

2024年05月08日
顾家家居(603816.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

家具

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

53.10元

股价(2024-05-08)

35.00元

交易数据

总市值(百万元)	28,766.20
流通市值(百万元)	28,766.20
总股本(百万股)	821.89
流通股本(百万股)	821.89
12个月价格区间	31.64/45.3元

内外销稳健增长， 盈利能力持续提升

事件：顾家家居发布2023年年报以及2024年一季度报告。2023年公司实现营业收入192.12亿元，同比增长6.67%；归母净利润20.06亿元，同比增长10.70%；扣非后归母净利润17.81亿元，同比增长15.34%。其中23Q4公司实现营业收入50.76亿元，同比增长19.49%；归母净利润5.05亿元，同比增长23.46%；扣非后归母净利润4.16亿元，同比增长58.29%。此外，24Q1公司实现营业收入43.50亿元，同比增长10.04%；归母净利润4.20亿元，同比增长5.02%；扣非后归母净利润3.76亿元，同比增长10.29%。

目床类、定制品类稳健增长，外贸整体经营质量大幅提升

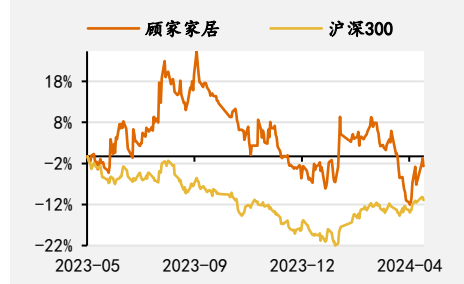
分渠道看，公司优化传统渠道结构，加大整装渠道规模；顾家品牌年度下单完成率超100%，购物中心渠道得到突破。分品类看，2023年公司沙发、床类产品、集成产品、定制产品分别实现营业收入93.50/41.04/30.28/8.80亿元，同比分别+4.21%/+15.36%/+0.39%/+15.57%。公司不断变革制造模式与精益管理，使得卧室中台产品的降本表现良好，并且产品与营销双管齐下，品类势能获得提升，床垫品类实现稳健增长；同时，定制产品全年采购成本降本率达到7%，新品贡献率同比增长，23年公司深耕一体化整家模式，持续拓宽定制品类。分区域看，1) 2023年内销实现收入109.35亿元，同比增长6.13%。2) 外销实现收入75.15亿元，同比增长6.84%。公司Costco在新品类合作上取得突破；SPO项目进一步扩大了3周快交模式客户范围；外贸OBM标杆店项目基于中低端产品的材料标准初步构建。

基地建设方面，多个制造基地取得明显进步，越南公司建立价值链管控机制来提效降本使得利润倍增，而国内基地也在稳步提效。

目毛利率受益降本提效有所提升，费用管控相对稳定

盈利能力方面，2023年公司综合毛利率为32.83%，同比增长2.00pct；23Q4公司综合毛利率为34.18%，同比下降1.48pct；24Q1公司综合毛利率为33.08%，同比增长0.95pct。期间费用方面，2023期间费用率为20.68%，同比增长1.30pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为17.52%/1.79%/1.38%/-0.01%，同比分别+1.13/-0.22/-0.29/+0.68pct。2023Q4公司期间费用率为23.34%，同比增长1.88pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为21.13%/0.70%/1.36%/0.16%，同比分别+4.25/-1.16/-0.22/-0.99pct。2024Q1公司期间费用率为21.96%，同比增长0.50pct，销

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.5	-15.3	5.8
绝对收益	-2.9	-7.4	-4.8

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

盈峰集团溢价收购入主，强	2023-11-10
强联合协同发展可期	
盈利能力持续修复，内外销	2023-05-10
逐步复苏	
剥离堡垒轻装上阵，聚焦内	2022-12-15
部品牌运营	
22Q3 盈利表现靓丽，大家居	2022-10-31
战略持续推进	

售/管理/研发/财务费用率分别为 17.41%/3.32%/1.42%/-0.19%，同比分别+0.52/+1.46/-0.16/-1.33pct。综合影响下，23 年公司净利率为 10.50%，同比增长 0.25pct。23Q4 公司净利率为 10.16%，同比增长 0.62pct。2024Q1 公司净利率为 9.83%，同比下降 0.33pct。

投资建议：

顾家家居管理团队优秀，软体+定制一体化发展优势渐显，区域零售中心改革成效渐显，高潜新品类强劲增长，未来发力提速可期。伴随行业格局优化，市占率有望进一步提升。我们预计顾家家居 2024-2026 年营业收入为 212.98、238.02、265.48 亿元，同比增长 10.86%、11.72%、11.54%；归母净利润为 22.25、24.84、27.54 亿元，同比增长 10.92%、11.65%、10.85%，对应 PE 为 12.9x、11.6x、10.4x，给予 24 年 19.61xPE，目标价 53.10 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：

新渠道发展不如预期风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	18,010.4	19,212.0	21,298.5	23,801.7	26,548.5
净利润	1,812.0	2,006.0	2,225.0	2,484.2	2,753.8
每股收益(元)	2.20	2.44	2.71	3.02	3.35
每股净资产(元)	10.81	11.69	14.60	16.78	19.45

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	15.9	14.3	12.9	11.6	10.4
市净率(倍)	3.2	3.0	2.4	2.1	1.8
净利润率	10.1%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
净资产收益率	20.4%	20.9%	18.5%	18.0%	17.2%
股息收益率	3.2%	0.0%	2.6%	2.4%	2.0%
ROIC	44.2%	41.1%	34.6%	57.2%	46.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,010.4	19,212.0	21,298.5	23,801.7	26,548.5	成长性					
减: 营业成本	12,457.5	12,904.2	14,384.5	15,937.3	17,596.3	营业收入增长率	-1.8%	6.7%	10.9%	11.8%	11.5%
营业税费	99.7	123.5	125.7	141.8	169.9	营业利润增长率	9.9%	11.5%	10.7%	13.4%	12.5%
销售费用	2,951.6	3,366.3	3,627.8	4,016.7	4,510.6	净利润增长率	8.9%	10.7%	10.9%	11.7%	10.9%
管理费用	362.1	343.8	426.0	476.0	584.1	EBITDA 增长率	0.7%	19.4%	10.6%	16.4%	12.6%
研发费用	301.2	264.8	298.2	380.8	451.3	EBIT 增长率	-2.9%	19.3%	10.6%	17.6%	12.9%
财务费用	-123.9	-1.4	-85.2	23.8	53.1	NOPLAT 增长率	-2.7%	21.9%	5.6%	18.4%	12.7%
资产减值损失	-48.6	-36.5	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	31.2%	25.3%	-28.4%	39.6%	-1.8%
加: 公允价值变动收益	-3.5	-	-2.0	-1.8	-1.3	净资产增长率	8.0%	7.9%	24.5%	14.9%	15.8%
投资和汇兑收益	47.2	57.5	64.0	100.0	100.0						
营业利润	2,052.0	2,287.8	2,533.6	2,873.5	3,231.9	利润率					
加: 营业外净收支	244.3	152.4	199.0	198.6	182.5	毛利率	30.8%	32.8%	32.5%	33.0%	33.7%
利润总额	2,296.3	2,440.3	2,732.6	3,072.1	3,414.4	营业利润率	11.4%	11.9%	11.9%	12.1%	12.2%
减: 所得税	448.8	422.1	504.7	565.7	645.6	净利润率	10.1%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
净利润	1,812.0	2,006.0	2,225.0	2,484.2	2,753.8	EBITDA/营业收入	12.6%	14.1%	14.1%	14.6%	14.8%
						EBIT/营业收入	10.7%	12.0%	12.0%	12.6%	12.8%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	73	82	81	76	70
货币资金	4,398.0	3,583.1	7,900.4	7,401.6	9,381.1	流动营业资本周转天数	-27	-20	-32	-31	-18
交易性金融资产	98.4	-	-2.0	-3.8	-5.1	流动资产周转天数	168	149	178	193	195
应收帐款	1,433.9	1,565.8	2,457.2	1,641.9	3,520.3	应收帐款周转天数	33	28	34	31	35
应收票据	-	-	1.1	0.4	0.3	存货周转天数	43	36	40	39	40
预付帐款	129.6	87.6	152.1	127.3	161.1	总资产周转天数	320	308	335	333	321
