开源证券

食品饮料/食品加工

顾家家居（603816.SH） 2022Q3 外贸拖累收入增速，盈利水平持续提升

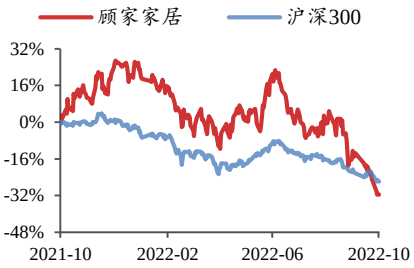
2022 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/28
当前股价(元)	31.32
一年最高最低(元)	80.20/31.10
总市值(亿元)	257.42
流通市值(亿元)	257.42
总股本(亿股)	8.22
流通股本(亿股)	8.22
近 3 个月换手率(%)	50.39

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022H1 营收韧性增长，高潜品类表现亮眼—公司信息更新报告》-2022.8.16

《引领计划即将靓丽收官，助商政策强化渠道优势—公司信息更新报告》-2022.6.13

《2021 全屋大家居持续推进，2022Q1 业绩逆势高增—公司信息更新报告》-2022.4.22

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）
zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790522030002

● 外贸下滑致收入增速短暂承压，渠道产品优势仍存，维持“买入”评级

2022Q1-Q3 实现营收 137.62 亿元（+4.06%），实现归母净利润 14.03 亿元（+13.35%），扣非归母净利润 12.81 亿元(+15.08%)。其中 2022Q3 实现营收 47.46 亿元（-8.89%），实现归母净利润 5.12 亿元（+10.08%），扣非归母净利润 5.00 亿元（+11.93%）。考虑海外通胀致外需疲软外加内需消费信心不足等因素，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 19.05/23.04/27.68 亿元(2022-2024 年原为 20.23/24.47/29.47 亿元),对应 EPS 为 2.32/2.80/3.37 元，当前股价对应 PE 为 13.5/11.2/9.3 倍，公司作为软体家居龙头兼具广渠道/多品类等核心竞争优势，看好其长期发展，维持“买入”评级。

● 内生业务稳健，渠道开拓稳步推进

2022 Q3 收入下滑主要受外贸收入下滑拖累，主因在于代收代付运费差异及并购业务拖累。分产品看，内贸我们预计功能沙发及床、床垫品类延续稳健增长态势。外贸预计床垫品类持续放量高速增长。分品牌看，天禧派凭借在下沉市场的积淀外加多品类拓展承接消费降级趋势，2022Q3 增速预计延续靓丽态势。Natuzzi 受益于华东疫情好转，自 6~7 月开始着力于渠道的拓张和活动的有序推进，预计 2022Q3 收入恢复正增长。渠道开拓方面，预计大店、综合店、单店等门店保持前期稳健的拓展节奏。

● 费用管控良好，盈利水平提升

2022Q3 毛利率 30.1%（+1.2pct）。2022Q3 期间费率 14.6%（-1.12pct），具体管理费率 1.9%（+0.03pct）、销售费率 14.7%（+0.68pct）（判断系 8.16 全民顾家日及百日冲刺等大型促销活动带来费用投入增加）、财务费率-2.0%（-1.83pct）。综合作用下 2022Q3 净利率 11.0%（+1.84pct）。2022Q3 应收账款及合同负债分别同比增加 1.08 亿元/减少 3.82 亿元，判断主要系疫情下对经销商授信帮扶，调整收款政策所致。现金流进一步改善，2022Q3 现金流净额 8.4 亿元，同比+52.3%。

● 风险提示：家居行业需求回暖不及预期、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	19,259	22,918	26,929
YOY(%)	14.2	44.8	5.0	19.0	17.5
归母净利润(百万元)	845	1,664	1,905	2,304	2,768
YOY(%)	-27.2	96.9	14.4	21.0	20.1
毛利率(%)	35.2	28.9	30.1	31.2	32.3
净利率(%)	6.7	9.1	9.9	10.1	10.3
ROE(%)	12.2	20.2	20.6	21.6	21.9
EPS(摊薄/元)	1.03	2.03	2.32	2.80	3.37
P/E(倍)	30.4	15.5	13.5	11.2	9.3
P/B(倍)	3.8	3.2	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6360	8441	8850	10600	11968
现金	2241	3198	3962	4219	5715
应收票据及应收账款	1109	1698	1803	1985	2256
其他应收款	112	145	124	196	181
预付账款	89	108	98	148	141
存货	1871	2441	2010	3201	2824
其他流动资产	938	851	851	851	851
非流动资产	6678	7498	7604	8315	8979
长期投资	18	31	56	81	107
固定资产	2691	3206	3383	4050	4718
无形资产	733	832	930	1039	1081
其他非流动资产	3237	3429	3235	3145	3073
资产总计	13038	15939	16454	18915	20948
流动负债	5405	7008	6387	7252	7307
短期借款	233	469	469	469	469
应付票据及应付账款	1543	2035	1658	2666	2334
其他流动负债	3629	4504	4261	4117	4505
非流动负债	529	528	539	644	681
长期借款	400	0	11	116	153
其他非流动负债	129	528	528	528	528
负债合计	5934	7536	6926	7896	7988
少数股东权益	364	384	439	511	585
股本	632	632	822	822	822
资本公积	3424	3750	3560	3560	3560
留存收益	3080	4166	5069	6103	7368
归属母公司股东权益	6740	8019	9089	10507	12374
负债和股东权益	13038	15939	16454	18915	20948

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2180	2041	2527	1961	3283
净利润	867	1701	1959	2377	2842
折旧摊销	253	302	280	330	395
财务费用	132	72	87	98	95
投资损失	-192	-87	-131	-181	-212
营运资金变动	625	-184	337	-656	167
其他经营现金流	496	237	-5	-6	-3
投资活动现金流	-1444	-1077	-250	-854	-843
资本支出	1078	1667	81	686	638
长期投资	84	236	-25	-27	-26
其他投资现金流	-282	826	-194	-194	-231
筹资活动现金流	-1364	81	-1512	-851	-944
短期借款	-54	235	0	0	0
长期借款	-911	-400	11	106	37
普通股增加	31	-0	190	0	0
资本公积增加	1220	325	-190	0	0
其他筹资现金流	-1649	-79	-1523	-957	-980
现金净增加额	-720	979	765	257	1496

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12666	18342	19259	22918	26929
营业成本	8206	13048	13468	15768	18231
营业税金及附加	67	105	130	143	162
营业费用	2494	2703	2619	3323	4093
管理费用	297	328	443	550	646
研发费用	207	302	318	378	444
财务费用	132	72	87	98	95
资产减值损失	-502	-10	0	0	0
其他收益	86	47	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	5	6	3
投资净收益	192	87	131	181	212
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1036	1868	2330	2846	3473
营业外收入	175	207	200	206	197
营业外支出	17	7	13	11	12
利润总额	1195	2068	2517	3040	3658
所得税	328	367	558	663	816
净利润	867	1701	1959	2377	2842
少数股东损益	21	36	55	73	74
归属母公司净利润	845	1664	1905	2304	2768
EBITDA	1421	2303	2719	3278	3936
EPS(元)	1.03	2.03	2.32	2.80	3.37

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	44.8	5.0	19.0	17.5
营业利润(%)	-19.8	80.3	24.7	22.1	22.0
归属于母公司净利润(%)	-27.2	96.9	14.4	21.0	20.1
获利能力					
毛利率(%)	35.2	28.9	30.1	31.2	32.3
净利率(%)	6.7	9.1	9.9	10.1	10.3
ROE(%)	12.2	20.2	20.6	21.6	21.9
ROIC(%)	11.3	17.2	18.9	19.9	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.5	47.3	42.1	41.7	38.1
净负债比率(%)	-20.7	-19.5	-31.5	-28.3	-35.2
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.3	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	11.9	13.1	11.0	12.1	12.7
应付账款周转率	5.8	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.03	2.03	2.32	2.80	3.37
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	2.48	3.07	2.39	3.99
每股净资产(最新摊薄)	8.20	9.76	11.06	12.78	15.06
估值比率					
P/E	30.4	15.5	13.5	11.2	9.3
P/B	3.8	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.8	10.4	8.3	6.9	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn