

2018年01月10日

# 与 Natuzzi S.p.A. 签订合作框架协议，龙头扬帆 18 年新起航

## 增持(维持)

### 投资要点

#### ■ 事项要点：

顾家家居发布公告：2018年1月9日，顾家家居与 Natuzzi 签署《Natuzzi 与顾家家居股份有限公司的初步协议》，拟在大中国区共同建立用于发展并经营 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 的零售网络，通过纳图兹贸易（上海）有限公司来执行本项目。

协议内容包括：顾家家居以自有资金投资 6500 万欧元（约 5.05 亿人民币），持有合资公司 51% 的股权（该合资公司 2016 年实现收入 1.54 亿元，净利润 2005 万元）；Natuzzi 向合资公司授予 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 商标的永久和独家经销许可（合资公司向 Natuzzi 支付 1500 万欧元）；Natuzzi 将继续侧重于产品开发、营销和媒体策划、CRM 和数字化，并升级零售概念；顾家将凭借其对中国零售和房地产市场的了解，侧重于渠道开拓和业务发展。

Natuzzi 是意大利规模最大的家具上市公司，也是全球家具行业重要的参与者之一，销售渠道覆盖约 100 个国家。2016 年 Natuzzi 总资产为 34723 万欧元（约 27.02 亿人民币），实现营收 45721.8 万欧元（约 35.59 亿人民币）。

#### ■ 投资建议

**携手海外龙头，积极布局市场：**顾家家居借助于 Natuzzi 的品牌优势，在顾家品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列（Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions），丰富产品体系，多品类快速扩张。通过与 Natuzzi 建立合资公司，提升公司在空间设计、产品研发与制造、终端零售管理等价值链上关键环节的竞争力，拓宽客户群体。该合作协议的签订，不仅为双方合作打下良好基础，也进一步扩大顾家在国内外的影响力，加速顾家渠道拓展。

**业务持续扩张稳步推荐，18 龙头新起航：**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，多品类快速扩张，驱动收入端持续高增长。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收入增长。

**■ 盈利预测与投资评级：**我们预计 2017-2019 年，公司归母净利润分别为 8.00 亿元、10.63 亿元、13.06 亿元，EPS 为 1.87、2.48、3.05 元，当前市值对应 PE 为 33X、25X、20X，维持“增持”评级。

**■ 风险提示：**原材料价格超预期上涨，产能建设不达预期

证券分析师 马莉  
执业证书编号：S0600517050002

01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可  
执业证书编号：S0600517070002

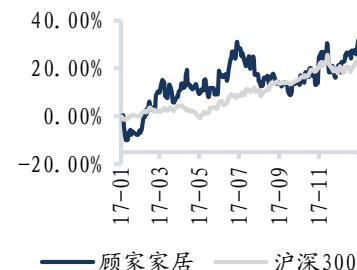
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

研究助理 林瑶  
010-11111111

liny@dwzq.com.cn

### 股价走势



— Gujia Home — SSE Composite

### 市场数据

收盘价（元） 61.05

一年最低/最高价 39.88/62.18

市净率（倍） 6.68

流通 A 股市值（百万元） 5,440

### 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） 428

流通 A 股（百万股） 89

### 相关研究

- 【东吴轻工 顾家家居】三季报点评：多品类持续高增长，业绩符合预期 -20171031
- 顾家家居：品类加速扩张，二季度业绩增长提速 -20170824
- 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)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>3785.41</b>	<b>4041.84</b>	<b>5422.96</b>	<b>6762.93</b>	<b>营业收入</b>	<b>4794.53</b>	<b>6971.90</b>	<b>9429.18</b>	<b>12332.23</b>
货币资金	1248.56	1009.78	1909.02	2553.82	营业成本	2855.81	4219.66	5722.28	7551.22
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	1277.91	1709.28	销售费用	1057.73	1573.56	2137.59	2800.65
其他	1512.39	1573.39	1608.20	1688.03	管理费用	172.15	266.33	360.19	471.09
<b>非流动资产</b>	<b>1434.23</b>	<b>2176.71</b>	<b>2458.77</b>	<b>2738.12</b>	<b>财务费用</b>	<b>3.12</b>	<b>29.90</b>	<b>0.91</b>	<b>(5.54)</b>
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	1058.52	1194.54	1410.40	1623.55	其他	0.12	19.92	10.58	0.00
无形资产	172.33	215.99	209.65	203.31	<b>营业利润</b>	<b>601.44</b>	<b>847.49</b>	<b>1139.48</b>	<b>1407.27</b>
其他	166.76	719.02	781.02	843.02	营业外净收支	136.35	182.66	228.80	275.09
<b>资产总计</b>	<b>5219.64</b>	<b>6218.55</b>	<b>7881.73</b>	<b>9501.06</b>	<b>利润总额</b>	<b>737.79</b>	<b>1028.14</b>	<b>1366.27</b>	<b>1680.35</b>
<b>流动负债</b>	<b>1766.99</b>	<b>2028.02</b>	<b>2732.92</b>	<b>3174.31</b>	所得税费用	165.34	230.40	306.18	376.56
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>575.05</b>	<b>800.34</b>	<b>1062.69</b>	<b>1306.39</b>
其他	1196.41	1378.52	2013.30	2334.94	EBIT	708.85	912.35	1209.11	1509.27
<b>非流动负债</b>	<b>3.71</b>	<b>5.39</b>	<b>7.29</b>	<b>9.54</b>	EBITDA	781.98	980.57	1290.58	1605.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	3.71	5.39	7.29	9.54	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1770.70</b>	<b>2033.41</b>	<b>2740.22</b>	<b>3183.85</b>	每股收益(元)	1.39	1.87	2.48	3.05
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47	每股净资产(元)	8.33	9.75	11.98	14.73
归属母公司股东权益	3437.48	4173.67	5130.04	6305.74	发行在外股份(百万股)	412.50	428.14	428.14	428.14
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5219.64</b>	<b>6218.55</b>	<b>7881.73</b>	<b>9501.06</b>	ROIC(%)	15.37	16.66	18.13	18.49
					ROE(%)	25.64	20.97	22.79	22.80
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	40.44	39.48	39.31	38.77
经营活动现金流	974.60	1053.92	1728.22	1645.21	EBIT Margin(%)	16.31	14.06	13.69	13.02
投资活动现金流	(1601.45)	(404.67)	(434.52)	(431.81)	销售净利率(%)	11.94	11.44	11.24	10.57
筹资活动现金流	1533.21	(888.02)	(394.47)	(568.59)	资产负债率(%)	33.92	32.70	34.77	33.51
现金净增加额	927.59	(238.78)	899.23	644.81	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	39.18	32.78	22.93
资本开支	230.80	257.67	287.52	284.81	P/E	45.45	32.66	24.60	20.01
营运资本变动	2070.93	(4.60)	676.21	898.59	P/B	7.60	6.26	5.10	4.15
企业自由现金流	743.80	796.25	1440.70	1360.40	EV/EBITDA	33.59	26.72	20.28	16.29

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>