

顾家家居 (603816.SH) 买入 (维持评级)

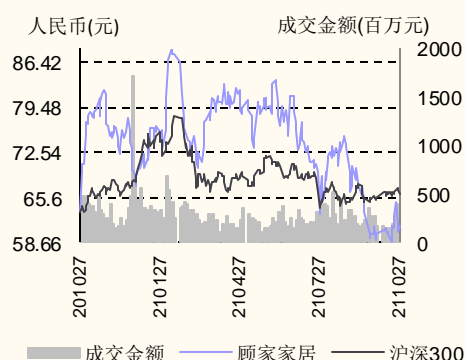
公司点评

市场价格 (人民币): 61.15 元

3Q 增长超预期, 成长路径越发清晰

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.32
已上市流通 A 股(亿股)	6.31
总市值(亿元)	386.62
年内股价最高最低(元)	88.55/58.66
沪深 300 指数	4898
上证指数	3562



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	18,423	22,231	26,715
营业收入增长率	20.95%	14.17%	45.45%	20.67%	20.17%
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,729	2,099	2,566
归母净利润增长率	17.37%	-27.19%	104.47%	21.44%	22.24%
摊薄每股收益(元)	1.929	1.337	2.734	3.321	4.059
每股经营性现金流净额	3.49	1.85	3.46	4.26	5.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.66%	12.54%	22.22%	23.23%	24.26%
P/E	23.70	52.74	22.36	18.42	15.07
P/B	4.66	6.62	4.97	4.28	3.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 10月27日公司发布2021年三季报, 2021前三季度公司实现营收132.3亿元, 同比+54.8%, 归母净利润同比+22.6%至12.4亿元, 扣非归母净利润同比+34.1%至11.1亿元。其中公司3Q营收同比+41.4%至52.1亿元, 归母净利润同比+7.2%至4.7亿元, 净利润增速较低主要由于6772万政府补贴确认时间延至4Q, 扣非归母净利润同比+21.0%, 此外若剔除去年3Q有恒大分红入账因素, 预计公司3Q真实经营利润增速超40%。

经营分析

- 集中度提升逻辑正在加速兑现, 内外销均迎来优异增长:** 分区域来看, 在疫情催化下国内中小品牌加速退出的逻辑正加速兑现, 预计3Q内销增长超40%, 并且主要依托内生内销增长贡献。外销方面, 考虑公司此前在手订单充足, 预计3Q外销收入同比增长超35%, 依然延续较快增长。分产品来看, 预计依托功能沙发渠道逐步开拓, 整体沙发品类增长超50%, 定制家具业务(剔除班尔奇)也步入快速发展期, 预计增长超45%, 此外床垫品类预计由于玺堡受反倾销影响拉低整体增长, 但内销床垫预计增长超50%。
- 毛利率环比已有改善, 期待外销利润修复:** 3Q毛利率同比-5.5pct至28.9%, 环比已明显提升3.8pct, 预计经调整后(运输费用同口径调整)毛利率同比仅小幅下滑, 预计主要由于外销调价相对较慢毛利率仍有小幅下滑, 内销毛利率预计3Q已同比提升, 看好公司明年外销利润修复。费用率方面, 其中3Q销售费用率同比-4.0pct至14.1%, 管理费用率同比-0.9pct至1.8%, 研发费用率同比+0.6pct至1.4%。
- 店态持续升级助推三大高潜品类增长, 零售转型步伐扎实有效:** 公司近年来持续深化“1+N+X”渠道布局, 大家居店态持续升级, 并且区域零售中心布局效果逐步体现, 这一系列渠道变革将显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类增长, 随着定制家具业务的逐步增长, 其为软体引流效果也将逐步显现, 公司全品类融合销售优势正越发明显。公司高中低品牌矩阵已然形成, 店态迭代、全品类拓展正顺利进行叠加集成供应链变革方案落地, 公司从制造型向零售型家居企业转型的步伐扎实且有效, 增长路径越发清晰。

投资建议

- 我们维持此前盈利预测, 预计2021-2023年EPS分别为2.73、3.32元、4.06元, 当前股价对应PE分别为22x/18x/15x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 品类融合进展低于预期; 原材料价格大幅提升; 海外工厂效率低于预期。

相关报告

- 《内外销均强劲增长, 零售转型进行中-顾家家居中报点评》, 2021.8.31
- 《Q2 延续强劲增长, 看好下半年利润弹性-顾家家居半年度业绩快报...》, 2021.8.18
- 《员工持股计划彰显信心, 软体龙头加速发力-顾家家居公司点评》, 2021.6.15
- 《轻装上阵, 成长路径越发清晰-顾家家居年报&一季报点评》, 2021.4.30
- 《景气度持续提升, 软体龙头加速前行-顾家家居三季报点评》, 2020.10.28

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,172	11,094	12,666	18,423	22,231	26,715	货币资金	1,592	2,958	2,241	2,991	3,996	4,801
增长率	20.9%	14.2%	45.5%	20.7%	20.2%		应收款项	1,077	1,158	1,221	1,716	2,162	2,598
主营业务成本	-5,836	-7,226	-8,206	-12,091	-14,516	-17,379	存货	1,162	1,266	1,871	2,087	2,505	3,000
%销售收入	63.6%	65.1%	64.8%	65.6%	65.3%	65.1%	其他流动资产	1,112	731	1,027	1,099	1,181	1,254
毛利	3,336	3,867	4,459	6,331	7,715	9,336	流动资产	4,943	6,113	6,360	7,894	9,845	11,653
%销售收入	36.4%	34.9%	35.2%	34.4%	34.7%	34.9%	%总资产	47.1%	49.9%	48.8%	52.1%	55.7%	58.2%
营业税金及附加	-82	-79	-67	-131	-158	-190	长期投资	2,024	2,004	2,105	1,742	1,742	1,742
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,821	2,296	3,060	3,704	4,221	4,712
销售费用	-1,789	-2,073	-2,494	-3,408	-4,090	-4,916	%总资产	17.3%	18.7%	23.5%	24.4%	23.9%	23.5%
%销售收入	19.5%	18.7%	19.7%	18.5%	18.4%	18.4%	无形资产	1,629	1,728	1,261	1,365	1,442	1,513
管理费用	-244	-292	-297	-497	-578	-695	非流动资产	5,557	6,147	6,678	7,255	7,835	8,383
%销售收入	2.7%	2.6%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%	%总资产	52.9%	50.1%	51.2%	47.9%	44.3%	41.8%
研发费用	-137	-198	-207	-346	-433	-534	资产总计	10,500	12,260	13,038	15,149	17,680	20,035
%销售收入	1.5%	1.8%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	短期借款	172	613	333	664	713	93
息税前利润 (EBIT)	1,085	1,225	1,395	1,950	2,455	3,002	应付款项	1,981	1,953	2,237	2,990	3,589	4,282
%销售收入	11.8%	11.0%	11.0%	10.6%	11.0%	11.2%	其他流动负债	1,441	1,932	2,835	2,924	3,527	4,218
财务费用	-25	-104	-132	-2	-5	47	流动负债	3,594	4,498	5,405	6,578	7,829	8,593
%销售收入	0.3%	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	长期贷款	1,067	474	400	100	100	100
资产减值损失	-17	15	510	0	0	0	其他长期负债	828	987	129	255	185	134
公允价值变动收益	-1	18	5	0	0	0	负债	5,489	5,959	5,934	6,933	8,115	8,828
投资收益	106	140	192	80	60	60	普通股股东权益	4,678	5,906	6,740	7,779	9,039	10,578
%税前利润	8.0%	9.2%	16.1%	3.6%	2.2%	1.8%	其中：股本	430	602	632	632	632	632
营业利润	1,158	1,292	1,036	2,088	2,570	3,169	未分配利润	1,843	2,512	2,689	3,726	4,986	6,525
%销售利润率	12.6%	11.6%	8.2%	11.3%	11.6%	11.9%	少数股东权益	333	394	364	437	527	629
营业外收支	160	230	159	160	160	160	负债股东权益合计	10,500	12,260	13,038	15,149	17,680	20,035
税前利润	1,318	1,522	1,195	2,248	2,730	3,329	比率分析						
利润率	14.4%	13.7%	9.4%	12.2%	12.3%	12.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-312	-302	-328	-446	-541	-660	每股指标						
所得税率	23.7%	19.8%	27.5%	19.8%	19.8%	19.8%	每股收益	2.300	1.929	1.337	2.734	3.321	4.059
净利润	1,007	1,220	867	1,802	2,189	2,669	每股净资产	10.872	9.814	10.657	12.303	14.296	16.731
少数股东损益	17	59	21	74	89	102	每股经营现金净流	2.347	3.492	1.846	3.465	4.258	5.230
归属于母公司的净利润	989	1,161	845	1,729	2,099	2,566	每股股利	1.000	1.170	0.820	1.094	1.328	1.624
净利率	10.8%	10.5%	6.7%	9.4%	9.4%	9.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.15%	19.66%	12.54%	22.22%	23.23%	24.26%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	9.42%	9.47%	6.48%	11.41%	11.87%	12.81%
净利润	1,007	1,220	867	1,802	2,189	2,669	投入资本收益率	11.72%	11.76%	12.76%	17.40%	18.97%	21.11%
少数股东损益	17	59	21	74	89	102	增长率						
非现金支出	160	199	-250	308	350	383	主营业务收入增长率	37.61%	20.95%	14.17%	45.45%	20.67%	20.17%
非经营收益	-75	33	-95	-228	-153	-175	EBIT增长率	33.03%	12.90%	13.86%	39.79%	25.94%	22.28%
营运资金变动	-82	648	646	308	306	431	净利润增长率	20.29%	17.37%	-27.19%	104.47%	21.44%	22.24%
经营活动现金净流	1,010	2,101	1,168	2,191	2,692	3,307	总资产增长率	60.04%	16.76%	6.35%	16.19%	16.71%	13.32%
资本开支	-716	-756	-1,075	-842	-770	-770	资产管理能力						
投资	-2,339	484	73	113	-50	-50	应收账款周转天数	27.1	32.0	30.5	30.0	31.0	31.0
其他	1,070	577	-442	80	60	60	存货周转天数	63.8	61.3	69.8	63.0	63.0	63.0
投资活动现金净流	-1,985	305	-1,444	-649	-760	-760	应付账款周转天数	45.3	55.0	61.6	56.0	56.0	56.0
股权募资	400	4	1	2	0	0	固定资产周转天数	58.0	61.0	77.5	54.2	45.2	37.5
债权募资	1,919	-146	-353	-6	49	-620	偿债能力						
其他	-692	-904	-1,104	-747	-907	-1,071	净负债/股东权益	4.98%	-24.23%	-31.98%	-37.02%	-42.32%	-49.28%
筹资活动现金净流	1,627	-1,046	-1,456	-751	-858	-1,692	EBIT利息保障倍数	42.9	11.7	10.6	1,287.0	476.9	-64.5
现金净流量	652	1,360	-1,733	791	1,075	855	资产负债率	52.28%	48.61%	45.52%	45.76%	45.90%	44.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	44	76	144
增持	0	1	5	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.10	1.13	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-20	买入	62.71	72.80 ~ 72.80
2	2020-10-28	买入	64.01	N/A
3	2021-04-30	买入	79.16	N/A
4	2021-06-15	买入	77.41	N/A
5	2021-08-18	买入	72.23	N/A
6	2021-08-31	买入	69.46	N/A

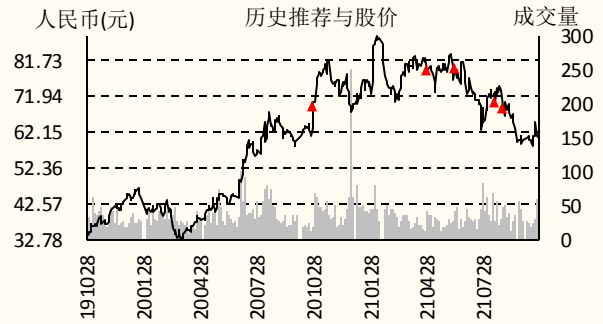
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402