

# 顾家家居 (603816)

证券研究报告

2023年05月06日

## 深化用户型数字型全屋型战略

### Q1 终端需求向好，展望全年充满信心。

23Q1 收入 39.5 亿，同减 12.9%，22 年出售玺堡，收入增速收窄。归母净利 4.0 亿，同减 9.7%，扣非归母净利 3.4 亿，同减 10.9%，归母净利率 10.1%，同增 0.3pct。23Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.5 亿元，去年同期为 -5.3 亿元，现金流持续向好。

22 年收入 180.1 亿，同减 1.8%，归母净利 18.1 亿，同增 8.9%，扣非归母净利 15.4 亿，同增 8.0%，归母净利率 10.1%，同增 1.0pct，盈利能力稳中有升，经营韧性凸显。其中 22 年公司以 1.6 亿出售玺堡 51% 股权，业绩承诺补偿 5000 万元。

22Q4 收入 42.5 亿，同减 17.0%，受疫情影响，收入增长承压，Q4 归母净利 4.1 亿，同减 4.1%，扣非归母净利 2.6 亿，同减 16.1%，归母净利率 9.6%，同增 1.3pct。

### 完善产品矩阵提升产品力，全球化布局下外贸收入增加。

分产品，22 年沙发 89.7 亿，同减 3.2%，床类产品 35.6 亿，同增 6.6%，集成产品收入 30.2 亿，同减 3.9%，定制收入 7.6 亿，同增 15.4%。其中床类产品增速高于公司整体，“迈拓”功能沙发实现跨行业迁移运用，丰富应用领域。分渠道，22 年内销收入 103.0 亿，同减 3.8%，定制产品单品贡献值、新品贡献率同比上升，天禧派功能单品贡献值同比提升。外销收入 70.3 亿，同增 1.7%，功能外贸产品聚焦美式过渡，加大中低端产品系列进攻，外销规模稳定增长。

### 盈利能力稳中有升，外贸净利率如期提升，降本增效成果显著。

22 年毛利率为 30.8%，同增 1.9pct，Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率 29.9%/28.1%/30.1%/35.7%，其中 Q4 毛利率同增 6.8pct。23Q1 毛利率为 32.1%，同增 2.2pct。分产品，22 年沙发毛利率 32.8%，同增 3.2pct，床类产品毛利率为 35.2%，同增 1.9pct，集成产品毛利率为 28.4%，同增 3.6pct，定制毛利率为 33.1%，同增 0.7pct。分渠道，22 年内贸毛利率 37.3%，同增 2.8pct，外销毛利率 20.8%，同增 2.6pct。精细化管理效果显著，展望 23 年，我们预计伴随海外终端逐步去库存，越南、墨西哥工厂布局完善，生产效率优化，外贸有望进入稳增长区间，盈利能力更有望进一步提升。

### 坚持 1+X+N 渠道策略，优化渠道结构。

公司在全球拥有 6000 多家品牌专卖店，覆盖范围广，渠道优势突出。公司加快融合大店/品类势能店布局速度，巩固品类专业店优势，稳步推进整装渠道的发展，目前总部层面已完成店态矩阵转型，未来四种店态将有望实现协同互补。

### 22 年公司加大销售费用投放力度。

2022 年公司销售/管理/财务费用率为 16.4%/2.0%/-0.7%，分别同比变动 +1.7pct/+0.2pct/-1.1pct，23Q1 销售/管理/财务费用率财务费用率为 16.9%/1.9%/1.1%，同比分别变动 +2.2pct/+0.2pct/+0.8pct。

维持盈利预测，维持“买入”评级。看好公司作为国内软体龙头，前端强化区域零售中心协同作用，后端深化供应链变革提升产品力，零售端实力不断巩固；外贸伴随出口品类更加多元，海外工厂本土化运营生产效率优化，有望进一步打开增长空间。预计公司 23-25 年归母净利分别为 21.0/24.4/28.4 亿元，对应 PE 分别为 15X/12X/11X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；国内市场竞争加剧；经销网络管理风险等。

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 轻工制造/家居用品 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 37.03 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 821.89      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 821.89      |
| A 股总市值(百万元)   | 30,434.64   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 30,434.64   |
| 每股净资产(元)      | 11.26       |
| 资产负债率(%)      | 42.05       |
| 一年内最高/最低(元)   | 75.00/29.90 |

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《顾家家居-公司点评:拟以 1.61 亿出售玺堡家居 51% 股权，轻装上阵聚焦自有品牌，海外布局进一步优化》2022-12-16
- 《顾家家居-季报点评:Q3 盈利水平持续修复，经营性现金流净额同比+52%显著改善》2022-10-31
- 《顾家家居-公司点评:拟回购 3-6 亿元+高管增持，看好公司长远发展》2022-10-17

| 财务数据和估值       | 2021      | 2022      | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 18,341.95 | 18,010.45 | 20,875.54 | 24,052.08 | 27,786.51 |
| 增长率(%)        | 44.81     | (1.81)    | 15.91     | 15.22     | 15.53     |
| EBITDA(百万元)   | 2,515.21  | 2,549.28  | 2,862.97  | 3,338.62  | 3,852.93  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,664.45  | 1,812.05  | 2,099.18  | 2,440.81  | 2,840.70  |
| 增长率(%)        | 96.87     | 8.87      | 15.85     | 16.27     | 16.38     |
| EPS(元/股)      | 2.03      | 2.20      | 2.55      | 2.97      | 3.46      |
| 市盈率(P/E)      | 18.29     | 16.80     | 14.50     | 12.47     | 10.71     |
| 市净率(P/B)      | 3.80      | 3.43      | 2.82      | 2.43      | 2.07      |
| 市销率(P/S)      | 1.66      | 1.69      | 1.46      | 1.27      | 1.10      |
| EV/EBITDA     | 17.60     | 12.09     | 8.61      | 6.59      | 5.53      |

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021             | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 3,197.60         | 4,397.95         | 4,759.00         | 7,661.01         | 8,331.92         |
| 应收票据及应收账款        | 1,698.18         | 1,035.52         | 2,251.02         | 118.98           | 2,618.99         |
| 预付账款             | 108.28           | 129.63           | 113.09           | 163.94           | 168.01           |
| 存货               | 2,441.04         | 1,883.29         | 3,093.86         | 2,460.55         | 4,084.02         |
| 其他               | 995.92           | 921.54           | 416.14           | 954.92           | 627.98           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8,441.03</b>  | <b>8,367.94</b>  | <b>10,633.11</b> | <b>11,359.39</b> | <b>15,830.92</b> |
| 长期股权投资           | 31.30            | 33.52            | 33.52            | 33.52            | 33.52            |
| 固定资产             | 3,205.57         | 4,077.65         | 4,469.84         | 4,907.93         | 5,475.26         |
| 在建工程             | 999.65           | 993.58           | 1,034.87         | 987.89           | 910.31           |
| 无形资产             | 832.28           | 875.76           | 831.96           | 788.16           | 744.36           |
| 其他               | 2,429.21         | 1,757.18         | 2,245.03         | 2,038.38         | 1,954.97         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>7,497.99</b>  | <b>7,737.69</b>  | <b>8,615.21</b>  | <b>8,755.89</b>  | <b>9,118.42</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,939.02</b> | <b>16,105.63</b> | <b>19,248.32</b> | <b>20,115.28</b> | <b>24,949.34</b> |
| 短期借款             | 468.50           | 1,479.47         | 210.00           | 190.00           | 170.00           |
| 应付票据及应付账款        | 2,035.32         | 2,014.20         | 2,431.68         | 2,497.62         | 3,373.30         |
| 其他               | 2,106.50         | 1,594.43         | 4,850.04         | 3,845.89         | 5,623.04         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4,610.32</b>  | <b>5,088.10</b>  | <b>7,491.72</b>  | <b>6,533.52</b>  | <b>9,166.34</b>  |
| 长期借款             | 0.00             | 8.00             | 400.00           | 380.00           | 350.00           |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 528.18           | 404.79           | 353.98           | 428.98           | 395.92           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>528.18</b>    | <b>412.79</b>    | <b>753.98</b>    | <b>808.98</b>    | <b>745.92</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,535.95</b>  | <b>7,032.10</b>  | <b>8,245.70</b>  | <b>7,342.50</b>  | <b>9,912.26</b>  |
| 少数股东权益           | 384.34           | 192.17           | 221.54           | 258.25           | 304.75           |
| 股本               | 632.26           | 821.89           | 821.89           | 821.89           | 821.89           |
| 资本公积             | 3,749.80         | 3,560.09         | 3,560.09         | 3,560.09         | 3,560.09         |
| 留存收益             | 4,165.69         | 5,072.48         | 6,399.10         | 8,132.55         | 10,350.35        |
| 其他               | (529.01)         | (573.10)         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>8,403.07</b>  | <b>9,073.53</b>  | <b>11,002.62</b> | <b>12,772.78</b> | <b>15,037.09</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>15,939.02</b> | <b>16,105.63</b> | <b>19,248.32</b> | <b>20,115.28</b> | <b>24,949.34</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2021              | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 1,700.73          | 1,847.57        | 2,099.18        | 2,440.81        | 2,840.70        |
| 折旧摊销           | 302.24            | 411.52          | 410.33          | 452.68          | 504.06          |
| 财务费用           | 112.72            | (72.85)         | (65.76)         | (60.70)         | (112.87)        |
| 投资损失           | (87.31)           | (47.18)         | (50.00)         | (50.00)         | (50.00)         |
| 营运资金变动         | 931.30            | 294.67          | (505.36)        | 1,494.70        | (1,012.98)      |
| 其它             | (919.04)          | (24.22)         | 46.46           | 51.69           | 59.57           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,040.64</b>   | <b>2,409.51</b> | <b>1,934.85</b> | <b>4,329.18</b> | <b>2,228.47</b> |
| 资本支出           | 1,121.49          | 1,353.79        | 850.81          | 725.00          | 983.06          |
| 长期投资           | 13.64             | 2.23            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (2,211.95)        | (2,203.86)      | (1,516.26)      | (1,514.55)      | (1,884.88)      |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,076.82)</b> | <b>(847.84)</b> | <b>(665.44)</b> | <b>(789.56)</b> | <b>(901.81)</b> |
| 债权融资           | 267.20            | 710.96          | (691.80)        | 84.73           | (19.79)         |
| 股权融资           | (641.37)          | (44.16)         | (216.55)        | (722.34)        | (635.96)        |
| 其他             | 455.35            | (1,056.06)      | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>81.18</b>      | <b>(389.26)</b> | <b>(908.35)</b> | <b>(637.61)</b> | <b>(655.75)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,045.00</b>   | <b>1,172.40</b> | <b>361.05</b>   | <b>2,902.01</b> | <b>670.91</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2021             | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>18,341.95</b> | <b>18,010.45</b> | <b>20,875.54</b> | <b>24,052.08</b> | <b>27,786.51</b> |
| 营业成本             | 13,047.52        | 12,457.45        | 14,086.89        | 16,162.83        | 18,625.05        |
| 营业税金及附加          | 105.17           | 99.72            | 115.40           | 134.68           | 154.35           |
| 销售费用             | 2,703.10         | 2,951.58         | 3,402.71         | 3,920.49         | 4,529.20         |
| 管理费用             | 327.81           | 362.08           | 438.39           | 505.09           | 583.52           |
| 研发费用             | 302.46           | 301.23           | 417.51           | 481.04           | 583.52           |
| 财务费用             | 71.84            | (123.89)         | (65.76)          | (60.70)          | (112.87)         |
| 资产/信用减值损失        | (48.41)          | (48.62)          | 5.00             | 5.00             | 5.00             |
| 公允价值变动收益         | (2.47)           | (3.49)           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 87.31            | 47.18            | 50.00            | 50.00            | 50.00            |
| 其他               | (120.19)         | (84.84)          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,867.81</b>  | <b>2,052.05</b>  | <b>2,535.40</b>  | <b>2,963.64</b>  | <b>3,478.74</b>  |
| 营业外收入            | 207.01           | 263.40           | 215.24           | 228.55           | 235.73           |
| 营业外支出            | 6.61             | 19.11            | 14.12            | 13.28            | 15.50            |
| <b>利润总额</b>      | <b>2,068.21</b>  | <b>2,296.33</b>  | <b>2,736.53</b>  | <b>3,178.91</b>  | <b>3,698.97</b>  |
| 所得税              | 367.48           | 448.77           | 590.89           | 686.41           | 798.70           |
| <b>净利润</b>       | <b>1,700.73</b>  | <b>1,847.57</b>  | <b>2,145.64</b>  | <b>2,492.50</b>  | <b>2,900.27</b>  |
| 少数股东损益           | 36.28            | 35.52            | 46.46            | 51.69            | 59.57            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,664.45</b>  | <b>1,812.05</b>  | <b>2,099.18</b>  | <b>2,440.81</b>  | <b>2,840.70</b>  |
| 每股收益(元)          | 2.03             | 2.20             | 2.55             | 2.97             | 3.46             |

  

| 主要财务比率         | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 44.81%  | -1.81%  | 15.91%  | 15.22%  | 15.53%  |
| 营业利润           | 80.27%  | 9.86%   | 23.55%  | 16.89%  | 17.38%  |
| 归属于母公司净利润      | 96.87%  | 8.87%   | 15.85%  | 16.27%  | 16.38%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 28.87%  | 30.83%  | 32.52%  | 32.80%  | 32.97%  |
| 净利率            | 9.07%   | 10.06%  | 10.06%  | 10.15%  | 10.22%  |
| ROE            | 20.76%  | 20.40%  | 19.47%  | 19.50%  | 19.28%  |
| ROIC           | 69.15%  | 44.24%  | 42.08%  | 45.44%  | 64.87%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 47.28%  | 43.66%  | 42.84%  | 36.50%  | 39.73%  |
| 净负债率           | -25.29% | -30.18% | -35.05% | -52.73% | -50.13% |
| 流动比率           | 1.20    | 1.26    | 1.42    | 1.74    | 1.73    |
| 速动比率           | 0.86    | 0.98    | 1.01    | 1.36    | 1.28    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 13.07   | 13.18   | 12.70   | 20.30   | 20.30   |
| 存货周转率          | 8.51    | 8.33    | 8.39    | 8.66    | 8.49    |
| 总资产周转率         | 1.27    | 1.12    | 1.18    | 1.22    | 1.23    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 2.03    | 2.20    | 2.55    | 2.97    | 3.46    |
| 每股经营现金流        | 2.48    | 2.93    | 2.35    | 5.27    | 2.71    |
| 每股净资产          | 9.76    | 10.81   | 13.12   | 15.23   | 17.92   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 18.29   | 16.80   | 14.50   | 12.47   | 10.71   |
| 市净率            | 3.80    | 3.43    | 2.82    | 2.43    | 2.07    |
| EV/EBITDA      | 17.60   | 12.09   | 8.61    | 6.59    | 5.53    |
| EV/EBIT        | 19.65   | 13.93   | 10.06   | 7.62    | 6.36    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |