

➤ **事件：**顾家家居发布 2023 年半年报，23 上半年实现营收/归母净利润/扣非净利润 88.78/9.24/8.38 亿元，同比-1.53%/+3.67%/+7.27%，23Q2 实现营收 / 归母净利润 / 扣非净利润 49.24/5.23/4.97 亿元，同比增长 10.02%/16.94%/24.69%。

➤ **上半年内贸稳健，定制与床类产品较快增长，外贸运营效率提升：**2023 上半年沙发/床类产品/集成产品/定制家具分别实现收入 43.26/19.16/15.35/3.93 亿元，同比变动 -8.13%/+11.19%/+5.22%/+10.95%，占比分别为 48.7%/21.6%/17.3%/4.4%，同比变动-3.5%/+2.5%/+1.1%/+0.5pct。分地区看，23 上半年境内/境外分别实现收入 52.35/34.52 亿元，同比变动+2.65%/-5.84%。内贸稳健增长，营销渠道持续拓展，外贸渠道小幅下滑，但运营效率提升。

➤ **毛利率逆势增长，费用率稳定：**1) 公司 23H1/23Q2 公司毛利率分别为 31.51%/31.01%，同比变化+2.55pct/+2.94pct，主要是原材料价格下降，公司降本提效措施显现。2) 费用方面，23Q2 费用率增幅环比 23Q1 收窄，23Q2 公司期间费用率为 17.39%，同比增加 1.00pct，销售/管理/研发/财务费用率 15.47%/2.44%/1.22%/-1.74%，同比变动 +0.21%/-0.46%/-0.69pct。23H1 公司期间费用率为 19.21%，同比增加 1.84pct，销售/管理/研发/财务费用率 16.10%/2.18%/1.38%/-0.46%，同比变动+1.14%/-0.38%/-0.28%/-0.61pct。4) 公司 23H1/23Q3 净利率为 10.40%/10.59%，同比+0.18%/-0.24pct。

➤ **内贸推动立体渠道建设，外贸经营质量稳步提升：**公司整体组织的结构性改革已步入稳定期。**内贸方面**，5 月开展经销商大会，推动立体渠道建设，制定大店和定制渠道双百计划，进一步加快渠道突破速度；发布一体化整家战略，以价换量；整装业务顾家星选 5 月第 1 次招商会取得阶段性成功。**外贸方面**，越南基地经营改善明显，墨西哥新工业园建设和 SPO 能力发育工作稳步推进，资金运营效率提升，原材料库存周期同比加速。

➤ **投资建议：**公司一体化整家战略发力，持续推进立体渠道建设，产品力领先，供应链效率持续突破，看好未来成长空间。我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.83/23.98/27.65 亿元，同增 15.0%/15.1%/15.3%，当前股价对应 PE 为 17/15/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**房地产复苏不及预期；一体化整家战略推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18,010	20,244	23,320	26,831
增长率 (%)	-1.8	12.4	15.2	15.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,812	2,083	2,398	2,765
增长率 (%)	8.9	15.0	15.1	15.3
每股收益 (元)	2.20	2.53	2.92	3.36
PE	20	17	15	13
PB	4.0	3.5	3.1	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
43.05 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 顾家家居 (603816.SH) 2022 年报及 2023 年一季报点评：渠道融合&高潜品聚焦，持续成长性值得期待-2023/05/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,010	20,244	23,320	26,831
营业成本	12,457	13,888	16,045	18,417
营业税金及附加	100	116	128	161
销售费用	2,952	3,194	3,661	4,218
管理费用	362	425	452	523
研发费用	301	344	385	429
EBIT	1,894	2,325	2,705	3,147
财务费用	-124	24	26	28
资产减值损失	-30	-9	-10	-12
投资收益	47	96	111	128
营业利润	2,052	2,388	2,780	3,235
营业外收支	244	200	200	200
利润总额	2,296	2,589	2,980	3,435
所得税	449	460	530	610
净利润	1,848	2,129	2,451	2,825
归属于母公司净利润	1,812	2,083	2,398	2,765
EBITDA	2,529	3,098	3,700	4,025

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,398	6,796	9,730	12,798
应收账款及票据	1,036	1,777	2,047	2,355
预付款项	130	111	128	147
存货	1,883	2,198	2,539	2,915
其他流动资产	922	677	493	519
流动资产合计	8,368	11,559	14,938	18,734
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	4,078	4,536	4,952	4,890
无形资产	876	1,029	1,016	1,010
非流动资产合计	7,738	7,873	7,652	7,769
资产合计	16,106	19,432	22,589	26,503
短期借款	1,479	2,479	3,529	4,629
应付账款及票据	2,014	2,283	2,637	3,027
其他流动负债	3,126	4,093	4,530	5,180
流动负债合计	6,619	8,855	10,697	12,837
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	405	319	231	384
非流动负债合计	413	327	239	392
负债合计	7,032	9,183	10,936	13,229
股本	822	822	822	822
少数股东权益	192	238	290	350
股东权益合计	9,074	10,249	11,654	13,274
负债和股东权益合计	16,106	19,432	22,589	26,503

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.81	12.40	15.20	15.06
EBIT 增长率	2.13	22.75	16.35	16.35
净利润增长率	8.87	14.96	15.13	15.28
盈利能力 (%)				
毛利率	30.83	31.40	31.20	31.36
净利润率	10.06	10.29	10.28	10.30
总资产收益率 ROA	11.25	10.72	10.62	10.43
净资产收益率 ROE	20.40	20.81	21.11	21.39
偿债能力				
流动比率	1.26	1.31	1.40	1.46
速动比率	0.90	1.00	1.13	1.20
现金比率	0.66	0.77	0.91	1.00
资产负债率 (%)	43.66	47.26	48.41	49.92
经营效率				
应收账款周转天数	20.99	32.00	32.00	32.00
存货周转天数	55.18	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	1.12	1.14	1.11	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	2.20	2.53	2.92	3.36
每股净资产	10.81	12.18	13.83	15.72
每股经营现金流	2.93	3.85	4.30	4.66
每股股利	1.11	1.27	1.47	1.69
估值分析				
PE	20	17	15	13
PB	4.0	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.08	10.67	8.94	8.22
股息收益率 (%)	2.58	2.96	3.40	3.92
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,848	2,129	2,451	2,825
折旧和摊销	635	773	995	878
营运资金变动	8	447	275	295
经营活动现金流	2,410	3,164	3,531	3,831
资本开支	-1,457	-596	-573	-794
投资	62	-121	0	0
投资活动现金流	-848	-646	-255	-667
股权募资	6	-67	0	0
债务募资	779	903	812	1,254
筹资活动现金流	-389	-120	-342	-96
现金净流量	1,228	2,398	2,934	3,068

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026