



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

品类融渠道合，大家居聚势领航

—顾家家居(603816)公司深度报告

2022年07月02日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

证券研究报告

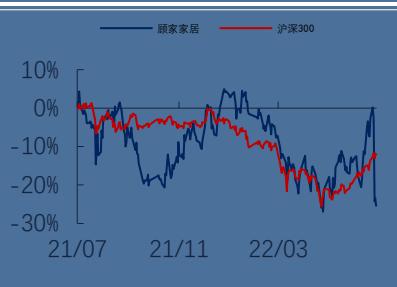
公司研究

公司深度报告

顾家家居(603816)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	55.12
52周内股价波动区间(元)	77.56-54.00
最近一月涨跌幅(%)	-13.35
总股本(亿股)	8.22
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	453.03

资料来源：信达证券研发中心

品类融渠道合，大家居聚势领航

2022年07月03日

报告内容摘要：

◆ **软体龙头内外销并进，经营业绩稳定增长。** 2015-2021年公司营业收入、归母净利CAGR分别为31%、22%，整体保持稳定发展态势；2021年实现销售收入183.42亿元，同比增长44.81%。国内外市场齐头并进，内外销结构稳定。2021年外销收入占比约38%，实现外销收入69.18亿元，同比增长48.7%，未来有望通过进行海外产能布局、供应链优化及本土化布局，持续优化业务运营。内销市场加大拓展力度，2021年实现内销收入107.12亿元，同比增长40.05%，公司在国内软体行业龙头地位持续巩固。

◆ **大家居战略全面推进，综合竞争实力领先。** (1) **品牌力&产品力：**多年布局形成覆盖多层级、满足多元需求、涵盖软体和定制的全品类、多品牌产品矩阵，旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家床垫”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“全屋定制”六大产品系列，包括沙发、软床、床垫、全屋定制、红木成品家居等，同时拥有独立轻时尚品牌“天禧派”，自有品牌“东方荟”（新中式风格家具）、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌KUKA HOME。(2) **渠道力：**渠道延伸、深耕零售市场，聚焦“1+N+X”店态搭建大家居渠道网络，公司实体门店数量总计6456家，大店数量为541家，其中软体+融合大店数量达到108家，线上线下协同发展，拓宽零售触达面。(3) **组织力：**管理方面，近年公司持续升级组织结构，完善人才培养机制建设，形成强大组织管理体系。围绕零售能力、顺应时代进行组织架构的变革，为渠道效率的提升夯实基础，进行区域零售中心转型，对于提升终端客流的转化率起到了有效带动，也打造了公司有别于竞争对手的组织体系壁垒。

◆ **增长驱动清晰，未来同店提升可期。** (1) **积极推进大店转型**，大店、综合店占比提升，加速品类融合提升带单率、做大客单值，截至2021年底，大店占比由2020年底的4%提升至2021年底的11%以上，大店+综合店占比提升至38.5%。(2) **多品类快速发展**，床垫、定制、功能三大高潜品类快速发展：床垫业务持续产品升级、和沙发品类融合，2021年公司床垫业务实现收入33.38亿元，已处于国内床垫企业第一梯队；定制业务目前进入快速发展通道，2016-2021年CAGR达95.69%，公司持续赋能定制门店、拓展整装渠道、加速与软体产品融合、推进生产能力提升，未来定制成长空间广阔；功能沙发供应链一体化推进、生产效率提升，有望继续保持高增。(3) **组织赋能提升渠道效率**，区域零售中心改革、数字化系统赋能门店有望进一步提升渠道效率前置营销&管理职能、并延伸至信息化建设对终端进行全面赋能。

◆ **盈利预测与投资评级：**随着消费者一站式购买需求增加，我们看好公司由软体行业龙头逐步向大家居领域龙头迈进，组织能力业内领先。近年持续深化零售渠道改革，融合大店模式下产品+渠道增长路径清晰。重视产品中台把握消费者需求，强化制造大后台效率提升，2022年打造新价值链整装模式，软体+定制融合切入整装赛道，未来发展值得期待。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为20.05亿元、24.73亿元、30.44亿元，同比分别增长20.5%、23.3%、23.1%，目前（2022/7/1）股价对应2022年PE为22.6x，维持“买入”评级。

◆ **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12,666	18,342	22,061	26,218	30,859
增长率 YoY %	14.2%	44.8%	20.3%	18.8%	17.7%
归属母公司净利润 (百万元)	845	1,664	2,005	2,474	3,045
增长率 YoY%	-27.2%	96.9%	20.5%	23.4%	23.0%
毛利率%	30.0%	28.9%	28.8%	29.5%	30.1%
净资产收益率 ROE%	12.5%	20.8%	21.7%	23.6%	25.3%
EPS(摊薄)(元)	1.34	2.63	2.44	3.01	3.70
市盈率 P/E(倍)	52.74	29.31	22.59	18.31	14.88
市净率 P/B(倍)	6.62	6.08	4.91	4.32	3.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年07月01日收盘价

目 录

一、内外销齐头并进，外销盈利有望提升	7
二、布局生活方式，大家居综合竞争实力领先	8
2.1 品牌&产品力：构建多品牌、多品类矩阵	8
2.2 渠道力：1+N+X 多元渠道布局	9
2.3 管理力：组织架构顺应时代变革	11
三、成长路径清晰，同店驱动增长可期	13
3.1 大店、综合店占比提升	13
3.2 多品类整合，功能、床垫、定制三大高潜品类快速扩展门店	14
3.3 区域零售中心改革，数字化系统赋能门店	20
四、盈利预测与投资评级	21
五、风险因素	24

表 目 录

表 1：利润预测简表	22
表 2：分季度利润表财务指标	22
表 3：可比公司 2022 年平均 PE 约 22 倍	23

图 目 录

图 1：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 31%	7
图 2：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 22%	7
图 3：公司内外销结构整体稳定	7
图 4：分季度收入表现	7
图 5：2021 年公司外销收入增长显著回升	8
图 6：内外销业务历史毛利率	8
图 7：公司已构建多品牌、多品类矩阵	8
图 8：公司推出“1+N+X”渠道模式	9
图 9：公司自有品牌和其他品牌门店数量（家）	9
图 10：公司自有品牌经销商和直销量（家）	9
图 11：公司双 11 销量位居行业前列	10
图 12：顾家家居打造“全民顾家日”IP	10
图 13：2022 年公司 618 全屋套餐推广	10
图 14：零售渠道改革前与改革初期对比	11
图 15：区域零售中心改革推进示意图	11
图 16：区域零售中心促进品类融合、赋能经销商	12
图 17：2021 年 10 月成立产品中台事业部	12
图 18：同店增长驱动分解	13
图 19：顾家家居大店数量快速提升	14
图 20：定制+软体融合做大客单值	14
图 21：公司产品结构多元化	15
图 22：公司自有品牌收入显著驱动增长	15
图 23：定制家居占据流量上游位置	15
图 24：公司定制家居收入及增速	16
图 25：公司定制门店数量快速增长	17
图 26：公司 2020-2021 年定制门店数量及单店收入	17
图 27：公司启动“新价值链整装”模式及招商发布会	17
图 28：2022 年 2 月推出全自制不拼凑的 49800 全屋套餐	18
图 29：2022 年 4 月顾家家居推出 79800 整家高配轻奢套餐	18
图 30：顾家家居柔性封边产线	19
图 31：定制家居生产柔性化特点显著（以索菲亚为例）	19
图 32：公司软床及床垫收入及增速	19
图 33：公司研发“五感”睡眠系统升级客户体验	19
图 34：公司 2012-2021 年存货周转情况	20

图 35: 公司销售人均创收、人均创利稳步增加	20
图 36: 2021 年数字化营销为 816 精准引流.....	21
图 37: 公司 2021 年 816 顾家全品日数字化成果	21

投资聚焦

➤ 投资逻辑:

