得税	328	367	500	608	738
净利润	867	1,701	2,051	2,483	3,004
少数股东损益	21	36	44	53	64
归属于母公司所有者的净利润	845	1,664	2,007	2,430	2,940
全面摊薄总股本	632	632	822	822	822
每股收益 (元)	1.39	2.65	2.44	2.96	3.58

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。