

顾家家居 (603816.SH)

上半年业绩增长 15%，高潜品类带动增长

买入

核心观点

整体收入增长稳健，二季度主要受华东地区疫情拖累。2022H1 营业收入 90.16 亿元，同比增长 12.47%；其中二季度营业收入 44.76 亿元，同比增长 5.71%。二季度华东地区受疫情影响较为严重，具体体现在一方面消费需求延缓，另一方面交付周期延迟；公司华东地区营收占比较高，尤其纳图兹品牌渠道和产能都在上海，受疫情影响较为严重。

业绩增长稳健，盈利能力进一步提升。归母净利润 8.91 亿元，同比增长 15.32%；扣非归母净利润 7.81 亿元，同比增长 17.19%。二季度归母净利润 4.48 亿元，同比增长 15.53%；扣非归母净利润 3.99 亿元，同比增长 14.36%。

盈利能力有所提升，费用率较为稳定。2022H1 毛利率为 28.96%，同比+0.12pp。费用率维持稳定，其中销售费用率同比+0.93pp 至 14.96%；管理费用率同比-0.24pp 至 1.8%；研发费用率同比+0.14pp 至 1.67%；财务费用率同比-1.26pp 至-1.06%，财务费用下降与汇兑收益增加有关，汇兑收益 1.15 亿元。营业利润率为 11.25%，同比+0.23pp；净利率 9.88%，同比+0.11pp。

分品类：高潜品类增速快。受益于全屋化发展，床类和定制家居业务作为高潜品类增速较快，均同比增长 20%以上。沙发/床类产品/集成产品/信息技术服务/定制家具/红木家具业务收入分别同比 +14.4%/23.8%/4.9%/-2.5%/20.7%/-24.2%。床和床垫、定制家具、功能沙发系公司高潜增长品类，预计全年依然维持较高增速，成为推动公司收入业绩增长的重要引擎。家居类毛利率基本均有提升，其中沙发和定制家具分别提升 0.7 和 0.8 个百分点。

分区域：内贸受疫情拖累，外贸增速更快。2022H1 内贸、外贸收入分别为 50.99 亿元和 36.66 亿元，同比分别+6.2%和 24.1%。内贸增速放缓主要因二季度华东地区受疫情拖累。内贸和外贸毛利率分别为 34.6%和 19.9%，同比分别提升 0.8pp 和 0.5pp。全年预计外贸盈利将持续改善。

经营性现金流好转。截至半年报，经营性净现金流净额为 3500 万，其中一季度、二季度分别为-5.30 亿和 5.64 亿元。一季度现金流主要受到疫情下为给予经销商支持，收款政策变化影响，二季度收款情况已逐渐恢复。

风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好家居龙头稳健增长。公司在疫情和地产链影响下收入和业绩增速依然亮眼，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。维持盈利预测，预计 2022-2024 年的净利润分别 20/24/28 亿元，同增 20.3%/19.0%/17.5%。维持“买入”评级和 53.4~60.9 元的合理估值区间，对应 2022 年 22-25x PE。

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	53.40 - 60.90 元
收盘价	44.50 元
总市值/流通市值	36579/36579 百万元
52 周最高价/最低价	80.20/41.86 元
近 3 个月日均成交额	235.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《顾家家居 (603816.SH) - 软体家具龙头四十年匠心不改，从区域走向全球》——2022-07-21

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,002	26,327	31,084
(+/-%)	14.2%	44.8%	20.0%	19.7%	18.1%
净利润(百万元)	845	1664	2002	2383	2801
(+/-%)	-27.2%	96.9%	20.3%	19.0%	17.5%
每股收益(元)	1.34	2.63	2.44	2.90	3.41
EBIT Margin	11.0%	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	20.8%	21.7%	22.4%	22.7%
市盈率 (PE)	33.3	16.9	18.3	15.3	13.1
EV/EBITDA	21.2	16.8	17.9	15.5	13.6
市净率 (PB)	4.18	3.51	3.97	3.43	2.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩增长稳健，高潜品类增速快

整体收入增长稳健，二季度主要受华东地区疫情拖累。2022H1 营业收入 90.16 亿元，同比增长 12.47%；其中二季度营业收入 44.76 亿元，同比增长 5.71%。二季度华东地区受疫情影响较为严重，具体体现在一方面消费需求延缓，另一方面交付周期延迟；公司华东地区营收占比较高，尤其纳图兹品牌渠道和产能都在上海，受疫情影响较为严重。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业绩增长稳健，盈利能力进一步提升。2022H1 实现归母净利润 8.91 亿元，同比增长 15.32%；扣非归母净利润 7.81 亿元，同比增长 17.19%。其中二季度归母净利润 4.48 亿元，同比增长 15.53%；扣非归母净利润 3.99 亿元，同比增长 14.36%。

图3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

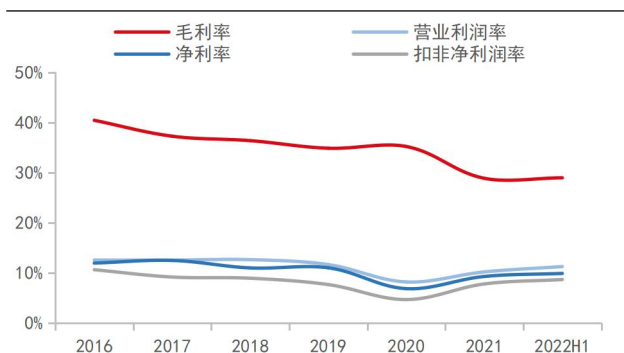
图6：公司单季度扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

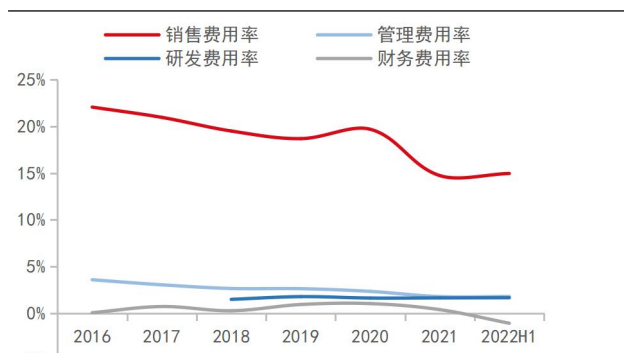
盈利能力有所提升，费用率较为稳定。2022H1 毛利率为 28.96%，同比+0.12pp。费用率维持稳定，其中销售费用率同比+0.93pp 至 14.96%；管理费用率同比-0.24pp 至 1.8%；研发费用率同比+0.14pp 至 1.67%；财务费用率同比-1.26pp 至 -1.06%，财务费用下降与汇兑收益增加有关，财务费用-0.96 亿元，汇兑收益 1.15 亿元，去年同期汇兑收益为-0.17 亿元。营业利润率为 11.25%，同比+0.23pp；净利率 9.88%，同比+0.11pp。

图7：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用率水平

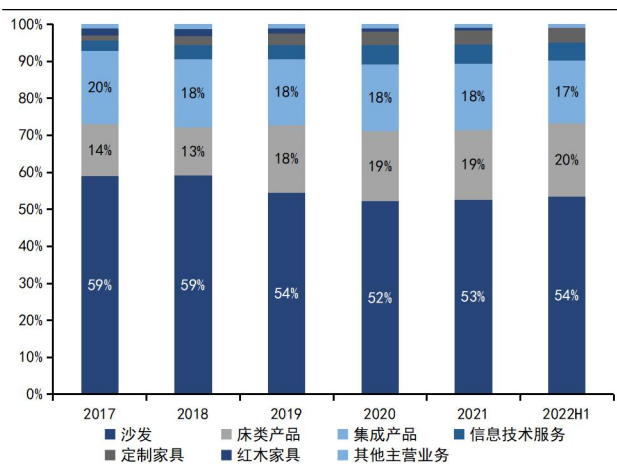


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，高潜品类增速快。沙发/床类产品/集成产品/信息技术服务/定制家具/红木家具业务收入分别为 47.1/17.2/14.6/4.1/3.5/0.4，同比分别 +14.4%/23.8%/4.9%/-2.5%/20.7%/-24.2%。受益于全屋化发展，床类和定制家居业务作为高潜品类增速较快，均同比增长 20%以上。

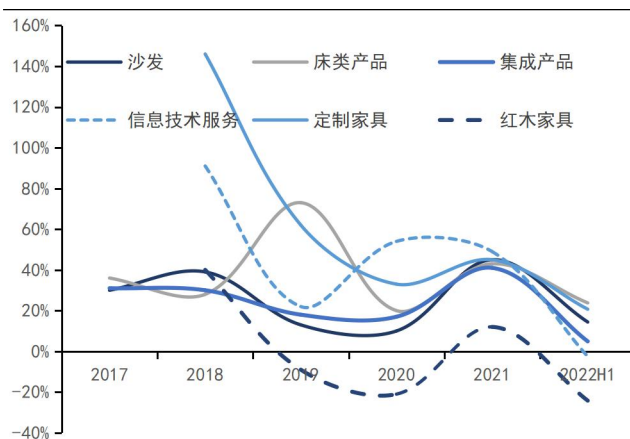
家居类毛利率基本均有提升。沙发/床类产品/集成产品/信息技术服务/定制家具/红木家具业务毛利率分别为 37.4%/37.3%/38.3%/28.1%/88.0%/32.2%；同比分别变化 0.7/0.1/0.2/-5.8/0.8/-7.2pp。

图9：公司品类营收占比



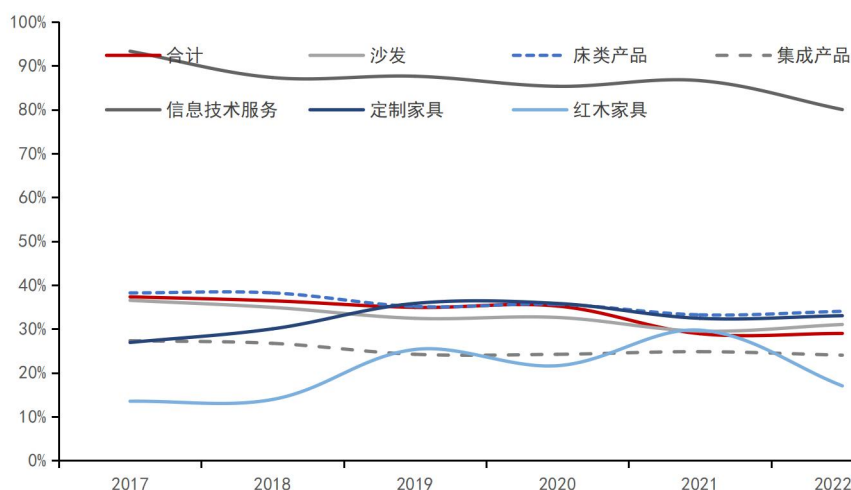
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司品类营收增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

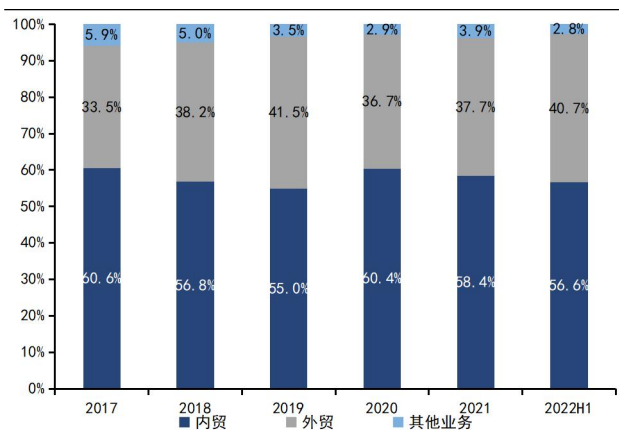
图11：公司品类毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

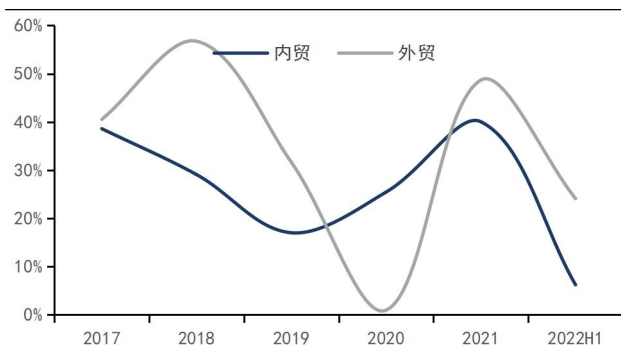
分区域看，内贸受疫情拖累，外贸增速更快。2022H1 内贸、外贸收入分别为 50.99 亿元和 36.66 亿元，同比分别+6.2%和 24.1%。内贸增速放缓主要因二季度华东地区受疫情拖累。内贸和外贸毛利率分别为 34.6%和 19.9%，同比分别提升 0.8pp 和 0.5pp。

图 12: 公司境内外营收占比



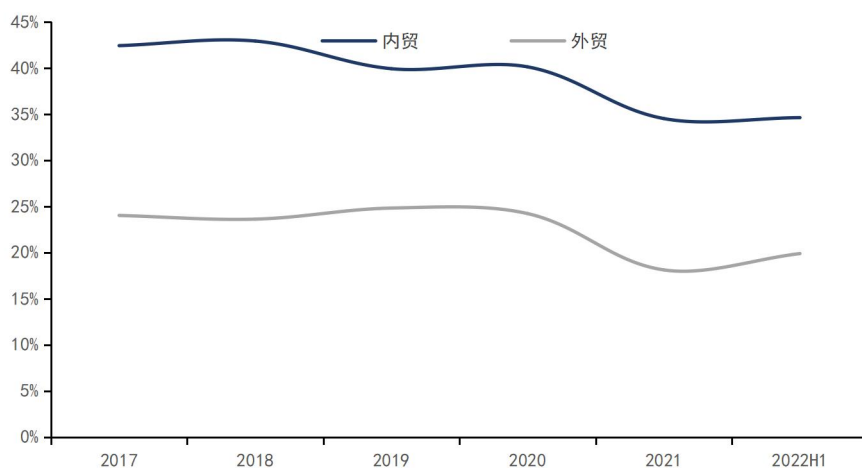
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司境内外营收增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司境内外毛利率

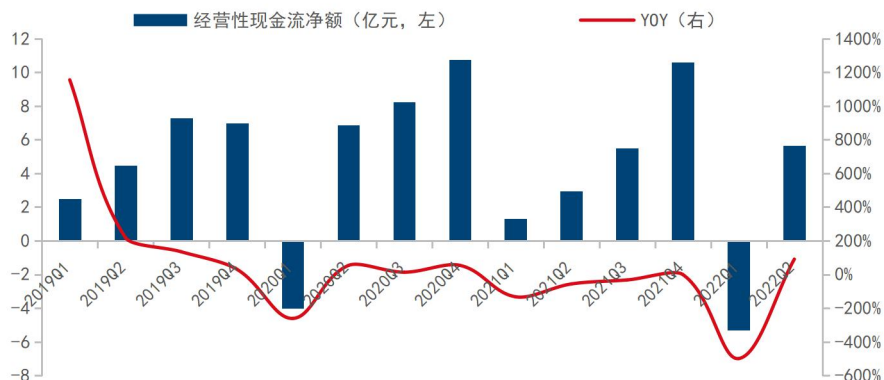


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流好转。2022H1 经营性净现金流净额为 3500 万，其中 Q1、Q2 分别为 -5.30 亿和 5.64 亿元。在一二季度收入和净利润基本一致的基础上，二季度现金流明显好转。一季度现金流主要受到疫情下为给予经销商支持，收款政策变化影响，二季度收款情况已逐渐恢复。

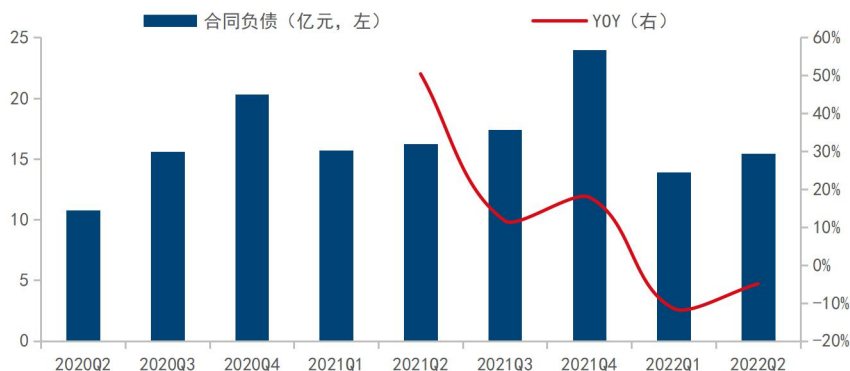
合同负债一定程度上可以体现预收款情况，截至二季度末，合同负债 15.43 亿元，同比去年同期下降 4.9%，但环比一季度末提升 10.8%，主要系预收货款变动所致。

图 15: 公司经营性现金流净额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司合同负债



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好家居龙头稳健增长

公司在疫情和地产链影响下收入和业绩增速依然亮眼，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。顾家家居在家居领域深耕多年，具有市场领先地位，拥有完善多元的产品矩阵和渠道体系，同时享有高知名度和美誉度，生产技术和布局上也具备领先优势。从财务角度来看，盈利能力和营运效率都处于业内较高水平。未来通过渠道引流扩量，生产提质提效，品牌精准定位营销，渠道力、产品力、品牌力等核心竞争力有望进一步提升，进而提升公司市场份额和盈利能力。

我们维持盈利预测，预计公司 2022~2024 年收入分别为分别为 220/263/311 亿元，同增 20.0%/19.7%/ 18.1%；净利润分别为 20/24/28 亿元，同增 20.3%/19.0%/17.5%。维持“买入”评级和 53.4~60.9 元的合理估值区间，合理估值对应 2022 年 22-25x PE。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,002	26,327	31,084
(+/-%)	14.2%	44.8%	20.0%	19.7%	18.1%
净利润(百万元)	845	1664	2002	2383	2801
(+/-%)	-27.2%	96.9%	20.3%	19.0%	17.5%
每股收益(元)	1.34	2.63	2.44	2.90	3.41
经营利润率	11.0%	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%
净资产收益率(ROE)	12.5%	20.8%	21.7%	22.4%	22.7%
市盈率(PE)	33.3	16.9	18.3	15.3	13.1
EV/EBITDA	21.2	16.8	17.9	15.5	13.6
市净率(PB)	4.18	3.51	3.97	3.43	2.97

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

表2: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603816	顾家家居	买入	44.1	2.7	2.4	2.9	3.4	16.6	18.1	15.2	12.93
同类公司											
603833	欧派家居	买入	114.6	4.4	5.2	6.2	7.1	26.0	22.1	18.6	16.11
002572	索菲亚	买入	16.9	0.1	1.4	1.8	2.1	129.9	11.7	9.5	8.00
603801	志邦家居	买入	20.5	1.6	1.9	2.3	2.7	12.7	10.8	9.0	7.57
300616	尚品宅配	买入	22.7	0.5	1.2	1.6	2.0	50.3	18.6	14.4	11.62
603208	江山欧派	买入	39.1	2.5	6.4	7.6	8.6	16.0	6.1	5.1	4.52
1999	敏华控股	无评级	5.2	0.5	0.7	0.8	1.0	11.3	8.0	6.6	5.47
603008	喜临门	无评级	29.0	1.5	1.9	2.4	3.1	20.0	15.7	12.1	9.41
603313	梦百合	无评级	12.2	-0.6	0.8	1.2	1.7	-21.4	15.4	9.9	7.17
603818	曲美家居	无评级	8.4	0.3	0.8	1.0	1.3	27.0	11.1	8.2	6.54
301061	匠心家居	无评级	29.5	4.6	2.7	3.5	4.3	6.4	10.9	8.5	6.84
603180	金牌厨柜	无评级	23.7	2.3	2.7	3.3	4.0	10.2	8.7	7.1	5.87
603898	好莱客	无评级	11.0	0.2	1.2	1.4	1.7	52.2	8.8	7.7	6.32

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2241	3198	4804	6080	7385	营业收入	12666	18342	22002	26327	31084
应收款项	1221	1843	2198	2604	3101	营业成本	8206	13048	15673	18745	22149
存货净额	1871	2441	3066	3796	4307	营业税金及附加	67	105	133	150	177
其他流动资产	262	274	430	484	548	销售费用	2494	2703	3275	3958	4696
流动资产合计	6360	8441	11183	13650	16026	管理费用	330	365	425	499	578
固定资产	3060	4205	4922	5701	6497	研发费用	207	302	359	425	492
无形资产及其他	733	832	799	766	732	财务费用	132	72	(9)	(24)	(37)
投资性房地产	2868	2429	2429	2429	2429	投资收益	192	87	176	211	249
长期股权投资	18	31	31	31	31	资产减值及公允价值变动	507	7	(43)	(25)	1
资产总计	13038	15939	19364	22577	25716	其他收入	121	41	(31)	9	67
短期借款及交易性金融负债	333	1073	1000	1000	1000	营业利润	1036	1868	2334	2819	3343
应付款项	1543	2035	2727	3220	3692	营业外净收支	159	200	225	227	237
其他流动负债	3529	3900	5335	6453	7258	利润总额	1195	2068	2559	3046	3580
流动负债合计	5405	7008	9062	10673	11950	所得税费用	328	367	512	609	716
长期借款及应付债券	400	0	0	0	0	少数股东损益	21	36	45	54	63
其他长期负债	129	528	678	828	978	归属于母公司净利润	845	1664	2002	2383	2801
长期负债合计	529	528	678	828	978	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5934	7536	9740	11501	12928	净利润	845	1664	2002	2383	2801
少数股东权益	364	384	404	426	457	资产减值准备	496	(462)	21	10	11
股东权益	6740	8019	9220	10650	12330	折旧摊销	210	262	421	523	607
负债和股东权益总计	13038	15939	19364	22577	25716	公允价值变动损失	(507)	(7)	43	25	(1)
						财务费用	132	72	(9)	(24)	(37)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	959	35	1163	581	367
每股收益	1.34	2.63	2.44	2.90	3.41	其它	(494)	486	(2)	11	20
每股红利	1.23	0.88	0.97	1.16	1.36	经营活动现金流	1509	1979	3649	3533	3806
每股净资产	10.66	12.68	11.22	12.96	15.00	资本开支	0	(916)	(1169)	(1305)	(1380)
ROIC	16%	22%	24%	29%	32%	其它投资现金流	(272)	80	0	0	0
ROE	13%	21%	22%	22%	23%	投资活动现金流	(51)	(850)	(1169)	(1305)	(1380)
毛利率	35%	29%	29%	29%	29%	权益性融资	(93)	2	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	10%	10%	10%	负债净变化	(74)	(400)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(776)	(556)	(801)	(953)	(1120)
收入增长	14%	45%	20%	20%	18%	其它融资现金流	(383)	1739	(73)	0	0
净利润增长率	-27%	97%	20%	19%	18%	融资活动现金流	(2176)	(172)	(874)	(953)	(1120)
资产负债率	48%	50%	52%	53%	52%	现金净变动	(717)	957	1607	1276	1305
息率	2.8%	2.0%	2.8%	3.4%	4.0%	货币资金的期初余额	2958	2241	3198	4804	6080
P/E	33.3	16.9	18.3	15.3	13.1	货币资金的期末余额	2241	3198	4804	6080	7385
P/B	4.2	3.5	4.0	3.4	3.0	企业自由现金流	0	908	2151	1865	2014
EV/EBITDA	21.2	16.8	17.9	15.5	13.6	权益自由现金流	0	2246	2086	1885	2044

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032