

顾家家居 (603816.SH)
家居用品

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月27日

评级: 买入 (维持)

分析师: 郭美鑫

执业证书编号: S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师: 张潇

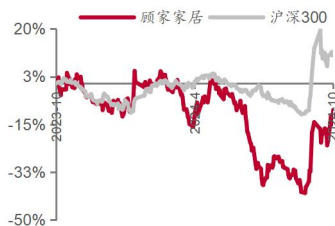
执业证书编号: S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	821.89
流通股本(百万股)	821.89
市价(元)	32.70
市值(百万元)	26,875.85
流通市值(百万元)	26,875.85

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《坚定“整家”运营，定制业务稳步发力》2024-08-22
- 《外贸高增，2024年聚焦提效&育能》2024-04-30
- 《外贸提速，看好整家战略长期发展》2023-10-31

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	19,268	21,270	23,425
增长率 yoy%	-2%	7%	0%	10%	10%
归母净利润(百万元)	1,812	2,006	1,889	2,128	2,383
增长率 yoy%	9%	11%	-6%	13%	12%
每股收益(元)	2.20	2.44	2.30	2.59	2.90
每股现金流量	2.93	2.97	4.09	3.13	3.47
净资产收益率	20%	20%	17%	17%	17%
P/E	14.8	13.4	14.2	12.6	11.3
P/B	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9

备注: 股价截止自2024年10月27日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件: 顾家家居发布2024年三季报。**2024前三季度, 实现营收138.01亿元, 同比-2.37%; 归母净利润13.59亿元, 同比-9.49%; 扣非净利润12.19亿元, 同比-10.67%。单季度看, Q3营收48.93亿元, 同比-6.94%; 归母净利润4.63亿元, 同比-19.92%; 扣非净利润4.38亿元, 同比-16.87%。收入表现符合预期, 降幅环比收窄。
- 收入结构影响短期毛利率水平, 整体费用略有上行。**盈利能力方面, 2024前三季度公司实现毛利率31.88% (-0.47pct.), 归母净利率9.84% (-0.77pct.); 24Q3单季度销售毛利率为29.80% (-3.97pct.), 归母净利率9.45% (-1.53pct.)。毛利率下降主要系: 1) 内外销收入结构影响; 2) 总收入下降固定费用分摊增加; 3) 调整终端销售打法、适当让利。期间费用方面, 2024前三季度, 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为15.95%、2.16%、1.83%、0.15%, 分别-0.28、-0.03、+0.45、+0.21pct., 财务费用主要系汇兑损益变动影响。
- 内销降幅企稳, 外贸修复至双位数增长。**分渠道看, 1) 内销: 上半年同比-9.8%, 我们估算24Q3与Q2下滑幅度相近。2) 外销: 上半年同比+12.6%, 伴随床垫业务修复, 我们估算24Q3外贸修复至双位数增长。伴随国内装修补贴政策落地及地产&消费预期改善, Q4内贸有望企稳修复。
- 沙发业务个位数增长, 外贸床垫业务有所复苏。**1) 沙发: 上半年同比+14.2%, 我们估算24Q3沙发业务中单位数增长, 主要系外贸拉动。2) 卧室产品: 上半年同比-19.9%, 受益外贸订单修复, 我们估算24Q3卧室产品下滑幅度环比Q2有所收窄。3) 定制产品: 上半年同比+24.9%, 我们估算24Q3定制产品个位数增长。
- 家装补贴落地, 有望改善需求及行业格局, 把握家居估值修复机遇。**由于补贴需要经销商垫资等因素, 我们判断大品牌、大经销商受益程度更高, 行业竞争格局有望改善。顾家坚定内贸线下向“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、以产品矩阵优化为主要策略; 外贸则向“多国化/本土化的价值链一体化”转型的方向。当前家居行业估值仍处于较低水平, 随着地产悲观预期的修复及后续基本面改善, 家居行业估值修复空间充足。
- 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193、213、234亿元, 分别同比增长0%、10%、10%, 实现归母净利润18.9、21.3、23.8亿元, 分别同比-6%、+13%、+12% (收入结构变化, 调整盈利预测, 2024-2026年前次预测值为20.76、23.47、26.30亿元), EPS为2.30、2.59、2.9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**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,583	4,170	4,966	5,593	营业收入	19,212	19,268	21,270	23,425
应收票据	0	1	0	0	营业成本	12,904	13,083	14,379	15,777
应收账款	1,352	1,484	1,582	1,634	税金及附加	124	123	136	150
预付账款	88	119	124	138	销售费用	3,366	3,328	3,671	4,022
存货	1,968	2,351	2,410	2,567	管理费用	344	407	447	480
合同资产	0	0	0	0	研发费用	265	368	401	443
其他流动资产	546	592	697	796	财务费用	-1	-46	-67	-77
流动资产合计	7,536	8,716	9,780	10,729	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	2,099	2,390	2,716
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	19,014	20,742	22,443	利润总额	2,440	2,298	2,589	2,899
短期借款	1,501	1,150	1,377	1,343	所得税	422	397	448	501
应付票据	31	53	48	53	净利润	2,018	1,900	2,141	2,398
应付账款	1,597	2,014	2,115	2,299	少数股东损益	12	12	13	15
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,006	1,889	2,128	2,383
合同负债	1,604	2,215	2,202	2,266	NOPLAT	2,017	1,862	2,086	2,334
其他应付款	508	461	495	488	EPS (摊薄)	2.44	2.30	2.59	2.90
一年内到期的非流动负债	157	157	157	157					
其他流动负债	1,077	1,084	1,184	1,244	主要财务比率				
流动负债合计	6,475	7,133	7,579	7,850	会计年度	2023A	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%	0.3%	10.4%	10.1%
其他非流动负债	512	512	512	512	EBIT 增长率	12.3%	-7.7%	12.0%	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%	-5.8%	12.7%	12.0%
负债合计	6,987	7,645	8,091	8,362	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,608	11,173	12,442	13,858	毛利率	32.8%	32.1%	32.4%	32.7%
少数股东权益	184	196	209	223	净利率	10.5%	9.9%	10.1%	10.2%
所有者权益合计	9,793	11,369	12,651	14,081	ROE	20.5%	16.6%	16.8%	16.9%
负债和股东权益	16,780	19,014	20,742	22,443	ROIC	23.9%	19.5%	19.2%	19.6%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	41.6%	40.2%	39.0%	37.3%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	22.2%	16.0%	16.2%	14.3%
经营活动现金流	2,443	3,363	2,569	2,849	流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
现金收益	2,503	2,351	2,625	2,924	速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
存货影响	-84	-383	-59	-157	营运能力				
经营性应收影响	-261	-146	-83	-48	总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
经营性应付影响	-395	392	131	181	应收账款周转天数	22	26	26	25
其他影响	680	1,149	-44	-50	应付账款周转天数	50	50	52	50
投资活动现金流	-1,755	-1,564	-1,206	-1,296	存货周转天数	54	59	60	57
资本支出	-1,341	-1,354	-1,303	-1,317	每股指标 (元)				
股权投资	3	-1	0	0	每股收益	2.44	2.30	2.59	2.90
其他长期资产变化	-417	-209	97	21	每股经营现金流	2.97	4.09	3.13	3.47
融资活动现金流	-1,542	-1,212	-566	-926	每股净资产	11.69	13.59	15.14	16.86
借款增加	-1	-352	227	-34	估值比率				
股利及利息支付	-1,049	-917	-1,024	-1,145	P/E	13	14	13	11
股东融资	26	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他影响	-518	57	231	253	EV/EBITDA	16	17	16	14

来源: WIND, 中泰证券研究所

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。