

顾家家居 (603816.SH) / 轻工

证券研究报告/公司点评

2024年08月21日

**评级：买入（维持）**

市场价格：25.10

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

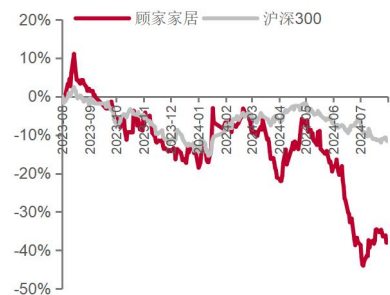
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,010	19,212	20,083	22,443	24,937
增长率 yoy%	-1.8%	6.7%	4.5%	11.8%	11.1%
净利润(百万元)	1,812	2,006	2,076	2,347	2,630
增长率 yoy%	8.9%	10.7%	3.5%	13.1%	12.0%
每股收益(元)	2.20	2.44	2.53	2.86	3.20
每股现金流量	2.93	2.97	4.36	3.39	3.76
净资产收益率	20.0%	20.5%	18.0%	18.1%	18.1%
P/E	11.4	10.3	9.9	8.8	7.8
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

备注：股价取自 2024 年 8 月 21 日收盘价。

**基本状况**

总股本(百万股)	821.89
流通股本(百万股)	821.89
市价(元)	25.10
市值(百万元)	20,629.48
流通市值(百万元)	20,629.48

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件：顾家家居发布 2024 年中报。**2024 上半年，实现营收 89.08 亿元，同比+0.34%；归母净利润 8.96 亿元，同比-2.97%；扣非净利润 7.81 亿元，同比-6.76%。单季度看，Q2 营收 45.58 亿元，同比-7.44%；归母净利润 4.76 亿元，同比-9.07%；扣非净利润 4.05 亿元，同比-18.45%。考虑床垫反倾销及天禧派剥离影响，同口径下收入表现更优。
- 毛利率提升，整体费用略有上行。**盈利能力方面，2024H1 公司实现毛利率 33.03% (+1.52pct.)，归母净利率 10.06% (-0.34pct.)；24Q2 单季度销售毛利率为 32.98% (+1.97pct.)，归母净利率 10.44% (-0.19pct.)。越南等海外产能基地降本提效，驱动整体盈利向好。期间费用方面，2024H1，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.02%、2.39%、2.03%、-0.17%，分别+0.92、+0.21、+0.65、+0.29pct.，财务费用主要系汇兑损益变动影响。
- 内外贸增速环比回落，关注下半年企稳修复。**分渠道看，1) 内销：Q2 同比下滑，聚焦渠道结构调整。2024H1，内销营收 47.2 亿元，同比-9.8%，毛利率 37.82% (+1.27pct.)。我们估算 24Q2 内销双位数下滑。2) 外销：Q2 个位数增长，盈利延续修复趋势。2024H1，外销营收 38.9 亿元，同比+12.6%，毛利率 26.04% (+2.87pct.)。我们估算 24Q2 外贸个位数增长。
- 坚定“整家”运营，定制类业务稳步发力。**1) 沙发：2024H1 营收 49.4 亿元，同比+14.2%，毛利率 35.14% (+1.41pct.)。单季度看，我们估算 24Q2 沙发业务高单位数增长，主要系外贸拉动。2) 卧室产品：2024H1 营收 15.3 亿元，同比-19.9%，毛利率 40.5% (+5.16pct.)，我们估算内外销均有所下滑。3) 集成配套品：2024H1 营收 12.7 亿元，同比-17.4%，毛利率 30.6% (+3.01pct.)。4) 定制产品：2024H1 营收 4.9 亿元，同比+24.9%，毛利率 35.14% (+6.85pct.)。公司坚定“整家”运营，在整家转型方面，上半年整家定制门店中高速拓展、融合大店开店提速，融合大店中整家套餐销售占比超 35%。
- 坚持“一体两翼”战略，软体品类运营创新和一体化整家战略均衡发展。**2024 年，公司坚定内贸线下向“整家”运营转型，软体品类主要围绕大客餐厅、大卧室进行店态升级、产品矩阵优化为主要策略，明确以实现已进驻商场、市场“边界内市场份额第一”为目标；外贸则向“多国化/本土化的价值链一体化”转型的方向。
- 投资建议：**顾家家居是国内软体家居龙头，产品、品牌、渠道护城河深，伴随公司渠道结构升级及整家战略推进，龙头韧性有望凸显。我们预计公司 2024-2026 年有望实现收入 200.8、224.4、249.4 亿元，分别同比增长 4.5%、11.8%、11.1%，实现归母净利润 20.76、23.47、26.30 亿元，分别同比增长 3.5%、13.1%、12%（消费需求承压，调整盈利预测，2024-2026 年前次预测值为 22.6、25.35、28.45 亿元），EPS 为 2.53、2.86、3.2 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧风险、经销商管理风险、原材料价格波动风险、渠道拓展不及预期风险等

**图表 1：顾家家居三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,583	4,385	5,319	6,097	营业收入	19,212	20,083	22,443	24,937
应收票据	0	1	0	0	营业成本	12,904	13,434	14,967	16,594
应收账款	1,352	1,547	1,669	1,740	税金及附加	124	129	144	160
预付账款	88	122	129	145	销售费用	3,366	3,529	3,941	4,357
存货	1,968	2,414	2,509	2,700	管理费用	344	424	471	511
合同资产	0	0	0	0	研发费用	265	384	423	472
其他流动资产	546	616	733	846	财务费用	-1	-49	-74	-86
流动资产合计	7,536	9,084	10,360	11,528	信用减值损失	-22	-27	-23	-24
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	-18	-21	-17
长期股权投资	31	32	32	32	公允价值变动收益	0	-2	-2	-1
固定资产	4,636	5,195	5,775	6,254	投资收益	58	64	56	59
在建工程	1,188	1,462	1,616	1,823	其他收益	57	72	72	67
无形资产	977	1,002	1,021	1,048	营业利润	2,288	2,326	2,657	3,016
其他非流动资产	2,411	2,607	2,519	2,557	营业外收入	162	211	212	195
非流动资产合计	9,243	10,298	10,962	11,713	营业外支出	9	12	13	11
资产合计	16,780	19,382	21,323	23,241	利润总额	2,440	2,525	2,855	3,199
短期借款	1,501	1,150	1,377	1,343	所得税	422	437	494	553
应付票据	31	54	50	55	净利润	2,018	2,089	2,362	2,646
应付账款	1,597	2,068	2,202	2,419	少数股东损益	12	13	14	16
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,006	2,076	2,347	2,630
合同负债	1,604	2,308	2,324	2,412	NOPLAT	2,017	2,048	2,300	2,575
其他应付款	508	461	495	488	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>2.44</b>	<b>2.53</b>	<b>2.86</b>	<b>3.20</b>
一年内到期的非流动负债	157	157	157	157					
其他流动负债	1,077	1,115	1,231	1,302	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	6,475	7,313	7,836	8,177	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	6.7%	4.5%	11.8%	11.1%
其他非流动负债	512	512	512	512	EBIT增长率	12.3%	1.5%	12.3%	11.9%
非流动负债合计	512	512	512	512	归母公司净利润增长率	10.7%	3.5%	13.1%	12.0%
负债合计	6,987	7,825	8,348	8,688	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,608	11,360	12,764	14,326	毛利率	32.8%	33.1%	33.3%	33.5%
少数股东权益	184	197	211	227	净利率	10.5%	10.4%	10.5%	10.6%
所有者权益合计	9,793	11,557	12,975	14,553	ROE	20.5%	18.0%	18.1%	18.1%
负债和股东权益	16,780	19,382	21,323	23,241	ROIC	23.9%	21.2%	20.8%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率	41.6%	40.4%	39.2%	37.4%
					债务权益比	22.2%	15.7%	15.8%	13.8%
					流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
					速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1
					应收账款周转天数	22	26	26	25
					应付账款周转天数	50	49	51	50
					存货周转天数	54	59	59	57
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.44	2.53	2.86	3.20
					每股经营现金流	2.97	4.36	3.39	3.76
					每股净资产	11.69	13.82	15.53	17.43
					估值比率				
					P/E	10.3	9.9	8.8	7.8
					P/B	2.1	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	20.2	19.9	17.7	15.9

来源: Wind、中泰证券研究所测算

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。