

顾家家居（603816）：软体家具业务稳健成长，渠道优势不断巩固

2021年05月07日

推荐/维持

顾家家居 公司报告

事件：公司公布 2020 全年与 2021 年一季度业绩。2020 年公司实现收入 126.66 亿元，同比+14.17%；归母净利润 8.45 亿元，同比-27.19%。2021 年一季度公司实现收入 37.82 亿元，同比+65.32%（相比 2019 年一季度 +53.75%，两年平均增速 24.00%）；归母净利润 3.85 亿元，同比增长+25.58%。

下半年沙发销售反弹明显，床类产品增长势头良好。2020 年沙发/床类/集成产品占收入比重达 50.6%/18.5%/17.6%，后两者占比略有提升。随着疫情影响较弱，公司品牌力、渠道优势和营销能力凸显，主要品类实现稳健成长。沙发、集成产品下半年收入增速均反弹至 30%左右，全年同比+9.98%、+16.71%，核心品类市场份额不断提升；床类产品收入疫情期间保持较快增长，全年同比+19.72%，新兴品类拓展势头良好。分地区来看，公司国内销售反弹迅速，2020 年 H1/H2 收入增速 10.01%/38.47%，未来短期有望受益家具消费回暖；海外销售（占收入的 37%）受疫情和反倾销等因素影响，H1/H2 收入增速-19.70%/16.69%，预计 2021 年增速有望进一步修复。

商誉减值拖累业绩，成本费用控制较好。由于前期投资的部分公司经营受到疫情冲击，玺堡因美国反倾销而出口受阻，班尔奇所在定制行业竞争加剧，公司共计提 4.84 亿元商誉减值，造成 2020 年业绩下滑（剔除资产减值损失后营业利润同比+18.36%）。截至 2020 年底商誉净值 3.43 亿元，其中 2.22 亿元来自纳图兹，考虑到疫情影响减弱、运营逐渐成熟，后续商誉减值风险较低。公司全年毛利率同比+0.35 pct.，沙发、床类产品毛利率均略有提升，主要由于精益生产下单位人工成本减少。全年期间费用率同比+0.66 pct.，主要由于运输费与出口费用上涨导致销售费用率增加。2021 年一季度毛利率同比+0.19 pct.，期间费用率同比-1.87 pct.，实现提效降本；净利率同比-3.22 pct.，主要由于去年同期投资收益与营业外收入较多、利润基数较低。

线下渠道优势不断强化，战略上重视电商布局。保持渠道优势是龙头软体家具企业应对流量碎片化、品类多元化，不断提升市场份额的关键之一。公司持续进驻空白城市，积极探索“1+N+X”模式（各类大店+系列单店与品类综合店+各类新兴渠道业态），把握更多线下客流。截至 2020 年底公司共有 6691 家门店，数量领先全行业；全年净增加门店 205 家，疫情影响下渠道扩张能力凸显。同时公司通过信息化建设、区域零售中心等进一步提升门店运营效率。2020 年公司提升了电商的战略地位，协同经营的各个环节实现电商业务发展，加快布局拼多多、抖音等新渠道。

龙头企业品类拓展能力较强，高潜品类支撑中长期扩张。凭借渠道运营、品牌力和产品创新能力的优势，公司得以通过内生孵化与外部收购，在纵向拓展功能沙发产品，在横向拓展床类产品等新兴品类，并保持较好盈利能力。公司计划在功能沙发、床垫、定制家居等高潜力品类加强攻势，有望通过“多品牌、全品类、全渠道”的布局实现中长期的持续扩张。

盈利预测与投资评级：内销方面，看好公司核心品类稳定发展、新兴品类快速扩张；外销方面，看好公司凭借规模优势与海外产能布局实现销售持续增长。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.15、19.26、23.18 亿元人民币，EPS 为 2.56、3.01、3.60 元，目前股价对应 PE 分别为 31.25、26.52、22.17 倍，维持“推荐”评级。

公司简介：

公司专业从事客厅及卧室家具产品的研究、开发、生产与销售，为全球家庭提供健康、舒适、环保的客厅及卧室家居产品。公司旗下拥有“顾家工艺”“睡眠中心”“顾家床垫”“顾家布艺”“顾家功能”“全屋定制”六大产品系列，独立轻奢时尚品牌“天禧派”，自有品牌“东方荟”、合作品牌“LAZBOY”功能沙发，收购国内外知名家具品牌：意大利“Natuzzi”、德国“ROLFBENZ”、美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“玺堡”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-05-20 年度股东大会

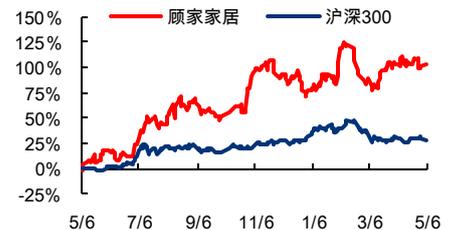
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	38.12-91.20
总市值（亿元）	515.00
流通市值（亿元）	507.31
总股本/流通 A 股（万股）	63229/62285
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.59

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

研究助理：常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070055

风险提示：疫情超预期，新产品不及预期，原材料价格上涨。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,093.59	12,665.99	15,885.54	19,184.67	22,967.07
增长率（%）	20.95%	14.17%	25.42%	20.77%	19.72%
归母净利润（百万元）	1,161.16	845.47	1,615.48	1,926.06	2,317.95
增长率（%）	17.37%	-27.19%	91.07%	19.23%	20.35%
净资产收益率（%）	19.66%	12.54%	18.71%	18.97%	19.26%
每股收益（元）	1.98	1.39	2.56	3.01	3.60
PE	40.35	57.48	31.25	26.52	22.17
PB	8.14	7.50	5.99	5.16	4.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
流动资产合计	6113	6360	8698	10500	12294	营业收入	11094	12666	15886	19185	22967
货币资金	2958	2241	3971	4796	5742	营业成本	7226	8206	10299	12421	14821
应收账款	1012	1108	1419	1696	2041	营业税金及附加	79	67	111	134	161
其他应收款	129	112	140	169	202	营业费用	2073	2494	3050	3664	4364
预付款项	55	89	118	162	176	管理费用	292	297	365	441	528
存货	1266	1871	2076	2668	3086	财务费用	104	132	30	42	46
其他流动资产	183	173	173	173	173	研发费用	198	207	254	307	367
非流动资产合计	6147	6678	6725	7431	7917	资产减值损失	-8.00	-502.46	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	239	18	0	0	0	公允价值变动收益	17.88	4.90	0.00	0.00	0.00
固定资产	1854	2691	3296	4034	4506	投资净收益	139.63	192.38	130.00	140.00	150.00
无形资产	755	733	709	687	665	加：其他收益	30.77	85.91	58.34	58.34	58.34
其他非流动资产	1777	2186	1981	2083	2032	营业利润	1292	1036	1965	2373	2888
资产总计	12260	13038	15423	17931	20211	营业外收入	240.28	175.32	170.00	170.00	170.00
流动负债合计	4498	5405	5837	6785	7123	营业外支出	9.98	16.63	12.00	12.00	12.00
短期借款	287	233	513	1061	946	利润总额	1522	1195	2123	2531	3046
应付账款	1280	1489	1821	2210	2629	所得税	302	328	467	557	670
预收款项	1492	2034	2034	2034	2034	净利润	1220	867	1656	1974	2376
一年内到期的非流	326	100	100	100	100	少数股东损益	59	21	40	48	58
非流动负债合计	1462	529	547	538	543	归属母公司净利润	1161	845	1615	1926	2318
长期借款	474	400	400	400	400	主要财务比率					
应付债券	837	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5959	5934	6384	7323	7666	成长能力					
少数股东权益	394	364	404	453	511	营业收入增长	20.95%	14.17%	25.42%	20.77%	19.72%
实收资本(或股本)	602	632	648	655	659	营业利润增长	11.53%	-19.80%	89.65%	20.77%	21.70%
资本公积	2205	3424	3424	3424	3424	归属于母公司净利	17.37%	-27.19%	91.07%	19.23%	20.35%
未分配利润	2512	2689	4036	5620	7539	获利能力					
归属母公司股东权	5906	6740	8635	10156	12035	毛利率(%)	34.86%	35.21%	35.17%	35.25%	35.47%
负债和所有者权益	12260	13038	15423	17931	20211	净利率(%)	11.00%	6.84%	10.42%	10.29%	10.34%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	9.47%	6.48%	10.47%	10.74%	11.47%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	19.66%	12.54%	18.71%	18.97%	19.26%
经营活动现金流	2124	2180	1510	1693	2352	偿债能力					
净利润	1220	867	1656	1974	2376	资产负债率(%)	49%	46%	41%	41%	38%
折旧摊销	207.23	252.93	316.64	377.56	439.18	流动比率	1.36	1.18	1.49	1.55	1.73
财务费用	104	132	30	42	46	速动比率	1.08	0.83	1.13	1.15	1.29
应收账款减少	-80	-96	-311	-277	-345	营运能力					
预收帐款增加	484	542	0	0	0	总资产周转率	0.97	1.00	1.12	1.15	1.20
投资活动现金流	305	-1444	-412	-1071	-909	应收账款周转率	11	12	13	12	12
公允价值变动收益	18	5	0	0	0	应付账款周转率	10.18	9.15	9.60	9.52	9.49
长期投资减少	0	0	18	0	0	每股指标(元)					
投资收益	140	192	130	140	150	每股收益(最新摊	1.98	1.39	2.56	3.01	3.60
筹资活动现金流	-1046	-1364	633	203	-497	每股净现金流(最新	2.30	-0.99	2.67	1.26	1.43
应付债券增加	58	-837	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.81	10.66	13.33	15.50	18.26
长期借款增加	-593	-74	0	0	0	估值比率					
普通股增加	172	31	15	8	4	P/E	40.35	57.48	31.25	26.52	22.17
资本公积增加	-118	1220	0	0	0	P/B	8.14	7.50	5.99	5.16	4.38
现金净增加额	1383	-627	1731	825	946	EV/EBITDA	30.13	35.57	21.37	17.74	14.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526