

## 商誉减值影响短期业绩，中长期竞争力不改

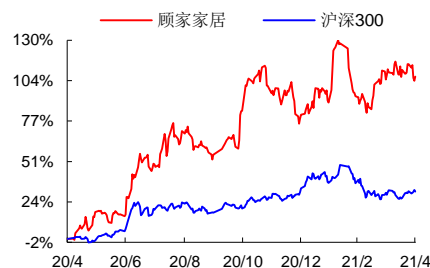
### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年实现收入 126.7 亿元, 同比增长 14.2%; 实现归母净利润 8.5 亿元, 同比下降 27.2%; 实现扣非归母净利润 5.9 亿元, 同比下降 30.4%。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 41.2 亿元, 同比增长 24.2%; 实现归母净利润-1.6 亿元, 同比下降 167.3%, 实现扣非归母净利润-2.4 亿元, 同比下降 229.9%。公司 20 年业绩下滑主要系公司四季度对投资单位计提 4.8 亿商誉减值损失, 剔除商誉减值后 20 年公司归母净利润 13.3 亿, 同比增加 14.5%; 扣非 10.8 亿元, 同比增长 20.6%。同时公司发布一季报, 21Q1 营收达到 37.8 亿元, 同比增长 65.3%; 实现归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 25.6%; 实现扣非归母净利润 3.2 亿元, 同比增长 53.6%, 净利润增速低于收入增速, 主要由于 20Q1 有恒大分红影响, 基数较高。
- 毛利率保持稳定, 商誉减值影响短期业绩。** 2020 年公司整体毛利率 35.2%, 同比增长 0.4pp。其中沙发实现毛利率 32.6% (+0.1pp); 床类产品实现毛利率 35.6% (+0.6pp), 核心品类毛利率保持增长; 集成产品实现毛利率 24.2%, 与去年基本持平; 定制家具实现毛利率 35.8%, 与去年基本持平; 红木家具实现毛利率 21.6% (-3.7pp), 主要系红木家具原材料及人工成本上升所致。此外公司信息技术服务业务实现毛利率 85.3% (-2.4pp)。费用率方面, 本年度公司整体费率为 24.7%, 同比增长 1.5pp。公司销售费用率为 19.7%, 同比增长 2.2pp, 主要系公司广告宣传费、运输费及出口费用增长所致; 管理费用率为 2.3%, 同比下降 0.4pp; 研发费用率为 1.6%, 同比下降 0.9pp; 财务费用率为 1%, 同比增长 0.6pp, 主要系本期汇兑损益增加所致。综合之下, 公司净利率为 6.8%, 同比下降 4.2pp, 公司净利率大幅下降主要原因为本年度公司对并购的 5 家公司计提 4.8 亿元商誉减值损失, 其中纳图兹、玺堡家居、RolfBenz 及 RBManagement、班尔奇、卡文家居计提商誉减值损失分别为 1.4 亿元、2.5 亿元、3647.3 万元、2409 万元、3978.8 万元, 影响公司短期业绩。同时, 公司投资活动产生的现金流量净额为-14.4 亿元, 主要系公司生产基础设施建设投资增加, 购买红星、居然债券投资支出增加及赎回金融资产较少所致。同时, 2021Q1, 公司整体毛利率为 33%, 同比增长 0.2pp; 整体费用率为 21.3%, 同比下降 1.9pp, 主要系一季度管理费用有所下降、研发支出开支较小所致, 同时 21Q1 净利率为 10.2%, 同比下降 3.6pp。
- 沙发及床类规模稳步扩张, 定制增长亮眼。** 20 年公司业务稳步增长, 主营业务家居制造产品实现营业收入 116.8 亿元, 同比增长 13.4%, 保持稳定增长; 其中沙发实现营业收入 64.1 亿元, 同比增长 10%; 床类产品实现营业收入 23.4 亿元, 同比增长 19.7%, 核心品类保持较快增长; 集成产品实现营业收入 22.2 亿元, 同比增长 16.7%, 侧面证明伴随公司大家居战略推进, 集成产品配套率提升; 定制家具实现营业收入 4.6 亿元, 同比增长 32.9%, 软体和定制业务加速融合, 定制业务快速扩张; 红木家具实现营业收入 1.1 亿元, 同比下降 21.3%。此外, 信息技术服务实现营业收入 6.3 亿元, 同比增长 54.4%; 其他产品实现营业收入 1.3 亿元, 同比增长 7%。分地区来看, 公司于境内实现营业收入 76.5 亿元, 同比增长 25.5%; 境外实现营业收入 46.5 亿元, 同比增长 1%。

### 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  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@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)	6.32
流通A股(亿股)	6.23
52周内股价区间(元)	39.55-89.5
总市值(亿元)	507.41
总资产(亿元)	129.17
每股净资产(元)	11.13

### 相关研究

- 顾家家居(603816): 业绩快速恢复, 竞争实力突出 (2020-10-28)
- 顾家家居(603816): 业绩修复明显, 竞争实力突出 (2020-08-20)
- 顾家家居(603816): 软体龙头无畏风浪, 大家居布局阔步向前 (2020-08-02)



- **渠道上新品类门店和融合店持续扩展，1+N+X 渠道结构逐渐完善。**2020 年公司持续进驻新老物业，积极探索 1+N+X 的渠道发展模式；进驻空白城市百余个。进一步加强渠道信息化建设，推动数字化转型；推行门店统一施工，施工效率及质量均有所提升，门店开业周期缩短、单店人员费用下降、人均开店效率提升。20 年底公司门店总数 6691 家，年内新开 1342 家，关闭 1138 家，净开 205 家。截至 20 年底公司经销门店数 6581 家，其中自有品牌 4737 家，其他品牌 1844 家，直营店 110 家。此外，2020 年公司提升电商的战略地位，运用各类新零售模式实现销售，对拼多多、抖音等新渠道加快布局，同时在百货商场、百安居、苏宁、商超等拓展新的渠道业态，渠道结构逐渐完善。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.55 元、3.07 元、3.62 元，对应 PE 分别为 31 倍、26 倍、22 倍。考虑到公司长期竞争实力突出，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险、全球疫情反复的风险、并购品牌业绩不及预期的风险、渠道扩展不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12665.99	15564.30	18621.61	21896.81
增长率	14.17%	22.88%	19.64%	17.59%
归属母公司净利润（百万元）	845.47	1613.31	1939.89	2289.36
增长率	-27.19%	90.82%	20.24%	18.02%
每股收益 EPS（元）	1.34	2.55	3.07	3.62
净资产收益率 ROE	12.20%	19.80%	19.83%	19.48%
PE	60	31	26	22
PB	7.53	6.36	5.28	4.38

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12665.99	15564.30	18621.61	21896.81	净利润	866.62	1661.10	2000.40	2361.31
营业成本	8206.49	10123.40	12095.90	14228.86	折旧与摊销	252.93	279.00	324.16	375.32
营业税金及附加	67.30	101.49	115.85	151.09	财务费用	131.75	144.30	197.48	186.10
销售费用	2493.84	2972.78	3445.00	4050.91	资产减值损失	-502.46	-50.00	0.00	0.00
管理费用	296.96	357.98	391.05	437.94	经营营运资本变动	460.60	-1094.42	-64.56	-4.75
财务费用	131.75	144.30	197.48	186.10	其他	970.97	-64.01	-136.19	-148.13
资产减值损失	-502.46	-50.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2180.41</b>	<b>875.96</b>	<b>2321.30</b>	<b>2769.86</b>
投资收益	192.38	106.00	128.00	140.00	资本支出	-372.94	-1110.00	-1060.00	-1010.00
公允价值变动损益	4.90	9.23	7.78	8.26	其他	-1071.21	55.23	72.78	83.26
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>-1444.15</b>	<b>-1054.77</b>	<b>-987.22</b>	<b>-926.74</b>
<b>营业利润</b>	<b>1036.11</b>	<b>2029.58</b>	<b>2512.12</b>	<b>2990.17</b>	短期借款	-53.82	1331.13	-295.68	-729.39
其他非经营损益	158.69	182.81	182.68	178.72	长期借款	-74.06	-50.00	-50.00	-50.00
<b>利润总额</b>	<b>1194.79</b>	<b>2212.39</b>	<b>2694.80</b>	<b>3168.90</b>	股权融资	1250.27	0.00	0.00	0.00
所得税	328.17	551.29	694.40	807.59	支付股利	0.00	-192.69	-300.61	-328.10
净利润	866.62	1661.10	2000.40	2361.31	其他	-2486.01	-348.85	-137.48	-146.10
少数股东损益	21.15	47.78	60.52	71.95	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1363.62</b>	<b>739.59</b>	<b>-783.76</b>	<b>-1253.59</b>
归属母公司股东净利润	845.47	1613.31	1939.89	2289.36	<b>现金流量净额</b>	<b>-720.22</b>	<b>560.78</b>	<b>550.32</b>	<b>589.54</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2240.79	2801.57	3351.89	3941.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1309.31	1668.89	1973.22	2320.61	销售收入增长率	14.17%	22.88%	19.64%	17.59%
存货	1871.33	2130.70	2616.80	3050.68	营业利润增长率	-19.80%	95.89%	23.78%	19.03%
其他流动资产	938.24	977.92	1019.77	1064.60	净利润增长率	-28.99%	91.68%	20.43%	18.04%
长期股权投资	17.65	42.65	70.65	100.65	EBITDA 增长率	-11.39%	72.64%	23.68%	17.07%
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	3059.53	3968.62	4782.54	5495.31	毛利率	35.21%	34.96%	35.04%	35.02%
无形资产和开发支出	1076.18	1016.53	956.87	897.21	三费率	23.07%	22.33%	21.66%	21.35%
其他非流动资产	2524.91	2541.48	2558.05	2574.61	净利率	6.84%	10.67%	10.74%	10.78%
<b>资产总计</b>	<b>13037.96</b>	<b>15148.36</b>	<b>17329.80</b>	<b>19445.11</b>	ROE	12.20%	19.80%	19.83%	19.48%
短期借款	233.14	1564.27	1268.60	539.21	ROA	6.65%	10.97%	11.54%	12.14%
应付和预收款项	2133.52	3521.75	4071.76	4658.25	ROIC	18.02%	27.45%	25.81%	26.15%
长期借款	400.41	350.41	300.41	250.41	EBITDA/销售收入	11.22%	15.76%	16.29%	16.22%
其他负债	3167.23	1324.31	1601.63	1876.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5934.30</b>	<b>6760.75</b>	<b>7242.39</b>	<b>7324.50</b>	总资产周转率	1.00	1.10	1.15	1.19
股本	632.41	632.29	632.29	632.29	固定资产周转率	5.57	5.33	5.45	5.52
资本公积	3424.31	3424.43	3424.43	3424.43	应收账款周转率	11.95	12.33	12.05	12.02
留存收益	3079.84	4500.46	6139.74	8101.00	存货周转率	5.23	5.06	5.09	5.02
归属母公司股东权益	6739.72	7975.90	9615.17	11576.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.74%	—	—	—
少数股东权益	363.93	411.72	472.24	544.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7103.66</b>	<b>8387.61</b>	<b>10087.41</b>	<b>12120.61</b>	资产负债率	45.52%	44.63%	41.79%	37.67%
负债和股东权益合计	13037.96	15148.36	17329.80	19445.11	带息债务/总负债	10.68%	28.32%	21.66%	10.78%
					流动比率	1.18	1.22	1.34	1.53
					速动比率	0.83	0.88	0.95	1.08
					股利支付率	0.00%	11.94%	15.50%	14.33%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1420.79	2452.88	3033.76	3551.60	每股收益	1.34	2.55	3.07	3.62
PE	60.02	31.45	26.16	22.16	每股净资产	10.66	12.61	15.21	18.31
PB	7.53	6.36	5.28	4.38	每股经营现金	3.45	1.39	3.67	4.38
PS	4.01	3.26	2.72	2.32	每股股利	0.00	0.30	0.48	0.52
EV/EBITDA	32.47	19.04	15.09	12.50					
股息率	0.00%	0.38%	0.59%	0.65%					

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-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn