

22年利润同比+9%，经营聚焦内生发力

顾家家居(603816)

评级:	买入	股票代码:	603816
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	75.0/29.9
目标价格:		总市值(亿)	304.68
最新收盘价:	37.07	自由流通市值(亿)	304.68
		自由流通股数(百万)	821.89

事件概述

顾家家居发布 2022 年年报及 2023 年一季度报。2022 年公司实现收入 180.10 亿元，同比-1.81%；归母净利润 18.12 亿元，同比+8.87%。分季度看，Q4 单季度营业收入 42.48 亿元，同比-16.97%；归母净利润 4.09 亿元，同比-4.14%。Q4 单季度业绩有所下滑我们预计是由于 2022 年末疫情反复，市场需求受到一定影响，业绩短暂承压。现金流方面，2022 年经营活动产生的现金流量净额 24.10 亿元，同比+18.08%，其中，Q4 单季度经营活动产生的现金流量净额 15.35 亿元，同比+44.78%。

2023Q1 公司实现收入 39.54 亿元，同比-12.92%；归母净利润 4.00 亿元，同比-9.73%。业绩短暂承压主要系公司当期受到汇兑损益的影响叠加当期收益已剔除玺堡收入所致。现金流方面，2023Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 1.52 亿元，同比+129.15%，主要系本期公司经营性活动流出减少所致。

此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 11.10 元（含税），持续回馈广大投资者。

分析判断：

► 收入端：核心业务增速有所承压，境外业务稳定增长。

分产品看，2022 年公司沙发、床类产品、集成产品、定制、红木家具、信息技术服务业务分别实现收入 89.72、35.57、30.16、7.62、0.71、8.24 亿元，同比分别-3.19%、+6.58%、-3.94%、+15.35%、-44.30%、-11.39%，主要业务均出现不同程度下滑，而定制业务增速较好。公司持续打造更强的产品力，完善高、中、低产品矩阵，并持续推动“软体+定制”融合一体化设计研发销售，为消费者提供风格统一的拎包入住方案，进一步提升市场竞争力。分地区看，2022 年公司境内、境外销售额分别为 103.04、70.34 亿元，同比分别-3.82%、+1.68%，境内收入受 Q4 疫情反复导致市场需求受阻影响，有所下滑。而境外业务收入略有上升，海外客户保持稳定。境内业务持续推进大家居战略，打造客餐卧空间一体化产品常态化，持续提升产品竞争力；境外业务则坚持大客户战略，产品端则坚持上拉下探，满足不同消费层级的需求。分渠道看，公司坚持 1+N+X 渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店/品类势能店的布局速度。2022 年公司总门店净增加 287 家至 6743 家（包含海外），其中，经销门店净增加 296 家至 6600 家，直销门店净减少 9 家至 143 家，总门店数有一定上升，我们预计主要与公司加大推进融合大店建设有关，在疫情反复以及宏观经济增速放缓等不利大背景下，公司依旧积极开拓门店，持续布局市场，为公司后续业绩增长确立了先发优势。

► 盈利端：毛利率实现向上，盈利能力保持较好。

盈利能力方面，2022 年公司毛利率、净利率分别为 30.83%、10.26%，同比分别+1.97pct、+0.99pct，其中，Q4 单季度毛利率、净利率分别为 35.66%、9.54%，同比分别+6.77pct、+0.91pct，Q4 毛利率有明显上升，我们预计是由于公司通过技术降本项目和量差改善项目实现降本。板材利用率方面也稳步提升，材料采购成本降本显著以及运输费同比下滑导致整体成本端压力减少所致。分业务看，2022 年公司沙发、床类产品、集成产品、定制、红木家具、信息技术服务业务毛利率分别为 32.77%、35.16%、28.38%、33.10%、17.31%、85.01%，同比分别+3.23pct、+1.93pct、+3.57pct、+0.67pct、-12.38pct、-1.55pct；分地区看，2022 年境内、境外业务毛利率分别为 37.28%、20.77%，同比分别+2.77pct、+2.63pct，境内外毛利率均实现提升。2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 32.13%、10.16%，同比分别+2.28pct、+0.07pct，盈利能力实现稳步上升。

期间费用率方面，2022 年公司期间费用率 19.38%，同比+0.82pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 16.39%、2.01%、1.67%、-0.69%，同比分别+1.65pct、+0.22pct、+0.02pct、-1.08pct。财务费用率的下滑主要系利息支出和汇兑损益影响。2023Q1 单季度公司期间费用率为 21.47%，同比+3.14pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 16.88%、1.86%、1.58%、1.14%，同比+2.22pct、+0.13pct、-0.07pct、+0.86pct。期间费用率有所上升。

投资建议

顾家家居是软体家具行业龙头，始终坚持“用户型企业、数字型企业、全屋型企业”3 个方向不动摇，持续通过“软体+定制”融合发展，引领行业变革；同时，公司加强整合优良资产，聚焦内生发力，我们持续看好公司大家居发展战略推进以及受益于行业集中度的加速提升。考虑到公司 2023Q1 业绩有所下滑，终端需求恢复程度未来仍具有不确定性，我们下调此前盈利预测，公司 2023-2024 年营收分别由 237.47/280.55 亿元下调至 209.60/247.87 亿元；2023-2024 年 EPS 分别由 2.81/3.37 元下调至 2.58/3.09 元，并预计公司 2025 年营收、EPS 分别为 292.10 亿元、3.67 元，对应 2023 年 4 月 28 日 37.07 元/股收盘价，PE 分别为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境发生变化；下游需求不及预期；原材料大幅涨价风险；汇率大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,342	18,010	20,960	24,787	29,210
YoY (%)	44.8%	-1.8%	16.4%	18.3%	17.8%
归母净利润(百万元)	1,664	1,812	2,119	2,542	3,017
YoY (%)	96.9%	8.9%	17.0%	19.9%	18.7%
毛利率 (%)	28.9%	30.8%	31.6%	32.4%	33.1%
每股收益 (元)	2.03	2.20	2.58	3.09	3.67
ROE	20.8%	20.4%	20.2%	21.2%	21.5%
市盈率	18.26	16.85	14.37	11.99	10.10

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,010	20,960	24,787	29,210	净利润	1,848	2,163	2,594	3,079
YoY (%)	-1.8%	16.4%	18.3%	17.8%	折旧和摊销	635	405	504	621
营业成本	12,457	14,345	16,766	19,533	营运资金变动	8	105	558	-150
营业税金及附加	100	113	136	161	经营活动现金流	2,410	2,465	3,485	3,378
销售费用	2,952	3,406	4,040	4,790	资本开支	-1,457	-438	-535	-630
管理费用	362	419	446	526	投资	62	-105	-110	-110
财务费用	-124	11	-7	4	投资活动现金流	-848	-460	-595	-652
研发费用	301	352	419	497	股权募资	6	-32	0	0
资产减值损失	-30	-11	-13	-15	债务募资	779	100	100	100
投资收益	47	84	50	88	筹资活动现金流	-389	-508	-981	-1,021
营业利润	2,052	2,502	3,110	3,831	现金净流量	1,228	1,497	1,909	1,705
营业外收支	244	201	215	220					
利润总额	2,296	2,703	3,325	4,051	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	449	541	732	972	成长能力				
净利润	1,848	2,163	2,594	3,079	营业收入增长率	-1.8%	16.4%	18.3%	17.8%
归属于母公司净利润	1,812	2,119	2,542	3,017	净利润增长率	8.9%	17.0%	19.9%	18.7%
YoY (%)	8.9%	17.0%	19.9%	18.7%	盈利能力				
每股收益	2.20	2.58	3.09	3.67	毛利率	30.8%	31.6%	32.4%	33.1%
					净利率	10.1%	10.1%	10.3%	10.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	11.3%	10.8%	11.6%	11.9%
货币资金	4,398	5,895	7,803	9,508	净资产收益率 ROE	20.4%	20.2%	21.2%	21.5%
预付款项	130	137	158	184	偿债能力				
存货	1,883	3,038	2,648	4,041	流动比率	1.26	1.37	1.49	1.59
其他流动资产	1,957	2,553	2,998	3,225	速动比率	0.90	0.95	1.14	1.16
流动资产合计	8,368	11,623	13,608	16,958	现金比率	0.66	0.69	0.85	0.89
长期股权投资	34	39	49	59	资产负债率	43.7%	45.4%	43.7%	43.5%
固定资产	4,078	4,202	4,328	4,436	经营效率				
无形资产	876	896	916	936	总资产周转率	1.12	1.17	1.20	1.24
非流动资产合计	7,738	7,987	8,243	8,481	每股指标 (元)				
资产合计	16,106	19,610	21,850	25,439	每股收益	2.20	2.58	3.09	3.67
短期借款	1,479	1,579	1,679	1,779	每股净资产	10.81	12.74	14.61	17.07
应付账款及票据	2,014	2,389	2,676	3,406	每股经营现金流	2.93	3.00	4.24	4.11
其他流动负债	3,126	4,525	4,784	5,464	每股股利	1.11	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,619	8,493	9,139	10,649	估值分析				
长期借款	8	8	8	8	PE	16.85	14.37	11.99	10.10
其他长期负债	405	405	405	405	PB	3.95	2.91	2.54	2.17
非流动负债合计	413	413	413	413					
负债合计	7,032	8,906	9,552	11,062					
股本	822	821	821	821					
少数股东权益	192	235	287	349					
股东权益合计	9,074	10,704	12,298	14,377					
负债和股东权益合计	16,106	19,610	21,850	25,439					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。