

家具

顾家家居（603816.SH）

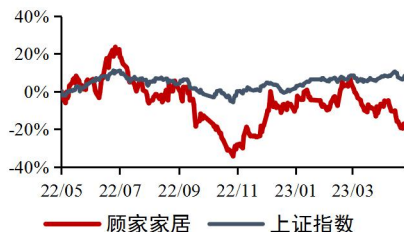
买入-A(维持)

23Q1 经营短期承压，盈利能力显著改善

2023年5月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年4月28日

收盘价(元):	37.07
年内最高/最低(元):	75.00/29.90
流通A股/总股本(亿):	8.22/8.22
流通A股市值(亿):	304.68
总市值(亿):	304.68

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.49
摊薄每股收益:	0.49
每股净资产(元):	11.48
净资产收益率:	4.26

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司披露 2022 年年报和 2023 年 1 季报。2022 年，公司实现营收 180.10 亿元，同比下降 1.81%，实现归母净利润 18.12 亿元，同比增长 8.87%，实现扣非净利润 15.44 亿元，同比增长 8.22%。23Q1，公司实现营收 39.54 亿元，同比下降 12.92%，实现归母净利润 4.00 亿元，同比下降 9.73%，实现扣非净利润 3.40 亿元，同比下降 10.90%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 11.10 元（含税），派息率 50.0%。

事件点评

内销与外贸业务全年表现较为稳健，毛利率改善使得业绩增速优于营收。2022 年，公司实现营收 180.10 亿元，同比下降 1.81%。分季度看，22Q1-23Q1 分别实现营收 45.40、44.76、47.46、42.48、39.54 亿元，同比增长 20.05%、5.71%、-8.89%、-16.97%、-12.92%。分区域看，2022 年，公司内销、外贸业务分别实现营收 103.04、70.34 亿元，同比增长 -3.8%、1.7%。2022 年，公司实现归母净利润 18.12 亿元，同比增长 8.87%。分季度看，22Q1-23Q1 分别实现归母净利润 4.43、4.48、5.12、4.09、4.00 亿元，同比增长 15.11%、15.53%、10.08%、-4.14%、-9.73%。2022 年与 2023 年 1 季度，公司净利润增速均好于营收增速，主要由于销售毛利率的提升。

定制品类营收增速领先，全品类盈利能力提升。渠道拓展方面，公司坚持 1+N+X 的渠道战略，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，渠道结构得到提升和优化，同时稳步推进顾家星选整装业务。截至 2022 年末，共有门店 6743 家，其中经销、直销门店分别为 6600、143 家，较期初净增加 296、-9 家。产品研发方面，2022 年，沙发、床类产品、集成产品、定制产品实现收入 89.72、35.57、30.16、7.62 亿元，同比增长-3.19%、6.58%、-3.94%、15.35%，毛利率分别为 32.77%、35.16%、28.38%、33.10%，同比提升 3.23、1.93、3.57、0.67pct。

销售毛利率改善明显，销售费用投放力度加大。盈利能力方面，2022 年公司毛利率同比提升 2.0pct 至 30.8%，其中内销、外贸业务毛利率分别为 37.28%、20.77%，同比提升 2.77、2.63pct。23Q1 毛利率为 32.1%，同比提升 2.3pct。盈利能力提升预计受益于原材料价格有所下降、公司降本增效动作持续推进、新品隐形提价。费用率方面，2022 年公司期间费用率合计提升 0.8pct 至 19.4%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%、2.0%、1.7%、-0.7%，同比分别为+1.7/+0.2/+0.0/-1.1pct，综合影响下，2022 年公司销售净利率为 10.3%，提升 1.0pct，22Q4 销售净利率同比提升 0.9pct 至 9.5%，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



23Q1 销售净利率同比提升 0.07pct 至 10.2%。存货方面，截至 2022 年末，公司存货为 18.83 亿元/-22.9%，23Q1 末存货为 17.18 亿元/-19.4%。现金流方面，2022 年，公司经营活动现金净流入 24.10 亿元，同比增长 18.1%。

投资建议

➢ 2023 年，公司内贸业务将打开渠道结构、拓宽增长边界、加大战略品类与高潜品类进攻力度；提升商品运营能力；外贸业务继续推进降本增效工作。继续看好公司作为家居龙头，通过品类融合、多元渠道探索，提升市场份额。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.54 元、2.97 元和 3.55 元，对应公司 23、24 年 PE 为 14.6、12.5 倍，维持“买入-A”建议。

风险提示

➢ 开店进度不及预期；原材料价格大幅波动风险；海外需求复苏不及预期；年度利润分配方案未实施的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,342	18,010	20,770	23,888	27,313
YoY(%)	44.8	-1.8	15.3	15.0	14.3
净利润(百万元)	1,664	1,812	2,086	2,443	2,916
YoY(%)	96.9	8.9	15.1	17.1	19.4
毛利率(%)	28.9	30.8	32.5	32.4	32.4
EPS(摊薄/元)	2.03	2.20	2.54	2.97	3.55
ROE(%)	20.2	20.4	20.8	21.0	21.3
P/E(倍)	18.3	16.8	14.6	12.5	10.4
P/B(倍)	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2
净利率(%)	9.1	10.1	10.0	10.2	10.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8441	8368	10905	11784	15408
现金	3198	4398	4945	6461	7964
应收票据及应收账款	1698	1036	2117	1509	2637
预付账款	108	130	145	171	190
存货	2441	1883	2981	2621	3788
其他流动资产	996	922	717	1023	828
非流动资产	7498	7738	8177	8595	9045
长期投资	31	34	46	60	75
固定资产	3206	4078	4539	5021	5518
无形资产	832	876	970	994	1016
其他非流动资产	3429	2751	2622	2518	2436
资产总计	15939	16106	19082	20378	24453
流动负债	7008	6619	8300	7984	9969
短期借款	469	1479	1479	1479	1479
应付票据及应付账款	2035	2014	2541	2705	3297
其他流动负债	4504	3126	4280	3799	5192
非流动负债	528	413	474	494	492
长期借款	0	8	69	89	88
其他非流动负债	528	405	405	405	405
负债合计	7536	7032	8774	8477	10461
少数股东权益	384	192	253	311	380
股本	632	822	822	822	822
资本公积	3750	3560	3560	3560	3560
留存收益	4166	5072	6025	7167	8581
归属母公司股东权益	8019	8881	10055	11589	13611
负债和股东权益	15939	16106	19082	20378	24453

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2041	2410	2248	3097	3153
净利润	1701	1848	2147	2501	2985
折旧摊销	302	412	359	412	468
财务费用	72	-124	13	-19	-69
投资损失	-87	-47	-117	-111	-90
营运资金变动	-184	8	-154	312	-142
其他经营现金流	237	313	0	2	2
投资活动现金流	-1077	-848	-682	-721	-829
筹资活动现金流	81	-389	-1019	-860	-821
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.20	2.54	2.97	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.93	2.74	3.77	3.84
每股净资产(最新摊薄)	9.76	10.81	12.23	14.10	16.56

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18342	18010	20770	23888	27313
营业成本	13048	12457	14013	16138	18463
营业税金及附加	105	100	123	134	156
营业费用	2703	2952	3469	3941	4452
管理费用	328	362	395	430	464
研发费用	302	301	415	454	492
财务费用	72	-124	13	-19	-69
资产减值损失	-48	-49	-56	-64	-74
公允价值变动收益	-2	-3	-0	-2	-2
投资净收益	87	47	117	111	90
营业利润	1868	2052	2514	2983	3517
营业外收入	207	263	222	217	227
营业外支出	7	19	13	14	13
利润总额	2068	2296	2723	3186	3731
所得税	367	449	576	684	746
税后利润	1701	1848	2147	2501	2985
少数股东损益	36	36	61	58	69
归属母公司净利润	1664	1812	2086	2443	2916
EBITDA	2303	2666	3032	3519	4075

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.8	-1.8	15.3	15.0	14.3
营业利润(%)	80.3	9.9	22.5	18.6	17.9
归属于母公司净利润(%)	96.9	8.9	15.1	17.1	19.4
获利能力					
毛利率(%)	28.9	30.8	32.5	32.4	32.4
净利率(%)	9.1	10.1	10.0	10.2	10.7
ROE(%)	20.2	20.4	20.8	21.0	21.3
ROIC(%)	17.2	16.7	17.6	18.0	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	43.7	46.0	41.6	42.8
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	13.1	13.2	13.2	13.2	13.2
应付账款周转率	7.3	6.2	6.2	6.2	6.2
估值比率					
P/E	18.3	16.8	14.6	12.5	10.4
P/B	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	12.5	10.6	9.1	7.4	6.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

