

公司研究/年报点评

2017年03月21日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 50.52
合理价格区间(元): 52.54-56.29

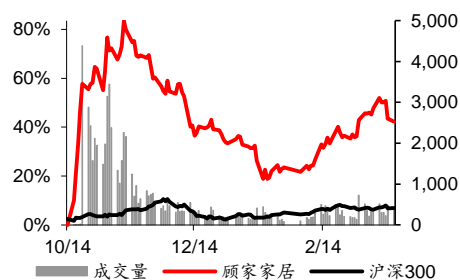
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

相关研究

1 《顾家家居(603816,增持): 软体家具领军者, 品类稳步扩张》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

业绩稳健增长, 长期发展无忧

顾家家居(603816)

2016 年业绩增长同比 15%

顾家家居发布 2016 年年报, 实现营业收入 47.9 亿元, 同比增长 30%; 实现归母净利 5.8 亿元, 同比增长 15%; 实现扣非后归母净利 5.1 亿元, 同比增长 15%; 实现 EPS.67 元。公司收入增速略超我们预期, 业绩增速低于此前预期。公司全年经营性现金流量净额 9.7 亿元, 同比增长 28%。公司业绩增长主要来源于新建基地产能释放、功能沙发和床类产品快速放量。

扩张期加大投入, 利好长期发展

顾家凭借较强的议价能力、良好的库存管理一定程度上对冲了成本上涨的影响, 毛利率小幅同比回落 0.6 个百分点至 38.9%。公司增大了市场投入, 叠加物流和人员费用增加, 销售费用率同比增长 1.2 个百分点至 22.1%; 公司增大研发投入, 同时由于新办公楼租金、装修摊销增加, 管理费用率同比增加 0.2 个百分点至 3.6%。由于汇兑收益和利息收入增加, 公司财务费用率同比下降 0.35 个百分点。综合影响下, 公司期间费用率同比提升 1 个百分点。扩张期的投入虽然一定程度上影响了公司短期的盈利能力, 但有助于公司核心竞争力的打造, 为长期健康发展奠定了基础。

品类扩张将打开公司发展空间

沙发目前仍占到公司收入的 60% 左右, 但占比同比有所下降, 体现出公司品类扩张的成果。品类扩张将是公司未来业绩增长的重要来源之一, 单一品类门店的坪效提升空间有限, 且传统品类的渠道密度较高, 单单进行渠道扩张容易达到瓶颈。国外家居巨头大多经历了由单一品类向多品类发展的历程, 凭借品类扩张, 汉森在人口仅有 5000 多万的韩国市场获得了超过 100 亿元人民币的收入。顾家主打产品沙发有较高的品牌知名度, 有助于客户引流; 优秀的设计团队和持续的研发设计投入是产品风格统一、实现一站式采购的基础; 完善的渠道布局、良好的经销商管控能力是新品顺利推广的保证。品类的扩张将显著拓展公司未来的发展空间。

看好长期成长性, 维持给予“增持”评级

作为国内软体家具龙头, 公司未来将以优质品类为客户流量入口, 逐步进行品类扩张。本次 IPO 募集资金将给公司产能扩张、销售网络建设等方面提供充足的弹药。根据模型测算, 顾家家居 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.88、2.32、3.00 元。考虑到公司竞争实力、长期发展空间、现金充足有外延扩张能力以及次新股溢价, 给予 2017 年 28-30 倍 PE 倍数, 目标价格为 52.54-56.29 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧的风险, 原材料价格波动的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	412.50
流通 A 股 (百万股)	82.50
52 周内股价区间 (元)	35.51-65.17
总市值 (百万元)	20,840
总资产 (百万元)	5,220
每股净资产 (元)	8.33

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,685	4,795	5,797	7,302	9,180
+/-%	13.74	30.11	20.91	25.95	25.73
净利润 (百万元)	498.31	575.05	776.46	958.63	1,237
+/-%	17.42	15.40	35.02	23.46	29.01
EPS (元)	1.21	1.39	1.88	2.32	3.00
PE (倍)	41.82	36.24	26.84	21.74	16.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,109	3,785	4,347	5,533	7,160
现金	262.74	1,249	3,009	3,748	4,921
应收账款	218.72	340.98	347.83	474.61	596.70
其他应收账款	53.24	54.81	74.38	92.25	114.75
预付账款	26.83	50.03	53.87	70.08	86.52
存货	446.24	683.49	784.24	1,070	1,363
其他流动资产	101.48	1,408	78.00	78.00	78.00
非流动资产	1,263	1,434	1,635	1,826	1,894
长期投资	26.08	36.62	32.00	32.00	32.00
固定资产投资	867.82	1,059	1,140	1,267	1,305
无形资产	128.69	172.33	209.48	233.48	257.52
其他非流动资产	240.15	166.76	254.09	293.61	300.42
资产总计	2,372	5,220	5,983	7,359	9,055
流动负债	1,162	1,767	1,745	2,151	2,596
短期借款	132.47	130.01	130.83	130.56	130.65
应付账款	283.00	440.57	472.83	609.94	765.54
其他流动负债	746.29	1,196	1,141	1,411	1,699
非流动负债	173.20	3.71	3.50	3.47	3.56
长期借款	170.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.20	3.71	3.50	3.47	3.56
负债合计	1,335	1,771	1,748	2,155	2,599
少数股东权益	7.94	11.47	20.61	31.88	46.43
股本	330.00	412.50	412.50	412.50	412.50
资本公积	103.37	1,982	1,982	1,982	1,982
留存公积	605.25	1,043	1,819	2,778	4,015
归属母公司股	1,029	3,437	4,214	5,173	6,409
负债和股东权益	2,372	5,220	5,983	7,359	9,055

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	762.09	974.60	1,974	1,033	1,325
净利润	490.53	572.46	785.60	969.90	1,251
折旧摊销	52.58	80.54	135.59	160.55	185.62
财务费用	15.37	3.12	(36.38)	(63.24)	(79.98)
投资损失	(33.42)	75.99	18.00	25.00	0.00
营运资金变动	192.01	269.48	1,070	(58.57)	(31.20)
其他经营现金	45.04	(26.99)	1.42	(0.48)	(0.28)
投资活动现金	(250.28)	(1,601)	(308.05)	(357.00)	(232.40)
资本支出	300.24	230.80	250.00	300.00	200.00
长期投资	18.26	0.00	(4.62)	0.00	0.00
其他投资现金	68.22	(1,371)	(62.67)	(57.00)	(32.40)
筹资活动现金	(422.29)	1,533	94.61	62.85	80.06
短期借款	(75.84)	(2.46)	0.82	(0.27)	0.09
长期借款	20.00	(170.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	82.50	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.38	1,879	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(366.84)	(255.45)	93.79	63.13	79.96
现金净增加额	100.64	927.59	1,760	739.01	1,173

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,685	4,795	5,797	7,302	9,180
营业成本	2,169	2,856	3,410	4,280	5,346
营业税金及附加	38.79	48.04	58.11	73.79	92.39
营业费用	769.79	1,058	1,217	1,574	1,974
管理费用	125.71	172.15	202.90	257.75	330.48
财务费用	15.37	3.12	(36.38)	(63.24)	(79.98)
资产减值损失	5.09	9.59	7.67	7.88	8.09
公允价值变动收益	(45.80)	29.33	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.42	(75.99)	(18.00)	(25.00)	0.00
营业利润	548.42	601.44	919.76	1,147	1,509
营业外收入	104.11	150.35	110.00	120.00	121.73
营业外支出	14.17	14.00	14.00	14.03	14.01
利润总额	638.36	737.79	1,016	1,253	1,617
所得税	147.83	165.34	230.16	282.81	365.42
净利润	490.53	572.46	785.60	969.90	1,251
少数股东损益	(7.79)	(2.60)	9.14	11.27	14.55
归属母公司净利润	498.31	575.05	776.46	958.63	1,237
EBITDA (倍)	616.37	685.10	1,019	1,244	1,615
EPS (元)	1.21	1.39	1.88	2.32	3.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	13.74	30.11	20.91	25.95	25.73
营业利润	4.33	9.67	52.93	24.68	31.59
归属母公司净利润	17.42	15.40	35.02	23.46	29.01
获利能力 (%)					
毛利率	41.13	40.44	41.18	41.38	41.76
净利率	13.52	11.99	13.39	13.13	13.47
ROE	48.42	16.73	18.43	18.53	19.30
ROIC	37.27	20.33	47.28	49.52	61.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.28	33.92	29.22	29.28	28.70
净负债比率 (%)	30.15	7.34	7.48	6.06	5.03
流动比率	0.95	2.14	2.49	2.57	2.76
速动比率	0.57	1.76	2.04	2.07	2.23
营运能力					
总资产周转率	1.66	1.26	1.04	1.09	1.12
应收账款周转率	18.53	17.13	16.83	17.76	17.14
应付账款周转率	8.84	7.89	7.47	7.91	7.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.39	1.88	2.32	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	2.36	4.78	2.50	3.21
每股净资产(最新摊薄)	2.49	8.33	10.22	12.54	15.54
估值比率					
PE (倍)	41.82	36.24	26.84	21.74	16.85
PB (倍)	20.25	6.06	4.95	4.03	3.25
EV_EBITDA (倍)	31.94	28.73	19.32	15.82	12.19

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com