

全年业绩略低于预期，看好一季度销量增长

投资要点：

1. 事件

公司发布 2016 年年报，全年公司实现营业收入 47.94 亿元，较上年同期增长 30.11%；归属母公司净利润 5.75 亿元，同比增长 15.40%。第四季度单季数据来看，公司单季实现营收 15.46 亿元，同比大增 38.36%；归属母公司净利润 1.55 亿，同比仅增长 1.02%。由于四季度公司制造成本明显增加，全年及四季度单季利润增速略低于预期。公司年度分红 2.89 亿元，每 10 股派息数 7 元，分红率 50.21%。

2. 我们的分析与判断

（一）制造成本端提升导致四季度单季利润率下滑

公司 16 年三、四季度单季收入分别为 12.36 亿 (yoy+27.58%)、15.46 亿元 (yoy+38.36%)，归母净利润 1.48 亿 (yoy+48.48%)、1.48 亿元 (yoy+1.02%)。三季度公司利润增长幅度可观，但从四季度开始，原材料及人工开始上升明显，毛利率环比减少四个百分点至 37.59%，致使净利率环比减少 2.5% (三季度单季为 12.10%)，费用率环比基本维持稳定。经营性现金流单季度 4.97 亿，同比大幅增长 126.85%。从四季度单季财务数据来看公司依然呈现的是加速扩张的态势，制造成本端提升明显，我们认为公司 12 月份产品进行提价后，对制造成本端的提升将会起到对冲作用，17 年公司盈利水平有望得到恢复。

（二）积极拓展新品类、渠道建设按部就班

1) 内销业务：新品类开始放量。报告期内，公司始终秉持保证传统产品稳定发展，加速新品推广放量的策略，内销增速 30%。沙发产品实现收入 28.4 亿元，相较 15 年增长 25.48%。其中，皮类沙发维持稳定的增长，我们估算增幅 17%，新品类功能沙发和布艺沙发增速为 68%和 57%。与此同时，公司床类及配套产品依旧保持快速增长，16 年分别贡献 6.5、7.28 亿元收入，同比大幅增长 49.26%、34.63%。渠道建设方面，公司前三季度境内拥有经销商门店 2686 家，直营店 196 家，总计 2882 家。报告期末拥有店面近 3000 家，部分省份的营销网络已经渗透到乡镇级别，旗舰店占比进一步提高，渠道结构更加多元化。未来两年公司将继续保持快速的开店节奏，一二线城市加密以及实现 1300 个县级城市全覆盖。我们预计 17 年净开设店面 500-600 家，其中大部分为新品店面。

2) 外销业务：聚焦大客户成效明显。公司外销业务录得 15.89 亿收入，同比增长 32.37%，增幅略超预期，显示出公司积极拓展海外市场，推行大客户战略的成效显著。公司外销主要客户包括美国 Euromarket Designs Inc、Art Van、加拿大 Sunpan Modern Home、韩国 Hanssem co.Ltd 等。未来公司将会继续推进大客户聚焦战略，外销市场依旧具备较大的空间。

顾家家居 (603816.SH)

推荐 维持评级

分析师

马莉 轻工制造首席分析师

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

汤军

☎：(0755) 8283 9715

✉：tangjun_jg@chinastock.com.cn

郝帅

☎：(8610) 8357 1374

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

史凡可

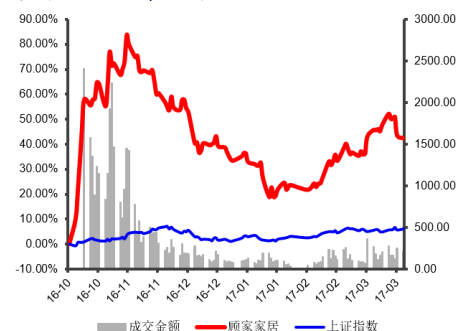
☎：(8610) 8357 1363

✉：shifanke@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2017.3.21
A 股收盘价 (元)		5.66
A 股一年内最高价 (元)		6.43
A 股一年内最低价 (元)		3.77
上证指数		3070
市净率		2.05
总股本 (亿股)		25.37
实际流通 A 股 (亿股)		25.14

相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

（三）费用率维持稳定，制造成本提升+投资损益致使利润释放有限

在收入规模大幅增加的情况下，净利润仅增长 15.4%，分析其原因，主要是受到制造成本提升的压力。公司报告期内原材料成本增加 33.31%、人工成本增长 32.88%、外购成本增长 32.98%，毛利率减少 0.7 个百分点，销售净利润减少 1.37%至 11.94%。期间三费率基本维持稳定，总体对公司业绩无太大的影响。我们认为 16 年大宗原材料、人工成本的普涨使得利润承压是行业普遍因素。随着 17 年公司将部分主要产品进行提价后，成本端的压力可以有效的对冲。同时，公司进一步加大采购体系的改革力度，强化供应商管理，推动制造系统供应链一体化能力的提升，公司业绩有望在 17 年恢复。另外，受到人民币贬值影响，公司投资收益亏损 -7599 万，上年同期为 3342 万，我们认为此亏损为一次性，不改公司长期逻辑。

（四）预付款大幅提升，继续关注新品类放量节奏

公司期末预收款 6.54 亿元，同比大幅增长 153.54%。主要系销售规模增长及公司大力推进内销全款下单的影响所致。受到行业成本端提升的压力影响，部分家具公司年后开始对产品进行提价。因此，涨价预期致使下游经销商加大力度全款冲货，致使预收款大幅增长，也意味着公司一季度收入有望超出市场预期。全年来看，公司新品类功能沙发、布艺沙发、床及床垫和配套家具依旧可以保持快速的增长，在渠道逐步完善情况下，产品铺设力度将大大增强，最终实现一定规模体量。后期随着新增品类的大力扩展，新品门店的开设速度也将大大加快。在开店的同时，公司也在做积极的门店结构调整，淘汰经营能力较差的店面，目标每年实现净开店 600 家左右。同时，公司通过加强供应链端的掌控，在生产环节做持续的改善，继续看好 17 年公司发展。

3. 盈利预测及投资建议

我们认为软体家具行业尚未见顶，行业集中度较为分散。公司作为软体家居龙头之一，在公司治理、产品品类、渠道建设都已具备一定的优势。根据公司产品规划，公司将在产品端以及渠道端同时发力，未来收入规模将继续保持稳定增长。不考虑并购的情况，我们预计 17/18 年公司可实现销售收入 62.3/81 亿元，复合增速 30%，利润 7.2/9 亿元，复合 25%增长。当前 208 亿市值对应 29/24 倍 PE，考虑到公司一季度业绩有望超预期，继续给予推荐评级。

风险提示：费用控制不当、原材料成本大幅上升等。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉 轻工制造行业首席分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn