

轻工制造

2017年06月01日

顾家家居 (603816)

——与恒大材料签订战略合作协议：推动拎包入住项目，大力拓展大宗业务

报告原因：有信息公开需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年05月31日

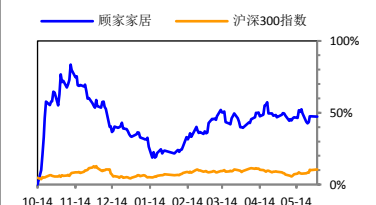
收盘价(元)	51.66
一年内最高/最低(元)	68.9/29.59
市净率	5.9
息率(分红/股价)	1.36
流通A股市值(百万元)	4262
上证指数/深证成指	3117.18 / 9864.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	8.79
资产负债率%	31.00
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)点评：2017年一季报点评：品牌渠道助力，收入增长势头强劲》
2017/04/28

《顾家家居(603816)调研：软体家居龙头企业，品类扩张稳步推进，优质团队高效业绩》
2017/04/12

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)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司与恒大材料签订战略合作框架协议：约定未来三年及五年框架性采购金额，恒大材料将积极推动公司参与恒大集团拎包入住项目合作，后续公司将和恒大材料及恒大材料关联公司、恒大材料指定公司签订具体合作协议。顾家通过和恒大材料及其指定公司业务合作提升产品的市场占有率、和品牌影响力及市场竞争。
- 顾家进入供应商名录，提前锁定采购金额。双方合作协议合作期间为2017年4月1日至2021年12月31日，协议履行周期时长4年零9个月。公司将进入恒大材料及恒大材料关联公司、恒大材料公司的供应商名录，恒大材料意向采购金额为2017年-2019年约人民币10亿元，2017年-2021年约人民币20亿元。在同等条件下，恒大材料将优先向公司采购恒大酒店、会所、售楼部等统供家具产品。恒大地产拥有恒大材料100%的股权。恒大材料对顾家家居绝对控股且符合恒大材料引入资质要求的企业提供合作机会。促进双方合作互惠机会，金融领域联手布局。恒大材料和公司将在股权投资、商业票据等金融领域展开合作。
- 前期公告定向参与恒大地产增资，从股权到业务布局长期合作。顾家家居为获得恒大地产重组上市资本收益以及与恒大地产保持业务战略合作，于2017年5月与上海华信资本签订苏州工业园睿灿投资有限合伙协议，拟投资5.025亿元，从而定向参与恒大地产增资。本次投资完成后，公司为合伙企业的有限合伙人（2016年10月恒大地产、广州凯隆与深深房及其控股股东深圳市投资控股签署重组合作协议，拟实现恒大地产重组上市。协议签署前，恒大地产拟以人民币1.980亿元的投前估值以增资的方式引入战略投资者）。顾家参与恒大地产增资，打开双方业务合作机遇，以恒大的平台优势助力顾家产品延伸发展。
- 软体家居行业标杆，大家居品类扩张稳步推进，团队凝聚力强管理完善。公司多年的品牌渠道深耕细作，主打沙发产品市占率稳步提升，新品类也渐次发力（软床床垫、配套产品、定制品类等）。内在激励机制到位，各产品线通过建立事业部制吸引业内优秀人才，提供完善的激励机制；外部依托顾家品牌力和渠道力，加速品类扩张，完善全屋大家居配套销售机制，提升客单价。2016年顾家国内销售29.1亿元，占国内软体家居不到2%，市占率快速提升，新品类（如软床床垫）突破约50%高增长趋势。
- 全渠道战略主动营销卓越，三四线下沉提升市占率。顾家销售模式以直营+经销+海外ODM模式，目前境内和境外合计3000余家门店，其中包括约200家直营店，通过门店开拓与下沉不断拓展市场渠道，提升品牌渗透率。公司整体上选择建设专业化渠道，其中皮沙发1000余家店，LA-Z-BOY功能沙发专卖店100余家，O2O体验店11家。渠道多元化、全渠道业态取得相对进展。未来公司计划持续新增门店战略，三、四线城市门店数量将持续加密，单店增长和新增门店夯实中长期成长逻辑。
- 产能投建不断跟进，有效支撑公司战略发展。公司已基本形成华北、华东、西南三大基地布局，有效支撑公司战略发展产值需求。公司目前有杭州2家生产基地（48万套饱和产能+97万套*70%产能利用率），河北深州（2017年产能达40%），嘉兴（一期产能60万，2018年建成投产），四川（外协产能），2017年产能计划达到150万套，充分满足公司产品销售的需求，成为收入规模有利支撑。
- 积极拓展品类，产能稳步提升，软体家居业务坚持卓越，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。2-4月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，2018-2020年公司将持续推进O2O一体化融合，实现全渠道零售布局。此次与恒大从股权到业务的全方面合作，体现生态圈头的相互合作将成为龙头公司整合行业的重要方式。我们维持2017-2019年PE分别为1.84元、2.46元、3.29元，目前股价（51.66元）对应2017-2019年PE分别为28、21、16倍，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

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,795	1,380	6,410	8,219	10,448
同比增长率(%)	30.11	53.57	33.69	28.22	27.12
净利润(百万元)	575	188	759	1,013	1,357
同比增长率(%)	15.40	34.09	31.99	33.47	33.96
每股收益(元/股)	1.39	0.46	1.84	2.46	3.29
毛利率(%)	40.4	37.9	41.9	41.9	41.2
ROE(%)	16.7	5.2	18.1	19.4	20.7
市盈率	37		28	21	16

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

	2015A	2016A	17Q1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	3,685	4,795	1,380	6,132	7,880	10,149
二、营业总成本	3,124	4,146	1,212	5,118	6,524	8,370
其中：营业成本	2,169	2,856	857	3,595	4,602	5,897
营业税金及附加	39	48	15	61	79	101
销售费用	770	1,058	290	1,257	1,600	2,060
管理费用	126	172	49	196	236	304
财务费用	15	3	0	3	3	3
资产减值损失	5	10	1	5	4	4
加：公允价值变动收益	(46)	29	0	(50)	(52)	(48)
投资收益	33	(76)	13	8	8	8
三、营业利润	548	601	181	972	1,312	1,739
加：营业外收入	104	150	58	61	60	90
减：营业外支出	14	14	4	16	16	16
四、利润总额	638	738	235	1,017	1,356	1,813
减：所得税	148	165	43	252	337	451
五、净利润	491	572	192	765	1,019	1,362
少数股东损益	(8)	(3)	4	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	498	575	188	759	1,013	1,356
六、全面摊薄每股收益	1.21	1.39	0.46	1.84	2.46	3.29
发行后总股本（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惟一因素。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。