

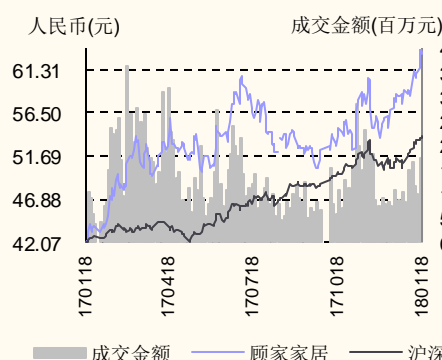
顾家家居 (603816.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 63.16 元

大家居加速落地, 成长又添新动力**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	89.10
总市值(百万元)	27,041.39
年内股价最高最低(元)	63.68/42.20
沪深 300 指数	4271.42
上证指数	3474.75

**公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.51	1.39	1.87	2.46	3.44
每股净资产(元)	3.12	8.33	9.59	10.69	13.00
每股经营性现金流(元)	2.31	2.36	5.07	2.98	4.06
市盈率(倍)	N.A.	34	34	26	18
行业优化市盈率(倍)	49	34	47	47	47
净利润增长率(%)	17.42%	15.40%	34.10%	31.81%	39.78%
净资产收益率(%)	48.42%	16.73%	19.50%	23.05%	26.50%
总股本(百万股)	330.00	412.50	412.50	412.50	412.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 网易家居频道 2008 年 1 月 18 日新闻讯: 2018 年 1 月 18 日, 定制家居品牌班尔奇全国经销商营销峰会在上海举行, 顾家家居宣布并购班尔奇。

点评

- **近期公司频频出手, 加速战略布局。**公司上周刚公告与 Natuzzi S.p.A. (意大利著名沙发品牌) 签订合作协议, 丰富公司高端产品体系, 提升产品设计与制造能力。本次并购班尔奇, 标志公司完成定制家居切入, 加速精品宜家模式构建与大家居战略落地。根据一般行业观点, 大家居有 4 万亿的市场容量, 而单品家具企业转型至大家居品牌商是确定性趋势。本次并购将促使公司形成多元化和多增长极的成长模式, 符合行业发展方向并带动公司迈入新的蓝海市场。
- **布局华中基地, 奠定定制家居产能基础。**上周, 公司公告与黄冈市政府签订华中基地合作框架。华中基地将于 2018 年 7 月底开工建设, 预计 2019 年底竣工。产能释放后将实现 60 万标准套软体、400 万方定制家居的产能。华中基地 400 万方定制家居的产能, 一方面将为班尔奇长期产品销售提供足够的产能支持。另一方面, 由于公司是软体家具制造出身, 此次并购完成后, 将直接降低华中基地定制家居产能无法消化的风险。
- **班尔奇是国内知名定制品牌, 并购后将与公司原有业务形成协同与补充。**班尔奇成立于 2003 年, 总部和生产基地在上海, 是国内知名定制家居品牌, 2012 年班尔奇开启全屋定制业务。目前, 班尔奇在全国拥有 530 家门店, 全套豪迈产线, 具备较强的产品生产和制造能力。从家装流程来看, 软体家具是最后进场的家居产品, 而本次并购不仅是对公司产品业务的补充, 而且“班尔奇”和“顾家”两大品牌, 有望形成交互式引流并产生协同效应。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司 IPO 上市扩充软体家具产能, 同时公司持续完善“大家居”产业, 定制家具等新兴业务有望成为新的盈利增长极, 我们上调公司 2017-2019 年 EPS 预测至 1.87/2.46/3.44 元 (三年 CAGR35.2%, 原为 1.87/2.36/3.29 元), 对应 PE 分为 34/26/18 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

原材料价格波动风险; 经销网络管理风险; 房地产调控风险; 品牌管理风险。

相关报告

- 1.《软体家具龙头白马, 业绩步入快速发展期-软体家具龙头白马, 业绩...》, 2017.8.22
- 2.《顾家家居深度研究-高价值软体家具品牌, 大家居构建未来增长极》, 2017.5.22

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,240	3,685	4,795	6,194	8,963	12,257
增长率		13.7%	30.1%	29.2%	44.7%	36.7%
主营业务成本	-1,920	-2,169	-2,856	-3,707	-5,509	-7,498
%销售收入	59.3%	58.9%	59.6%	59.8%	61.5%	61.2%
毛利	1,320	1,516	1,939	2,487	3,454	4,758
%销售收入	40.7%	41.1%	40.4%	40.2%	38.5%	38.8%
营业税金及附加	-29	-39	-48	-62	-90	-123
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-650	-770	-1,058	-1,304	-1,864	-2,525
%销售收入	20.0%	20.9%	22.1%	21.1%	20.8%	20.6%
管理费用	-101	-126	-172	-217	-312	-423
%销售收入	3.1%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	540	581	661	904	1,188	1,688
%销售收入	16.7%	15.8%	13.8%	14.6%	13.3%	13.8%
财务费用	-14	-15	-3	42	72	91
%销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-7	-5	-10	0	0	0
公允价值变动收益	-44	-46	29	0	0	0
投资收益	50	33	-76	2	2	2
%税前利润	8.9%	5.2%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	526	548	601	948	1,261	1,781
营业利润率	16.2%	14.9%	12.5%	15.3%	14.1%	14.5%
营业外收支	37	90	136	58	59	60
税前利润	563	638	738	1,006	1,321	1,841
利润率	17.4%	17.3%	15.4%	16.2%	14.7%	15.0%
所得税	-143	-148	-165	-229	-298	-414
所得税率	25.4%	23.2%	22.4%	22.8%	22.6%	22.5%
净利润	420	491	572	777	1,022	1,427
少数股东损益	-4	-8	-3	6	6	6
归属于母公司的净利润	424	498	575	771	1,016	1,421
净利率	13.1%	13.5%	12.0%	12.4%	11.3%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	420	491	572	777	1,022	1,427
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	58	90	104	118	133
非经营收益	-9	22	43	-24	-61	-62
营运资金变动	-237	192	269	1,233	149	177
经营活动现金净流	229	762	975	2,090	1,229	1,674
资本开支	-429	-300	-230	-35	-102	-110
投资	1	-7	12	-1	0	0
其他	142	57	-1,383	2	2	2
投资活动现金净流	-285	-250	-1,601	-35	-101	-108
股权募资	9	13	1,979	0	-226	0
债权募资	303	44	-272	-134	0	1
其他	-301	-468	-153	-3	-254	-335
筹资活动现金净流	12	-411	1,554	-137	-480	-334
现金净流量	-45	101	928	1,919	648	1,232

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	164	263	1,249	3,167	3,815	5,047
应收账款	224	272	396	371	536	733
存货	525	446	683	824	1,225	1,667
其他流动资产	160	128	1,458	50	74	100
流动资产	1,073	1,109	3,785	4,412	5,650	7,547
%总资产	51.9%	46.8%	72.5%	76.0%	79.8%	83.7%
长期投资	23	26	37	38	37	37
固定资产	805	1,077	1,127	1,176	1,216	1,250
%总资产	39.0%	45.4%	21.6%	20.3%	17.2%	13.9%
无形资产	131	134	226	176	179	182
非流动资产	993	1,263	1,434	1,391	1,434	1,471
%总资产	48.1%	53.2%	27.5%	24.0%	20.2%	16.3%
资产总计	2,066	2,372	5,220	5,803	7,085	9,019
短期借款	208	232	130	0	0	0
应付款项	550	756	1,446	1,327	1,948	2,656
其他流动负债	146	173	191	505	703	970
流动负债	904	1,162	1,767	1,832	2,651	3,627
长期贷款	150	170	0	0	0	1
其他长期负债	8	3	4	0	0	0
负债	1,062	1,335	1,771	1,832	2,651	3,628
普通股股东权益	996	1,029	3,437	3,954	4,410	5,361
少数股东权益	9	8	11	17	23	29
负债股东权益合计	2,066	2,372	5,220	5,803	7,085	9,019

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.29	1.51	1.39	1.87	2.46	3.44
每股净资产	3.02	3.12	8.33	9.59	10.69	13.00
每股经营现金净流	0.69	2.31	2.36	5.07	2.98	4.06
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.62	0.81	1.14
回报率						
净资产收益率	42.63%	48.42%	16.73%	19.50%	23.05%	26.50%
总资产收益率	20.54%	21.01%	11.02%	13.29%	14.35%	15.75%
投入资本收益率	29.49%	31.03%	14.33%	17.59%	20.75%	24.26%
增长率						
主营业务收入增长率	20.81%	13.74%	30.11%	29.19%	44.71%	36.74%
EBIT增长率	16.26%	7.61%	13.69%	36.87%	31.39%	42.07%
净利润增长率	5.14%	17.42%	15.40%	34.10%	31.81%	39.78%
总资产增长率	29.12%	14.81%	120.05%	11.18%	22.08%	27.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16	20	21	18	18	18
存货周转天数	86	82	72	81	81	81
应付账款周转天数	37	41	46	41	41	41
固定资产周转天数	56	86	81	66	48	36
偿债能力						
净负债/股东权益	17.66%	13.47%	-32.43%	-79.75%	-86.07%	-93.60%
EBIT利息保障倍数	39.2	37.8	211.6	-21.6	-16.6	-18.6
资产负债率	51.39%	56.28%	33.92%	31.56%	37.43%	40.22%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	3	9	12	23	35
	6	9	11	17	33
	0	1	2	2	4
	0	0	0	1	1
	1.67	1.58	1.60	1.56	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

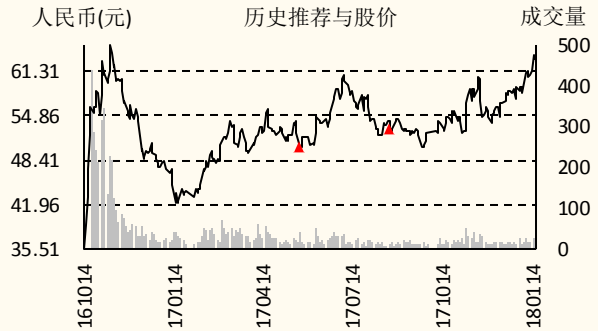
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-22	买入	52.49	67.30~67.30
2	2017-08-23	买入	54.07	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH