

顾家家居(603816)

报告日期: 2021年10月28日

点评报告

行业公司研究 一家用轻工行业

证券研究报告

高基数下高增长, 融合店态推进、客单值提升

——顾家家居点评

✎ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ☎ 分析师: 傅嘉成 执业证书编号: S1230521090001
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

21Q1-Q3 实现营收 132.25 亿 (+55%, 较 19 年+70%), 归母净利润 12.38 亿 (+22.58%), 扣非净利 11.13 亿 (+34%)。其中 21Q3 单季营收 52.09 亿 (+41%, 较 19 年+88%), 归母净利润 4.65 亿 (+7.24%), 扣非净利 4.47 亿 (+21%), 系政府补助递延至 Q4 发放; 20Q3 公司收到恒大投资收益, 若剔除此影响我们测算 21Q3 扣非净利同比+40%, 业绩表现靓丽。

投资要点

公司内生内生增长动能强劲: 期内公司并购项目中纳图兹 Edison 营销发力、表现较好, 但玺宝、RB 等其他子公司对增长有一定拖累。估算剔除并购, 21Q3 公司内生内销和外销增速均在 40-50%。

□ 内销: 高速扩店, 客单值提升拉动增长

内生内销自 20Q3 以来连续 5 个季度增速在 40%以上, 期内公司在渠道多元化、品类融合、零售运营模式升级上均有较大推进:

(1) **高速扩店:** 系列店口径前三季度预计新增 900+家店, 单 Q3 新增 300+家, 全年有望超预期达成目标 (1000+家)。

(2) **融合店带动客单值提升:** 截止 21Q3 公司大店+综合店占比接近 35%, 20 年底为 20%, 融合店比例持续升高, 其中床、功能、定制高潜品类与传统休闲沙发 1:1 的配套全面推进。

(3) **区域零售运营优化:** 充分下放组织权, 针对不同地区制定不同的营销策略, 满足消费者独特、垂直的需求。针对不同客户进行精准营销, 激发销售活力;

(4) **816 全民顾家日提升品牌力:** 连年 816 全民顾家日营销大促提升品牌力, 21 年 816 销售 40.56 亿 (+52.2%)。816 全民顾家日在刺激品牌潜在消费释放的同时, 不断提高顾家的品牌力, 利用不断提高的渗透率和优质产品进一步提升产品的品牌力, 为未来收入增长提供保障。

□ 外销需求仍然景气, 盈利能力有望修复:

21Q3 海运费攀升、原材料高位, 公司对大客户的提价有一定滞后, 外销利润率处于非正常低水平。随着海外疫情的不断修复, 公司外贸业务方面存在回暖的可能。公司建设越南以及墨西哥海外基地, 完善海外供应链, 努力实现物流全球化布局, 凸显区位优势。同时公司积极探索、拓展跨境电商业务, 积极布局北美新业务, 营销骨干人才储备到位。伴随后续不利因素缓解, 看好利润率修复。

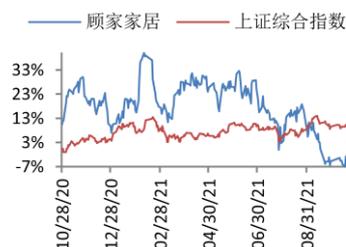
评级

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 63.00

买入

单季度业绩

单季度业绩	元/股
3Q/2021	0.75
2Q/2021	0.63
1Q/2021	0.61
4Q/2020	-0.30



公司简介

软体家具龙头, 内生外延多品类、多品牌发展, 逐步落地大家居战略

相关报告

- 1 《【浙商轻工】顾家家居: 新建 100 万套产能奠基成长, 看好供应链效率提升》2021.09.12
- 2 《【浙商轻工】顾家家居: 高潜品类增势迅猛, 运营零售化、效率提升》2021.08.31
- 3 《【浙商轻工】顾家家居: Q2 收入增长超预期, 软体+定制融合驱动长期成长》2021.08.19

报告撰写人: 马莉、史凡可
 联系人: 傅嘉成

□ **外销拖累盈利能力、内销利润率预期上行，控费能力较强**

Q3 单季度考虑会计准则运费口径调整，我们计算毛销差 14.8% (-1.5pct)，主要系外销毛利率下滑较多，内销毛利率实际有所提高。公司 10 月 8 日开始对内销新一轮 5-8% 的提价亦将带动 Q4 利润率上行；

Q3 管理+研发费用率 3.23% (-0.36pct)，产品结构不断优化后，后期研发费用需求下降，同时公司加强管理系统的优化，实现管理费用的降低；

Q3 经营现金流 5.52 亿 (-33%)，主要存货 (20.2 亿，同比+47%) 增加较多；预收+其他流动负债 合计 19.2 亿 (同比+23%)，保障 Q4 零售增长。

□ **盈利预测与估值**

顾家积极推动软体+定制一体化，渠道体系由批发向零售迈进，是未来 3 年复合增速 25+% 确定性强的优质消费品龙头。我们预计 21-23 年公司将分别实现收入 180/226/278 亿元，同比增长 42.45%/25.29%/22.99%；归母净利润 17.03/21.87/27.08 亿元，同比增长 101.37%/28.46%/23.81%。当前市值对应 21-23 年 PE 分别为 23.4X/ 18.21X/ 14.71X，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**渠道建设不达预期，房地产调控超预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	12665.99	18042.58	22606.15	27803.31
(+/-)	14.17%	42.45%	25.29%	22.99%
归母净利润	845.47	1702.51	2187.03	2707.84
(+/-)	-27.19%	101.37%	28.46%	23.81%
每股收益 (元)	1.34	2.69	3.46	4.28
P/E	47.12	23.40	18.21	14.71

图 1: 顾家家居季度数据一览

单位: 百万元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业总收入	2,764.60	3,318.81	2,287.72	2,573.65	3,683.34	4,121.27	3,781.96	4,234.05	5,209.12
YOY	17.95%	19.42%	-6.99%	0.91%	33.23%	24.18%	65.32%	64.52%	41.42%
归母净利润	358.41	244.04	306.63	269.20	433.96	-164.32	385.05	387.42	465.38
YOY	18.27%	19.74%	3.81%	2.23%	21.08%	-167.33%	-25.58%	43.91%	7.24%
扣非归母净利润	233.03	184.29	207.09	253.31	369.58	(239.31)	317.65	348.58	447.01
YOY	-4.73%	1.61%	5.49%	7.70%	58.60%	-229.85%	-53.39%	37.61%	20.95%
毛利率	34.07%	34.34%	32.83%	37.82%	34.37%	35.65%	33.02%	25.11%	28.88%
期间费用率	22.67%	25.75%	23.16%	23.92%	23.08%	27.51%	21.29%	14.66%	17.17%
其中: 销售费用	497.66	677.88	399.59	493.32	665.66	935.28	680.87	443.79	733.02
销售费用率	18.00%	20.43%	17.47%	19.17%	18.07%	22.69%	18.00%	10.48%	14.07%
其中: 管理费用	110.72	20.37	63.52	73.84	100.79	58.81	73.90	90.16	94.94
研发费用	27.17	96.97	57.07	35.54	31.14	83.03	56.43	65.68	73.13
管理+研发费用率	4.99%	3.54%	5.27%	4.25%	3.58%	3.44%	3.45%	3.68%	3.23%
其中: 财务费用	-8.75	59.30	9.71	13.03	52.39	56.62	-5.82	21.23	-6.85
财务费用率	-0.32%	1.79%	0.42%	0.51%	1.42%	1.37%	-0.15%	0.50%	-0.13%
归母净利率	12.96%	7.35%	13.40%	10.46%	11.78%	-3.99%	10.18%	9.15%	8.93%
存货	951.92	1,266.11	1,141.10	1,069.20	1,375.11	1,871.33	1,683.76	1,891.96	2,020.02
较上年同期增减	78.51	103.77	192.83	154.73	423.19	605.22	542.66	822.76	644.91
应收账款	835.85	1,011.95	910.26	915.69	1,215.77	1,107.96	1,049.59	1,246.49	1,485.04
较上年同期增减	172.24	79.60	88.59	82.04	379.91	96.01	139.33	330.80	269.27
应付账款及应付票据	874.95	1,308.51	1,051.63	878.69	1,485.36	1,543.11	1,503.19	1,684.20	1,716.75
较上年同期增减	206.97	294.63	290.75	38.08	610.41	234.60	451.56	805.52	231.39
预收账款	1,069.18	1,492.16	900.35	1,078.88	1,558.24	2,034.01	1,572.43	1,622.69	1,739.68
较上年同期增减	425.01	483.60	187.69	400.69	489.06	541.85	672.08	543.82	181.43
经营性现金流净额	728.95	698.96	-401.13	685.16	823.09	1,073.28	132.55	296.23	551.52
较上年同期增减	417.65	161.32	-649.55	237.36	94.14	374.32	533.68	-388.93	-271.57
筹资性现金流净额	-444.93	-561.71	-249.18	-892.77	-148.68	-72.98	-0.85	-567.15	666.14
较上年同期增减	-1934.92	-310.68	-244.95	-857.96	296.25	488.73	248.33	325.62	814.83
资本开支	124.15	264.97	169.41	151.25	311.08	446.35	304.71	355.32	498.72
较上年同期增减	-147.05	54.32	-25.98	-24.98	186.93	181.38	135.30	204.07	187.64
ROE	6.85%	4.31%	5.11%	4.63%	7.00%	-2.42%	5.59%	5.53%	6.19%
YOY (±)	-0.13%	-0.11%	-0.97%	-0.60%	0.16%	-6.72%	0.48%	0.90%	-0.81%
资产负债率	48.10%	48.61%	42.28%	44.28%	40.94%	45.52%	42.68%	43.44%	42.03%
YOY (±)	-1.63%	-3.67%	-5.63%	-4.95%	-7.16%	-3.09%	0.40%	-0.84%	1.09%

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: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021H1
营业收入	6,665.44	9,172.12	11,093.59	4,861.38	7,804.61	12,665.99	8,016.01
yoy	39.02%	37.61%	20.95%	-2.97%	28.29%	14.17%	64.89%
毛利率	37.26%	36.37%	34.86%	35.47%	31.49%	33.02%	28.84%
按产品分类							
沙发产品营业收入	3,692.49	5,144.16	5,830.82	2,414.69	3,998.29	6,412.98	4,117.19
yoy	30.03%	39.31%	13.35%	-14.50%	32.98%	9.98%	70.51%
占比	55.40%	56.08%	52.56%	49.67%	51.23%	50.63%	51.36%
毛利率	36.46%	34.87%	32.43%	33.62%	31.92%	32.56%	30.53%
销售量(万套)	100.07	138.96	156.57	-	-	172.00	-
单套售价(元/套)	3,689.83	3,701.90	3,724.10	-	-	3,728.19	-
餐椅产品营业收入	263.64	317.80	-	-	-	-	-
yoy	21.42%	20.54%	-	-	-	-	-
占比	3.96%	3.46%	-	-	-	-	-
毛利率	29.89%	28.51%	-	-	-	-	-
销售量(万套)	9.36	11.31	-	-	-	-	-
单套售价(元/套)	2,815.65	2,809.90	-	-	-	-	-
床产品营业收入(软床&床垫)	885.80	1,132.03	1,952.84	902.63	1,435.40	2,338.03	1,392.21
yoy	36.31%	27.80%	72.51%	24.19%	17.08%	19.72%	54.24%
占比	13.29%	12.34%	17.60%	18.57%	18.39%	18.46%	17.37%
毛利率	38.22%	38.23%	35.05%	35.02%	35.96%	35.60%	34.25%
销售量(万套)	34.73	43.61	78.45	-	-	93.45	-
单套售价(元/套)	2,550.30	2,595.80	2,489.28	-	-	2,501.79	-
配套产品营业收入(并入集成)	978.37	1,292.35	1,906.19	866.99	-	-	1,390.99
yoy	34.32%	32.09%	47.50%	-	-	-	60.44%
占比	14.68%	14.09%	17.18%	-	-	-	17.35%
毛利率	26.54%	26.20%	24.19%	-	-	-	23.38%
定制家具产品营业收入	86.30	212.10	343.00	134.53	321.43	455.96	293.73
yoy	-	145.77%	61.72%	-2.21%	56.47%	32.93%	118.34%
占比	1.29%	2.31%	3.09%	2.77%	4.12%	3.60%	3.66%
毛利率	26.86%	29.96%	35.77%	34.07%	36.47%	35.76%	32.17%
红木家具产品营业收入	112.87	158.10	143.21	46.15	66.50	112.65	52.66
yoy	-	40.07%	-9.42%	-31.79%	-11.99%	5.00%	14.10%
占比	1.69%	1.72%	1.29%	0.95%	0.85%	1.37%	0.66%
毛利率	13.46%	13.95%	25.29%	21.90%	21.43%	21.62%	24.19%
信息技术服务营业收入	174.10	332.19	405.27	250.54	375.38	625.92	422.06
yoy	-	90.81%	22.00%	90.96%	36.96%	60.00%	68.46%
占比	2.61%	3.62%	3.65%	5.15%	4.81%	4.94%	5.27%
毛利率	93.34%	87.31%	87.63%	88.14%	83.34%	85.26%	86.18%
按区域分类							
内销	4,036.49	5,209.84	6,069.86	3,067.46	4,581.67	7,649.13	4,800.03
yoy	38.60%	29.07%	16.51%	10.02%	39.60%	26.02%	56.48%
占比	60.56%	56.80%	54.72%	63.10%	58.70%	60.39%	59.88%
毛利率	42.36%	42.86%	39.87%	40.70%	39.71%	40.11%	33.79%
外销	2,233.29	3,499.68	4,607.72	1,597.59	3,055.43	4,653.02	2,954.09
yoy	40.54%	56.71%	31.66%	-19.70%	16.70%	0.98%	84.91%
占比	33.51%	38.16%	41.53%	32.86%	39.15%	36.74%	36.85%
毛利率	24.01%	23.64%	24.82%	24.13%	24.24%	24.20%	19.41%

备注: 配套产品2019年更名为集成产品, 包括原配套产品和餐椅

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					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6360	9688	12678	16148	营业收入	12666	18043	22606	27803
现金	2241	4118	6382	8276	营业成本	8206	12460	15606	19245
交易性金融资产	765	478	579	607	营业税金及附加	67	129	161	198
应收账款	1109	1687	2052	2519	营业费用	2494	2976	3612	4304
其它应收款	112	217	245	294	管理费用	504	629	737	906
预付账款	89	107	140	182	研发费用	198	198	203	250
存货	1871	2660	3015	3983	财务费用	132	36	68	83
其他	173	422	265	287	资产减值损失	(510)	15	13	17
非流动资产	6678	7442	7874	8312	公允价值变动损益	5	11	8	10
金额资产类	0	578	193	257	投资净收益	192	150	150	150
长期投资	18	182	146	115	其他经营收益	86	0	0	0
固定资产	2691	3108	3548	3996	营业利润	1036	1989	2593	3243
无形资产	733	878	921	965	营业外收支	159	161	162	160
在建工程	369	374	327	278	利润总额	1195	2150	2754	3404
其他	2868	2321	2739	2700	所得税	328	426	546	675
资产总计	13038	17131	20551	24460	净利润	867	1724	2208	2729
流动负债	5405	6674	7946	9259	少数股东损益	21	21	21	21
短期借款	233	0	0	0	归属母公司净利润	845	1703	2187	2708
应付款项	1543	2255	2861	3543	EBITDA	1549	2399	3047	3737
预收账款	0	1470	1628	1422	EPS (最新摊薄)	1.34	2.69	3.46	4.28
其他	3629	2949	3457	4293	主要财务比率				
非流动负债	529	1048	989	855		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	400	400	400	400	成长能力				
其他	129	648	588	455	营业收入	14.17%	42.45%	25.29%	22.99%
负债合计	5934	7722	8935	10114	营业利润	-19.80%	91.98%	30.33%	25.10%
少数股东权益	364	385	406	427	归属母公司净利润	-27.19%	101.37%	28.46%	23.81%
归属母公司股东权益	6740	9023	11210	13918	获利能力				
负债和股东权益	13038	17131	20551	24460	毛利率	35.21%	30.94%	30.97%	30.78%
					净利率	6.84%	9.55%	9.77%	9.82%
					ROE	12.61%	20.62%	20.80%	20.86%
					ROIC	12.58%	17.99%	18.70%	18.86%
					偿债能力				
					资产负债率	45.52%	45.08%	43.47%	41.35%
					净负债比率	12.36%	7.25%	6.67%	5.46%
					流动比率	1.18	1.45	1.60	1.74
					速动比率	0.83	1.05	1.22	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.20	1.20	1.24
					应收帐款周转率	11.95	12.92	12.10	12.17
					应付帐款周转率	5.93	6.89	6.39	6.26
					每股指标(元)				
					每股收益	1.34	2.69	3.46	4.28
					每股经营现金	3.45	3.84	4.09	4.38
					每股净资产	10.66	14.27	17.73	22.01
					估值比率				
					P/E	47.12	23.40	18.21	14.71
					P/B	5.91	4.41	3.55	2.86
					EV/EBITDA	27.56	15.08	11.12	8.55

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2180	2461	2330	2855
净利润	867	1705	2126	2633
折旧摊销	253	250	293	333
财务费用	132	35	65	80
投资损失	(192)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	1089	344	960	772
其它	33	278	(965)	(813)
投资活动现金流	(1444)	(1454)	(204)	(614)
资本支出	(764)	(610)	(616)	(663)
长期投资	221	(743)	421	(33)
其他	(902)	(101)	(10)	83
筹资活动现金流	(1364)	875	(109)	(249)
短期借款	(54)	(233)	0	0
长期借款	(74)	0	0	0
其他	(1236)	1108	(109)	(249)
现金净增加额	(627)	1882	2017	1992

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>