

激励费用拖累业绩，长期看好大家居战略稳步落地

买入（上调）

2018年08月23日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,665	8,618	11,038	13,898
同比（%）	39.0%	29.3%	28.1%	25.9%
归母净利润（百万元）	822	1,024	1,281	1,647
同比（%）	43.0%	24.5%	25.0%	28.6%
每股收益（元/股）	1.92	2.39	2.99	3.85
P/E（倍）	27.84	22.36	17.88	13.90

投资要点

■ **事件：**顾家家居发布中期业绩：实现收入 40.49 亿（+30.15%），归母净利润 4.83 亿（+24.36%），扣非净利 3.92 亿（+21.84%）；其中 Q2 单季收入 21.97 亿（+26.90%），归母净利润 2.14 亿（+6.96%），扣非净利 1.94 亿（+5.33%）；报告期内，公司股权激励费用摊销合计约 5000 万，其中计入制造/销售/管理费用各 1500/1672/1829 万，剔除此影响归母净利润同增 37.25%。

■ **业务多点开花，产能陆续释放。**分业务看，公司沙发收入 21.44 亿（+17.51%）、餐椅收入 1.46 亿（+25.80%）、床垫及软床 5.27 亿（+22.24%）、配套产品 6.23 亿（+32.68%）、定制家具 0.82 亿、红木家具 0.86 亿。报告期内公司嘉兴年产 80 万标准套功能沙发项目基本施工完成，黄冈年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目将于 9 月份基建正式动工，保障公司销量扩张。

■ **渠道扩张加速，供应链管理精益化。**期内公司优化开店流程、缩短门店开店周期：上半年消灭空白城市 84 个，优化城市 47 个；净增 400+家门店，预计铺垫下半年收入。分区域来看，三四线城市表现较为靓丽、一二线城市拓展卓有成效。公司持续优化供应链如自动化代人项目降低生产成本，订单交付周期较同期缩短 29%。

■ **外延并购丰富品类，贡献业绩增量。**期内公司收购班尔奇家具公司拓展定制业务，并表一个季度贡献 2404 万元收入，预计下半年贡献约 5000 万元收入、250 万元利润；收购德国高端品牌 Rolf Benz，共享欧洲区和中国区渠道，并表一个半月贡献 4356 万收入，预计下半年贡献约 3 亿元收入、1000 万元利润；收购意大利中高端品牌 Natuzzi，下半年将开始并表中国区业务，预计贡献 7500 万元收入、1000 万利润；同时，公司参股澳洲驰名家居零售商 Nick Scali，协同效应可期。我们预计上述外延并购全年有望贡献收入近 5 亿元、利润近 2000 万元。

■ **外销承压拖累毛利率，费用管控良好。**上半年外销业务承压致使公司毛利率同减 2.27pct 至 35.98%。期内三费率合计下降 1.78pct 至 22.33%，其中销售费用率下降 2.04pct 至 18.5%；研发支出大幅增加 57.23%、股权激励费用增加导致管理费用率同增 0.62pct 至 3.62%。综合来看，公司期内归母净利润率小幅下滑至 11.92%。

■ **存货周转加快，应收账款增加。**期末账上存货较期初减少 4.14% 至 8.42 亿，周转天数同减 6.02 天至 59.73 天；应收账款较期初增长 1.73 亿至 6 亿，其中前五大客户应收账款占比达 36.58%；预收账款较期初减少 4.14 亿，致使经营性现金流净额同减 33.74% 至 1.61 亿。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑并表预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 86.18 亿元、110.38 亿元和 138.98 亿元，同比增速分别为 29.3%、28.1% 和 25.9%；归母净利润分别为 10.24 亿元、12.81 亿元和 16.47 亿元，同比增速分别为 24.5%、25.0% 和 28.6%。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 22.4X、17.9X 和 13.9X，估值凸显性价比，上调至“买入”评级。

■ **风险提示：**渠道拓展不达预期，房地产调控超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.51
一年最低/最高价	49.37/77.15
市净率(倍)	5.55
流通 A 股市值(百万元)	4767.74

