

顾家家居 (603816)

证券研究报告

2021年06月12日

员工持股计划深度绑定团队利益，彰显未来发展信心

实施员工持股计划提升团队凝聚力，助力公司长期健康发展。

公司发布《2021年员工持股计划(草案)》，计划筹集资金总额不超5亿元，认购价格为认购前一交易日收盘价的90%。本次持股计划的股票来源为2019年9月23日至2020年9月18日期间公司回购的股份共1087.93万股，占公司总股本比为1.72%。公司将设立资金管理计划，募集资金总额上限为10亿元，并按照不超过1:1的比例设置优先级和劣后级份额，本次员工持股计划将认购全部劣后级份额，与其余优先级份额共同组成规模不超过10亿元的资金管理计划。本次持股计划锁定期12个月，存续期72个月。

高管及骨干员工为参与者，深度绑定核心团队利益。

本次员工持股计划的参加对象不超过25人，包括董事(不含独立董事)、高级管理人员8人，核心骨干员工17人，其中董事兼总裁李东来先生拟出资上限为2.75亿元，预计占持股计划比为55%。此前，公司于2020年12月19日公告，董事兼总裁李东来先生拟在6个月内增持公司股份，增持金额为1.3-2.6亿元。截至2021年3月27日，李东来先生直接及间接共持有公司股票1336.52万股，占公司总股本2.11%。我们认为，此次员工持股计划的实施将利于绑定核心团队的利益，改善公司治理水平，提高业务骨干的凝聚力，充分调动员工的积极性，促进公司长期稳健发展。

持续探索“1+N+X”模式，内销零售布局持续完善。

国内市场持续探索“1+N+X”模式，截至20年末，公司共有门店6691家，其中自有品牌经销门店4737家、其他品牌经销门店1844家、直营门店110家，门店在软体行业中数量最多、覆盖面最广。线下渠道继续强化区域零售中心的协同作用，对市场进行及时反馈，提升精细化渠道管理能力。同时加快抖音、拼多多等新渠道的布局，提升电商的战略地位，抓住后疫情阶段的行业机遇，内销渠道更加多元。

细化产品定位，围绕客餐卧空间一体化，持续提升产品竞争力。

沙发：优化功能沙发的设计风格，打造高性价比的布艺沙发，LAZBOY向年轻化方向调整。**床垫：**聚焦高端床垫，树立公司在床垫细分领域的专业形象，于2021年3月正式成为杭州亚运会官方床垫独家供应商。**定制：**产品不断丰富，极简类产品竞争力增强。重新定位天禧品牌，围绕轻时尚调整产品结构，主打“生态皮”新材料，打造极致性价比的产品。优化产品规格与组合方式，迎合小户型趋势；推动产品结构研究与标准化，提高装箱量，研发适合不同业务模式的产品；拉开产品高中低定位，补充中高端面料，提升中低端面料性能，提升产品竞争力。

盈利预测与估值：公司为国内软体家居龙头，逐步强化区域零售中心的协同作用，全品类、多渠道发力迈向大家居，疫情影响下公司经营依旧稳健，看好公司长远发展及龙头集中度加速提升，预计公司21/22年归母净利润为15.4/18.1亿元，同比+82.2%/+17.8%，对应PE分别为32x/27x，维持“买入”评级。

风险提示：本次员工持股计划仍待股东大会审议；行业竞争加剧；原材料价格上涨；地产交付不及预期。

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	77.41元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	632.29
流通A股股本(百万股)	630.87
A股总市值(百万元)	48,945.51
流通A股市值(百万元)	48,835.27
每股净资产(元)	11.13
资产负债率(%)	42.68
一年内最高/最低(元)	91.20/42.10

作者

范张翔	分析师
SAC执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《顾家家居-年报点评报告:产品力+渠道力持续提升，龙头优势不断巩固》2021-05-01
- 《顾家家居-季报点评:Q3收入业绩增长亮眼，稳健经营典范》2020-10-31
- 《顾家家居-半年报点评:上半年利润逆势增长，看好龙头集中度加速提升》2020-08-20

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,093.59	12,665.99	16,535.32	20,025.62	24,080.67
增长率(%)	20.95	14.17	30.55	21.11	20.25
EBITDA(百万元)	1,753.89	2,511.50	2,052.23	2,467.61	3,126.18
净利润(百万元)	1,161.16	845.47	1,540.54	1,814.08	2,280.03
增长率(%)	17.37	(27.19)	82.21	17.76	25.69
EPS(元/股)	1.84	1.34	2.44	2.87	3.61
市盈率(P/E)	42.15	57.89	31.77	26.98	21.47
市净率(P/B)	8.29	7.26	6.01	5.21	4.38
市销率(P/S)	4.41	3.86	2.96	2.44	2.03
EV/EBITDA	13.89	15.99	20.07	17.06	11.69

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,958.28	2,240.79	6,539.19	6,417.73	12,016.31	营业收入	11,093.59	12,665.99	16,535.32	20,025.62	24,080.67
应收票据及应收账款	1,011.95	1,109.16	1,597.15	670.62	2,056.35	营业成本	7,226.20	8,206.49	10,827.42	13,025.46	15,522.53
预付账款	55.04	88.60	72.21	127.13	119.46	营业税金及附加	79.20	67.30	117.72	130.65	152.16
存货	1,266.11	1,871.33	1,983.44	2,681.39	2,851.50	营业费用	2,073.16	2,493.84	3,100.37	3,754.80	4,491.04
其他	822.06	1,049.79	1,450.21	1,217.86	1,386.01	管理费用	292.23	296.96	380.31	510.65	614.06
流动资产合计	6,113.44	6,359.68	11,642.20	11,114.72	18,429.63	研发费用	197.96	206.79	297.64	380.49	421.41
长期股权投资	238.82	17.65	17.65	17.65	17.65	财务费用	104.37	131.75	21.14	57.19	28.43
固定资产	1,854.43	2,690.62	2,760.89	2,787.78	2,775.64	资产减值损失	(8.00)	(502.46)	13.63	15.01	15.08
在建工程	441.56	368.91	257.34	202.41	151.44	公允价值变动收益	17.88	4.90	0.00	0.00	0.00
无形资产	754.76	733.23	700.53	667.82	635.12	投资净收益	139.63	192.38	120.00	118.30	116.00
其他	2,856.98	2,867.87	1,915.24	2,318.85	2,272.33	其他	(320.91)	531.94	(240.00)	(236.60)	(232.00)
非流动资产合计	6,146.54	6,678.28	5,651.66	5,994.51	5,852.19	营业利润	1,291.87	1,036.11	1,897.09	2,269.67	2,951.94
资产总计	12,259.99	13,037.96	17,293.86	17,109.23	24,281.82	营业外收入	240.28	175.32	197.73	204.44	192.50
短期借款	286.96	233.14	224.08	653.92	641.77	营业外支出	9.98	16.63	14.68	13.76	15.02
应付票据及应付账款	1,308.51	1,543.11	1,943.11	2,358.98	2,813.89	利润总额	1,522.17	1,194.79	2,080.15	2,460.35	3,129.42
其他	2,902.22	3,628.67	6,124.10	3,119.72	8,025.87	所得税	301.71	328.17	491.92	581.76	779.86
流动负债合计	4,497.69	5,404.93	8,291.28	6,132.61	11,481.53	净利润	1,220.45	866.62	1,588.22	1,878.59	2,349.56
长期借款	474.47	400.41	336.12	980.88	962.66	少数股东损益	59.29	21.15	47.68	64.51	69.52
应付债券	836.95	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,161.16	845.47	1,540.54	1,814.08	2,280.03
其他	150.32	128.97	109.59	129.63	122.73	每股收益(元)	1.84	1.34	2.44	2.87	3.61
非流动负债合计	1,461.74	529.38	445.71	1,110.51	1,085.39						
负债合计	5,959.43	5,934.30	8,737.00	7,243.12	12,566.92	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	394.37	363.93	409.23	472.66	540.64	成长能力					
股本	601.81	632.41	632.29	632.29	632.29	营业收入	20.95%	14.17%	30.55%	21.11%	20.25%
资本公积	2,204.64	3,424.31	3,424.31	3,424.31	3,424.31	营业利润	11.53%	-19.80%	83.10%	19.64%	30.06%
留存收益	5,108.15	6,504.15	7,515.34	8,761.16	10,541.97	归属于母公司净利润	17.37%	-27.19%	82.21%	17.76%	25.69%
其他	(2,008.42)	(3,821.15)	(3,424.31)	(3,424.31)	(3,424.31)	获利能力					
股东权益合计	6,300.55	7,103.66	8,556.86	9,866.11	11,714.90	毛利率	34.86%	35.21%	34.52%	34.96%	35.54%
负债和股东权益总计	12,259.99	13,037.96	17,293.86	17,109.23	24,281.82	净利率	10.47%	6.68%	9.32%	9.06%	9.47%
						ROE	19.66%	12.54%	18.91%	19.31%	20.40%
						ROIC	33.55%	30.87%	63.49%	444.18%	88.18%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	48.61%	45.52%	50.52%	42.33%	51.75%
净利润	1,220.45	866.62	1,540.54	1,814.08	2,280.03	净负债率	-16.41%	-21.22%	-68.01%	-46.50%	-87.58%
折旧摊销	207.23	252.93	134.00	140.75	145.80	流动比率	1.36	1.18	1.40	1.81	1.61
财务费用	121.63	181.69	21.14	57.19	28.43	速动比率	1.08	0.83	1.16	1.38	1.36
投资损失	(139.63)	(192.38)	(120.00)	(118.30)	(116.00)	营运能力					
营运资金变动	(395.69)	2,551.56	2,785.37	(2,601.94)	3,728.00	应收账款周转率	11.41	11.94	12.22	17.66	17.66
其它	1,110.15	(1,480.02)	47.68	64.51	69.52	存货周转率	9.14	8.07	8.58	8.59	8.70
经营活动现金流	2,124.14	2,180.41	4,408.73	(643.71)	6,135.79	总资产周转率	0.97	1.00	1.09	1.16	1.16
资本支出	548.05	268.22	79.38	59.96	56.90	每股指标(元)					
长期投资	(51.64)	(221.17)	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.84	1.34	2.44	2.87	3.61
其他	(191.39)	(1,491.20)	(19.38)	(21.66)	9.10	每股经营现金流	3.36	3.45	6.97	-1.02	9.70
投资活动现金流	305.02	(1,444.15)	60.00	38.30	66.00	每股净资产	9.34	10.66	12.89	14.86	17.67
债权融资	1,924.44	733.65	719.47	1,829.94	1,755.94	估值比率					
股权融资	376.83	525.46	375.58	(57.19)	(28.43)	市盈率	42.15	57.89	31.77	26.98	21.47
其他	(3,346.95)	(2,622.73)	(1,265.39)	(1,288.81)	(2,330.71)	市净率	8.29	7.26	6.01	5.21	4.38
筹资活动现金流	(1,045.68)	(1,363.62)	(170.33)	483.94	(603.21)	EV/EBITDA	13.89	15.99	20.07	17.06	11.69
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	15.34	17.45	21.48	18.09	12.26
现金净增加额	1,383.48	(627.36)	4,298.40	(121.47)	5,598.59						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com