

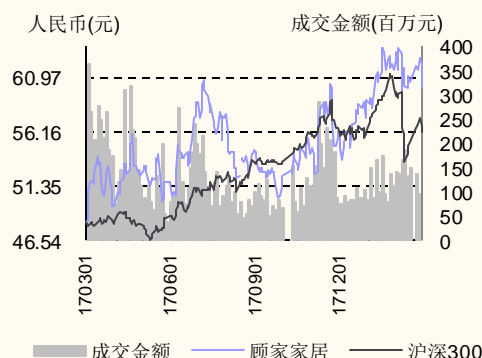
顾家家居 (603816.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 59.94 元

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)	25,662.77
年内股价最高最低(元)	63.68/48.22
沪深 300 指数	4023.64
上证指数	3259.41



收购德国知名家居品牌，多品牌布局再下一城

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	1.97	2.75	3.73
每股净资产(元)	3.12	8.33	9.65	10.95	13.45
每股经营性现金流(元)	2.31	2.36	5.23	3.25	4.36
市盈率(倍)	0	34	30	22	16
行业优化市盈率(倍)	49	34	47	47	47
净利润增长率(%)	17.42%	15.40%	41.23%	39.73%	35.55%
净资产收益率(%)	48.42%	16.73%	20.40%	25.13%	27.73%
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

- 3月1日，顾家家居公告：全资子公司顾家投资与 LoCom GmbH & Co.KG 签署《股权转让协议》，斥资 4,156.5 万欧元购买 LoCom GmbH & Co. KG 持有的 Rolf Benz AG & Co.KG 99.92% 的股权及 RB Management AG 100% 的股权。

经营分析

- **多品牌序列全面开花，客户群体不断拓宽。**Rolf Benz 是德国知名度最高的软体家具品牌，2017 年实现营业收入和净利润分别为 7,765/288.5 万欧元，旗下三大品牌“Rolf Benz”、“h ü lsta sofa”和“freistil”分别覆盖不同消费能力和风格的消费者。近期公司还与意大利著名沙发品牌 Natuzzi 携手战略合作，多品牌的投资合作极大丰富了公司品牌布局与产品序列，公司产品研发及设计能力进一步增强。
- **产能+渠道持续推进规模扩张。**公司在全国范围内已拥有多个生产基地，募投项目及王江泾基地产能建设正稳步推进，同时华中基地也将于 2018 年 7 月底开工建设，预计 2019 年底前竣工，对应将释放 60 万标准套软体、400 万方定制家居的产能。渠道端，公司继续通过三四线渠道下沉及大客户拓展加强内外销渠道建设。随着公司产能布局及营销网络不断扩建，公司整体业务体量及营收规模也将得到有效充实。
- **加速大家居战略布局，百亿营收规模可期。**公司近期在拓展大家居领域方面落子频频：并购定制家居品牌班尔奇，同时投资参股居然之家。前者意味着公司的定制家居业务将从内生培育迈进“内生+外延”快车道；而参股居然之家，不仅将能够获得未来居然之家 IPO 上市带来的资本增值收益，更重要地是一方面，公司可借助居然之家品牌及渠道优势进一步有效下沉渗透营销渠道，另一方面，居然之家在大家居领域的投资布局也将为公司在大大家居领域战略布局提供新思路与通道。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司持续完善大家居产业链，定制家居等新兴业务有望成为新的盈利增长极，我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测分别为 1.97/2.75/3.73 元（三年 CAGR38.8%），对应 PE 分别为 30/22/16 倍，维持“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。

相关报告

- 1.《顾家家居公司点评-参与投资居然之家，大家居布局持续深化》，2018.2.27
- 2.《顾家家居公司点评-大家居加速落地，成长又添新动力》，2018.1.19
- 3.《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...》，2017.8.23
- 4.《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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@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	6,672	9,362	12,800
增长率		13.7%	30.1%	39.2%	40.3%	36.7%
主营业务成本	-1,920	-2,169	-2,856	-4,001	-5,685	-7,796
%销售收入	59.3%	58.9%	59.6%	60.0%	60.7%	60.9%
毛利	1,320	1,516	1,939	2,672	3,678	5,004
%销售收入	40.7%	41.1%	40.4%	40.0%	39.3%	39.1%
营业税金及附加	-29	-39	-48	-70	-94	-128
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-650	-770	-1,058	-1,411	-1,919	-2,598
%销售收入	20.0%	20.9%	22.1%	21.2%	20.5%	20.3%
管理费用	-101	-126	-172	-234	-326	-442
%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	957	1,339	1,836
%销售收入	16.7%	15.8%	13.8%	14.3%	14.3%	14.3%
财务费用	-14	-15	-3	43	74	95
%销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	-0.6%	-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	1,001	1,414	1,932
营业利润率	16.2%	14.9%	12.5%	15.0%	15.1%	15.1%
营业外收支	37	90	136	58	59	60
税前利润	563	638	738	1,059	1,474	1,993
利润率	17.4%	17.3%	15.4%	15.9%	15.7%	15.6%
所得税	-143	-148	-165	-241	-333	-448
所得税率	25.4%	23.2%	22.4%	22.8%	22.6%	22.5%
净利润	420	491	572	818	1,141	1,544
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	812	1,135	1,538
净利率	13.1%	13.5%	12.0%	12.2%	12.1%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	420	491	572	818	1,141	1,544
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	1,259	143	184
经营活动现金净流	229	762	975	2,157	1,342	1,799
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	-268	-375
筹资活动现金净流	12	-411	1,554	-137	-494	-374
现金净流量	-45	101	928	1,986	748	1,318

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	3,234	3,982	5,299
应收款项	224	272	396	399	560	766
存货	525	446	683	889	1,264	1,733
其他流动资产	160	128	1,458	54	76	104
流动资产	1,073	1,109	3,785	4,577	5,882	7,902
%总资产	51.9%	46.8%	72.5%	76.7%	80.4%	84.3%
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%	19.7%	16.6%	13.3%
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%	23.3%	19.6%	15.7%
资产总计	2,066	2,372	5,220	5,968	7,316	9,374
短期借款	208	232	130	0	0	0
应付款项	550	756	1,446	1,431	2,020	2,766
其他流动负债	146	173	191	538	756	1,030
流动负债	904	1,162	1,767	1,969	2,776	3,796
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	1,969	2,776	3,797
普通股股东权益	996	1,029	3,437	3,982	4,516	5,547
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	5,968	7,316	9,374

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.29	1.51	1.39	1.97	2.75	3.73
每股净资产	3.02	3.12	8.33	9.65	10.95	13.45
每股经营现金净流	0.69	2.31	2.36	5.23	3.25	4.36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.65	0.91	1.23
回报率						
净资产收益率	42.63%	48.42%	16.73%	20.40%	25.13%	27.73%
总资产收益率	20.54%	21.01%	11.02%	13.61%	15.51%	16.41%
投入资本收益率	29.49%	31.03%	14.33%	18.48%	22.83%	25.51%
增长率						
主营业务收入增长率	20.81%	13.74%	30.11%	39.16%	40.31%	36.72%
EBIT 增长率	16.26%	7.61%	13.69%	44.80%	39.92%	37.10%
净利润增长率	5.14%	17.42%	15.40%	41.23%	39.73%	35.55%
总资产增长率	29.12%	14.81%	120.05%	14.34%	22.59%	28.12%
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	61	46	35
偿债能力						
净负债/股东权益	17.66%	13.47%	-32.43%	-80.88%	-87.71%	-95.01%
EBIT 利息保障倍数	39.2	37.8	211.6	-22.4	-18.1	-19.3
资产负债率	51.39%	56.28%	33.92%	32.99%	37.95%	40.51%

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
	2	7	18	19	36
	2	3	13	16	30
	0	0	1	1	4
	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.30	1.47	1.50	1.58

来源：朝阳永续

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
3	2018-01-19	买入	63.16	N/A
4	2018-02-27	买入	62.59	N/A

来源：国金证券研究所

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


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