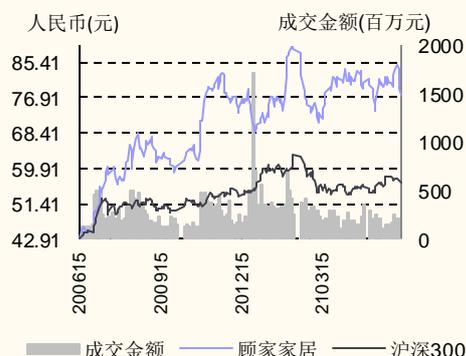


市场价格 (人民币): 77.41 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.32
已上市流通 A 股(亿股)	6.31
总市值(亿元)	489.46
年内股价最高最低(元)	89.50/42.91
沪深 300 指数	5225
上证指数	3590



## 相关报告

- 1.《轻装上阵，成长路径越发清晰-顾家家居年报&一季报点评》，2021.4.30
- 2.《景气度持续提升，软体龙头加速前行-顾家家居三季报点评》，2020.10.28
- 3.《无畏风浪，主动求变，软体龙头再出发-顾家家居首次覆盖报告》，2020.9.20

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓

联系人  
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

## 员工持股计划彰显信心，软体龙头加速发力

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	15,842	19,117	22,975
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.08%	20.67%	20.18%
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,729	2,078	2,554
归母净利润增长率	17.37%	-27.19%	104.47%	20.19%	22.91%
摊薄每股收益(元)	1.929	1.337	2.734	3.286	4.039
每股经营性现金流净额	3.52	1.85	2.78	4.21	5.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.66%	12.54%	20.68%	21.63%	22.93%
P/E	23.70	52.74	28.31	23.56	19.17
P/B	4.66	6.62	5.86	5.10	4.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 6月11日公司发布2021年员工持股计划(草案),本次员工持股计划涉及公司董事、高管及核心骨干员工等不超过25人,预计筹集资金总额不超过5亿元,锁定期为12个月,此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1087.9万股,占公司总股本的1.72%,价格为受让前一交易日收盘价的90%。本次持股计划一方面有助于绑定核心团队与公司利益,另一方面也体现出管理层对公司未来发展的极强信心。

## 经营分析

- 管理层连续增持+员工持股计划彰显发展信心:** 在此持股计划前,公司公告总裁李东来先生于2020年12月19日后6个月内以1.3-2.6亿元增持公司股份,截止2021年3月27日,李东来先生已持有公司总股份的2.11%。此次持股计划,除董事与高管之外,还将涉及17位核心员工,公司将设立资管计划,募集资金总额上限为10亿元,并按照不超过1:1的比例设置优先级份额和劣后级份额,持股计划认购全部劣后级份额,进而购买公司此前回购的股票,其中总裁李东来先生出资上限为2.75亿元,预计占持股计划比例为55%。管理层的持续增持叠加此次员工持股计划均充分展现核心团队对公司未来发展的极强信心,也将有助于完善员工、股东的利益共享机制。
- 多品牌+多品类发力,内销增长路径清晰:** 品牌方面,公司除主打中高端的顾家主品牌外,现已逐渐依托纳图兹、乐至宝发力高端,天禧发力中低端,这三者的品牌力与产品力均在同价位段处于领跑水平。多品牌带来更全价位段覆盖优势将为公司进一步抢占份额打下坚实基础。品类方面,随着公司供应链管理的逐步优化,多品类布局将展现优势。尤其定制家具板块近年来稳步推进,2020年正式发布软体和定制设计系统的一体化拉通1.0,提升设计全链路效率,前后端逐步优化,在疫情影响下2020年定制业务仍增长32.9%至4.6亿,定制业务在前端引流与扩大客单方面将逐渐发挥巨大作用,打开公司第二增长曲线的同时将更好驱动原有主业的持续发展。
- 海外需求高景气延续,外销贡献可期:** 美国成屋/新屋销售1-4月累计同比+18.9%/+33.9%,地产景气度持续带动家居需求较旺,我国1-5月家具出口额同比+64.9%,而公司越南工厂产能与效率也正逐渐提升,在继续提效降本的基础上依托加快拓展澳新市场,外销整体增长贡献可期。

## 投资建议

- 我们预计2021-2023年EPS分别为2.7、3.3元、4.0元,当前股价对应2021-2023年PE分别为28、24和19倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 国内外疫情反复;贸易战升级;原材料价格大幅提升;行业竞争加剧。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,172</b>	<b>11,094</b>	<b>12,666</b>	<b>15,842</b>	<b>19,117</b>	<b>22,975</b>
增长率	20.9%	14.2%	25.1%	20.7%	20.2%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,836</b>	<b>-7,226</b>	<b>-8,206</b>	<b>-10,202</b>	<b>-12,294</b>	<b>-14,747</b>
%销售收入	63.6%	65.1%	64.8%	64.4%	64.3%	64.2%
<b>毛利</b>	<b>3,336</b>	<b>3,867</b>	<b>4,459</b>	<b>5,640</b>	<b>6,823</b>	<b>8,228</b>
%销售收入	36.4%	34.9%	35.2%	35.6%	35.7%	35.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-82</b>	<b>-79</b>	<b>-67</b>	<b>-112</b>	<b>-136</b>	<b>-163</b>
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>销售费用</b>	<b>-1,789</b>	<b>-2,073</b>	<b>-2,494</b>	<b>-2,931</b>	<b>-3,498</b>	<b>-4,204</b>
%销售收入	19.5%	18.7%	19.7%	18.5%	18.3%	18.3%
<b>管理费用</b>	<b>-244</b>	<b>-292</b>	<b>-297</b>	<b>-423</b>	<b>-497</b>	<b>-574</b>
%销售收入	2.7%	2.6%	2.3%	2.7%	2.6%	2.5%
<b>研发费用</b>	<b>-137</b>	<b>-198</b>	<b>-207</b>	<b>-297</b>	<b>-353</b>	<b>-379</b>
%销售收入	1.5%	1.8%	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,085</b>	<b>1,225</b>	<b>1,395</b>	<b>1,877</b>	<b>2,339</b>	<b>2,907</b>
%销售收入	11.8%	11.0%	11.0%	11.8%	12.2%	12.7%
<b>财务费用</b>	<b>-25</b>	<b>-104</b>	<b>-132</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>86</b>
%销售收入	0.3%	0.9%	1.0%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>	<b>510</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>106</b>	<b>140</b>	<b>192</b>	<b>130</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
%税前利润	8.0%	9.2%	16.1%	5.8%	3.7%	3.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,158</b>	<b>1,292</b>	<b>1,036</b>	<b>2,088</b>	<b>2,543</b>	<b>3,153</b>
%销售收入	12.6%	11.6%	8.2%	13.2%	13.3%	13.7%
<b>营业外收支</b>	<b>160</b>	<b>230</b>	<b>159</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,318</b>	<b>1,522</b>	<b>1,195</b>	<b>2,248</b>	<b>2,703</b>	<b>3,313</b>
利润率	14.4%	13.7%	9.4%	14.2%	14.1%	14.4%
<b>所得税</b>	<b>-312</b>	<b>-302</b>	<b>-328</b>	<b>-446</b>	<b>-536</b>	<b>-657</b>
所得税率	23.7%	19.8%	27.5%	19.8%	19.8%	19.8%
<b>净利润</b>	<b>1,007</b>	<b>1,220</b>	<b>867</b>	<b>1,802</b>	<b>2,167</b>	<b>2,656</b>
少数股东损益	17	59	21	74	89	102
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>989</b>	<b>1,161</b>	<b>845</b>	<b>1,729</b>	<b>2,078</b>	<b>2,554</b>
净利率	10.8%	10.5%	6.7%	10.9%	10.9%	11.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>1,007</b>	<b>1,220</b>	<b>867</b>	<b>1,802</b>	<b>2,167</b>	<b>2,656</b>
少数股东损益	17	59	21	74	89	102
<b>非现金支出</b>	<b>160</b>	<b>215</b>	<b>-250</b>	<b>317</b>	<b>381</b>	<b>441</b>
非经营收益	-75	33	-95	-298	-236	-242
营运资金变动	-82	648	646	-63	347	317
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,010</b>	<b>2,117</b>	<b>1,168</b>	<b>1,759</b>	<b>2,660</b>	<b>3,172</b>
<b>资本开支</b>	<b>-716</b>	<b>-756</b>	<b>-1,075</b>	<b>-545</b>	<b>-670</b>	<b>-620</b>
投资	-2,339	484	73	113	-50	-50
其他	1,070	577	-442	130	100	100
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,985</b>	<b>305</b>	<b>-1,444</b>	<b>-302</b>	<b>-620</b>	<b>-570</b>
股权募资	400	4	1	581	0	0
债权募资	1,919	-146	-353	-268	-101	0
其他	-692	-904	-1,104	-727	-855	-1,039
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,627</b>	<b>-1,046</b>	<b>-1,456</b>	<b>-414</b>	<b>-956</b>	<b>-1,039</b>
<b>现金净流量</b>	<b>652</b>	<b>1,376</b>	<b>-1,733</b>	<b>1,043</b>	<b>1,083</b>	<b>1,563</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>1,592</b>	<b>2,958</b>	<b>2,241</b>	<b>3,243</b>	<b>4,257</b>	<b>5,769</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,077</b>	<b>1,158</b>	<b>1,221</b>	<b>1,606</b>	<b>1,912</b>	<b>2,297</b>
<b>存货</b>	<b>1,162</b>	<b>1,266</b>	<b>1,871</b>	<b>1,817</b>	<b>2,189</b>	<b>2,626</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,112</b>	<b>731</b>	<b>1,027</b>	<b>1,086</b>	<b>1,163</b>	<b>1,233</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,943</b>	<b>6,113</b>	<b>6,360</b>	<b>7,752</b>	<b>9,521</b>	<b>11,926</b>
%总资产	47.1%	49.9%	48.8%	52.7%	56.3%	60.7%
<b>长期投资</b>	<b>2,024</b>	<b>2,004</b>	<b>2,105</b>	<b>1,742</b>	<b>1,742</b>	<b>1,742</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,821</b>	<b>2,296</b>	<b>3,060</b>	<b>3,445</b>	<b>3,831</b>	<b>4,113</b>
%总资产	17.3%	18.7%	23.5%	23.4%	22.6%	20.9%
<b>无形资产</b>	<b>1,629</b>	<b>1,728</b>	<b>1,261</b>	<b>1,365</b>	<b>1,442</b>	<b>1,513</b>
<b>非流动资产</b>	<b>5,557</b>	<b>6,147</b>	<b>6,678</b>	<b>6,949</b>	<b>7,398</b>	<b>7,737</b>
%总资产	52.9%	50.1%	51.2%	47.3%	43.7%	39.3%
<b>资产总计</b>	<b>10,500</b>	<b>12,260</b>	<b>13,038</b>	<b>14,702</b>	<b>16,919</b>	<b>19,662</b>
<b>短期借款</b>	<b>172</b>	<b>613</b>	<b>333</b>	<b>401</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,981</b>	<b>1,953</b>	<b>2,237</b>	<b>2,735</b>	<b>3,291</b>	<b>3,929</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,441</b>	<b>1,932</b>	<b>2,835</b>	<b>2,415</b>	<b>2,911</b>	<b>3,433</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,594</b>	<b>4,498</b>	<b>5,405</b>	<b>5,551</b>	<b>6,502</b>	<b>7,661</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,067</b>	<b>474</b>	<b>400</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>828</b>	<b>987</b>	<b>129</b>	<b>255</b>	<b>185</b>	<b>134</b>
<b>负债</b>	<b>5,489</b>	<b>5,959</b>	<b>5,934</b>	<b>5,906</b>	<b>6,788</b>	<b>7,896</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,678</b>	<b>5,906</b>	<b>6,740</b>	<b>8,358</b>	<b>9,605</b>	<b>11,137</b>
其中：股本	430	602	632	632	632	632
未分配利润	1,843	2,512	2,689	3,726	4,973	6,505
<b>少数股东权益</b>	<b>333</b>	<b>394</b>	<b>364</b>	<b>437</b>	<b>527</b>	<b>629</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,500</b>	<b>12,260</b>	<b>13,038</b>	<b>14,702</b>	<b>16,919</b>	<b>19,662</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.300	1.929	1.337	2.734	3.286	4.039
每股净资产	10.872	9.814	10.657	13.219	15.190	17.614
每股经营现金净流	2.347	3.518	1.846	2.782	4.207	5.017
每股股利	1.000	1.170	0.820	1.094	1.314	1.615
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.15%	19.66%	12.54%	20.68%	21.63%	22.93%
总资产收益率	9.42%	9.47%	6.48%	11.76%	12.28%	12.99%
投入资本收益率	11.72%	11.76%	12.76%	16.18%	17.81%	19.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	37.61%	20.95%	14.17%	25.08%	20.67%	20.18%
EBIT增长率	33.03%	12.90%	13.86%	34.57%	24.64%	24.28%
净利润增长率	20.29%	17.37%	-27.19%	104.47%	20.19%	22.91%
总资产增长率	60.04%	16.76%	6.35%	12.76%	15.08%	16.21%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	27.1	32.0	30.5	33.0	32.0	32.0
存货周转天数	63.8	61.3	69.8	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	45.3	55.0	61.6	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	58.0	61.0	77.5	67.4	61.3	54.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	4.98%	-24.23%	-31.98%	-40.43%	-46.60%	-53.41%
EBIT利息保障倍数	42.9	11.7	10.6	-88.5	-53.5	-33.9
资产负债率	52.28%	48.61%	45.52%	40.17%	40.12%	40.16%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	12	40	48	74
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.07	1.08	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-15	买入	30.68	N/A
2	2020-09-20	买入	62.71	72.80~72.80
3	2020-10-28	买入	64.01	N/A
4	2021-04-30	买入	79.16	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402