

顾家家居 (603816.SH)

员工持股计划绑定核心管理层，看好中长期发展

事件：公司发布《2021年员工持股计划（草案）》，计划筹集资金不超5亿元，拟向公司董事、高管及核心骨干员工等不超过25人授予，锁定期12个月，股份来源于公司回购专用账户回购的股票；其中总裁李东来出资额上限为2.75亿元，预计占本次员工持股计划比例为55%。此外，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，存续期72个月。我们认为公司重视职业经理人团队搭建，员工持股计划绑定核心管理团队利益，团队积极性及执行力进一步增强，有利于保障公司中长期稳健发展。

内外销高景气。20年底住宅在施工面积达65.6亿平（+4.4%）、亟待竣工，竣工面积/在施工面积比例下降至历史低点11.6%，我们保守测算21年地产竣工面积增速约10%，支撑零售家居业绩与估值。内销方面，线下加速渠道扩张，线上积极开展直播、短视频等引流，销售收入高增；外销方面，海外地产景气叠加中国供应链优势，订单延续高增且有望贯穿全年，越南、墨西哥产能逐步落地，预计Q2低基数下增速更乐观。

盈利修复空间大。原材料价格大幅提升、海运堵塞等客观环境下，顾家盈利仍可保持稳健，经营管理可见优异。我们预期Q2内销利润率环比提升、外销持平；值得期待的是，未来原材料价格下行、海运缓解、汇率稳定后内外销利润将迎来盈利放大期（外销弹性更大）。

格局优化趋势明确。20年疫情加速洗牌，龙头线下渠道高速扩张，更具震撼力的是同店表现持续超预期；其背后实质是龙头供应链优化、渠道深度整合（向渠道要价格、效率），聚集流量能力多元化，竞争壁垒不断加强。同时目前卖场内软体龙头逐步实现“霸盘”，多门店、大面积且享有更优质位置；目前高行业景气下，50%以上中小品牌只能实现微利或者持平，可以预期中期软体格局优化趋势明确。

品类融合&品牌多元化，中长期发展逻辑顺畅。公司大家居战略清晰，功能沙发、床垫、定制家居等高潜力品类加速发展，多品类融合效应增强；同时收购Natuzzi等品牌布局高端市场，推出惠尚&天禧系列下沉低端市场，预期估计有望实现“多品牌、全品类、全渠道”布局，保障中长期持续扩张。此外，公司区域零售中心和门店信息化变革初显成效，渠道把控能力及消费者洞察增强，规模扩张渐入佳境。我们预计2021-23年公司实现营业收入163.6/196.7/234.2亿元，同比+29.2%/20.2%/19.1%，归母净利润16.7/20.1/24.5亿元，同比+97.4%/+20.3%/+22.1%，对应PE分别为29.2X、24.3X、19.9X，调高为“买入”评级。

风险提示：疫情持续蔓延、内需修复不及预期、新建项目不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	16,360	19,666	23,417
增长率 yoy（%）	20.9	14.2	29.2	20.2	19.1
归母净利润（百万元）	1,161	845	1,669	2,008	2,452
增长率 yoy（%）	17.4	-27.2	97.4	20.3	22.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.84	1.34	2.64	3.18	3.88
净资产收益率（%）	19.4	12.2	19.4	19.9	20.3
P/E（倍）	43.1	59.2	29.2	24.3	19.9
P/B（倍）	9.0	7.4	5.7	4.8	4.0

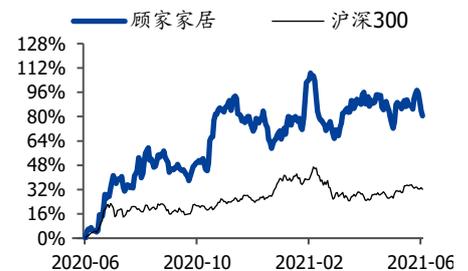
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月11日收盘价

买入（调高）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	增持
6月11日收盘价(元)	77.41
总市值(百万元)	48,945.51
总股本(百万股)	632.29
其中自由流通股(%)	99.77
30日日均成交量(百万股)	2.35

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马远方

执业证书编号：S0680520090002

邮箱：mayuanfang@gszq.com

相关研究

- 《顾家家居（603816.SH）：2020Q3 强势修复，持续增长可期》2020-10-28
- 《顾家家居（603816.SH）：2020 上半年业绩表现符合预期，下半年增速有望明显修复》2020-08-19
- 《顾家家居（603816.SH）：2019 年表现符合预期，2020Q1 业绩逆势增长》2020-04-23



管理下沉&渠道改革，中长期发展逻辑顺畅

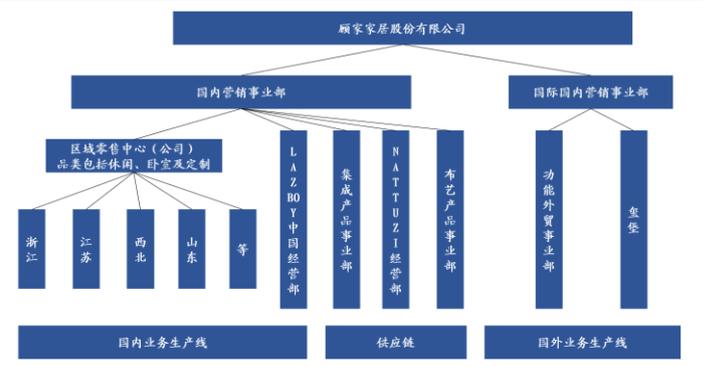
职业经理人管理体系，管理下沉。公司大股东充分放权，先后从外界引入李东来、刘春新、李云海、廖强、欧亚非等具有丰富的家电、零售和家具等从业经历的职业经理人团队，管理水平高；其中，公司总裁李东来，历任广东美的电器股份有限公司副总裁、ATM集团首席执行官（截至2021年3月27日，李东来持有公司股份的2.11%）。其次，公司“青苗计划”每年招聘管培生，总部统一培训，作为总部管理储备和经销商店长储备。目前公司率先建设区域零售中心和门店信息化分销系统，管理下沉、营销前置，高效支持经销商、市场反馈更及时。

图表 1: 顾家家居职业经理人体系

姓名	职位	履历
李东来	总裁	历任美的电器股份有限公司副总裁，AMT集团（上海金源科技有限公司）首席执行官
顾海龙	副总裁	历任海龙家私职员、顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理，现任浙江圣诺盟顾家海棉有限公司董事，TB Home Limited 董事
李云海	副总裁	历任美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团营运管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理
刘春新	副总裁、财务负责人	历任深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁
刘宏	副总裁	历任顾家工艺沙发制造有限公司销售总监、副总经理，杭州庄盛家具制造有限公司副总经理
吴汉	副总裁	历任顾家工艺沙发制造有限公司副总经理，顾家工艺沙发制造有限公司副总经理兼财务负责人
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理，青岛海尔空调事业部本部部长助理兼华南、西南大区总监，深圳中建担保集团总裁，宁波奇帅电器总经理
欧亚非	副总裁	历任美的空调事业部培训经理、美的冰箱事业部营运管理部总监、美的空调事业部国内营销公司管理部总监、美的制冷家电集团区域销售公司总经理

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 顾家区域零售中心



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

多品类、多品牌共振。从品类来看，2020 年公司沙发、床类、定制分别占营收 52%、19%、1%。从品牌来看，围绕不同产品矩阵&消费群体需求，公司共推出包括“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”和“顾家天禧”在内的七大品牌系列。此外，公司还拥有新中式风格家具自有品牌“东方荟”，功能沙发合作品牌“LAZBOY”，以及近年来收购的意大利“Natuzzi”、德国“ROLFBENZ”、美式家居品牌“宽邸”和出口床垫品牌“玺堡”。

图表 3: 天禧



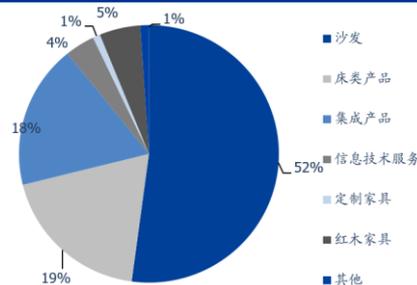
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4: 惠尚



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

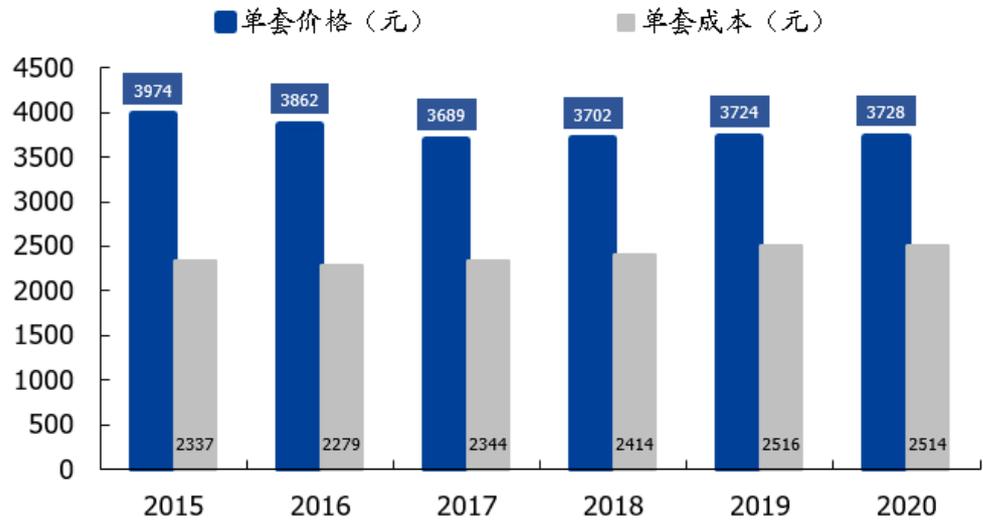
图表 5: 2020 年顾家家居收入拆分-按品类



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

产业链一体化，产品性价比提升。公司通过持有圣诺盟公司 40%的股份和金世缘 6.53%的股份保证原材料供应；产能全球布局，国内拥有 6 个生产基地，海外布局越南、墨西哥、马来西亚等地，就近服务市场；2020 年 11 月已正式上线 SAP 系统，前后端效率提升可期。顾家/敏华沙发 2015-2020 年单价 CAGR-1.3%/+0.6%，基于规模优势释放并让利终端和渠道，对中小品牌降维打击。

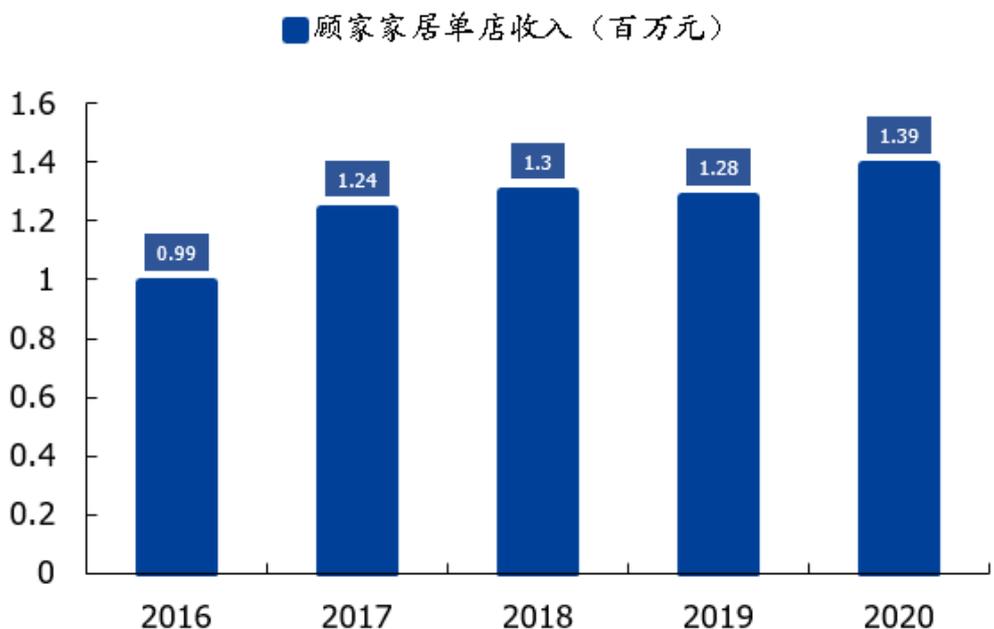
图表 6: 顾家家居沙发量价拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

渠道效率改革，品类融合能力增强。公司持续推进区域零售运营中心&门店信息化系统改革转型零售。目前全国共设 16 个区域零售中心(配置一般为总经理-大区负责人-督导, 20+人), 零售指挥前置, 高效支持经销商, 享有较大的自主权和运营权; 此外, 预计公司 2021 年可实现信息化系统全面使用。我们预计公司通过调整组织架构, 推动软体、定制等品类融合, 线下门店坪效提升, 品类融合能力逐步增强。

图表 7: 单店收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

营销模式成熟，发力新零售促品牌升级。1) 传统渠道推广模式成熟: 公司展会、广告、

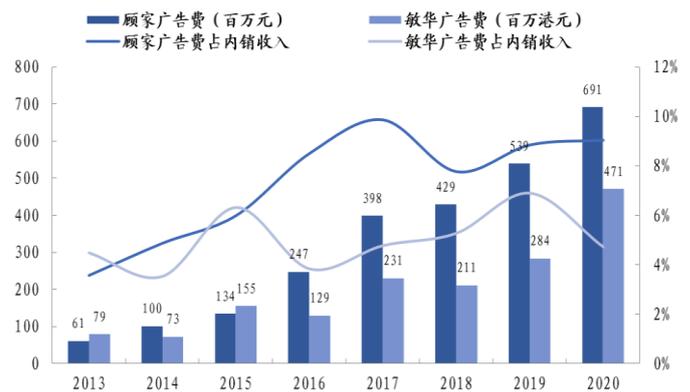
代言、线下体验等传统渠道推广模式成熟，并连续两年冠名天猫双十一晚会，推出“超级品牌日”、“全民顾家日”等提高品牌知名度。2) 创意营销推动品牌年轻化：a) 话题故事：2020年4月携手人民网发起“爱不延期”——疫情期间的“爱情故事”征集活动，话题阅读量超2.2亿次；b) 明星引流：2020年4月邀请明星夫妻傅首尔、老刘以及程璐、思文等开启“直播Battle”，以幽默、接地气的方式，将顾家家居产品优势多角度呈现；c) 跨界IP：2020年11月联合上美厂，借势大闹天宫经典IP，复刻真假美猴王剧情，上演“真假爸爸”好戏，传递出顾家对待亲子关系的深思，进而凸显“注重家庭陪伴”的品牌价值观念；d) 创意活动：2020年9月9日天猫聚划算筹划成都千米长享字横幅“享多了”活动、西湖音乐节“享多了吧”快闪空间、千岛湖“顾的”音乐狂欢直播夜，乃至杭州地铁森林、全国17座城市的炫酷灯光秀等。

图表8：顾家家居新零售营销



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表9：顾家持续广告投入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

品类融合效果显现，国内成长进入快车道。2011-2019年顾家家居收入年均增速23.0%（2020年疫情下收入增速为14.2%）。目前来看，顾家家居区域零售中心和门店信息化改革初显成效，规模扩张渐入佳境；伴随传统优势品类休闲沙发的价格带拓宽以及高潜力品类功能沙发、床垫、定制快速放量，预计公司国内成长进入快车道。

短期盈利承压，轻装上阵看好盈利弹性。2011-2019年顾家母净利润年复合增长率为15.2%，2020年顾家归母净利润8.5亿元，同比下降27.2%。主要系，1) 商誉减值：并购企业运营能力不如顾家主体，疫情、反倾销等情况下计提商誉减值4.8亿元；2) 海运：海外需求旺盛，疫情下效率较低，海运成本上升；3) 汇率：人民币升值带来汇兑损失0.98亿元。若剔除商誉减值，2020年利润增速14.5%，多重干扰因素下顾家利润仍保持稳健成长，期待轻装上阵后利润弹性。

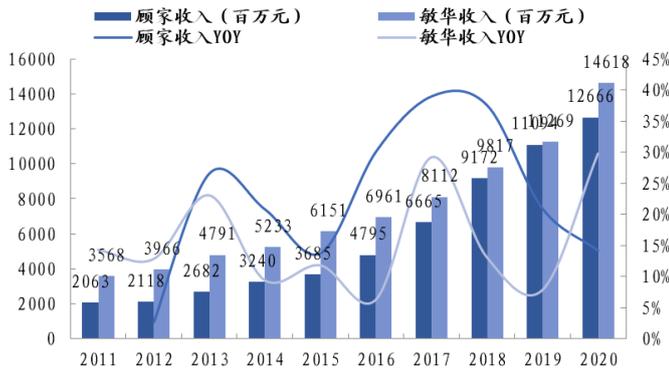
内外销高景气，盈利修复空间大。内销方面，线下加速渠道扩张，线上积极开展直播、短视频等引流，销售收入高增；外销方面，海外地产景气叠加中国供应链优势，订单延续高增且有望贯穿全年，越南、墨西哥产能逐步落地，预计Q2低基数下增速更乐观。3月顾家内外销再次提价超5%，预计Q2内销利润率预期环比提升、外销持平；值得期待的是，未来原材料价格下行、海运缓解、汇率稳定后内外销利润将迎来盈利放大期（外销弹性更大）。

格局优化趋势明确，中长期发展逻辑顺畅。2020年疫情加速洗牌，龙头线下渠道高速扩张，更具震撼力的是同店表现持续超预期；其背后实质是龙头供应链优化、渠道深度整合（向渠道要价格、效率），聚集流量能力多元化，竞争壁垒不断加强。公司大家居战略清晰，功能沙发、床垫、定制家居等高潜力品类加速发展，多品类融合效应增强；同时收购Natuzzi等品牌布局高端市场，推出惠尚&天禧系列下沉低端市场，预期有望实现“多品牌、全品类、全渠道”布局，保障中长期持续扩张。

员工持股计划绑定核心管理层，保障中长期稳健发展。公司发布《2021年员工持股计划（草案）》，计划筹集资金不超5亿元，拟向公司董事、高管及核心骨干员工等不超过25人授予，锁定期12个月，股份来源于公司回购专用账户回购的股票；其中总裁李东来出资额上线为2.75亿元，预计占本次员工持股计划比例为55%。我们认为公司重视职业经理人团队搭建，员工持股计划绑定核心管理团队利益，团队积极性及执行力进一步

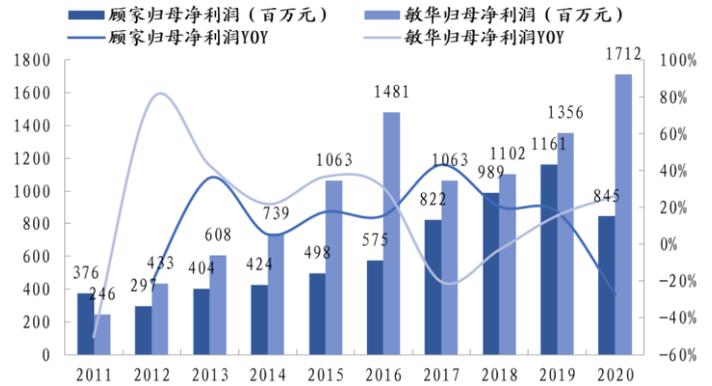
增强，有利于保障公司中长期稳健发展。

图表 10: 敏华顾家营业收入 (按财年对比)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (备注: 敏华汇率以当期汇率 2020 年为 1: 0.89, 2019 年为 1: 0.88, 2018 年为 0.86, 2017 年为 1: 0.80, 2016 年为 1: 0.89, 2015 年为 1: 0.83, 2014 年为 1: 0.79, 2013 年为 1: 0.79))

图表 11: 敏华顾家净利润及增速对比 (按财年对比)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (备注: 敏华汇率以当期汇率 2020 年为 1: 0.89, 2019 年为 1: 0.88, 2018 年为 0.86, 2017 年为 1: 0.80, 2016 年为 1: 0.89, 2015 年为 1: 0.83, 2014 年为 1: 0.79, 2013 年为 1: 0.79))

投资建议

顾家家居员工持股计划有利于保障公司中长期稳健发展，内外销高景气，盈利修复空间大，格局优化趋势明确，中长期发展逻辑顺畅。我们预计 2021-23 年公司实现营业收入 163.6/196.7/234.2 亿元，同比+29.2%/20.2%/19.1%，归母净利润 16.7/20.1/24.5 亿元，同比+97.4%/+20.3%/+22.1%，对应 PE 分别为 29.2X、24.3X、19.9X，调高为“买入”评级。

风险提示

疫情持续蔓延: 疫情延续影响生产和销售。

内需修复不及预期: 需求下滑带动销量下滑，影响公司业绩。

新建项目不及预期: 新投产项目进度不及预期影响收入。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com