软体龙头内外销并进，经营业绩稳定增长。2015-2021年公司营业收入、归母净利润CAGR分别为31%、22%，整体保持稳定发展态势；2021年实现销售收入183.42亿元，同比增长44.81%。国内外市场齐头并进，内外销结构稳定。2021年外销收入占比约38%，实现外销收入69.18亿元，同比增长48.7%，未来有望通过进行海外产能布局、供应链优化及本土化布局，持续优化业务运营。内销市场加大拓展力度，2021年实现内销收入107.12亿元，同比增长40.05%，公司在国内软体行业龙头地位持续巩固。

大家居战略全面推进，综合竞争实力领先。(1) 品牌力&产品力：多年布局形成覆盖多层级、满足多元需求、涵盖软体和定制的全品类、多品牌产品矩阵，旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家床垫”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“全屋定制”六大产品系列，包括沙发、软床、床垫、全屋定制、红木成品家居等，同时拥有独立轻时尚品牌“天禧派”，自有品牌“东方荟”（新中式风格家具）、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌KUKA HOME。(2) 渠道力：渠道延伸、深耕零售市场，聚焦“1+N+X”店态搭建大家居渠道网络，公司实体门店数量总计6456家，大店数量为541家，其中软体+融合大店数量达到108家，线上线下协同发展，拓宽零售触达面。(3) 组织力：管理方面，近年公司持续升级组织结构，完善人才培养机制建设，形成强大组织管理体系。围绕零售能力、顺应时代进行组织架构的变革，为渠道效率的提升夯实基础，进行区域零售中心转型，对于提升终端客流的转化率起到了有效带动，也打造了公司有别于竞争对手的组织体系壁垒。

增长驱动清晰，未来同店提升可期。(1) 积极推进大店转型，大店、综合店占比提升，加速品类融合提升带单率、做大客单值，截至2021年底，大店占比由2020年底的4%提升至2021年底的11%以上，大店+综合店占比提升至38.5%。(2) 多品类快速发展，床垫、定制、功能三大高潜品类快速发展：床垫业务持续产品升级、和沙发品类融合，2021年公司床垫业务实现收入33.38亿元，已处于国内床垫企业第一梯队；定制业务目前进入快速发展通道，2016-2021年CAGR达95.69%，公司持续赋能定制门店、拓展整装渠道、加速与软体产品融合、推进生产能力提升，未来定制成长空间广阔；功能沙发供应链一体化推进、生产效率提升，有望继续保持高增。(3) 组织赋能提升渠道效率，区域零售中心改革、数字化系统赋能门店有望进一步提升渠道效率前置营销&管理职能、并延伸至信息化建设对终端进行全面赋能。

➤ 盈利预测与投资评级:

随着消费者一站式购买需求增加，我们看好公司由软体行业龙头逐步向大家居领域龙头迈进，组织能力业内领先。近年持续深化零售渠道改革，融合大店模式下产品+渠道增长路径清晰。重视产品中台把握消费者需求，强化制造大后台效率提升，2022年打造新价值链整装模式，软体+定制融合切入整装赛道，未来发展值得期待。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为20.05亿元、24.73亿元、30.44亿元，同比分别增长20.5%、23.3%、23.1%，目前（2022/7/1）股价对应2022年PE为22.6x，维持“买入”评级。

一、内外销齐头并进，外销盈利有望提升

过去六年公司营业收入、归母净利 CAGR 分别为 31%、22%，2021 年增速亮眼。从过去六年经营情况来看，公司整体经营情况稳定发展，2015-2021 年营业收入、归母净利分别实现了 31%、22% 的复合增长。2021 年实现营业收入为 183.42 亿元，同比增长 44.81%；归母净利润 16.64 亿元，同比增长 96.87%，如果剔除 2020 年计提商誉减值损失 4.84 亿元影响，调整后 2021 年归母净利润同比增长约 25%，业绩增长主要由内外销及多元化产品驱动。分季度收入看，公司 21 年 Q1/Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别同比增长 65%/65%/41%/24%，净利润分别增长 26%/44%/7%/33%（Q4 剔除商誉减值影响估算），整体保持较快发展态势。

图 1：2015-2021 年公司收入 CAGR 为 31%



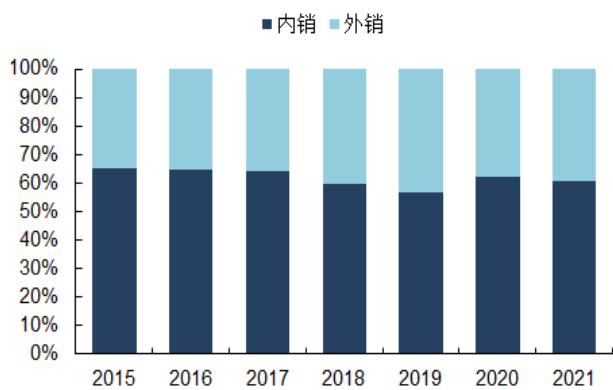
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2015-2021 年公司净利 CAGR 为 22%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司内外销结构整体稳定



资料来源：Wind，信达证券研发中心

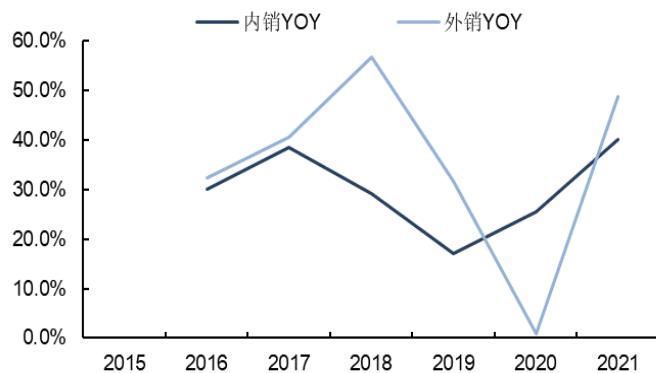
图 4：分季度收入表现



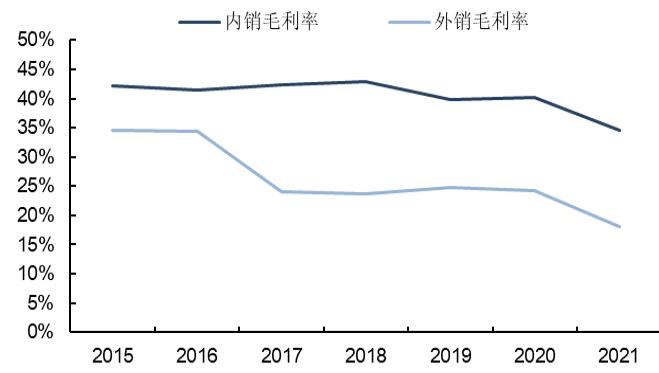
资料来源：Wind，信达证券研发中心

外销受益海外消费及出口需求，本土化运营提质增效。公司 2021 年外销收入占比约 38%，实现外销收入 69.18 亿元，同比增长 48.7%。公司外销业务贯彻“软体产品全面领先、供应链效率驱动、从本土化营销到本土化经营”3 大业务主轴，以及“国家战略、大客户战略、产品竞争力提升战略”3 大业务方向，通过进行海外产能布局、供应链优化及本土化布局优化业务运营。

产品结构上，北美市场功能沙发向中低端系列扩展，固定产品线建立适合不同业务模式的产品系列促进床垫等新产品扩展；产能上，建设越南、墨西哥两大制造基地，有效对冲关税及贸易政策相关风险并提升效率。我们认为，随着公司海外基地布局完善、供应链持续优化、以及规模效应释放，未来外销业务盈利能力仍有较大提升空间。

图 5：2021 年公司外销收入增长显著回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：内外销业务历史毛利率


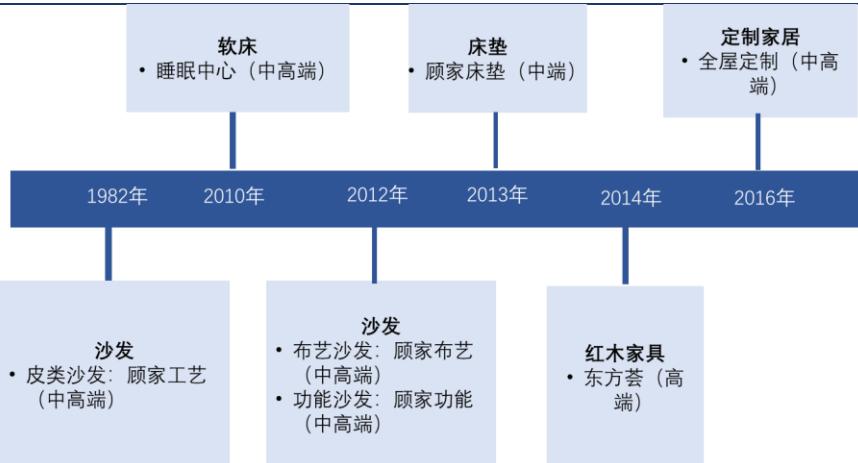
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、布局生活方式，大家居综合竞争实力领先

公司大家居战略稳步推进，在品牌力、产品力、渠道力、管理力构建起护城河，经过多年布局形成覆盖多层次级、满足多元需求、涵盖软体和定制的全品类、多品牌产品矩阵；渠道延伸、深耕零售市场，聚焦“1+N+X”店态搭建大家居渠道网络；管理方面，围绕零售能力、顺应时代进行组织架构的变革，为渠道效率的提升夯实基础。

2.1 品牌&产品力：构建多品牌、多品类矩阵

推行“软体+定制一体化”的大家居模式，布局多元化、结构化的产品矩阵，满足多样性市场需求。公司产品线齐全，拥有多样化的产品矩阵，旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家床垫”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“全屋定制”六大产品系列，包括沙发、软床、床垫、全屋定制、红木成品家居等，同时拥有独立轻时尚品牌“天禧派”，自有品牌“东方荟”（新中式风格家具）、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并在 18 年通过收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌 KUKA HOME，多品类、多品牌策略可以满足消费者一站式购物需求，同时套餐式销售打下基础，提高获客能力；从纵向来看，公司通过延伸品牌矩阵拓宽价格带，覆盖从高端到追求性价比的各个档次的消费需求。

图 7：公司已构建多品牌、多品类矩阵


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 渠道力：1+N+X 多元渠道布局

围绕大家居战略，积极推进“1+N+X”布局，进行渠道深耕。公司2019年提出“1+N+X”渠道发展模式，其中“1”指大店，“N”指单品类专业店、综合店，“X”指探索渠道的无限可能性从而开拓的其他多种类店态。多元化渠道结构是应对流量碎片化、推动品类融合、持续抢占市场份额的关键，公司通过“1+N+X”渠道模式获取更多线下客流量。

(1) “1”大店。包括软体综合大店以及软体+定制的融合大店，主要聚焦在三四线城市发展，由于三四线城市租金相对较低，有利于大店保持良好的盈利能力从而促进经销商拓展大店，大店体现产品势能、品类的多样化，大店的拓展有效地提高品类协同、提升客单价。

(2) “N”系列单店、品类综合店。主要开在传统家居卖场，传统家居卖场目前仍是家居行业重要的流量入口，公司凭借品牌优势能够相对于竞品抢占更核心的位置。

(3) “X”探索渠道的无限可能性，顺应渠道碎片化趋势。把握家居行业渠道多元化与流量分散的局面，拓展新渠道业态，如电商直播、整装、社区店等。

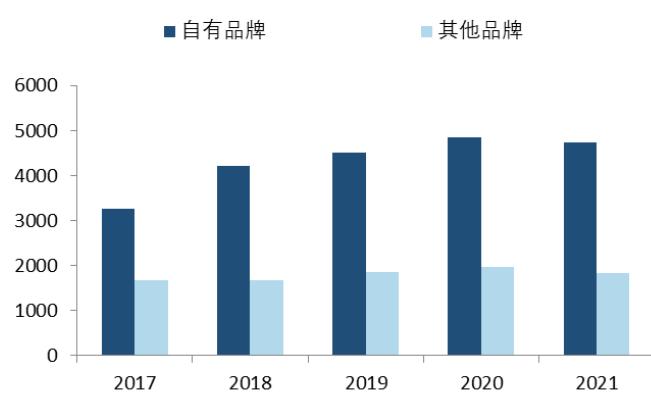
图 8：公司推出“1+N+X”渠道模式

门店类别	门店业态
1	主要为生活馆、融合大店等，平均面积为1500平方米以上
N	数量最多的单品类专业店，平均面积为200-600平方米
X	新渠道探索，包括苏宁、百货商场、社区店、整装门店等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

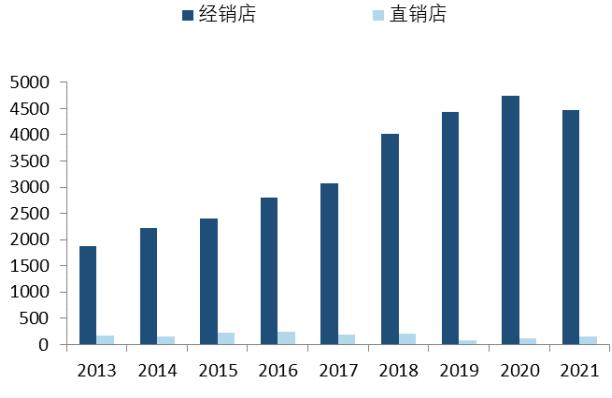
公司门店数量在行业内处于领先地位，大店、综合店占比高。截至2021年末，公司实体门店数量总计6456家，大店数量为541家，其中软体+融合大店数量达到108家，大店占比由2020年底的4%提升至2021年底的11%以上，大店+综合店占比提升至38.5%。

图 9：公司自有品牌和其他品牌门店数量（家）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司自有品牌经销店和直销店数量（家）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

积极布局线上渠道，构建多元化营销网络。公司2020年开始将电商事业部从二级提升为一级事业部，同时单独成立电商产品研发部门，推出线上专款产品。公司进行多元化营销方式，通过明星代言、冠名综艺节目、推出“816 全民顾家日”、电商直播带货形式提升品牌曝光率，布局抖音、小红书等新兴平台，同时在315、五一大促、618、双11等消费购物节持续发力，2021年“816 全民顾家日”活动，公司实现零售录单总额40.56亿元，同比增长52.2%，2021年双11，公司销售总额累计突破6.5亿，同比增长78%，其中天猫平台完成率101%（+75%），京东平台完成率104%（+114%），抖音平台完成率增长161%，天猫旗舰店直播间晋级亿元直播间，同比+336%，全平台新增入会数100万+，2022年618大促，公司已联手代言人欧阳娜娜，在10个城市办地标灯光秀，借助购物节推广全屋定制套餐。

图 11：2021 年公司双 11 销量位居行业前列

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
第一名	林氏木业	林氏木业	居然之家	林氏木业	林氏木业	林氏木业
第二名	全友家居	全友家居	林氏木业	顾家家居	全友家居	源氏木语
第三名	顾家家居	顾家家居	全友家居	芝华仕	源氏木语	全友家居
第四名	雅兰	喜临门	顾家家居	全友家居	喜临门	喜临门
第五名	华日家居	芝华仕	喜临门	源氏木语	顾家家居	芝华仕
第六名	aok多喜爱	雅兰	芝华仕	慕思	芝华仕	顾家家居
第七名	芝华仕	左右沙发	源氏木语	爱果乐	爱果乐	慕思
第八名	拉菲曼尼	卫诗理	慕思	喜临门	雅兰	雅兰
第九名	卫诗理	华日	左右沙发	护童	左右沙发	爱果乐
第十名	光明家居	aok多喜爱	优梵艺术	雅兰	慕思	原始原素

资料来源：公司公告，天猫，信达证券研发中心

图 12：顾家家居打造“全民顾家日”IP



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：2022 年公司 618 全屋套餐推广

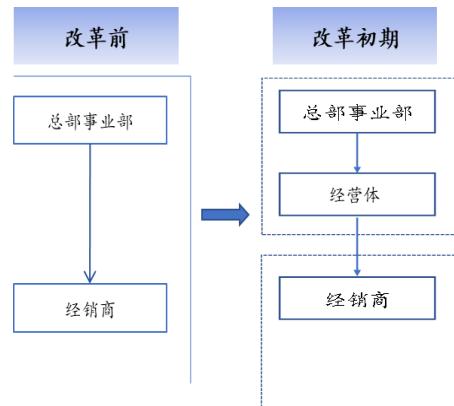


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 管理力：组织架构顺应时代变革

组织架构变革阶段一，2018 年以前，实行事业部制。2016-2017 年试点“经营体”销售模式，作为“区域零售中心”雏形。据公司招股说明书，由于当时公司经销门店众多，经营规模的扩大和经销区域的延伸给门店管理提出了新的挑战。为了应对新的企业发展形势，提高经销商的管理效率，公司于 2013 年下半年开始在部分地区试点“经营体”销售模式。即由原来的“顾家家居→各单个经销商”变更为“顾家家居→经营体→各单个经销商”。截至 2016 年 6 月 30 日，共有河南顾家、江苏顾家和吉林顾家三家经营体成立并开始经营。2016-2017 公司年推出“青苗计划”，通过校招增加人才储备，推动团队职业经理化，激发团队活力。

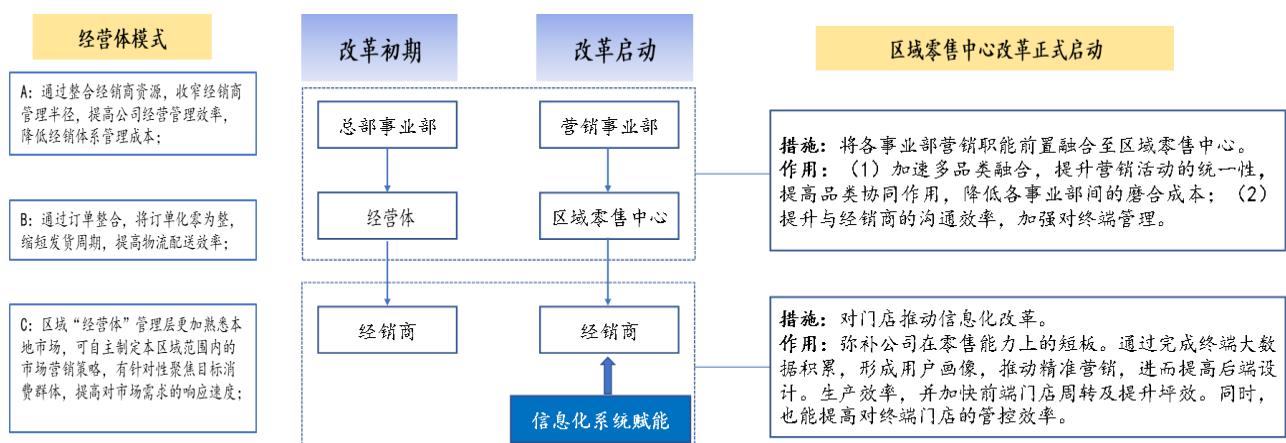
图 14：零售渠道改革前与改革初期对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

组织架构变革阶段二，2018 年以后，正式启动区域零售中心。2018-2019 改革正式启动：成立“区域零售中心”，前置营销&管理职能、并延伸至信息化赋能。公司提出“区域零售中心”概念：近年建设多个区域零售中心，形成了多个区域零售中心，以实现营销职能和渠道管理职能的前置，强化终端渠道资源的协同作用。根据区域情况配置资源，以对市场进行高效反馈，精细投放资源；并赋予终端决策灵活权，因地制宜，调整产品和营销打法。同时为门店搭建信息化系统，精准掌握终端零售情况，并将仓储物流配送等环节标准化，提升服务标准化能力，逐渐从制造型向零售型家居企业转型。

图 15：区域零售中心改革推进示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2020-2021 年改革深化，对渠道端进行变革。在多品类&精细化管理的基础上，打造多元化渠道体系。公司建立了 1+N+X 的渠道发展模式，积极打造多品类组合的大家居融合店模式，致力发展全品类大家居的变革与创新。其中“1”为顾家生活、融合大店、品类势能店等模式；“N”主要为系列单店、品类综合店，为现有门店体系的主力；“X”为各类新兴渠道业态，探索渠道的无限可能性，顺应渠道碎片化趋势。我们认为，区域零售中心是公司在推进品类融合战略的重要举措，对于促进终端多品类销售运营将起到中长期的重要支撑作用。

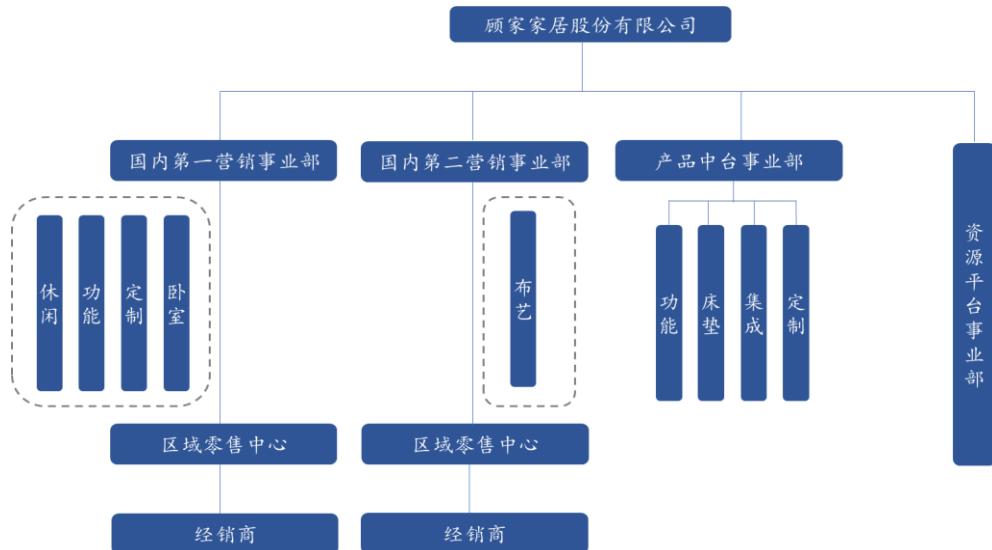
图 16：区域零售中心促进品类融合、赋能经销商



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成立中台产品事业部，突出中台的价值和地位，对外贸、产研销的价值链进行整合，进一步迈向零售大家居。将沙发、床、床垫、定制、集成、功能沙发等产品的中台部门逐步独立出来成立单独的事业部，产品中台定位为负责品类战略规划、品类竞争力和产品力的提升，同时对品类的规模和盈利承担责任。同时，赋予产品中台营销职能，通过市场调研提供产品的策略和建议。通过成立赋予更多中台事业部更多职能，未来公司对市场的反应速度、产品力提升的速度有望进一步提升，对公司的零售大家居战略具有有力的支撑。改革后公司将形成营销前台事业部、产品中台事业部、资源平台事业部的三维矩阵结构。改革前外贸整体价值链分为制造、研发、销售、供应链，为提高外贸方面整体效率，将外贸产研销、人财物进行充分整合。

图 17：2021 年 10 月成立产品中台事业部

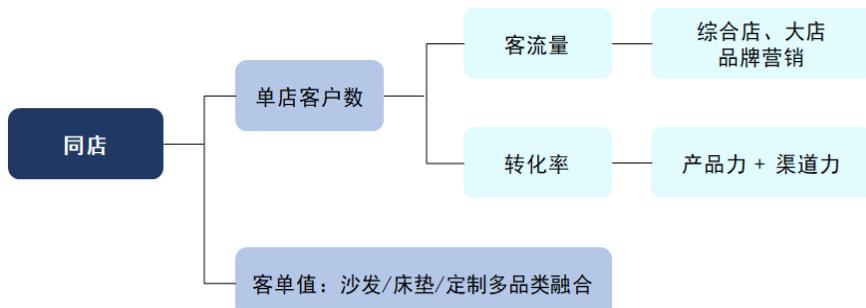


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、成长路径清晰，同店驱动增长可期

我们认为，经历了前几年公司在渠道端扩张，迅速占位优质渠道以后，未来随着大店转型持续深化，同店增长将成为公司主要增长驱动，有望带动市场份额持续提升。加速品类融合提升带单率、做大客单值，定制、卧室、功能沙发三大高潜品类齐发力，进一步区域零售中心转型和数字化改造，提升门店效率。

图 18：同店增长驱动分解



资料来源：信达证券研发中心

3.1 大店、综合店占比提升

公司稳步推进大家居战略，积极打造多品类组合的融合大店模式，提升大店、综合店的占比。顾家顺利推行“1+N+X”渠道模式，大店、综合店占比持续提升主要由以下因素驱动：

1) 区域零售中心推进品类之间的融合，软床、床垫、沙发定制事业部进行合并，高潜品类全部由零售中心统一管理，区域零售中心的推行有效地增强了品类之间的协同，同时赋能店长、导购、设计师。2) 门店的信息系统搭建完成，打通下单、设计，简化生产设计流程，提高运营效率。3) 从经销商角度，大店主要聚焦在三四线城市，租金较低，同时大店在产品展示上更具优势，多品类互相引流，客单值更高，盈利能力强，发展模式可持续性强。4) 顾家家居品类众多，包括沙发、床类产品、定制、配套，从单一品类逐步发展到现在各大品类在行业内均有一定的竞争力。

截至 2021 年末，公司实体门店数量总计 6456 家，大店数量为 541 家，其中软体+融合大店数量达到 108 家，大店占比由 2020 年底的 4% 提升至 2021 年底的 11% 以上，大店+综合店占比提升至 38.5%。

图 19：顾家家居大店数量快速提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大店、综合店占比提升可以有效提高连带率，做大客单值，改善门店形象，提升品牌力、客流量。公司通过强化大店、综合店的布局，目前整体软体与定制的连带率达到约 30%，沙发与床的连带率为 40%以上，沙发与配套品的连带率为 40%以上，其中沙发跟茶几的连带率最高，约为 45%以上，床与配套品连带率约为 40%。大店、综合店占比提升为套系化销售提供场景，推进品类融合，从而进一步促进客单值的提升，尤其是软体和定制产品的融合对客单值提升作用至关重要，软体门店客单值可达到 2 万元以上，在融入定制产品后，软体+定制的客单值可达到 5-7 万元。同时，大店模式升级门店形象，利于提升品牌力，陈列多种品类，满足消费者一站式消费需求，对于提升客流量有较大帮助。

图 20：定制+软体融合做大客单值

	品类	客单值	合计
软体	沙发	约1万元	2-3万元
	床&床垫	1-2万元	
	配套产品（茶几、餐桌椅）	约0.5万元	
定制	橱柜	1-2万元	3-5万元
	衣柜	2-3万元	
定制+软体	定制家具、成品家具	定制+软体融合提升客单价效果明显，客单价可达约5-7万元	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 多品类整合，功能、床垫、定制三大高潜品类快速扩展门店

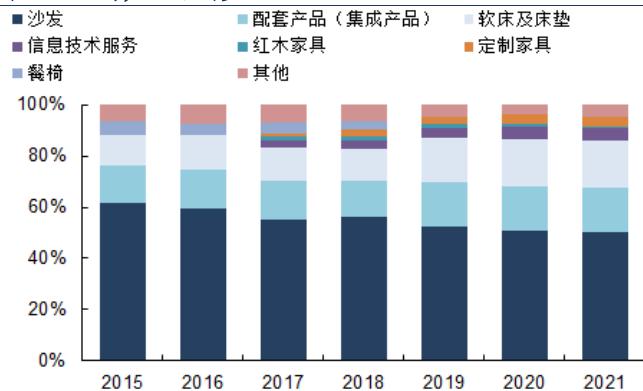
目前，公司已形成沙发、床垫、定制三大核心品类，软体+定制产品矩阵实现客餐卧空间一体化。按主要产品划分，公司 2021 年沙发/软床及床垫/配套产品/定制家具营业收入占比分别为 51%/18%/17%/4%，增速分别为 45%/43%/41%/45%，核心品类优势稳固，均实现 40%以上的快速增长。

产品研发端，持续贯彻满足消费者多元化需求原则，推动“软体+定制”融合一体化设计研发销售，为消费者提供风格统一的拎包解决方案。品牌端，公司 2021 年自主品牌收入占

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

比为 76%，收入规模 139.85 亿元，同比显著增长 50.7%；目前公司拥有定制沙发、床垫、定制等八大产品系列，与独立轻时尚品牌“天禧派”，自有品牌“东方荟”（新中式风格家具）、合作品牌“LAZBOY”美国功能沙发，并在 18 年通过收购德国高端家具“ROLF BENZ”、意大利高端家具品牌“Natuzzi”、国际设计师品牌 KUKA HOME，建立了覆盖不同价值带与客户群体的品牌矩阵。

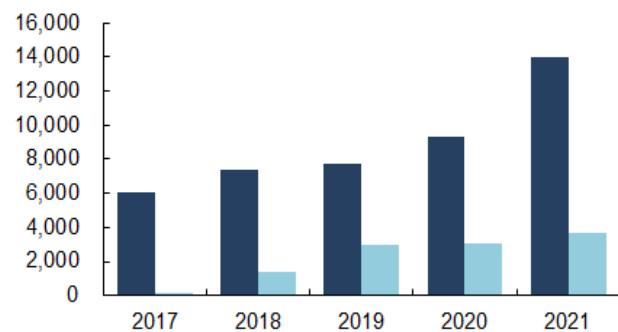
图 21：公司产品结构多元化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：公司自有品牌收入显著驱动增长

■自主品牌收入 ■其他品牌

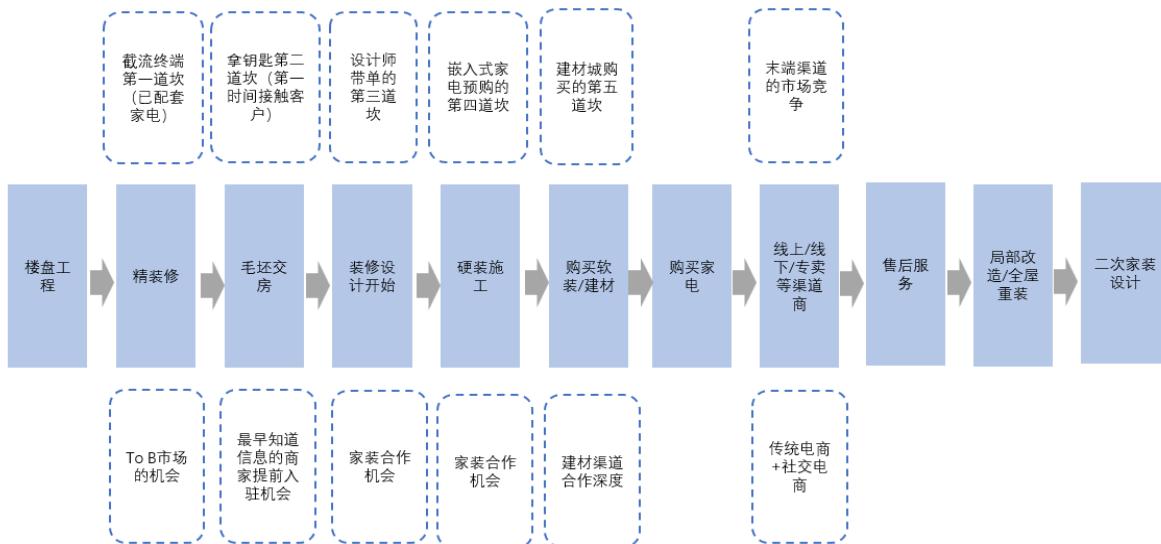


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（一）定制：大家居战略下品类融合提速，顾家定制释放潜力

实现软体和定制的融合有利于提升客单值、拓展流量入口、满足消费者一站式需求，成为目前家居行业的重要趋势。单一品类门店坪效较低，同时部分品类家居渠道密度较高，当门店达到一定数量后盈利能力会遇到瓶颈，尤其在三、四线城市消费能力较低，单一品类门店盈利能力普遍低于一、二线城市，因此从软体向定制延伸是提升客单值从而提高门店坪效的有力途径。定制相比于软体占据流量更上游位置，因此，对于软体家居公司实现软体和定制的融合成为抢占流量入口的趋势；家居消费习惯出现变化，由过去的耐用性、实用性转变成更看重美观度和个性化，对设计、色彩、款式的一致性提出了要求，能满足消费者多品类产品“一站式”购买需求的公司将在市场竞争中脱颖而出。

