

业绩增长符合预期，软体家居龙头强者恒强

——顾家家居2021年年报&2022年一季报点评

买入|维持

事件：

公司发布2021年年报及2022年一季报：2021年全年实现营收183.42亿元，同比增长44.81%；实现归母净利润16.64亿元，同比增长96.87%；实现扣非归母净利润14.27亿元，同比增加141.55%；基本每股收益2.65元。2022年一季度实现营收45.40亿元，同比增长20.05%，环比减少11.27%；实现归母净利润4.43亿元，同比增长15.11%，环比增长3.90%。

国元观点：

● 内外销发力驱动21年业绩高增，优势产品稳定增长

受益于海内外渠道销售表现亮眼，叠加优势产品收入稳步增长，公司2021年全年业绩实现快速增长，且2022Q1增长势能不减。分季度看，2021Q1至2022Q1公司分别实现营收37.82/42.34/52.09/51.17/45.40亿元，同比增长65.32%/64.52%/41.42%/24.16%/20.05%，公司分别实现归母净利润3.85/3.87/4.65/4.27/4.43亿元，同比增长25.58%/43.91%/7.24%/359.61%/19.20%。产品方面：21年沙发及床类产品销售量分别同比增长45.39%/43.45%至250.08/134.06万套。其中沙发类产品2021年实现收入92.67亿元，同比增长44.51%，全年营收占比为50.53%；床类产品/集成产品/定制产品分别实现33.38/31.40/6.60亿元，同比增长42.75%/41.13%/44.80%，公司未来将立足原有优势产品线对床垫、功能沙发等高潜产品进行开发拓展，持续强化品牌竞争力。渠道方面：公司积极推进直销店布局，至2021年末直销店总店数为152家，较去年同期增加47家。此外公司积极建设外销渠道，21实现收入69.18亿元，同比增长48.68%，外销营收比例同比+0.98pcts至37.72%。

● 毛利率短期承压，期间费用率维稳

受海外低毛利率业务占比提升及原材料价格波动等因素影响，21年公司毛利率有所下滑。经会计准则调整，公司综合毛利率下降1.10pcts至28.87%。21年综合净利率增长2.43pcts至9.07%，系20Q4一次性商誉减值致20年同期利润端基数较低，21年净利率实现边际修复，22Q1盈利能力继续环比提升。期间费用方面，经调整至同口径后，21年销售费用率同比上升0.29pcts至14.74%，管理费用率/财务费用率同比下降0.56pcts/0.65pcts至1.79%/0.39%。此外公司注重技术创新能力的不断提升，2021年研发费用3.02亿元，同比增长46.27%；研发费用率提升0.02pcts至1.65%。

● 全球化产能布局叠加外销扩张战略，中长期增长势能不减

公司“重庆+杭州+墨西哥”海内外产能布局彰显公司扩张信心，叠加海外家居产品需求高增，未来公司将发力外销形成内外双轮驱动发展格局。此外，在“1+N+X”多维度塑造渠道优势的基础上，公司依托优质产品进一步提升高潜产品影响力，未来中长期业绩增长势能不减。

● 投资建议与盈利预测

公司为软体家居行业龙头，伴随品牌力&产品力持续提升，叠加多维度渠道优势，以及积极拓展海外市场，公司中长期成长逻辑不改；短期看伴随原材料成本、汇率等因素后续或将改善，公司盈利能力有望持续修复。我们调整盈利预测，预计公司2022-2024年分别实现营收228.76/279.20/335.77亿元，归母净利润为20.85/25.22/30.20亿元，EPS为3.30/3.99/4.78元，对应PE为17.61/14.55/12.15倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料和海运费价格波动；渠道建设不及预期；新品类拓展不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12665.99	18341.95	22876.36	27920.33	33576.61
收入同比(%)	14.17	44.81	24.72	22.05	20.26
归母净利润(百万元)	845.47	1664.45	2084.51	2522.17	3020.17
归母净利润同比(%)	-27.19	96.87	25.24	21.00	19.75
ROE(%)	12.54	20.76	20.70	20.75	20.61
每股收益(元)	1.34	2.63	3.30	3.99	4.78
市盈率(P/E)	43.42	22.05	17.61	14.55	12.15

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
	单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6359.68	8441.03	12806.36	14219.40	16907.29
现金	2240.79	3197.60	6313.39	6682.06	8006.38
应收账款	1107.96	1697.42	2058.87	2512.83	3021.90
其他应收款	111.55	145.20	288.24	351.80	423.07
预付账款	88.60	108.28	138.71	167.87	201.58
存货	1871.33	2441.04	3087.02	3736.09	4486.25
其他流动资产	939.45	851.48	920.13	768.76	768.12
非流动资产	6678.28	7497.99	8560.52	9607.39	10445.24
长期投资	17.65	31.30	34.00	35.00	36.00
固定资产	2690.62	3205.57	4815.15	6057.12	7012.61
无形资产	733.23	832.28	847.18	862.08	876.98
其他非流动资产	3236.77	3428.85	2864.19	2653.20	2519.66
资产总计	13037.96	15939.02	21366.88	23826.79	27352.53
流动负债	5404.93	7007.77	10265.71	10552.05	11540.83
短期借款	233.14	468.50	1668.50	968.50	828.50
应付账款	1489.00	1989.50	2674.13	3236.38	3886.21
其他流动负债	3682.79	4549.77	5923.08	6347.17	6826.12
非流动负债	529.38	528.18	580.32	580.89	583.25
长期借款	400.41	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	128.97	528.18	580.32	580.89	583.25
负债合计	5934.30	7535.95	10846.03	11132.94	12124.08
少数股东权益	363.93	384.34	453.06	536.22	573.76
股本	632.41	632.26	632.22	632.22	632.22
资本公积	3424.31	3749.80	3749.80	3749.80	3749.80
留存收益	3079.84	4165.69	6250.20	8340.04	10837.12
归属母公司股东权益	6739.72	8018.74	10067.78	12157.62	14654.70
负债和股东权益	13037.96	15939.02	21366.88	23826.79	27352.53

现金流量表					
	单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2180.41	2040.64	3684.95	2727.23	3124.76
净利润	866.62	1700.73	2153.23	2605.33	3057.71
折旧摊销	252.93	302.24	363.72	487.43	596.44
财务费用	131.75	71.84	-103.09	-108.96	-133.05
投资损失	-192.38	-87.31	-80.00	-80.00	-200.00
营运资金变动	625.00	-183.89	1356.71	-177.14	-198.71
其他经营现金流	496.48	237.03	-5.62	0.57	2.36
投资活动现金流	-1444.15	-1076.82	-1571.80	-1335.19	-1270.38
资本支出	1078.09	1666.93	1550.00	1480.00	1380.00
长期投资	-84.43	-236.38	-38.14	1.00	1.00
其他投资现金流	-450.49	353.73	-59.94	145.81	110.62
筹资活动现金流	-1363.62	81.18	1002.63	-1023.37	-530.05
短期借款	-53.82	235.36	1200.00	-700.00	-140.00
长期借款	-74.06	-400.41	0.00	0.00	0.00
普通股增加	30.60	-0.16	-0.04	0.00	0.00
资本公积增加	1219.67	325.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2486.01	-79.10	-197.33	-323.37	-390.05
现金净增加额	-720.22	979.43	3115.79	368.67	1324.33

利润表					
	单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12665.99	18341.95	22876.36	27920.33	33576.61
营业成本	8870.27	13047.52	16128.65	19519.79	23439.12
营业税金及附加	67.30	105.17	153.27	187.07	224.96
营业费用	1830.06	2703.10	3156.94	4160.13	5405.83
管理费用	296.96	327.81	686.29	698.01	705.11
研发费用	206.79	302.46	350.00	420.00	500.00
财务费用	131.75	71.84	-103.09	-108.96	-133.05
资产减值损失	-502.46	-9.69	-35.00	-10.00	-5.00
公允价值变动收益	4.90	-2.47	0.00	0.00	0.00
投资净收益	192.38	87.31	80.00	80.00	200.00
营业利润	1036.11	1867.81	2603.30	3168.29	3683.63
营业外收入	175.32	207.01	60.00	40.00	80.00
营业外支出	16.63	6.61	20.00	10.00	10.00
利润总额	1194.79	2068.21	2643.30	3198.29	3753.63
所得税	328.17	367.48	490.07	592.96	695.92
净利润	866.62	1700.73	2153.23	2605.33	3057.71
少数股东损益	21.15	36.28	68.73	83.16	37.54
归属母公司净利润	845.47	1664.45	2084.51	2522.17	3020.17
EBITDA	1420.79	2241.89	2863.93	3546.76	4147.03
EPS (元)	1.34	2.63	3.30	3.99	4.78

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.17	44.81	24.72	22.05	20.26
营业利润(%)	-19.80	80.27	39.38	21.70	16.27
归属母公司净利润(%)	-27.19	96.87	25.24	21.00	19.75
盈利能力					
毛利率(%)	29.97	28.87	29.50	30.09	30.19
净利率(%)	6.68	9.07	9.11	9.03	8.99
ROE(%)	12.54	20.76	20.70	20.75	20.61
ROIC(%)	17.55	23.96	31.15	32.11	32.88
偿债能力					
资产负债率(%)	45.52	47.28	50.76	46.72	44.33
净负债比率(%)	12.36	14.23	18.55	11.78	9.67
流动比率	1.18	1.20	1.25	1.35	1.46
速动比率	0.83	0.86	0.95	0.99	1.08
营运能力					
总资产周转率	1.00	1.27	1.23	1.24	1.31
应收账款周转率	11.61	12.79	12.18	12.21	12.13
应付账款周转率	6.41	7.50	6.92	6.61	6.58
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	2.63	3.30	3.99	4.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.45	3.23	5.83	4.31	4.94
每股净资产(最新摊薄)	10.66	12.68	15.92	19.23	23.18
估值比率					
P/E	43.42	22.05	17.61	14.55	12.15
P/B	5.45	4.58	3.65	3.02	2.50
EV/EBITDA	23.58	14.95	11.70	9.45	8.08

投资评级说明：

(1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心
A座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
楼国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188