



买入(维持)

所属行业: 轻工制造
当前价格(元): 44.08

证券分析师

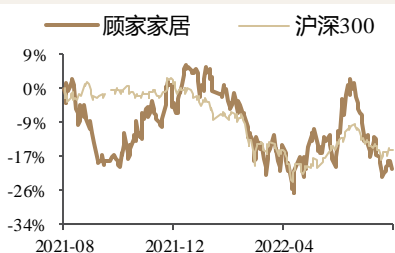
花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.54	-3.50	-6.60
相对涨幅(%)	-6.39	-2.63	-11.54

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《顾家家居(603816.SH): 三驾马车持续推进大家居战略布局》, 2022.8.3

顾家家居(603816.SH): “三驾马车”持续驱动业绩增长

投资要点

- 事件:** 顾家家居 2022H1 实现营收 90.16 亿元, 同比+12.47%, 实现归母净利润 8.91 亿元, 同比+15.32%, 实现扣非净利润 7.81 亿元, 同比+17.19%; 2022Q2 实现营收 44.76 亿元, 同比+5.71%, 实现归母净利润 4.48 亿元, 同比+15.53%, 实现扣非净利润 3.99 亿元, 同比+14.36%。
- 产品矩阵持续完善, 三大高潜品类持续驱动业绩高增。** **产品端:** 2022H1 公司沙发/床类产品/定制家具/集成产品/红木家具营收分别为 47.09/17.23/3.54/14.59/0.40 亿元, 同比 14.37%/23.75%/20.65%/4.86%/-24.15%, 三大高潜品类沙发、床垫、定制家具业务维持快速增长, 红木家具“东方荟”有所下滑, 2022 年公司与中国航天 ASES 达成合作, 研发“深睡之星”床垫, 持续扩充产品矩阵。 **费用端:** 2022H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 15%/1.8%/-1.1%/1.7%, 同比+0.9pct/-0.2pct/-1.3pct/+0.1pct, 公司整体费率维持稳定, 销售费率略有增加主要是广告宣传促销费及职工薪酬增长导致。 **毛利端:** 2022H1 公司沙发/床类产品/定制家具/集成产品/红木家具毛利率分别为 31.2%/34.4%/32.93%/23.54%/17%, 同比+0.67pct/+0.15pct/+0.76pct/+0.16pct/-7.19pct, 三大高潜品类毛利率均维持 30%+, 红木家具“东方荟”毛利率下降明显。
- 内销: 贯彻“1+N+X”渠道布局战略, 调整升级渠道结构布局, 构建渠道整体优势。** 2022H1 公司内销营收 50.99 亿, 同比+6.24%, 内销毛利率为 34.6%, 同比+0.81pct。2021 年公司拥有 6456 家门店, 其中 152 家直营店, 4463 家自有经销店和 1841 家其他品牌门店。公司设立区域零售中心有效提高区域经营效率, 推动公司从制造模式到零售型家居企业转变, 积极布局线下门店, 门店数量居软体家具行业首位。
- 外销: 海外产能布局有望推动境外业务持续增长。** 公司积极布局海外生产基地, 持续推进大客户策略, 优化出口产品结构, 搭建海外供应链体系, 提升海外基地本地化采购率。公司境外收入增长迅速, 2022H1 公司外贸营收 36.66 亿元, 同比+24.12%, 外贸毛利率为 19.87%, 同比+0.46pct。越南基地项目预计年产 50 万标准套家居, 兼具布局墨西哥自建基地项目, 通过推动管理本地化和材料本地化, 提高人效, 海外自产减少运输成本, 从而降低单套家具成本。公司于 21 年投建墨西哥工厂, 墨西哥制造基地探索 SPO 业务 21 天快交模式, 协同平台部门进行全流程拉通, 完成双仓库运营组织架构搭建。
- 盈利预测及投资建议:** 顾家全品类矩阵持续丰富, “三驾马车”驱动业绩高增, 公司坚持大家居发展战略, 渠道拓展持续推进, 定制家居产能建设稳步推进; 海外产能基地以及供应链服务持续完善, 外贸毛利率稳中有升。国内功能沙发市场增速高于传统沙发, 随着功能沙发渗透率逐渐增加, 公司沙发业务有望维持增长, 随着床类产品持续扩充, 顾家床垫业务预计持续增长, 此外定制业务逐渐成熟, 未来将成业绩持续增长重要驱动。预计 2022-2024 年公司实现营业收入 217.50/265.70/321.37 亿元, 同比 18.6%/22.2%/21.0%; 预计实现归母净利润 20.06/24.38/29.28 亿元, 同比 20.5%/21.5%/20.1%; 预期 EPS 分别为 2.44/2.97/3.56 元, 对应 PE 估值分别为 18.06/14.86/12.37X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料和海运价格波动; 新品类拓展不及预期; 渠道拓展不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	821.89		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	821.89	营业收入(百万元)	12,666	18,342	21,750	26,570	32,137
52 周内股价区间(元):	40.78-58.57	(+/-)YOY(%)	14.2%	44.8%	18.6%	22.2%	21.0%
总市值(百万元):	36,228.98	净利润(百万元)	845	1,664	2,006	2,438	2,928
总资产(百万元):	15,049.87	(+/-)YOY(%)	-27.2%	96.9%	20.5%	21.5%	20.1%
每股净资产(元):	9.78	全面摊薄 EPS(元)	1.03	2.03	2.44	2.97	3.56
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	30.0%	28.9%	28.9%	28.8%	28.8%
		净资产收益率(%)	12.5%	20.8%	21.8%	21.0%	20.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.65	2.44	2.97	3.56
每股净资产	12.68	11.18	14.15	17.71
每股经营现金流	3.23	3.94	3.06	5.05
每股股利	1.32	0.73	0.81	0.88
价值评估(倍)				
P/E	29.12	18.06	14.86	12.37
P/B	6.08	3.94	3.12	2.49
P/S	1.52	1.67	1.36	1.13
EV/EBITDA	20.50	12.30	10.00	7.74
股息率%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.9%	28.9%	28.8%	28.8%
净利润率	9.3%	9.4%	9.4%	9.3%
净资产收益率	20.8%	21.8%	21.0%	20.1%
资产回报率	10.4%	10.6%	10.6%	10.4%
投资回报率	15.4%	15.9%	15.8%	15.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	44.8%	18.6%	22.2%	21.0%
EBIT 增长率	26.2%	22.6%	21.0%	20.5%
净利润增长率	96.9%	20.5%	21.5%	20.1%
偿债能力指标				
资产负债率	47.3%	49.0%	47.1%	46.1%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	1.0
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.5	28.4	28.1	28.2
存货周转天数	59.5	60.9	60.4	60.6
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
固定资产周转率	5.7	5.9	6.5	7.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,664	2,006	2,438	2,928
少数股东损益	36	46	55	66
非现金支出	491	455	509	549
非经营收益	-41	-368	-381	-436
营运资金变动	-110	1,096	-106	1,044
经营活动现金流	2,041	3,235	2,515	4,150
资产	-1,662	-1,519	-1,720	-1,640
投资	236	-5	-11	-17
其他	349	179	188	240
投资活动现金流	-1,077	-1,345	-1,543	-1,417
债权募资	135	139	171	160
股权募资	2	-1	0	0
其他	-56	-856	-28	-34
融资活动现金流	81	-718	143	126
现金净流量	979	1,172	1,115	2,860

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18,342	21,750	26,570	32,137
营业成本	13,048	15,469	18,918	22,897
毛利率%	28.9%	28.9%	28.8%	28.8%
营业税金及附加	105	122	150	181
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	2,703	3,184	3,899	4,712
营业费用率%	14.7%	14.6%	14.7%	14.7%
管理费用	328	429	508	621
管理费用率%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%
研发费用	302	357	437	529
研发费用率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
EBIT	1,854	2,274	2,751	3,315
财务费用	72	62	43	26
财务费用率%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-10	-5	-3	-4
投资收益	87	179	188	240
营业利润	1,868	2,388	2,894	3,526
营业外收支	200	210	220	230
利润总额	2,068	2,598	3,114	3,756
EBITDA	2,297	2,724	3,257	3,860
所得税	367	546	620	762
有效所得税率%	17.8%	21.0%	19.9%	20.3%
少数股东损益	36	46	55	66
归属母公司所有者净利润	1,664	2,006	2,438	2,928

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,198	4,370	5,485	8,345
应收账款及应收票据	1,698	1,735	2,417	2,622
存货	2,441	2,791	3,559	4,147
其它流动资产	1,104	1,193	1,219	1,349
流动资产合计	8,441	10,089	12,679	16,463
长期股权投资	31	36	47	63
固定资产	3,206	3,692	4,108	4,489
在建工程	1,000	1,396	1,870	2,319
无形资产	832	891	963	1,031
非流动资产合计	7,498	8,778	10,221	11,559
资产总计	15,939	18,867	22,900	28,022
短期借款	469	607	779	939
应付票据及应付账款	2,035	2,451	2,936	3,624
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,504	5,661	6,544	7,823
流动负债合计	7,008	8,719	10,259	12,386
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	528	528	528	528
非流动负债合计	528	528	528	528
负债总计	7,536	9,247	10,787	12,915
实收资本	632	822	822	822
普通股股东权益	8,019	9,190	11,628	14,556
少数股东权益	384	430	485	551
负债和所有者权益合计	15,939	18,867	22,900	28,022

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。