太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-19

公司点评报告

买入/维持

顾家家居(603816)

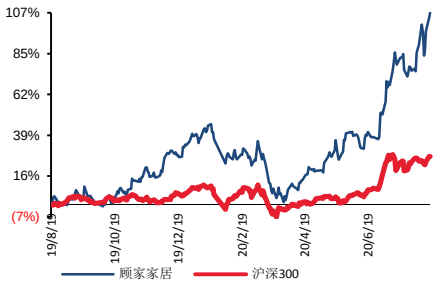
目标价：70

昨收盘：67.81

可选消费 耐用消费品与服装

中报符合预期，Q2 内销显著回暖

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	604/593
总市值/流通(百万元)	40,962/40,241
12 个月最高/最低(元)	67.81/33.18

顾家家居（603816）《【软体系列研究二】顾家家居深度：龙头风范凸显，长期向大家居迈进》--2020/07/07

顾家家居（603816）《19 年稳健增长，20Q1 利润向上，软体龙头蓄势待发》--2020/04/23

顾家家居（603816）《顾家家居：Q3 内销回暖，现金流表现优异》--2019/10/31

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL：chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

证券分析师：曹倩雯

电话：18653860177

E-MAIL：caoqw@tpyzq.com

事件：顾家发布 2020 中报，实现营收 48.61 亿元，同比下滑 2.97%；归母净利润 5.76 亿元，同比增长 3.06%，扣非后同比增长 6.69%。其中 Q2 实现营收 25.74 亿元，同比增长 0.91%；归母净利 2.69 亿元，同比增长 2.23%，扣非后同比增长 7.70%，业绩符合预期。

点评：

外销 Q2 承压，内销 Q2 回暖，单店提升趋势显著。

①分区域看，内销同比增长 10.0%，预计 Q2 增速接近 25%，显著改善，H1 净开店预计百家左右，因而 Q2 增速主要来自单店提升，主要系价格带下沉扩大客群，区域零售中心+信息化明显提升单店坪效。外销同比下降 19.7%，预计 Q2 下滑 30%以上，显著承压，受疫情影响显著，但 Q3 已有复苏趋势，而且小厂出口受阻使长期集中度提升。

②分品类看，沙发下滑 14.5%，预计外销下滑、内销改善，其中布艺沙发稳健增长，功能沙发内销增长、外销下滑。床类增长 24.2%，经销商逐渐发力、套餐和渠道带货效应强。集成产品（即配套品）增长 3.5%，场景化销售带来配套购买需求；定制家居下滑 2.2%，虽受疫情影响承压，但长期随融合店态升级而增长的趋势不改。信息技术服务增长 90.96%，有口径更改的因素，与公司内销收入规模扩张相关。

H1 毛利率与费用率基本持平，现金流承压但全年预期好转。

①毛利率下滑 0.2pct 至 35.5%。分地区看，境内下降 2.0pct，产品促销降价以扩张市场，境外下降 0.5pct，贸易战后出口集中度提升。**分品类看**，沙发/床类/分别下降 2.7/7.6pct 至 33.6%/35.0%，主要系低价产品的畅销；但集成/定制上升 3.4/3.4pct 至 25.6%/34.1%，公司供应链逐渐成熟，规模效应增强；信息技术服务上升 23.7%。**分季度看**，Q2 上升 1.3pct，主要系毛利率高的内销业务占比提升。

②期间费用率基本持平。其中销售费用率上升 0.5pct，公司维持营销投入以扩大份额，管理费用率下降 0.4pct，公司疫情后降本增效，财务费用率下降 0.6pct，负债情况有所好转。此外，18 年收购的外延标的净利因疫情而下滑幅度较大，内生净利增长高于整体。

③扣非后增速较高。一方面政府补助略有下滑，预期与 Q2 出口下滑有关；另一方面计入非经常损益的投资收益有所下降。

④经营质量方面，经营性净现金流同比下降 59.2%，期末合同负债（预收款项）相较年初下滑 27.7%，疫情之下公司订单承压，同时

执业资格证书编码：

加强对供应商的付款支持，采购支出流出较多，带来经营性现金流下滑，但 Q2 单季度现金流恢复情况较好，全年预计平滑。而且资产负债率下降 5.0%，负债情况有所改善。

全年来看，品类&渠道扩张助力内销，外销已有复苏迹象。

内销方面，品类角度，布艺沙发扩张空间大，预计今年稳健向上，床类产品&店态逐渐成熟，沙发强势带单，预计维持高增，大店店态升级继续推动定制、配套品增长。**渠道角度看**，新产品价格带下沉，推进公司低线城市扩张，预计全年净开店 400 家以上；区域零售中心磨合到位，“1+n+x”大店模式、精细化管理、信息化系统和针对性营销有望长期改善同店；同时加强线上布局，推出专供产品。顾家 816 活动同比增长 50%以上至 25 亿元，H2 内销景气有望持续。

外销方面，越南基地当前覆盖对美出口 30%、墨西哥公司逐步投产，海外产能缓解贸易摩擦，疫情后订单有望稳健，长期集中度提升趋势显著；欧洲与澳新市场持续发力，带来外销 H2 进一步向上。

盈利方面，虽然外销产能利用率下降、内销产品价格带下沉，带来盈利压力，但内销占比提升推动毛利率稳定，而且精益化+标准化生产和供应链管理改善，带来长期盈利能力上升的空间。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.22/2.72/3.21 元，对应 20-22 年 PE 分别为 30.8X/25.1X/21.3X，公司内销稳健增长，品类&渠道均呈扩张趋势，维持“买入”评级。

风险提示：疫情无法进一步控制，新品类扩张不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11093.59	12393.38	15270.16	18146.41
(+/-%)	20.95	11.72	23.21	18.84
净利润(百万元)	1161.16	1335.83	1638.29	1932.96
(+/-%)	17.37	15.04	22.64	17.99
摊薄每股收益(元)	1.93	2.22	2.72	3.21
市盈率(PE)	28.65	30.82	25.13	21.30

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4943	6113	7464	9678	12321
现金	1592	2958	4100	5696	7702
应收账款	932	1012	1071	1320	1568
其他应收款	144	146	160	197	234
存货	1162	1266	1336	1641	1963
其他	1069	676	735	749	763
非流动资产	5557	6147	6582	7002	7314
长期投资	2024	2004	2127	2259	2386
固定资产	1821	2296	2586	2756	2812
无形资产	1629	1728	1751	1869	1998
资产总计	10500	12260	14046	16680	19636
流动负债	3594	4498	4948	5944	6966
短期借款	120	287	287	287	287
应付账款	899	1280	1199	1472	1761
其他	2575	2931	3462	4185	4918
非流动负债	1895	1462	1462	1462	1462
长期借款	1067	474	474	474	474
其他	828	987	987	987	987
负债合计	5489	5959	6409	7405	8428
少数股东权益	333	394	394	394	394
股本	430	602	602	602	602
资本公积	2323	2205	2205	2205	2205
留存收益	2156	2904	4239	5878	7811
归属母公司股东权益	4678	5906	7242	8880	10813
负债和股东权益	10500	12260	14046	16680	19636

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1010	2124	1552	2009	2333
投资性现金流	-1985	305	-344	-345	-260
融资性现金流	1587	-1046	-67	-67	-67
现金增加额	612	1383	1141	1597	2006

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**9172**	**11094**	**12393**	**15270**	**18146**
营业成本	5836	7226	8064	9901	11846
营业税金及附加	82	79	88	109	130
营业费用	1789	2073	2293	2825	3321
管理费用	244	292	310	382	417
财务费用	25	104	52	46	38
资产减值损失	17	-8	0	0	0
投资净收益	106	140	123	131	127
营业利润	**1158**	**1292**	**1506**	**1883**	**2251**
营业外收入	178	240	0	0	0
营业外支出	17	10	0	0	0
利润总额	**1318**	**1522**	**1666**	**2043**	**2411**
所得税	312	302	330	405	478
净利润	**1007**	**1220**	**1336**	**1638**	**1933**
少数股东损益	17	59	0	0	0
归属母公司净利润	**989**	**1161**	**1336**	**1638**	**1933**

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.4%	34.9%	34.9%	35.2%	34.7%
销售净利率	10.8%	10.5%	10.8%	10.7%	10.7%
销售收入增长率	37.6%	20.9%	11.7%	23.2%	18.8%
营业利润增长率	38.6%	11.5%	16.6%	25.0%	19.5%
净利润增长率	20.3%	17.4%	15.0%	22.6%	18.0%
ROE	21.2%	19.7%	18.4%	18.4%	17.9%
ROIC	25.3%	33.9%	38.2%	49.5%	64.1%
资产负债率	52.3%	48.6%	45.6%	44.4%	42.9%
净负债比率	43.1%	32.6%	26.6%	21.7%	17.8%
流动比率	1.38	1.36	1.51	1.63	1.77
PE(X)	33.64	28.65	30.82	25.13	21.30
PB(X)	4.63	5.63	5.68	4.63	3.81
EV/EBITDA(X)	12.95	22.52	19.36	14.79	11.57

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。