

营收单季度历史最佳，软体家具龙头延续高增长

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:	91.2/57.71
目标价格:		总市值(亿)	386.62
最新收盘价:	61.15	自由流通市值(亿)	385.77
		自由流通股数(百万)	630.87

事件概述

顾家家居发布2021年三季度报：2021年前三季度公司实现营收132.25亿元，同比+54.78%；归母净利润12.38亿元，同比+22.58%；扣非后归母净利润11.13亿元，同比+34.13%。分季度看，Q3单季度实现收入52.09亿元，同比+41.42%；归母净利润4.65亿元，同比+7.24%；扣非后归母净利润4.47亿元，同比+20.95%。Q3收入延续高增长，利润端受原材料价格上涨、海运费以及政府补助延期等因素影响同比增速低于收入端。

分析判断：

► 收入端：收入延续高增长，营收单季度历史最佳。

2021Q3公司营收52.09亿元，单季度营收实现上市以来最佳水平，且从同比增速看，在去年同期高基数的背景下，21Q3营收同比+41.42%，营收延续高增长（21Q1、21Q2分别同比+65.32%、+64.52%），我们预计主要得益于公司内销外销市场双轮驱动。其中，内销市场持续完善产品矩阵，积极探索1+N+X的渠道发展模式，大家居战略持续推进。外销方面，公司精准把握市场流行趋势，持续提升产品力，并新增中低端产品结构平台，核心品类显著增长，打开了品类的增长势能。此外，公司积极探索和拓展跨境电商业务，布局北美新业务，并通过产品小视频、产品建模、直播项目等模式进一步强化产品推广。

► 利润端：盈利能力有望改善，期间费用管控良好。

2021年前三季度公司毛利率、净利率分别为28.85%、9.52%，同比分别为-6.14pct、-2.86pct；其中，Q3单季度毛利率、净利率分别为28.88%、9.15%，同比分别为-5.49pct、-3.22pct。毛利率有所下降，我们预计主要受新会计准则调整，销售产品相关运费由销售费用科目调整至营业成本科目、原材料价格上涨以及海运费等多种因素影响，公司10月对国内产品进行调价，预计毛利率将有所改善。净利率下降幅度低于毛利率，主要得益于公司良好的费用管控，2021年前三季度公司期间费用率为17.55%，同比-5.81pct，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14.05%、1.96%、1.48%、0.06%，同比分别为-4.19pct、-0.83pct、+0.03pct、-0.82pct；分季度看，Q3公司期间费用率为17.17%，同比-5.92pct，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14.07%、1.82%、1.40%、-0.13%，同比分别为-4.00pct、-0.92pct、+0.55pct、-1.55pct。

投资建议

顾家家居是软体家具行业龙头，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。随着内销的持续恢复，外销居家需求提速，全年预计增长提速。考虑到公司内外销业务持续高增长，以及提价带来的盈利修复等原因，我们上调公司21-23年营收165.24/204.03/245.58亿元的预测至180.01/222.25/267.43亿元；上调21-23年EPS 2.69/3.34/4.10元的预测至2.73/3.38/4.15元，对应2021年10月27日61.15元/股收盘价，对应PE分别为22/18/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

海运持续紧张风险；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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	18,001	22,225	26,743
YoY (%)	20.9%	14.2%	42.1%	23.5%	20.3%
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,723	2,135	2,622
YoY (%)	17.4%	-27.2%	103.8%	23.9%	22.8%
毛利率 (%)	34.9%	35.2%	34.5%	35.1%	35.6%
每股收益 (元)	1.84	1.34	2.73	3.38	4.15
ROE	19.7%	12.5%	20.3%	20.3%	20.6%
市盈率	33.30	45.73	22.44	18.11	14.74

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：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,666	18,001	22,225	26,743	净利润	867	1,767	2,190	2,690
YoY (%)	14.2%	42.1%	23.5%	20.3%	折旧和摊销	253	280	330	430
营业成本	8,206	11,786	14,427	17,235	营运资金变动	646	860	524	614
营业税金及附加	67	128	145	169	经营活动现金流	2,180	2,548	2,632	3,259
销售费用	2,494	3,348	4,223	5,135	资本开支	-1,075	-86	-87	-86
管理费用	297	468	622	749	投资	73	0	0	0
财务费用	132	102	75	57	投资活动现金流	-1,444	150	202	264
资产减值损失	-502	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	192	236	289	350	债务募资	1,957	0	0	0
营业利润	1,036	2,174	2,744	3,425	筹资活动现金流	-1,364	-235	-335	-735
营业外收支	159	160	160	160	现金净流量	-720	2,462	2,499	2,788
利润总额	1,195	2,334	2,904	3,585	主要财务指标				
所得税	328	567	714	895	成长能力 (%)				
净利润	867	1,767	2,190	2,690	营业收入增长率	14.2%	42.1%	23.5%	20.3%
归属于母公司净利润	845	1,723	2,135	2,622	净利润增长率	-27.2%	103.8%	23.9%	22.8%
YoY (%)	-27.2%	103.8%	23.9%	22.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.34	2.73	3.38	4.15	毛利率	35.2%	34.5%	35.1%	35.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	6.8%	9.8%	9.9%	10.1%
货币资金	2,241	4,703	7,202	9,990	总资产收益率 ROA	6.5%	10.3%	10.5%	10.8%
预付款项	89	101	130	163	净资产收益率 ROE	12.5%	20.3%	20.3%	20.6%
存货	1,871	2,367	2,905	3,620	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,159	2,645	3,022	3,431	流动比率	1.18	1.35	1.52	1.64
流动资产合计	6,360	9,816	13,259	17,205	速动比率	0.81	1.01	1.17	1.28
长期股权投资	18	18	18	18	现金比率	0.41	0.65	0.83	0.95
固定资产	2,691	2,750	2,785	2,744	资产负债率	45.5%	46.7%	45.7%	45.4%
无形资产	733	798	863	928	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,678	6,853	7,002	7,077	总资产周转率	0.97	1.08	1.10	1.10
资产合计	13,038	16,669	20,261	24,282	每股指标 (元)				
短期借款	233	233	233	233	每股收益	1.34	2.73	3.38	4.15
应付账款及票据	1,543	2,133	2,645	3,173	每股净资产	10.66	13.40	16.67	20.12
其他流动负债	3,629	4,893	5,849	7,092	每股经营现金流	3.45	4.03	4.16	5.15
流动负债合计	5,405	7,259	8,727	10,499	每股股利	0.00	0.32	0.47	1.11
长期借款	400	400	400	400	估值分析				
其他长期负债	129	129	129	129	PE	45.73	22.44	18.11	14.74
非流动负债合计	529	529	529	529	PB	6.61	4.56	3.67	3.04
负债合计	5,934	7,788	9,257	11,028					
股本	632	632	632	632					
少数股东权益	364	408	463	530					
股东权益合计	7,104	8,880	11,004	13,253					
负债和股东权益合计	13,038	16,669	20,261	24,282					

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，9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，5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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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。