

2021年12月15日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

## 拟建设墨西哥基地，深化海外布局 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12,666	17,960	21,786	26,317
同比（%）	14.2%	41.8%	21.3%	20.8%
归母净利润（百万元）	845	1,709	2,078	2,521
同比（%）	-27.2%	102.2%	21.6%	21.3%
每股收益（元/股）	1.34	2.70	3.29	3.99
P/E（倍）	52.32	25.88	21.28	17.55

### 投资要点

- **拟投资建设墨西哥基地。**公司 2021/12/14 公告，拟于墨西哥蒙特雷投资建设墨西哥自建基地项目，并于 2021/12/13 签署《土地购买意向书》，拟使用 1915 万美元购买 36.36 万平方米土地所有权。公司预计项目总投资额为 10.37 亿元，其中土地成本 1.27 亿元，占比约 12.24%；生产车间及仓库等建筑工程 6.2 亿元，占比 59.73%；生产、检测等设备 1.33 亿元，占比 12.85%；铺底流动资金为 1.58 亿元，占比 15.2%。截至 2021/9/30，公司货币资金余额为 25.61 亿元，且项目采取分期建设模式，我们预计本次投资不会对公司现金流带来过大压力。
- **项目满产产值达 30 亿元，为海外业务扩张奠定产能基础。**公司预计墨西哥基地于 2022 年上半年开工，建设期为 36 个月，公司预计于 2023 年中首期工程竣工投产，后期建设将根据市场需求的增长节奏进行规划，项目整体达纲时预计实现营业收入约 30.19 亿元。2018 年以来公司积极布局海外产能以应对国际贸易风险及扩张外销市场，截至 2021 年中公司海外生产基地以越南基地为主，墨西哥基地的建设将帮助公司进一步提升海外产能的储备，为后续业务扩张奠定基础。
- **美国床垫反倾销下，墨西哥工厂布局价值突出。**2020 年美国床垫进口总额为 15.91 亿美元，其中 80% 来自于越南、马来西亚等东南亚五国及塞尔维亚、土耳其。2020 年末美国床垫二轮反倾销落地，上述七国中除印尼以外，其余六国均被征收高额反倾销税，无法再向美国进行床垫出口。美国床垫二轮反倾销叠加美国地产景气度上行令美国床垫市场供给偏紧，公司墨西哥基地布局有望把握这一机遇，快速提升在美国市场的份额。
- **内销零售化改革蓄力长期发展，看好大家居路线的不断深化。**公司在产品端不断完善大家居品类布局，在渠道端深化大店模式的渠道改革，零售端能力不断进化。具体体现在零售周转率的提升及渠道盈利能力的持续增强，形成了强劲的内生增长驱动；同时产能扩建奠定中长期增长基础。
- **盈利预测及投资评级：**公司内销大家居战略路径日渐清晰，海外产能扩张有助于进一步提升份额，维持此前盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 17.1、20.8、25.2 亿元，对应 PE26、21、18x。公司为软体家具行业龙头，零售大家居战略扎实推进打开成长天花板，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格上涨，汇率波动，运费上涨等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	69.96
一年最低/最高价	57.71/91.20
市净率(倍)	5.49
流通 A 股市值(百万元)	44230.41

### 基础数据

每股净资产(元)	12.75
资产负债率(%)	42.03
总股本(百万股)	632.26
流通 A 股(百万股)	632.22

### 相关研究

- 1、《顾家家居（603816）：2021 年三季度报点评：业绩符合市场预期，收入端表现靓丽》2021-10-28
- 2、《顾家家居（603816）：实控人调查结案，市场情绪有望缓解》2021-09-16
- 3、《顾家家居（603816）：2021 年中报点评：业绩符合市场预期，大家居推动顺利》2021-09-02

顾家家居三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,360</b>	<b>8,296</b>	<b>9,827</b>	<b>12,427</b>	<b>营业收入</b>	<b>12,666</b>	<b>17,960</b>	<b>21,786</b>	<b>26,317</b>
现金	2,241	2,726	4,168	5,629	减:营业成本	8,206	11,745	14,181	17,051
应收账款	1,109	1,897	1,734	2,165	营业税金及附加	67	95	116	140
存货	1,871	2,399	2,665	3,215	营业费用	2,494	3,446	4,202	5,103
其他流动资产	1,138	1,273	1,259	1,419	管理费用	297	358	413	499
<b>非流动资产</b>	<b>6,678</b>	<b>7,712</b>	<b>8,217</b>	<b>9,015</b>	研发费用	207	284	345	417
长期股权投资	18	27	35	44	财务费用	132	27	36	-1
固定资产	2,691	3,590	4,133	4,923	资产减值损失	502	18	22	26
在建工程	369	450	417	436	加:投资净收益	192	197	214	235
无形资产	733	799	867	929	其他收益	86	43	53	61
其他非流动资产	2,868	2,846	2,765	2,684	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13,038</b>	<b>16,008</b>	<b>18,044</b>	<b>21,442</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,036</b>	<b>2,234</b>	<b>2,749</b>	<b>3,386</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,405</b>	<b>6,615</b>	<b>6,519</b>	<b>7,317</b>	加:营业外净收支	159	181	188	176
短期借款	233	160	166	193	<b>利润总额</b>	<b>1,195</b>	<b>2,415</b>	<b>2,937</b>	<b>3,562</b>
应付账款	1,543	1,911	1,870	2,050	减:所得税费用	328	663	807	978
其他流动负债	3,629	4,543	4,483	5,074	少数股东损益	21	43	52	63
<b>非流动负债</b>	<b>529</b>	<b>537</b>	<b>539</b>	<b>555</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>845</b>	<b>1,709</b>	<b>2,078</b>	<b>2,521</b>
长期借款	400	408	410	426	EBIT	1,168	2,378	2,869	3,452
其他非流动负债	129	129	129	129	EBITDA	1,421	2,712	3,253	3,911
<b>负债合计</b>	<b>5,934</b>	<b>7,152</b>	<b>7,058</b>	<b>7,872</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	364	407	459	522	每股收益(元)	1.34	2.70	3.29	3.99
归属母公司股东权益	6,740	8,449	10,527	13,048	每股净资产(元)	10.66	13.36	16.65	20.64
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,038</b>	<b>16,008</b>	<b>18,044</b>	<b>21,442</b>	发行在外股份(百万股)	632	632	632	632
					ROIC(%)	36.8%	50.0%	50.6%	47.7%
					ROE(%)	12.2%	19.8%	19.4%	19.0%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	35.2%	34.6%	34.9%	35.2%
经营活动现金流	2,180	1,738	2,109	2,394	销售净利率(%)	6.7%	9.5%	9.5%	9.6%
投资活动现金流	-1,444	-1,163	-665	-1,014	资产负债率(%)	45.5%	44.7%	39.1%	36.7%
筹资活动现金流	-1,364	-90	-2	80	收入增长率(%)	14.2%	41.8%	21.3%	20.8%
现金净增加额	-720	486	1,442	1,460	归母净利润增长率(%)	-27.2%	102.2%	21.6%	21.3%
折旧和摊销	253	334	384	459	P/E	52.32	25.88	21.28	17.55
资本开支	1,078	1,627	1,197	1,645	P/B	6.56	5.24	4.20	3.39
营运资本变动	625	-169	-217	-405	EV/EBITDA	29.81	15.43	12.45	10.02

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>