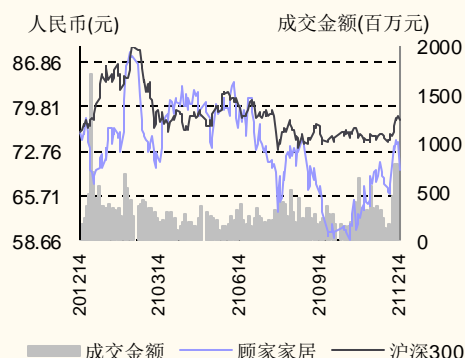


市场价格 (人民币): 69.96 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.32
已上市流通 A 股(亿股)	6.32
总市值(亿元)	442.33
年内股价最高最低(元)	88.55/58.66
沪深 300 指数	5050
上证指数	3662



## 相关报告

1. 《3Q 增长超预期, 成长路径越发清晰-顾家家居三季报点评》, 2021.10.28
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

张杨桓 联系人  
zhangyanghuan@gzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gzq.com.cn

## 深化国际化战略, 进一步打开成长空间

## 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	25.59	21.07	17.24
P/B	4.66	6.62	5.69	4.89	4.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 12月14日公司公告事件一: 持股5%以上非第一大股东的海通资管因资金需求, 计划自2022年1月7日起90日内, 以集中竞价方式减持不超过632.3万股, 占公司股份总数的1%。
- 事件二: 公司拟投资10.3亿元在墨西哥蒙特雷建设生产基地, 项目预计于2022年上半年开工, 项目建设期为36个月, 预计在2023年年中首期工程竣工投产, 项目整体达纲时预计可实现营收30.2亿元。

## 简评

- **国际化战略进一步深化, 外销市占率有望提升:** 由于贸易战、床垫反倾销等影响, 使得中国家居出口美国税率较高, 尤其两轮床垫反倾销使得此前在马来西亚的工厂也无法对美出口。公司在墨西哥新建生产基地将更好的规避贸易摩擦带来的高额税率以及将更好提高对北美客户需求的响应能力, 缩短交付周期, 整体提升获取代工订单的竞争力。此外, 公司提出将对于东南亚部分国家尝试以加盟性质推动自有品牌建设和销售, 对于香港、东盟、澳大利亚、印度等市场, 以直营店、加盟独立店和店中店形式发展市场。整体来看, 公司此次国际化战略的进一步深化, 将有望从代工与自有品牌两项业务上共同推动公司海外市场份额的趋势性提升, 成长空间进一步打开。
- **数字化工厂打造+原材料压力缓解, 外销利润弹性可期:** 公司今年前三季度受原材料叠加海运价格上涨影响, 外销净利率预计降至0-5%。此次, 墨西哥基地将打造成智能数字化工厂, 实现生产全流程智能控制, 这有望极大降低生产成本, 抬升公司盈利能力。并且目前原材料价格压力缓解, 国内MDI/TDI/聚醚12月14日价格相较今年高点分别下降30.5%/19.2%/31.5%。整体来看, 明年公司外销业务利润弹性可期。
- **内销基本面依然稳固, 三大高潜品类增长可期:** 公司近年来国内持续深化渠道、店态变革升级叠加区域零售中心运营逐步完善, 公司全品类融合销售优势越发明显, 正处于从品类品牌向大家居品牌进化阶段, 无论从渠道、品牌、品类、组织架构等方面来看, 公司均已处于大家居时代的引领地位。短期来看, 定制+功能+床垫三大高潜品类快速增长确定性明显提升, 中长期来看, 渠道进一步迭代优化助推更多品类融合, 公司长期增长路径越发清晰。

## 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25x/21x/17x, 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。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,172</b>	<b>11,094</b>	<b>12,666</b>	<b>18,423</b>	<b>22,231</b>	<b>26,715</b>
增长率	20.9%	14.2%	45.5%	20.7%	20.2%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,836</b>	<b>-7,226</b>	<b>-8,206</b>	<b>-12,091</b>	<b>-14,516</b>	<b>-17,379</b>
%销售收入	63.6%	65.1%	64.8%	65.6%	65.3%	65.1%
<b>毛利</b>	<b>3,336</b>	<b>3,867</b>	<b>4,459</b>	<b>6,331</b>	<b>7,715</b>	<b>9,336</b>
%销售收入	36.4%	34.9%	35.2%	34.4%	34.7%	34.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-82</b>	<b>-79</b>	<b>-67</b>	<b>-131</b>	<b>-158</b>	<b>-190</b>
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>销售费用</b>	<b>-1,789</b>	<b>-2,073</b>	<b>-2,494</b>	<b>-3,408</b>	<b>-4,090</b>	<b>-4,916</b>
%销售收入	19.5%	18.7%	19.7%	18.5%	18.4%	18.4%
<b>管理费用</b>	<b>-244</b>	<b>-292</b>	<b>-297</b>	<b>-497</b>	<b>-578</b>	<b>-695</b>
%销售收入	2.7%	2.6%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%
<b>研发费用</b>	<b>-137</b>	<b>-198</b>	<b>-207</b>	<b>-346</b>	<b>-433</b>	<b>-534</b>
%销售收入	1.5%	1.8%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,085</b>	<b>1,225</b>	<b>1,395</b>	<b>1,950</b>	<b>2,455</b>	<b>3,002</b>
%销售收入	11.8%	11.0%	11.0%	10.6%	11.0%	11.2%
<b>财务费用</b>	<b>-25</b>	<b>-104</b>	<b>-132</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>47</b>
%销售收入	0.3%	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-17</b>	<b>15</b>	<b>510</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>106</b>	<b>140</b>	<b>192</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
%税前利润	8.0%	9.2%	16.1%	3.6%	2.2%	1.8%
<b>营业利润</b>	<b>1,158</b>	<b>1,292</b>	<b>1,036</b>	<b>2,088</b>	<b>2,570</b>	<b>3,169</b>
%营业收入	12.6%	11.6%	8.2%	11.3%	11.6%	11.9%
<b>营业外收支</b>	<b>160</b>	<b>230</b>	<b>159</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,318</b>	<b>1,522</b>	<b>1,195</b>	<b>2,248</b>	<b>2,730</b>	<b>3,329</b>
利润率	14.4%	13.7%	9.4%	12.2%	12.3%	12.5%
<b>所得税</b>	<b>-312</b>	<b>-302</b>	<b>-328</b>	<b>-446</b>	<b>-541</b>	<b>-660</b>
所得税率	23.7%	19.8%	27.5%	19.8%	19.8%	19.8%
<b>净利润</b>	<b>1,007</b>	<b>1,220</b>	<b>867</b>	<b>1,802</b>	<b>2,189</b>	<b>2,669</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>17</b>	<b>59</b>	<b>21</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>102</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>989</b>	<b>1,161</b>	<b>845</b>	<b>1,729</b>	<b>2,099</b>	<b>2,566</b>
净利率	10.8%	10.5%	6.7%	9.4%	9.4%	9.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>1,007</b>	<b>1,220</b>	<b>867</b>	<b>1,802</b>	<b>2,189</b>	<b>2,669</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>17</b>	<b>59</b>	<b>21</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>102</b>
<b>非现金支出</b>	<b>160</b>	<b>199</b>	<b>-250</b>	<b>308</b>	<b>350</b>	<b>383</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-75</b>	<b>33</b>	<b>-95</b>	<b>-228</b>	<b>-153</b>	<b>-175</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-82</b>	<b>648</b>	<b>646</b>	<b>308</b>	<b>306</b>	<b>431</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,010</b>	<b>2,101</b>	<b>1,168</b>	<b>2,191</b>	<b>2,692</b>	<b>3,307</b>
<b>资本开支</b>	<b>-716</b>	<b>-756</b>	<b>-1,075</b>	<b>-842</b>	<b>-770</b>	<b>-770</b>
<b>投资</b>	<b>-2,339</b>	<b>484</b>	<b>73</b>	<b>113</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
<b>其他</b>	<b>1,070</b>	<b>577</b>	<b>-442</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,985</b>	<b>305</b>	<b>-1,444</b>	<b>-649</b>	<b>-760</b>	<b>-760</b>
<b>股权募资</b>	<b>400</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>1,919</b>	<b>-146</b>	<b>-353</b>	<b>-6</b>	<b>49</b>	<b>-620</b>
<b>其他</b>	<b>-692</b>	<b>-904</b>	<b>-1,104</b>	<b>-747</b>	<b>-907</b>	<b>-1,071</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,627</b>	<b>-1,046</b>	<b>-1,456</b>	<b>-751</b>	<b>-858</b>	<b>-1,692</b>
<b>现金净流量</b>	<b>652</b>	<b>1,360</b>	<b>-1,733</b>	<b>791</b>	<b>1,075</b>	<b>855</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>1,592</b>	<b>2,958</b>	<b>2,241</b>	<b>2,991</b>	<b>3,996</b>	<b>4,801</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,077</b>	<b>1,158</b>	<b>1,221</b>	<b>1,716</b>	<b>2,162</b>	<b>2,598</b>
<b>存货</b>	<b>1,162</b>	<b>1,266</b>	<b>1,871</b>	<b>2,087</b>	<b>2,505</b>	<b>3,000</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,112</b>	<b>731</b>	<b>1,027</b>	<b>1,099</b>	<b>1,181</b>	<b>1,254</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,943</b>	<b>6,113</b>	<b>6,360</b>	<b>7,894</b>	<b>9,845</b>	<b>11,653</b>
%总资产	47.1%	49.9%	48.8%	52.1%	55.7%	58.2%
<b>长期投资</b>	<b>2,024</b>	<b>2,004</b>	<b>2,105</b>	<b>1,742</b>	<b>1,742</b>	<b>1,742</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,821</b>	<b>2,296</b>	<b>3,060</b>	<b>3,704</b>	<b>4,221</b>	<b>4,712</b>
%总资产	17.3%	18.7%	23.5%	24.4%	23.9%	23.5%
<b>无形资产</b>	<b>1,629</b>	<b>1,728</b>	<b>1,261</b>	<b>1,365</b>	<b>1,442</b>	<b>1,513</b>
<b>非流动资产</b>	<b>5,557</b>	<b>6,147</b>	<b>6,678</b>	<b>7,255</b>	<b>7,835</b>	<b>8,383</b>
%总资产	52.9%	50.1%	51.2%	47.9%	44.3%	41.8%
<b>资产总计</b>	<b>10,500</b>	<b>12,260</b>	<b>13,038</b>	<b>15,149</b>	<b>17,680</b>	<b>20,035</b>
<b>短期借款</b>	<b>172</b>	<b>613</b>	<b>333</b>	<b>664</b>	<b>713</b>	<b>93</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,981</b>	<b>1,953</b>	<b>2,237</b>	<b>2,990</b>	<b>3,589</b>	<b>4,282</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,441</b>	<b>1,932</b>	<b>2,835</b>	<b>2,924</b>	<b>3,527</b>	<b>4,218</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,594</b>	<b>4,498</b>	<b>5,405</b>	<b>6,578</b>	<b>7,829</b>	<b>8,593</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,067</b>	<b>474</b>	<b>400</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>828</b>	<b>987</b>	<b>129</b>	<b>255</b>	<b>185</b>	<b>134</b>
<b>负债</b>	<b>5,489</b>	<b>5,959</b>	<b>5,934</b>	<b>6,933</b>	<b>8,115</b>	<b>8,828</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,678</b>	<b>5,906</b>	<b>6,740</b>	<b>7,779</b>	<b>9,039</b>	<b>10,578</b>
其中：股本	<b>430</b>	<b>602</b>	<b>632</b>	<b>632</b>	<b>632</b>	<b>632</b>
未分配利润	<b>1,843</b>	<b>2,512</b>	<b>2,689</b>	<b>3,726</b>	<b>4,986</b>	<b>6,525</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>333</b>	<b>394</b>	<b>364</b>	<b>437</b>	<b>527</b>	<b>629</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,500</b>	<b>12,260</b>	<b>13,038</b>	<b>15,149</b>	<b>17,680</b>	<b>20,035</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.300	1.929	1.337	2.734	3.321	4.059
每股净资产	10.872	9.814	10.657	12.303	14.296	16.731
每股经营现金净流	2.347	3.492	1.846	3.465	4.258	5.230
每股股利	1.000	1.170	0.820	1.094	1.328	1.624
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.15%	19.66%	12.54%	22.22%	23.23%	24.26%
总资产收益率	9.42%	9.47%	6.48%	11.41%	11.87%	12.81%
投入资本收益率	11.72%	11.76%	12.76%	17.40%	18.97%	21.11%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	37.61%	20.95%	14.17%	45.45%	20.67%	20.17%
EBIT增长率	33.03%	12.90%	13.86%	39.79%	25.94%	22.28%
净利润增长率	20.29%	17.37%	-27.19%	104.47%	21.44%	22.24%
总资产增长率	60.04%	16.76%	6.35%	16.19%	16.71%	13.32%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	27.1	32.0	30.5	30.0	31.0	31.0
存货周转天数	63.8	61.3	69.8	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	45.3	55.0	61.6	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	58.0	61.0	77.5	54.2	45.2	37.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	4.98%	-24.23%	-31.98%	-37.02%	-42.32%	-49.28%
EBIT利息保障倍数	42.9	11.7	10.6	1,287.0	476.9	-64.5
资产负债率	52.28%	48.61%	45.52%	45.76%	45.90%	44.06%

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	7	19	58	65	158
增持	1	3	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.14	1.08	1.08	1.00

来源：朝阳永续

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。

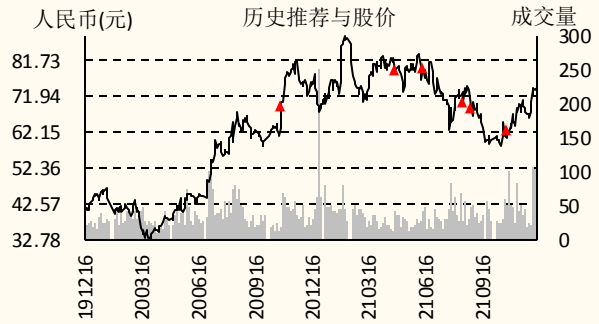
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
7	2021-10-28	买入	61.15	N/A

来源：国金证券研究所



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