

顾家家居（603816）：软体龙头增势迅猛，大家居战略稳步推进

2021年10月29日

推荐/维持

顾家家居 公司报告

事件：公司2021前三季度营收132.25亿元，同比+54.78%；归母净利润12.38亿元，同比+22.58%；扣非归母11.13亿元，同比+34.13%。其中Q3营收52.09亿元，同比+41.42%；归母净利润4.65亿元，同比+7.24%；扣非归母4.47亿元，同比+20.95%。

Q3可比口径净利率维持良好水平。Q3净利增速远低于收入主要有两原因：

1) 宁波政府发放的补助去年计入Q3，今年计入Q4，使得扣非增速高于净利增速；2) 去年Q3扣非利润包含恒大5100万的分红。若剔除这两因素，Q3利润增速为40%，与收入一致，保持经营净利率同比持平、环比向好。

提价+规模效应抵消部分成本压力，盈利能力有望进一步改善。Q3毛利率28.88%，同比-5.5pct，其中运费由销售费用转入成本影响约3pct，外销结算方式变化影响约1-2pct。Q3因海运费和原材料导致的同比下滑约1pct，较上半年下滑幅度有所收窄。我们认为主要是3月份提价效果完全释放所致。Q3内销毛利率已同比微涨，考虑到10月份内销会再次提价，且外销海运费10月份有回落趋势，未来毛利率有望回升。前三季度销售费用率/管理费用率为14.05%/1.96%，剔除运费因素后，同比约-1.00pct/-0.83pct，未来受益规模效应有望持续下降。我们认为公司有控费能力、具备规模优势，盈利能力短期有望回升，长期则具有韧性。

内销：以沙发为基，多品类协同发展的逻辑持续兑现。Q3内销取得优于行业的快速增长。分渠道看线下是主要动能，增速高于线上（816活动期间，7.19-8.23，零售额增速52%）。分品类，低端天禧派和高端功能沙发增速较高，推动沙发品类增长，稳固龙头定位；床类产品、集成产品、定制产品连带率不断提升，收入高增。公司以沙发为基，借助品牌和渠道持续推进大家居战略，积极开设各品类单店及坪效更高的融合店，不断延伸品类，推动收入增长。其中床行业增速快，集中度提升空间大；定制家具开拓后逐步走入正轨，空间广阔，在品牌和渠道优势下，两业务有望持续快速成长。同时，公司为应对庞杂的渠道与品类，积极推进区域零售中心及渠道信息化的建设，持续提升管理效率，未来公司拓渠道和提店效都有较大空间。

外销：根基稳固，形势向好。公司订单饱满，Q3外销实现较高收入增速。运力运费压力下实现增长，展现出外销业务较强的韧性。目前公司在手订单储备充足，叠加海外居家需求较高，外销短期内预计能保持稳健增长。当前外销利润水平受海运费压制达到地点，未来有望回升；此外玺堡海外产能增加也会带来业绩的增量，因此预计公司外销未来都能保持较快增长。

盈利预测与投资评级：我们认为当前软体家具品牌价值大于渠道价格，顾家家居作为行业龙头，有望凭借品牌优势持续提升公司份额。预计公司2021-2023年归母净利润分别为17.31、21.42、26.72亿元人民币，EPS为2.84、3.52、4.39元，目前股价对应PE分别为22.17、17.91、14.36倍，我们维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，原材料价格上涨超预期。

公司简介：

顾家家居股份有限公司远销120余个国家和地区，拥有6000多家品牌专卖店，为全球超千万家庭提供美好生活。旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列，与战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发、收购美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“Delandis 玺堡”组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵，坚持以用户为中心，围绕用户需求持续创新，并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”，为用户提供一站式全生命周期服务。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	89.5-58.66
总市值(亿元)	386.62
流通市值(亿元)	385.77
总股本/流通A股(万股)	63,226/63,226
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.57

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,093.59	12,665.99	18,164.27	22,507.61	27,901.06
增长率 (%)	20.95%	14.17%	43.41%	23.91%	23.96%
归母净利润 (百万元)	1,161.16	845.47	1,730.79	2,142.20	2,672.29
增长率 (%)	17.37%	-27.19%	104.71%	23.77%	24.75%
净资产收益率 (%)	19.66%	12.54%	19.90%	20.62%	21.26%
每股收益 (元)	1.98	1.39	2.84	3.52	4.39
PE	31.82	45.32	22.17	17.91	14.36
PB	6.42	5.91	4.41	3.69	3.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元											
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
流动资产合计	6113	6360	10777	12947	16040	营业收入	11094	12666	18164	22508	27901
货币资金	2958	2241	4029	4487	5875	营业成本	7226	8206	12952	15454	19057
应收账款	1012	1108	1623	1990	2480	营业税金及附加	79	67	97	120	148
其他应收款	129	112	160	198	246	营业费用	2073	2494	2725	3376	4157
预付款项	55	89	126	180	199	管理费用	292	297	363	450	530
存货	1266	1871	2611	3320	3968	财务费用	104	132	164	372	483
其他流动资产	183	173	228	272	272	研发费用	198	207	282	338	419
非流动资产合计	6147	6678	7425	8822	9888	资产减值损失	-8.00	-502.46	-255.23	20.00	30.00
长期股权投资	239	18	0	0	0	公允价值变动收益	17.88	4.90	11.39	0.00	0.00
固定资产	1854	2691	4019	5043	5969	投资净收益	139.63	192.38	166.00	179.19	172.60
无形资产	755	733	694	658	623	加:其他收益	30.77	85.91	58.34	72.12	65.23
其他非流动资产	11	98	55	77	66	营业利润	1292	1036	2072	2629	3314
资产总计	12260	13038	18202	21768	25928	营业外收入	240.28	175.32	207.80	191.56	199.68
流动负债合计	4498	5405	8594	10475	12453	营业外支出	9.98	16.63	13.30	14.97	14.13
短期借款	287	233	3491	6634	7937	利润总额	1522	1195	2267	2806	3500
应付账款	1280	1489	2290	2749	3380	所得税	302	328	536	663	827
预收款项	1492	0	-674	-2417	-2390	净利润	1220	867	1731	2142	2672
一年内到期的非流	326	100	100	100	100	少数股东损益	59	21	0	0	0
非流动负债合计	1462	529	547	538	543	归属母公司净利润	1161	845	1731	2142	2672
长期借款	474	400	400	400	400	主要财务比率					
应付债券	837	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5959	5934	9142	11013	12995	成长能力					
少数股东权益	394	364	364	364	364	营业收入增长	20.95%	14.17%	43.41%	23.91%	23.96%
实收资本(或股本)	602	632	609	609	609	营业利润增长	11.53%	-19.80%	100.00%	26.87%	26.07%
资本公积	2205	3424	3424	3424	3424	归属于母公司净利	17.37%	-27.19%	104.71%	23.77%	24.75%
未分配利润	2512	2689	4132	5894	8107	获利能力					
归属母公司股东权	5906	6740	8697	10391	12568	毛利率(%)	34.86%	35.21%	28.70%	31.34%	31.70%
负债和所有者权益	12260	13038	18202	21768	25928	净利率(%)	11.00%	6.84%	9.53%	9.52%	9.58%
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		9.47%	6.48%	9.51%	9.84%	10.31%
经营活动现金流	2124	2180	402	303	3014	ROE(%)					
净利润	1220	867	1731	2142	2672	19.66%					
折旧摊销	207.23	252.93	342.89	441.41	533.68	偿债能力					
财务费用	104	132	164	372	483	资产负债率(%)	49%	46%	50%	51%	50%
应收账款减少	-80	-96	-515	-367	-490	流动比率	1.36	1.18	1.25	1.24	1.29
预收帐款增加	484	-1492	-674	-1743	28	速动比率	1.08	0.83	0.95	0.92	0.97
投资活动现金流	305	-1444	-2036	-2270	-2054	营运能力					
公允价值变动收益	18	5	11	0	0	总资产周转率	0.97	1.00	1.16	1.13	1.17
长期投资减少	0	0	18	0	0	应收账款周转率	11	12	13	12	12
投资收益	140	192	166	179	173	应付账款周转率	10.18	9.15	9.61	8.93	9.10
筹资活动现金流	-1046	-1364	3422	2425	429	每股指标(元)					
应付债券增加	58	-837	0	0	0	每股收益(最新摊	1.98	1.39	2.84	3.52	4.39
长期借款增加	-593	-74	0	0	0	每股净现金流(最新	2.30	-0.99	2.94	0.75	2.28
普通股增加	172	31	-23	0	0	每股净资产(最新摊	9.81	10.66	14.28	17.06	20.63
资本公积增加	-118	1220	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	1383	-627	1788	458	1388	P/E	31.82	45.32	22.17	17.91	14.36
						P/B	6.42	5.91	4.41	3.69	3.05
						EV/EBITDA	23.61	27.81	15.02	12.00	9.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526