

## 渠道融合&amp;高潜品聚焦，持续成长性值得期待

2023 年 05 月 08 日

➤ **事件：**4 月 28 日，顾家家居发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 180.10/18.12/15.44 亿元，同比变动-1.81%/+8.87%/+8.22%，22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 42.48/4.09/2.63 亿元，同比下降 16.97%/4.14%/16.13%，23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 39.54/4.00/3.40 亿元，同比下降 12.92%/9.73%/10.90%。

➤ **定制家居保持较快增速，境外业务稳定增长：**2022 年沙发/床类产品/集成产品/定制分别实现收入 89.72/35.57/30.16/7.62 亿元，同比变动-3.19%/+6.58%/-3.94%/+15.35%，占比分别为 51.7%/20.5%/17.4%/4.4%，同比变动-0.8/+1.6/-0.4/+0.6pct。分地区看，22 年境内/境外分别实现收入 103.04/70.34 亿元，同比变动-3.8%/1.7%；其中内销承压主要受到疫情影响，影响拓店和产品迭代速度；截至 2022 年底顾家经销店/直销店分别为 6600/143 家，相比上年同期变动 296/-9 家。不过公司积极推进大店/融合店铺设，通过沙发和床及配套品连带率提升，我们预计客单值或稳步提升；同时公司发力定制产品，通过产能扩建（华中定制产能）、门店开设、设计服务团队搭建，2022 年定制家具逆势同比增长 15%至 7.62 亿元。

➤ **毛利率逆势增长，费用率稳定：**公司 22A/22Q4/23Q1 公司毛利率同比变动+1.97/+6.77/+2.28pct 至 30.83%/35.66%/32.13%，毛利率稳步上行主因规模效应显现叠加原材料价格下行。费用方面，22 年公司期间费用率 19.38% (+0.82pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 16.39%/2.01%/1.67%/-0.69%，同比变动+1.65/+0.22/+0.02/-1.08pct。22Q4 公司期间费用率 27.14% (5.94pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 21.26%/2.62%/1.74%/1.52%，同比变动+4.74/+1.27/-0.36/+0.28pct。23Q1 期间费用率 21.47% (+3.14pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 16.88%/1.86%/1.58%/1.14%，同比变动+2.22/+0.13/-0.07/+0.86pct。

➤ **渠道融合&高潜品聚焦，推动业绩稳步上行：**渠道发展方面，深化“1+N+X”的渠道发展战略，大力发展零售分销和代理分销业务，加速融合大店布局，充分利用融合店态优势，积极进驻购物中心等新渠道，全面推进整装渠道合作。产品方面：开展多品牌矩阵管理，主导品牌年轻化升级，达成品牌资产的持续沉淀，同时聚焦三大高潜品类（定制/床垫/功能沙发），持续贡献增长弹性。**内贸方面**，坚持结构性增长+运营型增长双轮驱动，打开渠道结构，拓宽增长边界，加大战略品类与高潜品类进攻力度，提升商品运营能力。**外贸方面**，坚持在提效中保持积极进攻态势，在改善经营质量的前提下实现规模的稳健增长。

➤ **投资建议：**我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.13/24.75/28.68 亿元，同增 16.6%/17.1%/15.9%，当前股价对应 PE 分别为 14/12/11X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**房地产复苏不及预期；大家居业务推进不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18,010	20,724	23,852	27,481
增长率 (%)	-1.8	15.1	15.1	15.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,812	2,113	2,475	2,868
增长率 (%)	8.9	16.6	17.1	15.9
每股收益 (元)	2.20	2.57	3.01	3.49
PE	17	14	12	11
PB	3.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

37.03 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

## 相关研究

1. 家居行业系列报告一：当政策底出现后，探究家居板块演绎-2023/01/03

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,010	20,724	23,852	27,481
营业成本	12,457	14,485	16,697	19,237
营业税金及附加	100	119	131	151
销售费用	2,952	3,088	3,468	3,971
管理费用	362	392	429	478
研发费用	301	342	393	440
EBIT	1,894	2,347	2,791	3,270
财务费用	-124	12	19	25
资产减值损失	-30	-9	-11	-12
投资收益	47	99	114	131
营业利润	2,052	2,425	2,875	3,364
营业外收支	244	200	200	200
利润总额	2,296	2,625	3,075	3,564
所得税	449	466	546	633
净利润	1,848	2,159	2,529	2,931
归属于母公司净利润	1,812	2,113	2,475	2,868
EBITDA	2,529	3,094	3,696	4,020

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,398	4,704	6,065	7,791
应收账款及票据	1,036	1,819	2,094	2,412
预付款项	130	116	134	154
存货	1,883	2,293	2,643	3,045
其他流动资产	922	675	492	519
流动资产合计	8,368	9,607	11,427	13,920
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	4,078	4,536	4,952	5,840
无形资产	876	1,029	1,016	1,010
非流动资产合计	7,738	8,704	9,045	9,500
资产合计	16,106	18,310	20,472	23,420
短期借款	1,479	1,479	1,479	1,479
应付账款及票据	2,014	1,865	2,150	2,477
其他流动负债	3,126	4,276	4,709	5,398
流动负债合计	6,619	7,621	8,338	9,355
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	405	351	326	568
非流动负债合计	413	359	334	576
负债合计	7,032	7,980	8,672	9,931
股本	822	822	822	822
少数股东权益	192	238	292	355
股东权益合计	9,074	10,330	11,800	13,490
负债和股东权益合计	16,106	18,310	20,472	23,420

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.81	15.06	15.10	15.21
EBIT 增长率	2.13	23.95	18.88	17.18
净利润增长率	8.87	16.58	17.15	15.89
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	30.83	30.10	30.00	30.00
净利率	10.06	10.19	10.38	10.44
总资产收益率 ROA	11.25	11.54	12.09	12.25
净资产收益率 ROE	20.40	20.93	21.51	21.84
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.26	1.26	1.37	1.49
速动比率	0.90	0.89	1.01	1.12
现金比率	0.66	0.62	0.73	0.83
资产负债率 (%)	43.66	43.58	42.36	42.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	20.99	32.00	32.00	32.00
存货周转天数	55.18	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	1.12	1.20	1.23	1.25
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.20	2.57	3.01	3.49
每股净资产	10.81	12.28	14.00	15.98
每股经营现金流	2.93	3.33	4.14	4.46
每股股利	1.11	1.29	1.51	1.75
<b>估值分析</b>				
PE	17	14	12	11
PB	3.4	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.06	8.92	7.05	6.11
股息收益率 (%)	3.00	3.48	4.08	4.73

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,848	2,159	2,529	2,931
折旧和摊销	635	747	905	750
营运资金变动	8	55	203	232
经营活动现金流	2,410	2,739	3,401	3,667
资本开支	-1,457	-1,596	-1,047	-1,005
投资	62	90	0	0
投资活动现金流	-848	-1,416	-726	-874
股权募资	6	-39	0	0
债务募资	779	-55	-191	242
筹资活动现金流	-389	-1,017	-1,314	-1,067
现金净流量	1,228	306	1,361	1,726

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026