

## 轻工制造

2017年09月13日

## 顾家家居 (603816)

——限制性激励彰显长期发展信心，多品类矩阵增长势头快速

报告原因：有信息公开需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年09月12日

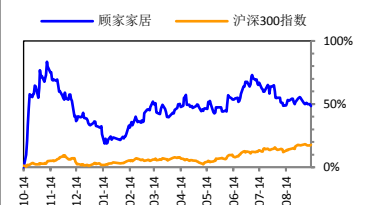
收盘价(元)	52.03
一年内最高/最低(元)	68.9/29.59
市净率	6.1
息率(分红/股价)	1.35
流通A股市值(百万元)	4292
上证指数/深证成指	3379.49 / 11043.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	8.57
资产负债率%	30.35
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年中报点评：各品类增长势头显著，全渠道战略主动营销，收入增长提速》 2017/08/23

## 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

## 研究支持

杜洋 A0230117050017  
duyang@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：

- 公司公布限制性激励计划草案：对本次激励计划对象 100 人授予 1873.10 万股，首次授予价格为 26.7 元，涉及董高中层和核心业务技术人员，占公司股本 4.13 亿股 4.5%，其中首次授予 1593.1 万股（约占股本 3.9%、授予总额 85%），预留 280 万股（约占股本 0.68%、授予总额 15%）。本次限制性激励计划将激发高管团队的积极性，提高经营效率。
- 限制性激励计划自上而下全面激励，提升管理层和核心员工凝聚力。本次激励计划的具体分配方案为，李东来总裁 411.9 万股（占股本 1%、授予总数 22%）、吴汉副总裁 70 万股（占股本 0.17%、授予总数 3.7%）、董汉有副总裁兼董秘 38 万股（占股本 0.09%、授予总数 2.0%）、李云海、刘春新、刘宏分别授予 63、57.5、38 万股，中层和核心技术（业务）人员合计授予 914.7 万股（占股本 2.2%、授予总数 48.8%）。首次授予第一至三个解除限售期为 15、27、39 个月，解除比例分别为 30%、30%、40%；预留部分解除限售期为 12、24、36 个月，比例为 30%、30%、40%。激励计划考核目标为 2018-2020 年：2018 年以 2016 年为基数收入和净利润增长 44%和 32%，2019 年收入和净利润同比上年增长 20.1%、15.2%，2020 年同比上年分别增长 19.7%、15.1%。本次计划摊销费用为 1.63 亿元，对 17-20 年摊销 2523、10093、3016、693 万元。基于公司多品类快速发力，我们预计最终业绩情况将高于股权激励考核条件。
- 公司整体销售增长良好，各品类及内外销业务，均表现强劲增长势头。收入端增长明显提速，上半年和二季度分别同比增长 54.6%和 55.5%，显示公司在多品类扩张时卓有成效，除原有皮沙发业务外，休闲沙发，布艺沙发，软床床垫配套产品等快速发力。配套产品、软床和床垫分别为增长 66.5%和 72.7%，主营业务沙发增长 49.2%。公司内销收入增长显著，实现收入 19.06 亿元，同比提升 59.7%，外销收入 10.21 亿元，同比提升 50.5%。
- 全渠道战略主动营销开展顺利，三四线门店下沉提升市占率。顾家销售模式以直营+经销+海外 ODM 模式，截止 17 年上半年，顾家家居产品远销世界 120 余个国家和地区，在国内拥有 3,000 余家品牌专卖店。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，渠道多元化、全渠道业态取得相对进展。未来公司计划每年新开约 1000 家门店，净开门店 400-500 家。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。
- 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；限制性激励彰显发展信心，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。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。因 16 年下半年起，原材料价格开始攀升，毛利率基数回落，今年下半年同比利润增速将企稳回升；基于公司多品类快速发力，我们预计最终业绩情况将高于股权激励考核条件。我们维持公司 2017-2019 年净利润 7.7 亿、10.39 亿和 14.83 亿，2017-2019 年考虑增发摊薄 EPS 分别为 1.79 元、2.41 元、3.44 元（现有股本摊薄 EPS 分别为 1.87 元、2.52 元、3.60 元），目前股价（52.03 元）对应 2017-2019 年 PE 分别为 29、22、15 倍（现有股本摊薄对应 28 倍、21 倍和 14 倍），给予一年目标价 64 元，维持增持。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,795	3,111	6,913	9,417	12,537
同比增长率(%)	30.11	54.63	44.20	36.20	33.10
净利润(百万元)	575	388	770	1,039	1,483
同比增长率(%)	15.40	42.61	33.90	35.00	42.80
每股收益(元/股)	1.39	0.94	1.87	2.52	3.60
毛利率(%)	40.4	38.3	39.3	39.4	39.7
ROE(%)	16.7	11.0	18.3	19.8	22.0
市盈率	37		28	21	14

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	17H1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	3,685	4,795	3,111	6,913	9,417	12,537
二、营业总成本	3,124	4,146	2,712	6,030	8,177	10,725
其中：营业成本	2,169	2,856	1,921	4,194	5,708	7,562
营业税金及附加	39	48	34	69	94	125
销售费用	770	1,058	639	1,521	2,072	2,633
管理费用	126	172	93	207	264	351
财务费用	15	3	18	33	35	50
资产减值损失	5	10	7	5	4	4
加：公允价值变动收益	(46)	29	0	0	0	0
投资收益	33	(76)	28	28	15	15
三、营业利润	548	601	427	911	1,254	1,827
加：营业外收入	104	150	67	130	150	170
减：营业外支出	14	14	4	16	16	16
四、利润总额	638	738	490	1,025	1,388	1,981
减：所得税	148	165	93	249	343	491
五、净利润	491	572	396	776	1,045	1,489
少数股东损益	(8)	(3)	8	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	498	575	388	770	1,039	1,483
<b>六、全面摊薄每股收益</b>	<b>1.21</b>	<b>1.39</b>	<b>0.94</b>	<b>1.87</b>	<b>2.52</b>	<b>3.60</b>
<b>发行后总股本（百万）</b>	<b>412.5</b>	<b>412.5</b>	<b>412.5</b>	<b>412.5</b>	<b>412.5</b>	<b>412.5</b>

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 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。