

## 渠道稳步扩张, 内生外延突破百亿大关

### 投资要点

- **业绩总结:** 2019年公司实现营业收入110.9亿元, 同比增长21%; 实现归母净利润11.6亿元, 同比增加17.4%, 扣非后净利润8.5亿元, 同比增加3.8%。其中Q4单季度实现收入33.2亿元, 同比增长19.4%; 实现归母净利润2.4亿元, 同比增长19.7%, 扣非后净利润1.8亿元, 同比增长1.7%。2020年一季度公司实现营业收入22.9亿元, 同比减少7%; 实现归母净利润3.1亿元, 同比增加3.8%, 扣非后净利润2.1亿元, 同比增加5.6%, 业绩表现亮眼。
- **多品类协同发力, 运营能力保持优质。** 分品类看, 沙发实现营业收入58.3亿元, 增长13.4%, 占比52.6%; 软床及床垫在收购促进下实现营业收入19.5亿元, 增长72.5%, 占比17.6%; 配套产品增长18.4%, 占比17.2%; 定制家居增长61.7%。公司19年实现毛利率34.9%, 同比下降1.5pp, 其中沙发毛利率降低2.4pp, 床及床垫降低3.2pp, 主要是1) 收购品类毛利率偏低; 2) 贸易战使出口产品毛利率下滑; 3) 内销产品结构调整, 布艺、床垫等占比提升。期间费用方面, 19年四项费用率合计为24%, 同比上升了0.1pp, 主要是受外延并购影响, 财务费用上升较多, 管理和研发费用率合计为4.4%, 同比上升0.3pp; 财务费用率为0.94%, 同比增加0.7pp。公司依靠自身运营能力稳步提升, 销售费率为18.7%, 同比下降0.8pp。综合之下, 公司19年净利率10.5%, 小幅下滑0.3pp。19年公司经营性现金流净流入额为21.2亿元, 同比增长110.4%; 19年存货周转天数为60.5天, 同比缩短2.4天, 运营能力持续提升。总体来看公司的现金流好转, 存货周转率良性, 内部经营仍较优质。
- **渠道稳步扩张, 内生外延营收突破百亿大关。** 公司目前共有门店4800家, 在软体家居行业中门店数量最多、覆盖面最广。公司不断进行改革促进渠道建设, 全国配设多个区域零售中心, 精准掌握终端零售情况, 并将仓储物流配送等环节标准化, 提升服务标准化能力, 逐渐从制造型向零售型家居企业转型。19年公司实现内销收入61亿元, 同比增加17%, 实现外销收入46.1亿元, 同比增加31.7%, 继续保持强劲增长, 公司营收首次突破百亿大关。
- **高管及经销商增持, 公司核心利益进一步绑定。** 公司在19年12月和20年1月分别披露了高管和经销商增持股份的公告, 均计划增持1-2亿, 反映了公司核心利益体对公司发展前景的看好, 进一步绑定公司核心成员, 共谋长远发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年EPS分别为2.35元、2.77元、3.18元, 对应PE分别为17倍、15倍和13倍, 考虑到公司作为软体龙头, 业绩稳健增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险, 政府补贴不及预期的风险, 汇兑损益大幅波动的风险, 贸易战使公司美国市场销售波动的风险, 产能释放不及预期的风险。

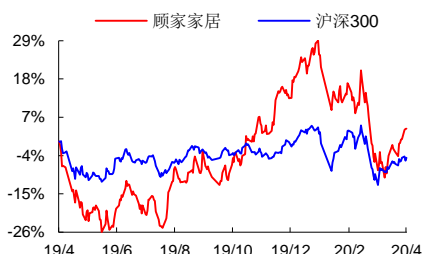
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11093.59	12992.34	15010.11	17245.17
增长率	20.95%	17.12%	15.53%	14.89%
归属母公司净利润(百万元)	1161.16	1415.67	1665.41	1915.62
增长率	17.37%	21.92%	17.64%	15.02%
每股收益EPS(元)	1.93	2.35	2.77	3.18
净资产收益率ROE	19.37%	20.77%	19.64%	18.43%
PE	21	17	15	13
PB	4.14	3.65	2.92	2.38

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
 执业证号: S1250517080002  
 电话: 023-67511807  
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.02
流通A股(亿股)	5.85
52周内股价区间(元)	28.13-54.21
总市值(亿元)	244.26
总资产(亿元)	112.54
每股净资产(元)	9.59

### 相关研究

1. 顾家家居(603816): 业绩表现稳定, 渠道与产能建设稳步推进 (2019-10-31)
2. 顾家家居(603816): 经营稳健, 盈利能力环比提升 (2019-08-15)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11093.59	12992.34	15010.11	17245.17	净利润	1220.45	1487.96	1750.45	2013.44
营业成本	7226.20	8561.30	9837.73	11249.24	折旧与摊销	207.23	171.92	188.83	202.04
营业税金及附加	79.20	92.76	107.16	123.12	财务费用	104.37	-30.46	-41.92	-63.08
销售费用	2073.16	2463.36	2832.31	3259.27	资产减值损失	-8.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	292.23	344.30	400.77	463.90	经营营运资本变动	827.18	-51.92	80.89	64.42
财务费用	104.37	-30.46	-41.92	-63.08	其他	-227.10	-154.33	-105.73	-121.93
资产减值损失	-8.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2124.14</b>	<b>1423.17</b>	<b>1872.53</b>	<b>2094.89</b>
投资收益	139.63	100.00	100.00	100.00	资本支出	-958.73	-116.00	-132.00	-148.00
公允价值变动损益	17.88	17.88	17.88	17.88	其他	1263.75	117.88	117.88	117.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>305.02</b>	<b>1.88</b>	<b>-14.12</b>	<b>-30.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>1291.87</b>	<b>1678.96</b>	<b>1991.93</b>	<b>2330.61</b>	短期借款	166.84	-286.96	0.00	0.00
其他非经营损益	230.30	206.92	214.72	212.12	长期借款	-592.79	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1522.17</b>	<b>1885.88</b>	<b>2206.65</b>	<b>2542.73</b>	股权融资	53.44	10.00	0.00	0.00
所得税	301.71	397.92	456.20	529.29	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1220.45	1487.96	1750.45	2013.44	其他	-673.17	-930.84	41.92	63.08
少数股东损益	59.29	72.29	85.04	97.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1045.68</b>	<b>-1207.81</b>	<b>41.92</b>	<b>63.08</b>
归属母公司股东净利润	1161.16	1415.67	1665.41	1915.62	<b>现金流量净额</b>	<b>1382.77</b>	<b>217.24</b>	<b>1900.33</b>	<b>2127.85</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2958.28	3175.53	5075.85	7203.71	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1195.88	1455.89	1668.92	1918.78	销售收入增长率	20.95%	17.12%	15.53%	14.89%
存货	1266.11	1892.55	2173.98	2615.17	营业利润增长率	11.53%	29.96%	18.64%	17.00%
其他流动资产	693.17	727.45	763.88	804.23	净利润增长率	21.25%	21.92%	17.64%	15.02%
长期股权投资	238.82	238.82	238.82	238.82	EBITDA 增长率	20.87%	13.53%	17.49%	15.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2295.99	2279.17	2261.25	2245.92	毛利率	34.86%	34.10%	34.46%	34.77%
无形资产和开发支出	1582.06	1557.56	1534.05	1511.55	三费率	22.26%	21.38%	21.26%	21.22%
其他非流动资产	2029.68	2023.07	2015.67	2007.47	净利率	11.00%	11.45%	11.66%	11.68%
<b>资产总计</b>	<b>12259.99</b>	<b>13350.04</b>	<b>15732.42</b>	<b>18545.64</b>	ROE	19.37%	20.77%	19.64%	18.43%
短期借款	286.96	0.00	0.00	0.00	ROA	9.95%	11.15%	11.13%	10.86%
应付和预收款项	3240.30	3743.04	4312.28	4930.26	ROIC	22.71%	25.59%	28.48%	31.28%
长期借款	474.47	474.47	474.47	474.47	EBITDA/销售收入	14.45%	14.01%	14.25%	14.32%
其他负债	1957.70	1969.26	2031.96	2213.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5959.43</b>	<b>6186.77</b>	<b>6818.71</b>	<b>7618.49</b>	总资产周转率	0.97	1.01	1.03	1.01
股本	601.81	601.81	601.81	601.81	固定资产周转率	6.70	6.70	7.29	8.19
资本公积	2204.64	2214.64	2214.64	2214.64	应收账款周转率	11.41	11.59	11.40	11.41
留存收益	2903.51	4319.18	5984.59	7900.22	存货周转率	5.68	5.11	4.65	4.53
归属母公司股东权益	5906.18	6696.60	8362.02	10277.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.04%	—	—	—
少数股东权益	394.37	466.66	551.70	649.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6300.55</b>	<b>7163.26</b>	<b>8913.72</b>	<b>10927.16</b>	资产负债率	48.61%	46.34%	43.34%	41.08%
负债和股东权益合计	12259.99	13350.04	15732.42	18545.64	带息债务/总负债	26.82%	21.20%	19.23%	17.21%
					流动比率	1.36	1.53	1.81	2.04
					速动比率	1.08	1.13	1.40	1.61
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.93	2.35	2.77	3.18
					每股净资产	9.81	11.13	13.89	17.08
					每股经营现金	3.53	2.36	3.11	3.48
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1603.47	1820.42	2138.84	2469.57					
PE	21.04	17.26	14.67	12.75					
PB	4.14	3.65	2.92	2.38					
PS	2.20	1.88	1.63	1.42					
EV/EBITDA	13.11	11.09	8.55	6.55					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与-20%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn