

## Q2 内销受疫情影响 看好下半年修复

——顾家家居（603816.SH）半年报点评

轻工制造/家居用品

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

近期，公司发布 2022 年半年度报告。公司 2022 年 H1 营收及归母净利润、扣非归母净利润分别为 90.16 /8.91 /7.81 亿元，同比增长 12.47%/15.32%/17.19%。其中，公司 2022 年 Q2 营收及归母净利润、扣非归母净利润分别为 44.76 /4.48 /3.99 亿元，同比增长 5.71%/15.53%/14.36%。Q2 营收承压主要原因系疫情反复，线下客流受冲击，发货放缓，预计下半年疫情好转盈利改善。

## 产品端：床类产品&amp;定制家具营收较快增长 产能稳步提升

- 分产品看，2022 年 H1 公司沙发/床类产品/集成产品/定制家具/红木家具营收分别同比变动+14.37%/+23.75%/+4.86%/+20.65%/-24.15%。毛利率同比分别变动+0.67pct/+0.15pct/+0.16pct/+0.76pct/-7.19pct 至 31.20%/34.40%/23.54%/32.93%/17%。
- 从产能来看，2022 年公司国内 100 万套软体家居及配套产业项目于 2022 年 5 月开工建设。国外越南基地布局优化调整，完善越南基地软体产品全品类生产能力。墨西哥制造基地探索 SPO 业务 21 天快交模式，协同平台部门进行全流程拉通，完成双仓库运营组织架构搭建，完成自建基地相关事宜。顾家国内外产能稳步提升。
- 2022 年，公司与中国航天 ASES 达成合作，研发“深睡之星”床垫。公司未来将持续进行研发投入，为用户提供更舒适的居家体验。

## 渠道端：探索 X 渠道 外销快速增长

- 报告期内公司坚持“1+N+X”的渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店布局速度。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。
- 从地区来看，报告期内公司境内/境外营收同比增长 6.24%/24.12%至 50.99/36.66 亿元，毛利率同比提升 0.81pct/0.46pct 至 34.60%/19.87%。受到国内疫情反复和房地产市场需求低迷影响，境内营收增长缓慢。公司针对北美核心客户推出高性价比功能产品，抢占市场份额，境外营收增长较快。
- 从费用来看，报告期内公司费用总额 15.66 亿元，较上年同期增长 9.82%，其中销售费用 13.49 亿元，较上年同期增长 19.91%，主要系广告宣传促销费及职工薪酬增长所致。财务费用-0.96 亿元，同比下降 740%，主要系汇兑损益增加所致。
- 报告期内公司顺应流量碎片化趋势，打造线上线下协同发展，拓宽用户触达面。提升电商战略地位，探索公域流量，运营私域流量，运用各类新零售模式实现销售。

## 丰富品牌矩阵 加快信息化和数字化建设

- 公司将持续研发设计高质量产品引领行业潮流，进行线上线下联合营销，丰富品牌矩阵，强化品牌影响力。
- 加快信息化和数字化建设，做好零售分销系统、用户管家、顾家关爱、直播、VR 等项目。通过数字化赋能产品端、营销端、生产端提升运营效率。

**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 220.11 亿元、263.62 亿元、315.08 亿元，归母净利润为 20.01 亿元、23.52 亿元、29.50 亿元，对应 PE 为 18.28X、15.55X、12.40X。维持“买入”评级。

**风险提示：**经销网络管理风险、汇率波动风险、原材料价格风险、疫情反复风险。

评级

买入（首次）

2022 年 08 月 16 日

孔天祯

分析师

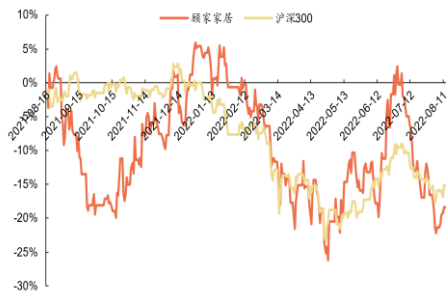
SAC 执业证书编号：S1660522030001  
18624107608

## 交易数据

时间 2022.08.16

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总市值/流通市值（亿元）  | 365.74/365.74 |
| 总股本（亿股）       | 8.22          |
| 资产负债率（%）      | 43.81         |
| 每股净资产（元）      | 9.78          |
| 收盘价（元）        | 44.50         |
| 一年内最低价/最高价（元） | 39.42/60.56   |

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 《顾家家居（603816.SH）：21 年国内外业绩高增长 22Q1 营收增速放缓》2022-05-05
- 《顾家家居（603816.SH）深度报告：全球化布局 内外销齐飞》2022-01-21

**财务指标预测**

| 指标          | 2020A     | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 12,665.99 | 18,341.95 | 22,011.46 | 26,362.01 | 31,507.75 |
| 增长率 (%)     | 14.17%    | 44.81%    | 20.01%    | 19.76%    | 19.52%    |
| 归母净利润 (百万元) | 845.47    | 1,664.45  | 2,001.11  | 2,352.25  | 2,950.31  |
| 增长率 (%)     | -27.19%   | 96.87%    | 20.23%    | 17.55%    | 25.42%    |
| 净资产收益率 (%)  | 12.54%    | 20.76%    | 20.65%    | 20.57%    | 21.65%    |
| 每股收益(元)     | 1.39      | 2.65      | 2.43      | 2.86      | 3.59      |
| PE          | 32.01     | 16.79     | 18.28     | 15.55     | 12.40     |
| PB          | 4.18      | 3.51      | 3.77      | 3.20      | 2.68      |

资料来源: wind, 申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

| 利润表                       |         |        | 单位:百万元 |        |        | 资产负债表                     |       | 单位:百万元 |       |       |       |
|---------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                           | 2020A   | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |                           | 2020A | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入                      | 12666   | 18342  | 22011  | 26362  | 31508  | 流动资产合计                    | 6360  | 8441   | 9847  | 12043 | 15183 |
| 营业成本                      | 8206    | 13048  | 15037  | 17718  | 20958  | 货币资金                      | 2241  | 3198   | 3742  | 4848  | 6740  |
| 营业税金及附加                   | 67      | 105    | 154    | 185    | 221    | 应收账款                      | 1108  | 1697   | 1990  | 2383  | 2849  |
| 营业费用                      | 2494    | 2703   | 3522   | 4482   | 5356   | 其他应收款                     | 112   | 145    | 174   | 209   | 249   |
| 管理费用                      | 297     | 328    | 440    | 580    | 693    | 预付款项                      | 89    | 108    | 240   | 236   | 260   |
| 研发费用                      | 207     | 302    | 440    | 527    | 630    | 存货                        | 1871  | 2441   | 2801  | 3301  | 3905  |
| 财务费用                      | 132     | 72     | 220    | 264    | 315    | 其他流动资产                    | 173   | 166    | 236   | 305   | 374   |
| 资产减值损失                    | -502    | -10    | 0      | 0      | 0      | 非流动资产合计                   | 6678  | 7498   | 7544  | 7524  | 7472  |
| 公允价值变动收益                  | 5       | -2     | 7      | 2      | 4      | 长期股权投资                    | 18    | 31     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益                     | 192     | 87     | 105    | 125    | 150    | 固定资产                      | 2691  | 3206   | 3219  | 3213  | 3186  |
| 营业利润                      | 1036    | 1868   | 2376   | 2814   | 3584   | 无形资产                      | 733   | 832    | 822   | 787   | 753   |
| 营业外收入                     | 175     | 207    | 191    | 199    | 195    | 商誉                        | 343   | 343    | 243   | 243   | 243   |
| 营业外支出                     | 17      | 7      | 12     | 9      | 10     | 其他非流动资产                   | 98    | 68     | 110   | 132   | 158   |
| 利润总额                      | 1195    | 2068   | 2556   | 3004   | 3768   | 资产总计                      | 13038 | 15939  | 17391 | 19567 | 22655 |
| 所得税                       | 328     | 367    | 511    | 601    | 754    | 流动负债合计                    | 5405  | 7008   | 6862  | 7441  | 8252  |
| 净利润                       | 867     | 1701   | 2045   | 2404   | 3015   | 短期借款                      | 233   | 469    | 116   | 0     | 0     |
| 少数股东损益                    | 21      | 36     | 44     | 51     | 64     | 应付账款                      | 1489  | 1989   | 1977  | 2330  | 2756  |
| 归属母公司净利润                  | 845     | 1664   | 2001   | 2352   | 2950   | 预收款项                      | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA                    | 2078    | 2997   | 2793   | 3282   | 4104   | 一年内到期的非流动负                | 100   | 604    | 500   | 500   | 500   |
| EPS（元）                    | 1.39    | 2.65   | 2.43   | 2.86   | 3.59   | 非流动负债合计                   | 529   | 528    | 408   | 209   | 234   |
| 主要财务比率                    |         |        |        |        |        | 长期借款                      | 400   | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 2020A2021A2022E2023E2024E |         |        |        |        |        | 应付债券                      | 0     | 0      | 279   | 93    | 124   |
| 成长能力                      |         |        |        |        |        | 负债合计                      | 5934  | 7536   | 7270  | 7650  | 8486  |
| 营业收入增长                    | 14.17%  | 44.81% | 20.01% | 19.76% | 19.52% | 少数股东权益                    | 364   | 384    | 428   | 479   | 544   |
| 营业利润增长                    | -19.80% | 80.27% | 27.23% | 18.43% | 27.33% | 实收资本（或股本）                 | 632   | 632    | 822   | 822   | 822   |
| 归属于母公司净利润增                | -27.19% | 96.87% | 20.23% | 17.55% | 25.42% | 资本公积                      | 3424  | 3750   | 3750  | 3750  | 3750  |
| 获利能力                      |         |        |        |        |        | 未分配利润                     | 2689  | 3775   | 5259  | 7003  | 9191  |
| 毛利率(%)                    | 35.21%  | 28.87% | 31.69% | 32.79% | 33.48% | 归属母公司股东权益合                | 6740  | 8019   | 9693  | 11437 | 13625 |
| 净利率(%)                    | 6.84%   | 9.27%  | 9.29%  | 9.12%  | 9.57%  | 负债和所有者权益                  | 13038 | 15939  | 17391 | 19567 | 22655 |
| 总资产净利润(%)                 | 6.48%   | 10.44% | 11.51% | 12.02% | 13.02% | 现金流量表单位:百万元               |       |        |       |       |       |
| ROE(%)                    | 12.54%  | 20.76% | 20.65% | 20.57% | 21.65% | 2020A2021A2022E2023E2024E |       |        |       |       |       |
| 偿债能力                      |         |        |        |        |        | 经营活动现金流                   | 2180  | 2041   | 1770  | 2370  | 2905  |
| 资产负债率(%)                  | 46%     | 47%    | 42%    | 39%    | 37%    | 净利润                       | 867   | 1701   | 2045  | 2404  | 3015  |
| 流动比率                      | 1.18    | 1.20   | 1.44   | 1.62   | 1.84   | 折旧摊销                      | 210   | 262    | 196   | 204   | 206   |
| 速动比率                      | 0.83    | 0.86   | 1.03   | 1.17   | 1.37   | 财务费用                      | 132   | 72     | 220   | 264   | 315   |
| 营运能力                      |         |        |        |        |        | 应付账款减少                    | -96   | -589   | -293  | -393  | -465  |
| 总资产周转率                    | 1.00    | 1.27   | 1.32   | 1.43   | 1.49   | 预收账款增加                    | -1492 | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款周转率                   | 12      | 13     | 12     | 12     | 12     | 投资活动现金流                   | -1444 | -1077  | -500  | -91   | 33    |
| 应付账款周转率                   | 9.15    | 10.55  | 11.10  | 12.24  | 12.39  | 公允价值变动收益                  | 5     | -2     | 7     | 2     | 4     |
| 每股指标（元）                   |         |        |        |        |        | 长期股权投资减少                  | 221   | -14    | 31    | 0     | 0     |
| 每股收益(最新摊薄)                | 1.39    | 2.65   | 2.43   | 2.86   | 3.59   | 投资收益                      | 192   | 87     | 105   | 125   | 150   |
| 每股净现金流(最新摊                | -0.99   | 1.65   | 0.66   | 1.35   | 2.30   | 筹资活动现金流                   | -1364 | 81     | -726  | -1173 | -1046 |
| 每股净资产(最新摊薄)               | 10.66   | 12.68  | 11.79  | 13.92  | 16.58  | 应付债券增加                    | -837  | 0      | 279   | -186  | 31    |
| 估值比率                      |         |        |        |        |        | 长期借款增加                    | -74   | -400   | 0     | 0     | 0     |
| P/E                       | 32.01   | 16.79  | 18.28  | 15.55  | 12.40  | 普通股增加                     | 31    | 0      | 190   | 0     | 0     |
| P/B                       | 4.18    | 3.51   | 3.77   | 3.20   | 2.68   | 资本公积增加                    | 1220  | 325    | 0     | 0     | 0     |
| EV/EBITDA                 | 12.82   | 8.68   | 12.08  | 9.85   | 7.42   | 现金净增加额                    | -627  | 1045   | 544   | 1106  | 1892  |

资料来源：公司财报，申港证券研究所

## 分析师介绍

孔天祚, 上海财经大学学士, 美国东北大学硕士, 曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验, 善于挖掘消费行业投资机会, 2021 年加入申港证券, 现任轻工纺服行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处, 不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 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。市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司 (简称“本公司”) 是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性和完整性, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正, 但报告中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断, 本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动, 在不同时期, 申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有, 未经事先许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用, 需注明出处为申港证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评价体系

### 申港证券行业评级体系: 增持、中性、减持

|    |  |
|----|--|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上       |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系: 买入、增持、中性、减持

|    |  |
|----|--|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上      |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内, 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间   |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内, 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内, 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |