

公司研究/中报点评

2017年08月23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): 54.07
合理价格区间(元): 56.4-65.8

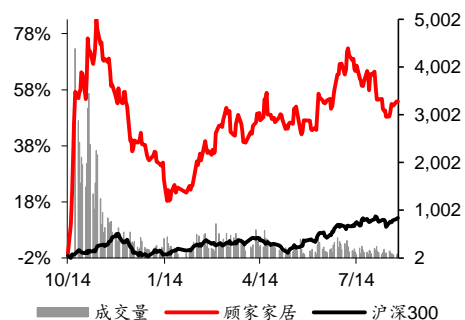
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

相关研究

- 1《顾家家居(603816,增持): Q1 业绩超预期, 步入发展快车道》2017.04
- 2《顾家家居(603816,增持): 业绩稳健增长, 长期发展无忧》2017.03
- 3《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

中报高增长, 符合预期

顾家家居(603816)

上半年收入、利润双双高增长

顾家家居发布中报, 2017H1 公司实现营业收入 31.1 亿元, 同比增长 55%; 实现归母净利 3.9 亿元, 同比增长 43%; 实现扣非后归母净利 3.2 亿元, 同比增长 27%; 实现经营性现金净流入 2.4 亿元, 同比减少 9%。其中, 二季度单季公司实现营收 17.3 亿元, 同比增长 56%; 实现归母净利 2.0 亿元, 同比增长 54%。公司业绩高增长, 符合此前市场预期。

盈利能力虽受原材料涨价影响, 但仍保持较高水平

公司二季度毛利率同比下滑 3.9 个百分点至 38.5%, 单季净利率小幅下滑 0.3 个百分点至 11.6%, 仍处于较高水平。毛利率下滑主要是由于原材料平均采购价格上升, 例如沙发、床垫主要材料 TDI 价格同比上浮 1 倍以上。我们判断今年下半年原材料的价格难回上年同期高点, 且公司在供应链、成本控制方面有一定提升, 叠加规模效应逐步增强, 预计今年下半年毛利率将有所改善。

加强 KA 合作, 渠道加速扩张

顾家目前已经拥有 3000 余家门店, 渠道遍布全国。未来公司将加快渠道扩张速度, 6 月 16 日, 顾家与居然之家签署战略合作协议, 预计在 2020 年之前, 顾家将在居然之家渠道新开店 1500 家, 即在居然之间总门店数量将超过 2 千家。同时, 双方每年将联合举行营销活动 200 场以上。凭借与 KA 客户的深度合作, 公司渠道获得加速扩张。

产品体系逐步完善, 打开公司发展空间

顾家从沙发入手, 逐步完善产品体系, 其中床垫及软床迅速上量, 成为拉动公司增长的新引擎。公司除丰富自身产品线外, 还配套销售茶几、电视柜等产品, 满足了消费者一站式采购的需求, 有利用提升客单价, 从而打破单一品类的规模天花板。

软体家具龙头, 维持“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。维持盈利预测和目标价格区间, 预计公司 2017-2019 年 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、利润增长速度, 给予 2017 年 30-35 倍 PE 估值, 合理价格区间 56.4-65.8 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 市场竞争加剧。

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)	22,304
总资产 (百万元)	5,277
每股净资产 (元)	8.79

资料来源: 公司公告

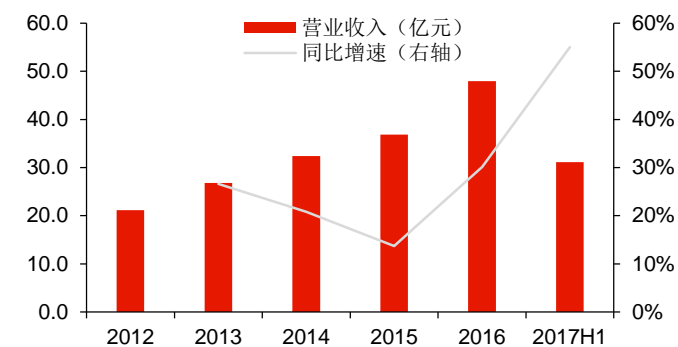
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,685	4,795	6,497	8,511	11,157
+/-%	13.74	30.11	35.50	31.00	31.10
归属母公司净利润 (百万元)	498.31	575.05	777.07	955.18	1,239
+/-%	17.42	15.40	35.13	22.92	29.74
EPS (元, 最新摊薄)	1.21	1.39	1.88	2.32	3.00
PE (倍)	44.76	38.79	28.70	23.35	18.00

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

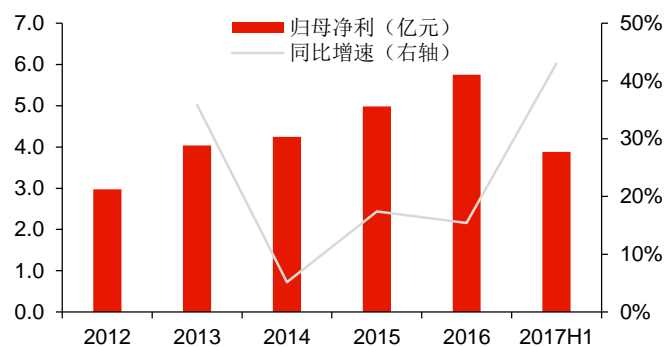
主要财务指标

图表1: 顾家家居近期营收



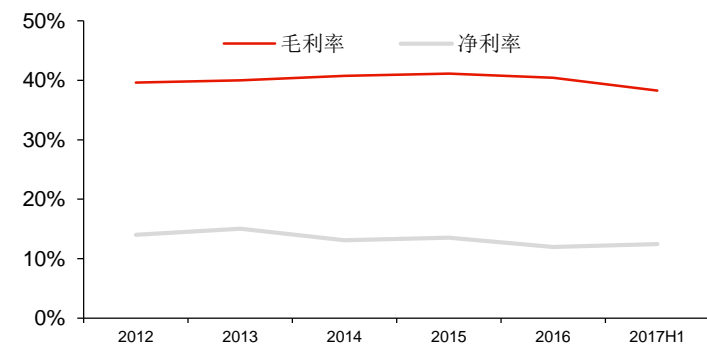
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 顾家家居近期归母净利润



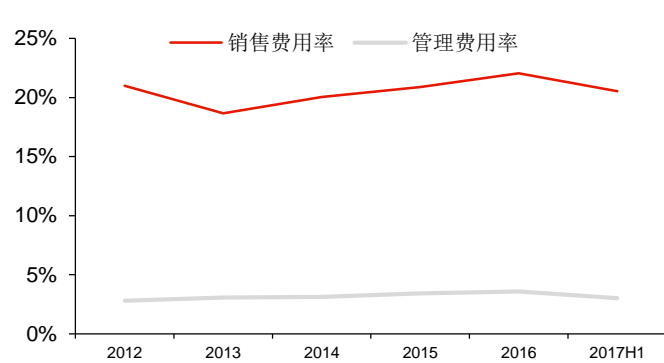
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 顾家家居近期毛利率、净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

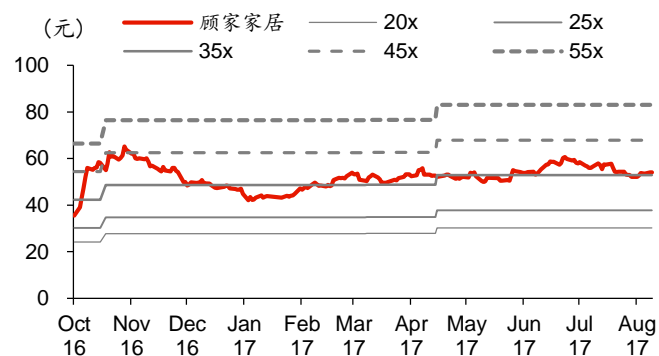
图表4: 顾家家居近期销售、管理费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

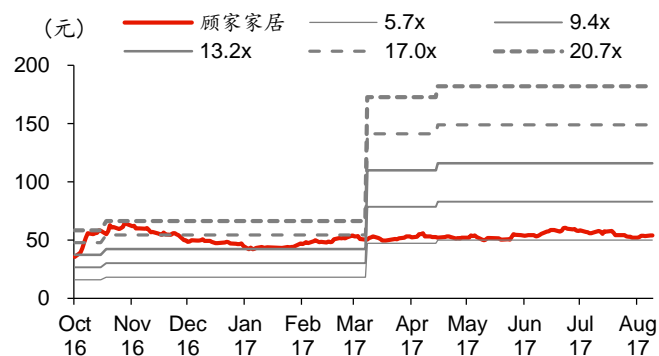
PE/PB - Bands

图表5: 顾家家居历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 顾家家居历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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	4,219	5,529	7,348
现金	262.74	1,249	2,691	3,401	4,551
应收账款	218.72	340.98	389.80	553.19	725.23
其他应收账款	53.24	54.81	108.73	146.30	193.93
预付账款	26.83	50.03	61.18	82.99	107.43
存货	446.24	683.49	890.55	1,267	1,693
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	5,855	7,355	9,243
流动负债	1,162	1,767	1,905	2,438	3,073
短期借款	132.47	130.01	130.83	130.56	130.65
应付账款	283.00	440.57	536.93	722.33	950.56
其他流动负债	746.29	1,196	1,237	1,586	1,991
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	1,908	2,442	3,076
少数股东权益	7.94	11.47	20.61	31.85	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	1,531	2,486	3,726
归属母公司股	1,029	3,437	3,926	4,881	6,120
负债和股东权益	2,372	5,220	5,855	7,355	9,243

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	1,947	1,010	1,308
净利润	490.53	572.46	786.22	966.41	1,254
折旧摊销	52.58	80.54	135.59	160.55	185.62
财务费用	15.37	3.12	(33.60)	(57.42)	(73.70)
投资损失	(33.42)	75.99	18.00	25.00	0.00
营运资金变动	192.01	269.48	1,098	(84.04)	(56.96)
其他经营现金	45.04	(26.99)	(56.51)	(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	(196.92)	57.04	73.78
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)	(197.74)	57.31	73.69
现金净增加额	100.64	927.59	1,442	710.05	1,150

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,685	4,795	6,497	8,511	11,157
营业成本	2,169	2,856	3,872	5,069	6,639
营业税金及附加	38.79	48.04	65.12	86.01	112.29
营业费用	769.79	1,058	1,422	1,915	2,510
管理费用	125.71	172.15	224.78	302.12	401.66
财务费用	15.37	3.12	(33.60)	(57.42)	(73.70)
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	920.55	1,163	1,560
营业外收入	104.11	150.35	110.00	110.00	100.00
营业外支出	14.17	14.00	14.00	25.00	40.00
利润总额	638.36	737.79	1,017	1,248	1,620
所得税	147.83	165.34	230.34	281.79	366.17
净利润	490.53	572.46	786.22	966.41	1,254
少数股东损益	(7.79)	(2.60)	9.15	11.23	14.58
归属母公司净利润	498.31	575.05	777.07	955.18	1,239
EBITDA	616.37	685.10	1,023	1,266	1,672
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	35.50	31.00	31.10
营业利润	4.33	9.67	53.06	26.36	34.11
归属母公司净利润	17.42	15.40	35.13	22.92	29.74
获利能力 (%)					
毛利率	41.13	40.44	40.40	40.44	40.50
净利率	13.52	11.99	11.96	11.22	11.11
ROE	48.42	16.73	19.79	19.57	20.25
ROIC	37.27	20.33	46.51	48.95	61.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.28	33.92	32.59	33.20	33.28
净负债比率 (%)	30.15	7.34	6.86	5.35	4.25
流动比率	0.95	2.14	2.22	2.27	2.39
速动比率	0.57	1.75	1.75	1.75	1.84
营运能力					
总资产周转率	1.66	1.26	1.17	1.29	1.34
应收账款周转率	18.53	16.59	17.34	18.05	17.46
应付账款周转率	8.84	7.89	7.92	8.05	7.94
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	4.72	2.45	3.17
每股净资产(最新摊薄)	2.49	8.33	9.52	11.83	14.84
估值比率					
PE (倍)	44.76	38.79	28.70	23.35	18.00
PB (倍)	21.67	6.49	5.68	4.57	3.64
EV_EBITDA (倍)	34.31	30.87	20.68	16.70	12.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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