

收入继续放量，多品类市场空间广阔

投资要点

- **事件：**公司公布三季报，前三季度实现营业收入 48.5 亿元，同比增长 49.3%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 47.8%，扣非净利润同比增长 27.6%，其中 Q3 实现营业收入 17.4 亿元，同比增长 40.5%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 57.2%，收入增速超预期。
- **新老产品共同放量带动营收增长，原材料压制毛利，运营管理效率提升。**1) 前三季度公司沙发及其他软体家具品类快速放量，促销均价偏低导致 Q3 整体收入增速稍慢于上半年，但仍远高于规模以上家具企业营收增速 (11.1%)。2) 原材料海绵、五金件等均在 Q3 有较大涨幅，导致公司第三季度营业成本增长 62.2%，对整体毛利率形成压制。且随着公司多品类拓展，配套产品、餐椅等低毛利率产品营收占比提升，导致整体毛利率水平同比降低 5.1pct 至 36.7%。3) 报告期内公司政府补助与投资收益达 2.1 亿，因此扣非后增速有所放缓。此外公司规模效应的提升实现销售费用率、管理费用率同比下降至 20.3% (-1.2pct)、3.1% (-0.6pct)。公司出口业务受人民币升值影响出现 4000 万左右汇兑损失，使财务费用小幅上升。整体净利率同比微幅增长 0.1pct，提升至 13.1%，存货周转加快约 12 天，公司整体运营管理效率持续改善。
- **品类延伸+产能提升+渠道扩张三足鼎立，发展前景美好。**1) 公司床垫、配套产品营收占比逐渐提升，其中软床及床垫业务成为公司业绩又一大增长点：占比从 12.4% 提升至 13.8%。截至上半年终端零售系统覆盖门店数近 30%，数量已达 816 家，公司门店总数预计可达 5000 家，门店效率仍有提升空间；2017 年 6 月 27 日公司发布公告，拟通过公开发行 A 股可转换公司债券获得募集资金用于嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具产品第一期投资计划的建设，产能有望继续提升。2) 公司于 2017 年 9 月 12 日发布限制性股票激励计划，拟向 100 名激励对象以每股 26.7 元的价格授予 1593.1 万股限制性股票，激励对象涵盖公司 100 名高、中层管理人员以及核心技术（业务）人员，深度绑定核心员工利益，为公司未来业绩增长创造持续内生动力。
- **盈利预测与投资建议。**公司多品类充分发力，产能扩张卓有成效，成长空间广阔，我们上调公司盈利预测。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.98 元、2.57 元、3.25 元，对应 PE 分别为 28 倍、21 倍和 17 倍。考虑到四季度估值切换行情，我们给予公司 18 年 30 倍 PE，目标价 77.1 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，终端销售不畅的风险，产能释放不及预期的风险。

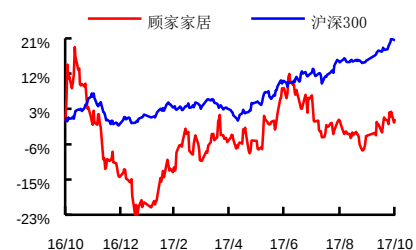
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4794.53	6746.81	9119.19	11892.33
增长率	30.11%	40.72%	35.16%	30.41%
归属母公司净利润 (百万元)	575.05	815.03	1061.58	1340.95
增长率	15.40%	41.73%	30.25%	26.32%
每股收益 EPS (元)	1.39	1.98	2.57	3.25
净资产收益率 ROE	16.60%	19.73%	21.37%	22.29%
PE	39	28	21	17
PB	6.53	5.48	4.55	3.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.12
流通 A 股(亿股)	0.89
52 周内股价区间(元)	42.18-65.17
总市值(亿元)	225.22
总资产(亿元)	55.65
每股净资产(元)	9.14

相关研究

1. 顾家家居 (603816): 多品类齐发力, 原材料涨价影响短期盈利 (2017-08-23)

关键假设：

假设 1：沙发业务中功能沙发和布艺沙发继续开拓国内市场，收入增速远高于沙发整体增速。

假设 2：提价顺利落实后，预计内销提价幅度约 5%，外销提价 3%-5%。

假设 3：2017 年毛利率受原材料涨价影响略有下滑，但随着公司产能利用率提升，规模效应增强，生产效率和成本控制进一步增强，毛利率稳步提升，2017-2019 年毛利率分别为 38.67%、39.17%和 39.28%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	3,239.7	3,684.9	4,794.5	6,746.8	9,119.2	11,892.3
yoy		13.74%	30.11%	40.72%	35.16%	30.41%
营业成本	1,919.5	2,169.2	2,855.7	4,137.5	5,547.6	7,221.4
毛利率	40.75%	41.13%	40.44%	38.67%	39.17%	39.28%
毛利	1,320.2	1,515.6	1,938.8	2,609.3	3,571.5	4,670.9
沙发						
收入	2057.57	2262.94	2839.61	3897.34	5146.01	6630.41
yoy		9.98%	25.48%	37.25%	32.04%	28.85%
成本	1194.21	1323.82	1675.94	2376.19	3106.82	4000.65
毛利率	41.96%	41.50%	40.98%	39.03%	39.63%	39.66%
—皮类沙发						
收入	1607.74	1814.81	2000	2500	3050	3660
yoy		12.88%	10.20%	25.00%	22.00%	20.00%
成本	908.05	1038.62	1136.00	1450.00	1738.50	2067.90
毛利率	43.52%	42.77%	43.2%	42.00%	43.00%	43.50%
—功能沙发						
收入	202.87	275.81	539.61	917.34	1376.01	1926.41
yoy		35.95%	95.65%	70.00%	50.00%	40.00%
成本	134.54	180.82	356.74	623.79	921.92	1290.69
毛利率	33.68%	34.44%	34%	32.00%	33.00%	33.00%
—布艺沙发						
收入	246.96	172.32	300	480	720	1044
yoy		-30.22%	74.09%	60.00%	50.00%	45.00%
成本	151.76	104.46	183.00	302.40	446.40	642.06
毛利率	38.55%	39.38%	39%	37.00%	38.00%	38.50%
配套产品						
收入	515.38	541.05	728.39	1092.59	1,529.62	1,988.50

