消费升级与娱乐研究中心

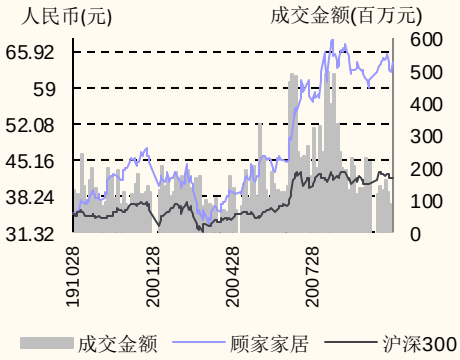
顾家家居 (603816.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：64.01 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.32
已上市流通 A 股(亿股)	6.22
总市值(亿元)	404.81
年内股价最高最低(元)	65.37/59.10
沪深 300 指数	4699
上证指数	3254



相关报告

1.《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

景气度持续提升，软体龙头加速前行

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,172	11,094	12,857	15,514	18,212
营业收入增长率	37.61%	20.95%	15.89%	20.67%	17.39%
归母净利润(百万元)	989	1,161	1,330	1,656	1,974
归母净利润增长率	20.29%	17.37%	14.54%	24.52%	19.20%
摊薄每股收益(元)	2.300	1.929	2.103	2.619	3.121
每股经营性现金流净额	2.35	3.52	2.21	3.21	3.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.15%	19.66%	19.42%	21.12%	21.87%
P/E	19.57	23.70	30.44	24.44	20.51
P/B	4.14	4.66	5.91	5.16	4.48

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布三季报，实现收入 85.4 亿元，同比+9.9%，归母净利润同比+10.1%至 10.1 亿元，扣非归母净利润同比+24.9%至 8.3 亿元。其中，3Q 收入同比+33.2%至 36.8 亿元，归母净利润同比+21.4%至 4.3 亿元，扣非归母净利润同比+58.8%至 3.7 亿元，3Q 业绩略超预期。此外，公司合同负债（预收款）达 15.6 亿元，同比+45.7%，表现十分亮眼。

经营分析

■ **内外销共同发力助推 3Q 大幅增长：**公司 3Q 收入同比增长 33.2%，在国内外疫情逐步得以控制之后，内外销在三季度均明显发力。内销方面，公司 816 活动零售录单金额同比增长 50.4%，为 3Q 内销大幅增长奠定坚实基础，我们预计公司 3Q 内销实现同比 40+%增长，累计实现同比 20+%增长。外销方面，根据统计局数据，中国、越南 3Q 家具出口总额分别同比增长 25.7%、73.3%，海外疫情缓和后 3Q 出口快速反弹，公司作为在中国、越南均有布局头部企业，在贸易战和疫情的催化下出口份额逐步提升，我们预计公司 3Q 外销实现 20+%增长，累计同比持平。分产品来看，沙发业务预计累计已转正，3Q 依托 816 活动实现同比 35+%的快速增长，床类产品预计累计同比 25%左右增长，其中 3Q 同比增长 25+%，配套产品预计累计实现同比 10+%增长，其中 3Q 同比增长 25%左右。

■ **3Q 毛利率小幅提升，期间费用率小幅提升：**公司前三季度整体毛利率为 35.0%，同比基本持平。其中 3Q 毛利率同比+0.3pct 至 34.4%，预计与高毛利率的内销业务占比提升有关。费用率方面，前三季度公司期间费用率 23.4%，同比基本持平，3Q 期间费用率小幅提升 0.4pct 至 23.1%，主要由于公司 3Q 财务费用率同比+1.7pct 至 1.4%，主要是由于汇兑损益增加，而管理费用率同比下滑 1.4pct 至 3.6%，销售费用率为 18.1%，基本维稳。

■ **行业格局持续优化，软体龙头加速前行：**从中美贸易战到新冠疫情，公司砥砺前行，展现龙头风范。中短期来看，内销方面，竣工回暖趋势确立，需求有望稳步提升，此外公司区域零售中心改革红利逐步释放，且疫情加速行业洗牌，公司市场份额有望加速扩大。外销方面，依托向海外转移产能以及加快拓展非北美客户，规避贸易战与美国疫情影响，公司外销份额提升确定性较强。中长期来看，公司依托零售改革的深化，信息化系统与供应链体系的逐步完善，终端竞争力有望持续提升，将向综合家居零售运营商逐步迈进。

投资建议

■ 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.1、2.6 元、3.1 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 30、24 和 20 倍，受益于行业格局优化，公司份额有望持续提升，行业龙头地位越发稳固，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。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,665**	**9,172**	**11,094**	**12,857**	**15,514**	**18,212**
增长率		37.6%	20.9%	15.9%	20.7%	17.4%
主营业务成本	-4,182	-5,836	-7,226	-8,390	-10,074	-11,773
%销售收入	62.7%	63.6%	65.1%	65.3%	64.9%	64.6%
毛利	2,483	3,336	3,867	4,466	5,439	6,439
%销售收入	37.3%	36.4%	34.9%	34.7%	35.1%	35.4%
营业税金及附加	-67	-82	-79	-91	-110	-129
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-1,397	-1,789	-2,073	-2,432	-2,905	-3,414
%销售收入	21.0%	19.5%	18.7%	18.9%	18.7%	18.7%
管理费用	-203	-244	-292	-339	-402	-460
%销售收入	3.0%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%
研发费用	0	-137	-198	-247	-304	-350
%销售收入	0.0%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%
息税前利润（EBIT）	816	1,085	1,225	1,356	1,718	2,085
%销售收入	12.2%	11.8%	11.0%	10.5%	11.1%	11.4%
财务费用	-48	-25	-104	-20	-7	36
%销售收入	0.7%	0.3%	0.9%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-15	-17	-15	-20	14	0
公允价值变动收益	1	-1	18	0	0	0
投资收益	76	106	140	150	150	150
%税前利润	7.6%	8.0%	9.2%	8.6%	6.9%	5.8%
营业利润	836	1,158	1,292	1,500	1,917	2,320
营业利润率	12.5%	12.6%	11.6%	11.7%	12.4%	12.7%
营业外收支	167	160	230	250	260	270
税前利润	1,002	1,318	1,522	1,750	2,177	2,590
利润率	15.0%	14.4%	13.7%	13.6%	14.0%	14.2%
所得税	-172	-312	-302	-347	-431	-513
所得税率	17.1%	23.7%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
净利润	831	1,007	1,220	1,403	1,745	2,076
少数股东损益	8	17	59	74	89	102
归属于母公司的净利润	**822**	**989**	**1,161**	**1,330**	**1,656**	**1,974**
净利率	12.3%	10.8%	10.5%	10.3%	10.7%	10.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	831	1,007	1,220	1,403	1,745	2,076
少数股东损益	8	17	59	74	89	102
非现金支出	113	160	215	250	268	349
非经营收益	-50	-75	33	-447	-346	-373
营运资金变动	242	-82	648	193	363	240
经营活动现金净流	**1,136**	**1,010**	**2,117**	**1,399**	**2,030**	**2,292**
资本开支	-274	-716	-756	-544	-323	-514
投资	-713	-2,339	484	-240	-50	-50
其他	-456	1,070	577	150	150	150
投资活动现金净流	**-1,443**	**-1,985**	**305**	**-634**	**-223**	**-414**
股权募资	426	400	4	144	0	0
债权募资	-99	1,919	-146	-584	-271	-294
其他	-337	-692	-904	-611	-723	-833
筹资活动现金净流	**-11**	**1,627**	**-1,046**	**-1,050**	**-994**	**-1,127**
