

经营业绩符合预期，商誉拖累短期利润；中长期成长逻辑坚实

顾家家居(603816)

评级:	买入	股票代码:	603816
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	91.2/38.61
目标价格:		总市值(亿)	507.41
最新收盘价:	80.25	自由流通市值(亿)	499.83
		自由流通股数(百万)	622.85

事件概述

顾家家居发布2020年年报及2021年一季度报。2020年公司实现营收126.66亿元，同比+14.17%；归母净利润8.45亿元，同比-27.19%；扣非后归母净利润5.91亿元，同比-30.42%。其中Q4单季度营收41.21亿元，同比+24.18%；归母净利润-1.64亿元，同比-167.33%；扣非后归母净利润-2.39亿元，同比-229.85%。Q4单季度收入端稳步增长，利润端受商誉减值影响有所亏损。此外，公司拟每10股派发现金红利8.20元（含税）。2021Q1公司营收37.82亿元，同比+65.32%；归母净利润3.85亿元，同比+25.58%；扣非后归母净利润3.18亿元，同比+53.39%。业绩持续高增长。

分析判断:

► 收入端：内销高增长&外销平稳，全年业绩持续恢复。

分品类看，2020年公司沙发、床类产品、集成产品、定制家具、红木家具、信息技术服务销售额分别为64.13、23.38、22.25、4.56、1.13、6.26亿元，同比分别+9.98%、+19.72%、+16.71%、+32.93%、-21.34%、+54.44%，除红木家具外，公司各项主营业务均实现了不同程度的增长，其中沙发业务稳步增长，床类用品、继承产品、定制产品保持较高增长。

分市场看，2020年公司境内、境外业务收入分别为76.49、46.53亿元，同比分别+25.46%、+0.98%，国内市场由于疫情控制较好，家具消费逐季回暖以及公司持续打造产品力、用户经营以及稳步推进制造基地建设，保持较高增长；海外市场则受疫情反复影响，销售增速有所下滑，预计随着疫情逐渐得以控制，海外家具行业需求回暖，海外市场收入有望逐渐改善。

► 盈利端：短期商誉减值拖累，净利率有所下滑。

2020年公司毛利率、净利率分别为35.21%、6.84%，同比分别+0.35pct、-4.16pct。毛利率略有提升，分产品看，2020年公司沙发、床类产品、集成产品、定制家具、红木家具、信息技术服务毛利率分别为32.56%、35.60%、24.23%、35.76%、21.63%、85.26%，同比分别+0.13pct、+0.55pct、+0.04pct、-0.01pct、-3.66pct、-2.37pct，沙发、床类产品及集成产品等主要品类毛利率同比均有不同程度的提升。净利率方面，则受商誉减值影响以及期间费用率的提升，有所下降：1)商誉方面，2020年公司商誉计提减值准备4.84亿元，若不考虑商誉减值影响，2020年公司归母净利润约为13.3亿元，同比增长14.5%，业绩符合预期；2)期间费用方面，2020年期间费用率为24.71%，同比+0.66pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为19.69%、2.34%、1.63%、1.04%，同比分别+1.00pct、-0.29pct、-0.15pct、+0.10pct，期间费用率略有提升，主要为广告宣传费、运输费及出口费用增加带来销售费用率的提升。

2021Q1公司毛利率、净利率分别为33.02%、10.16%，同比分别+0.19pct、-3.61pct，盈利能力有所下滑，主要为公司销售费用率的提升以及投资收益等下降：1)期间费用率方面，2021Q1期间费用率为21.29%，同比-1.87pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为18.00%、1.95%、1.49%、-0.15%，同比分别+0.53pct、-0.83pct、-1.00pct、-0.57pct。期间费用率略有下降；2)投资收益方面，2021Q1公司投资收益0.13亿元，较上年同期0.85亿元的投资收益，下降明显，主要为上年同期确认分红收益。

► **短期商誉减值，不改公司中长期成长逻辑。**

2020 年公司共计提 4.84 亿元商誉减值，导致资产减值损失达 5.02 亿元，同比增加 4.94 亿元。本次计提商誉减值，主要原因是受疫情影响，并购公司外部经营环境及经营状况发生较大变化，导致并购公司业绩低于预期，因此公司 2020 年分别对并购公司纳图兹、玺堡家居、RoIfBenz 及 RBManagement、班尔奇、卡文家居计提 1.39、2.45、0.36、0.24、0.40 亿元，商誉减值合计 4.84 亿元。目前来看，截至 2020 年底，公司商誉 3.43 亿元。商誉减值也是拖累公司 Q4 业绩的主要原因，但此次减值属于一次性，对公司中长期成长路径不会影响。短期来看，公司内销业务持续恢复，外销业务随着居家需求提升增长提速，预计公司全年业绩增速将有明显提速；中长期看，公司作为软体家居龙头，将持续受益行业集中度提升，同时公司加快推进大家居战略，向软体+定制+其他一站式家具品类拓展，未来业绩有望持续增长。

