

顾家家居 (603816)

证券研究报告

2018 年 01 月 10 日

与 Natuzzi 签订合作框架协议，吹响进军高端市场的号角

事件：

公司公告与 Natuzzi S.p.A. 签订合作框架协议，拟在顾家品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列。双方拟成立合资公司纳图兹贸易（上海）有限公司，顾家家居将拥有合资公司 51% 的股权，Natuzzi 将拥有合资公司 49% 的股权。

点评：

公司公告与 Natuzzi S.p.A. 签署合作框架协议，双方拟在大中国区成立合资公司纳图兹贸易（上海）有限公司（以下简称纳图兹贸易），并计划在顾家品牌体系中增加高端及中高端两个品牌（Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 系列），合资公司将负责两个品牌的零售网络的发展和运营。顾家家居将以自有资金投资 6500 万欧元，持有合资公司 51% 的股权，Natuzzi 将拥有合资公司 49% 的股权，合资公司将作为顾家家居的控股子公司纳入合并报表范围。协议中，纳图兹贸易将向 Natuzzi 支付 1500 万欧元以取得 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 商标在大中国区的独家和永久权利，Natuzzi 将为合资公司供应产品并予以一定的折扣。

Natuzzi 于 1959 年由 Pasquale Natuzzi 在意大利创立，主要是从事设计、生产和销售沙发、扶手椅、组合式家具、运动家具和沙发床、客厅家具和配件等。Natuzzi 于 1993 年 5 月 13 日在美国纽约证券交易所上市，不仅是目前意大利规模最大的家居上市公司，且根据 Ipsos 2015 年颁布的品牌知名度监测报告，Natuzzi 还是世界范围内最知名的意式生活方式品牌，其销售网络覆盖了大约 100 个国家，是全球家居行业重要的参与者之一。

中国的家居企业大多是以替海外企业贴牌逐渐发展起来，虽然近些年不断进行品牌投入和建设，但国内的家居企业在品牌力方面，尚存不足，尤其是品牌沉淀时间明显不够，因此国内高端家居市场对中国本土的家居品牌而言，一直是难以企及的“禁区”。此次顾家与意大利知名品牌 Natuzzi 合作，通过获取 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 两个高端品牌的独家经营权，将使顾家手握向高端市场挺进的入场券，考虑到 Natuzzi 这个品牌在中国已经经营多年，在高端消费群体拥有不俗的知名度和美誉度，结合顾家对中国本土市场的熟悉和了解，我们对顾家运营 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 向高端市场进军的前景持乐观展望。目前国内家居市场消费升级的趋势已越发明显，我们认为此次与 Natuzzi 的合作，对顾家家居中长期的发展意义重大。

我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 1.96 元、2.66 元，对应当前股价 PE 分别为 31 倍、23 倍。考虑到公司产品线进一步丰富，外延拓展逐步推进，未来业绩有望保持良好增长，维持“买入”评级。

风险提示：海绵价格上涨、人民币升值以及 Natuzzi 的合作协议未能最终达成。

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	61.05 元
目标价格	74.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	428.14
流通 A 股股本(百万股)	89.10
A 股总市值(百万元)	26,138.01
流通 A 股市值(百万元)	5,439.56
每股净资产(元)	9.14
资产负债率(%)	31.64
一年内最高/最低(元)	62.18/40.40

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《顾家家居-季报点评:营收大幅增长,全品类持续迈进,维持买入评级》2017-10-31
- 2 《顾家家居-公司点评:股权激励留住核心人才,维持买入评级》2017-09-12
- 3 《顾家家居-半年报点评:业绩大幅增长,内外销渠道同步发力,上调至买入评级》2017-08-22

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,684.85	4,794.53	6,245.88	8,317.27	11,076.02
增长率(%)	13.74	30.11	30.27	33.16	33.17
EBITDA(百万元)	615.43	677.70	931.26	1,350.27	1,785.89
净利润(百万元)	498.31	575.05	839.93	1,138.59	1,474.39
增长率(%)	17.42	15.40	46.06	35.56	29.49
EPS(元/股)	1.16	1.34	1.96	2.66	3.44
市盈率(P/E)	52.45	45.45	31.12	22.96	17.73
市净率(P/B)	25.40	7.60	4.22	3.70	3.22
市销率(P/S)	7.09	5.45	4.18	3.14	2.36
EV/EBITDA	0.00	27.04	23.70	15.21	11.36

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	262.74	1,248.56	4,027.01	5,589.47	5,824.35
应收账款	271.97	395.79	397.62	713.61	762.86
预付账款	26.83	50.03	36.50	83.41	79.93
存货	446.24	683.49	941.64	1,172.06	1,593.23
其他	101.48	1,407.55	549.51	686.12	881.14
流动资产合计	1,109.26	3,785.41	5,952.29	8,244.67	9,141.52
长期股权投资	26.08	36.62	36.62	36.62	36.62
固定资产	867.82	1,058.52	1,064.05	1,077.84	1,083.58
在建工程	209.65	68.74	77.25	94.35	86.61
无形资产	128.69	172.33	165.07	157.81	150.55
其他	30.50	98.01	74.63	61.43	51.11
非流动资产合计	1,262.74	1,434.23	1,417.62	1,428.05	1,408.47
资产总计	2,372.00	5,219.64	7,369.91	9,672.72	10,549.99
短期借款	132.47	130.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	388.83	610.88	548.17	1,061.91	1,104.89
其他	640.47	1,026.10	620.65	1,528.74	1,329.66
流动负债合计	1,161.77	1,766.99	1,168.82	2,590.65	2,434.55
长期借款	170.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.20	3.71	4.88	3.93	4.17
非流动负债合计	173.20	3.71	4.88	3.93	4.17
负债合计	1,334.97	1,770.70	1,173.70	2,594.58	2,438.72
少数股东权益	7.94	11.47	9.00	6.44	3.90
股本	330.00	412.50	428.14	428.14	428.14
资本公积	103.37	1,981.98	4,016.43	4,016.43	4,016.43
留存收益	708.62	3,025.28	5,759.07	6,643.56	7,679.23
其他	(112.89)	(1,982.28)	(4,016.43)	(4,016.43)	(4,016.43)
股东权益合计	1,037.03	3,448.94	6,196.21	7,078.14	8,111.27
负债和股东权益总	2,372.00	5,219.64	7,369.91	9,672.72	10,549.99

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	490.53	572.46	839.93	1,138.59	1,474.39
折旧摊销	52.58	80.54	53.22	56.37	59.26
财务费用	9.05	1.97	(50.00)	(35.00)	(35.00)
投资损失	(33.42)	75.99	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	215.00	(1,009.31)	130.68	686.23	(783.12)
其它	28.36	1,252.95	17.40	17.40	17.40
经营活动现金流	762.09	974.60	989.73	1,862.09	731.42
资本支出	330.65	176.60	58.83	80.95	49.76
长期投资	3.22	10.54	0.00	0.00	0.00
其他	(584.14)	(1,788.59)	(133.37)	(172.64)	(124.12)
投资活动现金流	(250.28)	(1,601.45)	(74.54)	(91.69)	(74.36)
债权融资	402.47	130.01	33.33	44.44	25.93
股权融资	(15.14)	1,967.21	2,100.39	35.00	35.00
其他	(809.62)	(564.01)	(270.46)	(287.39)	(483.10)
筹资活动现金流	(422.29)	1,533.21	1,863.26	(207.94)	(422.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	89.52	906.35	2,778.45	1,562.46	234.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,684.85	4,794.53	6,245.88	8,317.27	11,076.02
营业成本	2,169.30	2,855.81	3,716.60	4,952.14	6,585.71
营业税金及附加	38.79	48.04	62.46	83.17	110.76
营业费用	769.79	1,057.73	1,380.34	1,746.63	2,325.96
管理费用	125.71	172.15	224.85	257.84	343.36
财务费用	15.37	3.12	(50.00)	(35.00)	(35.00)
资产减值损失	5.09	9.59	5.10	5.10	5.10
公允价值变动收益	(45.80)	29.33	20.00	20.00	20.00
投资净收益	33.42	(75.99)	1.50	1.50	1.50
其他	24.74	93.32	(43.00)	(43.00)	(43.00)
营业利润	548.42	601.44	928.03	1,328.90	1,761.63
营业外收入	104.11	150.35	166.00	150.00	150.00
营业外支出	14.17	14.00	15.00	15.00	15.00
利润总额	638.36	737.79	1,079.03	1,463.90	1,896.63
所得税	147.83	165.34	241.70	327.91	424.85
净利润	490.53	572.46	837.33	1,135.99	1,471.79
少数股东损益	(7.79)	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)
归属于母公司净利润	498.31	575.05	839.93	1,138.59	1,474.39
每股收益（元）	1.16	1.34	1.96	2.66	3.44

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	13.74%	30.11%	30.27%	33.16%	33.17%
营业利润	4.33%	9.67%	54.30%	43.20%	32.56%
归属于母公司净利润	17.42%	15.40%	46.06%	35.56%	29.49%
获利能力					
毛利率	41.13%	40.44%	40.50%	40.46%	40.54%
净利率	13.52%	11.99%	13.45%	13.69%	13.31%
ROE	48.42%	16.73%	13.58%	16.10%	18.19%
ROIC	37.80%	40.96%	30.52%	47.31%	91.18%
偿债能力					
资产负债率	56.28%	33.92%	15.93%	26.82%	23.12%
净负债率	51.97%	19.42%	6.33%	-40.78%	-37.47%
流动比率	0.95	2.14	5.09	3.18	3.75
速动比率	0.57	1.76	4.29	2.73	3.10
营运能力					
应收账款周转率	14.87	14.36	15.74	14.97	15.00
存货周转率	7.59	8.49	7.69	7.87	8.01
总资产周转率	1.66	1.26	0.99	0.98	1.10
每股指标（元）					
每股收益	1.16	1.34	1.96	2.66	3.44
每股经营现金流	1.78	2.28	2.31	4.35	1.71
每股净资产	2.40	8.03	14.45	16.52	18.94
估值比率					
市盈率	52.45	45.45	31.12	22.96	17.73
市净率	25.40	7.60	4.22	3.70	3.22
EV/EBITDA	0.00	27.04	23.70	15.21	11.36
EV/EBIT	0.00	30.31	25.14	15.87	11.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com