

## 顾家家居 (603816)

证券研究报告

2024年05月06日

## 内外销结构成长，供应链能力优化

## 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

24Q1 收入 43.5 亿，同比+10.0%，预计剔除剥离天禧家居的影响后收入增速更高；归母净利润 4.2 亿，同比+5.0%，扣非归母净利润 3.8 亿，同比+10.3%，非经主要系政府补助同比减少影响。

23Q4 收入 50.8 亿，同比+19.5%，归母净利润 5.05 亿，同比+23.5%，扣非归母净利润 4.2 亿，同比+58.3%；23 年收入 192.1 亿，同比+6.7%，归母净利润 20.1 亿，同比+10.7%，扣非归母净利润 17.8 亿，同比+15.3%。

公司 2023 年度拟派发现金红利 11.3 亿元(含税)，分红比例 56.3%。

**分区域**，23 年内销收入 109.4 亿，同比+6.1%，毛利率 37.6%，同比+0.3pct；外销收入 75.2 亿，同比+6.8%，毛利率 25.5%，同比+4.7pct，内外销均实现稳健增长。

**分品类**，23 年沙发收入 93.5 亿，同比+4.2%，毛利率 35.8%，同比+3.1pct；床类产品收入 41.0 亿，同比+15.4%，毛利率 37.1%，同比+2.0pct；集成产品收入 30.3 亿，同比+0.4%，毛利率 28.2%，同比-0.2pct；定制家具收入 8.8 亿，同比+15.6%，毛利率 27.5%，同比-5.6pct。

## 内销：结构性增长+运营型增长双轮驱动

**渠道方面**，公司坚持推进“一体两翼”，优化传统渠道结构，激发单品类经销商活力，同时加快布局 M 店+K 店，树立渠道竞争壁垒，加大整装渠道进攻，积极拓展头部装企。**产品方面**，持续提升功能沙发、床垫、定制等品类运营能力：1) 线上尝试中高端品布局，线上皮沙发系列化结构矩阵搭建；2) 完成 Space A 零靠墙铁架平台研发；3) 床垫亚运系列 IP 打造与卧室空间亚运营销持续发声；4) 定制整家套餐模式持续探索，通过以价换量策略调整，增强产品销售竞争力、优化产品价格矩阵，围绕 39800 重点优化迭代，持续推广、扩大声量。

## 外销：提效中保持积极进攻，改善经营质量的前提下实现规模稳健增长

公司坚持全球化布局，1) **海外基地运营方面**，建立越南公司价值链管控机制，在提效降本、产能保障、品质改善等方面均有大幅提升，**越南利润实现倍增**。2) **重点业务提升方面**，Costco 稳健经营项目，在新品类合作上取得突破，首次突破线下椅类、床品类合作，建立 Costco 全流程品质管控体系实现外部 0 客诉，经营质量稳健提升；SPO 业务供应链改善项目，进一步扩大了 3 周快交模式客户范围，围绕 SPO 供应能力提升从新品到发运进行全流程改善，从 0 到 1 搭建海外供应商物料直发流程。3) **新模式探索与变革创新方面**，外贸 OBM 标杆店项目推动 1000m<sup>2</sup>+顾家成品全品类标准店在海外的首次落地，提炼探索海外自有品牌业务模式。

## 供应链管理优化，盈利能力稳健提升

23 年公司毛利率 32.8%，同比+2pct，净利率 10.5%，同比+0.3pct，公司强化供应链管理：1) **内销仓配建设稳步推进**，2023 年累计建仓覆盖率超 30%，覆盖仓储面积超 10 万平方米；嘉好仓零售周转加速 5 天，整体存货周转缩短 14 天，提升 19%；定制业务采购端通过招标等一系列降本措施，全年采购降本率达到 7%，板材综合利用率 84%。2) **外贸主动推动一系列组织变革及管理提升**，基本形成了“多链驱动”的良性发展格局，外销盈利能力提升稳健。

## 调整盈利预测，维持“买入”评级

公司在全球拥有近 7,000 多家品牌专卖店，属于软体家居行业中门店数量最多、覆盖面最广的龙头。我们持续看好公司受益于全球化布局，业绩有望随着越南基地产能释放迎来新增长。根据 23 年报及 24 年一季报，考虑

## 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	35.2 元
目标价格	元

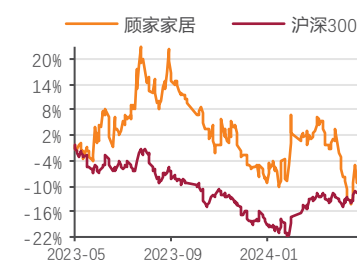
## 基本数据

A 股总股本(百万股)	821.89
流通 A 股股本(百万股)	821.89
A 股总市值(百万元)	28,930.58
流通 A 股市值(百万元)	28,930.58
每股净资产(元)	12.14
资产负债率(%)	36.10
一年内最高/最低(元)	46.41/31.10

## 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《顾家家居-公司点评:盈峰系或入主,期待产业协同》 2023-11-13
- 《顾家家居-季报点评:业绩增长稳健,一体化整家业务突破》 2023-10-31
- 《顾家家居-半年报点评:以变革转型开启新一轮增长新周期》 2023-09-01

公司海外产能爬坡及剥离天禧家居影响，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 23.08/26.10/29.25 亿(24-25 年前值分别为 24.26/28.09 亿元)，对应 PE 分别为 13/11/10x，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产持续疲软，海外需求不及预期，贸易摩擦风险，新渠道开拓进程缓慢，行业竞争加剧等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,010.45	19,212.03	21,730.73	24,364.49	27,051.90
增长率(%)	(1.81)	6.67	13.11	12.12	11.03
EBITDA(百万元)	2,549.28	2,949.23	3,046.98	3,455.90	3,857.67
归属母公司净利润(百万元)	1,812.05	2,005.96	2,307.82	2,610.24	2,925.39
增长率(%)	8.87	10.70	15.05	13.10	12.07
EPS(元/股)	2.20	2.44	2.81	3.18	3.56
市盈率(P/E)	15.97	14.42	12.54	11.08	9.89
市净率(P/B)	3.26	3.01	2.40	2.08	1.78
市销率(P/S)	1.61	1.51	1.33	1.19	1.07
EV/EBITDA	12.09	8.45	7.52	5.82	5.02

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,397.95	3,583.15	5,244.42	8,030.54	8,678.82
应收票据及应收账款	1,035.52	1,352.25	1,756.15	294.08	1,982.29
预付账款	129.63	87.62	161.19	127.23	183.21
存货	1,883.29	1,967.65	2,792.02	2,497.39	3,381.06
其他	921.54	545.66	682.32	766.19	752.50
<b>流动资产合计</b>	<b>8,367.94</b>	<b>7,536.32</b>	<b>10,636.10</b>	<b>11,715.44</b>	<b>14,977.88</b>
长期股权投资	33.52	30.71	30.71	30.71	30.71
固定资产	4,077.65	4,636.04	5,012.58	5,425.68	5,960.52
在建工程	993.58	1,188.44	1,190.76	1,112.60	1,010.08
无形资产	875.76	977.04	929.52	882.00	834.49
其他	1,757.18	2,411.14	2,100.63	2,011.59	2,138.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,737.69</b>	<b>9,243.37</b>	<b>9,264.20</b>	<b>9,462.58</b>	<b>9,974.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,105.63</b>	<b>16,779.69</b>	<b>19,900.30</b>	<b>21,178.02</b>	<b>24,952.04</b>
短期借款	1,479.47	1,501.49	210.00	190.00	170.00
应付票据及应付账款	2,014.20	1,628.61	2,670.53	2,239.34	3,045.57
其他	1,594.43	1,741.60	3,873.65	3,729.97	4,372.51
<b>流动负债合计</b>	<b>5,088.10</b>	<b>4,871.69</b>	<b>6,754.18</b>	<b>6,159.30</b>	<b>7,588.07</b>
长期借款	8.00	0.00	400.00	380.00	350.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	404.79	511.96	481.64	466.13	486.58
<b>非流动负债合计</b>	<b>412.79</b>	<b>511.96</b>	<b>881.64</b>	<b>846.13</b>	<b>836.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,032.10</b>	<b>6,987.15</b>	<b>7,635.82</b>	<b>7,005.43</b>	<b>8,424.65</b>
少数股东权益	192.17	184.10	208.35	234.32	261.97
股本	821.89	821.89	821.89	821.89	821.89
资本公积	3,560.09	3,553.82	3,553.82	3,553.82	3,553.82
留存收益	5,072.48	6,144.68	7,680.42	9,562.55	11,889.71
其他	(573.10)	(911.96)	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>9,073.53</b>	<b>9,792.54</b>	<b>12,264.48</b>	<b>14,172.59</b>	<b>16,527.39</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,105.63</b>	<b>16,779.69</b>	<b>19,900.30</b>	<b>21,178.02</b>	<b>24,952.04</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,847.57	2,018.21	2,307.82	2,610.24	2,925.39
折旧摊销	411.52	486.58	468.66	512.57	565.20
财务费用	(72.85)	60.19	(71.55)	(76.20)	(126.03)
投资损失	(47.18)	(57.54)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	294.67	(777.48)	366.43	1,293.46	(1,315.17)
其它	(24.22)	712.83	36.43	36.02	34.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,409.51</b>	<b>2,442.79</b>	<b>3,057.79</b>	<b>4,326.09</b>	<b>2,034.15</b>
资本支出	1,353.79	1,147.91	830.32	815.51	929.55
长期投资	2.23	(2.81)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,203.86)	(2,900.16)	(1,688.90)	(1,555.82)	(1,799.82)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(847.84)</b>	<b>(1,755.06)</b>	<b>(858.58)</b>	<b>(740.31)</b>	<b>(870.27)</b>
债权融资	710.96	(0.08)	(665.63)	(61.50)	89.73
股权融资	(954.30)	(345.13)	127.69	(738.15)	(605.34)
其他	(145.92)	(1,196.88)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(389.26)</b>	<b>(1,542.08)</b>	<b>(537.94)</b>	<b>(799.65)</b>	<b>(515.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,172.40</b>	<b>(854.35)</b>	<b>1,661.27</b>	<b>2,786.13</b>	<b>648.27</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>18,010.45</b>	<b>19,212.03</b>	<b>21,730.73</b>	<b>24,364.49</b>	<b>27,051.90</b>
营业成本	12,457.45	12,904.19	14,629.13	16,343.70	18,086.90
营业税金及附加	99.72	123.53	128.22	145.11	164.89
销售费用	2,951.58	3,366.25	3,542.11	3,971.41	4,409.46
管理费用	362.08	343.75	456.35	511.65	568.09
研发费用	301.23	264.84	434.61	487.29	568.09
财务费用	(123.89)	(1.41)	(71.55)	(76.20)	(126.03)
资产/信用减值损失	(48.62)	(36.48)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	(3.49)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.18	57.54	50.00	50.00	50.00
其他	(84.84)	(98.01)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>2,052.05</b>	<b>2,287.83</b>	<b>2,666.87</b>	<b>3,036.53</b>	<b>3,435.50</b>
营业外收入	263.40	161.51	210.64	211.85	194.66
营业外支出	19.11	9.07	11.60	13.26	11.31
<b>利润总额</b>	<b>2,296.33</b>	<b>2,440.27</b>	<b>2,865.91</b>	<b>3,235.11</b>	<b>3,618.85</b>
所得税	448.77	422.06	521.66	588.86	658.71
<b>净利润</b>	<b>1,847.57</b>	<b>2,018.21</b>	<b>2,344.26</b>	<b>2,646.26</b>	<b>2,960.15</b>
少数股东损益	35.52	12.25	36.43	36.02	34.75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,812.05</b>	<b>2,005.96</b>	<b>2,307.82</b>	<b>2,610.24</b>	<b>2,925.39</b>
每股收益(元)	2.20	2.44	2.81	3.18	3.56

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-1.81%	6.67%	13.11%	12.12%	11.03%
营业利润	9.86%	11.49%	16.57%	13.86%	13.14%
归属于母公司净利润	8.87%	10.70%	15.05%	13.10%	12.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.83%	32.83%	32.68%	32.92%	33.14%
净利率	10.06%	10.44%	10.62%	10.71%	10.81%
ROE	20.40%	20.88%	19.14%	18.73%	17.99%
ROIC	44.24%	41.09%	36.81%	40.08%	52.82%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.66%	41.64%	38.37%	33.08%	33.76%
净负债率	-30.18%	-19.66%	-35.25%	-51.14%	-47.99%
流动比率	1.26	1.16	1.57	1.90	1.97
速动比率	0.98	0.86	1.16	1.50	1.53
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.18	16.09	13.98	23.77	23.77
存货周转率	8.33	9.98	9.13	9.21	9.20
总资产周转率	1.12	1.17	1.18	1.19	1.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.20	2.44	2.81	3.18	3.56
每股经营现金流	2.93	2.97	3.72	5.26	2.47
每股净资产	10.81	11.69	14.67	16.96	19.79
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.97	14.42	12.54	11.08	9.89
市净率	3.26	3.01	2.40	2.08	1.78
EV/EBITDA	12.09	8.45	7.52	5.82	5.02
EV/EBIT	13.93	9.79	8.89	6.83	5.88

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com