投资建议

顾家家居是软体家具行业龙头，持续看好公司大家居发展战略推进以及受益于行业集中度的加速提升。随着内销的持续恢复，外销居家需求提速，全年预计增长提速。维持此前盈利预测，预计公司 2021-2022 年营收分别为 151.74、181.48 亿元；归母净利润分别为 15.70、18.84 亿元，并预计 2023 年公司营收、归母净利润分别为 214.14、22.55 亿元，对应 PE 分别为 32 倍、27 倍、23 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示

国际贸易环境发生变化；下游需求不及预期；原材料大幅涨价风险；汇率大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	15,174	18,148	21,414
YoY (%)	20.9%	14.2%	19.8%	19.6%	18.0%
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,570	1,884	2,255
YoY (%)	17.4%	-27.2%	85.7%	20.0%	19.7%
毛利率 (%)	34.9%	35.2%	36.9%	37.1%	37.1%
每股收益 (元)	1.84	1.34	2.48	2.98	3.57
ROE	19.7%	12.5%	18.4%	17.6%	17.0%
市盈率	43.70	60.02	32.32	26.93	22.50

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,666	15,174	18,148	21,414	净利润	867	1,619	1,951	2,324
YoY (%)	14.2%	19.8%	19.6%	18.0%	折旧和摊销	253	230	180	180
营业成本	8,206	9,580	11,417	13,465	营运资金变动	646	215	371	414
营业税金及附加	67	108	118	135	经营活动现金流	2,180	1,741	2,143	2,514
销售费用	2,494	2,930	3,530	4,165	资本开支	-1,075	-436	-336	-236
管理费用	297	387	472	557	投资	73	0	0	0
财务费用	132	102	90	79	投资活动现金流	-1,444	-237	-100	45
资产减值损失	-502	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	192	199	236	281	债务募资	1,957	0	0	0
营业利润	1,036	2,071	2,530	3,044	筹资活动现金流	-1,364	-35	-35	-35
营业外收支	159	160	160	160	现金净流量	-720	1,469	2,007	2,523
利润总额	1,195	2,231	2,690	3,204	主要财务指标				
所得税	328	613	739	880	成长能力 (%)				
净利润	867	1,619	1,951	2,324	营业收入增长率	14.2%	19.8%	19.6%	18.0%
归属于母公司净利润	845	1,570	1,884	2,255	净利润增长率	-27.2%	85.7%	20.0%	19.7%
YoY (%)	-27.2%	85.7%	20.0%	19.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.34	2.48	2.98	3.57	毛利率	35.2%	36.9%	37.1%	37.1%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.8%	10.7%	10.7%	10.9%
货币资金	2,241	3,709	5,717	8,240	总资产收益率 ROA	6.5%	10.1%	10.0%	9.9%
预付款项	89	82	103	127	净资产收益率 ROE	12.5%	18.4%	17.6%	17.0%
存货	1,871	1,924	2,299	2,828	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,159	2,547	2,794	3,113	流动比率	1.18	1.36	1.54	1.71
流动资产合计	6,360	8,263	10,912	14,309	速动比率	0.81	1.03	1.20	1.36
长期股权投资	18	18	18	18	现金比率	0.41	0.61	0.81	0.99
固定资产	2,691	3,125	3,560	3,944	资产负债率	45.5%	42.4%	40.4%	39.1%
无形资产	733	798	863	928	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,678	7,278	7,877	8,427	总资产周转率	0.97	0.98	0.97	0.94
资产合计	13,038	15,541	18,790	22,736	每股指标 (元)				
短期借款	233	233	233	233	每股收益	1.34	2.48	2.98	3.57
应付账款及票据	1,543	1,734	2,093	2,479	每股净资产	10.66	13.51	16.94	21.04
其他流动负债	3,629	4,088	4,742	5,643	每股经营现金流	3.45	2.75	3.39	3.98
流动负债合计	5,405	6,055	7,068	8,356	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	400	400	400	400	估值分析				
其他长期负债	129	129	129	129	PE	60.02	32.32	26.93	22.50
非流动负债合计	529	529	529	529	PB	6.61	5.94	4.74	3.81
负债合计	5,934	6,584	7,598	8,885					
股本	632	632	632	632					
少数股东权益	364	413	480	548					
股东权益合计	7,104	8,957	11,192	13,851					
负债和股东权益合计	13,038	15,541	18,790	22,736					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。