

顾家家居 (603816.SH)

业绩稳健向上，看好可持续成长

核心观点：

- **顾家发布 2021 年业绩预告**，①预计 2021 年归母净利润 16.5-17.3 亿元，同比增长 95%-105%，还原 2020 年商誉减值 4.84 亿元后，预计 21 年同比增长 24%-30%。②预计 2021 年扣非归母净利 14.2-15.0 亿元，同比增长 140%-154%，还原商誉减值后，预计 21 年同比增长 32%-40%。③其中，单 Q4 归母净利润 4.1-4.9 亿元，还原后同比增长 29%-54%，扣非归母净利还原后同比增长 25%-58%。业绩符合预期。
- **展望 22 年，内销收入成长点多，有望穿越地产周期**。产品角度，功能沙发、床垫、定制等高潜品类有望厚积薄发，大店店态革新强化品类带单，休闲沙发也有望通过天禧派实现下沉。渠道角度，零售模式逐渐跑通，信息化+权力下放实现管控细化，云+管+台等推动全流量卡位，结合仓配服持续赋能终端，同店客流、转化与客单均有向上动力。
- **展望 22 年，外销与外延均有改善预期，盈利弹性较大**。外销方面，公司调整管理团队，提升外贸关注度，建设墨西哥基地减少关税和反倾销负担，结合今年订单旺盛而出货滞后的趋势，未来外销有望稳健增长；盈利端原材料、海运费和汇率等因素有望改善，外销盈利向上弹性大。外延方面，参考 Natuzzi 纳入管理后业绩靓丽，其他标的也有望深度赋能，其中海外标的疫情过后经营将有改善、业绩有望回暖。
- **盈利预测与投资建议**。持续看好公司多品类&全屋化布局，而且公司实践零售战略优化渠道，管理团队完善战略&及时纠偏，保障短期增速稳定，打开长期成长空间。预计公司 21-23 年归母净利润 16.8/21.3/26.1 亿元 (YoY+98.8%/26.9%/22.1%)，参考历史估值和可比公司估值，给予 22 年 25xPE，对应合理价值 84.36 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**。行业竞争加剧；房地产行业不确定性；原材料价格高增。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,094	12,666	17,178	21,063	25,488
增长率 (%)	20.9	14.2	35.6	22.6	21.0
EBITDA (百万元)	1,432	1,648	2,149	2,679	3,295
归母净利润 (百万元)	1,161	845	1,681	2,134	2,606
增长率 (%)	17.4	-27.2	98.8	26.9	22.1
EPS (元/股)	1.93	1.34	2.66	3.37	4.12
市盈率 (P/E)	23.70	52.74	28.26	22.26	18.23
ROE (%)	19.7	12.5	21.5	22.6	22.7
EV/EBITDA	18.50	26.15	20.67	16.11	12.44

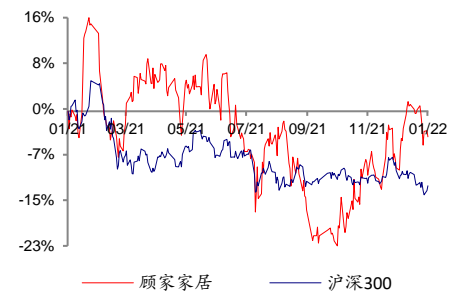
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	75.12 元
合理价值	84.36 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-19

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650

mihanjie@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

顾家家居 (603816.SH) :Q3 2021-10-29

内外销维持高景气，盈利相

对稳定

顾家家居 (603816.SH) :Q2 2021-08-30

收入持续高增，大家居稳步

推进

顾家家居 (603816.SH) :商 2021-05-05

誉减值拖累业绩，软体龙头

轻装再起航

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	6,113	6,360	9,125	11,269	14,435	
货币资金	2,958	2,241	3,681	4,911	7,057	
应收及预付	1,067	1,198	1,770	2,055	2,347	
存货	1,266	1,871	2,575	3,149	3,806	
其他流动资产	822	1,050	1,098	1,154	1,226	
非流动资产	6,147	6,678	6,976	7,534	8,112	
长期股权投资	239	18	18	18	18	
固定资产	1,854	2,691	3,011	3,391	3,841	
在建工程	442	369	327	435	493	
无形资产	755	733	723	713	703	
其他长期资产	2,857	2,868	2,898	2,978	3,058	
资产总计	12,260	13,038	16,101	18,803	22,548	
流动负债	4,498	5,405	7,356	8,377	10,047	
短期借款	287	233	150	160	180	
应付及预收	2,801	1,543	2,268	2,302	2,782	
其他流动负债	1,410	3,629	4,938	5,915	7,085	
非流动负债	1,462	529	479	429	379	
长期借款	474	400	350	300	250	
应付债券	837	0	0	0	0	
其他非流动负债	150	129	129	129	129	
负债合计	5,959	5,934	7,836	8,807	10,426	
股本	602	632	632	632	632	
资本公积	2,205	3,424	3,424	3,424	3,424	
留存收益	2,904	3,080	4,161	5,795	7,801	
归属母公司股东权益	5,906	6,740	7,821	9,455	11,461	
少数股东权益	394	364	444	542	661	
负债和股东权益	12,260	13,038	16,101	18,803	22,548	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	11,094	12,666	17,178	21,063	25,488	
营业成本	7,226	8,206	11,189	13,683	16,536	
营业税金及附加	79	67	122	150	181	
销售费用	2,073	2,494	3,290	3,960	4,690	
管理费用	292	297	361	484	612	
研发费用	198	207	258	337	433	
财务费用	104	132	83	17	34	
资产减值损失	-8	-502	8	8	8	
公允价值变动收益	18	5	10	8	8	
投资净收益	140	192	172	211	255	
营业利润	1,292	1,036	2,165	2,708	3,344	
营业外收支	230	159	130	170	170	
利润总额	1,522	1,195	2,295	2,878	3,514	
所得税	302	328	533	647	789	
净利润	1,220	867	1,762	2,231	2,725	
少数股东损益	59	21	80	97	119	
归属母公司净利润	1,161	845	1,681	2,134	2,606	
EBITDA	1,432	1,648	2,149	2,679	3,295	
EPS (元)	1.93	1.34	2.66	3.37	4.12	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	2,124	2,180	2,388	2,222	3,233	
净利润	1,220	867	1,762	2,231	2,725	
折旧摊销	207	253	190	230	260	
营运资金变动	648	646	710	116	650	
其它	48	415	-273	-356	-402	
投资活动现金流	305	-1,444	-172	-416	-422	
资本支出	-756	-1,075	-323	-534	-585	
投资变动	484	73	0	-70	-70	
其他	577	-442	152	189	233	
筹资活动现金流	-1,046	-1,364	-777	-577	-664	
银行借款	1,335	1,957	-133	-40	-30	
股权融资	4	1	0	0	0	
其他	-2,385	-3,322	-643	-537	-634	
现金净增加额	1,383	-720	1,440	1,230	2,147	
期初现金余额	1,493	2,875	2,241	3,681	4,911	
期末现金余额	2,875	2,155	3,681	4,911	7,057	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	20.9%	14.2%	35.6%	22.6%	21.0%
营业利润增长	11.5%	-19.8%	108.9%	25.1%	23.5%
归母净利润增长	17.4%	-27.2%	98.8%	26.9%	22.1%
获利能力					
毛利率	34.9%	35.2%	34.9%	35.0%	35.1%
净利率	11.0%	6.8%	10.3%	10.6%	10.7%
ROE	19.7%	12.5%	21.5%	22.6%	22.7%
ROIC	11.9%	12.9%	17.0%	18.0%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	45.5%	48.7%	46.8%	46.2%
净负债比率	94.6%	83.5%	94.8%	88.1%	86.0%
流动比率	1.36	1.18	1.24	1.35	1.44
速动比率	1.07	0.81	0.87	0.95	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.97	1.07	1.12	1.13
应收账款周转率	10.96	11.43	10.43	11.06	11.77
存货周转率	8.76	6.77	6.67	6.69	6.70
每股指标 (元)					
每股收益	1.93	1.34	2.66	3.37	4.12
每股经营现金流	3.53	3.45	3.78	3.51	5.11
每股净资产	9.81	10.66	12.37	14.95	18.12
估值比率					
P/E	23.70	52.74	28.26	22.26	18.23
P/B	4.66	6.62	6.07	5.02	4.15
EV/EBITDA	18.50	26.15	20.67	16.11	12.44

广发造纸轻工行业研究小组

张兆函：资深分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹倩雯：资深分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。