

顾家家居 (603816.SH) 商誉减值后轻装上阵, 2021Q1 业绩靓丽

2021年05月05日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

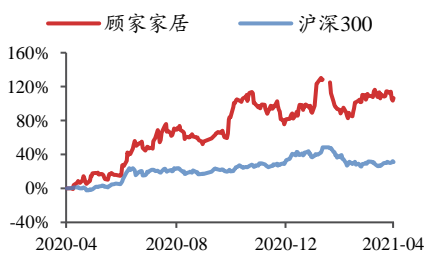
wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/4/30
当前股价(元)	80.25
一年最高最低(元)	91.20/38.61
总市值(亿元)	507.41
流通市值(亿元)	499.83
总股本(亿股)	6.32
流通股本(亿股)	6.23
近3个月换手率(%)	29.14

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩超出预期, 下游需求有望继续回暖》- 2020.10.28

《公司首次覆盖报告-软体家具龙头峥嵘已现, 大家居战略引领未来》- 2020.10.24

● 商誉减值影响短期利润, 2021Q1 业绩靓丽, 维持“买入”评级

2020年, 公司收入126.7亿元, 同比增长14.2%, 归母净利润8.5亿元, 同比下降27.2%, 扣非后归母净利润5.9亿元, 同比下降30.4%。2020年, 利润波动主要系计提商誉减值影响。剔除商誉减值影响后, 2020年和2020Q4扣非后净利润分别同比增长26.6%和33.0%。2021Q1, 公司收入37.8亿元, 同比增长65.3%, 归母净利润3.85亿元, 同比增长25.6%, 扣非后净利润同比增长53.4%。扣非净利润增速相对较快主要系恒大分红款发放在时间点上存在错位。上调2021-2022年盈利预测, 新增2023年盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润16.15/19.74/23.55亿元(2021-2022年原为16.13/18.89亿元), 对应EPS为2.55/3.12/3.72元, 当前股价对应PE为31.0/25.4/21.3倍, 维持“买入”评级。

● 多品类均衡发展, 定制品类发展提速, 内销快速回暖

2020年, 沙发/软床及床垫/配套产品/信息技术服务/定制家具分别收入64.1亿元/23.4亿元/22.3亿元/6.3亿元/4.6亿元, 分别同比增长10.0%/19.7%/16.7%/54.6%/32.9%。其中, 2020H2伴随国内疫情影响逐步消除, 公司各品类均呈回暖趋势, 定制家具发展提速。而软床及床垫增速则在一定程度上受到外销市场拖累。分区域看: 2020年, 国内和境外收入分别为76.5亿元和46.5亿元, 同比增速分别为25.5%和1.0%, 内销收入占比达到约62%。2020H2, 内销回暖速度依然较快, 同比增速达到38.5%, 外销同比增速则为16.7%。

● 剔除商誉影响后扣非净利率提升, 期末预收账款保持较快增长

2020年, 公司毛利率为35.2%, 同比提升0.35pct, 2020Q4毛利率为35.65%, 同比提升1.3pct, 沙发和床类产品毛利率均有所提升。伴随产品提价逐步推进, 我们预计公司毛利率有望稳中有升。公司费用投入上基本保持平稳, 若剔除商誉减值影响, 2020年公司扣非净利率为8.5%, 同比提升0.84pct。2020年末公司预收款和合同负债共计20.3亿元, 同比增长36.3%, 继续保持较快增长。

● **风险提示:** 海外疫情反复; 原材料涨价; 国内行业竞争加剧等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	15,613	19,044	22,856
YOY(%)	20.9	14.2	23.3	22.0	20.0
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,615	1,974	2,355
YOY(%)	17.4	-27.2	91.1	22.2	19.3
毛利率(%)	34.9	35.2	35.7	35.5	35.3
净利率(%)	10.5	6.7	10.3	10.4	10.3
ROE(%)	19.4	12.2	20.1	21.1	21.2
EPS(摊薄/元)	1.84	1.34	2.55	3.12	3.72
P/E(倍)	43.1	59.2	31.0	25.4	21.3
P/B(倍)	9.0	7.4	6.4	5.4	4.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 商誉减值影响短期利润，2021Q1 业绩靓丽.....	3
2、 多品类均衡发展，内销快速回暖.....	4
3、 盈利能力：剔除商誉影响后扣非净利率提升.....	4
4、 经营性现金流稳健，运营指标良好.....	5
5、 盈利预测与投资建议.....	6
6、 风险提示.....	6
附： 财务预测摘要.....	7

图表目录

图 1： 2020 年公司收入同比增长 14.2%.....	3
图 2： 2021Q1 公司收入同比增长 65.3%.....	3
图 3： 2020 年公司归母净利润同比下降 27.2%.....	3
图 4： 2021Q1 公司归母净利润同比增长 25.6%.....	3
图 5： 公司费用投放力度平稳.....	5
图 6： 2020 年净利率受商誉减值影响.....	5
图 7： 工程渠道占比提升，应收账款周转率有所下降.....	6
图 8： 2020 年末，公司预收账款/合同负债同比增长 36.3%.....	6
表 1： 公司多品类均衡发展.....	4
表 2： 2020H2 内销回暖较快.....	4
表 3： 2020 年公司经营性现金流同比大幅改善.....	5

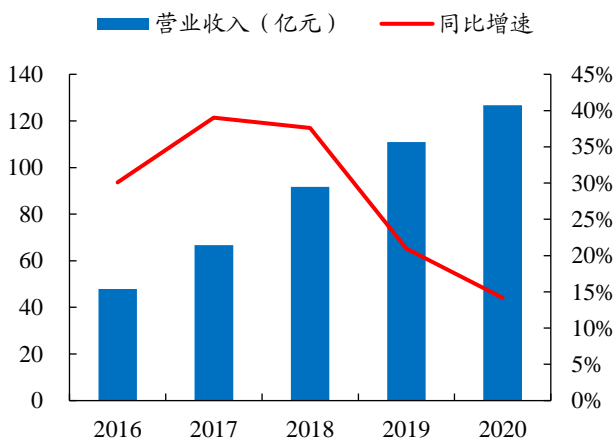
1、商誉减值影响短期利润，2021Q1 业绩靓丽

2020 年，公司收入 126.7 亿元，同比增长 14.2%，归母净利润 8.5 亿元，同比下降 27.2%，扣非后归母净利润 5.9 亿元，同比下降 30.4%。2020Q4，公司收入 41.2 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润和扣非后净利润分别亏损 1.6 亿元和 2.4 亿元。2020 年，利润波动主要系计提商誉减值影响。

剔除商誉减值影响后，2020 年，公司归母净利润同比增长 14.5%，扣非后净利润同比增长 26.6%。2020Q4，公司归母净利润同比增长 31.1%，扣非后净利润同比增长 33.0%，继续保持稳健增长趋势。

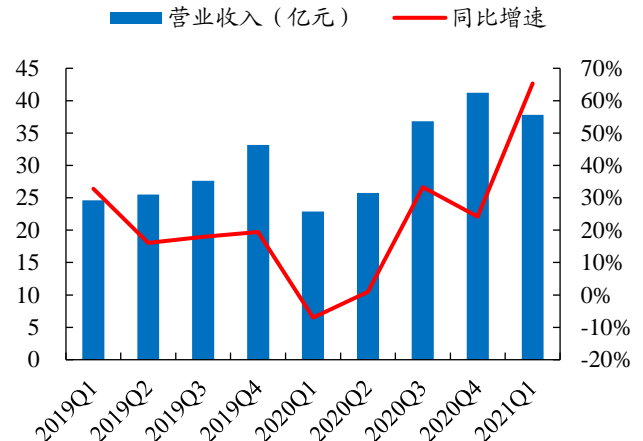
2021Q1，公司收入 37.8 亿元，同比增长 65.3%，归母净利润 3.85 亿元，同比增长 25.6%，扣非后净利润同比增长 53.4%。扣非净利润增速相对较快主要系恒大分红款发放在时间点上存在错位。

图1：2020 年公司收入同比增长 14.2%



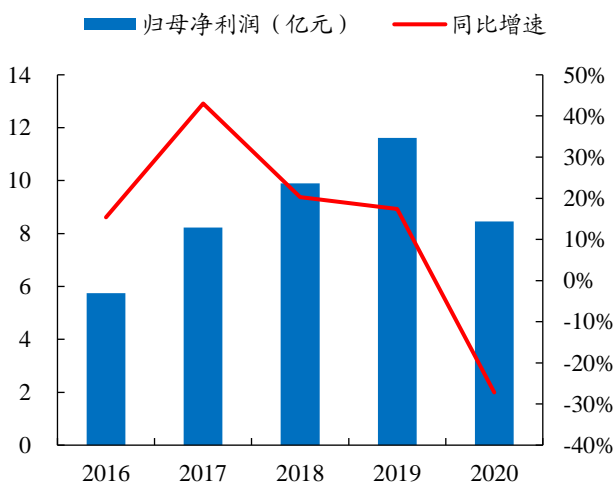
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021Q1 公司收入同比增长 65.3%



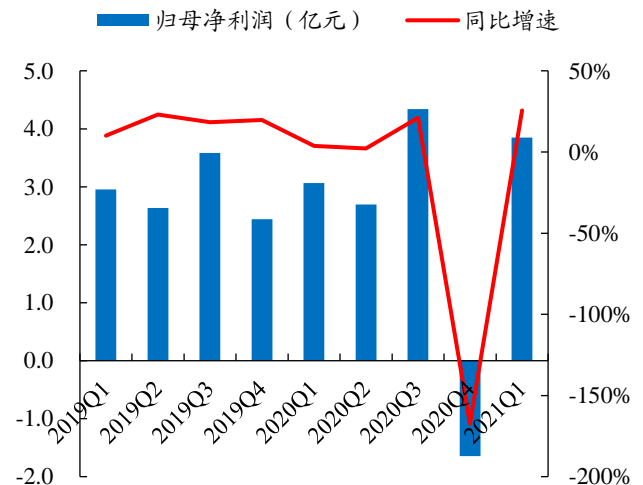
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司归母净利润同比下降 27.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2021Q1 公司归母净利润同比增长 25.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、多品类均衡发展，内销快速回暖

分产品看：

2020年，沙发/软床及床垫/配套产品/信息技术服务/定制家具分别收入64.1亿元/23.4亿元/22.3亿元/6.3亿元/4.6亿元，分别同比增长10.0%/19.7%/16.7%/54.6%/32.9%。其中，2020H2伴随国内疫情影响逐步消除，公司沙发、配套产品、信息技术服务以及定制家具业务收入增速均有明显提升，而软床及床垫增速则在一定程度上受到外销市场拖累，但仍保持稳定增长。

表1：公司多品类均衡发展

单位（亿元）	2017	2018	2019	2020	2020H2
沙发	36.9	51.4	58.3	64.1	39.98
	30.0%	39.3%	13.4%	10.0%	33.0%
软床及床垫	8.9	11.3	19.5	23.4	14.35
	36.3%	27.8%	72.5%	19.7%	17.0%
配套产品	9.8	12.9	19.1	22.3	13.58
	34.3%	32.1%	47.5%	16.7%	27.0%
信息技术服务	1.7	3.3	4.1	6.3	3.75
		90.8%	22.0%	54.6%	36.9%
定制家具	0.9	2.1	3.4	4.6	3.21
		146.5%	61.8%	32.9%	56.6%
其他	8.5	10.6	6.6	6.1	3.17

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分区域看：

2020年，国内和境外收入分别为76.5亿元和46.5亿元，同比增速分别为25.5%和1.0%，内销收入占比达到约62%。2020H2，内销回暖速度依然较快，同比增速达到38.5%，外销同比增速则为16.7%。

表2：2020H2内销回暖较快

单位（亿元）	2017	2018	2019	2020	2020H2
国内	40.4	52.1	61.0	76.5	45.82
	38.6%	29.1%	17.0%	25.5%	38.5%
境外	22.3	35.0	46.1	46.5	30.55
	40.5%	56.7%	31.7%	1.0%	16.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利能力：剔除商誉影响后扣非净利率提升

2020年，公司毛利率为35.2%，同比提升0.35pct，2020Q4毛利率为35.65%，同比提升1.3pct。分品类看，2020年，沙发和床类产品毛利率分别同比提升0.13pct和0.55pct，进而带动公司整体毛利率提升。2021Q1，公司毛利率为33.0%，同比提升0.2pct。伴随产品提价逐步推进，我们预计公司毛利率有望稳中有升。

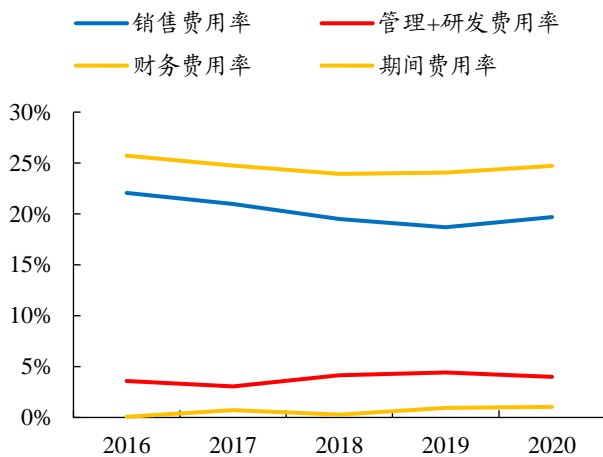
费用端：

(1) 销售费用率：2020年同比提升1.0pct，主要系广告宣传费、运输费及出

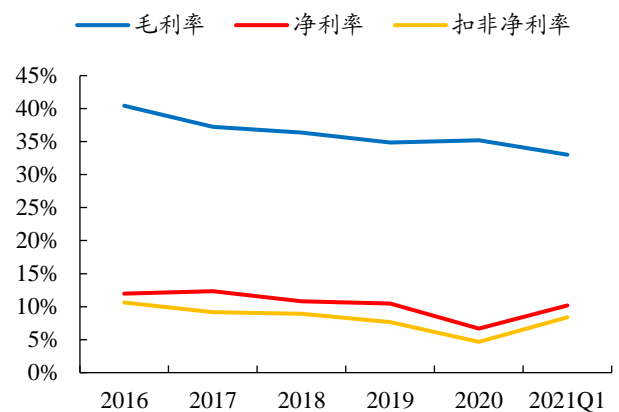
口费用增加所致。

- (2) 管理费用率：2020 年同比下降 0.3pct，虽然职工薪酬有较大幅度上涨但是办公费、咨询培训中介费有所下降。
- (3) 研发费用率：2020 年同比下降 0.15pct。
- (4) 财务费用率：2020 年同比上升 0.1pct，主要系汇兑损益增加所致。

整体来看，2020 年，公司净利率和扣非净利率分别为 6.7%和 4.7%。若剔除商誉减值影响，2020 年公司净利率和扣非净利率分别为 10.5%和 8.5%，分别同比提升 0.03pct 和 0.84pct。

图5：公司费用投放力度平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年净利率受商誉减值影响


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、经营性现金流稳健，运营指标良好

(1) 现金流：经营性现金流稳健

2020 年公司经营性现金流净流入 21.8 亿元，同比增长 3%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 144.1 亿元，同比增长 15%。