基础数据

每股净资产(元)	9.64
资产负债率(%)	42.56
总股本(百万股)	427.89
流通 A 股(百万股)	89.10

相关研究

- 1、《【东吴轻工】顾家家居：业务多点开花，业绩增长靓丽：顾家家居：业务多点开花，业绩增长靓丽》2018-04-27
- 2、《【东吴轻工】顾家家居：业绩增长符合预期，继续看好品牌品类多元化路径》2018-02-09
- 3、《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翔》2018-01-19

表 1：顾家家居季度数据一览

顾家家居, 单位: 百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	898.66	1,113.29	1,236.33	1,546.26	1,380.05	1,731.00	1,736.93	1,817.46	1,852.34	2,196.68
YOY	-	-	27.58%	38.36%	53.57%	55.49%	40.49%	17.54%	34.22%	26.90%
归母净利润	140.09	131.97	147.57	155.42	187.85	200.14	232.02	202.44	268.44	214.07
YOY	-	-	48.48%	1.02%	34.09%	51.66%	57.23%	30.25%	42.90%	6.96%
扣非归母净利润	-	-	118.67	137.54	137.64	184.36	152.37	136.08	198.15	194.18
YOY	-	-	-	-	-	-	28.40%	-1.06%	43.96%	5.33%
毛利率	41.68%	42.41%	41.32%	37.59%	37.88%	38.54%	34.03%	38.65%	36.45%	35.58%
期间费用率	26.42%	22.61%	27.75%	25.92%	24.60%	23.72%	24.25%	26.27%	21.68%	22.88%
其中: 销售费用率	21.70%	18.84%	23.72%	23.27%	21.03%	20.14%	19.89%	22.72%	16.31%	20.34%
管理费用率	4.10%	3.29%	3.55%	3.54%	3.54%	2.58%	3.17%	3.01%	4.17%	3.15%
财务费用率	0.62%	0.47%	0.49%	-0.89%	0.03%	1.00%	1.19%	0.54%	1.21%	-0.61%
归母净利率	15.59%	11.85%	11.94%	10.05%	13.61%	11.56%	13.36%	11.14%	14.49%	9.75%
ROE	13.61%	11.34%	11.87%	6.53%	5.32%	5.59%	6.35%	5.21%	6.47%	5.09%
YOY (±)	13.61%	11.34%	11.87%	-8.42%	-8.29%	-5.75%	-5.52%	-1.32%	1.16%	-0.50%
资产负债率	0.00%	55.59%	54.21%	33.92%	31.00%	30.35%	31.64%	38.63%	33.32%	42.56%
YOY (±)	0.00%	55.59%	54.21%	-22.36%	31.00%	-25.24%	-22.58%	4.71%	2.31%	12.21%
存货周转天数	76.63	73.48	73.17	71.21	75.35	65.75	60.99	67.23	63.72	59.73
较上年同期增减	76.63	73.48	73.17	-9.37	-1.28	-7.74	-12.18	-3.98	-11.63	-6.02
应收账款天数	21.91	21.48	20.39	21.01	22.67	22.84	20.63	20.76	21.06	22.85
较上年同期增减	21.91	21.48	20.39	1.58	0.76	1.36	0.24	-0.26	-1.60	0.01
经营性现金流净额	79.33	187.24	210.76	497.27	97.48	144.84	489.86	404.04	19.80	140.76
较上年同期增减	79.33	187.24	210.76	278.06	18.15	-42.40	279.10	-93.23	-77.68	-4.08
筹资性现金流净额	12.31	-96.42	-82.78	1700.10	-39.00	-333.38	21.69	387.30	38.28	309.27
较上年同期增减	12.31	-96.42	-82.78	1770.69	-51.31	-236.96	104.47	-1312.80	77.28	642.64
资本开支	86.49	76.54	8.09	59.68	68.80	33.92	86.31	85.47	147.08	87.75
较上年同期增减	86.49	76.54	8.09	-7.93	-17.69	-42.63	78.23	25.79	78.28	53.83

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2：顾家家居收入按产品拆分

顾家家居, 单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入	2,062.64	2,118.02	2,681.75	3,239.71	3,684.85	4,794.54	6,665.44	3,111.05	4,049.01
yoy	-	2.68%	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%	39.02%	54.63%	30.15%
毛利率	37.33%	39.60%	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%	37.26%	38.25%	35.98%
按产品分类									
沙发产品营业收入	1,381.26	1,389.92	1,743.28	2,057.57	2,262.94	2,839.62	3,692.49	1,824.04	2,143.51
yoy	-	0.63%	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	30.03%	49.15%	17.51%
占比	66.97%	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	55.40%	58.63%	52.94%
毛利率	37.93%	40.20%	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	36.46%	38.34%	32.74%
销售量 (万套)	-	-	40.19	49.89	56.94	73.53	100.07	-	-
单套售价 (元/套)	-	-	4,337.23	4,124.04	3,973.99	3,861.67	3,689.83	-	-
餐椅产品营业收入	181.80	170.48	183.62	199.41	201.36	217.12	263.64	116.19	146.17
yoy	-	-6.23%	7.71%	8.60%	0.98%	7.83%	21.42%	13.19%	25.80%
占比	8.81%	8.05%	6.85%	6.16%	5.46%	4.53%	3.96%	3.73%	3.61%
毛利率	34.60%	36.70%	34.08%	35.05%	35.58%	35.00%	29.89%	34.23%	25.60%
销售量 (万套)	-	-	5.74	6.85	6.74	7.38	9.36	-	-
单套售价 (元/套)	-	-	3,199.89	2,909.70	2,988.00	2,941.17	2,815.65	-	-
床营业收入 (软床&床垫)	89.01	122.66	182.11	282.89	435.37	649.85	885.80	430.09	526.59
yoy	-	37.80%	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	36.31%	72.71%	22.44%
占比	4.32%	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.29%	13.82%	13.01%
毛利率	35.79%	38.46%	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	38.22%	41.11%	39.97%
销售量 (万套)	-	-	6.20	10.30	15.86	24.25	34.73	-	-
单套售价 (元/套)	-	-	2,935.72	2,745.25	2,744.53	2,679.65	2,550.30	-	-
配套产品营业收入	301.42	307.79	445.39	515.38	541.05	728.39	978.37	469.31	622.67
yoy	-	2.11%	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	34.32%	66.48%	32.68%
占比	14.61%	14.53%	16.61%	15.91%	14.68%	15.19%	14.68%	15.09%	15.38%
毛利率	23.86%	25.44%	29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	26.54%	32.34%	28.23%
定制家具产品营业收入	-	-	-	-	-	-	86.30	-	82.07
yoy	-	-	-	-	-	-	-	-	-
占比	-	-	-	-	-	-	1.29%	-	2.03%
毛利率	-	-	-	-	-	-	26.86%	-	27.22%
红木家具产品营业收入	-	-	-	-	-	-	112.87	-	86.39
yoy	-	-	-	-	-	-	-	-	-
占比	-	-	-	-	-	-	1.69%	-	2.13%
毛利率	-	-	-	-	-	-	13.46%	-	24.61%
信息技术服务营业收入	-	-	-	-	-	-	174.10	-	212.99
yoy	-	-	-	-	-	-	-	-	-
占比	-	-	-	-	-	-	2.61%	-	5.26%
毛利率	-	-	-	-	-	-	93.34%	-	80.98%
按区域分类									
内销	1,283.42	1,219.68	1,712.36	2,061.74	2,240.28	2,912.39	4,036.49	1,906.36	2,532.61
yoy	-	-4.97%	40.39%	20.40%	8.66%	30.00%	38.60%	59.71%	32.85%
占比	62.22%	57.59%	63.85%	63.64%	60.80%	60.74%	60.56%	61.28%	62.55%
毛利率	-	35.47%	40.19%	43.18%	42.25%	41.44%	42.36%	40.81%	41.22%
外销	670.08	771.17	846.83	1,001.16	1,200.44	1,589.05	2,233.29	1,032.18	1,344.59
yoy	-	15.09%	9.81%	18.22%	19.90%	32.37%	40.54%	50.52%	30.27%
占比	32.49%	36.41%	31.58%	30.90%	32.58%	33.14%	33.51%	33.18%	33.21%
毛利率	-	40.75%	35.45%	31.61%	34.50%	34.33%	24.01%	30.07%	22.85%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3：顾家家居收入按渠道拆分

单位（百万元）		2013	2014	2015	2016	2017
总收入	收入	2,681.75	3,239.71	3,684.85	4,794.53	6,665.44
	毛利率(%)	26.62	20.81	13.74	30.11	39.02
	yoy	40.00	40.75	41.13	40.44	37.26
中国大陆	收入	1,712.36	2,061.74	2,240.28	2,912.39	4,036.49
	毛利率(%)	40.19	43.18	42.25	41.44	42.36
	yoy	40.39	20.40	8.66	30.00	38.60
	占比(%)	63.85	63.64	60.80	60.74	60.56
	特许经销	收入 1,242.47	1,428.74	1,542.67	-	-
	yoy	-	14.99	7.97	-	-
	直营-境内	收入 429.75	539.52	578.77	-	-
	yoy	-	25.54	7.28	-	-
	电子商务	收入 33.02	62.26	83.70	-	-
	yoy	-	88.57	34.42	-	-
国外	厂家直销	收入 2.34	23.57	35.14	-	-
	yoy	-	908.33	49.11	-	-
	装修收入	收入 4.78	7.65	-	-	-
	yoy	-	59.84	-	-	-
	收入	846.83	1,001.16	1,200.44	1,589.05	2,233.29
	毛利率(%)	35.45	31.61	34.50	34.33	24.01
	yoy	9.81	18.22	19.91	32.37	40.54
	占比(%)	31.58	30.90	32.58	33.14	33.51
	ODM	收入 738.69	915.50	1,100.83	-	-
	yoy	-	23.94	20.24	-	-
其他业务	直营-境外	收入 62.12	36.98	51.71	-	-
	yoy	-	-40.47	39.82	-	-
	经销	收入 46.02	48.68	47.90	-	-
	yoy	-	5.78	-1.61	-	-
	收入	122.56	176.81	244.13	293.10	395.66
	毛利率(%)	68.82	64.19	63.45	63.62	59.96
	yoy	-3.63	44.27	38.07	20.06	34.99
	占比(%)	4.57	5.46	6.63	6.11	5.94

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4：顾家家居海外合作一览

时间	合作公司	合作公司简介	合作模式	相应出资	战略意义
2013.3.17	La-Z-Boy	1927年成立，1972年纽交所上市，主营内饰家具、配件及橱柜的生产、销售、进口、分销和零售，并生产躺椅及制造/经销住宅家具，旗下拥有“纽约客”、“西海岸”、“经典”、“传奇单椅”四大产品系列	顾家家居成为La-Z-Boy中国市场的（除上海市外）的独家经销商	-	发展功能沙发等业务
2018.1.10	Natuzzi S.p.A.	1959年成立，1993年于纽交所上市，是意大利规模最大的家具上市公司，产品包括沙发、皮沙发、扶手椅、组合式家具、运动家具和沙发床、客厅家具和配件，销售网络覆盖约100个国家	签订合作框架协议，拟在大中国区通过合资公司纳图兹贸易（上海）有限公司，建立用于发展并经营Natuzzi Italia和Natuzzi Editions的零售网络。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。	购买股权投资价款为6,500万欧元（折合人民币约5.01亿元）	在品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列（Natuzzi Italia和Natuzzi Editions），并通过向Natuzzi学习提升公司在空间设计、产品研发与制造、终端零售管理等价值链上关键环节的竞争力
2018.3.1	Rolf Benz	成立于1964年，是德国知名度最高的软体家具品牌，主营软体家具的研发、设计、生产和销售，旗下拥有“Rolf Benz”“hülsta sofa”和“freistil”三大品牌，销售额80%以上为欧洲市场，所有沙发产品均由两家自有德国工厂生产。	购买Rolf Benz AG & Co.KG 99.92%的股权	总投资价款为4,156.5万欧元（折合人民币约3.20亿元）	完善公司的国际化布局，丰富公司的品牌布局和产品序列，并增强公司研发、设计实力
	RB Management	Rolf Benz AG & Co.KG普通合伙人，无实际业务	购买RB Management AG 100%的股		
2018.3.26	Nick Scali	1962年成立，2004年于澳大利亚证券交易所(ASX)上市，是澳大利亚进出口和零售家具领先品牌，产品包括沙发、餐桌、餐椅、茶几、电视柜、地毯等，定位中高端。	购买Nick Scali 11,039,473股股份（占比13.63%）	总投资价款为77,276,311澳币（折合人民币约3.78亿元）	顾家家居将成为Nick Scali的并列第二大股东，1) 与 Nick Scali在供应链上形成协同效应，扩大公司在澳洲的销售渠道；2) 与Nick Scali共同进行澳洲新市场业务扩张；3) 学习其领先的零售经验。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

顾家家居三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4238	5178	7107	8626	营业收入	6665	8618	11038	13898
现金	886	2232	3374	4265	减:营业成本	4182	5467	7113	8973
应收账款	428	566	707	896	营业税金及附加	67	87	112	140
存货	878	1164	1493	1858	营业费用	1397	1681	2041	2481
其他流动资产	2046	1216	1534	1606	管理费用	203	336	421	520
非流动资产	2323	3063	3428	3792	财务费用	48	43	55	64
长期股权投资	237	437	638	838	资产减值损失	15	14	16	17
固定资产	1157	1643	1752	1860	加:投资净收益	76	68	62	55
在建工程	72	140	208	276	其他收益	7	0	0	0
无形资产	222	216	208	200	营业利润	836	1058	1341	1758
其他非流动资产	635	627	622	617	加:营业外净收支	167	188	214	240
资产总计	6561	8240	10535	12418	利润总额	1002	1246	1555	1997
流动负债	2523	2859	3997	4392	减:所得税费用	172	213	266	342
短期借款	31	16	8	4	少数股东损益	8	8	8	8
应付账款	549	495	927	704	归属母公司净利润	822	1024	1281	1647
其他流动负债	1943	2348	3062	3684	EBIT	883	1134	1463	1924
非流动负债	12	16	20	25	EBITDA	972	1233	1571	2041
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	16	20	25	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2535	2875	4017	4417	每股收益(元)	1.92	2.39	2.99	3.85
少数股东权益	27	27	27	27	每股净资产(元)	9.34	12.47	15.16	18.62
					发行在外股份(百万股)	428	428	428	428
归属母公司股东权益	4000	5339	6492	7974	ROIC(%)	18.0%	17.5%	18.6%	19.9%
负债和股东权益	6561	8240	10535	12418	ROE(%)	22.0%	21.8%	21.6%	22.7%
					毛利率(%)	37.3%	36.6%	35.6%	35.4%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	12.5%	12.0%	11.7%	11.9%
经营活动现金流	1,136	785	2,661	2,074	资产负债率(%)	38.6%	34.9%	38.1%	35.6%
投资活动现金流	(1,443)	(704)	(327)	(325)	收入增长率(%)	39.0%	29.3%	28.1%	25.9%
筹资活动现金流	37	1,266	(1,192)	(857)	净利润增长率(%)	43.0%	24.5%	25.0%	28.6%
现金净增加额	(317)	1,346	1,142	891	P/E	27.84	22.36	17.88	13.90
折旧和摊销	89	100	108	117	P/B	5.72	4.29	3.53	2.87
资本开支	275	557	180	178	EV/EBITDA	23.58	18.58	14.58	11.22
营运资本变动	(303)	603	792	1,124					

数据来源: 贝格数据, 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>