

2023年05月10日
顾家家居(603816.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

家具

盈利能力持续修复， 内外销逐步复苏

■ **事件：**顾家家居发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告。2022 年公司实现营业收入 180.10 亿元，同比下降 1.81%；归母净利润 18.12 亿元，同比增长 8.87%；扣非后归母净利润 15.44 亿元，同比增长 8.22%。其中 22Q4 当季公司实现营业收入 42.48 亿元，同比下降 16.97%；归母净利润 4.09 亿元，同比下降 4.14%，扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比下降 16.13%。此外，23Q1 公司实现营业收入 39.54 亿元，同比下降 12.92%；归母净利润 4.00 亿元，同比下降 9.73%；扣非后归母净利润 3.40 亿元，同比下降 10.90%。

■ 床类、定制品类稳健增长，外销企稳回升有望加速修复

分品类看，2022 年公司沙发、床类产品、集成产品、定制产品分别实现营业收入 89.72/35.57/30.16/7.62 亿元，同比分别 -3.19%/+6.58%/-3.94%/+15.35%。公司不断深化高中低端产品矩阵布局，引进 FREE 智感弹簧并开发深睡之星科技版、深睡之星梦天版床垫，拉升产品势能，床垫品类实现稳健增长；同时，定制产品单品贡献值、新品贡献率同比上升，23 年公司将深耕样板间、家装流量，持续拓宽定制品类。分区域看，1) 2022 年内销实现收入 103.04 亿元，同比下滑 3.82%。其中，休闲品类新品贡献率同比提升，公司成功打造梦立方、深睡之星等大单品；2) 外销实现收入 70.34 亿元，同比增长 1.68%。公司外销功能品类聚焦美式过渡，同时加大中低端产品系列的进攻；固定系列坚持中高端差异化定位，并建立严格的新品上市标准管控、定期梳理及下市低效产品；OEM 资源投入聚焦战略国家的重点大客户和潜力新客户拓展。基地建设方面，公司越南基地完成越南餐椅工厂投产，逐步完善越南基地软体产品全品类生产能力，同时引入国内供方越南办厂，材料本土采购上升；22 年 6 月，墨西哥 Interpuerto 新基地自建项目开工，并持续推进研发本地化工作、本地化材料建设，未来外贸床垫业务有望加速放量。

■ “1+N+X”战略持续深化，实现多元化店态矩阵转型

公司坚持“1+N+X”的渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店/品类势能店的布局速度，渠道结构得到提升和优化，进一步构建了渠道势能。同时，公司整装渠道稳步推进，顾家星选店态持续拓展。目前总部层面已完成店态矩阵转型，未来四种店态：系列单店、综合店、场景融合店、融合大店，将长期共存，适配多种渠道场景、业务场景。2022 年末公司物理门店数量为 6743 家，同比 21 年末增加 287

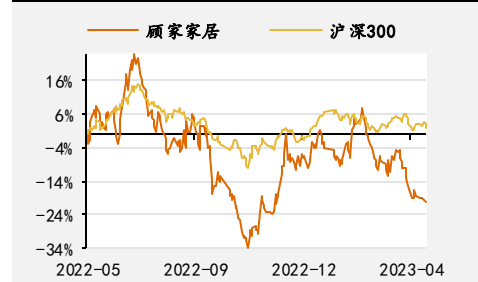
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **53.10 元**
股价 (2023-05-10) **36.27 元**

交易数据

总市值(百万元)	29,810.01
流通市值(百万元)	29,810.01
总股本(百万股)	821.89
流通股本(百万股)	821.89
12 个月价格区间	30.1/74.0 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.5	-13.2	-42.0
绝对收益	-16.2	-15.8	-40.0

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

剥离堡垒轻装上阵，聚焦内 部品牌运营	2022-12-15
22Q3 盈利表现靓丽，大家居 战略持续推进	2022-10-31

家。公司近年建设多个区域零售中心，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，并将仓储物流配送等环节标准化，提升服务标准化能力。

