



买入（维持）

所属行业：轻工制造/家居用品
当前价格(元)：25.10

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

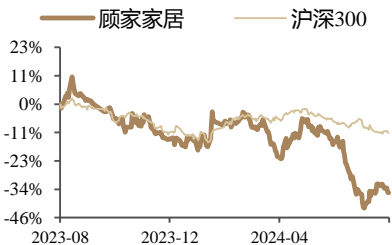
邮箱：bixl3@tebon.com.cn

研究助理

李陌凡

邮箱：limf3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.36	-23.94	-31.38
相对涨幅(%)	5.79	-18.96	-21.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《顾家家居(603816.SH)：一体化整家运营发力，盈利能力进一步提升》，2023.8.31

顾家家居(603816.SH)：境外业务稳步增长，盈利能力有所改善

投资要点

● **事件**：公司发布 2024 年半年报，公司坚持以用户为中心，围绕用户需求持续创新，创立家居服务 IP“顾家关爱”，为用户提供全生命周期的优质服务。2024H1 实现营业收入 89.08 亿元，同比增长 0.3%；归母净利润 8.96 亿元，同比下降 3.0%；扣非归母净利润 7.81 亿元，同比下降 6.8%。2024Q2 实现营业收入 45.58 亿元，同比下降 7.4%；归母净利润 4.76 亿元，同比下降 9.1%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比下降 18.5%。

● **境外业务稳步增长，沙发与定制家具增速亮眼**。公司坚持向多品牌、全品类、多渠道的“综合家居零售运营商”转型，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，清晰产品层次，强化品牌影响力。分地区来看，中国大陆 2024H1 实现营收 47.22 亿元，同比下降 9.8%；境外 2024H1 实现营收 38.87 亿元，同比增长 12.59%。**分产品来看**，2024H1 沙发/卧室产品/集成产品/定制家具/信息技术服务营收分别为 49.42/15.34/12.68/4.91/3.25 亿元，同比 +14.2%/-19.9%/-17.4%/+24.9%/-22.5%，其中沙发与定制家具增速表现亮眼，公司聚焦功能沙发重点突破，做好中低端下探和高端系列的差异化；在一体化整家方面，公司依托软体本身的优势与定制家具联合的套餐进攻，取得了较好效果。

● **毛利率稳步提升，盈利能力有所改善**。2023H1 公司毛利率为 33.03%，同比提升 1.5pcts，其中沙发/卧室产品/定制家具毛利率分别同比提升 1.4pcts/5.2pcts/6.9pcts；净利率为 10.3%，同比下降 0.1pcts。**期间费用方面**，2024H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.0%/2.4%/2.0%/-0.2%，分别同比 +0.9pcts/+0.2pcts/0.7pcts/+0.3pct，研发费用率增长主要系物料耗用和职工薪酬等研发投入增加所致。

● **完善的渠道矩阵管理体系，助力于实现全渠道布局**。公司业务覆盖全球 120 余个国家和地区，旗下拥有主品牌“顾家家居”、高端子品牌“居礼”、德国高端品牌“ROOLFENBENZ”，并与美国高端功能沙发品牌“LAZBOY”、意大利高端家居品牌“NATUZZI”战略合作，帮助超千万家庭实现美好生活。**外销方面**，公司积极探索自有品牌出海模式，加快渠道拓展和零售赋能能力发育，打造海外标杆门店，试点定制和软体家具的融合店态。**内销方面**，功能沙发通过三代零靠墙的技术实现了高、中、低市场产品的全面普及；定制家居率先在行业打出 698 套餐进攻市场。**线下渠道方面**，公司坚定推进零售考核，降低终端备货库存，通过商品通和样品系统管理切实落实好商品运营，通过系统工具落实流量、会员私域运营，进一步提升仓配服务的覆盖率，预计 2024 年有望达到 50%以上；不断优化数字化平台及工具，将用户、商品、销售进行数字化。**线上渠道方面**，公司携手抖音、美团、天猫等公域流量平台，在传统的广告获客之外，积极布局家居行业的本地生活服务生态，通过“一店多铺”运营体系的建设，解决用户“被动看得到、主动搜得到、进店体验好”的问题，逐步帮助经销商实现本地化线上店铺常态化的专业运营，在业内形成本地化流量运营的竞争力。

● **盈利预测和投资建议**：我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 195.91/214.18/234.43 亿元，同比分别增长 2.0%/9.3%/9.5%；归母净利润分别为 20.44/22.31/24.42 亿元，同比分别增长 1.9%/9.2%/9.4%，EPS 分别为 2.49/2.71/2.97 元，当前股价对应 PE 为 10/9/8X，维持“买入”评级。

● **风险提示**：原材料和海运价格波动；新品类拓展不及预期；渠道拓展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	821.89
流通 A 股(百万股):	821.89
52 周内股价区间(元):	22.72-43.36
总市值(百万元):	20,629.48
总资产(百万元):	15,586.09
每股净资产(元):	11.33

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	18,010	19,212	19,591	21,418	23,443
(+/-)YoY(%)	-1.8%	6.7%	2.0%	9.3%	9.5%
净利润 (百万元)	1,812	2,006	2,044	2,231	2,442
(+/-)YoY(%)	8.9%	10.7%	1.9%	9.2%	9.4%
全面摊薄 EPS(元)	2.20	2.44	2.49	2.71	2.97
毛利率(%)	30.8%	32.8%	31.5%	32.0%	32.1%
净资产收益率(%)	20.4%	20.9%	19.2%	18.8%	18.7%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	2.44	2.49	2.71	2.97
每股净资产	11.69	12.96	14.43	15.91
每股经营现金流	2.97	3.41	2.84	4.18
每股股利	1.39	1.39	1.39	1.39
价值评估 (倍)				
P/E	14.34	10.10	9.25	8.45
P/B	2.99	1.94	1.74	1.58
P/S	1.07	1.05	0.96	0.88
EV/EBITDA	9.34	6.53	5.66	4.82
股息率%	4.0%	5.5%	5.5%	5.5%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	32.8%	31.5%	32.0%	32.1%
净利润率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
净资产收益率	20.9%	19.2%	18.8%	18.7%
资产回报率	12.0%	10.8%	11.0%	10.6%
投资回报率	15.7%	13.9%	14.3%	14.1%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	6.7%	2.0%	9.3%	9.5%
EBIT 增长率	17.8%	0.5%	13.8%	9.3%
净利润增长率	10.7%	1.9%	9.2%	9.4%
偿债能力指标				
资产负债率	41.6%	42.8%	40.4%	42.0%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
现金比率	0.6	0.6	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.4	24.0	23.5	23.7
存货周转天数	53.7	56.6	55.7	56.0
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.0
固定资产周转率	4.1	3.7	3.7	3.7

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,006	2,044	2,231	2,442
少数股东损益	12	22	20	23
非现金支出	713	545	606	665
非经营收益	-20	-201	-204	-210
营运资金变动	-268	391	-318	515
经营活动现金流	2,443	2,801	2,335	3,435
资产	-2,212	-963	-974	-957
投资	307	1	2	2
其他	150	56	62	68
投资活动现金流	-1,755	-905	-910	-888
债权募资	20	352	242	278
股权募资	26	-46	0	0
其他	-1,588	-1,020	-1,100	-1,319
融资活动现金流	-1,542	-714	-858	-1,041
现金净流量	-831	1,181	567	1,507

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,212	19,591	21,418	23,443
营业成本	12,904	13,420	14,571	15,913
毛利率%	32.8%	31.5%	32.0%	32.1%
营业税金及附加	124	112	122	134
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	3,366	3,213	3,491	3,845
营业费用率%	17.5%	16.4%	16.3%	16.4%
管理费用	344	402	439	481
管理费用率%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	265	274	317	363
研发费用率%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%
EBIT	2,230	2,241	2,550	2,788
财务费用	-1	-8	89	83
财务费用率%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-14	1	1	1
投资收益	58	56	62	68
营业利润	2,288	2,308	2,526	2,776
营业外收支	152	210	220	230
利润总额	2,440	2,518	2,746	3,006
EBITDA	2,906	2,788	3,158	3,455
所得税	422	453	494	541
有效所得税率%	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	12	22	20	23
归属母公司所有者净利润	2,006	2,044	2,231	2,442

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,583	4,764	5,331	6,837
应收账款及应收票据	1,352	1,262	1,531	1,550
存货	1,968	2,255	2,251	2,699
其它流动资产	633	838	727	921
流动资产合计	7,536	9,119	9,839	12,008
长期股权投资	31	30	28	26
固定资产	4,636	5,265	5,804	6,295
在建工程	1,188	1,185	1,201	1,210
无形资产	977	1,059	1,147	1,234
非流动资产合计	9,243	9,872	10,459	10,981
资产总计	16,780	18,991	20,299	22,989
短期借款	1,501	1,853	2,095	2,373
应付票据及应付账款	1,629	2,351	1,901	2,768
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,345	3,416	3,702	4,011
流动负债合计	6,475	7,620	7,698	9,153
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	512	512	512	512
非流动负债合计	512	512	512	512
负债总计	6,987	8,132	8,210	9,665
实收资本	822	821	821	821
普通股股东权益	9,608	10,653	11,863	13,075
少数股东权益	184	206	226	249
负债和所有者权益合计	16,780	18,991	20,299	22,989

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

毕先磊：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

李陌凡：轻工组研究助理，曾任职于野村东方国际证券，伦敦大学学院本硕，主要覆盖软体、个护、电子烟、二轮车、造纸、宠物、品牌服饰等板块。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。