

公司研究

内外销持续发力，受益于产能加码，软体家居龙头稳步前行

——顾家家居（603816.SH）2021年三季度业绩点评

买入（维持）

当前价：61.15元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

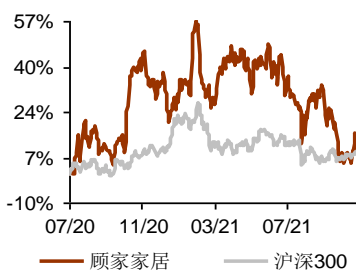
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.32
总市值(亿元)	387
一年最低/最高(元)	57.71/90.23
近3月换手率	32.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.04	-8.69	-11.21
绝对	0.72	-4.23	-4.58

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布2021年第三季度报告，2021年前三季度实现收入132.25亿元，同比增长54.78%，归母净利润12.38亿元，同比增长22.58%，扣非归母净利润11.13亿元，同比增长34.13%；单看21Q3，公司实现收入52.09亿元，同比增长41.42%，归母净利润4.65亿元，同比增长7.24%，扣非归母净利润4.47亿元，同比增长20.95%。

点评：

公司21Q3业绩符合我们的预期。公司的产品矩阵布局逐步完善，沙发品类贡献主要收入，同时借力多元化的渠道体系不断升级经营模式，逐步拓展了功能沙发、布艺沙发、软床、床垫、全屋定制等品类，是国内软体家居行业中门店最多、覆盖面最广的龙头。我们认为，随着核心产品的业绩不断提升，叠加销售规模增长和费用管控，公司未来业绩将有望持续兑现。

产能加码推动产品矩阵不断完善，员工持股绑定核心利益：公司积极推动“定制+软体家居一体化”，为消费者提供风格统一的拎包入住解决方案，大家居战略的不断深化确定了后续增长逻辑。21Q3期间公司发布公告称拟新建西南生产基地，以降低成本、深化家居全品类战略，项目整体达纲时预计实现营收约25亿元；拟在杭州市钱塘区建设生产基地，旨在实现家居生产全流程智能控制，项目整体达纲时预计实现营收约43.5亿元。我们认为，公司发展的核心驱动力在于品类的不断扩张，同时纵向扩充品牌以迎合消费者需求，积极把握顾家家居布局多品类战略和升级智能制造的契机，或将有进一步的提升空间。

内销增长兑现成长业绩，渠道深化扩充盈利来源：内销收入继续增长，21Q3公司继续推动1+N+X的渠道发展模式，并且产品的持续升级改善了内在结构，进一步贡献内销业绩。从零售布局看，门店持续扩张，加快区域零售中心拓展，软体+定制融合的方略进一步提升了平均客单价，电商业务加快布局拼多多、抖音等新渠道。我们认为，公司内销渠道不断深化，市场份额的提升有望进一步推动业绩增长。

外销复苏赋能公司发展，推动产品力不断提升：外销继续维持复苏状态，回顾21Q3，7/8/9月家具出口同比增长34.2%/29.7%/29.3%，在海外疫情加剧的背景下仍保持高速增长。公司在北美市场新增中低端产品结构平台，并借助小视频、产品建模、直播等多渠道强化产品推广，海外市场利润贡献不断提升。我们认为，随着海外疫情的扩散，消费者对居家必需品如沙发等的需求进一步提升，考虑到顾家家居在软体家居的龙头地位，外销业务景气度或将继续提高。

因外贸因素影响，毛利率有所下滑，同时现金流同比下降：3Q21公司毛利率为28.88%，同比下降5.49pct，除2021年起运费纳入成本计算外，我们推测公司代收运费及海运价格上涨对毛利率有所侵蚀。3Q21公司销售/管理费用率分别为14.07%/1.82%，同比下降4.00pct（或系运费纳入成本）/0.92pct，费率可控，将政府补助还原后3Q21公司净利率为10.22%，同比减少1.56pct。此外，3Q21公司经营性净现金流同比减少明显，主要为出口海运周转降低所致。

盈利预测、估值与评级：公司通过推动区域零售中心等商业模式调整以及全价值链多环节职能分离的组织调整，正式确立 3-5 年的上升发展期。长期来看，公司新建生产基地有望进一步释放产能，对未来业绩具有较强支撑作用。我们建议自下而上关注公司能力改善带来的发展，维持 21-23 年归母净利润预测 16.8/21.1/25.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：定制家居发展不及预期，地产销售大幅不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.47%	26.90%	22.30%
净利润 (百万元)	1,161	845	1,684	2,110	2,555
净利润增长率	17.37%	-27.19%	99.21%	25.26%	21.13%
EPS (元)	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.66%	12.54%	21.92%	24.46%	26.81%
P/E	32	46	23	18	15
P/B	6.2	5.7	5.0	4.5	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-27