■ 降本效果显著推动盈利能力提升，期间费用管控良好

盈利能力方面，22 年公司综合毛利率为 30.83%，同比上升 1.96pct；22Q4 公司综合毛利率为 35.66%，同比上升 6.77pct；23Q1 公司综合毛利率为 32.13%，同比上升 2.28pct。期间费用方面，22 年期间费用率为 19.38%，同比上升 0.81pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.39%/3.68%/1.67%/-0.69%，同比分别 +1.65/+0.24/+0.02/-1.08pct。2022Q4 公司期间费用率为 27.14%，同比增长 5.94pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.26%/2.62%/1.74%/1.52%，同比分别 +4.74/+1.27/-0.36/+0.28pct。2023Q1 公司期间费用率为 21.47%，同比增长 3.14pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.88%/3.44%/1.58%/1.14%，同比分别 +2.22/+0.05/-0.07/+0.86pct。综合影响下，22 年公司净利率为 10.26%，同比增长 0.99pct。22 年 Q4 公司净利率为 9.54%，同比增长 0.91pct。2023Q1 公司净利率为 10.16%，同比增长 0.07pct。

■ **投资建议：**顾家家居管理团队优秀，软体+定制一体化发展优势渐显，区域零售中心改革成效渐显，高潜新品类强劲增长，未来发力提速可期。伴随行业格局优化，市占率有望进一步提升。我们预计顾家家居 2023-2025 年营业收入为 207.34、242.58、281.31 亿元，同比增长 15.12%、17.00%、15.97%；归母净利润为 20.96、25.45、30.18 亿元，同比增长 15.67%、21.42%、18.59%，对应 PE 为 14.3x、11.8x、9.9x，给予 23 年 21xPE，目标价 53.10 元，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**新渠道发展不如预期风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	18,342.0	18,010.4	20,734.5	24,258.6	28,132.1
净利润	1,664.5	1,812.0	2,096.0	2,545.0	3,018.0
每股收益(元)	2.03	2.20	2.55	3.10	3.67
每股净资产(元)	9.76	10.81	13.11	15.31	18.18