现金净流量	**-317**	**652**	**1,376**	**-286**	**813**	**751**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	886	1,592	2,958	2,672	3,485	4,236
应收款项	490	1,077	1,158	1,331	1,551	1,821
存货	878	1,162	1,266	1,402	1,656	1,935
其他流动资产	1,984	1,112	731	802	873	937
流动资产	4,238	4,943	6,113	6,207	7,566	8,929
%总资产	64.6%	47.1%	49.9%	48.2%	52.0%	54.6%
长期投资	758	2,024	2,004	1,994	1,994	1,994
固定资产	1,229	1,821	2,296	2,757	2,968	3,325
%总资产	18.7%	17.3%	18.7%	21.4%	20.4%	20.3%
无形资产	275	1,629	1,728	1,818	1,919	1,993
非流动资产	2,323	5,557	6,147	6,678	6,990	7,422
%总资产	35.4%	52.9%	50.1%	51.8%	48.0%	45.4%
资产总计	**6,561**	**10,500**	**12,260**	**12,885**	**14,556**	**16,351**
短期借款	31	172	613	937	716	462
应付款项	1,296	1,981	1,953	2,250	2,701	3,145
其他流动负债	1,195	1,441	1,932	1,957	2,366	2,724
流动负债	2,523	3,594	4,498	5,145	5,783	6,331
长期贷款	0	1,067	474	424	374	334
其他长期负债	12	828	987	0	0	0
负债	**2,535**	**5,489**	**5,959**	**5,569**	**6,157**	**6,666**
普通股股东权益	**4,000**	**4,678**	**5,906**	**6,848**	**7,842**	**9,026**
其中：股本	428	430	602	632	632	632
未分配利润	1,275	1,843	2,512	3,310	4,304	5,488
少数股东权益	27	333	394	468	557	659
负债股东权益合计	**6,561**	**10,500**	**12,260**	**12,885**	**14,556**	**16,351**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.921	2.300	1.929	2.103	2.619	3.121
每股净资产	9.342	10.872	9.814	10.829	12.400	14.272
每股经营现金净流	2.654	2.347	3.518	2.212	3.210	3.624
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.841	1.047	1.249
回报率						
净资产收益率	20.56%	21.15%	19.66%	19.42%	21.12%	21.87%
总资产收益率	12.54%	9.42%	9.47%	10.32%	11.38%	12.07%
投入资本收益率	16.66%	11.72%	11.76%	12.53%	14.52%	15.95%
增长率						
主营业务收入增长率	39.02%	37.61%	20.95%	15.89%	20.67%	17.39%
EBIT增长率	23.42%	33.03%	12.90%	10.70%	26.74%	21.34%
净利润增长率	43.02%	20.29%	17.37%	14.54%	24.52%	19.20%
总资产增长率	25.70%	60.04%	16.76%	5.10%	12.97%	12.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.0	27.1	32.0	33.0	32.0	32.0
存货周转天数	68.2	63.8	61.3	61.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	43.2	45.3	55.0	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	63.3	58.0	61.0	61.5	59.4	56.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.71%	4.98%	-24.23%	-25.33%	-35.56%	-42.15%
EBIT利息保障倍数	16.9	42.9	11.7	66.4	248.1	-57.4
资产负债率	38.63%	52.28%	48.61%	43.22%	42.30%	40.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-29	买入	44.68	N/A
2	2018-11-13	买入	51.31	N/A
3	2019-04-19	买入	55.91	N/A
4	2019-08-15	买入	30.68	N/A
5	2020-09-20	买入	62.71	72.80～72.80

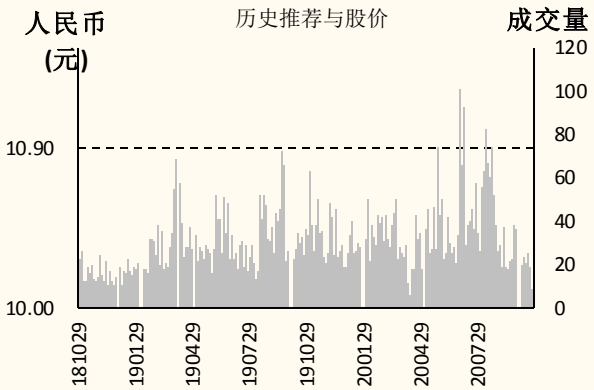
来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视为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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH