

2017年10月30日

多品类持续高增长，业绩符合预期

增持(维持)

投资要点

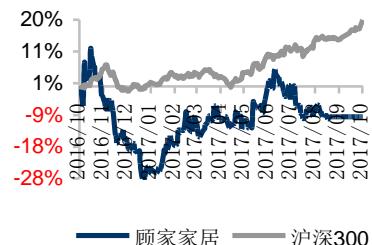
- **事件：**公司发布三季报：前三季度公司实现营业收入48.48亿元，同比增长49.25%，归母净利润6.20亿元，同比增长47.75%，扣非后归母净利润4.74亿元，同比增长27.63%。单三季度实现营业收入17.37亿元，同比增长40.49%，归母净利润2.32亿元，同比增长57.23%，扣非后归母净利润1.52亿元，同比增长27.73%，业绩增长符合预期。
- **多品类快速扩张，驱动收入端持续高增长。**报告期内公司持续推进多品类战略，皮沙发、功能沙发、布艺沙发高增长基础上，软床及床垫、配套产品等收入迅速放量，公司对各个品类的行业排名都有明确的目标计划。渠道端外销保持平稳较快增长，内销渠道持续下沉，全年在3000余家门店基础上净开店400-500家目标稳步推进。多品类+内外销高增长驱动公司前三季度实现49.25%收入增速。
- **成本上涨毛利率承压。**公司前三季度毛利率36.74%，同比下滑5.05pct；其中Q1/Q2/Q3分别为37.9%/38.5%/34.0%，同比-3.8pct/-3.9pct/-7.3pct，主要原因系：1) 报告期间海绵、钢架、包装等原材料价格上涨幅度较大；2) 出口新增功能沙发品类目前正处于抢占市场、培育客户阶段，此产品毛利较低；3) 报告期间公司促销活动较多，我们预计售价折扣较大。
- **销售费用率下降，营业外收入与投资收益大增净利率稳定。**前三季度销售费用率20.31%，同比降低1.18pct，管理费用率3.06%同比下滑0.55pct，主要系公司收入快速增长，规模效应显现所致。前三季度财务费用3837万，同比增长126.9%，主要系人民币升值导致汇兑亏损影响所致。但由于前三季度实现营业外收入1.67亿同比增长59.58%（政府补助增加），投资收益0.46亿同比增长649.66%（理财收益增加），导致前三季度净利率13.13%，同比微升0.06pct。
- **存货周转良好，经营活动产生的现金流净额同比大增。**公司三季报存货周转天数60.99天，同比下降12.18天，应收账款周转天数20.63天，同比基本持平，公司整体周转效率有所提升。公司经营活动产生现金流同比大增53.39%，销售回款能力良好。
- **产能持续释放为收入高增长提供保障。**公司前期公告拟在浙江省嘉兴市建设软体家具的生产基地，项目总产能80万套软体家具，其中一期拟以发行可转债形式投入13.8亿，今年下半年开工，在2021年底之前达纲，达纲时预计实现产能60万标准套软体家具，实现营业收入28.80亿元。
- **盈利预测及投资评级：**顾家家居作为软体家具龙头，以皮沙发为切入点，品类向功能沙发、布艺沙发、床垫、定制家具等多个领域延伸，外销增长迅速，内销近3000家经销商门店3年规划至5000家，内部配合狼性管理文化公司整体处于快速发展期。预计公司2017、2018年全年净利8.0亿、10.6亿，EPS分别为1.94元、2.58元，当前市值对应PE为28x、21x，给予“增持”评级。
- **风险提示：**渠道扩张不及预期、地产调控超预期

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)	54.11
一年最低/最高价	39.88/68.01
市净率(倍)	5.92
流通A股市值(百万元)	4,821

基础数据

每股净资产(元)	9.14
资产负债率(%)	31.64
总股本(百万股)	412.5
流通A股(百万股)	89.1

相关研究

1. 顾家家居：品类加速扩张，二季度业绩增长提速
-20170824

顾家家居三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,785.41	4,026.09	5,407.10	6,746.96	营业收入	4,794.53	6,971.90	9,429.18	12,332.23
货币资金	1,248.56	994.03	1,893.15	2,537.85	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	2,176.71	2,458.77	2,738.12	财务费用	3.12	30.06	1.07	(5.38)
长期股权投资	36.62	47.16	57.71	68.25	投资净收益	(75.99)	48.34	43.51	39.16
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	215.99	209.65	203.31	营业利润	601.44	847.34	1,139.32	1,407.11
其他	166.76	719.02	781.02	843.02	营业外净收支	136.35	182.66	228.80	275.09
资产总计	5,219.64	6,202.80	7,865.87	9,485.08	利润总额	737.79	1027.98	1366.11	1680.19
流动负债	1,766.99	2,028.02	2,732.92	3,174.31	所得税费用	165.34	230.37	306.14	376.52
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	584.49	687.13	823.12	归属母公司净利润	575.05	800.21	1062.57	1306.26
其他	1,196.41	1,378.52	2,013.30	2,334.94	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					
负债总计	1,770.70	2,033.41	2,740.22	3,183.85					
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47					
归属母公司股东权益	3,437.48	4,157.92	5,114.18	6,289.77					
负债和股东权益总计	5,219.64	6,202.80	7,865.87	9,485.08					
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	974.60	1053.96	1728.25	1645.24					
投资活动现金流	(1601.45)	(404.67)	(434.52)	(431.81)					
筹资活动现金流	1533.21	(903.81)	(394.61)	(568.73)					
现金净增加额	927.59	(254.53)	899.12	644.70					
折旧与摊销	73.13	68.22	81.47	96.08					
资本开支	230.80	257.67	287.52	284.81					
营运资本变动	2070.93	(20.35)	676.10	898.48					
企业自由现金流	743.80	796.28	1440.73	1360.43	P/E	38.81	27.89	21.01	17.09
					P/B	6.49	5.37	4.36	3.55
					EV/EBITDA	28.71	22.83	17.32	13.91

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>