

外贸拖累致收入增速承压，静待海内外需求修复

投资要点

- **业绩摘要:** 2022年前三季度公司实现营收137.6亿元，同比+4.1%；实现归母净利润14亿元，同比+13.4%；实现扣非净利润12.8亿元，同比+15.1%。单季度来看，2022Q3公司实现营收47.5亿元，同比-8.9%；实现归母净利润5.1亿元，同比+10.1%；实现扣非后归母净利润5亿元，同比+11.9%。Q3受外贸下滑影响收入增速承压，盈利能力总体向好。
- **现金流环比改善，盈利能力显著修复。** 前三季度公司整体毛利率为29.3%，同比+0.5pp，其中2022Q3毛利率为30.1%，同比+1.2pp，随着大宗原材料边际下行，以及毛利率较高的内贸业务占比提升，毛利率总体企稳回升。费用率方面，公司销售费用率为14.9%，同比+0.8pp；财务费用率为-1.4%，同比-1.4pp，受益于人民币汇率贬值影响，公司外贸业务带来的汇兑收益增加，财务费用率同比下行。管理/研发费用率分别为1.8%/1.7%，同比-0.1pp/+0.2pp。综合来看，公司净利率为10.2%，同比+0.8pp；单Q3净利率为10.8%，同比+1.9pp，盈利能力显著修复。此外，公司单Q3经营性净现金流8.4亿元，同比+52.3%，现金流明显改善。
- **高潜品类仍保持良性增长，静待外销需求修复。** 分区域来看，Q3公司收入下滑主要受外贸拖累，内贸预计仍保持个位数正增长。外贸方面受基数较高及并购品牌表现不佳影响，表现增速承压。值得关注的是，去年起公司外贸业务中重点培育的自主品牌床垫业务仍保持高位数增长。内贸方面，公司高潜品类功能沙发、床类产品、定制产品仍保持稳健增长，抗风险能力较强。中长期来看，伴随国内疫情影响逐渐减弱，公司内销有望逐步修复。
- **渠道扩张稳步推进，大店和综合店态占比持续提升。** 渠道方面来看，公司三季度仍保持扩店节奏，系列店开店进度符合年初规划，大店及综合店占比进一步攀升；线上渠道也保持较快增长。展望后续，公司的店态升级与消费者一站式购物趋势契合，预计伴随线下消费场景回归常态，公司渠道布局优势有望逐步凸显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为2.28元、2.68元、3.19元，对应PE分别为14倍、12倍、10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	19707.85	23642.79	28025.28
增长率	44.81%	7.45%	19.97%	18.54%
归属母公司净利润(百万元)	1664.45	1870.62	2206.77	2624.72
增长率	96.87%	12.39%	17.97%	18.94%
每股收益EPS(元)	2.03	2.28	2.68	3.19
净资产收益率ROE	20.24%	19.42%	20.48%	21.59%
PE	16	14	12	10
PB	3.24	2.74	2.45	2.18

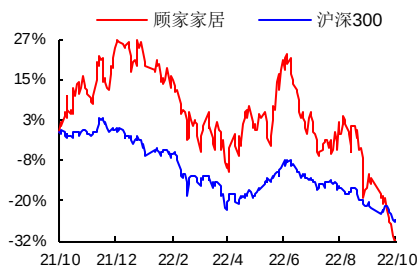
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@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)	8.22
流通A股(亿股)	8.22
52周内股价区间(元)	31.54-77.56
总市值(亿元)	259.47
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): 疫情扰动下彰显增长韧性, 盈利能力持续优化 (2022-08-16)
2. 顾家家居(603816): 盈利能力稳中向好, 内外销齐头并进 (2022-04-22)
3. 顾家家居(603816): 经营稳健业绩靓丽, 管理优势持续彰显 (2022-01-14)

关键假设：

假设 1：随着大宗原材料价格回落，海外产能爬坡，2022-2024 年沙发品类毛利率分别为 31%、31.5%、31.6%；

假设 2：床类产品随着海外自主品牌占比提升，毛利率改善，2022-2024 年床类产品毛利率分别为 33.5%、34%、34.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 1：公司分业务收入

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	18342.0	19,707.8	23,642.8	28,025.3
yoy	44.8%	7.4%	20.0%	18.5%
沙发类产品				
收入	9267.5	9730.9	11482.4	13319.6
yoy	44.5%	5%	18%	16%
床类产品				
收入	3337.6	3871.6	4800.8	5857.0
yoy	42.8%	16%	24%	22%
集成产品				
收入	3139.90	3077.1	3631.0	4284.6
yoy	41.1%	-2%	18%	18%
定制产品				
收入	660.26	792.3	1109.2	1530.7
yoy	44.8%	20%	40%	38%
信息技术服务				
收入	930.42	1209.5	1572.4	1965.5
yoy	48.6%	30%	30%	25%
红木家具				
收入	125.92	128.4	131.0	133.6
yoy	11.8%	2%	2%	2%
其他				
收入	880.4	898.0	915.9	934.2
yoy	77.6%	2%	2%	2%

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	19707.85	23642.79	28025.28	净利润	1700.73	1923.08	2268.12	2693.98
营业成本	13047.52	13904.05	16458.99	19353.76	折旧与摊销	302.24	412.69	470.63	529.46
营业税金及附加	105.17	114.86	135.02	193.37	财务费用	71.84	-174.42	133.99	171.83
销售费用	2703.10	2936.47	3499.13	4175.77	资产减值损失	-9.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	327.81	670.07	780.21	952.86	经营营运资本变动	-292.10	-2030.88	-363.35	-212.81
财务费用	71.84	-174.42	133.99	171.83	其他	267.61	13.14	-2.70	-5.29
资产减值损失	-9.69	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2040.64	143.61	2506.69	3177.18
投资收益	87.31	6.00	8.00	10.00	资本支出	-1169.20	-1110.00	-1060.00	-1010.00
公允价值变动损益	-2.47	-20.00	0.00	0.00	其他	92.38	78.78	-55.00	-55.00
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	-1031.22	-1115.00	-1065.00
营业利润	1867.81	2242.83	2643.45	3187.69	短期借款	235.36	2060.97	536.99	147.57
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	2434.31	2832.44	3379.41	股权融资	325.33	0.00	0.00	0.00
所得税	367.48	511.23	564.31	685.43	支付股利	-509.20	-952.26	-1096.40	-1289.07
净利润	1700.73	1923.08	2268.12	2693.98	其他	430.10	178.72	-73.99	-131.83
少数股东损益	36.28	52.46	61.36	69.27	筹资活动现金流净额	81.18	1237.42	-683.40	-1323.33
归属母公司股东净利润	1664.45	1870.62	2206.77	2624.72	现金流量净额	979.43	349.81	708.29	788.85
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	3547.41	4255.70	5044.55	成长能力				
应收和预付款项	1951.66	2076.81	2484.66	2954.03	销售收入增长率	44.81%	7.45%	19.97%	18.54%
存货	2441.04	2792.62	3232.49	3832.19	营业利润增长率	80.27%	20.08%	17.86%	20.59%
其他流动资产	850.72	710.28	745.82	785.41	净利润增长率	96.25%	13.07%	17.94%	18.78%
长期股权投资	31.30	56.30	84.30	114.30	EBITDA 增长率	57.79%	10.67%	30.91%	19.73%
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	4998.26	5683.36	6259.62	毛利率	28.87%	29.45%	30.38%	30.94%
无形资产和开发支出	1175.23	1091.81	1008.39	924.97	三费率	16.92%	17.41%	18.67%	18.91%
其他非流动资产	2086.26	2108.94	2131.63	2154.32	净利率	9.27%	9.76%	9.59%	9.61%
资产总计	15939.02	17382.43	19626.35	22069.39	ROE	20.24%	19.42%	20.48%	21.59%
短期借款	468.50	2529.47	3066.46	3214.03	ROA	10.67%	11.06%	11.56%	12.21%
应付和预收款项	2942.53	3758.24	4166.91	4935.45	ROIC	27.37%	19.56%	20.96%	22.06%
长期借款	0.00	-50.00	-100.00	-150.00	EBITDA/销售收入	12.22%	12.59%	13.74%	13.88%
其他负债	4124.92	1242.35	1418.88	1590.91	营运能力				
负债合计	7535.95	7480.06	8552.25	9590.39	总资产周转率	1.27	1.18	1.28	1.34
股本	632.26	821.89	821.89	821.89	固定资产周转率	6.22	5.63	5.79	6.07
资本公积	3749.80	3560.16	3560.16	3560.16	应收账款周转率	13.08	11.31	12.03	11.94
留存收益	4165.69	5084.04	6194.41	7530.05	存货周转率	6.03	5.29	5.45	5.46
归属母公司股东权益	8018.74	9465.58	10575.94	11911.58	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	436.80	498.16	567.42	资本结构				
股东权益合计	8403.07	9902.38	11074.09	12479.01	资产负债率	47.28%	43.03%	43.58%	43.46%
负债和股东权益合计	15939.02	17382.43	19626.35	22069.39	带息债务/总负债	6.22%	33.15%	34.69%	31.95%
					流动比率	1.20	1.32	1.34	1.40
					速动比率	0.86	0.92	0.94	0.97
					股利支付率	30.59%	50.91%	49.68%	49.11%
					每股指标				
					每股收益	2.03	2.28	2.68	3.19
					每股净资产	9.76	11.52	12.87	14.49
					每股经营现金	2.48	0.17	3.05	3.87
					每股股利	0.62	1.16	1.33	1.57
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2241.89	2481.09	3248.07	3888.99					
PE	15.59	13.87	11.76	9.89					
PB	3.24	2.74	2.45	2.18					
PS	1.41	1.32	1.10	0.93					
EV/EBITDA	6.84	9.01	6.80	5.49					
股息率	1.96%	3.67%	4.23%	4.97%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn