

2022 年 09 月 23 日

顾家家居 (603816.SH)

高管增持彰显长期发展信心， 持续推荐软体大家居龙头

■事件：9 月 22 日，顾家家居发布公司高级管理人员增持公司股份计划的公告。公司高级管理人员廖强、刘春新、李云海或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划等拟以二级市场集中竞价方式增持 4500-9000 万元，增持价格不超过 75 元/股，增持期限为 12 个月内。

■公司核心高管持续增持，彰显公司发展信心

公司高级管理人员廖强先生、刘春新女士、李云海先生或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划等拟增持股份累计金额 4500-9000 万元，其中廖强先生、刘春新女士、李云海先生拟各增持 1500-3000 万元。截至 2022 年 9 月 22 日，廖强先生直接持有公司股票 647400 股，占公司总股本 0.08%；刘春新女士直接持有公司股票 942500 股，占公司总股本 0.11%；李云海先生直接持有公司股票 1065290 股，占公司总股本 0.13%。本次增持计划是公司 2022 年以来第二次公告高管增持计划，2022 年 9 月 8 日，李云海先生增持股份金额 500-1000 万元计划已实施完毕。公司高管持续增持彰显其对公司未来发展前景的信心以及对公司投资价值的认同，通过深度绑定公司和核心高管团队利益，有助于公司长远发展。

■22H1 高潜品类维持强势增长，内外销增速改善可期

在受到疫情扰动下，22H1 公司的沙发、床类、定制三大高潜品类经营韧性凸显，仍维持较快增速，分别实现收入 47.09、17.23、3.54 亿元，同比增长 14.37%/23.75%/20.65%。**内销**：1) 产品方面，公司持续丰富全屋家居产品矩阵，以满足一站购齐的消费需求。公司于 9 月 17 日通过“整体睡眠，深睡的三次方”发布会，引领行业提出整体睡眠解决方案，从“产品整”、“体验整”和“服务整”三大维度，针对不同人群分类提供优质的睡眠产品与服务。2) 渠道方面，公司坚持“1+N+X”的渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店布局速度，成立整装家装渠道拓展部，X 渠道探索进入实质性的业务发展阶段，公司通过研发细分客餐厅、卧室和融合空间，推动大家居战略布局。伴随金九银十家居消费旺季到来，叠加营销活动持续落地，公司订单有望加速恢复，下半年内销增长有望逐步改善。**外销**：22H1 公司针对北美核心客户推出高性价比功能产品以抢占市场份额，实现中低端系列成本持续下探，助力商超类业务快速发展。同时，公司持续深化全球化战略布局，对越南、墨西哥基地布局优化调整，有望持续受益行业集中度提升。

公司快报

证券研究报告

轻工家居

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**65.50 元**
 股价 (2022-09-22) **37.37 元**

交易数据

总市值 (百万元)	30,714.03
流通市值 (百万元)	30,714.03
总股本 (百万股)	821.89
流通股本 (百万股)	821.89
12 个月价格区间	39.50/77.56 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.33	-20.97	-3.66
绝对收益	-9.65	-26.7	-17.4

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
 luqsl@essence.com.cn

相关报告

顾家家居：22H1 业绩稳健符合预期，下半年内外销增长可期/罗乾生	2022-08-22
顾家家居：618 战绩靓丽彰显强大组织实力，大家居品类融合持续推进/罗乾生	2022-06-21
顾家家居：新价值链整装新征程，软体+定制融合驱动装企变革/罗乾生	2022-05-29
顾家家居：大家居品类融合加速推进，内外销共驱业绩持续成长/罗乾生	2022-04-24
顾家家居：经销商再次增持彰显信心，大家居品类融合持续推进/罗乾生	2022-03-04

■**投资建议：**公司管理团队优秀，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，下半年发力提速可期。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 2022-2024 年营业收入为 211.49、255.72、307.94 亿元，同比增长 15.30%、20.91%、20.42%；归母净利润为 20.06、24.41、29.54 亿元，同比增长 20.54%、21.68%、21.02%，对应 PE 为 15.3x、12.6x、10.4x，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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,666.0	18,342.0	21,149.0	25,572.0	30,794.0
净利润	845.5	1,664.5	2,006.3	2,441.4	2,954.4
每股收益(元)	1.03	2.03	2.44	2.97	3.59
每股净资产(元)	8.20	9.76	11.69	13.01	14.65

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	36.3	18.5	15.3	12.6	10.4
市净率(倍)	4.6	3.8	3.2	2.9	2.6
净利润率	6.7%	9.1%	9.5%	9.5%	9.6%
净资产收益率	12.5%	20.8%	20.9%	22.8%	24.5%

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,666.0	18,342.0	21,149.0	25,572.0	30,794.0	成长性					
减:营业成本	8,206.5	13,047.5	14,619.9	17,507.0	21,066.2	营业收入增长率	14.2%	44.8%	15.30%	20.91%	20.42%
营业税费	67.3	105.2	128.2	145.8	181.2	营业利润增长率	-19.8%	80.3%	26.8%	24.8%	22.2%
销售费用	2,493.8	2,703.1	3,126.9	3,898.7	4,645.3	净利润增长率	-27.2%	96.9%	20.54%	21.68%	21.02%
管理费用	297.0	327.8	477.0	544.4	633.5	EBITDA 增长率	48.0%	-2.6%	28.0%	21.1%	20.1%
研发费用	206.8	302.5	357.1	423.7	512.7	EBIT 增长率	50.5%	-5.4%	32.5%	23.1%	21.6%
财务费用	131.8	71.8	167.3	189.5	235.9	NOPLAT 增长率	-24.3%	88.3%	24.5%	25.0%	21.8%
资产减值损失	-510.4	-48.4	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	-15.9%	52.0%	-78.2%	400.3%	-52.1%
加:公允价值变动收益	4.9	-2.5	6.8	3.1	2.5	净资产增长率	12.7%	18.3%	18.9%	11.2%	12.5%
投资和汇兑收益	192.4	87.3	139.8	139.8	139.8						
营业利润	1,036.1	1,867.8	2,369.1	2,955.7	3,611.6	利润率					
加:营业外净收支	158.7	200.4	196.5	185.2	194.0	毛利率	35.2%	28.9%	30.9%	31.5%	31.6%
利润总额	1,194.8	2,068.2	2,565.6	3,140.9	3,805.7	营业利润率	8.2%	10.2%	11.2%	11.6%	11.7%
减:所得税	328.2	367.5	556.4	660.5	812.8	净利润率	6.7%	9.1%	9.5%	9.5%	9.6%
净利润	845.5	1,664.5	2,006.3	2,441.4	2,954.4	EBITDA/营业收入	18.3%	12.3%	13.6%	13.6%	13.6%
						EBIT/营业收入	16.6%	10.8%	12.5%	12.7%	12.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	65	58	53	41	31
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	-42	-30	-47	-35	-19
货币资金	2,240.8	3,197.6	7,109.5	4,947.1	8,521.2	流动资产周转天数	177	145	180	174	164
交易性金融资产	764.9	532.3	539.0	542.1	544.6	应收账款周转天数	34	30	33	32	32
应收账款	1,219.5	1,842.6	2,057.2	2,526.1	2,920.1	存货周转天数	45	42	44	44	42
应收票据	1.2	0.8	0.7	1.6	1.1	总资产周转天数	360	284	306	275	245
预付账款	88.6	108.3	116.6	163.4	162.9	投资资本周转天数	72	57	36	32	33
存货	1,871.3	2,441.0	2,670.5	3,529.6	3,733.2						
其他流动资产	173.4	318.5	230.7	240.9	263.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.5%	20.8%	20.9%	22.8%	24.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	10.7%	10.0%	13.0%	13.1%
长期股权投资	17.7	31.3	31.3	31.3	31.3						
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,690.6	3,205.6	3,000.4	2,795.2	2,590.0	销售费用率	19.7%	14.7%	14.8%	15.2%	15.1%
在建工程	368.9	999.6	999.6	999.6	999.6	管理费用率	2.3%	1.8%	2.3%	2.1%	2.1%
无形资产	733.2	832.3	792.4	752.5	712.7	研发费用率	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	2,867.9	2,429.2	2,496.6	2,524.2	2,419.4	财务费用率	1.0%	0.4%	0.8%	0.7%	0.8%
资产总额	13,038.0	15,939.0	20,044.6	19,053.6	22,899.4	四费/营业收入	24.7%	18.6%	19.5%	19.8%	19.6%
短期债务	233.1	468.5	-	-	-	偿债能力					
应付账款	2,172.8	2,348.9	4,327.5	3,273.3	5,415.6	资产负债率	45.5%	47.3%	50.1%	41.7%	45.4%
应付票据	54.1	45.8	137.5	39.2	173.5	负债权益比	83.5%	89.7%	100.6%	71.4%	83.1%
其他流动负债	2,944.9	4,144.5	5,037.7	4,225.6	4,312.2	流动比率	1.18	1.20	1.34	1.59	1.63
长期借款	400.4	-	-	-	-	速动比率	0.83	0.86	1.06	1.12	1.25
其他非流动负债	129.0	528.2	548.1	401.8	492.7	利息保障倍数	15.96	27.69	15.76	17.13	16.74
负债总额	5,934.3	7,535.9	10,050.8	7,939.9	10,394.0	分红指标					
少数股东权益	363.9	384.3	387.1	425.5	463.0	DPS(元)	0.62	1.02	1.38	1.65	1.95
股本	632.4	632.3	821.9	821.9	821.9	分红比率	60.3%	50.1%	56.7%	55.7%	54.2%
留存收益	6,504.2	7,915.5	8,784.8	9,866.4	11,220.5	股息收益率	1.7%	2.7%	3.7%	4.4%	5.2%
股东权益	7,103.7	8,403.1	9,993.7	11,113.8	12,505.4						
现金流量表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	866.6	1,700.7	2,006.3	2,441.4	2,954.4	EPS(元)	1.03	2.03	2.44	2.97	3.59
加:折旧和摊销	252.9	302.2	245.1	245.1	245.1	BVPS(元)	8.20	9.76	11.69	13.01	14.65
资产减值准备	510.4	48.4	-	-	-	PE(X)	36.3	18.5	15.3	12.6	10.4
公允价值变动损失	-4.9	2.5	6.8	3.1	2.5	PB(X)	4.6	3.8	3.2	2.9	2.6
财务费用	181.7	112.7	167.3	189.5	235.9	P/FCF	333.5	38.2	7.1	-38.7	6.1
投资损失	-192.4	-87.3	-139.8	-139.8	-139.8	P/S	2.4	1.7	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	21.2	36.3	2.9	39.0	38.4	EV/EBITDA	17.4	19.7	7.6	6.8	4.9
营运资金的变动	2,568.8	1,294.7	2,435.4	-3,329.7	1,848.7	CAGR(%)	42.0%	20.7%	18.1%	42.0%	20.7%
经营活动产生现金流量	2,180.4	2,040.6	4,724.0	-551.5	5,185.1	PEG	0.9	0.9	0.8	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-1,444.1	-1,076.8	227.6	116.8	112.4	ROIC/WACC	4.9	11.0	9.0	51.7	12.6
融资活动产生现金流量	-1,363.6	81.2	-1,039.7	-1,727.7	-1,723.4	REP	3.6	1.2	3.2	0.1	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 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。

■ 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。

■ 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 119 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