

## 公司研究

## 推出员工持股计划，绑定管理层利益迎来稳健发展

## ——顾家家居（603816.SH）员工持股点评

## 要点

**事件：**顾家家居推出 2021 年员工持股计划，面向公司董事、高级管理人员及核心骨干激励，合计不超过 25 人。此次员工持股计划筹集资金不超过 5 亿元，后续委托资产管理公司通过大宗交易或者非交易过户的方式购买上市公司股票，资金上限不超过 10 亿元，按照不超过 1:1 的比例设置优先级和劣后级。员工持股计划的股份来源于公司 2019 年 9 月 23 日至 2020 年 9 月 8 日回购股票；员工持股计划存续期 72 个月。公司通过员工持股的方式激励高管，仅影响现金流量表和资产负债表，对利润表没有影响。

## 点评：

**此次员工持股主要针对公司核心管理层，绑定核心高管利益有助于公司发展的稳定性，对于资本市场而言也有利于增加投资确定性。**顾家家居是家居行业率先启用职业经理人的公司，以总裁李东来为核心的高管团队对公司的销售、制造都做出了较大的提升，并且搭建一套完整的组织体系，推动公司实现长期增长。此次员工持股，公司激励对象不超过 25 人，总裁李东来预计占比 55%，副总裁李云海、刘春新及吴汉皆占比 3%，副总裁欧亚非占比 2%；激励人数虽然不多但是公司高管及核心骨干皆在名单之列。

**企业家才是真正的核心资产：**顾家家居在 2012 年实行职业经理人管理后才开始走上现代化组织管理的道路。由于家居行业偏手工作业，较为传统，企业发展呈现着低门槛、低天花板的特色，规模扩大较难。家居公司的持续成长离不开公司从制造、品牌营销及渠道环环相扣的全产业链管控，这便需要一个完善的制度体系和良好的组织运转。这也意味着需要企业家精神的管理团队进行公司治理。

**此次激励后，总裁李东来持股将达 2.8%：**根据公司 2021 年 3 月 27 日公告，总裁持有公司股份 2.11%；根据此次员工持股计划，公司近日股价约 80 元/股，我们推算李东来将增加公司股份 0.6%，考虑未完成的回购，总裁将持股约 2.8%。

**管理层的稳定有助于更好实施长期发展战略：**根据我们刚刚外发的顾家家居报告《行业新周期，战略转型铸造成长空间》，家居行业迎来新周期，真正的竞争刚刚拉开序幕，未来几年对于顾家而言尤为重要，管理层的稳定增强发展确定性。

**盈利预测、估值与评级：**我们认可公司零售转型与供应链整合的战略，同时也坚信随着公司软体产品更进一步，定制家居快速发展。通过此次员工持股计划，公司核心高管利益进一步绑定，有助于维持未来几年的稳健成长；我们维持公司盈利预测 21-23 年净利润 16.8/21.1/25.6 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**供应链管理进展不佳，定制家居发展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.47%	26.90%	22.30%
净利润（百万元）	1,161	845	1,684	2,110	2,555
净利润增长率	17.37%	-27.19%	99.21%	25.26%	21.13%
EPS（元）	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.66%	12.54%	21.92%	24.46%	26.81%
P/E	40	58	29	23	19
P/B	7.9	7.3	6.4	5.7	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-11

## 买入（维持）

当前价：77.41 元

## 作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

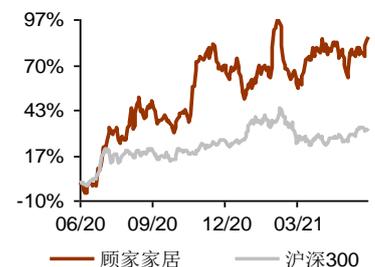
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.32
总市值(亿元):	489.46
一年最低/最高(元):	42.10/91.20
近 3 月换手率:	22.00%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.51	5.24	49.05
绝对	3.06	6.76	79.56

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业成本	7,226	8,206	10,235	13,008	15,909
折旧和摊销	166	210	142	166	191
税金及附加	79	67	84	107	131
销售费用	2,073	2,494	2,956	3,670	4,440
管理费用	292	297	366	464	567
研发费用	198	207	272	337	417
财务费用	104	132	37	80	113
投资收益	140	192	166	179	173
营业利润	1,292	1,036	2,196	2,801	3,407
利润总额	1,522	1,195	2,391	2,978	3,592
所得税	302	328	657	818	987
净利润	1,220	867	1,734	2,160	2,605
少数股东损益	59	21	50	50	50
归属母公司净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
EPS(按最新股本计)	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,124	2,180	832	1,516	3,002
净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
折旧摊销	166	210	142	166	191
净营运资金增加	-495	-102	1,721	1,778	859
其他	1,292	1,227	-2,715	-2,537	-603
投资活动产生现金流	305	-1,444	583	-546	-427
净资本支出	-756	-1,075	-500	-500	-500
长期投资变化	239	18	0	0	0
其他资产变化	822	-387	1,083	-46	73
融资活动现金流	-1,046	-1,364	317	98	-1,450
股本变化	172	31	0	0	0
债务净变化	-93	-1,191	1,093	1,346	312
无息负债变化	563	1,166	-444	292	1,297
净现金流	1,383	-720	1,732	1,069	1,124

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.9%	35.2%	35.6%	35.5%	35.5%
EBITDA 率	13.3%	17.7%	14.0%	14.3%	14.4%
EBIT 率	11.4%	15.7%	13.1%	13.5%	13.7%
税前净利润率	13.7%	9.4%	15.0%	14.8%	14.6%
归母净利润率	10.5%	6.7%	10.6%	10.5%	10.4%
ROA	10.0%	6.6%	11.8%	12.5%	13.1%
ROE (摊薄)	19.7%	12.5%	21.9%	24.5%	26.8%
经营性 ROIC	18.3%	24.4%	19.0%	19.5%	21.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	46%	45%	47%	49%
流动比率	1.36	1.18	1.32	1.33	1.35
速动比率	1.08	0.83	0.98	1.00	1.00
归母权益/有息债务	3.07	9.19	4.21	2.72	2.74
有形资产/有息债务	5.42	15.84	7.27	5.02	5.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,260	13,038	14,681	17,311	19,876
货币资金	2,958	2,241	3,973	5,042	6,166
交易性金融资产	493	765	200	400	500
应收帐款	1,012	1,108	1,513	1,921	2,349
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	146	112	0	0	0
存货	1,266	1,871	2,043	2,602	3,182
其他流动资产	183	173	173	173	173
流动资产合计	6,113	6,360	7,997	10,267	12,523
其他权益工具	1,766	1,735	1,735	1,735	1,735
长期股权投资	239	18	18	18	18
固定资产	1,854	1,854	2,100	2,341	2,571
在建工程	442	442	519	577	620
无形资产	755	733	719	704	690
商誉	827	343	343	343	343
其他非流动资产	11	862	862	862	862
非流动资产合计	6,147	6,678	6,684	7,044	7,353
总负债	5,959	5,934	6,583	8,221	9,830
短期借款	287	233	1,326	2,672	2,985
应付账款	1,280	1,489	1,835	2,346	2,861
应付票据	29	54	67	86	105
预收账款	1,492	0	1,069	678	1,244
其他流动负债	0	210	210	210	210
流动负债合计	4,498	5,405	6,054	7,692	9,301
长期借款	474	400	400	400	400
应付债券	837	0	0	0	0
其他非流动负债	21	129	129	129	129
非流动负债合计	1,462	529	529	529	529
股东权益	6,301	7,104	8,098	9,090	10,046
股本	602	632	632	632	632
公积金	2,596	3,815	3,815	3,815	3,815
未分配利润	2,512	2,689	3,633	4,575	5,481
归属母公司权益	5,906	6,740	7,684	8,626	9,532
少数股东权益	394	364	414	464	514

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.69%	19.69%	18.60%	18.20%	18.00%
管理费用率	2.63%	2.34%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.94%	1.04%	0.23%	0.39%	0.46%
研发费用率	1.78%	1.63%	1.71%	1.67%	1.69%
所得税率	20%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	1.17	1.85	2.61	2.96
每股经营现金流	3.53	3.45	1.32	2.40	4.75
每股净资产	9.81	10.66	12.15	13.64	15.07
每股销售收入	18.43	20.03	25.13	31.89	39.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	40	58	29	23	19
PB	7.9	7.3	6.4	5.7	5.1
EV/EBITDA	33.9	23.1	23.0	18.3	14.9
股息率	1.3%	1.5%	2.4%	3.4%	3.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE