

盈利能力稳中向好，内外销齐头并进

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现收入 183.4 亿元 (+44.8%); 实现归母净利润 16.6 亿元 (+96.9%), 剔除同期商誉减值影响后增长 25.2%; 实现扣非归母净利润 14.3 亿元 (+141.6%)。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 51.2 亿元 (+24.2%); 实现归母净利润 4.3 亿元, 公司 2021 年全年营收稳定增长, 业绩大幅提升。2022 年 Q1 公司实现营收 45.4 亿元 (+20%); 实现归母净利润 4.4 亿元 (+15.1%); 实现扣非归母净利润 3.8 亿元 (+20.3%)。在 2022 年初国内部分地区疫情反复的外部影响下, 公司一季度经营业绩依旧保持稳健增长。
- **21 年外贸毛利率逐渐修复, 盈利能力改善。** 2021 年公司整体毛利率为 28.9%, (-1.1pp), 主要由于代收代付海运费业务及原材料上涨的影响。其中, 内贸毛利率为 34.5% (-1.21pp), 主要由于内贸仍存在部分收入准则运费调整至成本影响; 外销毛利率 18.1% (+1pp), 公司发力外销自主品牌床垫业务, 梳理外销组织架构降本增效, 外销毛利率明显改善。分品类看, 21 年公司沙发/床类/集成/定制/红木家具产品毛利率分别为 29.5% (-3pp) / 33.2% (-2.4pp) / 24.8% (+0.6pp) / 32.4% (-3.3pp) / 29.7% (+8.1pp)。此外公司信息技术服务业务的毛利率为 86.6% (+1.3pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费率为 18.6% (-0.9pp)。公司销售费用率为 14.7% (+0.3pp); 管理费用率为 1.8% (-0.6pp); 研发费用率为 1.6%, 同比基本持平, 公司不断加大研发投入, 研发费用同比增长 46.3%; 财务费用率为 0.4% (-0.6pp)。综合来看, 公司净利率为 9.1% (+2.4pp), 还原商誉减值后同比下降 1.4pp。2021 年公司经营性净现金流 20.4 亿元 (-6.4%)。应收账款 17 亿元, 同比增长 53.2%, 主要由于海外大客户业务快速增长。
- **22Q1 毛利率持续向好, 为帮扶经销商现金流暂时承压。** 2022Q1 公司毛利率为 29.8%, 剔除收入准则影响后同比+0.7pp, 毛利率保持稳步提升。整体费用率为 18.3%, 同比增长 0.9pp; 净利率为 9.8%, 同比下降 0.4pp。合同负债 13.9 亿元 (-11.5%), 主要由于疫情影响部分区域下单节奏; 经营性现金流为-5.3 亿元, 主要由于公司为帮扶经销商给予账期支持。
- **高潜产品表现亮眼, 内外销同步扩张。** 21 年公司业务稳步增长; 其中沙发/床类营业收入 92.7 亿元 (+44.5%) / 33.4 亿元 (+42.8%), 核心品类保持快速增长; 集成产品实现营业收入 31.4 亿元 (+41.1%), 侧面证明伴随公司大家居战略推进, 集成产品配套率提升; 定制家具实现营业收入 6.6 亿元 (+44.8%), 软体和定制业务加速融合, 定制业务快速扩张; 红木家具实现营业收入 1.3 亿元 (+11.8%)。此外, 信息技术服务实现营业收入 9.3 亿元 (+48.7%)。分地区来看, 公司于境内实现营业收入 107.1 亿元 (+40.1%); 境外实现营业收入 69.2 亿元 (+48.7%), 依托于公司开拓顾家床垫外销业务, 2021 年外销业务保持高速增长。
- **门店总数持续扩张, 大店及综合店态占比快速提升。** 公司持续推进的渠道战略, 巩固品类专业店优势, 加快融合大店布局速度, X 渠道持续探索。截至 21 年底公司门店总数为 6456 家, 年内新开 1768 家, 关闭 2003 家。其中, 公司

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn
 联系人: 赵兰亭
 电话: 023-67511807
 邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.32
流通 A 股(亿股)	6.32
52 周内股价区间(元)	57.45-84.63
总市值(亿元)	367.07
总资产(亿元)	145.54
每股净资产(元)	12.75

相关研究

1. 顾家家居(603816):经营稳健业绩靓丽, 管理优势持续彰显 (2022-01-14)
2. 顾家家居(603816):经营业绩保持高增, 品类渠道协同发力 (2021-10-28)
3. 顾家家居(603816):布局功能架产能, 供应链优势进一步强化 (2021-09-13)
4. 顾家家居(603816):内外销增长动力强劲, 零售能力壁垒高筑 (2021-08-31)
5. 顾家家居(603816):推出核心高管员工持股, 期待中长期高质量成长 (2021-06-15)
6. 顾家家居(603816):商誉减值影响短期业绩, 中长期竞争力不改 (2021-04-30)

经销门店数为 6304 家，包括自有品牌 4463 家，其他品牌 1841 家；直销店 152 家。从店态来看，2021 年大店超过 1600 家，大店及综合店数量合计超过 2000 家，占门店总数比例约为 38.5%，较 2020 年的 19.8% 有明显提升。公司对于大店业态的探索步伐领先行业，大店有望带动品类间连带销售率提升，充分满足消费者需求，进一步打开客单价提升空间。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.26 元、4.02 元、4.92 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、12 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险、全球疫情反复的风险、新增产能投放进展不及预期的风险、渠道扩展不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18341.95	22468.90	27082.24	32268.07
增长率	44.81%	22.50%	20.53%	19.15%
归属母公司净利润（百万元）	1664.45	2060.76	2543.90	3109.94
增长率	96.87%	23.81%	23.44%	22.25%
每股收益 EPS（元）	2.63	3.26	4.02	4.92
净资产收益率 ROE	20.24%	19.99%	20.54%	20.74%
PE	22	18	14	12
PB	4.58	3.61	3.00	2.48

数据来源：Wind，西南证券



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18341.95	22468.90	27082.24	32268.07	净利润	1700.73	2118.55	2614.63	3192.02
营业成本	13047.52	15712.04	18749.63	22140.06	折旧与摊销	302.24	322.89	380.84	439.67
营业税金及附加	105.17	130.95	154.66	222.65	财务费用	71.84	202.23	248.51	252.30
销售费用	2703.10	3347.87	4048.79	4840.21	资产减值损失	-9.69	-50.00	0.00	0.00
管理费用	327.81	696.54	866.63	1064.85	经营资本变动	-275.21	-2131.17	-409.55	-245.27
财务费用	71.84	202.23	248.51	252.30	其他	250.73	-9.48	-62.67	-64.27
资产减值损失	-9.69	-50.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2040.64	453.03	2771.75	3574.43
投资收益	87.31	61.00	63.00	65.00	资本支出	-1169.20	-1110.00	-1060.00	-1010.00
公允价值变动损益	-2.47	-0.01	-0.83	-0.56	其他	92.38	153.77	-0.83	-0.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1076.82	-956.23	-1060.83	-1010.56
营业利润	1867.81	2490.26	3076.17	3812.44	短期借款	235.36	2048.97	-158.15	-839.70
其他非经营损益	200.40	191.48	188.99	191.72	长期借款	-400.41	-50.00	-50.00	-50.00
利润总额	2068.21	2681.74	3265.16	4004.16	股权融资	325.33	0.00	0.00	0.00
所得税	367.48	563.19	650.53	812.14	支付股利	0.00	-451.04	-483.85	-528.43
净利润	1700.73	2118.55	2614.63	3192.02	其他	-79.10	-197.93	-188.51	-212.30
少数股东损益	36.28	57.79	70.73	82.07	筹资活动现金流净额	81.18	1350.00	-880.52	-1630.43
归属母公司股东净利润	1664.45	2060.76	2543.90	3109.94	现金流量净额	979.43	846.80	830.40	933.45
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3197.60	4044.40	4874.80	5808.25	成长能力				
应收和预付款项	1951.66	2365.77	2844.74	3399.36	销售收入增长率	44.81%	22.50%	20.53%	19.15%
存货	2441.04	3155.36	3679.73	4379.16	营业利润增长率	80.27%	33.33%	23.53%	23.93%
其他流动资产	850.72	735.22	776.89	823.73	净利润增长率	96.25%	24.57%	23.42%	22.08%
长期股权投资	31.30	56.30	84.30	114.30	EBITDA 增长率	57.79%	34.50%	22.89%	21.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4205.22	5073.70	5834.24	6485.95	毛利率	28.87%	30.07%	30.77%	31.39%
无形资产和开发支出	1175.23	1106.16	1037.10	968.03	三费率	16.92%	18.90%	19.07%	19.08%
其他非流动资产	2086.26	2108.94	2131.63	2154.32	净利率	9.27%	9.43%	9.65%	9.89%
资产总计	15939.02	18645.85	21263.43	24133.10	ROE	20.24%	19.99%	20.54%	20.74%
短期借款	468.50	2517.48	2359.32	1519.63	ROA	10.67%	11.36%	12.30%	13.23%
应付和预收款项	2942.53	4254.49	4750.89	5652.04	ROIC	27.37%	24.46%	23.30%	24.50%
长期借款	0.00	-50.00	-100.00	-150.00	EBITDA/销售收入	12.22%	13.42%	13.68%	13.96%
其他负债	4124.92	1324.81	1523.36	1718.00	营运能力				
负债合计	7535.95	8046.78	8533.57	8739.67	总资产周转率	1.27	1.30	1.36	1.42
股本	632.26	632.22	632.22	632.22	固定资产周转率	6.22	6.35	6.46	6.72
资本公积	3749.80	3749.83	3749.83	3749.83	应收账款周转率	13.08	12.04	12.05	11.96
留存收益	4165.69	5775.41	7835.46	10416.97	存货周转率	6.04	5.61	5.48	5.49
归属母公司股东权益	8018.74	10156.94	12216.99	14798.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.29%	—	—	—
少数股东权益	384.34	442.13	512.86	594.93	资本结构				
股东权益合计	8403.07	10599.07	12729.85	15393.44	资产负债率	47.28%	43.16%	40.13%	36.21%
负债和股东权益合计	15939.02	18645.85	21263.43	24133.10	带息债务/总负债	6.22%	30.66%	26.48%	15.67%
					流动比率	1.20	1.38	1.53	1.76
					速动比率	0.86	0.95	1.07	1.23
					股利支付率	0.00%	21.89%	19.02%	16.99%
					每股指标				
					每股收益	2.63	3.26	4.02	4.92
					每股净资产	12.68	16.07	19.32	23.41
					每股经营现金	3.23	0.72	4.38	5.65
					每股股利	0.00	0.71	0.77	0.84
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2241.89	3015.38	3705.52	4504.41					
PE	22.05	17.81	14.43	11.80					
PB	4.58	3.61	3.00	2.48					
PS	2.00	1.63	1.36	1.14					
EV/EBITDA	14.31	10.81	8.51	6.59					
股息率	0.00%	1.23%	1.32%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn