

业绩增长符合预期，继续看好品牌品类多元化路径

增持(维持)

2018 年 02 月 8 日

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002

010-66573557

mal@dwzq.com.cn

投资要点

■ 事项要点:

公司发布业绩预告: 2017 年, 公司实现营业总收入 66.92 亿元, 同比上升 39.59%; 归母净利润 8.09 亿元, 同比增长 40.62%; 归母扣非净利润 6.33 亿元, 同比增长 24.27%; 基本每股收益为 1.96 元。其中 Q4 单季实现营收 18.44 亿元, 同比上升 19.26%; 归母净利润为 1.89 亿元, 同比增长 21.38%。

■ 投资建议

多品类、多品牌发展战略, 扩大客群覆盖范围: 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, 驱动 Q4 收入端延续了全年高增长的基调。在软体家具品类齐全的基础上, 公司于 16 年正式进入全屋定制领域, 实现室内空间全覆盖, 有效拓展客群, 同时催动客单价上升。

外销平稳增长, 内销渠道下沉: 渠道端公司 2017H1 实现内销收入 19.06 亿元, 同比增速 60%; 外销收入 10.32 亿元, 同比增速达 50%。全年来看内销端主要得益于内部绑定狼性化扩张和渠道持续快速下沉至二三线城市。全年公司在 3000 余家门店基础上净开店 400-500 家的目标稳步推进, 渠道红利犹在。外销端平稳增长的主因则是公司通过研发、参展进行产品创新满足客户需求从而使出口实现较大增长。

华中基地完善布局, 总产能进一步扩张: 目前公司拥有 4 大生产基地: 浙江杭州+江东 (48 万标准套, 加上 11.8 亿元 IPO 募集资金, 增为年产 97 万标准套)、河北深州以及仍处于建设阶段浙江嘉兴基地 (80 万标准套)。即将在 18 年 7 月开工华中 (黄冈) 基地建成后, 将进一步扩大总产能规模, 加速定制等品类拓展, 支持公司规模扩张。

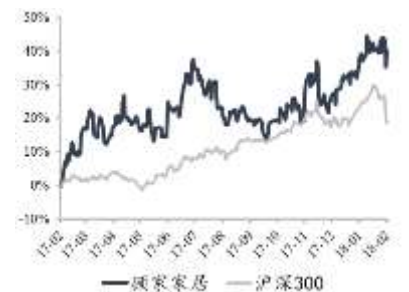
携手海外龙头, 积极布局市场: 18 年初公司与 Natuzzi S.p.A. 签订合作框架协议, 借助 Natuzzi 的品牌优势, 在顾家品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列 (Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions), 丰富产品体系, 多品类快速扩张。不仅为双方合作打下良好基础, 也进一步扩大顾家在国内外影响力, 加速顾家渠道拓展。

合伙人事业部制提高经营效率: 公司采用事业部制的经营管理机制, 下设 7 个产品事业部、7 个渠道事业部。事业部相当于控股子公司, 公司持有 80% 股份, 经营团队持股 20%, 其中事业部总经理持股 10%。当事业部达到一定业绩条件时, 公司以市价回购股份。管理团队是事业部股东, 从而将会以创业的热情经营事业部。我们认为公司的管理体制创新是公司软实力的体现, 将长效巩固业绩增长。

■ 盈利预测与投资评级: 看好公司全品牌多品类外延的行业优势, 渠道持续扩张, 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 8.1 亿、10.5 亿, 按最新股本全面摊薄后 eps 为 1.89 元、2.45 元, 当前市值对应 PE 为 33x、25x, 给予“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

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	61.77
一年最低/最高价	43.25/65.16
市净率 (倍)	6.32
流通 A 股市值 (百万元)	5,504

基础数据

每股净资产 (元)	9.14
资本负债率 (%)	31.64
总股本 (百万股)	428
流通 A 股 (百万股)	89

相关研究

1. 顾家家居: 品类品牌多元化叠加合伙人机制, 助力软体龙头腾空远航 -20180116
2. 顾家家居: 建立顾家黄冈基地, 深度覆盖华中地区 -20180111
3. 顾家家居: 与 Natuzzi S.p.A. 签订合作框架协议, 龙头扬帆 18 年新起航 -20180110

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	3,923.16	5,337.07	6,502.98	营业收入	4,794.53	6,692.64	8,982.37	11,662.02
货币资金	1,248.56	1,005.51	1,891.77	2,499.80	营业成本	2,855.81	4,040.94	5,436.32	7,122.29
应收款项	340.98	440.30	608.27	753.12	营业税金及附加	48.04	67.05	89.99	116.84
存货	683.49	915.06	1,235.49	1,582.02	销售费用	1,057.73	1,510.53	2,036.30	2,648.44
其他	1,512.39	1,562.28	1,601.54	1,668.05	管理费用	172.15	255.66	343.13	445.49
非流动资产	1,434.23	2,176.71	2,458.77	2,738.12	财务费用	3.12	29.94	1.08	(5.00)
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	832.96	1,101.86	1,351.66
其他	166.76	719.02	781.02	843.02	营业外净收支	136.35	162.26	188.01	213.91
资产总计	5,219.64	6,099.87	7,795.84	9,241.10	利润总额	737.79	993.22	1,287.86	1,563.56
流动负债	1,766.99	1,902.75	2,654.89	2,954.83	所得税费用	165.34	187.92	243.66	295.83
短期借款	130.01	65.01	32.50	16.25	少数股东损益	(2.60)	(3.36)	(3.36)	(3.36)
应付账款	440.57	533.43	674.64	749.81	归属母公司净利润	575.05	808.66	1,047.56	1,271.10
其他	1,196.41	1,304.32	1,947.74	2,188.76	EBIT	708.85	885.51	1,166.62	1,445.80
非流动负债	3.71	5.18	6.95	9.02	EBITDA	781.98	952.59	1,246.26	1,539.13
长期借款	-	-	-	-					
其他	3.71	5.18	6.95	9.02					
负债总计	1,770.70	1,907.93	2,661.84	2,963.85	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47	每股收益(元)	1.39	1.89	2.45	2.97
归属母公司股东权益	3,437.48	4,180.47	5,122.54	6,265.79	每股净资产(元)	8.33	9.76	11.96	14.63
负债和股东权益总计	5,219.64	6,099.87	7,795.84	9,241.10	发行在外股份(百万股)	412.50	428.14	428.14	428.14
					ROIC(%)	15.37	16.87	18.31	18.63
					ROE(%)	25.64	21.17	22.47	22.28
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	40.44	39.62	39.48	38.93
经营活动现金流	974.60	961.73	1,747.16	1,496.80	EBIT Margin(%)	16.31	14.23	13.87	13.20
投资活动现金流	(1,601.45)	(404.67)	(434.52)	(431.81)	销售净利率(%)	11.94	12.03	11.62	10.87
筹资活动现金流	1,533.21	(800.10)	(426.38)	(456.97)	资产负债率(%)	33.92	31.28	34.14	32.07
现金净增加额	927.59	(243.05)	886.26	608.03	收入增长率(%)	30.11	39.59	34.21	29.83
折旧与摊销	73.13	67.07	79.64	93.34	净利润增长率(%)	15.40	40.62	29.54	21.34
资本开支	230.80	257.67	287.52	284.81	P/E	45.99	32.70	25.25	20.81
营运资本变动	2,070.93	1.99	661.77	865.97	P/B	7.69	6.33	5.16	4.22
企业自由现金流	743.80	704.05	1,459.64	1,211.99	EV/EBITDA	33.99	27.83	21.25	17.19

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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>