存货	1,883.3	1,967.6	2,712.4	2,445.5	3,420.0	投资资本周转天数	81	97	84	75	77
其他流动资产	424.8	332.1	358.5	371.8	354.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	20.4%	20.9%	18.5%	18.0%	17.2%
长期股权投资	33.5	30.7	30.7	30.7	30.7	ROA	11.5%	12.0%	9.8%	11.8%	10.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	44.2%	41.1%	34.6%	57.2%	46.2%
固定资产	4,077.6	4,636.0	4,989.3	5,072.7	5,202.0	费用率					
在建工程	993.6	1,188.4	1,188.4	1,188.4	1,188.4	销售费用率	16.4%	17.5%	17.0%	16.9%	17.0%
无形资产	875.8	977.0	929.5	882.0	834.5	管理费用率	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.2%
其他非流动资产	1,757.2	2,411.1	2,100.6	2,011.6	2,138.4	研发费用率	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%
资产总额	16,105.6	16,779.7	22,818.4	21,170.1	26,225.8	财务费用率	-0.7%	0.0%	-0.4%	0.1%	0.2%
短期债务	1,479.5	1,501.5	1,428.5	748.5	498.5	四费/营业收入	19.4%	20.7%	20.0%	20.6%	21.1%
应付帐款	2,487.6	2,104.7	3,609.2	2,100.6	4,253.7	偿债能力					
应付票据	43.8	31.5	80.4	30.1	96.9	资产负债率	43.7%	41.6%	46.6%	33.9%	38.2%
其他流动负债	2,608.4	2,837.5	5,030.8	3,823.7	4,683.7	负债权益比	77.5%	71.4%	87.2%	51.2%	61.8%
长期借款	8.0	-	-	-	-	流动比率	1.26	1.16	1.34	1.79	1.77
其他非流动负债	404.8	512.0	481.6	466.1	486.6	速动比率	0.98	0.86	1.07	1.42	1.41
负债总额	7,032.1	6,987.2	10,630.5	7,169.1	10,019.4	利息保障倍数	-15.58	-1,636.02	-29.91	125.93	63.75
少数股东权益	192.2	184.1	186.9	208.7	223.4	分红指标					
股本	821.9	821.9	821.9	821.9	821.9	DPS(元)	1.11	-	0.91	0.84	0.69
留存收益	8,632.6	9,698.5	11,179.1	12,970.4	15,161.1	分红比率	50.2%	0.0%	33.5%	27.9%	20.4%
股东权益	9,073.5	9,792.5	12,187.9	14,001.0	16,206.4	股息收益率	3.2%	0.0%	2.6%	2.4%	2.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	2.20	2.44	2.71	3.02	3.35
净利润	1,847.6	2,018.2	2,225.0	2,484.2	2,753.8	BVPS(元)	10.81	11.69	14.60	16.78	19.45
加: 折旧和摊销	411.5	486.6	444.6	487.6	538.6	PE(X)	15.9	14.3	12.9	11.6	10.4
资产减值准备	48.6	36.5	-	-	-	PB(X)	3.2	3.0	2.4	2.1	1.8
公允价值变动损失	3.5	-	-2.0	-1.8	-1.3	P/FCF	22.1	34.3	7.3	401.3	11.0
财务费用	-72.8	60.2	-85.2	23.8	53.1	P/S	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
投资收益	-47.2	-57.5	-64.0	-100.0	-100.0	EV/EBITDA	13.6	9.2	7.0	6.0	4.7
少数股东损益	35.5	12.2	2.9	22.2	15.0	CAGR(%)	10.7%	11.1%	9.4%	10.7%	11.1%
营运资金的变动	-612.1	-697.5	2,247.4	-1,508.1	61.9	PEG	1.5	1.3	1.4	1.1	0.9
经营活动产生现金流量	2,409.5	2,442.8	4,768.7	1,407.9	3,321.2	ROIC/WACC	7.0	6.5	5.5	9.1	7.3
投资活动产生现金流量	-847.8	-1,755.1	-790.7	-410.3	-488.1	REP	1.0	0.7	0.9	0.4	0.4
融资活动产生现金流量	-389.3	-1,542.1	339.3	-1,496.5	-853.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034