

顾家家居(603816)

报告日期: 2023年05月02日

打造产品梯度、渠道结构丰富, 看好23年经营稳步向好

——顾家家居点评报告

投资要点

顾家家居发布2022年报及2023年一季度报:

2022年公司实现营收180.10亿(-1.81%)、归母净利润18.12亿(+8.87%)、扣非净利润15.44亿(+8.22%), 盈利能力显著提升; 其中22Q4实现收入42.48亿(-17%)、归母净利润4.09亿(-4%)、扣非净利润2.63亿(-16%)。

2023Q1营收39.54亿(-12.92%)、归母净利润4.00亿(-9.73%)、扣非净利3.40亿(-10.90%)。受感染高峰影响12-1月终端接单, 对22Q4-23Q1经营产生影响, 且由于玺宝家居在22年完成剥离、23Q1还原口径下滑幅度预计更窄。

渠道端: 坚持1+N+X战略, 大店形态逐渐向好

2022年门店总数6743家(+287家, 物理位置口径), 其中自有品牌4707家(+244家), 其他品牌1893家(+52家)。顾家坚持1+N+X的渠道战略, 店态不断多元化: 1) 加快融合大店/品类势能店的布局速度, 对融合单和客单价比例拉动显著, 且融合店客户进店后锁客能力强、成交率更高。2) 针对存量房市场推广社区店模式。3) 小区前置营销, 加大样本房资源投放。4) 成立整装家装渠道拓展部, 与装企开展合作, 流量结构进一步优化。

品类端: 功能沙发、床类及定制增长较优, 各品类盈利能力提升

22年沙发营收89.72亿(-3.19%), 我们预计其中功能沙发渠道不断开拓、保持较高增长, 休闲沙发、布艺沙发受消费环境扰动, 毛利率32.77%(+3.23pct)。

22年床类产品收入35.57亿(+6.58%), 内贸与海外双渠道齐发力, 毛利率35.16%(+1.93pct)。

22年定制家具收入7.62亿(+15.35%), 在毛利率33.10%(+0.67pct), 终端设计师和服务团队实力提升, 一次性安装成功率与口碑向第一梯队靠齐, 23年有望加速增长。

22年集成产品(配套品、红木家具等)收入30.16亿(-3.94%), 毛利率28.38%(+3.57pct)。信息技术服务收入8.24亿(-11.39%), 毛利率85.01%。

23年核心变化一: 内贸加速中低端产品矩阵建设, 迎合预算有限的消费群体

3年疫情使得装修群体收入下降, 进而消费预算一定程度上减少, 但消费者对大品牌的追求不会消失, 用好的价格买到大牌是核心诉求。22年顾家轻时尚子品牌天禧派快速下沉, 逆势高增、表现亮眼, 23年仍将继续加速招商, 独立化运作。同时22Q4顾家旗下中低端系列“乐活”推向市场, 23年乐活+天禧派将帮助顾家客流覆盖更全, 带动终端门店转化率提升。

23年核心变化二: 外贸触底向上, 23年利润率预期改善

1) 外贸收入自22Q3开始拖累公司整体表现, 伴随海外库存去化、下游家具零售商重新开始参加展会&下订单, 我们判断顾家Q1订单开始逐步恢复, 看好后续收入表现。2) 外贸利润率预期提升, 22年12月剥离玺堡、聚焦内生外贸床垫、拓展顺利, 后续搭载墨西哥基地(不受反倾销影响)有望进一步抬升供应链份额。自欧亚非总分管外销以来, 不断聚焦精益制造提效与客户结构优化, 看好外贸业务利润率持续改善。

财务指标: 毛利率提升显著, 经营性现金流改善

(1) 毛利率: 22全年毛利率为30.83%(+1.96pct), 毛利提升主要系外制降本、板材利用率提升、材料采购降本显著。23Q1毛利率为32.13%(+2.28pct)。

(2) 费用率: 22全年期间费用率为19.38%(+0.87pct), 主要系销售&管理费用率提高, 部分被汇兑收益抵消。22全年归母净利率10.06%(+0.99pct)。23Q1期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥37.07
总市值(百万元)	30,467.52
总股本(百万股)	821.89

股票走势图



相关报告

- 《经营稳步向好, 低估优质白马价值凸显》2023.03.02
- 《剥离玺宝业务, 内生外贸床垫有望接力、轻装上阵——顾家家居点评报告》2022.12.14
- 《外贸、并购拖累收入表现, 看好Q4经营环比向好——顾家家居点评报告》2022.10.28

间费用率为 21.47% (+3.14pct)，主要系财务费用率提高。23Q1 归母净利率 10.12% (+0.36pct)。

(3) 现金流改善: 22 全年经营现金流 24.10 亿 (+18.08%)，23Q1 现金流 1.52 亿 (+129.15%)。截至 22 年末存货 18.83 亿，较去年同期减少 5.58 亿；应收账款及票据为 10.36 亿，较去年同期减少 6.63 亿；应付账款及票据 20.14 亿，较去年同期减少 0.21 亿；合同负债 15.31 亿，较去年同期减少 8.66 亿。

□ 盈利预测与估值

我们认为顾家家居是软体+定制一体化大家居强 α 龙头，运营逐渐零售化，份额提升确定性强，看好其作为消费白马长期价值。预计 23-25 年实现收入 207.33 亿 (+15.11%)、242.85 亿(+17.13%)、282.85 亿 (+16.47%)，归母净利 20.98 亿 (+15.76%)、24.8 亿(+18.24%)、28.55 亿 (+15.11%)，对应 PE 分别为 14.53X、12.28X、10.67X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

大店模式推广进度不及预期，行业价格竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,010	20,733	24,285	28,285
(+/-) (%)	-1.81%	15.11%	17.13%	16.47%
归母净利润	1,812	2,098	2,480	2,855
(+/-) (%)	8.87%	15.76%	18.24%	15.11%
每股收益(元)	2.20	2.55	3.02	3.47
P/E	16.81	14.53	12.28	10.67

资料来源：浙商证券研究所

图 1：顾家家居季度财务数据一览

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	3,781.96	4,234.05	5,209.12	5,116.82	4,540.19	4,475.81	4,746.04	4,248.41	3,953.54
YOY	65.32%	64.52%	41.42%	24.16%	20.05%	5.71%	-8.89%	-16.97%	-12.92%
归母净利润	385.05	387.42	465.38	426.60	443.24	447.57	512.30	408.95	400.10
YOY	-25.58%	43.91%	7.24%	-359.61%	15.11%	15.53%	10.08%	-4.14%	-9.73%
扣非归母净利润	317.65	348.58	447.01	313.53	382.14	398.65	500.33	262.95	340.49
YOY	-53.39%	37.61%	20.95%	-231.01%	20.30%	14.36%	11.93%	-16.13%	-10.90%
毛利率	33.02%	25.11%	28.88%	28.89%	29.85%	28.07%	30.06%	35.66%	32.13%
期间费用率	21.29%	14.66%	17.17%	21.20%	18.33%	16.39%	16.27%	27.14%	21.47%
其中：销售费用	680.87	443.79	733.02	845.42	665.61	683.23	699.57	903.17	667.54
销售费用率	18.00%	10.48%	14.07%	16.52%	14.66%	15.26%	14.74%	21.26%	16.88%
其中：管理费用	73.90	90.16	94.94	68.81	78.63	83.90	88.26	111.29	73.49
研发费用	56.43	65.68	73.13	107.22	75.08	75.23	77.10	73.82	62.51
管理+研发费用率	3.45%	3.68%	3.23%	3.44%	3.39%	3.56%	3.48%	4.36%	3.44%
其中：财务费用	-5.82	21.23	-6.85	63.29	12.82	-108.72	-92.55	64.56	45.20
财务费用率	-0.15%	0.50%	-0.13%	1.24%	0.28%	-2.43%	-1.95%	1.52%	1.14%
归母净利率	10.18%	9.15%	8.93%	8.34%	9.76%	10.00%	10.79%	9.63%	10.12%
存货	1,683.76	1,891.96	2,020.02	2,441.04	2,131.75	2,109.45	1,972.88	1,883.29	1,717.91
较上年同期增减	542.66	822.76	644.91	569.71	447.98	217.49	-47.14	-557.76	-413.84
应收票据	0.92	1.16	0.04	0.76	0.06	0.11	6.39	0.00	0.00
较上年同期增减	0.92	1.16	0.04	-0.44	-0.86	-1.05	6.35	-0.76	-0.06
应收账款	1,049.59	1,246.49	1,485.04	1,697.42	1,708.16	1,836.86	1,593.14	1,035.52	1,156.67
较上年同期增减	139.33	330.80	269.27	589.46	658.57	590.37	108.11	-661.89	-551.49
应付账款及应付票据	1,503.19	1,684.20	1,716.75	2,035.32	1,758.52	1,799.73	1,669.33	2,014.20	1,742.77
较上年同期增减	451.56	805.52	231.39	492.21	255.32	115.53	-47.42	-21.11	-15.74
预收账款	1,572.43	1,622.69	1,739.68	2,397.45	1,392.38	1,542.61	1,358.37	1,531.21	1,419.88
较上年同期增减	1,572.43	543.82	181.43	363.44	-180.05	-80.09	-381.31	-866.24	27.50
经营性现金流净额	132.55	296.23	551.52	1,060.35	-529.71	564.22	839.83	1,535.16	152.30
较上年同期增减	533.68	-388.93	-271.57	-12.93	-662.26	268.00	288.32	474.81	682.01
筹资性现金流净额	-0.85	-567.15	666.14	-16.96	599.07	-1,214.25	140.35	85.56	372.91
较上年同期增减	248.33	325.62	814.83	56.02	599.92	-647.10	-525.79	102.52	-226.16
资本开支	304.71	355.32	498.72	508.18	385.25	446.20	378.92	265.31	575.15
较上年同期增减	135.30	204.07	187.64	61.83	80.54	90.89	-119.81	-242.87	189.91
ROE	5.59%	5.53%	6.19%	5.31%	5.39%	5.44%	6.19%	4.70%	4.41%
YOY (±)	0.48%	0.90%	-0.81%	7.72%	-0.20%	-0.09%	0.00%	-0.61%	-0.98%
资产负债率	42.68%	43.44%	42.03%	47.28%	43.58%	43.81%	41.79%	43.66%	42.05%
YOY (±)	0.40%	-0.84%	1.09%	1.76%	0.91%	0.37%	-0.25%	-3.62%	-1.53%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2: 顾家家居收入拆分一览

单位: 亿元	2020A	2021Q4	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022A	2023Q1
营业收入	126.66	51.17	183.42	45.40	44.76	47.46	42.48	180.10	39.54
YOY	14.17%	24.16%	44.81%	20.05%	5.71%	-8.89%	-16.97%	-1.81%	-12.92%
1、内销收入	76.49	30.86	107.12	27.39	23.60	29.11	25.60	103.04	23.20
YOY	26.02%	20.35%	40.05%	15.08%	-2.00%	2.96%	-20.00%	-3.82%	-15.31%
占比	60.39%	60.31%	58.40%	60.34%	52.73%	61.33%	60.26%	57.21%	58.68%
毛利率	40.11%		34.50%					37.28%	37.50%
按品类拆分:									
沙发	33.20	11.98	43.88	13.00	10.60	10.84	9.08	43.52	10.34
YOY	22.80%		32.24%	20.59%	-4.00%	8.80%	-24.23%	-0.82%	-20.46%
其中: 功能沙发	5.20	1.96	10.26	3.90	3.80	3.40	2.50	13.60	4.10
YOY	36.00%	78.56%	98.00%	57.00%	26.00%	21.43%	27.28%	32.50%	5.13%
床		6.77	24.89	6.44	1.43	7.87	4.76	25.60	6.60
YOY			51.20%	26.40%	10.50%	10.85%	-29.69%	2.85%	2.50%
定制		1.90	6.60	1.54	1.96	2.12	1.98	7.60	1.40
YOY			44.80%	20.19%	21.00%	18.24%	3.94%	15.00%	-9.09%
其中: 顾家定制	3.44		5.87	1.39	1.91			7.00	1.40
YOY			70.43%	27.52%	25.80%			19.00%	0.72%
2、外贸收入	46.53	18.89	69.18	16.66	20.00	16.84	16.84	70.34	15.60
YOY	0.98%	24.30%	48.68%	28.02%	21.00%	-18.87%	-10.85%	1.68%	-6.39%
占比	36.74%	36.92%	37.72%	36.71%	44.68%	35.47%	39.64%	39.06%	39.46%
毛利率	24.20%		18.14%					20.77%	23.00%
按品类拆分:									
沙发	31.00	12.78	48.80	10.62	12.88	11.80	10.90	46.20	9.10
YOY	-1.00%		57.70%	25.16%	19.70%	-29.59%	-14.71%	-5.33%	-14.31%
床		3.41	8.49	2.44	1.80	2.24	3.52	10.00	2.33
YOY			22.60%	127.23%	-1.00%	1.71%	3.30%	17.79%	-4.51%
其中: 顾家床垫		2.19	3.00	1.30	0.80	1.62	2.68	6.40	2.33
YOY			-	-	100.00%	299.81%	22.11%	113.33%	79.23%
3、其他地区收入	3.64	1.42	7.11	1.34	1.16	1.52	0.04	6.73	0.73
YOY	-6.43%		95.45%	31.56%	-29.38%	-50.55%	-96.90%	-5.42%	-45.21%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,368	12,221	14,520	18,510
现金	4,398	7,556	8,593	11,124
交易性金融资产	98	98	98	98
应收账款	1,036	1,575	2,134	2,993
其它应收款	439	252	393	477
预付账款	130	136	156	189
存货	1,883	2,220	2,760	3,245
其他	384	384	384	384
非流动资产	7,738	8,292	9,703	10,640
金额资产类	385	385	385	385
长期投资	34	34	34	34
固定资产	4,078	4,428	5,117	5,737
无形资产	876	903	945	970
在建工程	994	1,157	1,657	1,957
其他	1,372	1,386	1,565	1,557
资产总计	16,106	20,513	24,223	29,150
流动负债	6,619	8,941	10,151	12,203
短期借款	1,479	2,103	2,726	3,478
应付款项	2,014	2,345	2,669	3,340
预收账款	0	0	0	0
其他	3,126	4,493	4,756	5,384
非流动负债	413	413	413	413
长期借款	8	8	8	8
其他	405	405	405	405
负债合计	7,032	9,354	10,563	12,615
少数股东权益	192	192	192	192
归属母公司股东权益	8,881	10,967	13,467	16,342
负债和股东权益	16,106	20,513	24,223	29,150

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,410	3,493	2,309	3,131
净利润	1,848	2,098	2,480	2,855
折旧摊销	635	342	393	357
财务费用	(73)	72	97	124
投资损失	(47)	(41)	0	(57)
营运资金变动	8	963	(705)	(190)
其它	39	60	45	42
投资活动现金流	(848)	(855)	(1,798)	(1,229)
资本支出	(1,457)	(896)	(1,798)	(1,285)
长期投资	(2)	0	0	0
其他	611	41	0	57
筹资活动现金流	(389)	520	527	628
短期借款	1,011	623	623	752
长期借款	8	0	0	0
其他	(1,408)	(104)	(97)	(124)
现金净增加额	1,228	3,158	1,037	2,531

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,010	20,733	24,285	28,285
营业成本	12,457	14,203	16,600	19,301
营业税金及附加	100	115	136	157
营业费用	2,952	3,150	3,749	4,433
管理费用	362	424	498	566
研发费用	301	342	403	470
财务费用	(124)	(30)	(130)	(48)
资产减值损失	(30)	(24)	(20)	(20)
公允价值变动损益	(3)	0	0	0
投资净收益	47	41	0	57
其他经营收益	86	98	98	128
营业利润	2,052	2,607	3,083	3,548
营业外收支	244	0	0	0
利润总额	2,296	2,607	3,083	3,548
所得税	449	509	602	693
净利润	1,848	2,098	2,480	2,855
少数股东损益	36	0	0	0
归属母公司净利润	1,812	2,098	2,480	2,855
EBITDA	2,529	2,978	3,420	3,873
EPS (最新摊薄)	2.20	2.55	3.02	3.47

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-1.81%	15.11%	17.13%	16.47%
营业利润	9.86%	27.05%	18.24%	15.11%
归属母公司净利润	8.87%	15.76%	18.24%	15.11%
获利能力				
毛利率	30.83%	31.49%	31.65%	31.76%
净利率	10.06%	10.12%	10.21%	10.09%
ROE	20.40%	19.13%	18.42%	17.47%
ROIC	13.84%	15.46%	14.46%	13.82%
偿债能力				
资产负债率	43.66%	45.60%	43.61%	43.28%
净负债比率	77.50%	83.82%	77.33%	76.30%
流动比率	1.26	1.37	1.43	1.52
速动比率	0.90	1.06	1.11	1.20
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.13	1.09	1.06
应收账款周转率	13.18	15.89	13.10	11.04
应付账款周转率	6.29	6.69	6.79	6.58
每股指标(元)				
每股收益	2.20	2.55	3.02	3.47
每股经营现金	2.93	4.25	2.81	3.81
每股净资产	10.81	13.34	16.39	19.88
估值比率				
P/E	16.81	14.53	12.28	10.67
P/B	3.43	2.78	2.26	1.86
EV/EBITDA	12.91	8.56	7.33	6.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>