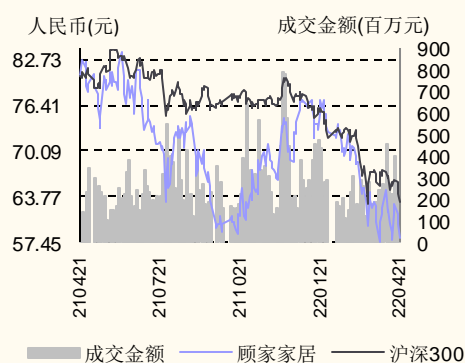


市场价格 (人民币): 58.06 元

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)	367.07
年内股价最高最低(元)	83.73/57.45
沪深 300 指数	3996
上证指数	3080



相关报告

- 《业绩预告符合预期, 品类融合优势越发明显-顾家家居业绩预告点评》, 2022.1.14
- 《深化国际化战略, 进一步打开成长空间-顾家家居点评》, 2021.12.15
- 《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
- 《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
- 《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

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003

Q1 业绩表现优异, 全年利润弹性可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,327	26,874	32,024
营业收入增长率	14.17%	44.81%	21.73%	20.36%	19.16%
归母净利润(百万元)	845	1,664	2,125	2,600	3,169
归母净利润增长率	-27.19%	96.87%	27.65%	22.37%	21.86%
摊薄每股收益(元)	1.337	2.633	3.361	4.113	5.012
每股经营性现金流净额	2.64	2.93	8.66	6.14	6.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.54%	20.76%	24.38%	25.31%	26.02%
P/E	52.74	29.31	17.28	14.12	11.58
P/B	6.62	6.08	4.21	3.57	3.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月21日公司发布21年报及22年一季报, 21年公司营收/归母净利润/扣非净利(剔除20年商誉减值影响)分别同比+44.8%/+25.2%/+32.7%至183.4/16.6/14.3亿元。分红方案为每10股转增3股并派现13.2元(含税)。公司22Q1营收/归母净利润/扣非净利分别同比+20.1%/+15.1%/+20.3%至45.4/4.4/3.8亿元, 整体来看22Q1经营较为优异, 扣非利润略超预期。

简评

- 内销增长具韧性, 外销增长较超预期:** 21年公司内销/外销分别同比+40%/+48.7%至107.1/69.2亿元, 其中21Q4内销/外销分别+20.4%/+24.2%至30.9/18.9亿元, 内销方面, 预计主要依托于店态优化叠加完善产品矩阵助推单店收入进一步提升, 其中品类方面预计软床及床垫增长超23%成为重要拉动。22Q1公司内销受疫情影响, 但预计收入仍可增长15%, 其中高潜品类床垫与定制延续快速增长, 预计分别+26%/+20%。外销方面, 22Q1依托于顾家品牌床垫外销发力, 预计收入增长超28%。
- 原材料压力缓解, 22年外销利润弹性可期:** 公司21年毛利率同比-1.1pct至28.9%, 除代收代付海运费预计影响0.4pct外主因原材料涨价。费用率方面, 公司21年除财务费用率-0.6pct外, 其余较为稳定。21Q1公司毛利率同比+0.7pct至29.9%, 主因Q1原材料成本压力缓解叠加公司产品此前已提价, 预计内外销毛利率均有提升。截止4/15今年软泡聚醚均价已较去年全年均价下降近30%, 外销毛利率有望显现弹性。费用率方面, 销售/管理(含研发)/财务费用率同比分别+0.5pct/-0.1pct/+0.4pct。
- 全品类+多品牌运营优势凸显, 经销商体系增持显信心:** 内销方面公司已从多维度展现优势: 1) 定制业务前瞻布局多年, 积累充足经验; 2) 为适应品类融合销售趋势, 公司组织架构已做出对应调整, 设立产品中台, 店态也同步优化, 预计Q1大店+综合店占比已超38%; 3) 公司前瞻布局区域零售中心与试点仓配服, 为经销商深度赋能, 助力公司渠道下沉与品类融合。品类融合的领先叠加品牌体系的完善将显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类持续增长, 公司内销增长路径清晰, 近期经销商二期增持计划完成进一步彰显信心。

投资建议

- 我们预计2022-2024年EPS分别为3.36、4.11元、5.01元, 当前股价对应PE分别为17x/14x/12x, 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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,094	12,666	18,342	22,327	26,874	32,024
增长率	14.2%	44.8%	21.7%	20.4%	19.2%	
主营业务成本	-7,226	-8,206	-13,048	-15,595	-18,709	-22,143
%销售收入	65.1%	64.8%	71.1%	69.8%	69.6%	69.1%
毛利	3,867	4,459	5,294	6,733	8,165	9,881
%销售收入	34.9%	35.2%	28.9%	30.2%	30.4%	30.9%
营业税金及附加	-79	-67	-105	-159	-191	-227
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-2,073	-2,494	-2,703	-3,349	-4,031	-4,804
%销售收入	18.7%	19.7%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-292	-297	-328	-424	-511	-608
%销售收入	2.6%	2.3%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	-198	-207	-302	-402	-484	-576
%销售收入	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	1,225	1,395	1,856	2,399	2,949	3,665
%销售收入	11.0%	11.0%	10.1%	10.7%	11.0%	11.4%
财务费用	-104	-132	-72	43	96	155
%销售收入	0.9%	1.0%	0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	18	5	-2	0	0	0
投资收益	140	192	87	80	90	40
%税前利润	9.2%	16.1%	4.2%	2.9%	2.7%	1.0%
营业利润	1,292	1,036	1,868	2,582	3,195	3,920
营业利润率	11.6%	8.2%	10.2%	11.6%	11.9%	12.2%
营业外收支	230	159	200	160	160	160
税前利润	1,522	1,195	2,068	2,742	3,355	4,080
利润率	13.7%	9.4%	11.3%	12.3%	12.5%	12.7%
所得税	-302	-328	-367	-544	-665	-809
所得税率	19.8%	27.5%	17.8%	19.8%	19.8%	19.8%
净利润	1,220	867	1,701	2,198	2,689	3,271
少数股东损益	59	21	36	74	89	102
归属于母公司的净利润	1,161	845	1,664	2,125	2,600	3,169
净利率	10.5%	6.7%	9.1%	9.5%	9.7%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,220	867	1,701	2,198	2,689	3,271
少数股东损益	59	21	36	74	89	102
非现金支出	207	253	302	389	435	467
非经营收益	33	-95	-41	-14	-215	-175
营运资金变动	648	646	-110	2,903	973	738
经营活动现金净流	2,109	1,670	1,852	5,477	3,882	4,300
资本开支	-756	-1,075	-1,662	-819	-770	-770
投资	484	73	236	202	0	0
其他	577	-442	349	80	90	40
投资活动现金净流	305	-1,444	-1,077	-537	-680	-730
股权募资	4	1	2	-579	0	0
债权募资	-146	-353	135	-612	-200	-100
其他	-904	-1,104	-121	-901	-1,075	-1,293
筹资活动现金净流	-1,046	-1,456	16	-2,092	-1,275	-1,393
现金净流量	1,368	-1,231	791	2,848	1,927	2,178

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,958	2,241	3,198	5,884	7,653	9,717
应收款项	1,158	1,221	1,843	1,957	2,356	2,808
存货	1,266	1,871	2,441	2,606	3,127	3,701
其他流动资产	731	1,027	959	641	682	709
流动资产	6,113	6,360	8,441	11,089	13,818	16,934
%总资产	49.9%	48.8%	53.0%	57.7%	61.6%	65.1%
长期投资	2,004	2,105	858	656	656	656
固定资产	2,296	3,060	4,205	4,899	5,361	5,796
%总资产	18.7%	23.5%	26.4%	25.5%	23.9%	22.3%
无形资产	1,728	1,261	1,298	1,410	1,493	1,568
非流动资产	6,147	6,678	7,498	8,114	8,609	9,072
%总资产	50.1%	51.2%	47.0%	42.3%	38.4%	34.9%
资产总计	12,260	13,038	15,939	19,203	22,427	26,006
短期借款	613	333	1,073	500	300	200
应付款项	1,953	2,237	2,405	3,149	3,660	4,250
其他流动负债	1,932	2,835	3,530	5,805	7,226	8,426
流动负债	4,498	5,405	7,008	9,454	11,186	12,876
长期贷款	474	400	0	0	0	0
其他长期负债	987	129	528	576	419	304
负债	5,959	5,934	7,536	10,030	11,605	13,181
普通股股东权益	5,906	6,740	8,019	8,715	10,275	12,176
其中：股本	602	632	632	632	632	632
未分配利润	2,512	2,689	3,775	5,049	6,609	8,511
少数股东权益	394	364	384	458	547	649
负债股东权益合计	12,260	13,038	15,939	19,203	22,427	26,006

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.929	1.337	2.633	3.361	4.113	5.012
每股净资产	9.814	10.657	12.683	13.784	16.252	19.259
每股经营现金净流	3.505	2.641	2.929	8.664	6.140	6.803
每股股利	1.000	1.170	0.820	1.344	1.645	2.005
回报率						
净资产收益率	19.66%	12.54%	20.76%	24.38%	25.31%	26.02%
总资产收益率	9.47%	6.48%	10.44%	11.06%	11.59%	12.18%
投入资本收益率	11.76%	12.76%	16.03%	19.88%	21.26%	22.56%
增长率						
主营业务收入增长率	20.95%	14.17%	44.81%	21.73%	20.36%	19.16%
EBIT增长率	12.90%	13.86%	33.08%	29.25%	22.94%	24.29%
净利润增长率	17.37%	-27.19%	96.87%	27.65%	22.37%	21.86%
总资产增长率	16.76%	6.35%	22.25%	20.48%	16.79%	15.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.0	30.5	27.9	29.0	29.0	29.0
存货周转天数	61.3	69.8	60.3	61.0	61.0	61.0
应付账款周转天数	55.0	61.6	48.7	53.0	53.0	52.0
固定资产周转天数	61.0	77.5	63.8	53.9	44.3	36.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.23%	-31.98%	-31.62%	-62.32%	-71.02%	-76.79%
EBIT利息保障倍数	11.7	10.6	25.8	-55.6	-30.9	-23.7
资产负债率	48.61%	45.52%	47.28%	52.23%	51.75%	50.68%

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	4	10	28	37	132
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.10	1.10	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。

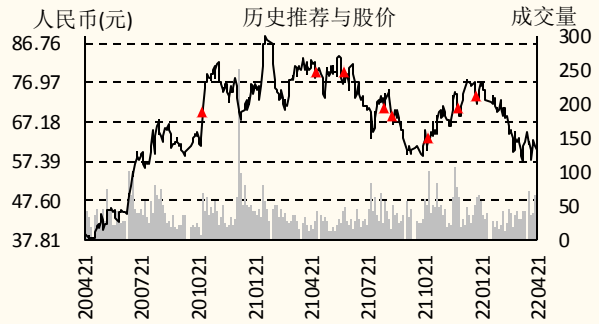
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-10-28	买入	64.01	N/A
2	2021-04-30	买入	79.16	N/A
3	2021-06-15	买入	77.41	N/A
4	2021-08-18	买入	72.23	N/A
5	2021-08-31	买入	69.46	N/A
6	2021-10-28	买入	61.15	N/A
7	2021-12-15	买入	69.96	N/A
8	2022-01-14	买入	71.85	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，不作为或被视作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