

## 消费升级与娱乐研究中心

## 顾家家居(603816.SH) 买入(维持评级)

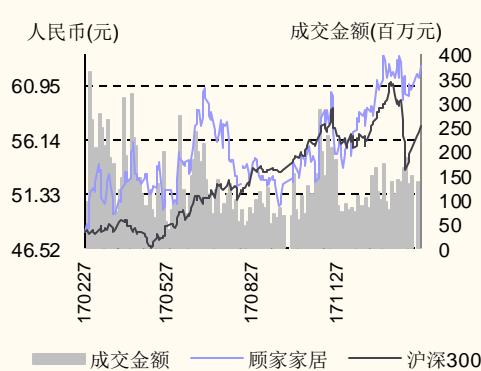
## 公司点评

市场价格(人民币): 62.59元

## 参与投资居然之家, 大家居布局持续深化

## 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)	26,797.35
年内股价最高最低(元)	63.68/48.03
沪深300指数	4118.42
上证指数	3329.57



## 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)	N/A	34	32	23	17
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

- 公司与广胜成投资和约瑟投资签订《黄冈约瑟广胜成壹号股权投资基金合伙企业合伙协议》，拟以约1.98亿元认缴出资成为基金有限合伙人，参与对居然之家的投资。此次投资完成后，顾家家居持有合伙企业99%的财产份额，从而间接持有居然之家0.5447%的股权。

## 点评

- **加速大家居战略布局，百亿营收规模可期。**截至2017年底，居然之家全国范围内开店总数达223家，市场销售总额达608亿元。通过此次投资，公司将进一步获得未来居然之家IPO上市后的资本增值收益，更重要的是实现了与居然之家的战略合作：一方面，公司可借助居然之家品牌及终端优势进一步有效下沉营销渠道，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家居领域战略布局提供新思路与通道。我们认为，在“大家居”四万亿市场容量下，公司凭借品牌、规模及产品优势，伴随大家居战略布局不断深化，未来百亿营收规模可期。
- **多点发力，营收、业绩同步实现高速增长。**公司于2月9日发布年度业绩预告，2017年公司实现收入66.93亿元，同比增长39.6%，归母净利润8.09亿元，同比增长40.2%，公司整体收入与业绩增长继续处在快车道。产品端，公司继续推进多产品系列的销售布局，以形成充分满足不同消费群体需求的产品矩阵。1月10日，公司还公告与国际知名家居品牌Natuzzi签署合作协议，在进一步完善产品系列的同时扩大顾家品牌在国内及全球市场的影响力。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。一方面，公司通过多品类销售、门店精益化管理以及团队激励保障单店增长，另一方面，深挖性渠道布局、新增产能建设以及有力的品牌营销宣传进一步充实业务体量，后续公司高增长态势大概率将得以延续。

## 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1.97/2.75/3.73元(三年CAGR38.8%，原为1.87/2.46/3.44元)，对应PE分为32/23/17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。

## 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
<b>主营业务收入</b>	<b>3,240</b>	<b>3,685</b>	<b>4,795</b>	<b>6,672</b>	<b>9,362</b>	<b>12,800</b>
增长率	13.7%	30.1%	39.2%	40.3%	36.7%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,920</b>	<b>-2,169</b>	<b>-2,856</b>	<b>-4,001</b>	<b>-5,685</b>	<b>-7,796</b>
%销售收入	59.3%	58.9%	59.6%	60.0%	60.7%	60.9%
<b>毛利</b>	<b>1,320</b>	<b>1,516</b>	<b>1,939</b>	<b>2,672</b>	<b>3,678</b>	<b>5,004</b>
%销售收入	40.7%	41.1%	40.4%	40.0%	39.3%	39.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-48</b>	<b>-70</b>	<b>-94</b>	<b>-128</b>
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-650</b>	<b>-770</b>	<b>-1,058</b>	<b>-1,411</b>	<b>-1,919</b>	<b>-2,598</b>
%销售收入	20.0%	20.9%	22.1%	21.2%	20.5%	20.3%
<b>管理费用</b>	<b>-101</b>	<b>-126</b>	<b>-172</b>	<b>-234</b>	<b>-326</b>	<b>-442</b>
%销售收入	3.1%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>540</b>	<b>581</b>	<b>661</b>	<b>957</b>	<b>1,339</b>	<b>1,836</b>
%销售收入	16.7%	15.8%	13.8%	14.3%	14.3%	14.3%
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-3</b>	<b>43</b>	<b>74</b>	<b>95</b>
%销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	-0.6%	-0.8%	-0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-44</b>	<b>-46</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>50</b>	<b>33</b>	<b>-76</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
%税前利润	8.9%	5.2%	n.a.	0.1%	0.1%	0.1%
<b>营业利润</b>	<b>526</b>	<b>548</b>	<b>601</b>	<b>1,001</b>	<b>1,414</b>	<b>1,932</b>
<b>营业利润率</b>	<b>16.2%</b>	<b>14.9%</b>	<b>12.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>37</b>	<b>90</b>	<b>136</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>60</b>
<b>税前利润</b>	<b>563</b>	<b>638</b>	<b>738</b>	<b>1,059</b>	<b>1,474</b>	<b>1,993</b>
<b>利润率</b>	<b>17.4%</b>	<b>17.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-143</b>	<b>-148</b>	<b>-165</b>	<b>-241</b>	<b>-333</b>	<b>-448</b>
<b>所得税率</b>	<b>25.4%</b>	<b>23.2%</b>	<b>22.4%</b>	<b>22.8%</b>	<b>22.6%</b>	<b>22.5%</b>
<b>净利润</b>	<b>420</b>	<b>491</b>	<b>572</b>	<b>818</b>	<b>1,141</b>	<b>1,544</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>424</b>	<b>498</b>	<b>575</b>	<b>812</b>	<b>1,135</b>	<b>1,538</b>
<b>净利率</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.0%</b>

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>420</b>	<b>491</b>	<b>572</b>	<b>818</b>	<b>1,141</b>	<b>1,544</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>90</b>	<b>104</b>	<b>118</b>	<b>133</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-9</b>	<b>22</b>	<b>43</b>	<b>-24</b>	<b>-61</b>	<b>-62</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-237</b>	<b>192</b>	<b>269</b>	<b>1,259</b>	<b>143</b>	<b>184</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>229</b>	<b>762</b>	<b>975</b>	<b>2,157</b>	<b>1,342</b>	<b>1,799</b>
<b>资本开支</b>	<b>-429</b>	<b>-300</b>	<b>-230</b>	<b>-35</b>	<b>-102</b>	<b>-110</b>
<b>投资</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>12</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>142</b>	<b>57</b>	<b>-1,383</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-285</b>	<b>-250</b>	<b>-1,601</b>	<b>-35</b>	<b>-101</b>	<b>-108</b>
<b>股权募资</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>1,979</b>	<b>0</b>	<b>-226</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>303</b>	<b>44</b>	<b>-272</b>	<b>-134</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-301</b>	<b>-468</b>	<b>-153</b>	<b>-3</b>	<b>-268</b>	<b>-375</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>12</b>	<b>-411</b>	<b>1,554</b>	<b>-137</b>	<b>-494</b>	<b>-374</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-45</b>	<b>101</b>	<b>928</b>	<b>1,986</b>	<b>748</b>	<b>1,318</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>164</b>	<b>263</b>	<b>1,249</b>	<b>3,234</b>	<b>3,982</b>	<b>5,299</b>
<b>应收账款</b>	<b>224</b>	<b>272</b>	<b>396</b>	<b>399</b>	<b>560</b>	<b>766</b>
<b>存货</b>	<b>525</b>	<b>446</b>	<b>683</b>	<b>889</b>	<b>1,264</b>	<b>1,733</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>160</b>	<b>128</b>	<b>1,458</b>	<b>54</b>	<b>76</b>	<b>104</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,073</b>	<b>1,109</b>	<b>3,785</b>	<b>4,577</b>	<b>5,882</b>	<b>7,902</b>
%总资产	51.9%	46.8%	72.5%	76.7%	80.4%	84.3%
<b>长期投资</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
<b>固定资产</b>	<b>805</b>	<b>1,077</b>	<b>1,127</b>	<b>1,176</b>	<b>1,216</b>	<b>1,250</b>
%总资产	39.0%	45.4%	21.6%	19.7%	16.6%	13.3%
<b>无形资产</b>	<b>131</b>	<b>134</b>	<b>226</b>	<b>176</b>	<b>179</b>	<b>182</b>
<b>非流动资产</b>	<b>993</b>	<b>1,263</b>	<b>1,434</b>	<b>1,391</b>	<b>1,434</b>	<b>1,471</b>
%总资产	48.1%	53.2%	27.5%	23.3%	19.6%	15.7%
<b>资产总计</b>	<b>2,066</b>	<b>2,372</b>	<b>5,220</b>	<b>5,968</b>	<b>7,316</b>	<b>9,374</b>
<b>短期借款</b>	<b>208</b>	<b>232</b>	<b>130</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>550</b>	<b>756</b>	<b>1,446</b>	<b>1,431</b>	<b>2,020</b>	<b>2,766</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>146</b>	<b>173</b>	<b>191</b>	<b>538</b>	<b>756</b>	<b>1,030</b>
<b>流动负债</b>	<b>904</b>	<b>1,162</b>	<b>1,767</b>	<b>1,969</b>	<b>2,776</b>	<b>3,796</b>
<b>长期贷款</b>	<b>150</b>	<b>170</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,062</b>	<b>1,335</b>	<b>1,771</b>	<b>1,969</b>	<b>2,776</b>	<b>3,797</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>996</b>	<b>1,029</b>	<b>3,437</b>	<b>3,982</b>	<b>4,516</b>	<b>5,547</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>29</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,066</b>	<b>2,372</b>	<b>5,220</b>	<b>5,968</b>	<b>7,316</b>	<b>9,374</b>

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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
1	8	17	19	35	
0	2	12	15	30	
0	0	1	1	4	
0	0	0	0	1	
<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.47</b>	<b>1.49</b>	<b>1.59</b>	

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

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认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