

顾家家居 (603816.SH)

品类融合效应增强，长跑冠军

事件：公司发布高管增持进展公告，公司高级管理人员欧亚非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拟增持股份金额不低于人民币3000万元，不超过人民币6000万元；截至7月16日，公司累计增持2629万元。

格局优化明确，竞争壁垒不断加强。近期家居板块调整较多，主要系市场担忧地产景气及下半年高基数，我们认为地产销售亮眼印证较强需求，竣工回暖支撑家居订单；此外，当前时点，更应关注份额提升逻辑，顾家线下高速扩张，更具震撼力的是同店表现持续超预期，内销增速靓丽，其背后实质是渠道深度整合，聚集流量能力多元化，竞争壁垒不断加强；同时外销由于海外地产景气叠加中国供应链优势，订单高增有望延续全年。

内外销盈利存显著修复空间。内销方面，在原材料价格大幅提升的客观环境下，顾家通过产品提价、内部效率优化，内销盈利仍可保持稳健，经营管理可见优异。外销方面，由于海运堵塞、汇率升值，外销盈利处于历史低位。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，其中外销盈利弹性更大。

品类融合效应增强，品牌矩阵搭建齐全。2020年末公司拥有4737家自有品牌门店，增加303家，预计2021年加速开店，其中大店、融合店占比持续提升。此外，不断完善和清晰定制、功能、床垫三大高潜品类的发展战略，建立专业的睡眠（皮布床、床垫）渠道体系，功能沙发和定制渠道高速扩张，同时沙发、床、定制连带销售趋势明确。从品牌矩阵来看，高端品牌Natuzzi、Rolf Benz和LAZBOY拥有数十年历史；中端品牌顾家家居已建立品牌效应，布局大家居市场；中低端品牌天禧独立运营，布局三四线城市，今年收入预计翻倍。

盈利预测：软体赛道长坡厚雪，顾家转型零售，品类融合效应增强&品牌矩阵搭建齐全，搭建区域零售中心同时建设数字化系统加强渠道把控能力&消费者洞察。我们预计2021-23年公司实现营业收入166.6/200.5/239.0亿元，同比+31.6%/20.3%/19.2%，归母净利润16.7/20.7/25.1亿元，同比+97.6%/+23.7%/+21.4%，对应PE分别为27.0X、21.8X、18.0X，维持“买入”评级。

风险提示：地产景气下滑、疫情反复、原材料持续上升。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	16,663	20,052	23,898
增长率 yoy (%)	20.9	14.2	31.6	20.3	19.2
归母净利润（百万元）	1,161	845	1,671	2,066	2,508
增长率 yoy (%)	17.4	-27.2	97.6	23.7	21.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.84	1.34	2.64	3.27	3.97
净资产收益率 (%)	19.4	12.2	19.4	20.4	20.6
P/E（倍）	43.1	59.2	27.0	21.8	18.0
P/B（倍）	9.0	7.4	5.2	4.4	3.7

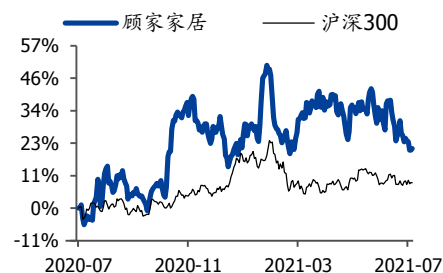
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年7月20日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
7月20日收盘价(元)	71.30
总市值(百万元)	48,945.51
总股本(百万股)	632.29
其中自由流通股(%)	99.78
30日日均成交量(百万股)	2.40

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

相关研究

- 1、《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》2021-06-15
- 2、《顾家家居（603816.SH）：2020Q3强势修复，持续增长可期》2020-10-28
- 3、《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6113	6360	10614	10304	15431	营业收入	11094	12666	16663	20052	23898
现金	2958	2241	5376	4699	8423	营业成本	7226	8206	10886	13008	15635
应收票据及应收账款	1012	1109	1681	1677	2325	营业税金及附加	79	67	131	146	165
其他应收款	146	112	227	180	306	营业费用	2073	2494	3141	3750	4326
预付账款	55	89	100	127	144	管理费用	292	297	367	441	502
存货	1266	1871	2291	2682	3295	研发费用	198	207	267	301	335
其他流动资产	676	938	938	938	938	财务费用	104	132	21	4	-39
非流动资产	6147	6678	7225	7581	8016	资产减值损失	-8	-502	0	0	0
长期投资	239	18	-194	-406	-619	其他收益	31	86	33	40	48
固定资产	1854	2691	3344	3815	4336	公允价值变动收益	18	5	6	7	9
无形资产	755	733	825	927	1041	投资净收益	140	192	129	142	151
其他非流动资产	3299	3237	3251	3245	3257	资产处置收益	-2	0	-0	-1	-1
资产总计	12260	13038	17839	17885	23447	营业利润	1292	1036	2018	2590	3182
流动负债	4498	5405	8473	6901	10345	营业外收入	240	175	192	196	201
短期借款	287	233	233	233	233	营业外支出	10	17	13	14	14
应付票据及应付账款	1309	1543	2240	2280	3152	利润总额	1522	1195	2197	2772	3370
其他流动负债	2902	3629	6000	4388	6960	所得税	302	328	484	644	780
非流动负债	1462	529	549	534	529	净利润	1220	867	1714	2128	2590
长期借款	1311	400	420	405	400	少数股东损益	59	21	43	61	82
其他非流动负债	150	129	129	129	129	归属母公司净利润	1161	845	1671	2066	2508
负债合计	5959	5934	9022	7435	10874	EBITDA	1745	1421	2375	2972	3583
少数股东权益	394	364	407	468	550	EPS (元)	1.84	1.34	2.64	3.27	3.97
股本	602	632	632	632	632	主要财务比率					
资本公积	2205	3424	3424	3424	3424	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	2904	3080	4133	5502	7219	成长能力					
归属母公司股东权益	5906	6740	8410	9982	12023	营业收入(%)	20.9	14.2	31.6	20.3	19.2
负债和股东权益	12260	13038	17839	17885	23447	营业利润(%)	11.5	-19.8	94.8	28.3	22.9
现金流量表 (百万元)						归属于母公司净利润(%)	17.4	-27.2	97.6	23.7	21.4
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	获利能力					
经营活动现金流	2124	2180	3809	346	4785	毛利率(%)	34.9	35.2	34.7	35.1	34.6
净利润	1220	867	1714	2128	2590	净利率(%)	10.5	6.7	10.0	10.3	10.5
折旧摊销	207	253	264	323	383	ROE(%)	19.4	12.2	19.4	20.4	20.6
财务费用	104	132	21	4	-39	ROIC(%)	15.7	11.3	17.9	18.9	19.1
投资损失	-140	-192	-129	-142	-151	偿债能力					
营运资金变动	588	625	1944	-1961	2010	资产负债率(%)	48.6	45.5	50.6	41.6	46.4
其他经营现金流	144	496	-5	-6	-8	净负债比率(%)	-16.1	-20.7	-52.0	-37.3	-60.4
投资活动现金流	305	-1444	-678	-532	-658	流动比率	1.4	1.2	1.3	1.5	1.5
资本支出	761	1078	759	568	647	速动比率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.1
长期投资	494	84	212	212	213	营运能力					
其他投资现金流	1559	-282	293	249	201	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
筹资活动现金流	-1046	-1364	4	-492	-402	应收账款周转率	11.4	11.9	11.9	11.9	11.9
短期借款	167	-54	0	0	0	应付账款周转率	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8
长期借款	-534	-911	20	-15	-5	每股指标 (元)					
普通股增加	172	31	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.84	1.34	2.64	3.27	3.97
资本公积增加	-118	1220	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	3.45	6.02	0.55	7.57
其他筹资现金流	-732	-1649	-16	-477	-397	每股净资产(最新摊薄)	8.83	10.66	13.30	15.79	19.02
现金净增加额	1383	-720	3136	-678	3724	估值比率					
						P/E	38.8	53.3	27.0	21.8	18.0
						P/B	8.1	6.7	5.2	4.4	3.7
						EV/EBITDA	25.2	30.4	16.9	13.8	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 20 日收盘价

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：021-38124100
 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