

轻工制造

2017年02月23日

顾家家居 (603816)

——签订战略框架协议，拟在嘉兴建立智能家居产业基地，实现全品类大家居产能续航

报告原因：有新的信息需要补充

增持 (维持)

市场数据：2017年02月22日

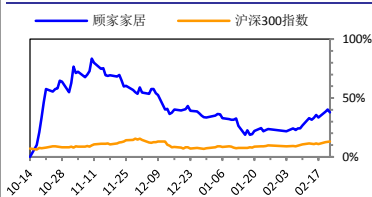
收盘价(元)	48.94
一年内最高/最低(元)	68.9/29.59
市净率	12.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4038
上证指数/深证成指	3261.22 / 10444.38

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.01
资产负债率%	54.21
总股本/流通A股(百万)	413/83
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《顾家家居(603816)深度：国内软体家居龙头，品牌渠道优势领先；品类稳步扩张，向大家居升级转型》 2017/02/15

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司与嘉兴市秀洲区政府签署战略框架协议，拟在嘉兴王江泾镇智能家居产业园取得土地，用于建设顾家华东二基地及智能家居品类产销一体化事业部总部；进一步落实公司全品类扩张和大家居战略，打造以智能家居为核心的产业园。**新项目总投资约15亿元，占地500亩，出让年限50年，计划年底开工建设，新建项目建成投产后，计划实现年产能80万标准套，目标营业收入33亿元以上。我们预计此次投资将涵盖功能沙发、软床床垫、定制家居等产品品类；建设周期一般在2年左右。**
- **嘉兴基地布局，缓解中长期产能瓶颈，支撑公司走向百亿收入规模。**新建生产基地为公司拓品类夯实基础，使公司在经典皮沙发业界翘楚的基础上，将功能沙发、软床和床垫等潜力业务做大做强。公司2013-2015年产能逐步扩建，产能端由2013年产能51万标准套扩张至2015年76万标准套，销售端公司陆续推出和加大功能沙发、床垫及定制家居的营销推广力度，同时推行“店面提升”战略，提升经销商的经营效率，**整体产能难以满足旺盛的市场需求**（2016H1产能利用率94.2%，2016H1产量最大的沙发品类产销率102.3%，软床、床垫产销率101.2%、97.6%）。目前公司产能主要在浙江杭州（本部）、浙江江东（梅林）、河北深州（子公司）。公司IPO募集资金中，11.8亿元用于建设年产97万标准套软体家具生产项目（产能扩增128%），支撑公司近期销售端扩张；而此次嘉兴家居生产基地（80万标准套）的落成将在此基础上进一步提升产能**46.2%**，缓解中长期的产能瓶颈，在产能端支撑公司走向百亿收入规模。
- **家居产业园地理优势，打造中国智能家具城。**嘉兴市王江泾镇地处江苏、浙江两省的交界处，位于上海、杭州、太湖三大经济圈交汇点，京杭大运河、湖嘉申航道穿镇而过，07省道、申嘉湖高速公路贯穿全境，全程实现沪杭苏45分钟高速公路圈。当地积极发展“一区一带、一路一园”工程，着力打造中国智能家居城。顾家家居此次与王江泾镇框架合作，投资建设以智能家居为核心，拓展以功能沙发、软床床垫、定制家居为主的家居品类，同时满足顾家家居内生和外销需求，不断缓解产销压力。
- **出口产能优势，ODM业务渐入佳境。**近年来公司境外ODM业务与境内业务同速发展，构成收入增长的双动力。在家居内需业务大力拓展的同时，公司ODM收入增速可观，2016年H1外销收入占比36.5%，其中ODM业务34.3%。随着境外大客户战略的铺开，境外盈利能力将再升一个台阶。**此次嘉兴生产基地的建成，将利用其港口优势，有效拓展出口业务，实现境内境外业务双飞跃。**
- **产能稳步提升，软体家居业务坚持卓越，循序渐进拓展品类，大家居战略初现雏形。**我们认为公司具有稳步向大家居万亿市场空间发力的基础。上周我们率先在市场发布公司深度报告《顾家家居：国内软体家居龙头，品牌渠道优势领先；品类稳步扩张，向大家居转型》，公司主打产品沙发受益于行业集中度提升；循序渐进拓展品类扩张，打造优势产品矩阵；尝试开拓大店模式，通过情景销售，大数据营销，在2020年前后向精品宜家模式转型。在不考虑可能的延后收购扩张的前提下，我们维持公司2016-2018年的收入分别为47.53亿元、61.32亿元和78.80亿元，三年CAGR为28.8%；实现归母净利润5.95亿元、7.59亿元、10.13亿元，三年CAGR为30.5%；对应2016-2018年EPS分别为1.44元、1.84元、2.46元，目前股价（48.94元）对应2016-2018年PE分别为34、27和20倍，参照同行估值与次新股溢价，给予一年目标价**64元**，对应2017年**35倍PE**，维持**增持**。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,685	3,248	4,753	6,132	7,880
同比增长率(%)	13.74	26.53	28.99	29.01	28.51
净利润(百万元)	498	420	595	759	1,013
同比增长率(%)	17.42	21.82	19.40	27.56	33.47
每股收益(元/股)	1.51	1.27	1.44	1.84	2.46
毛利率(%)	41.1	41.8	41.2	41.4	41.6
ROE(%)	48.4	31.7	16.2	17.1	18.6
市盈率	32		34	27	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	16Q1-3	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	3,240	3,685	3,248	4,753	6,132	7,880
二、营业总成本	2,720	3,124	2,759	3,986	5,117	6,524
其中：营业成本	1,920	2,169	1,891	2,795	3,595	4,602
营业税金及附加	29	39	29	48	61	79
销售费用	650	770	698	970	1,257	1,600
管理费用	101	126	117	152	196	236
财务费用	14	15	17	17	3	3
资产减值损失	7	5	6	5	4	4
加：公允价值变动收益	(44)	(46)	(27)	(44)	(50)	(52)
投资收益	50	33	(8)	8	8	8
三、营业利润	526	548	454	731	973	1,312
加：营业外收入	51	104	105	80	60	60
减：营业外支出	14	14	13	14	16	16
四、利润总额	563	638	546	797	1,017	1,356
减：所得税	143	148	122	197	252	337
五、净利润	420	491	424	600	765	1,019
少数股东损益	(4)	(8)	5	5	6	6
归属于母公司所有者的净利润	424	498	420	595	759	1,013
六、全面摊薄每股收益	1.03	1.21	1.02	1.44	1.84	2.46
最新总股本（百万）	412.5	412.5	412.5	412.5	412.5	412.5

资料来源：申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。