

顾家家居(603816)

报告日期: 2021年12月15日

# 投资 10 亿建设墨西哥生产基地，国际化布局再下一城

## ——顾家家居点评报告

✍ 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

**评级** **买入**

上次评级 买入  
 当前价格 ¥ 69.96

**单季度业绩** **元/股**

|         |       |
|---------|-------|
| 3Q/2021 | 0.75  |
| 2Q/2021 | 0.63  |
| 1Q/2021 | 0.61  |
| 4Q/2020 | -0.30 |

### 报告导读

**公司公告:** 拟在墨西哥蒙特雷投资 10.37 亿建设生产基地，生产高端沙发、高端功能沙发、高端床垫等产品，项目将于 2022H1 开工，建设期 3 年，预计首期于 2023 年中开始投产。100%达产后可贡献年营收 30.19 亿，利润总额 2.6 亿。

### 投资要点

#### □ 有效应对关税、反倾销，利好外销利润率提升和市场扩张

我们认为: (1) 短期来看，墨西哥基地将帮助公司有效应对沙发关税、床垫反倾销，目前公司越南工厂仅能覆盖对美业务（约占总收入比重 20%）的 30%-40%，其余产能面临加征关税压力，虽与客户协商分摊但仍承担这 10%左右的税负。新工厂将提升覆盖率、降低公司因关税/反倾销带来的利润损失。(2) 长期来看，墨西哥基地将帮助公司增加高端 SKU 生产、巩固外销地位、提升市场份额。

#### □ 打造智能数字化工厂，提高供货效率和客户满意度

该新建项目依托大数据、物联网、云计算、AI/VI 等新技术，打造智能数字化工厂，实现家居生产全流程智能控制，有望优化成本结构、提升生产&供货效率，缩短交货周期，从而有效提升客户满意度。此外公司持续在供应链端精简 sku、尺寸规范统一。18 年与苏宁开展物流合作，19 年开始建立中心仓实现统配、减少经销商库存压力，20 年底牵手华为全方位打通供应链内“端到端”的流程。渠道端区域零售运营公司在营销、培训、开店多维度赋能，信息化门店覆盖率达 100%，将有效提升渠道效率，积累了后半段竞争的优势。

#### □ 组织结构持续升级，内销运营零售化，业绩长期增长动能充沛

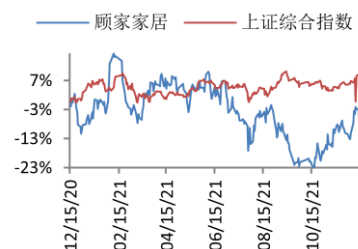
1) 10 月公司对管理团队深度展开调整（岗位变动超 1/3），聚焦中台组织能力提升：主要方向为①对外贸产研销、人财物的价值进行深度整合；②成立中台产品事业部（单独考核），负责各品类产品力提升。在 10 月调整期内公司经营未受影响、展现组织韧性。

2) 前端综合店零售业态持续推进：目前 2000 平以上门店达 93 家（20 年 30 余家），定制与软体的融合订单比例较高（35%），在同一个设计软件上呈现，下单、交付均能实现一体化，毛利率达到一线龙头水准，经销商盈利能力强。

3) 重点投入零售数字化建设：通过“云+管+台”，增强品牌曝光量、跨区域线上线下载导流、赋能店长&导购、培养私域流量。虽然地产周期对边际订单增速产生压制，但家居头部品牌通过全流量卡位实现抗衡客流量干扰。

#### □ 盈利预测及估值

12 月 14 日公司同时公告了海通资管（持股 5.06%）自 1.7 开始的 3 个月内通过集中竞价减持 1% 计划，减持原因系产品到期需要兑付，我们认为短期资金面的扰动不改变公司长期布局价值。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



### 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：高基数下高速增长，融合店态推进、客单值提升》 2021.10.28
- 2 《【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
- 3 《【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

报告撰写人: 史凡可、马莉  
 联系人: 傅嘉成

点评报告

行业公司研究 一家用轻工行业一

证券研究报告

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 25.98X/ 20.23X/ 16.34X，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     | 52.32    | 25.98    | 20.23    | 16.34    |

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |       |       |       |       | <b>利润表</b>      |         |         |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|---------|---------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元         | 2020A   | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产</b>    | 6360  | 9688  | 12678 | 16148 | <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>非流动资产</b>   | 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  | <b>营业利润</b>     | 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   | <b>利润总额</b>     | 1195    | 2150    | 2754   | 3404   |
| 其他             | 2868  | 2321  | 2739  | 2700  | 所得税             | 328     | 426     | 546    | 675    |
| <b>资产总计</b>    | 13038 | 17131 | 20551 | 24460 | <b>净利润</b>      | 867     | 1724    | 2208   | 2729   |
| <b>流动负债</b>    | 5405  | 6674  | 7946  | 9259  | 少数股东损益          | 21      | 21      | 21     | 21     |
| 短期借款           | 233   | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b> | 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  | <b>主要财务比率</b>   |         |         |        |        |
| <b>非流动负债</b>   | 529   | 1048  | 989   | 855   |                 | 2020A   | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
| 长期借款           | 400   | 400   | 400   | 400   | <b>成长能力</b>     |         |         |        |        |
| 其他             | 129   | 648   | 588   | 455   | 营业收入            | 14.17%  | 42.45%  | 25.29% | 22.99% |
| <b>负债合计</b>    | 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 | <b>获利能力</b>     |         |         |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 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% |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |         |         |        |        |
|                |       |       |       |       | 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   |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |         |         |        |        |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 1.00    | 1.20    | 1.20   | 1.24   |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 11.95   | 12.92   | 12.10  | 12.17  |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.93    | 6.89    | 6.39   | 6.26   |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |         |         |        |        |
|                |       |       |       |       | 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  |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |         |         |        |        |
|                |       |       |       |       | P/E             | 52.32   | 25.98   | 20.23  | 16.34  |
|                |       |       |       |       | P/B             | 6.56    | 4.90    | 3.95   | 3.18   |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 27.56   | 16.92   | 12.56  | 9.73   |

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>