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	18.0	16.5	14.3	11.8	9.9
市净率(倍)	3.7	3.4	2.8	2.4	2.0
净利润率	9.1%	10.1%	10.1%	10.5%	10.7%
净资产收益率	20.8%	20.4%	19.4%	20.2%	20.2%
股息收益率	2.8%	0.0%	2.6%	2.5%	2.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,342.0	18,010.4	20,734.5	24,258.6	28,132.1	成长性					
减: 营业成本	13,047.5	12,457.5	14,383.2	16,562.0	18,980.6	营业收入增长率	44.8%	-1.8%	15.1%	17.0%	16.0%
营业税费	105.2	99.7	114.6	135.8	156.5	营业利润增长率	80.3%	9.9%	20.7%	23.3%	19.9%
销售费用	2,703.1	2,951.6	3,104.3	3,656.4	4,310.5	净利润增长率	96.9%	8.9%	15.7%	21.4%	18.6%
管理费用	327.8	362.1	424.5	472.6	563.2	EBITDA 增长率	-2.6%	0.7%	27.3%	24.1%	18.8%
研发费用	302.5	301.2	342.4	402.1	467.1	EBIT 增长率	-5.4%	-2.9%	30.7%	25.9%	19.7%
财务费用	71.8	-123.9	-51.8	24.3	42.2	NOPLAT 增长率	88.3%	-2.7%	22.5%	27.9%	19.9%
资产减值损失	-48.4	-48.6	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	52.0%	31.2%	-6.6%	-3.5%	38.8%
加: 公允价值变动收益	-2.5	-3.5	-0.4	-2.1	-2.0	净资产增长率	18.3%	8.0%	20.9%	16.8%	18.7%
投资和汇兑收益	87.3	47.2	109.0	100.0	100.0						
营业利润	1,867.8	2,052.0	2,475.8	3,053.2	3,659.9	利润率					
加: 营业外净收支	200.4	244.3	201.1	215.3	220.2	毛利率	28.9%	30.8%	30.6%	31.7%	32.5%
利润总额	2,068.2	2,296.3	2,677.0	3,268.5	3,880.2	营业利润率	10.2%	11.4%	11.9%	12.6%	13.0%
减: 所得税	367.5	448.8	578.0	687.4	826.9	净利润率	9.1%	10.1%	10.1%	10.5%	10.7%
净利润	1,664.5	1,812.0	2,096.0	2,545.0	3,018.0	EBITDA/营业收入	12.3%	12.6%	13.9%	14.8%	15.1%
						EBIT/营业收入	10.8%	10.7%	12.2%	13.1%	13.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	58	73	75	68	61
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-30	-27	-29	-32	-20
货币资金	3,197.6	4,398.0	6,258.5	7,805.2	8,338.2	流动资产周转天数	145	168	181	186	187
交易性金融资产	532.3	98.4	98.0	95.9	93.9	应收账款周转天数	30	33	34	31	35
应收账款	1,842.6	1,433.9	2,482.6	1,695.3	3,774.9	存货周转天数	42	43	44	42	40
应收票据	0.8	-	1.7	0.2	1.7	总资产周转天数	284	320	323	313	296
预付账款	108.3	129.6	110.1	170.7	140.4	投资资本周转天数	57	81	77	63	63
存货	2,441.0	1,883.3	3,198.6	2,493.0	3,833.8						
其他流动资产	318.5	424.8	305.5	349.6	360.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.8%	20.4%	19.4%	20.2%	20.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.7%	11.5%	10.0%	12.2%	12.1%
长期股权投资	31.3	33.5	33.5	33.5	33.5	ROIC	69.1%	44.2%	41.3%	56.5%	70.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,205.6	4,077.6	4,509.2	4,671.7	4,881.2	销售费用率	14.7%	16.4%	15.0%	15.1%	15.3%
在建工程	999.6	993.6	993.6	993.6	993.6	管理费用率	1.8%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%
无形资产	832.3	875.8	832.0	788.2	744.4	研发费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	2,429.2	1,757.2	2,245.0	2,038.4	1,955.0	财务费用率	0.4%	-0.7%	-0.3%	0.1%	0.2%
资产总额	15,939.0	16,105.6	21,068.3	21,135.2	25,150.6	四费/营业收入	18.6%	19.4%	18.4%	18.8%	19.1%
短期债务	468.5	1,479.5	1,428.5	748.5	498.5	偿债能力					
应付账款	2,348.9	2,487.6	3,225.7	2,710.8	4,143.3	资产负债率	47.3%	43.7%	47.9%	39.4%	39.5%
应付票据	45.8	43.8	68.1	56.9	80.2	负债权益比	89.7%	77.5%	92.0%	64.9%	65.4%
其他流动负债	4,144.5	2,608.4	5,018.0	4,373.1	4,825.0	流动比率	1.20	1.26	1.28	1.60	1.73
长期借款	-	8.0	-	-	-	速动比率	0.86	0.98	0.95	1.28	1.33
其他非流动负债	528.2	404.8	354.0	429.0	395.9	利息保障倍数	27.69	-15.58	-48.69	130.98	90.10
负债总额	7,535.9	7,032.1	10,094.3	8,318.3	9,942.9	分红指标					
少数股东权益	384.3	192.2	194.9	230.4	264.8	DPS(元)	1.02	-	0.94	0.90	0.81
股本	632.3	821.9	821.9	821.9	821.9	分红比率	50.1%	0.0%	36.8%	29.0%	21.9%
留存收益	7,915.5	8,632.6	9,957.2	11,764.7	14,120.9	股息收益率	2.8%	0.0%	2.6%	2.5%	2.2%
股东权益	8,403.1	9,073.5	10,974.0	12,817.0	15,207.7						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,700.7	1,847.6	2,096.0	2,545.0	3,018.0
						加: 折旧和摊销	302.2	411.5	362.6	404.8	454.8
						资产减值准备	48.4	48.6	-	-	-
						公允价值变动损失	2.5	3.5	-0.4	-2.1	-2.0
						财务费用	112.7	-72.8	-51.8	24.3	42.2
						投资收益	-87.3	-47.2	-109.0	-100.0	-100.0
						少数股东损益	36.3	35.5	2.9	36.1	35.2
						营运资金的变动	1,294.7	-612.1	198.8	476.3	-1,358.7
						经营活动产生现金流量	2,040.6	2,409.5	2,499.1	3,384.3	2,089.5
						投资活动产生现金流量	-1,076.8	-847.8	-555.9	-458.8	-518.4
						融资活动产生现金流量	81.2	-389.3	-82.7	-1,378.8	-1,038.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.03	2.20	2.55	3.10	3.67
						BVPS(元)	9.76	10.81	13.11	15.31	18.18
						PE(X)	18.0	16.5	14.3	11.8	9.9
						PB(X)	3.7	3.4	2.8	2.4	2.0
						P/FCF	37.2	22.9	12.2	14.4	27.8
						P/S	1.6	1.7	1.4	1.2	1.1
						EV/EBITDA	19.7	13.6	8.1	6.0	4.9
						CAGR(%)	14.9%	18.2%	34.3%	14.9%	18.2%
						PEG	1.2	0.9	0.4	0.8	0.5
						ROIC/WACC	11.0	7.0	6.6	9.0	11.1
						REP	1.2	1.0	0.8	0.6	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

- 买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;
- 增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;
- 中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;
- 减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);
- 卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034