

顾家家居 (603816)

证券研究报告

2021年12月15日

拟投资 10.37 亿元建设墨西哥基地，海外产能加速布局

公司发布公告，拟投资 10.37 亿元在墨西哥蒙特雷建设生产基地，项目主要从事高端软体沙发、高端智能功能沙发、高端床垫等产品的生产，通过大数据、物联网、云计算等新技术，打造智能工厂，实现家居生产全流程智能控制。本项目规划用地约 545 亩，预计于 2022 年上半年开工，项目建设期为 36 个月，预计一期项目在 2023 年年中投产，项目整体达纲时预计实现营业收入约 30.19 亿元。

越南、墨西哥基地产能逐步释放，供应链稳定性增强，订单交付效率大幅提升。针对中美贸易摩擦风险，公司积极筹建海外工厂，优化出口产品结构，分别于 2019、2020 年在越南布局年产 45 万标准套、50 万标准套软体家具产品项目，截至 21H1 项目进度分别为 90%、42%。2019 年 11 月，为满足美国市场的旺盛需求，公司启动墨西哥制造基地华富山一期项目，并于 2021 年完成该项目的扩建。墨西哥临近美国市场，为公司进一步开拓北美市场提供了基础和便利，一方面规避了贸易政策的不确定性，增强供应链稳定性；另一方面，墨西哥工厂靠近终端消费者及客户，预计订货到 4 周之内即可交付，相较于从中国发货需要 12-14 周，交付效率显著提升。

北美市场优势品类产品力保持领先，多元拓品有望打开外销增长空间。21H1 公司于北美地区准确把握市场流行风格，新增中低端产品结构平台，提升生产效率，巩固优势品类的领先优势，21 上半年外销实现收入 29.54 亿元，同比+84.91%。伴随墨西哥基地项目逐步落实，有利于公司在保证产品质量的同时，迅速扩大生产规模、提高生产效益，增加面向市场的产品款式，出口产品的矩阵进一步丰富，有望推动外销收入持续增长。

盈利预测与估值：公司为国内软体家居龙头，内销逐步强化区域零售中心的协同作用，全品类、多渠道发力迈向大家居，外销伴随海外产能逐步释放，出口产品品类更加多元，打开外销市场增长空间，看好公司长远发展及龙头集中度加速提升，预计公司 21/22 年归母净利润分别为 16.7/20.8 亿元，同比+97.7%/+24.2%，对应 PE 分别为 26.7X/21.5X，维持“买入”评级。

风险提示：土地取得风险；建设审批流程风险；海外市场风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,093.59	12,665.99	17,856.83	21,538.63	26,043.51
增长率(%)	20.95	14.17	40.98	20.62	20.92
EBITDA(百万元)	1,753.89	2,511.50	2,149.75	2,637.27	3,227.54
净利润(百万元)	1,161.16	845.47	1,671.85	2,075.63	2,546.04
增长率(%)	17.37	(27.19)	97.74	24.15	22.66
EPS(元/股)	1.84	1.34	2.64	3.28	4.03
市盈率(P/E)	38.51	52.89	26.74	21.54	17.56
市净率(P/B)	7.57	6.63	5.46	4.94	4.41
市销率(P/S)	4.03	3.53	2.50	2.08	1.72
EV/EBITDA	13.89	15.99	17.05	14.45	10.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	69.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	632.26
流通 A 股股本(百万股)	632.22
A 股总市值(百万元)	44,232.68
流通 A 股市值(百万元)	44,230.41
每股净资产(元)	12.75
资产负债率(%)	42.03
一年内最高/最低(元)	91.20/57.71

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《顾家家居-季报点评:Q3 收入业绩增长靓丽，全屋融合趋势初显》 2021-10-31
- 2 《顾家家居-公司点评:拟投资 25 亿新建 100 万套软体家居项目，产能提升为扩大市场提供保障》 2021-09-11
- 3 《顾家家居-半年报点评:上半年内外销增速靓丽，头部品牌多元品类持续领跑》 2021-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,958.28	2,240.79	7,441.98	5,576.75	10,632.67
应收票据及应收账款	1,011.95	1,109.16	1,813.43	625.67	2,323.58
预付账款	55.04	88.60	96.20	132.07	153.40
存货	1,266.11	1,871.33	2,558.60	2,783.37	3,621.90
其他	822.06	1,049.79	1,480.61	1,222.52	1,424.86
流动资产合计	6,113.44	6,359.68	13,390.81	10,340.38	18,156.41
长期股权投资	238.82	17.65	17.65	17.65	17.65
固定资产	1,854.43	2,690.62	2,760.89	2,787.78	2,775.64
在建工程	441.56	368.91	257.34	202.41	151.44
无形资产	754.76	733.23	700.53	667.82	635.12
其他	2,856.98	2,867.87	1,915.24	2,318.85	2,272.33
非流动资产合计	6,146.54	6,678.28	5,651.66	5,994.51	5,852.19
资产总计	12,259.99	13,037.96	19,042.47	16,334.89	24,008.60
短期借款	286.96	233.14	210.00	190.00	170.00
应付票据及应付账款	1,308.51	1,543.11	2,463.27	2,463.29	3,525.18
其他	2,902.22	3,628.67	6,720.20	3,170.52	8,810.24
流动负债合计	4,497.69	5,404.93	9,393.47	5,823.82	12,505.42
长期借款	474.47	400.41	400.00	380.00	350.00
应付债券	836.95	0.00	538.48	458.48	332.32
其他	150.32	128.97	109.59	129.63	122.73
非流动负债合计	1,461.74	529.38	1,048.07	968.11	805.05
负债合计	5,959.43	5,934.30	10,441.53	6,791.92	13,310.47
少数股东权益	394.37	363.93	413.09	485.67	561.58
股本	601.81	632.41	632.26	632.26	632.26
资本公积	2,204.64	3,424.31	3,714.24	3,714.24	3,714.24
留存收益	5,108.15	6,504.15	7,555.59	8,425.04	9,504.29
其他	(2,008.42)	(3,821.15)	(3,714.24)	(3,714.24)	(3,714.24)
股东权益合计	6,300.55	7,103.66	8,600.94	9,542.97	10,698.13
负债和股东权益总计	12,259.99	13,037.96	19,042.47	16,334.89	24,008.60

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,220.45	866.62	1,671.85	2,075.63	2,546.04
折旧摊销	207.23	252.93	134.00	140.75	145.80
财务费用	121.63	181.69	(58.64)	(127.98)	(176.99)
投资损失	(139.63)	(192.38)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(395.69)	2,551.56	3,055.80	(2,783.88)	4,024.77
其它	1,110.15	(1,480.02)	51.75	73.81	77.63
经营活动现金流	2,124.14	2,180.41	4,754.76	(721.68)	6,517.24
资本支出	548.05	268.22	79.38	59.96	56.90
长期投资	(51.64)	(221.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(191.39)	(1,491.20)	(39.38)	(39.96)	(6.90)
投资活动现金流	305.02	(1,444.15)	40.00	20.00	50.00
债权融资	1,924.44	733.65	1,307.75	1,223.62	1,003.82
股权融资	376.83	525.46	745.25	127.98	176.99
其他	(3,346.95)	(2,622.73)	(1,646.58)	(2,515.15)	(2,692.13)
筹资活动现金流	(1,045.68)	(1,363.62)	406.42	(1,163.55)	(1,511.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,383.48	(627.36)	5,201.18	(1,865.23)	5,055.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,093.59	12,665.99	17,856.83	21,538.63	26,043.51
营业成本	7,226.20	8,206.49	12,442.93	14,916.19	17,969.99
营业税金及附加	79.20	67.30	127.13	140.52	164.57
营业费用	2,073.16	2,493.84	2,660.67	3,209.26	3,880.48
管理费用	292.23	296.96	437.49	504.98	599.00
研发费用	197.96	206.79	267.85	366.16	442.74
财务费用	104.37	131.75	(58.64)	(127.98)	(176.99)
资产减值损失	(8.00)	(502.46)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	17.88	4.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.63	192.38	100.00	100.00	100.00
其他	(320.91)	531.94	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营业利润	1,291.87	1,036.11	2,074.39	2,624.50	3,258.73
营业外收入	240.28	175.32	197.73	204.44	192.50
营业外支出	9.98	16.63	14.68	13.76	15.02
利润总额	1,522.17	1,194.79	2,257.44	2,815.18	3,436.20
所得税	301.71	328.17	533.85	665.75	812.53
净利润	1,220.45	866.62	1,723.59	2,149.44	2,623.67
少数股东损益	59.29	21.15	51.75	73.81	77.63
归属于母公司净利润	1,161.16	845.47	1,671.85	2,075.63	2,546.04
每股收益(元)	1.84	1.34	2.64	3.28	4.03

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.95%	14.17%	40.98%	20.62%	20.92%
营业利润	11.53%	-19.80%	100.21%	26.52%	24.17%
归属于母公司净利润	17.37%	-27.19%	97.74%	24.15%	22.66%
获利能力					
毛利率	34.86%	35.21%	30.32%	30.75%	31.00%
净利率	10.47%	6.68%	9.36%	9.64%	9.78%
ROE	19.66%	12.54%	20.42%	22.92%	25.12%
ROIC	33.55%	30.87%	66.72%	1471.28%	96.08%
偿债能力					
资产负债率	48.61%	45.52%	54.83%	41.58%	55.44%
净负债率	-16.41%	-21.22%	-71.32%	-45.62%	-90.01%
流动比率	1.36	1.18	1.43	1.78	1.45
速动比率	1.08	0.83	1.15	1.30	1.16
营运能力					
应收账款周转率	11.41	11.94	12.22	17.66	17.66
存货周转率	9.14	8.07	8.06	8.06	8.13
总资产周转率	0.97	1.00	1.11	1.22	1.29
每股指标(元)					
每股收益	1.84	1.34	2.64	3.28	4.03
每股经营现金流	3.36	3.45	7.52	-1.14	10.31
每股净资产	9.34	10.66	12.95	14.33	16.03
估值比率					
市盈率	38.51	52.89	26.74	21.54	17.56
市净率	7.57	6.63	5.46	4.94	4.41
EV/EBITDA	13.89	15.99	17.05	14.45	10.21
EV/EBIT	15.34	17.45	18.18	15.26	10.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com