

推出核心高管员工持股, 期待中长期高质量成长

投资要点

- **事件:** 公司发布员工持股计划草案, 拟筹集资金总额不超 5 亿元。此次员工持股计划设立后将委托具备资产管理资质的专业机构进行管理或自行管理, 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 的比例设置优先级份额和劣后级份额, 本次员工持股计划认购资金管理计划的全部劣后级份额。本次员工持股计划的存续期为 72 个月, 锁定期为 12 个月。
- **核心高管持股比例高, 中长期信心凸显。** 本次员工持股计划参加对象为公司高级管理人员及核心骨干员工, 其中高级管理人员为 8 人, 核心员工 17 人, 充分加强了公司与核心高管的利益绑定。总裁李东来认购额度占员工持股计划总数的 55%, 出资额上限为 2.75 亿元; 副总裁李云海、吴汉、刘春新分别占比 3%, 欧亚非占比 2%。此前在 2020 年 12 月, 公司公告李东来先生或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划等将以不超过每股 100 元的价格增持金额 1.3 亿-2.6 亿元金额的股份。截至 2021 年 5 月 27 日, 李东来持股数 714.5 万股, 直接持股比例 1.1%。高管深度绑定, 有助于保障核心团队稳定性, 进一步激发团队活力, 为战略目标实现奠定深厚基础。
- **渠道加速扩张, 市占率有望进一步提升。** 疫情后部分小品牌从卖场出清, 龙头拓店节奏加快, 行业格局持续优化。公司以“1+N+X”模式全面扩张渠道, 顾家生活馆、融合店及三四线城市的 2000 方大店形成较强的品牌效应, 探索大店运营模式, 形成品类联动; N 店方面, 凭借头部品牌优势在卖场获得优质店面, 布艺、功能和天禧系列等新品类新系列在存量卖场及下沉市场中仍有充分开店空间。除并购品牌外, 目前公司国内门店总数在 5300 家左右, 21-23 年公司预计每年净开 800 家以上, 渠道占有率有望进一步提升。
- **品类扩张持续发力, 床具定制增长亮眼。** 公司延续大家居品类扩张战略, 床类、定制等品类依托顾家品牌力, 自身引流能力较强, 品类间带单率也逐渐攀升, 多品类布局日趋完善。20 年公司新品类贡献了重要收入增长, 其中床类内生及定制收入增长均在 35% 以上。21Q1 公司内销取得 80%+ 增长, 其中床垫内生及定制品类增速均超过 100%; 21Q2 来看公司各品类拓店步伐稳健。根据天猫 618 预售开放当天数据, 公司预售金额维持在行业前三的水平, 预计上半年在新品类持续放量及渠道加速扩张支持下, 公司仍将延续较快的业绩增长节奏。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.55 元、3.14 元、3.82 元, 对应 PE 分别为 30 倍、25 倍、20 倍。考虑到公司长期竞争实力突出, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、全球疫情反复的风险、并购品牌业绩不及预期的风险、渠道扩展不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12665.99	15564.30	18621.61	21896.81
增长率	14.17%	22.88%	19.64%	17.59%
归属母公司净利润(百万元)	845.47	1613.84	1982.46	2414.26
增长率	-27.19%	90.88%	22.84%	21.78%
每股收益 EPS(元)	1.34	2.55	3.14	3.82
净资产收益率 ROE	12.20%	20.42%	21.94%	23.20%
PE	58	30	25	20
PB	7.26	6.34	5.53	4.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.32
流通 A 股(亿股)	6.31
52 周内股价区间(元)	42.91-89.5
总市值(亿元)	489.46
总资产(亿元)	129.17
每股净资产(元)	11.13

相关研究

1. 顾家家居(603816): 商誉减值影响短期业绩, 中长期竞争力不改 (2021-04-30)
2. 顾家家居(603816): 业绩快速恢复, 竞争实力突出 (2020-10-28)
3. 顾家家居(603816): 业绩修复明显, 竞争实力突出 (2020-08-20)
4. 顾家家居(603816): 软体龙头无畏风浪, 大家居布局阔步向前 (2020-08-02)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12665.99	15564.30	18621.61	21896.81	净利润	866.62	1661.64	2044.30	2490.14
营业成本	8206.49	10165.59	12037.92	14082.23	折旧与摊销	252.93	352.69	397.85	449.01
营业税金及附加	67.30	101.49	115.85	151.09	财务费用	131.75	148.07	214.94	225.53
销售费用	2493.84	2941.65	3426.38	3985.22	资产减值损失	-502.46	-50.00	0.00	0.00
管理费用	296.96	342.41	391.05	437.94	经营营运资本变动	456.06	-1088.66	-77.60	-15.74
财务费用	131.75	148.07	214.94	225.53	其他	975.50	-65.52	-135.68	-148.30
资产减值损失	-502.46	-50.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2180.41	958.21	2443.81	3000.64
投资收益	192.38	106.00	128.00	140.00	资本支出	-372.94	-1110.00	-1060.00	-1010.00
公允价值变动损益	4.90	9.23	7.78	8.26	其他	-1071.21	55.23	72.78	83.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1444.15	-1054.77	-987.22	-926.74
营业利润	1036.11	2030.31	2571.26	3163.06	短期借款	-53.82	1504.52	160.28	-175.30
其他非经营损益	158.69	182.81	182.68	178.72	长期借款	-74.06	-50.00	-50.00	-50.00
利润总额	1194.79	2213.11	2753.94	3341.79	股权融资	1250.27	0.00	0.00	0.00
所得税	328.17	551.47	709.63	851.65	支付股利	-691.84	-444.56	-861.61	-1073.54
净利润	866.62	1661.64	2044.30	2490.14	其他	-1794.17	-352.62	-154.94	-185.53
少数股东损益	21.15	47.80	61.85	75.88	筹资活动现金流净额	-1363.62	657.34	-906.27	-1484.37
归属母公司股东净利润	845.47	1613.84	1982.46	2414.26	现金流量净额	-720.22	560.78	550.32	589.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2240.79	2801.57	3351.89	3941.43	成长能力				
应收和预付款项	1309.31	1669.31	1972.63	2319.15	销售收入增长率	14.17%	22.88%	19.64%	17.59%
存货	1871.33	2140.30	2605.90	3021.64	营业利润增长率	-19.80%	95.96%	26.64%	23.02%
其他流动资产	938.24	977.92	1019.77	1064.60	净利润增长率	-28.99%	91.74%	23.03%	21.81%
长期股权投资	17.65	42.65	70.65	100.65	EBITDA 增长率	-11.39%	78.15%	25.80%	20.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3059.53	3905.80	4656.91	5306.85	毛利率	35.21%	34.69%	35.36%	35.69%
无形资产和开发支出	1076.18	1005.66	935.14	864.61	三费率	23.07%	22.05%	21.65%	21.23%
其他非流动资产	2524.91	2541.48	2558.05	2574.61	净利率	6.84%	10.68%	10.98%	11.37%
资产总计	13037.96	15084.69	17170.94	19193.55	ROE	12.20%	20.42%	21.94%	23.20%
短期借款	233.14	1737.66	1897.94	1722.64	ROA	6.65%	11.02%	11.91%	12.97%
应付和预收款项	2133.52	3531.37	4058.37	4624.45	ROIC	18.02%	27.69%	26.92%	28.43%
长期借款	400.41	350.41	300.41	250.41	EBITDA/销售收入	11.22%	16.26%	17.10%	17.53%
其他负债	3167.23	1328.96	1595.24	1860.48	营运能力				
负债合计	5934.30	6948.40	7851.96	8457.97	总资产周转率	1.00	1.11	1.15	1.20
股本	632.41	632.29	632.29	632.29	固定资产周转率	5.57	5.39	5.60	5.75
资本公积	3424.31	3424.43	3424.43	3424.43	应收账款周转率	11.95	12.33	12.05	12.02
留存收益	3079.84	4249.12	5369.97	6710.69	存货周转率	5.22	5.06	5.06	5.00
归属母公司股东权益	6739.72	7724.55	8845.40	10186.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.74%	—	—	—
少数股东权益	363.93	411.73	473.58	549.46	资本结构				
股东权益合计	7103.66	8136.29	9318.98	10735.58	资产负债率	45.52%	46.06%	45.73%	44.07%
负债和股东权益合计	13037.96	15084.69	17170.94	19193.55	带息债务/总负债	10.68%	30.05%	28.00%	23.33%
					流动比率	1.18	1.19	1.23	1.31
					速动比率	0.83	0.85	0.87	0.93
					股利支付率	81.83%	27.55%	43.46%	44.47%
					每股指标				
					每股收益	1.34	2.55	3.14	3.82
					每股净资产	10.66	12.22	13.99	16.11
					每股经营现金	3.45	1.52	3.87	4.75
					每股股利	1.09	0.70	1.36	1.70
业绩和估值指标									
EBITDA	1420.79	2531.06	3184.04	3837.61					
PE	57.89	30.33	24.69	20.27					
PB	7.26	6.34	5.53	4.81					
PS	3.86	3.14	2.63	2.24					
EV/EBITDA	31.21	17.82	14.01	11.40					
股息率	1.41%	0.91%	1.76%	2.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn