2020 年 08 月 20 日
证券研究报告•2020 年中报点评
顾家家居（603816）轻工制造

买入（维持）
当前价：68.41 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩修复明显，竞争实力突出

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020H1 实现营业收入 48.6 亿元，同比下降 3.0%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比增长 3.1%；扣非后归母净利润达到 4.6 亿元，同比增长 6.7%。单二季度实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 0.9%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 2.2%；扣非后归母净利润达到 2.5 亿元，同比增长 7.7%。公司二季度业绩改善明显，修复趋势明显。

- **内销率先恢复，毛利率维持稳定。**2020H1 公司内销收入为 30.7 亿元（+10%），占营收比重 63.1%，内销业务迅速恢复，毛利率达 40.7%（-2pp）；外销收入为 16 亿元（-19.7%），毛利率为 24.1%（-0.5pp）。由于内销毛利率较高，随着内销占比提升，对整体毛利率有所支撑，上半年公司整体毛利率为 35%（-0.1pp），保持稳定。分品类看，沙发、软床及床垫类产品毛利率分别下滑 2.7pp/7.6pp，但信息技术服务的毛利率大幅提升（+23.7pp），且占比提升 2.5pp 至 5.2%，对冲了部分产品毛利率下滑的影响。费用率方面，上半年公司整体费用率为 23.6%（-0.1pp），其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 18.4%（+0.5pp），2.8%（-0.4pp），0.5%（-0.6pp），1.9%（+0.4pp）。销售费用率上升主要是由于疫情期间为扶持经销商增加了营销费用和运输费用投入，且公司一直在更新生产制造能力和拓宽产品线，研发费用投入较多，费用率在合理范围内上升。综合下来公司上半年净利率达到 11.9%，同比增长 0.7pp。值得注意的是，上半年公司预收款达到 10.8 亿元，同比大幅增长 59%，预示着公司在手订单充足，表明下半年公司有望实现更快增长。

- **多品类发力，内销增长亮眼。**分品类来看，2020H1 公司沙发产品收入 24.1 亿元（-14.5%），占比 49.7%，床类收入为 9 亿元（+24.2%），占比 18.6%；集成产品收入为 8.7 亿元（+3.5%），占比 17.8%；定制家具收入为 1.3 亿元（-2.2%）。床类产品表现最为亮眼，占比同比提升 4pp，主要由于公司发力扩展高端床垫业务，并加强软床、床垫与定制家具的协同发展所致。沙发方面，尽管沙发受外销下滑影响增速回落，但内销产品力不断提升：功能沙发现代类风格新款产品快速上市，抢占市场；布艺沙发睿致和缤纷系列不断推陈出新，凭借强大产品力开拓市场。随着消费者成套购买家具的比例提升，带动客单价提升，集成产品迎来正增长。整体来看公司大家居品类间协同作用不断加强，带动新品类放量，品类拓展成效显著。

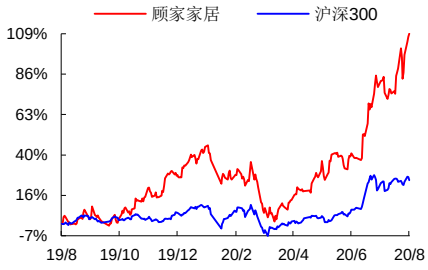
- **成立七大技术平台，标准化制造能力再上台阶。**公司着眼于制造和技术能力提升，布局七大技术平台和五个标准化项目以增强长期竞争力。2020H1 公司成立了牛皮、面料、功能铁架、部件功能、电机和驱动、产品结构设计、包装七大技术平台，构建中长期核心技术的护城河；顺利推进产品特征标准化、功能铁架标准化、软体产品木架标准化、3D 开发标准化和功能产品电器件标准化 5 个标准化项目，2020 H1 已完成新货号产品千余款，标准化制造能力不断增强，规模优势有望进一步扩大。

- **完善品牌与用户经营，深耕零售能力。**2020 年上半年公司为扩大零售能力优势规划多次品牌营销活动，同时探索用户经营模式，品牌影响力持续提升。**品牌**

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.04
流通 A 股(亿股)	6.12
52 周内股价区间(元)	33.18-68.41
总市值(亿元)	413.29
总资产(亿元)	106.99
每股净资产(元)	8.67

相关研究

1. 顾家家居(603816)：软体龙头无畏风浪，大家居布局阔步向前 (2020-08-02)
2. 顾家家居（603816）：渠道稳步扩张，内生外延突破百亿大关 (2020-04-23)
3. 顾家家居（603816）：业绩表现稳定，渠道与产能建设稳步推进 (2019-10-31)

建设方面，2020 年上半年对品牌终端标准化做出了改善，通过协同奥美广告启动全年品牌焕新计划，发布公司品牌全新 LOGO，并联合上海奥美&时尚家居发布品牌主形象。**营销方面**，在“321 购新家”和超级品牌日等多个节点集中进行营销活动和宣传造势，提升品牌知名度。**用户获取与维护方面**，公司 2020 年上半年完成业绩宝、官方商城、会员系统 3 个系统工具建设与应用推广，同时开始进行 O2O 潜客外呼、社群运营和设计师运营平台的用户经营模式探索。整体来看公司对品牌形象和用户维护更加重视，零售能力有望持续提升。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.15 元、2.51 元、3.02 元，对应 PE 为 32 倍、27 倍和 23 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；中美贸易摩擦加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；公司业务整合情况不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11093.59	12279.69	14400.52	17184.87
增长率	20.95%	10.69%	17.27%	19.34%
归属母公司净利润（百万元）	1161.16	1297.46	1514.58	1821.98
增长率	17.37%	11.74%	16.73%	20.30%
每股收益 EPS（元）	1.92	2.15	2.51	3.02
净资产收益率 ROE	19.37%	20.64%	21.04%	21.86%
PE	36	32	27	23
PB	7.00	6.86	5.95	5.12

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11093.59	12279.69	14400.52	17184.87
营业成本	7226.20	8111.32	9588.06	11519.63
营业税金及附加	79.20	100.96	114.84	118.58
销售费用	2073.16	2234.90	2563.29	2972.98
管理费用	292.23	343.83	388.81	446.81
财务费用	104.37	113.88	121.47	109.73
资产减值损失	-8.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	139.63	106.00	128.00	140.00
公允价值变动损益	17.88	11.44	13.59	12.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1291.87	1492.23	1765.63	2170.02
其他非经营损益	230.30	196.32	201.62	204.63
利润总额	1522.17	1688.55	1967.25	2374.65
所得税	301.71	356.28	406.70	494.30
净利润	1220.45	1332.27	1560.55	1880.35
少数股东损益	59.29	34.81	45.97	58.38
归属母公司股东净利润	1161.16	1297.46	1514.58	1821.98

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1220.45	1332.27	1560.55	1880.35
折旧与摊销	207.23	285.78	332.42	384.46
财务费用	104.37	113.88	121.47	109.73
资产减值损失	-8.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	936.54	-96.31	222.46	302.31
其他	-336.46	-117.44	-141.58	-152.87
经营活动现金流净额	2124.14	1518.18	2095.31	2523.99
资本支出	-958.73	-1110.00	-1060.00	-1010.00
其他	1263.75	57.44	78.59	87.87
投资活动现金流净额	305.02	-1052.56	-981.41	-922.13
短期借款	166.84	424.03	-21.94	-286.02
长期借款	-592.79	-100.00	-50.00	-50.00
股权融资	53.44	0.00	0.00	0.00
支付股利	-429.65	-542.41	-598.74	-694.92
其他	-243.52	-995.18	-61.47	-69.73
筹资活动现金流净额	-1045.68	-1213.56	-732.15	-1100.67
现金流量净额	1382.77	-747.94	381.75	501.18

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2958.28	2210.34	2592.09	3093.28
应收和预付款项	1195.88	1328.06	1584.16	1877.14
存货	1266.11	1486.75	1732.44	2092.45
其他流动资产	693.17	714.58	752.87	803.14
长期股权投资	238.82	263.82	291.82	321.82
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2295.99	3204.22	4015.83	4725.38
无形资产和开发支出	1582.06	1512.64	1443.22	1373.80
其他非流动资产	2029.68	2050.07	2070.47	2090.87
资产总计	12259.99	12770.50	14482.91	16377.89
短期借款	286.96	710.99	689.05	403.03
应付和预收款项	3240.30	3439.30	4070.15	4903.49
长期借款	474.47	374.47	324.47	274.47
其他负债	1957.70	1790.58	1982.26	2194.50
负债合计	5959.43	6315.33	7065.93	7775.49
股本	601.81	604.14	604.14	604.14
资本公积	2204.64	2202.31	2202.31	2202.31
留存收益	2903.51	3658.56	4574.40	5701.46
归属母公司股东权益	5906.18	6025.98	6941.83	8068.88
少数股东权益	394.37	429.18	475.15	533.53
股东权益合计	6300.55	6455.16	7416.98	8602.41
负债和股东权益合计	12259.99	12770.50	14482.91	16377.89

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	20.95%	10.69%	17.27%	19.34%
营业利润增长率	11.53%	15.51%	18.32%	22.90%
净利润增长率	21.25%	9.16%	17.13%	20.49%
EBITDA 增长率	20.87%	17.99%	17.32%	20.04%
获利能力				
毛利率	34.86%	33.95%	33.42%	32.97%
三费率	22.26%	21.93%	21.34%	20.54%
净利率	11.00%	10.85%	10.84%	10.94%
ROE	19.37%	20.64%	21.04%	21.86%
ROA	9.95%	10.43%	10.78%	11.48%
ROIC	23.69%	24.45%	24.39%	25.95%
EBITDA/销售收入	14.45%	15.41%	15.41%	15.50%
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.98	1.06	1.11
固定资产周转率	6.70	5.86	5.50	5.41
应收账款周转率	11.41	11.59	11.81	11.84
存货周转率	5.93	5.88	5.94	6.01
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.04%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	48.61%	49.45%	48.79%	47.48%
带息债务/总负债	26.82%	30.44%	26.19%	19.48%
流动比率	1.36	1.18	1.19	1.24
速动比率	1.08	0.87	0.88	0.91
股利支付率	37.00%	41.81%	39.53%	38.14%
每股指标				
每股收益	1.92	2.15	2.51	3.02
每股净资产	9.78	9.98	11.49	13.36
每股经营现金	3.52	2.51	3.47	4.18
每股股利	0.71	0.90	0.99	1.15

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1603.47	1891.90	2219.52	2664.21
PE	35.59	31.85	27.28	22.68
PB	7.00	6.86	5.95	5.12
PS	3.73	3.37	2.87	2.40
EV/EBITDA	23.55	20.42	17.18	13.99
股息率	1.04%	1.31%	1.45%	1.68%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn