

2017年08月23日

## 品类加速扩张，二季度业绩增长提速 增持(维持)

### 投资要点

- **公司发布半年报业绩：**2017H1 实现收入 31.11 亿，同增 54.63%；归母净利润 3.88 亿，同增 42.61%；扣非归母净利润 3.22 亿，同增 27.28%（营业外收入、理财收益分别较上年同期增加 2649 万、2135 万）。收入增长略超市场预期。其中，公司 Q2 单季收入 17.31 亿，同增 55.49%；归母净利润 2 亿，同增 51.66%；扣非净利润约 1.76 亿（扣除营业外收入、投资收益），同增 40%。单二季度收入和利润增长均有提速。
- **新品类加速扩张，驱动收入端高速成长：**报告期内公司持续推进多品类战略，软床及床垫、配套产品等迅速放量。分产品来看，上半年公司沙发实现收入 18.24 亿，同增 49.15%；配套产品 4.69 亿，同增 66.47%；软床及床垫收入 4.3 亿，同增 72.71%。
- **上游成本上涨，毛利率承压，净利率持平：**原料成本价格大幅上涨 (TDI、钢材上半年均价同增约 126%、46%)，导致公司 2017H1 综合毛利率同比下降 3.83pct 至 38.25%。其中，沙发毛利率下降 4.33pct 至 38.34%；软床及床垫毛利率下降 2.86pct 至 41.11%；配套产品毛利率提升 2.06pct 至 32.34%。由于投资收益、营业外收支、子公司所得税等项目均有正贡献，公司净利率仅下降 0.92pct 至 12.74%。
- **销售费用大幅提升，保障收入大增：**期内公司三费率合计 24.11%，同比去年同期基本持平。其中，销售费用 6.39 亿 (+57.9%)，销售费用率 20.54% (+0.42pct)，主要是由于公司加大品牌投入及人员物流费用所致；管理费用 9348 万 (+27.2%)，管理费用率 3.65% (-0.65pct)；财务费用率 1772 万 (+62.8%)，财务费用率 0.57%，同比基本持平。营销费用大增是内销收入高增长的重要保障。
- **渠道继续下沉，内销收入显著增长：**上半年公司内销收入 19.06 亿元，同增 59.7%；外销收入 10.21 亿元，同增 50.5%；内外销均实现快速增长。目前，公司已经拥有 3000 余家门店，且每年净开店预计 400-500 家，渠道下沉有利于公司内销收入持续高成长。
- **投资建议：**得益于产品结构的多元化及渠道的不断优化，公司处于高速增长期。预计公司 2017、2018 年全年净利 8.0 亿、10.4 亿，当前市值对应 PE 为 27x、21x，EPS1.94、2.52 元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**房地产下行，开店节奏不达预期。

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号：S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号：S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	53.08
一年最低/最高价	29.21/68.01
市净率 (倍)	6.19
流通 A 股市值 (百万元)	4,379

### 基础数据

每股净资产 (元)	8.57
资产负债率 (%)	30.35
总股本 (百万股)	412.5
流通 A 股 (百万股)	82.5

### 相关研究

1. 顾家家居：外销加大投入，全品类发力共驱全年业绩高增长 -20170517

## 顾家家居三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,785.41	4,755.59	6,303.55	7,862.39	营业收入	4,794.53	6,971.90	9,429.18	12,332.23
货币资金	1,248.56	1,723.53	2,789.60	3,653.28	营业成本	2,855.81	4,219.66	5,722.28	7,551.22
应收款项	340.98	472.90	627.83	811.80	营业税金及附加	48.04	69.85	94.47	123.55
存货	683.49	985.76	1,277.91	1,709.28	销售费用	1,057.73	1,573.56	2,137.59	2,800.65
其他	1,512.39	1,573.39	1,608.20	1,688.03	管理费用	172.15	266.33	360.19	471.09
非流动资产	1,434.23	1,558.66	1,830.18	2,098.99	财务费用	3.12	(17.24)	(27.90)	(36.53)
长期股权投资	36.62	47.16	57.71	68.25	投资净收益	(75.99)	2.55	(13.34)	(28.93)
固定资产	1,058.52	1,194.54	1,410.40	1,623.55	其他	0.12	19.92	10.58	0.00
无形资产	172.33	165.99	159.65	153.31	营业利润	601.44	848.84	1,111.44	1,370.18
其他	166.76	150.98	202.43	253.89	营业外净收支	136.35	182.66	228.80	275.09
资产总计	5,219.64	6,314.25	8,133.73	9,961.38	利润总额	737.79	1029.49	1338.23	1643.26
流动负债	1,766.99	2,138.42	3,019.21	3,694.81	所得税费用	165.34	230.70	299.89	368.25
短期借款	130.01	65.01	32.50	16.25	少数股东损益	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)
应付账款	440.57	875.59	1,154.10	1,524.32	归属母公司净利润	575.05	801.38	1040.93	1277.61
其他	1,196.41	1,197.83	1,832.60	2,154.24	EBIT	708.85	912.35	1,209.11	1,509.27
非流动负债	3.71	5.39	7.29	9.54	EBITDA	781.98	980.57	1,290.58	1,605.35
长期借款	-	-	-	-					
其他	3.71	5.39	7.29	9.54	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1,770.70	2,143.82	3,026.51	3,704.35	每股收益(元)	1.39	1.94	2.52	3.10
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47	每股净资产(元)	8.42	9.03	11.05	13.54
归属母公司股东权益	3,437.48	4,158.97	5,095.76	6,245.56	发行在外股份(百万股)	412.50	412.50	412.50	412.50
负债和股东权益总计	5,219.64	6,314.25	8,133.73	9,961.38	ROIC(%)	15.37	16.71	18.25	18.67
					ROE(%)	21.44	20.97	22.38	22.44
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	36.57	39.48	39.31	38.77
经营活动现金流	974.60	1344.72	1910.38	1887.74	EBIT Margin(%)	16.31	14.06	13.69	13.02
投资活动现金流	(1601.45)	(124.15)	(233.58)	(227.39)	销售净利率(%)	14.07	11.46	11.01	10.34
筹资活动现金流	1533.21	(745.59)	(610.73)	(796.67)	资产负债率(%)	25.22	33.95	37.21	37.19
现金净增加额	927.59	474.97	1066.07	863.67	收入增长率(%)	30.11	45.41	35.25	30.79
折旧与摊销	73.13	68.22	81.47	96.08	净利润增长率(%)	15.40	39.36	29.89	22.74
资本开支	230.80	207.67	287.52	284.81	P/E	38.08	27.32	21.03	17.14
营运资本变动	2070.93	598.74	667.17	883.24	P/B	6.35	5.25	4.29	3.50
企业自由现金流	743.80	1137.05	1622.86	1602.93	EV/EBITDA	28.17	22.40	16.99	13.65

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>