

顾家家居 (603816.SH)

2022 年净利润增长 9%，毛利率持续提升

买入

核心观点

2022 年收入小幅下滑，净利润稳步提升。 FY2022 营业收入 180.10 亿元，同比-1.81%；归母净利润 18.12 亿元，同比增长 8.87%；扣非归母净利润 15.44 亿元，同比增长 8.22%。在收入出现小幅下滑基础上，由于毛利率改善以及汇兑收益贡献，净利润稳步提升。

盈利能力有所提升，整体费用率较为稳定。 FY2022 毛利率为 30.8%，同比+2.0pp。销售费用率增幅较大，同比+1.7pp 至 16.4%；管理费用率与研发费用率基本持平；财务费用率同比下降与汇兑收益增加有关，财务费用-1.24 亿元，汇兑收益 1.62 亿元，2021 年汇兑收益为-0.57 亿元。营业利润率为 11.4%，同比+1.2pp；净利率 10.3%，同比+1.0pp。

2022 四季度：收入降幅扩大，净利润同比降幅较小，毛利率持续提升。FY2022Q4 实现营收 42.48 亿元，同比-17.0%；归母净利润 4.09 亿元，同比-4.1%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长-16.1%。毛利率大幅提升 6.8pp 至 35.7%，成本管控效果显著。

2023 一季度：收入降幅收窄，净利润承压，毛利率进一步提升。FY2023Q1 实现营业收入 39.53 亿元，同比-12.9%，若剔除玺堡业务剥离影响，收入下滑幅度进一步收窄；归母净利润 4.00 亿元，同比-9.7%；扣非归母净利润 3.40 亿元，同比-10.9%。毛利率同比增长 2.3pp 至 32.1%。

分品类看，高潜品类带动增长，其他品类收入下滑。 受益于全屋化发展，床类和定制家居业务作为高潜品类增速较快，分别同比增长 7%和 15%，其他产品均有不同程度下滑。家居类毛利率基本均有提升。沙发/床类产品/集成产品/定制家具毛利率同比分别提升 3.2/1.9/3.6/0.7pp。

分区域看，外贸上半年带动增长，下半年收入承压。 FY2022 内贸、外贸收入分别为 103.03 亿元和 70.34 亿元，同比分别-4%和+2%。内贸和外贸毛利率分别为 37.3%和 20.8%，同比分别提升 2.8pp 和 2.6pp。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好家居龙头稳健增长。 公司在疫情和地产链影响下高潜品类收入仍保持增长，盈利能力和经营性现金流不断改善，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。受 2022 年基数影响，小幅下调收入预测并基于毛利率改善上调净利润预测，预计 2023-2025 年的净利润分别为 20.76、24.40 和 28.28 亿元，维持“买入”评级，上调合理估值区间至 44.5~50.5 元，合理估值对应 2023 年 15-17x PE。

公司研究 · 财报点评

轻工制造 · 家居用品

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	44.50 - 50.50 元
收盘价	37.07 元
总市值/流通市值	30468/30468 百万元
52 周最高价/最低价	75.00/29.90 元
近 3 个月日均成交额	194.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《顾家家居 (603816.SH) - 第三季度收入下滑 8.9%，净利率环比提升》——2022-10-28

《顾家家居 (603816.SH) - 上半年业绩增长 15%，高潜品类带动增长》——2022-08-17

《顾家家居 (603816.SH) - 软体家具龙头四十年匠心不改，从区域走向全球》——2022-07-21

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,342	18,010	20,756	23,645	26,849
(+/-%)	44.8%	-1.8%	15.2%	13.9%	13.5%
净利润(百万元)	1664	1812	2076	2440	2828
(+/-%)	96.9%	8.9%	14.6%	17.5%	15.9%
每股收益(元)	2.63	2.20	2.53	2.97	3.44
EBIT Margin	10.1%	10.2%	11.2%	11.6%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	20.8%	20.4%	20.5%	21.1%	21.3%
市盈率 (PE)	14.1	16.8	14.7	12.5	10.8
EV/EBITDA	14.6	17.2	13.7	11.7	10.3
市净率 (PB)	2.92	3.43	3.01	2.63	2.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年收入小幅下滑，利润率提升带动净利润稳健增长

2022 年收入小幅下滑，净利润稳步提升。FY2022 营业收入 180.10 亿元，同比-1.81%；归母净利润 18.12 亿元，同比增长 8.87%；扣非归母净利润 15.44 亿元，同比增长 8.22%。在收入出现小幅下滑基础上，由于毛利率改善以及汇兑收益贡献，净利润稳步提升。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

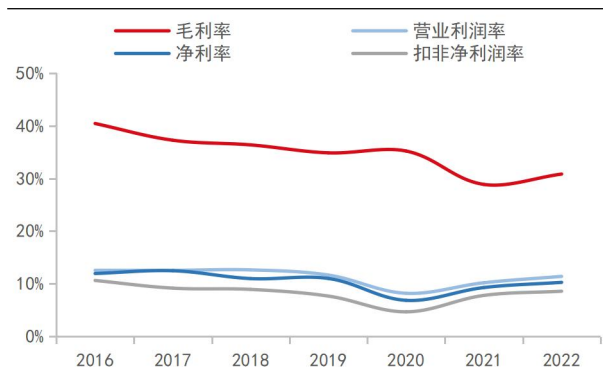
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

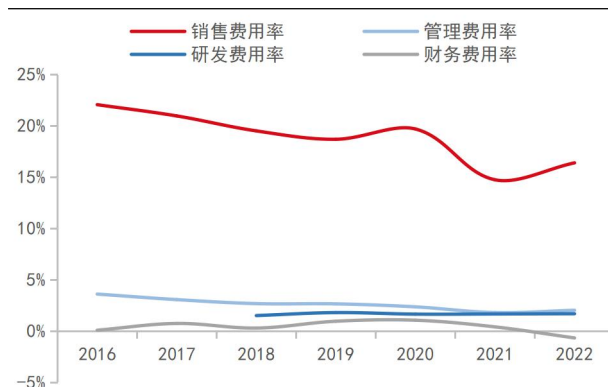
盈利能力有所提升，整体费用率较为稳定。FY2022 毛利率为 30.8%，同比+2.0pp。整体费用率维持稳定，其中销售费用率增幅较大，同比+1.7pp 至 16.4%；管理费用率同比+0.2pp 至 2.0%；研发费用率持平；财务费用率同比-1.1pp 至-0.7%，财务费用下降与汇兑收益增加有关，财务费用-1.24 亿元，汇兑收益 1.62 亿元，2021 年汇兑收益为-0.57 亿元。营业利润率为 11.4%，同比+1.2pp；净利率 10.3%，同比+1.0pp。

图3：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

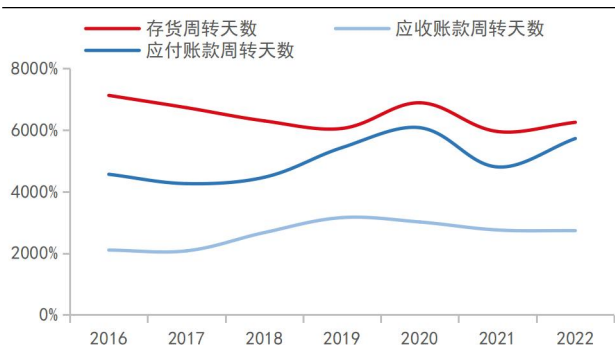
图4：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运效率进一步提升。FY2022 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 62/27/57 天，同比+3.0/-0.2/+9.2 天，净营业周期缩短 6.5 天。**经营性现金流充足。**FY2022 经营性净现金流 24.1 亿，同比+18.08%。

图5：公司存货应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 四季度收入降幅扩大，净利润同比下降幅度较小，毛利率持续提升。FY2022Q4 公司实现营业收入 42.48 亿元，同比-17.0%；归母净利润 4.09 亿元，同比-4.1%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长-16.1%。四季度收入下滑主要受外部疫情影响较大；毛利率大幅提升 6.8pp 至 35.7%，成本管控效果显著。

2023 一季度收入降幅收窄，净利润承压，毛利率进一步提升。FY2023Q1 公司实现营业收入 39.53 亿元，同比-12.9%，若剔除玺堡业务剥离影响，收入下滑幅度进一步收窄；归母净利润 4.00 亿元，同比-9.7%；扣非归母净利润 3.40 亿元，同比-10.9%。2023Q1 毛利率同比增长 2.3pp 至 32.1%。

图7：公司单季度营业收入及增速



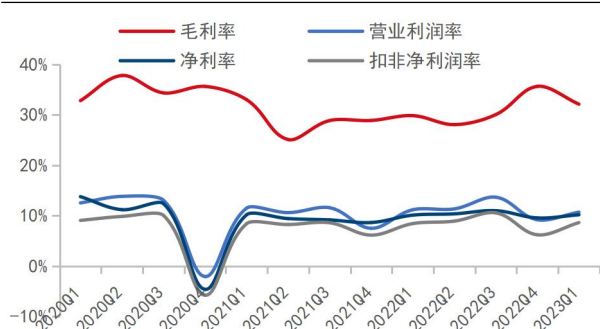
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度扣非归母净利润及增速



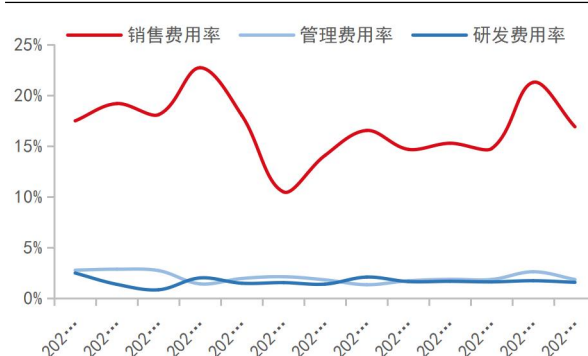
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，高潜品类带动增长，其他品类收入下滑。受益于全屋化发展，床类和定制家居业务作为高潜品类增速较快，分别同比增长7%和15%，其他产品均有不同程度下滑。**家居类毛利率基本均有提升。**沙发/床类产品/集成产品/定制家具毛利率同比分别提升3.2/1.9/3.6/0.7pp。

分区域看，外贸上半年带动增长，下半年收入承压。FY2022内贸、外贸收入分别为103.03亿元和70.34亿元，同比分别-4%和+2%。内贸和外贸毛利率分别为37.3%和20.8%，同比分别提升2.8pp和2.6pp。

表1：顾家家居分品类/区域收入及毛利率

	2019	2020	2021	2022	2022H1	2022H2
分产品	10,704.59	12,302.15	17,630.56	17,337.50	8,765.87	8,571.63
沙发	5,830.82	6,412.98	9,267.50	8,972.11	4,708.72	4,263.39
床类产品	1,952.84	2,338.03	3,337.60	3,557.32	1,722.87	1,834.45
集成产品	1,906.19	2,224.76	3,139.90	3,016.04	1,458.67	1,557.38
信息技术服务	405.27	625.92	930.42	824.41	411.36	413.05
定制家具	343.00	455.96	660.26	761.60	354.39	407.21
红木家具	143.21	112.65	125.92	70.14	39.94	30.20
YOY	23%	15%	43%	-2%	13%	-13%
沙发	13%	10%	45%	-3%	14%	-17%
床类产品	73%	20%	43%	7%	24%	-6%
集成产品	18%	17%	41%	-4%	5%	-11%
信息技术服务	22%	54%	49%	-11%	-3%	-19%
定制家具	62%	33%	45%	15%	21%	11%
红木家具	-9%	-21%	12%	-44%	-24%	-59%
毛利率	34.9%	35.2%	28.9%	30.8%	29.8%	34.3%
沙发	32.4%	32.6%	29.5%	32.8%	31.2%	34.5%
床类产品	35.1%	35.6%	33.2%	35.2%	34.4%	35.9%
集成产品	24.2%	24.2%	24.8%	28.4%	23.5%	32.9%
信息技术服务	87.6%	85.3%	86.6%	85.0%	80.4%	89.6%
定制家具	35.8%	35.8%	32.4%	33.1%	32.9%	33.2%
红木家具	25.3%	21.6%	29.7%	17.3%	17.0%	17.7%
分区域	10,704.59	12,302.15	17,630.56	17,337.50	8,765.87	8,571.63
境内	6,096.87	7,649.13	10,712.46	10,303.50	5,099.38	5,204.12
境外	4,607.72	4,653.02	6,918.11	7,034.00	3,666.48	3,367.52
YOY	23%	15%	43%	-2%	13%	-13%
境内	17%	25%	40%	-4%	6%	-12%
境外	32%	1%	49%	2%	24%	-15%
毛利率	34.9%	35.2%	28.9%	30.8%	29.8%	34.3%
境内	39.9%	40.1%	34.5%	37.3%	34.6%	39.9%
境外	24.8%	24.2%	18.1%	20.8%	19.9%	21.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好家居龙头稳健增长

公司在疫情和地产链影响下高潜品类收入仍保持增长，盈利能力和经营性现金流不断改善，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。顾家家居在家居领域深耕多年，具有市场领先地位，拥有完善多元的产品矩阵和渠道体系，同时享有高知名度和美誉度，生产技术和布局上也具备领先优势。从财务角度来看，盈利能力和营运效率都处于业内较高水平。未来通过渠道引流扩量，生产提质提效，品牌精准定位营销，渠道力、产品力、品牌力等核心竞争力有望进一步提升，进而提升公司市场份额和盈利能力。

受 2022 年基数影响，我们小幅下调 2023-2024 年的收入预测，同时基于毛利率持续改善，上调净利润预测。预计 2023-2025 年的收入分别为 207.56、236.45 和 268.49（前值为 223.79 和 255.27 亿元），同比增速 15.2%、13.9%、13.5%；预计 2023-2025 年的净利润分别为 20.76、24.40 和 28.28（前值为 20.3 和 23.8 亿元），同比增速 14.6%、17.5%、15.9%。维持“买入”评级，上调合理估值区间至 44.5~50.5 元（前值为 37~42 元），合理估值对应 2023 年 15-17x PE。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,342	18,010	20,756	23,645	26,849
(+/-%)	44.8%	-1.8%	15.2%	13.9%	13.5%
净利润(百万元)	1664	1812	2076	2440	2828
(+/-%)	96.9%	8.9%	14.6%	17.5%	15.9%
每股收益(元)	2.63	2.20	2.53	2.97	3.44
经营利润率	10.1%	10.2%	11.2%	11.6%	11.8%
净资产收益率(ROE)	20.8%	20.4%	20.5%	21.1%	21.3%
市盈率(PE)	14.1	16.8	14.7	12.5	10.8
EV/EBITDA	14.6	17.2	13.7	11.7	10.3
市净率(PB)	2.92	3.43	3.01	2.63	2.29

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603816	顾家家居	买入	36.9	2.7	2.2	2.5	2.9	13.9	16.9	14.9	12.7
同类公司											
603833	欧派家居	买入	112.7	4.4	4.4	5.2	6.0	25.6	25.6	21.8	18.9
603801	志邦家居	买入	31.9	1.6	1.7	2.0	2.4	19.7	18.5	15.9	13.4
001322	箭牌家居	买入	17.8	0.7	0.6	0.7	0.9	27.0	29.0	24.4	19.6
603195	公牛集团	买入	148.7	4.6	5.2	6.0	7.0	32.1	28.9	24.7	21.3
002572	索菲亚	买入	19.2	0.1	1.2	1.4	1.6	147.5	16.4	13.5	11.7
300616	尚品宅配	买入	21.3	0.5	0.7	1.1	1.3	47.4	29.3	20.3	16.2
603008	喜临门	买入	24.4	1.5	1.5	1.7	2.1	16.8	16.7	14.1	11.7
603208	江山欧派	增持	54.8	2.5	0.7	2.7	3.2	22.4	83.1	20.6	17.2
1999	敏华控股	无评级	5.8	0.5	0.7	0.8	0.9	12.6	8.7	7.2	6.8
603313	梦百合	无评级	9.9	-0.6	0.4	0.7	1.0	-17.3	27.6	14.0	6.8
603818	曲美家居	无评级	5.9	0.3	0.4	0.7	0.9	19.1	15.3	8.7	6.5
301061	匠心家居	无评级	30.3	4.6	2.6	2.8	3.5	6.6	11.7	10.7	8.6
603180	金牌厨柜	无评级	34.5	2.3	2.4	2.7	3.3	14.9	14.5	12.6	10.4
603898	好莱客	无评级	10.4	0.2	1.4	1.0	1.2	49.4	7.3	10.0	8.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3198	4398	4960	5686	7171	营业收入	18342	18010	20756	23645	26849
应收款项	1843	1434	1913	2146	2350	营业成本	13048	12457	14233	16205	18381
存货净额	2441	1883	2651	2799	3107	营业税金及附加	105	100	115	131	148
其他流动资产	274	351	381	416	496	销售费用	2703	2952	3334	3722	4183
流动资产合计	8441	8368	10207	11349	13426	管理费用	365	405	448	501	559
固定资产	4205	5071	5949	6828	7557	研发费用	302	301	344	388	436
无形资产及其他	832	876	841	806	771	财务费用	72	(124)	42	47	54
投资性房地产	2429	1757	1757	1757	1757	投资收益	87	47	54	62	70
长期股权投资	31	34	(35)	(52)	(80)	资产减值及公允价值变动	7	26	(29)	(33)	(37)
资产总计	15939	16106	18719	20687	23431	其他收入	41	112	77	83	89
短期借款及交易性金融负债	1073	1652	1000	1000	1000	营业利润	1868	2052	2402	2830	3284
应付款项	2035	2014	2368	2583	2968	营业外净收支	200	244	186	211	240
其他流动负债	3900	2953	4450	4561	5044	利润总额	2068	2296	2587	3041	3524
流动负债合计	7008	6619	7818	8144	9012	所得税费用	367	449	466	547	634
长期借款及应付债券	0	8	8	8	8	少数股东损益	36	36	45	53	62
其他长期负债	528	405	555	705	855	归属于母公司净利润	1664	1812	2076	2440	2828
长期负债合计	528	413	563	713	863	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7536	7032	8381	8857	9875	净利润	1664	1812	2076	2440	2828
少数股东权益	384	192	211	239	268	资产减值准备	(462)	0	18	9	9
股东权益	8019	8881	10127	11591	13288	折旧摊销	262	336	517	632	726
负债和股东权益总计	15939	16106	18719	20687	23431	公允价值变动损失	(7)	(26)	29	33	37
						财务费用	72	(124)	42	47	54
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	35	471	742	69	434
每股收益	2.63	2.20	2.53	2.97	3.44	其它	486	17	0	19	21
每股红利	0.88	1.13	1.01	1.19	1.38	经营活动现金流	1979	2611	3383	3201	4054
每股净资产	12.68	10.81	12.32	14.10	16.17	资本开支	0	(1186)	(1407)	(1517)	(1466)
ROIC	22%	18%	21%	23%	26%	其它投资现金流	80	383	0	0	0
ROE	21%	20%	21%	21%	21%	投资活动现金流	66	(805)	(1338)	(1499)	(1438)
毛利率	29%	31%	31%	31%	32%	权益性融资	(66)	6	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	11%	12%	12%	负债净变化	(400)	8	0	0	0
EBITDA Margin	12%	12%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(556)	(929)	(830)	(976)	(1131)
收入增长	45%	-2%	15%	14%	14%	其它融资现金流	890	1231	(652)	0	0
净利润增长率	97%	9%	15%	18%	16%	融资活动现金流	(1088)	(605)	(1482)	(976)	(1131)
资产负债率	50%	45%	46%	44%	43%	现金净变动	957	1200	562	726	1485
息率	1.8%	3.1%	2.7%	3.2%	3.7%	货币资金的期初余额	2241	3198	4398	4960	5686
P/E	14.1	16.8	14.7	12.5	10.8	货币资金的期末余额	3198	4398	4960	5686	7171
P/B	2.9	3.4	3.0	2.6	2.3	企业自由现金流	0	1101	1753	1426	2298
EV/EBITDA	14.6	17.2	13.7	11.7	10.3	权益自由现金流	0	2340	1107	1445	2326

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032