注：公司 2019 年末总股本为 6.02 亿股，2020 年末总股本为 6.32 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业成本	7,226	8,206	10,235	13,008	15,909
折旧和摊销	166	210	142	166	191
税金及附加	79	67	84	107	131
销售费用	2,073	2,494	2,956	3,670	4,440
管理费用	292	297	366	464	567
研发费用	198	207	272	337	417
财务费用	104	132	37	80	113
投资收益	140	192	166	179	173
营业利润	1,292	1,036	2,196	2,801	3,407
利润总额	1,522	1,195	2,391	2,978	3,592
所得税	302	328	657	818	987
净利润	1,220	867	1,734	2,160	2,605
少数股东损益	59	21	50	50	50
归属母公司净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
EPS(元)	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,124	2,180	832	1,516	3,002
净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
折旧摊销	166	210	142	166	191
净营运资金增加	-495	-102	1,721	1,778	859
其他	1,292	1,227	-2,715	-2,537	-603
投资活动产生现金流	305	-1,444	583	-546	-427
净资本支出	-756	-1,075	-500	-500	-500
长期投资变化	239	18	0	0	0
其他资产变化	822	-387	1,083	-46	73
融资活动现金流	-1,046	-1,364	317	98	-1,450
股本变化	172	31	0	0	0
债务净变化	-93	-1,191	1,093	1,346	312
无息负债变化	563	1,166	-444	292	1,297
净现金流	1,383	-720	1,732	1,069	1,124

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.9%	35.2%	35.6%	35.5%	35.5%
EBITDA 率	13.3%	17.7%	14.0%	14.3%	14.4%
EBIT 率	11.4%	15.7%	13.1%	13.5%	13.7%
税前净利润率	13.7%	9.4%	15.0%	14.8%	14.6%
归母净利润率	10.5%	6.7%	10.6%	10.5%	10.4%
ROA	10.0%	6.6%	11.8%	12.5%	13.1%
ROE (摊薄)	19.7%	12.5%	21.9%	24.5%	26.8%
经营性 ROIC	18.3%	24.4%	19.0%	19.5%	21.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	46%	45%	47%	49%
流动比率	1.36	1.18	1.32	1.33	1.35
速动比率	1.08	0.83	0.98	1.00	1.00
归母权益/有息债务	3.07	9.19	4.21	2.72	2.74
有形资产/有息债务	5.42	15.84	7.27	5.02	5.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,260	13,038	14,681	17,311	19,876
货币资金	2,958	2,241	3,973	5,042	6,166
交易性金融资产	493	765	200	400	500
应收账款	1,012	1,108	1,513	1,921	2,349
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	146	112	0	0	0
存货	1,266	1,871	2,043	2,602	3,182
其他流动资产	183	173	173	173	173
流动资产合计	6,113	6,360	7,997	10,267	12,523
其他权益工具	1,766	1,735	1,735	1,735	1,735
长期股权投资	239	18	18	18	18
固定资产	1,854	1,854	2,100	2,341	2,571
在建工程	442	442	519	577	620
无形资产	755	733	719	704	690
商誉	827	343	343	343	343
其他非流动资产	11	862	862	862	862
非流动资产合计	6,147	6,678	6,684	7,044	7,353
总负债	5,959	5,934	6,583	8,221	9,830
短期借款	287	233	1,326	2,672	2,985
应付账款	1,280	1,489	1,835	2,346	2,861
应付票据	29	54	67	86	105
预收账款	1,492	0	1,069	678	1,244
其他流动负债	0	210	210	210	210
流动负债合计	4,498	5,405	6,054	7,692	9,301
长期借款	474	400	400	400	400
应付债券	837	0	0	0	0
其他非流动负债	21	129	129	129	129
非流动负债合计	1,462	529	529	529	529
股东权益	6,301	7,104	8,098	9,090	10,046
股本	602	632	632	632	632
公积金	2,596	3,815	3,815	3,815	3,815
未分配利润	2,512	2,689	3,633	4,575	5,481
归属母公司权益	5,906	6,740	7,684	8,626	9,532
少数股东权益	394	364	414	464	514

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.69%	19.69%	18.60%	18.20%	18.00%
管理费用率	2.63%	2.34%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.94%	1.04%	0.23%	0.39%	0.46%
研发费用率	1.78%	1.63%	1.71%	1.67%	1.69%
所得税率	20%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	1.17	1.85	2.61	2.96
每股经营现金流	3.53	3.45	1.32	2.40	4.75
每股净资产	9.81	10.66	12.15	13.64	15.07
每股销售收入	18.43	20.03	25.13	31.89	39.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	46	23	18	15
PB	6.2	5.7	5.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	27	18	18	15	12
股息率	1.7%	1.9%	3.0%	4.3%	4.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE