

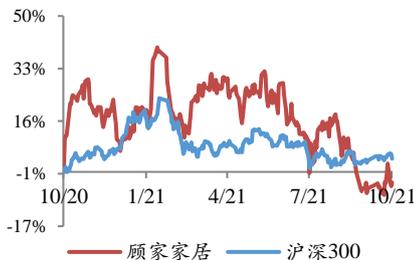
Q3 超预期，零售能力突出，品类融合延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-28

收盘价（元）	61.15
近 12 个月最高/最低（元）	88.55/58.66
总股本（百万股）	632
流通股本（百万股）	631
流通股比例（%）	99.78
总市值（亿元）	387
流通市值（亿元）	386

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1.Q2 符合预期，渠道变革深化，高潜品类高增 2021-08-18

2.2020 主营稳健内生向好，大家居融合持续推进 2021-04-30

3.软体龙头主动求变，先进管理助力大家居战略 2020-12-04

主要观点：

● 事件：顾家家居发布 2021 年三季报，表现超预期。

公司发布 2021 年三季报，2021 前三季度实现收入 132.25 亿元，同比 +54.8%；归母净利润 12.38 亿元，同比 +22.6%；扣非归母净利润 11.13 亿元，同比 +34.1%。对应 2021Q3 收入 52.09 亿元，同比 +41.4%，归母净利润 4.65 亿元，同比 +7.2%，扣非归母净利 4.47 亿元，同比 +21.0%。归母净利润增速放缓的主要原因与去年同期收到恒大分红以及政府补助，而今年政府补助收到时间为 10 月且 Q3 恒大没有分红有关，剔除上述特殊情况影响后，公司归母净利润同比仍增长有 40%，远高于 Q3 家居其他可比公司，表现超预期。

● 重点推进品类融合做大客单值，定制等高潜品类增长发展超预期。

受海运运力紧张，部分外销业务模式变更等因素影响，预计公司 Q3 外销出货端的增长慢于订单的增长，推测 Q3 内销增长好于外销。经过多年的品类孵化、渠道变革和信息化改造等举措，今年顾家在定制等高潜品类的发展表现亮眼，预计 Q3 沙发、床垫、配套品等仍保持中高速增长，定制品类或有翻倍增长，这与公司今年在融合店、大店等渠道业态的领先发展以及定制+软体融合套餐的广泛应用密不可分。公司内销板块今年增长明显好于家居行业增长，中期品类市占率的提升和长期大家居融合的愿景可期。

● 短期外销业务仍受多因素压制，原材料高位对盈利产生压力，未来外销或带来较大利润弹性。

公司 Q3 毛利率 28.88%，分别环比增加 3.77 个 pct，同比下降 6.77 个 pct。Q3 公司的外销业务仍受到运费高企，运力紧张以及原材料高位等因素影响，盈利能力承压，且公司 Q3 部分外销业务的运费承担模式有所改变，我们判断其外销业务盈利能力已至历史低点。展望未来，原材料成本端和运输成本的压力逐渐将得到缓解，中美贸易关系若得到实质性缓和将使得公司的外销业务释放较大的利润弹性。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年分别实现营收 173.54/204.45/238.75 亿元，实现归母净利润 16.00/21.73/27.54 亿元。2021 年 10 月 27 日收盘价 61.15 元对应 PE 为 24.16X/17.79X/14.04X。顾家的软体家居龙头地位稳固，经过 2019 年对外延资产的整合以及 2018 年开始对内销渠道的变革，内销业务今年发展超预期。公司 Q3 公告新增西南基地和杭州钱塘生产基地，“816”完成超预期订单以及数字化管理能力的提升，充分展现了公司未来业务扩张的决心以及零售能力的迭代优化，维持“买入”评级。

● 风险提示

家居内外销复苏不达预期；渠道下沉不达预期；新品类扩张不达预期；零售转型效果不达预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12666	17354	20445	23875
收入同比 (%)	14.2%	37.0%	17.8%	16.8%
归属母公司净利润	845	1600	2173	2754
净利润同比 (%)	-27.2%	89.3%	35.8%	26.7%
毛利率 (%)	35.2%	32.7%	34.2%	35.4%
ROE (%)	12.5%	20.9%	23.7%	24.7%
每股收益 (元)	1.39	2.53	3.44	4.36
P/E	52.73	24.16	17.79	14.04
P/B	6.61	5.04	4.21	3.47
EV/EBITDA	26.15	16.32	11.52	8.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6360	8674	10879	13654	营业收入	12666	17354	20445	23875
现金	2241	3346	4692	6605	营业成本	8206	11683	13443	15433
应收账款	1108	1540	1805	2112	营业税金及附加	67	103	117	138
其他应收款	112	178	200	237	销售费用	2494	3280	3864	4512
预付账款	89	114	136	154	管理费用	297	399	450	525
存货	1871	2458	2908	3308	财务费用	132	-25	-58	-94
其他流动资产	939	1038	1138	1238	资产减值损失	-502	-13	-14	-14
非流动资产	6678	7065	7451	7837	公允价值变动收益	-5	-25	-30	-35
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	192	208	245	239
固定资产	2691	3141	3591	4041	营业利润	1036	1952	2675	3369
无形资产	733	715	696	677	营业外收入	175	350	470	600
其他非流动资产	3237	3192	3147	3102	营业外支出	17	20	55	50
资产总计	13038	15740	18330	21491	利润总额	1195	2282	3090	3919
流动负债	5405	7170	8230	9400	所得税	328	627	850	1078
短期借款	233	0	0	0	净利润	867	1654	2240	2841
应付账款	1489	2103	2426	2783	少数股东损益	21	54	67	87
其他流动负债	3683	5067	5803	6617	归属母公司净利润	845	1600	2173	2754
非流动负债	529	479	429	379	EBITDA	1648	1818	2455	3100
长期借款	400	350	300	250	EPS (元)	1.39	2.53	3.44	4.36
其他非流动负债	129	129	129	129					
负债合计	5934	7649	8659	9779					
少数股东权益	364	418	484	572	主要财务比率				
股本	632	532	532	532	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	3424	3476	3476	3476	成长能力				
留存收益	2683	3665	5178	7132	营业收入	14.2%	37.0%	17.8%	16.8%
归属母公司股东权益	6740	7673	9186	11141	营业利润	-19.8%	88.4%	37.1%	26.0%
负债和股东权益	13038	15740	18330	21491	归属于母公司净利	-27.2%	89.3%	35.8%	26.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	35.2%	32.7%	34.2%	35.4%
					净利率 (%)	6.7%	9.2%	10.6%	11.5%
					ROE (%)	12.5%	20.9%	23.7%	24.7%
					ROIC (%)	12.9%	13.9%	16.4%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	45.5%	48.6%	47.2%	45.5%
					净负债比率 (%)	83.5%	94.5%	89.5%	83.5%
					流动比率	1.18	1.21	1.32	1.45
					速动比率	0.81	0.85	0.95	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	1.10	1.12	1.11
					应收账款周转率	11.43	11.27	11.32	11.31
					应付账款周转率	5.51	5.56	5.54	5.55
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.39	2.53	3.44	4.36
					每股经营现金流薄)	3.45	3.49	3.27	4.17
					每股净资产	10.66	12.14	14.53	17.62
					估值比率				
					P/E	52.73	24.16	17.79	14.04
					P/B	6.61	5.04	4.21	3.47
					EV/EBITDA	26.15	16.32	11.52	8.48

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。