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
yoy		4.98%	34.63%	50.00%	40.00%	30.00%
成本	363.14	379.28	504.34	764.81	1070.73	1391.95
毛利率	29.54%	29.90%	30.76%	30.00%	30.00%	30.00%
床及床垫						
收入	282.89	435.37	649.85	1039.76	1,559.64	2,183.50
yoy		53.90%	49.26%	60.00%	50.00%	40.00%
成本	163.68	247.16	374.25	623.86	912.39	1,266.43
毛利率	42.14%	43.23%	42.41%	40.00%	41.50%	42.00%
餐椅						
收入	199.41	201.36	217.12	249.69	299.63	359.55
yoy		0.98%	7.83%	15.00%	20.00%	20.00%
成本	129.52	129.72	141.13	162.2972	194.76	233.71
毛利率	35.05%	35.58%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他						
收入	184.46	244.13	359.55	467.42	584.27	730.34
yoy		32.35%	47.28%	30.00%	25.00%	25.00%
成本	68.95	89.24	160.09	210.34	262.92	328.65
毛利率	62.62%	63.45%	55.47%	55.00%	55.00%	55.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4794.53	6746.81	9119.19	11892.33	净利润	572.46	811.35	1056.79	1334.90
营业成本	2855.81	4137.50	5547.64	7221.42	折旧与摊销	80.54	102.77	110.82	119.60
营业税金及附加	48.04	67.59	91.36	119.15	财务费用	3.12	23.15	78.81	104.07
销售费用	1057.73	1437.07	1905.91	2461.71	资产减值损失	9.59	10.00	10.00	10.00
管理费用	172.15	215.90	310.05	428.12	经营营运资本变动	-1145.07	-567.16	-513.95	-650.82
财务费用	3.12	23.15	78.81	104.07	其他	1453.96	-52.33	-29.33	-19.33
资产减值损失	9.59	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	974.60	327.78	713.13	898.42
投资收益	-75.99	50.00	40.00	30.00	资本支出	-193.26	-116.00	-132.00	-148.00
公允价值变动损益	29.33	29.33	29.33	29.33	其他	-1408.19	79.33	69.33	59.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1601.45	-36.67	-62.67	-88.67
营业利润	601.44	934.92	1244.75	1607.20	短期借款	-2.46	-19.36	126.89	140.80
其他非经营损益	136.35	120.88	126.03	124.32	长期借款	-170.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	737.79	1055.80	1370.78	1731.51	股权融资	1961.11	10.00	0.00	0.00
所得税	165.34	244.45	313.99	396.61	支付股利	-137.00	-158.10	-224.08	-291.86
净利润	572.46	811.35	1056.79	1334.90	其他	-118.45	-22.85	-78.81	-104.07
少数股东损益	-2.60	-3.68	-4.79	-6.05	筹资活动现金流净额	1533.21	-190.31	-175.99	-255.13
归属母公司股东净利润	575.05	815.03	1061.58	1340.95	现金流量净额	927.59	100.80	474.48	554.63
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1248.56	1349.36	1823.84	2378.47	成长能力				
应收和预付款项	445.82	605.31	830.75	1075.00	销售收入增长率	30.11%	40.72%	35.16%	30.41%
存货	683.49	801.63	1075.96	1483.14	营业利润增长率	9.67%	55.45%	33.14%	29.12%
其他流动资产	1407.55	1980.68	2677.15	3491.27	净利润增长率	16.70%	41.73%	30.25%	26.32%
长期股权投资	36.62	36.62	36.62	36.62	EBITDA 增长率	11.15%	54.84%	35.21%	27.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1127.27	1147.70	1175.88	1211.07	毛利率	40.44%	38.67%	39.17%	39.28%
无形资产和开发支出	172.33	170.51	169.69	169.87	三费率	25.72%	24.84%	25.16%	25.18%
其他非流动资产	98.01	100.63	102.45	103.47	净利率	11.94%	12.03%	11.59%	11.22%
资产总计	5219.64	6192.44	7892.33	9948.91	ROE	16.60%	19.73%	21.37%	22.29%
短期借款	130.01	110.65	237.54	378.35	ROA	10.97%	13.10%	13.39%	13.42%
应付和预收款项	1466.53	1714.60	2371.15	3142.11	ROIC	18.50%	20.02%	22.04%	23.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.29%	15.72%	15.73%	15.40%
其他负债	174.16	254.70	338.43	440.20	营运能力				
负债合计	1770.70	2079.94	2947.12	3960.66	总资产周转率	1.26	1.18	1.29	1.33
股本	412.50	412.50	412.50	412.50	固定资产周转率	4.98	6.31	8.37	10.67
资本公积	1981.98	1991.98	1991.98	1991.98	应收账款周转率	17.13	16.99	16.92	16.58
留存收益	1043.30	1700.24	2537.74	3586.84	存货周转率	4.60	4.73	4.98	4.80
归属母公司股东权益	3437.48	4104.71	4942.22	5991.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.02%	—	—	—
少数股东权益	11.47	7.79	2.99	-3.06	资本结构				
股东权益合计	3448.94	4112.50	4945.21	5988.25	资产负债率	33.92%	33.59%	37.34%	39.81%
负债和股东权益合计	5219.64	6192.44	7892.33	9948.91	带息债务/总负债	7.34%	5.32%	8.06%	9.55%
					流动比率	2.14	2.28	2.18	2.13
					速动比率	1.76	1.90	1.81	1.76
					股利支付率	23.82%	19.40%	21.11%	21.77%
					每股指标				
					每股收益	1.39	1.98	2.57	3.25
					每股净资产	8.36	9.97	11.99	14.52
					每股经营现金	2.36	0.79	1.73	2.18
					每股股利	0.33	0.38	0.54	0.71
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	685.10	1060.84	1434.38	1830.87					
PE	39.17	27.63	21.22	16.80					
PB	6.53	5.48	4.55	3.76					
PS	4.70	3.34	2.47	1.89					
EV/EBITDA	31.18	20.02	14.57	11.18					
股息率	0.61%	0.70%	0.99%	1.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn