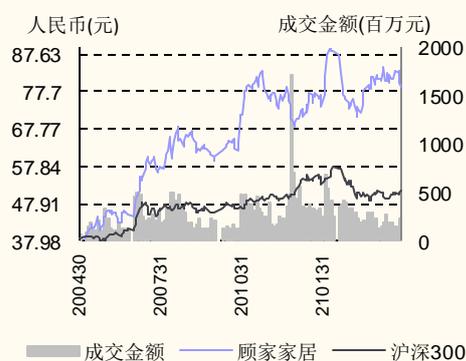


市场价格 (人民币): 79.16 元

轻装上阵, 成长路径越发清晰

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.32
已上市流通 A 股(亿股)	6.23
总市值(亿元)	500.52
年内股价最高最低(元)	89.50/38.56
沪深 300 指数	5164
上证指数	3475



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	15,937	19,291	23,252
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.82%	21.05%	20.53%
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,723	2,075	2,502
归母净利润增长率	17.37%	-27.19%	103.77%	20.42%	20.61%
摊薄每股收益(元)	1.929	1.337	2.725	3.281	3.957
每股经营性现金流净额	3.52	1.85	2.53	3.82	4.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.66%	12.54%	20.55%	21.54%	22.48%
P/E	23.70	52.74	29.05	24.13	20.00
P/B	4.66	6.62	5.97	5.20	4.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 4月29日公司发布2020年报及2021年一季报, 2020年公司实现营收126.7亿元, 同比+14.2%, 归母净利润同比-27.2%至8.5亿元, 主因计提商誉减值4.8亿元(若未计提则归母净利润同比+14.5%)。2020年分红方案为每10股派8.2元(含税)。此外, 公司2021Q1营收/归母净利/扣非归母净利分别同比+65.3%/+25.6%/+53.4%至37.8/3.9/3.2亿元, 若剔除恒大分红影响, 归母净利/扣非归母净利分别同比约+56%/+117%, 整体来看一季度经营情况较为优异, 扣非净利润超出预期, 此外公司21Q1末合同负债同比+74.4%达15.7亿元, 为二季度继续延续较好增长奠定坚实基础。

经营分析

■ **内销增长强劲, 21年轻装上阵:** 公司2020年整体营收之所以取得较为理想增长, 预计内生收入拉动明显(内生/外延分别同比约+20%/-3%), 其中内销贡献明显, 20年整体内销/外销营收分别同比+25.5%/+1.0%至76.5亿元/46.5亿元, 预计内生内销同比增长近30%至70亿。分产品看, 沙发/床类产品/集成产品/定制分别同比+10.0%/+19.7%/+16.7%/+32.9%, 床垫与定制逐渐成为重要增长驱动力。在20年商誉减值后, 公司商誉仅剩3.4亿元, 其中2.2亿元来自纳图兹, 而经过2年时间的磨合, 目前纳图兹运营已越发顺畅, 未来再次商誉减值可能性较低。2021年公司将轻装上阵, Q1公司在并不存在低基数的情况下营收增长优异, 预计内销/外销分别增长超85%/40%, 内生内销业务依然是主要增长来源, 整体增长结构也较为优异。

■ **Q1毛利率小幅下降, 期间费用率管控优异:** 公司21年Q1整体毛利率与19年Q1同比-1.7pct至33.0%, 预计主要由于原材料价格上涨导致, 但公司从3月起已对内销提价5%, 预计Q2毛利率有望逐步回升。费用率方面, 21年Q1公司期间费用率较19年同期-3.6pct至21.3%, 其中销售费用率/管理费用率(含研发)/财务费用率较19Q1下滑0.8/1.6/1.2pct。

■ **成长路径清晰, 软体龙头有望加速前行:** 公司依托前瞻布局, 未来成长路径清晰, 内销方面, 公司在20年全面启动供应链管理变革后, 多品类+多品牌将更易发力, 形成对全屋的高中低端市场的全面进攻, 并且公司区域零售中心的布局为品类融合与渠道下沉打下坚实基础, 确保公司内销行稳致远。外销方面, 在继续提效降本的基础上依托向海外转移产能以及加快拓展澳新市场, 有望受益于大客户份额的提升驱动公司外销持续稳健增长。

投资建议

■ 我们预计2021-2023年EPS分别为2.7、3.3元、4.0元, 当前股价对应2021-2023年PE分别为29、24和20倍, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 国内外疫情反复; 贸易战升级; 原材料价格大幅提升。

相关报告

- 1.《景气度持续提升, 软体龙头加速前行-顾家家居三季报点评》, 2020.10.28
- 2.《无畏风浪, 主动求变, 软体龙头再出发-顾家家居首次覆盖报告》, 2020.9.20

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,172	11,094	12,666	15,937	19,291	23,252	货币资金	1,592	2,958	2,241	3,281	4,312	5,800
增长率	20.9%	14.2%	25.8%	21.0%	20.5%		应收款项	1,077	1,158	1,221	1,616	1,929	2,325
主营业务成本	-5,836	-7,226	-8,206	-10,348	-12,556	-15,153	存货	1,162	1,266	1,871	1,843	2,236	2,699
%销售收入	63.6%	65.1%	64.8%	64.9%	65.1%	65.2%	其他流动资产	1,112	731	1,027	1,087	1,165	1,236
毛利	3,336	3,867	4,459	5,588	6,735	8,099	流动资产	4,943	6,113	6,360	7,827	9,642	12,060
%销售收入	36.4%	34.9%	35.2%	35.1%	34.9%	34.8%	%总资产	47.1%	49.9%	48.8%	53.0%	56.6%	60.9%
营业税金及附加	-82	-79	-67	-113	-137	-165	长期投资	2,024	2,004	2,105	1,742	1,742	1,742
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,821	2,296	3,060	3,445	3,831	4,113
销售费用	-1,789	-2,073	-2,494	-2,948	-3,530	-4,255	%总资产	17.3%	18.7%	23.5%	23.3%	22.5%	20.8%
%销售收入	19.5%	18.7%	19.7%	18.5%	18.3%	18.3%	无形资产	1,629	1,728	1,261	1,365	1,442	1,513
管理费用	-244	-292	-297	-425	-502	-581	非流动资产	5,557	6,147	6,678	6,949	7,398	7,737
%销售收入	2.7%	2.6%	2.3%	2.7%	2.6%	2.5%	%总资产	52.9%	50.1%	51.2%	47.0%	43.4%	39.1%
研发费用	-137	-198	-207	-299	-354	-384	资产总计	10,500	12,260	13,038	14,776	17,040	19,796
%销售收入	1.5%	1.8%	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	短期借款	172	613	333	398	302	300
息税前利润 (EBIT)	1,085	1,225	1,395	1,804	2,213	2,714	应付款项	1,981	1,953	2,237	2,771	3,357	4,031
%销售收入	11.8%	11.0%	11.0%	11.3%	11.5%	11.7%	其他流动负债	1,441	1,932	2,835	2,429	2,939	3,471
财务费用	-25	-104	-132	22	45	87	流动负债	3,594	4,498	5,405	5,598	6,597	7,801
%销售收入	0.3%	0.9%	1.0%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	长期贷款	1,067	474	400	100	100	100
资产减值损失	-17	-15	510	0	0	0	其他长期负债	828	987	129	255	185	134
公允价值变动收益	-1	18	5	0	0	0	负债	5,489	5,959	5,934	5,954	6,883	8,036
投资收益	106	140	192	130	140	130	普通股股东权益	4,678	5,906	6,740	8,385	9,630	11,131
%税前利润	8.0%	9.2%	16.1%	5.8%	5.2%	4.0%	其中：股本	430	602	632	663	663	663
营业利润	1,158	1,292	1,036	1,990	2,439	2,978	未分配利润	1,843	2,512	2,689	3,722	4,967	6,469
%营业利润率	12.6%	11.6%	8.2%	12.5%	12.6%	12.8%	少数股东权益	333	394	364	437	527	629
营业外收支	160	230	159	250	260	270	负债股东权益合计	10,500	12,260	13,038	14,776	17,040	19,796
税前利润	1,318	1,522	1,195	2,240	2,699	3,248	比率分析						
利润率	14.4%	13.7%	9.4%	14.1%	14.0%	14.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-312	-302	-328	-444	-535	-644	每股指标						
所得税率	23.7%	19.8%	27.5%	19.8%	19.8%	19.8%	每股收益	2.300	1.929	1.337	2.725	3.281	3.957
净利润	1,007	1,220	867	1,796	2,164	2,604	每股净资产	10.872	9.814	10.657	13.262	15.230	17.605
少数股东损益	17	59	21	74	89	102	每股经营现金净流	2.347	3.518	1.846	2.534	3.819	4.515
归属于母公司的净利润	989	1,161	845	1,723	2,075	2,502	每股股利	0.000	0.000	0.820	1.039	1.252	1.510
净利率	10.8%	10.5%	6.7%	10.8%	10.8%	10.8%	回报率						
							净资产收益率	21.15%	19.66%	12.54%	20.55%	21.54%	22.48%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.42%	9.47%	6.48%	11.66%	12.18%	12.64%
							投入资本收益率	11.72%	11.76%	12.76%	15.52%	16.80%	17.89%
净利润	1,007	1,220	867	1,796	2,164	2,604	增长率						
少数股东损益	17	59	21	74	89	102	主营业务收入增长率	37.61%	20.95%	14.17%	25.82%	21.05%	20.53%
非现金支出	160	215	-250	317	381	441	EBIT增长率	33.03%	12.90%	13.86%	29.34%	22.68%	22.64%
非经营收益	-75	33	-95	-385	-373	-378	净利润增长率	20.29%	17.37%	-27.19%	103.77%	20.42%	20.61%
营运资金变动	-82	648	646	-48	360	326	总资产增长率	60.04%	16.76%	6.35%	13.33%	15.32%	16.18%
经营活动现金净流	1,010	2,117	1,168	1,680	2,532	2,993	资产管理能力						
资本开支	-716	-756	-1,075	-457	-573	-514	应收账款周转天数	27.1	32.0	30.5	33.0	32.0	32.0
投资	-2,339	484	73	113	-50	-50	存货周转天数	63.8	61.3	69.8	65.0	65.0	65.0
其他	1,070	577	-442	130	140	130	应付账款周转天数	45.3	55.0	61.6	56.0	56.0	56.0
投资活动现金净流	-1,985	305	-1,444	-215	-483	-434	固定资产周转天数	58.0	61.0	77.5	67.0	60.8	54.1
股权募资	400	4	1	612	0	0	偿债能力						
债权募资	1,919	-146	-353	-272	-96	-2	净负债/股东权益	4.98%	-24.23%	-31.98%	-40.78%	-47.01%	-53.69%
其他	-692	-904	-1,104	-725	-854	-1,019	EBIT利息保障倍数	42.9	11.7	10.6	-83.0	-49.5	-31.4
筹资活动现金净流	1,627	-1,046	-1,456	-385	-950	-1,021	资产负债率	52.28%	48.61%	45.52%	40.29%	40.39%	40.59%
现金净流量	652	1,376	-1,733	1,081	1,100	1,539							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	12	22	52
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.08	1.04	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-15	买入	30.68	N/A
2	2020-09-20	买入	62.71	72.80~72.80
3	2020-10-28	买入	64.01	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402