

信义山证汇通天下

证券研究报告

轻工制造

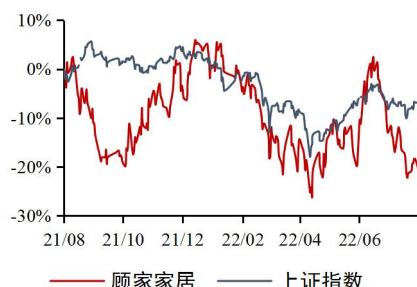
顾家家居 (603816.SH)

买入-A(首次)

2022年8月15日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2022年8月15日

收盘价 (元):	44.08
年内最高/最低 (元):	80.20/41.86
流通 A 股/总股本 (亿):	8.22/8.22
流通 A 股市值 (亿):	362.29
总市值 (亿):	362.29

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

- 公司披露 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 90.16 亿元，同比增长 12.47%，实现归母净利润 8.91 亿元，同比增长 15.32%，实现扣非净利润 7.81 亿元，同比增长 17.19%。

事件点评

- **22H1 内销受疫情扰动增速放缓，预计营收后续恢复增长势头较强：**22H1，公司实现营收 90.16 亿元，同比增长 12.47%，其中 22Q1、22Q2 分别实现营收 45.40、44.76 亿元，同比增长 20.05%、5.71%。分区域看，22H1，公司内销、外贸业务分别实现营收 50.99、36.66 亿元，同比增长 6.2%、24.1%，外销增长韧性较强，内销业务受华东地区疫情影响增速放缓。今年 618 期间（5.16-6.20 日），公司零售分销系统录入订单金额为 22.71 亿元，同比增长 38.3%，预计后续内销恢复增长势头较强。**22H1，公司实现归母净利润 8.91 亿元，同比增长 15.32%，其中 22Q1、22Q2 分别实现归母净利润 4.43、4.48 亿元，同比增长 15.11%、15.53%，今年上半年和 2 季度，公司业绩增幅高于营收主要为毛利率优化、美元升值使得公司汇兑收益同比增加。**

- **切入整装渠道强化前置流量获取，品牌影响力持续强化：**渠道拓展方面，公司坚持“1+N+X”渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店布局速度，同时于 5 月 26 日举办“新价值链整装”模式及招商发布会，推出专供整装渠道的“顾家星选”产品系列，开始探索整装新渠道，强化家装前置流量获取。今年疫情期间，公司推出 12 亿助商计划，其中 6 亿助商专项资金用于解决经销商短期资金压力，3 亿专项营销补贴用于零售市场进攻，3 亿渠道建设专项补贴用于逆势扩张，与经销商共克时艰。产品研发方面，公司已形成“全品类、多品牌、多层次”的产品矩阵，22H1，沙发、床类产品、定制产品、集成产品实现收入 47.09、17.23、3.54、14.59 亿元，同比增长 14.4%、23.8%、20.5%、4.9%，预计顾家定制实现 26% 以上的增长。品牌建设方面，今年公司签约欧阳娜娜为品牌大使，品牌形象再度靠近年轻消费群体，“618”活动期间，借助欧阳娜娜“向往生活，就要娜样”直播发布会助力品牌年轻化破圈，全网曝光量超 6.31 亿次。8 月 12 日，顾家家居与央视二次合作开启直播活动，全网观看人数超过 2600 万，直播间实现 17 万以上的预约客户数、约 9.7 万单订单转化。

- **22H1 内外销毛利率均同比提升，经营现金流短期承压：**盈利能力方面，22H1，公司毛利率同比提升 0.1pct 至 29.0%，其中 22Q2 毛利率同比提升 3.0pct 至 28.1%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



22H1，内销、外销毛利率分别为 34.6%、19.9%，同比提升 0.8、0.5pct。费用率方面，22H1，公司期间费用率合计下降 0.4pct 至 17.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 15.0%/1.8%/1.7%/-1.1%，同比+0.9/-0.3/+0.2/-1.3pct，财务费用率下滑主要为美元升值使得公司汇兑收益实现 1.15 亿元（21H1 为汇兑损失 1712 万元），综合影响下，22H1，公司销售净利率为 10.2%，同比提升 0.5pct。存货方面，截至 22H1 末，公司存货 21.1 亿元/+11.50%，存货周转天数 64 天，同比增加 5 天。现金流方面，22H1 公司经营活动现金流净额为 0.35 亿元，同比下降 91.95%，主要为疫情影响下公司对经销商进行帮扶，动态调整经销商付款节奏，预收账款减少所致。

投资建议

➤ 2022 年上半年，公司内销业务受到疫情影响增速放缓，但三大高潜品类培育良好；外销业务韧性较强，盈利能力实现同比回升。展望下半年，预计公司内销业务增长势头较强，外销业务盈利能力在自身经营效率提升、外部压力减轻背景下具备向上空间。中长期看，公司作为我国软体家居龙头，2018 年进行零售化转型，聚焦用户运营、门店数字化和品类全屋化拓展，看好公司大家居战略持续推进，加速提升市场份额。我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.46、3.00 和 3.60 元，对应公司 22、23 年 PE 约为 18、15 倍，给予“买入-A”建议。

风险提示

➤ 地产销售恢复不及预期；全品类整合不及预期；原材料价格持续高位；市场竞争加剧。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,020	26,564	32,063
YoY(%)	14.2	44.8	20.1	20.6	20.7
净利润(百万元)	845	1,664	2,024	2,464	2,959
YoY(%)	-27.2	96.9	21.6	21.7	20.1
毛利率(%)	35.2	28.9	31.8	32.4	32.8
EPS(摊薄/元)	1.03	2.03	2.46	3.00	3.60
ROE(%)	12.2	20.2	21.6	22.5	22.6
P/E(倍)	43.9	22.3	18.3	15.0	12.5
P/B(倍)	5.5	4.6	4.0	3.4	2.9
净利率(%)	6.7	9.1	9.2	9.3	9.2

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6360	8441	9367	11538	14135	营业收入	12666	18342	22020	26564	32063
现金	2241	3198	4030	4518	6629	营业成本	8206	13048	15018	17949	21555
应收票据及应收账款	1109	1698	1672	2394	2514	营业税金及附加	67	105	149	166	193
预付账款	89	108	128	157	187	营业费用	2494	2703	3743	4622	5611
存货	1871	2441	2522	3410	3714	管理费用	297	328	440	505	577
其他流动资产	1050	996	1014	1060	1091	研发费用	207	302	506	638	834
非流动资产	6678	7498	8155	8975	9880	财务费用	132	72	-189	-228	-292
长期投资	18	31	56	81	107	资产减值损失	-502	-10	0	0	0
固定资产	2691	3206	3856	4596	5458	公允价值变动收益	5	-2	5	6	3
无形资产	733	832	930	1039	1081	投资净收益	192	87	131	138	137
其他非流动资产	3237	3429	3313	3259	3235	营业利润	1036	1868	2488	3057	3725
资产总计	13038	15939	17522	20513	24015	营业外收入	175	207	200	206	197
流动负债	5405	7008	7260	8490	9816	营业外支出	17	7	13	11	12
短期借款	233	469	469	469	469	利润总额	1195	2068	2676	3251	3911
应付票据及应付账款	1543	2035	2083	2839	3072	所得税	328	367	593	709	872
其他流动负债	3629	4504	4708	5182	6275	税后利润	867	1701	2082	2542	3038
非流动负债	529	528	611	716	755	少数股东损益	21	36	58	78	79
长期借款	400	0	83	188	227	归属母公司净利润	845	1664	2024	2464	2959
其他非流动负债	129	528	528	528	528	EBITDA	1421	2303	2892	3519	4218
负债合计	5934	7536	7871	9206	10572						
少数股东权益	364	384	442	520	599						
股本	632	632	822	822	822						
资本公积	3424	3750	3560	3560	3560						
留存收益	3080	4166	5126	6231	7584						
归属母公司股东权益	6740	8019	9208	10787	12845						
负债和股东权益	13038	15939	17522	20513	24015						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	2180	2041	2795	2049	3863						
净利润	867	1701	2082	2542	3038						
折旧摊销	253	302	295	364	440						
财务费用	132	72	-189	-228	-292						
投资损失	-192	-87	-131	-138	-137						
营运资金变动	625	-184	742	-485	818						
其他经营现金流	496	237	-5	-6	-3						
投资活动现金流	-1444	-1077	-816	-1040	-1205						
筹资活动现金流	-1364	81	-1146	-521	-547						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	1.03	2.03	2.46	3.00	3.60	P/E	43.9	22.3	18.3	15.0	12.5
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	2.48	3.40	2.49	4.70	P/B	5.5	4.6	4.0	3.4	2.9
每股净资产(最新摊薄)	8.20	9.76	11.20	13.12	15.63	EV/EBITDA	24.8	15.3	11.8	9.6	7.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