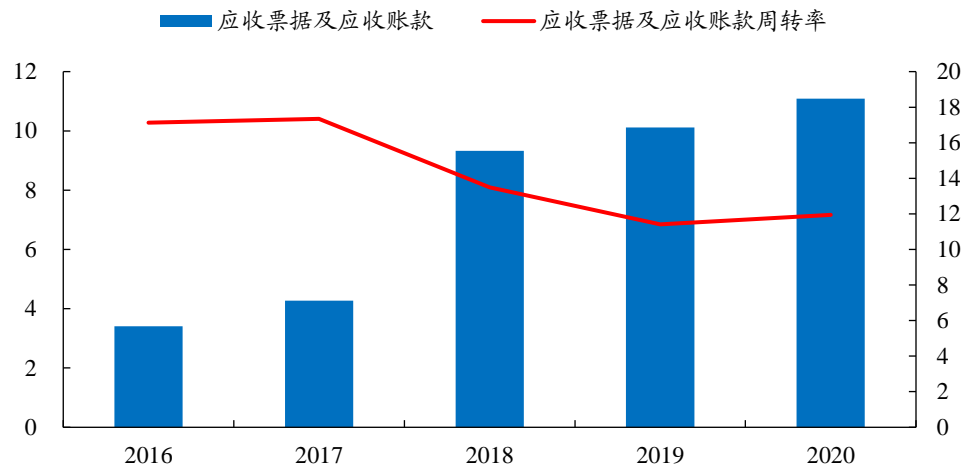
表3：2020 年公司经营性现金流同比大幅改善

	2019	2020	同比
经营性现金流净额 (单位：亿元)	21.2	21.8	3%
销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)	125.4	144.1	15%
经营活动现金流入小计 (单位：亿元)	133.2	151.0	13%
经营活动现金流出小计 (单位：亿元)	112.0	129.2	15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 应收账款：保持稳定

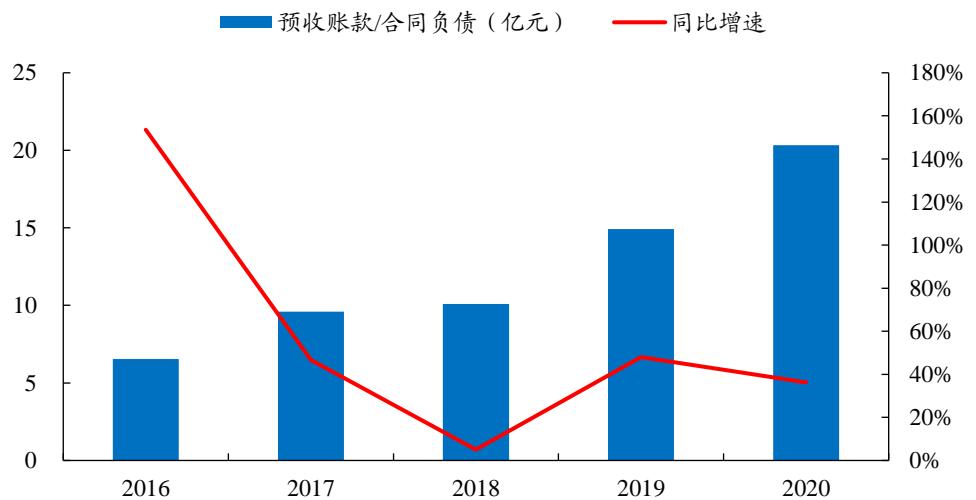
2020 年公司应收账款及应收票据周转率较 2019 年同期提升 0.5 次，期末应收账款及应收票据共 11.09 亿元。

图7：工程渠道占比提升，应收账款周转率有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）业绩前瞻指标：预收账款/合同负债较快增长

2020年末公司预收款和合同负债共计20.3亿元，同比增长36.3%，继续保持较快增长。

图8：2020年末，公司预收账款/合同负债同比增长36.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

2021Q1 业绩靓丽，上调 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 16.15/19.74/23.55 亿元(2021-2022 年原为 16.13/18.89 亿元)，对应 EPS 为 2.55/3.12/3.72 元，当前股价对应 PE 为 31.0/25.4/21.3 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

海外疫情反复；原材料涨价；国内行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6113	6360	9603	9671	13661
现金	2958	2241	4898	4009	7244
应收票据及应收账款	1012	1109	1506	1684	2144
其他应收款	146	112	206	181	284
预付账款	55	89	88	127	132
存货	1266	1871	1967	2731	2920
其他流动资产	676	938	938	938	938
非流动资产	6147	6678	7045	7497	8000
长期投资	239	18	-194	-406	-619
固定资产	1854	2691	3187	3741	4329
无形资产	755	733	825	927	1041
其他非流动资产	3299	3237	3228	3235	3249
资产总计	12260	13038	16649	17167	21661
流动负债	4498	5405	7881	6986	9666
短期借款	287	233	233	233	233
应付票据及应付账款	1309	1543	1945	2324	2811
其他流动负债	2902	3629	5703	4429	6622
非流动负债	1462	529	525	531	541
长期借款	1311	400	396	402	412
其他非流动负债	150	129	129	129	129
负债合计	5959	5934	8407	7517	10208
少数股东权益	394	364	405	464	541
股本	602	632	632	632	632
资本公积	2205	3424	3424	3424	3424
留存收益	2904	3080	3844	4762	5792
归属母公司股东权益	5906	6740	7837	9186	10912
负债和股东权益	12260	13038	16649	17167	21661

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2124	2180	3694	300	4468
净利润	1220	867	1657	2032	2432
折旧摊销	207	253	259	315	379
财务费用	104	132	21	15	-17
投资损失	-140	-192	-129	-179	-209
营运资金变动	588	625	1891	-1877	1891
其他经营现金流	144	496	-6	-7	-9
投资活动现金流	305	-1444	-492	-581	-665
资本支出	761	1078	579	663	716
长期投资	494	84	212	212	213
其他投资现金流	1559	-282	298	294	263
筹资活动现金流	-1046	-1364	-544	-608	-568
短期借款	167	-54	0	0	0
长期借款	-534	-911	-4	6	10
普通股增加	172	31	0	0	0
资本公积增加	-118	1220	0	0	0
其他筹资现金流	-732	-1649	-540	-613	-578
现金净增加额	1383	-720	2657	-889	3235

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11094	12666	15613	19044	22856
营业成本	7226	8206	10039	12287	14779
营业税金及附加	79	67	123	139	158
营业费用	2073	2494	3006	3618	4343
管理费用	292	297	422	476	560
研发费用	198	207	192	229	274
财务费用	104	132	21	15	-17
资产减值损失	-8	-502	0	0	0
其他收益	31	86	0	0	0
公允价值变动收益	18	5	6	7	9
投资净收益	140	192	129	179	209
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	1292	1036	1946	2466	2977
营业外收入	240	175	192	196	201
营业外支出	10	17	13	14	14
利润总额	1522	1195	2125	2648	3164
所得税	302	328	468	615	732
净利润	1220	867	1657	2032	2432
少数股东损益	59	21	42	58	77
归母净利润	1161	845	1615	1974	2355
EBITDA	1745	1421	2304	2857	3402
EPS(元)	1.84	1.34	2.55	3.12	3.72

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.9	14.2	23.3	22.0	20.0
营业利润(%)	11.5	-19.8	87.8	26.7	20.7
归属于母公司净利润(%)	17.4	-27.2	91.1	22.2	19.3
获利能力					
毛利率(%)	34.9	35.2	35.7	35.5	35.3
净利率(%)	10.5	6.7	10.3	10.4	10.3
ROE(%)	19.4	12.2	20.1	21.1	21.2
ROIC(%)	15.7	11.3	18.5	19.5	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	48.6	45.5	50.5	43.8	47.1
净负债比率(%)	-16.1	-20.7	-50.1	-33.3	-55.9
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	11.4	11.9	11.9	11.9	11.9
应付账款周转率	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.84	1.34	2.55	3.12	3.72
每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	3.45	5.84	0.47	7.07
每股净资产(最新摊薄)	8.83	10.66	12.39	14.53	17.26
估值比率					
P/E	43.1	59.2	31.0	25.4	21.3
P/B	9.0	7.4	6.4	5.4	4.6
EV/EBITDA	28.1	33.9	19.8	16.3	12.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn