

顾家家居(603816)

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造II行业一

证券研究报告

商誉减值、轻装上阵，内生增长动力强劲

——顾家家居点评

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

20年实现营收126.66亿元(+14.17%)，归母净利8.45亿元(-27.19%)，扣非净利润5.91亿元(-30.42%)；其中20Q4单季度实现营收41.21亿，归母净利润-1.64亿，扣非净利-2.39亿。

21Q1实现营收37.82亿元(+65.32%，较19Q1+53.75%)，归母净利3.85亿元(+25.58%，较19Q1+30.36%)，扣非净利润3.18亿元(+53.39%，较19Q1+61.8%)。若不考虑并购子公司的贡献，我们估算公司20年内生收入增速约在20%，内生利润增速约在25-30%，利润率持续提升。

投资要点

业绩拆分：还原口径利润表现靓丽，Q1增长动能强劲

20年利润下降主要系(1)受反倾销、海外疫情、经营不善等因素，对除优先家居外的6家并购子公司计提商誉减值损失4.84亿，纳图兹/玺宝/RB/班尔奇/卡文分别计提1.39/2.45/0.36/0.24/0.4亿，若还原减值损失影响预计20年归母净利达到13.29亿(+14.5%)，扣非利润10.7亿(+26.6%)。(2)非经常性损益2.55亿，较同期减少0.58亿，主要系交易性金融资产投资收益同比少了0.6亿。

20Q1公司收到恒大分红(我们估计税后6000万左右)，若剔除此影响21Q1同比20Q1的扣非归母利润增速实际高达+116%。综合来看，还原商誉减值损失后，公司扣非利润增长亮眼，且21Q1收入增长动能强劲。

内销：内生增长强劲，多品类融合、渠道端发力共创佳绩

20年公司中国大陆地区收入占比60.4%(19年为55%)，同比+25.46%。我们估算公司20年内生内销收入(不含收购子公司)增长约25-30%，其中Q3、Q4单季度增长预期超过40%，21Q1公司内生内销预计延续亮眼表现(同比19Q1预期增长60%+)，主要得益于：

(1)疫情加速软体行业小品牌出清，份额持续向龙头品牌集中。

(2)多品类融合顺利，床垫增长亮眼。20年沙发收入64亿(+10%)，床垫23.38亿(+19.7%)，预计剔除玺宝后的内生增长更加靓丽)，集成产品22.25亿(+16.7%)，定制4.56亿(+33%)，信息技术服务收入6.26亿(+60%)，21年公司将继续聚焦床垫、定制、功能沙发三大高潜品类。其中功能的策略为“全渠道爆款+大单品”，床垫策略为“提升中端产品竞争力”，定制策略为“猛攻渠道，确保新开店数量”。

(3)线下渠道坚持“1+N+X”的开店策略，20年疫情下逆势净增门店205家至6691家(自主品牌4847家、其他品牌1844家)，其中自主品牌门店净增预计门店净增300余家(其他品牌关店100余家)，进驻空白城市百余个，同时公司开店策略更多转向融合大店、填补三四线城市空白。

(4)线上电商战略重视程度提升，对拼多多、抖音等新渠道加快布局，全力抓住互联网新的机会窗口。

(5)区域零售运营中心改革+门店信息化系统建设持续推进，赋能经销商、提

评级

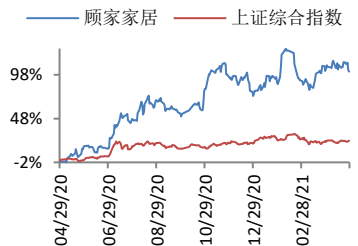
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥79.16

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.61
4Q/2020	-0.30
3Q/2020	0.72
2Q/2020	0.48



公司简介

软体家具龙头，内生外延多品类、多品牌发展，逐步落地大家居战略

相关报告

- 《【浙商轻工】顾家家居：Q3业绩超预期，内销增长强劲、持续看好外销复苏》2020.10.28
- 《【浙商轻工】顾家家居中报点评：中报业绩符合预期，零售大家居战略清晰》2020.08.20

报告撰写人：马莉、史凡可

联系人：傅嘉成

升经营效率，逐渐转型零售。21 年公司将持续加大区域零售中心体系建设，决策流程前置，更贴近终端经销门店与消费者，能够更敏锐地察觉到潜在问题经销商。

□ 外销：海外需求旺盛，内生外销业务增长靓丽

我们估算 20 年公司内生外销收入（不含收购子公司）增长约 5%，其中 Q4 单季度增长预期超过 50%，且 21Q1 延续了高增态势（同比 19Q1 预期增长 50+%），主要系：伴随海外疫情管控措施放松，6 月开始海外房地产市场、家具需求迅速恢复，我国家具出口需求持续旺盛，20Q4 和 21Q1 家具及其零件出口金额分别同比增长 33.52%、70%（21Q1vs19Q1+31%），公司增速超出行业平均，主要洗供应链优势突出、份额提升，结合美国地产数据&积压订单情况，我们判断外销业务景气有望延续至 21 年下半年。玺堡家居床垫出口业务预期受到第二轮床垫反倾销压制，20Q4-21Q1 表现不佳。

□ 汇兑亏损+出口费用攀升，实际经营利润率靓丽，21Q1 费用率显著压缩

公司 20 年毛利率同比上升 0.35pct 至 35.21%，主要系毛利率较高的内销业务占比提升。期间费用率同比增加 0.66pct 至 24.71%，其中销售费用率同增 1pct 至 19.69%，主要系运输费（3.91 亿，+119%）、出口费用（3.01 亿，+75%）大幅增长所致；管理+研发费用率同比减少 0.44pct 至 3.98%，其中研发费用率同比减少 0.15pct 至 1.63%，财务费用率同增 0.1pct 至 1.04%，其中因人民币升值幅度大带来汇兑亏损 0.98 亿（19 年为收益 0.06 亿），利息净支出 0.27 亿（19 年净支出为 1 亿）。综合来看，还原减值损失口径的归母净利率为 10.5%（同比基本持平），若不考虑汇兑+出口费用等外部因素干扰，公司实际经营利润率预期表现靓丽。

公司 21Q1 单季度毛利率 33.02%（同比 19Q1 下滑 1.71pct），预计受到原材料涨价影响。期间费用率合计 21.29%（较 19Q1-3.58ct）、降本增效显著，其中销售费用率 18%（较 19Q1 下滑 0.75pct），管理+研发费用率 3.45%（较 19Q1 下滑 1.59pct），财务费用率-0.15%（较 19Q1 下滑 1.23pct），综合看 21Q1 单季度扣非归母净利率 8.4%（同比 19Q1+0.4pct）。

□ 21Q1 预收款增长靓丽、保障零售增长

2020 年末，公司账上预收款 20.34 亿元（较期初+36.33%）；存货 18.71 亿元，较期初增加 6.05 亿，存货周转天数较 19 年增加 8.33 天至 68.82 天；应收账款及票据 11.08 亿，较期初增加 0.97 亿，应收账款周转天数较 19 年减少 1.42 天至 30.13 天。综合来看，期内公司经营性现金流净额 21.80 亿（+2.65%）。

21Q1 期末，公司账上预收款 15.72 亿元（同比+75%），存货 16.84 亿（同比+47.56%），应收账款及票据 10.51 亿（+15.41%）；综合来看，期内公司经营性现金流净额 1.33 亿（20Q1 为-4.01 亿）。

□ 盈利预测与估值

随着大家居战略逐步发展，大家居融合店、电商渠道具向上趋势，公司品类整合效应增强，我们看好公司长期提升份额。预计 21-23 年公司将分别实现收入 165.03/205.6/250.23 亿元，同比增长 30.29%/24.58%/21.71%；归母净利润 17.12/21.64/26.65 亿元，同比增长 102.47%/26.4%/23.18%。当前市值对应 21-23 年 PE 分别为 27.82X/22.01X/17.87X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：渠道建设不达预期，房地产调控超预期

财务摘要

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	12665.99	16502.95	20560.00	25022.67
(+/-)	14.17%	30.29%	24.58%	21.71%
净利润	845.47	1711.83	2163.79	2665.37
(+/-)	-27.19%	102.47%	26.40%	23.18%
每股收益（元）	1.41	2.71	3.42	4.21
P/E	56.33	27.82	22.01	17.87

图 1: 顾家家居季度数据一览

单位: 百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业总收入	2,459.76	2,550.42	2,764.60	3,318.81	2,287.72	2,573.65	3,683.34	4,121.27	3,781.96
YOY	32.79%	16.10%	17.95%	19.42%	-6.99%	0.91%	33.23%	24.18%	65.32%
归母净利润	295.38	263.32	358.41	244.04	306.63	269.20	433.96	-164.32	385.05
YOY	10.04%	23.01%	18.27%	19.74%	3.81%	2.23%	21.08%	-167.33%	25.58%
扣非归母净利润	196.32	235.20	233.03	184.29	207.09	253.31	369.58	(239.31)	317.65
YOY	-0.93%	21.12%	-4.73%	1.61%	5.49%	7.70%	58.60%	-229.85%	53.39%
毛利率	34.73%	36.52%	34.07%	34.34%	32.83%	37.82%	34.37%	35.65%	33.02%
期间费用率	24.87%	22.53%	22.67%	25.75%	23.16%	23.92%	23.08%	27.51%	21.29%
其中: 销售费用	461.27	436.35	497.66	677.88	399.59	493.32	665.66	935.28	680.87
销售费用率	18.75%	17.11%	18.00%	20.43%	17.47%	19.17%	18.07%	22.69%	18.00%
其中: 管理费用	75.02	86.11	110.72	20.37	63.52	73.84	100.79	58.81	73.90
管理费用率	3.05%	3.37%	3.99%	0.62%	2.78%	2.87%	2.74%	1.43%	1.95%
其中: 研发费用	49.01	24.81	27.17	96.97	57.07	35.54	31.14	83.03	56.43
研发费用率	1.99%	0.97%	0.98%	2.92%	2.50%	1.38%	0.84%	2.01%	1.49%
其中: 财务费用	26.46	27.36	-8.75	59.30	9.71	13.03	52.39	56.62	-5.82
财务费用率	1.08%	1.07%	-0.32%	1.79%	0.42%	0.51%	1.42%	1.37%	-0.15%
归母净利率	12.01%	10.32%	12.96%	7.35%	13.40%	10.46%	11.78%	-3.99%	10.18%
存货	948.27	914.47	951.92	1,266.11	1,141.10	1,069.20	1,375.11	1,871.33	1,683.76
较上年同期增减	159.91	72.52	78.51	103.77	192.83	154.73	423.19	605.22	542.66
应收账款	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20	0.92
较上年同期增减	0.00	0.28	-0.05	0.00	0.00	-0.33	0.00	1.20	0.92
应收账款	821.67	833.65	835.85	1,011.95	910.26	915.69	1,215.77	1,107.96	1,049.59
较上年同期增减	382.27	233.23	172.24	79.60	88.59	82.04	379.91	96.01	139.33
应付账款及应付票据	760.89	840.61	874.95	1,308.51	1,051.63	878.69	1,485.36	1,543.11	1,503.19
较上年同期增减	143.48	96.70	206.97	294.63	290.75	38.08	610.41	234.60	451.56
预收账款	712.66	678.19	1,069.18	1,492.16	900.35	1,078.88	1,558.24	2,034.01	1,572.43
较上年同期增减	89.76	131.81	425.01	483.60	187.69	400.69	489.06	541.85	672.08
经营性现金流净额	248.43	447.80	728.95	698.96	-401.13	685.16	823.09	1,073.28	132.55
较上年同期增减	228.63	307.04	417.65	161.32	-649.55	237.36	94.14	374.32	533.68
筹资性现金流净额	-4.23	-34.81	-444.93	-561.71	-249.18	-892.77	-148.68	-72.98	-0.85
较上年同期增减	-42.51	-344.08	-1,934.92	-310.68	-244.95	-857.96	296.25	488.73	248.33
资本开支	195.39	176.22	124.15	264.97	169.41	151.25	311.08	446.35	304.71
较上年同期增减	48.31	88.48	-147.05	54.32	-25.98	-24.98	186.93	181.38	135.30
ROE	6.08%	5.23%	6.85%	4.31%	5.11%	4.63%	7.00%	-2.42%	5.59%
YOY(±)	-0.39%	0.14%	-0.13%	-0.11%	-0.97%	-0.60%	0.16%	-6.72%	0.48%
资产负债率	47.91%	49.23%	48.10%	48.61%	42.28%	44.28%	40.94%	45.52%	42.68%
YOY(±)	14.60%	6.67%	-1.63%	-3.67%	-5.63%	-4.95%	-7.16%	-3.09%	0.40%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 顾家家居收入拆分一览

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020H2	2020A
营业收入	6,665.44	9,172.12	11,093.59	4,861.38	7,804.61	12,665.99
yoy	39.02%	37.61%	20.95%	-2.97%	28.29%	14.17%
毛利率	37.26%	36.37%	34.86%	35.47%	31.49%	33.02%
按产品分类						
沙发产品营业收入	3,692.49	5,144.16	5,830.82	2,414.69	3,998.29	6,412.98
yoy	30.03%	39.31%	13.35%	-14.50%	32.98%	9.98%
占比	55.40%	56.08%	52.56%	49.67%	51.23%	50.63%
毛利率	36.46%	34.87%	32.43%	33.62%	31.92%	32.56%
销售量(万套)	100.07	138.96	156.57	-	-	172.00
单套售价(元/套)	3,689.83	3,701.90	3,724.10	-	-	3,728.19
餐椅产品营业收入	263.64	317.80	-	-	-	-
yoy	21.42%	20.54%	-	-	-	-
占比	3.96%	3.46%	-	-	-	-
毛利率	29.89%	28.51%	-	-	-	-
销售量(万套)	9.36	11.31	-	-	-	-
单套售价(元/套)	2,815.65	2,809.90	-	-	-	-
床营业收入(软床&床垫)	885.80	1,132.03	1,952.84	902.63	1,435.40	2,338.03
yoy	36.31%	27.80%	72.51%	24.19%	17.08%	19.72%
占比	13.29%	12.34%	17.60%	18.57%	18.39%	18.46%
毛利率	38.22%	38.23%	35.05%	35.02%	35.96%	35.60%
销售量(万套)	34.73	43.61	78.45	-	-	93.45
单套售价(元/套)	2,550.30	2,595.80	2,489.28	-	-	2,501.79
配套产品营业收入(并入集成)	978.37	1,292.35	1,906.19	-	-	-
yoy	34.32%	32.09%	47.50%	-	-	-
占比	14.68%	14.09%	17.18%	-	-	-
毛利率	26.54%	26.20%	24.19%	-	-	-
定制家具产品营业收入	86.30	212.10	343.00	134.53	321.43	455.96
yoy	-	145.77%	61.72%	-2.21%	56.47%	32.93%
占比	1.29%	2.31%	3.09%	2.77%	4.12%	3.60%
毛利率	26.86%	29.96%	35.77%	34.07%	36.47%	35.76%
红木家具产品营业收入	112.87	158.10	143.21	46.15	66.50	112.65
yoy	-	40.07%	-9.42%	-31.79%	-11.99%	5.00%
占比	1.69%	1.72%	1.29%	0.95%	0.85%	1.37%
毛利率	13.46%	13.95%	25.29%	21.90%	21.43%	21.62%
信息技术服务营业收入	174.10	332.19	405.27	250.54	375.38	625.92
yoy	-	90.81%	22.00%	90.96%	36.96%	60.00%
占比	2.61%	3.62%	3.65%	5.15%	4.81%	4.94%
毛利率	93.34%	87.31%	87.63%	88.14%	83.34%	85.26%
按区域分类						
内销	4,036.49	5,209.84	6,069.86	3,067.46	4,581.67	7,649.13
yoy	38.60%	29.07%	16.51%	10.02%	39.60%	26.02%
占比	60.56%	56.80%	54.72%	63.10%	58.70%	60.39%
毛利率	42.36%	42.86%	39.87%	40.70%	39.71%	40.11%
外销	2,233.29	3,499.68	4,607.72	1,597.59	3,055.43	4,653.02
yoy	40.54%	56.71%	31.66%	-19.70%	16.70%	0.98%
占比	33.51%	38.16%	41.53%	32.86%	39.15%	36.74%
毛利率	24.01%	23.64%	24.82%	24.13%	24.24%	24.20%

备注: 配套产品2019年更名为集成产品, 包括原配套产品和餐椅

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6360	9076	11904	15142	营业收入	12666	16503	20560	25023
现金	2241	4283	6004	8420	营业成本	8206	10808	13489	16463
交易性金融资产	765	478	579	607	营业税金及附加	67	118	147	179
应收账款	1109	1543	1866	2267	营业费用	2494	3077	3717	4374
其它应收款	112	199	223	264	管理费用	504	641	752	916
预付账款	89	93	121	156	研发费用	198	215	226	275
存货	1871	2059	2846	3141	财务费用	132	33	62	75
其他	173	422	265	287	资产减值损失	(510)	13	12	15
非流动资产	6678	7422	7846	8274	公允价值变动损益	5	11	8	10
金额资产类	0	578	193	257	投资净收益	192	150	150	150
长期投资	18	182	146	115	其他经营收益	86	0	0	0
固定资产	2691	3108	3548	3996	营业利润	1036	2001	2564	3190
无形资产	733	878	921	965	营业外收支	159	161	162	160
在建工程	369	374	327	278	利润总额	1195	2161	2725	3351
其他	2868	2301	2712	2663	所得税	328	428	540	664
资产总计	13038	16499	19750	23416	净利润	867	1733	2185	2687
流动负债	5405	6063	7189	8302	少数股东损益	21	21	21	21
短期借款	233	0	0	0	归属母公司净利润	845	1712	2164	2665
应付款项	1543	1956	2473	3031	EBITDA	1549	2411	3018	3684
预收账款	0	1345	1480	1280	EPS (最新摊薄)	1.41	2.71	3.42	4.21
其他	3629	2762	3236	3991	主要财务比率				
非流动负债	529	1048	989	855		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	400	400	400	400	成长能力				
其他	129	648	588	455	营业收入	14.17%	30.29%	24.58%	21.71%
负债合计	5934	7111	8178	9157	营业利润	-19.80%	93.10%	28.13%	24.45%
少数股东权益	364	385	406	427	归属母公司净利润	-27.19%	102.47%	26.40%	23.18%
归属母公司股东权益	6740	9002	11166	13831	获利能力				
负债和股东权益	13038	16499	19750	23416	毛利率	35.21%	34.51%	34.39%	34.21%
					净利率	6.84%	10.50%	10.63%	10.74%
					ROE	12.61%	20.76%	20.65%	20.64%
					ROIC	12.58%	18.12%	18.58%	18.68%
					偿债能力				
					资产负债率	45.52%	43.10%	41.41%	39.11%
					净负债比率	12.36%	7.87%	7.28%	6.03%
					流动比率	1.18	1.50	1.66	1.82
					速动比率	0.83	1.16	1.26	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.12	1.13	1.16
					应收帐款周转率	11.95	12.45	12.07	12.12
					应付帐款周转率	5.93	6.48	6.38	6.23
					每股指标(元)				
					每股收益	1.41	2.71	3.42	4.21
					每股经营现金	3.62	4.36	3.38	5.45
					每股净资产	10.66	14.96	18.56	22.99
					估值比率				
					P/E	56.33	27.82	22.01	17.87
					P/B	7.43	5.29	4.27	3.44
					EV/EBITDA	27.56	19.18	14.74	11.41

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2180	2622	2034	3278
净利润	867	1733	2185	2687
折旧摊销	253	250	293	333
财务费用	132	33	62	75
投资损失	(192)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	1089	56	877	655
其它	33	700	(1233)	(321)
投资活动现金流	(1444)	(1454)	(204)	(614)
资本支出	(764)	(610)	(616)	(663)
长期投资	221	(743)	421	(33)
其他	(902)	(101)	(10)	83
筹资活动现金流	(1364)	876	(105)	(243)
短期借款	(54)	(233)	0	0
长期借款	(74)	0	0	0
其他	(1236)	1109	(105)	(243)
现金净增加额	(627)	2044	1725	2421

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>