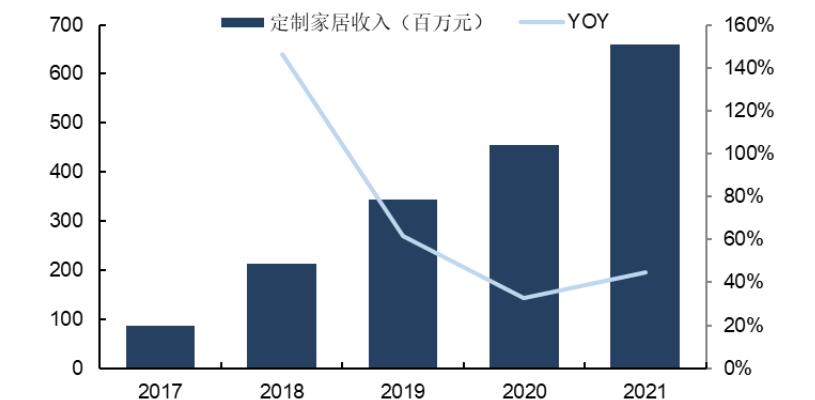
图 23：定制家居占据流量上游位置



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

公司迅速补齐定制短板，目前进入快速发展通道，未来具有较大增长空间。公司 2016 年起开始布局定制业务，主打环保理念，并推出零醛释放的板材“孕婴级”环保板材“环保 7 号”，2018 年公司宣布收购班尔奇，通过发展自主品牌和外延并购双轮驱动模式进入定制市场，在稳步发展软体家居业务的同时，加速进行软体和定制产品的融合。公司定制家居业务从 2016 年的 0.23 亿元增长至 2021 年的 6.60 亿元，2016-2021 年 CAGR 达到 95.69%。

图 24：公司定制家居收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

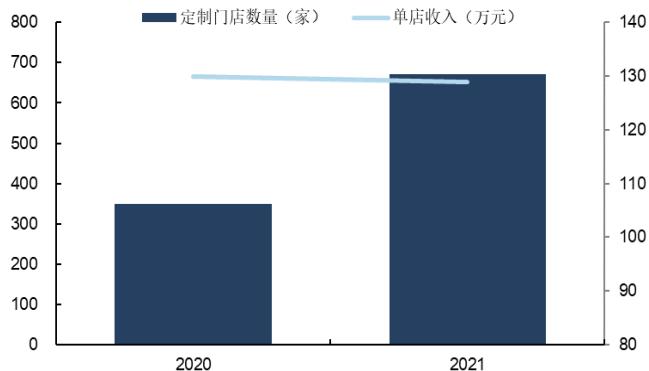
渠道：积极鼓励经销商切入定制，全方位赋能零售，加快推进开店速度。2021 年公司定制门店数为 671 家。单店收入方面，公司 2020 年定制门店单店收入为 130 万元，2021 年单店收入为 129 万元，虽然门店数量在快速扩张，但公司定制单店收入仍实现了整体稳定。

(1) 招商方面，稳健布局，坚持独立定制经销商开店+引导经销商参与定制。2016 年公司成立顾家定制品牌，早期阶段由于软体和定制融合存在难度，公司充分利用独立定制经销商优质资源拓展定制家居业务，随着信息系统逐步搭建、定制产能的稳步投入以及区域零售中心的成立，公司逐步夯实扩张定制业务的基础，2019 年公司开始积极鼓励软体经销商参与定制业务，充分发挥软体经销商资源，促进软体和定制相互融合、赋能，同时，继续支持独立定制经销商开店，既保障了定制专业性的持续发育，为大家居经销体系注入活力，又保持了融合店客流量的优势。

(2) 在设计、服务方面全方位加强对经销商的赋能。区域零售中心的成立在赋能经销商方面发挥关键作用，零售中心拥有定制管理团队对经销商进行点对点服务与管理，在设计方面，公司实施蒲公英计划，招聘并培养大量优秀设计师，同时搭建设计培训体系，为经销门店配备设计督导，充分激励设计师团队提升设计能力；在服务方面，培训配送、安装团队降低出错率，未来随着自营安装团队逐步培育，终端零售服务能力有望进一步提升。

图 25：公司定制门店数量快速增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26：公司 2020-2021 年定制门店数量及单店收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

(3) 打造新价值链整装模式，软体+定制融合切入整装赛道。2022年5月26日，公司启动“新价值链整装”模式及招商发布会，推出专供整装渠道的“顾家星选”产品系列，并宣布与圣都家装启动全面合作，开启布局整装新篇章。针对整装渠道推出“顾家星选”产品系列，涵盖客厅、餐厅、卧室、定制等品类和服务，“顾家星选”具有6大标签：顾家品牌、品类齐全、独立研发、价格统一、服务统一、整装专供。

在业务模式上分为直营整装业务和加盟整装业务，直营整装业务：公司总部和全国优质装企进行直接进行合作，并由公司或经销商进行仓储配送服务；加盟整装业务：推动全国2000多家经销商和装企合作，经销商会提供相应的销售服务、培训支持、供仓储配送服务。

在赋能装企方面，公司补贴5000万，用于样品、装修、开业和广告，同时将免费给装企提供赋能支持，包括免费的培训和活动支持。通过三个一体化：产品研发一体化、设计下单一体化和运营服务一体化推进效率提升。

图 27：公司启动“新价值链整装”模式及招商发布会


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品：软体+定制一体化设计生产突出融合终端呈现效果，套餐升级推动客单价进提升。

(1) 立足与传统定制差异化的配套优势，定制与软体融合打造特色的全屋系列。公司定制产品从创立品牌开始定位健康、零甲醛，同时主打时尚、极简、轻奢风格；在产品设计方面，顾家家居充分自身在定制和软体沙发、床、床垫产品上集研发、设计、生产、销售为一体的优势，软体+定制融合套餐的终端呈现效果方面风格更加统一、外观效果更佳。

(2) 全屋定制套餐持续升级，大家居战略下，客单价有望进一步提升。2021 年顾家家居在 315 大促上发布 35600 元“半价定制轻奢”套餐，利用顾家软体优势，推出顾家全屋定制+顾家软体家居的套餐组合，区别于传统定制套餐，避开了传统定制的“价格战”、“无醛战”。2022 年 2 月，发布“新一代全屋定制+”战略升级，以软体柜类双专业，推出全自制不拼凑的 49800 全屋套餐，包含 22 m²的全屋定制柜类（不含橱柜）+10 件软体家居（包括沙发、茶几、一桌四椅、床和床垫）+配件包（拉手、抽屉、挂衣杆等），相较 2021 年的“半价定制轻奢”套餐，该套餐进行软体+定制融合升级，聚焦于“全自制”、提升搭配效果。2022 年 4 月顾家家居推出 79800 整家高配轻奢套餐，包含 24 m²定制环保柜（满足主流户型，24 款花色可选）+价值 6 万元软体家居（包含真皮沙发、软床床垫、时尚茶几、餐桌椅）+价值 12999 元零增项豪华包（包含轻奢长拉手和进口铰链、衣通、抽屉、拉直器），套餐专注于打造一站式全域空间，进一步增强了定制和软体家居互相引流的效果，提升客单价。

图 28：2022 年 2 月推出全自制不拼凑的 49800 全屋套餐



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 29：2022 年 4 月顾家家居推出 79800 整家高配轻奢套餐



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

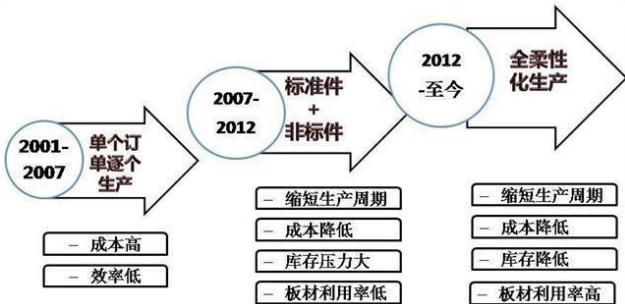
生产端：信息系统搭建、智能工厂打造柔性化生产能力，产能有序释放。

公司上线信息系统，打通了设计、下单、生产环节，具备一键下单以及一键检测功能，进一步简化设计师工作，在拆单环节，公司定制由信息系统自动解析完全取代，极大提升效率，工期由原来的 5-7 天缩短至可即时完成系统拆单和数据解析。智能生产方面，全自动柔性生产线极大提升了家居生产的灵活性和应变能力，缩短产品生产周期，有效提升生产效率，为定制产品落地打下基础。公司持续加大投入，2017 年-2021 年公司研发费用从 0.72 亿提高至 3.02 亿，研发费用率从 1.08% 提高至 1.65%。

产能方面，2018 年公司投建黄冈一期项目，2019 年公司投资 10 亿建设杭州江东基地，2021 年 Q1 开始投产，黄冈二期 2022 年 Q1 开始投产，目前公司拥有 3 个定制家居工厂。

图 30：顾家家居柔性封边产线


资料来源：今日家居，信达证券研发中心

图 31：定制家居生产柔性化特点显著（以索菲亚为例）


资料来源：索菲亚公司公告，信达证券研发中心

（二）床垫：卡位优质赛道，产品定位升级、拓展多元渠道

公司床垫收入从 2011 年的 0.89 亿元，提升至 2021 年的 33.38 亿元，呈现较快增长态势。产品定位方面，2019 年公司成立床垫中台之后产品力全面升级，产品定位中高端，主推深度睡眠理念，同时在弹簧、乳胶等拥有多个专利技术，通过设计更时尚、年轻化的产品吸引中高端用户，重点发力中端市场，同时推出多款高端产品，保持市场份额。渠道方面，依托门店拓展，2021 年床垫门店数达到 2673 家，在行业内处于领先地位。营销方面，多种形式提升品牌曝光度，成为杭州 2022 年第 19 届亚运会官方床垫独家供应商后，品牌影响力进一步提升。

图 32：公司软床及床垫收入及增速


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 33：公司研发“五感”睡眠系统升级客户体验


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

功能：供应链驱动产品升级。顾家家居 2012 年开始功能沙发业务，初期与“LAZBOY”进行合作，推出功能沙发品牌“顾家家居 LA-Z-BOY”，产品方面，持续进行优化，基于现代功能沙发的理念，推出极简轻奢风格产品以迎合消费者需求。功能沙发主要成本来自铁架，公司加大功能产品研发力度，提升自有铁架占比，公司功能沙发未来增长主要靠供应链改善驱动，随着供应链一体化推进，公司功能沙发有望凭借规模效应降低成本、提升生产效率，实现收入快速增长。

3.3 区域零售中心改革，数字化系统赋能门店

提升管理运营和资源使用效率，推进多品类融合、逐步走向大店，为高潜品类放量打下基础。公司在改革之前按照产品品类实行事业部的管理模式，逐渐建立起休闲产品、布艺产品、卧室产品、功能产品、集成产品、定制家居事业部，每个事业部单独运营，独立承担考核，事业部的模式对各产品线形成重要的激励机制，在从休闲沙发向多品类延伸过程中发挥了重要作用，但是随着公司渠道体系逐步扩张，事业部制度显现出改进空间：（1）经销商对接多个产品事业部，运营效率、资源利用率较低；（2）由于不同区域市场情况差异过大，营销策略相互割裂，形成统一的产品、营销策略难度增加，较难形成品类协同和扩大引流效应。

区域零售中心可以充分发挥主观能动性，独立指导区域内的营销活动。总部的一些资源和决策权力逐步下放，同时对各个零售中心的权责进行匹配，在大型的营销活动中，由总部制定整体策略，零售中心进行相应的调整优化，在招商开店、人员培训、产品营销等方面更加具有针对性，能够迅速地响应市场，因地制宜地使用各类的资源，提高资源的使用效率和运营效率，加强对经销商的服务赋能以及对终端的管理，最终实现对整个市场的精耕细作。

区域零售中心推动大店和综合店占比提升。区域零售中心将不同产品事业部进行合并，垂直对接经销商，提升经销商运营效率，减少不同品类协同的难度，集中更多资源在零售端进行门店升级，开更多大店和综合店，为品类融合提供载体，为定制、功能、床垫三大高潜品类的放量打下基础。

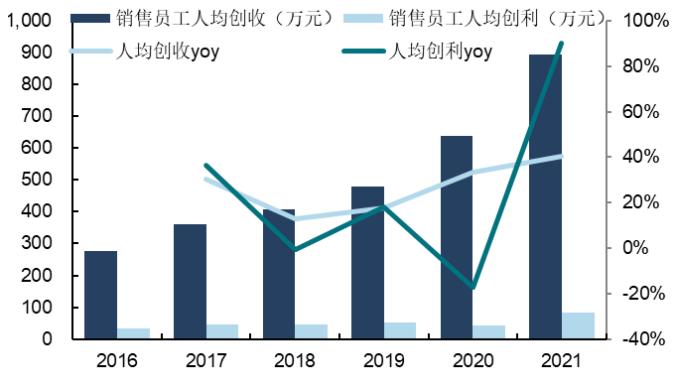
区域零售中心全方位赋能经销商，整合经销商职能、优化渠道成本，进一步提升渠道效率。由于家居行业中终端消费者购买的是产品+服务的组合，尤其对于定制家居服务环节所需成本占经销商总成本比重比其他消费品高，因此经销商所承担的职能和总成本超过其他消费品，经销商可以通过提高坪效来降低的单位租金、人工成本，其他职能如培训、营销、设计、仓储物流等职能均可以通过品牌公司层面进行统筹优化，打通信息流、供应链来提升渠道端的效率。区域零售中心成立的对经销商进行全面赋能，分担渠道端职能，是公司零售大家居战略的重要一环，零售中心对区域内进行整体规划；培训部对零售端的培训，包括店长、导购以及设计师培训；市场部为经销商进行营销策划；产品部产品部为门店产品进行市场调查和反馈；渠道部负责招商、开店；销售部对导购进行督导；承担费用激励销售人员，激励高毛利产品、客餐厅产品、高端睡眠等促销活动；为经销商输送职业经理人。区域零售中心赋能经销商带来单店收入和坪效的提升，同时促使渠道加价率下降、提升周转率。

图 34：公司 2012-2021 年存货周转情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 35：公司销售人均创收、人均创利稳步增加



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

通过数字化赋能零售，带动营销效率提升。通过数字化团队开发数字化系统，赋能经销商、门店、店长、导购，对从获客-成交-会员管理进行的全过程进行在线化和数字化，提升整体效率。数字化的功能包括：云、管、台，

(1) 云：数字化媒体的投放，比如抖音、公司微信公众号视频，通过新媒体矩阵，增强与用户的沟通，做厚潜客池，同时提升品牌曝光度。

(2) 管道：随着传统家居卖场遭遇分流，经销商开始主动营销引流，公司提出通过开发流量管道来赋能营销，总部搭建管道，将公域和私域流量自动转给线下门店导购，并跟踪转化率，完成流量的全国派转，提升流量的转化效果。

(3) 台：指工具的平台，工具包括顾家的图集、设计图、用户的实景图和视频，是私域建设的流量入口。

图 36：2021 年数字化营销为 816 精准引流



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：公司 2021 年 816 顾家全品日数字化成果



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测与投资评级

主要收入假设：考虑到公司多品类融合快速推进，以及新品类持续门店扩张，假设 2022-2024 年内销沙发分别同比增长 20%、15%、15%，床具分别同比增长 30%、25%、25%，定制家具分别同比增长 50%、30%、25%，假设 2022-2024 年外销收入分别同比增长 20%、18%、15%。综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 220.61 亿元、262.18 亿元、308.59 亿元，同比分别增长 20.3%、18.8%、17.7%。

毛利率和费用率假设：1) 考虑到公司内销已提价应对原材料成本上行压力，外销业务运营优化利润率修复，假设 2022-2024 年公司各项业务毛利率基本稳定，对应 2022-2024 年综合毛利率分别为 28.8%、29.5%、30.1%。2) 假设 2022-2024 年销售费用率、管理、研发费用率基本稳定。3) 假设 2022-2024 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 20.05 亿元、24.73 亿元、30.44 亿元，同比分别增长 20.5%、23.3%、23.1%。

表1：利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,094	12,666	18,342	22,061	26,218	30,859
%增长率	20.9%	14.2%	44.8%	20.3%	18.8%	17.7%
营业成本	7,226	8,870	13,048	15,715	18,487	21,569
%销售收入	65.1%	70.0%	71.1%	71.2%	70.5%	69.9%
毛利	3,867	3,796	5,294	6,346	7,731	9,290
%销售收入	34.9%	30.0%	28.9%	28.8%	29.5%	30.1%
销售费用	2,073	1,830	2,703	3,251	3,864	4,548
%销售收入	18.7%	14.4%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
管理费用	292	297	328	394	469	552
%销售收入	2.6%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	198	207	302	364	432	509
%销售收入	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用	104	132	72	54	59	73
%销售收入	0.9%	1.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	1,292	1,036	1,868	2,298	2,930	3,639
%增长率	11.5%	-19.8%	80.3%	23.0%	27.5%	24.2%
归属于母公司的净利润	1,161	845	1,664	2,005	2,473	3,044
净利率	10.5%	6.7%	9.1%	9.1%	9.4%	9.9%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

表2：分季度利润表财务指标

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	3,782	4,234	5,209	5,117	4,540
营业毛利	1,249	1,063	1,504	1,478	1,355
营业费用	681	444	733	845	666
管理费用	74	90	95	69	79
财务费用	-6	21	-7	63	13
投资收益	13	15	33	27	18
营业利润	434	449	602	383	507
归属母公司净利润	385	387	465	427	443
EPS (元)	0.61	0.61	0.74	0.67	0.70
主要比率					
毛利率	33.0%	25.1%	28.9%	28.9%	29.9%
营业费用率	18.0%	10.5%	14.1%	16.5%	14.7%
管理费用率	3.4%	3.7%	3.2%	3.4%	3.4%
营业利润率	11.5%	10.6%	11.6%	7.5%	11.2%
有效税率	27.2%	14.4%	22.0%	4.8%	20.0%
净利率	10.2%	9.4%	9.1%	8.6%	10.1%
YoY					
收入	65%	65%	41%	24%	20%
归属母公司净利润	26%	44%	7%	360%	15%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

随着消费者一站式购买需求增加，我们看好公司由软体行业龙头逐步向大家居领域龙头迈进，组织能力业内领先。近年持续深化零售渠道改革，融合大店模式下产品+渠道增长路径清晰。重视产品中台把握消费者需求，强化制造大后台效率提升，2022 年打造新价值链整装模式，软体+定制融合切入整装赛道，未来发展值得期待。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 20.05 亿元、24.73 亿元、30.44 亿元，同比分别增长 20.5%、23.3%、23.1%，目前（2022/7/1）股价对应 2022 年 PE 为 22.6x，维持“买入”评级。

表 3：可比公司 2022 年平均 PE 约 22.5 倍

公司名称	股价 2022/7/1	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
			2022E	2023E	22PE	23PE	
欧派家居	148.7	905.9	31.3	36.5	28.9	24.8	6.2
索菲亚	26.9	245.1	14.4	15.7	17.1	15.6	4.7
喜临门	36.3	140.8	7.0	8.4	20.2	16.8	4.3
慕思股份	47.7	190.8	8.0	9.7	23.8	19.7	4.6
平均					22.5	19.2	5.0
顾家家居	55.1	453.0	20.1	24.7	22.6	18.3	6.0

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：慕思股份为 Wind 一致预期，其他公司为信达证券研发中心预测

五、风险因素

市场竞争加剧的风险：在新房销售趋缓、疫情反复、出口存在不确定性等外部环境影响下，中小型家居制造商、品牌商从品牌、渠道、产品质量、服务、管理等多方面不具备与龙头企业竞争的能力，短期可能采取低价倾销策略，导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。另外，中国巨大的家居消费市场吸引了跨界者和国外软体家居厂商进入。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

原材料成本大幅上涨风险：原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,360	8,441	10,940	13,369	16,167
货币资金	2,241	3,198	4,812	6,353	8,179
应收票据	1	1	1	1	1
应收账款	1,108	1,697	2,042	2,354	2,687
预付账款	89	108	130	153	179
存货	1,871	2,441	2,930	3,449	4,025
其他	1,050	996	1,025	1,058	1,095
非流动资产	6,678	7,498	7,560	7,713	7,814
长期股权投资	18	31	31	31	31
固定资产(合计)	2,691	3,206	3,712	4,074	4,322
无形资产	733	832	832	832	832
其他	3,237	3,429	2,985	2,775	2,628
资产总计	13,038	15,939	18,501	21,081	23,981
流动负债	5,405	7,008	8,320	9,595	10,889
短期借款	233	469	614	671	612
应付票据	54	46	55	65	76
应付账款	1,489	1,989	2,396	2,819	3,289
其他	3,629	4,504	5,255	6,040	6,913
非流动负债	529	528	528	528	528
长期借款	400	0	0	0	0
其他	129	528	528	528	528
负债合计	5,934	7,536	8,848	10,123	11,418
少数股东权益	364	384	428	482	548
归属母公司股东权益	6,740	8,019	9,225	10,477	12,015
负债和股东权益	13,038	15,939	18,501	21,081	23,981

重要财务指标					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,666	18,342	22,061	26,218	30,859
同比 (%)	14.2%	44.8%	20.3%	18.8%	17.7%
归属母公司净利润	845	1,664	2,005	2,474	3,045
同比 (%)	-27.2%	96.9%	20.5%	23.4%	23.0%
毛利率 (%)	30.0%	28.9%	28.8%	29.5%	30.1%
ROE%	12.5%	20.8%	21.7%	23.6%	25.3%
EPS (摊薄)(元)	1.34	2.63	2.44	3.01	3.70
P/E	52.74	29.31	22.59	18.31	14.88
P/B	6.62	6.08	4.91	4.32	3.77
EV/EBITDA	25.02	20.50	16.19	12.46	9.69

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,666	18,342	22,061	26,218	30,859
营业成本	8,870	13,048	15,715	18,487	21,569
营业税金及附加		67	105	126	150
销售费用	1,830	2,703	3,251	3,864	4,548
管理费用	297	328	394	469	552
研发费用	207	302	364	432	509
财务费用	132	72	54	57	72
减值损失合计	-502	-10	-10	-10	-10
投资净收益	192	87	105	125	147
其他	83	6	47	58	70
营业利润	1,036	1,868	2,298	2,931	3,640
营业外收支	159	200	193	143	143
利润总额	1,195	2,068	2,491	3,075	3,783
所得税	328	367	443	546	672
净利润	867	1,701	2,049	2,528	3,111
少数股东损益	21	36	44	54	66
归属母公司净利润	845	1,664	2,005	2,474	3,045
EBITDA	1,722	2,297	2,603	3,264	4,004
EPS (当年)(元)	1.34	2.63	2.44	3.01	3.70

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	2,180	2,041	2,724	3,097	3,761
净利润	867	1,701	2,049	2,528	3,111
折旧摊销	253	443	393	448	499
财务费用	182	113	42	49	49
投资损失	-192	-87	-105	-125	-147
营运资金变动	646	-110	272	320	372
其它	426	-18	72	-124	-124
投资活动现金流	-1,444	-1,077	-403	-331	-309
资本支出	-1,075	-1,662	-406	-456	-456
长期投资	73	236	0	0	0
其他	-442	349	3	125	147
筹资活动现金流	-1,364	81	-706	-1,225	-1,625
吸收投资	1	2	190	0	0
借款	1,957	1,155	145	57	-59
支付利息或股息	-776	-556	-1,041	-1,282	-1,566
现金流净增加额	-720	979	1,614	1,541	1,827

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qi liyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。