

消费升级与娱乐研究中心

顾家家居 (603816.SH) 买入 (维持评级)

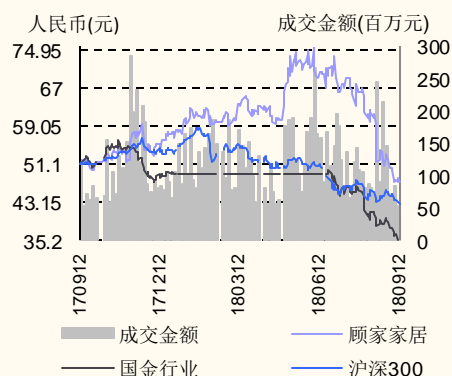
公司点评

市场价格 (人民币): 47.50 元

优质白马低估值, 下半年增长有保障

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)	20,324.82
年内股价最高最低(元)	75.68/47.22
沪深 300 指数	3202.03
上证指数	2656.11



相关报告

- 1.《顾家家居公司点评-管理层经营思路清晰, 变革、进化推动成长》, 2018.8.24
- 2.《顾家家居 2018 年中报点评-产能、渠道并驾齐驱, 大家居落地稳...》, 2018.8.22
- 3.《顾家家居 2018 年一季报点评-Q1 业绩增长超预期, 再投居然之...》, 2018.5.2
- 4.《顾家家居 2017 年年报点评-品类、渠道扩张有序, 优质成长有望...》, 2018.4.26
- 5.《顾家家居公司点评-收购德国知名家居品牌, 多品牌布局再下一城》, 2018.3.1

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

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.39	1.92	2.56	3.31	4.21
每股净资产(元)	8.33	9.34	11.57	13.79	16.61
每股经营性现金流(元)	2.34	2.63	2.15	3.21	5.09
市盈率(倍)	34	31	19	14	11
净利润增长率(%)	15.40%	43.02%	33.32%	29.20%	27.15%
净资产收益率(%)	16.73%	20.56%	22.13%	24.00%	25.33%
总股本(百万股)	412.50	428.14	428.14	428.14	428.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 今日, 有媒体“京达财经”报道称, 公司经营性现金流恶化, 不足以支撑投资扩张, 且十大流通股股东减持。针对报道内容, 我们点评如下:

点评

- 外贸订单交付推高应收, 经销商结算模式变更致预收波动。1H 公司应收合计 6 亿元, 同比增长 33.89%, 较期初增加 1.7 亿元。主要系 Q2 出口订单集中交付, 且外贸收入确认期长于零售订单所致, 1 年内账期应收款较期初增加 1.77 亿元。去年底公司将经销商预付款结算变更为全款结算, 经销商集中打款备货, 全年预收金额大幅提升, 导致 1H18 预收较期初下降明显。但与去年同期相比金额基本持平, 产品前端销售依旧稳健。同时, 为迎接“816 顾家周”, 公司从 6 月开始提前备货, 造成存货同比增加 18.40%。虽如此, 公司应收账款周转率与去年持平, 存货周转率提升 0.27pct., 整体经营效率仍持续向上改善。
- 外延方面, 公司工作重点后续将聚焦于已投项目的整合。今年公司先后与 Natuzzi 达成战略合作, 收购 Rolf Benz 和班尔奇, 并投资参股居然之家和 Nick Scali。后续, 公司将工作重点放在规划收购品牌的后续经营计划。目前公司大家居战略已迈进“内生+外延”双驱增长通道, 产品矩阵日渐丰富, 进一步提升全品类产品供应服务能力。另一方面, 公司多品类协同对客单价的提升仅锋芒初显, 未来在立体式、多元化、一体化、数字化的营销渠道战略带动下, 品类整合与协同效应将更为明显。
- 可转债发行增强现金流, 下半年保持良性增长。公司正在发行可转债, 总计 10.97 亿元, 转股价为 52.38 元, 大股东优先配售规模占比超过 47%, 募集资金将全部用于嘉兴软体家具新产能建设。该项目预计将于 2021 年底投产, 新增 60 万套标准软体家具产能。短期来看, “816 顾家周”作为公司明星 IP 促销活动, 2017 年实现销售额约 10 亿元, 今年在公司品牌宣传升级、产品品类扩张, 以及活动提前预热的情况下, 预期有望实现 30% 以上的增长, 为下半年增长奠定坚实基础。配合公司内销提升区域营销实力, 外销加强全球化布局和供应链整合, 看好新产能释放后对收入端的持续拉动。

盈利预测与投资建议

- 公司持续完善“大家居”产业布局, 多品类协同效应处释放初期, 我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 2.56/3.31/4.21 元 (三年 CAGR29.9%), 对应 PE 分为 19/14/11 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格波动风险; 营销管理风险; 房地产调控风险, 商誉减值风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,685	4,795	6,665	8,916	11,586	14,945
增长率		30.1%	39.0%	33.8%	29.9%	29.0%
主营业务成本	-2,169	-2,856	-4,182	-5,554	-7,177	-9,236
%销售收入	58.9%	59.6%	62.7%	62.3%	61.9%	61.8%
毛利	1,516	1,939	2,483	3,363	4,409	5,709
%销售收入	41.1%	40.4%	37.3%	37.7%	38.1%	38.2%
营业税金及附加	-39	-48	-67	-90	-117	-150
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-770	-1,058	-1,397	-1,855	-2,405	-3,096
%销售收入	20.9%	22.1%	21.0%	20.8%	20.8%	20.7%
管理费用	-126	-172	-203	-267	-347	-447
%销售收入	3.4%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	581	661	816	1,151	1,540	2,016
%销售收入	15.8%	13.8%	12.2%	12.9%	13.3%	13.5%
财务费用	-15	-3	-48	26	46	72
%销售收入	0.4%	0.1%	0.7%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-5	-10	-15	-5	-2	-2
公允价值变动收益	-46	29	1	0	0	0
投资收益	33	-76	76	80	84	88
%税前利润	5.2%	n.a	7.6%	5.6%	4.5%	3.7%
营业利润	548	601	836	1,251	1,668	2,175
营业利润率	14.9%	12.5%	12.5%	14.0%	14.4%	14.6%
营业外收支	90	136	167	175	184	193
税前利润	638	738	1,002	1,426	1,852	2,367
利润率	17.3%	15.4%	15.0%	16.0%	16.0%	15.8%
所得税	-148	-165	-172	-321	-426	-556
所得税率	23.2%	22.4%	17.1%	22.5%	23.0%	23.5%
净利润	491	572	831	1,105	1,426	1,811
少数股东损益	-8	-3	8	9	9	10
归属于母公司的净利润	498	575	822	1,097	1,417	1,801
净利率	13.5%	12.0%	12.3%	12.3%	12.2%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	491	572	831	1,105	1,426	1,811
少数股东损益	-8	-3	8	9	9	10
非现金支出	57	83	104	96	105	120
非经营收益	22	43	-50	-254	-268	-281
营运资金变动	192	269	242	-29	114	529
经营活动现金净流	761	967	1,127	919	1,376	2,179
资本开支	-300	-230	-274	14	-29	-71
投资	-7	12	-713	0	0	0
其他	57	-1,383	-456	80	84	88
投资活动现金净流	-250	-1,601	-1,443	94	55	17
股权募资	13	1,979	426	0	0	0
债权募资	44	-272	-99	-31	0	1
其他	-468	-153	-337	-143	-468	-594
筹资活动现金净流	-411	1,554	-11	-174	-467	-593
现金净流量	100	920	-327	839	963	1,603

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	263	1,249	886	1,725	2,688	4,290
应收款项	272	396	481	581	755	974
存货	446	683	878	1,035	1,337	1,721
其他流动资产	128	1,458	1,992	2,028	2,061	2,099
流动资产	1,109	3,785	4,238	5,369	6,842	9,084
%总资产	46.8%	72.5%	64.6%	69.2%	73.2%	77.4%
长期投资	26	37	758	758	758	758
固定资产	1,077	1,127	1,229	1,303	1,415	1,562
%总资产	45.4%	21.6%	18.7%	16.8%	15.1%	13.3%
无形资产	134	226	275	272	269	268
非流动资产	1,263	1,434	2,323	2,394	2,504	2,651
%总资产	53.2%	27.5%	35.4%	30.8%	26.8%	22.6%
资产总计	2,372	5,220	6,561	7,762	9,346	11,735
短期借款	232	130	31	0	0	0
应付款项	756	1,446	2,256	2,461	2,998	4,057
其他流动负债	173	191	235	299	387	499
流动负债	1,162	1,767	2,523	2,760	3,385	4,556
长期贷款	170	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	4	12	12	12	13
负债	1,335	1,771	2,535	2,773	3,397	4,570
普通股股东权益	1,029	3,437	4,000	4,954	5,903	7,110
少数股东权益	8	11	27	35	45	54
负债股东权益合计	2,372	5,220	6,561	7,762	9,346	11,735

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.510	1.394	1.921	2.561	3.309	4.207
每股净资产	3.118	8.333	9.342	11.572	13.789	16.608
每股经营现金净流	2.307	2.345	2.632	2.146	3.214	5.090
每股股利	0.000	0.700	0.960	0.845	1.092	1.388
回报率						
净资产收益率	48.42%	16.73%	20.56%	22.13%	24.00%	25.33%
总资产收益率	21.01%	11.02%	12.54%	14.13%	15.16%	15.35%
投入资本收益率	31.03%	14.33%	16.66%	17.87%	19.94%	21.53%
增长率						
主营业务收入增长率	13.74%	30.11%	39.02%	33.77%	29.94%	28.99%
EBIT增长率	7.61%	13.69%	23.42%	41.08%	33.86%	30.91%
净利润增长率	17.42%	15.40%	43.02%	33.32%	29.20%	27.15%
总资产增长率	14.81%	120.05%	25.70%	18.31%	20.40%	25.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.7	21.3	21.0	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	81.7	72.2	68.2	68.0	68.0	68.0
应付账款周转天数	41.3	46.2	43.2	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	86.0	80.6	63.3	50.0	41.7	35.6
偿债能力						
净负债/股东权益	13.47%	-32.43%	-28.71%	-40.60%	-50.25%	-64.07%
EBIT利息保障倍数	37.8	211.6	16.9	-44.3	-33.7	-27.9
资产负债率	56.28%	33.92%	38.63%	35.72%	36.35%	38.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
买入	3	22	26	31	51
增持	2	8	11	11	23
中性	0	2	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.38	1.38	1.34	1.40

来源：贝格数据

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
3	2018-01-19	买入	63.16	N/A
4	2018-02-27	买入	62.59	N/A
5	2018-03-01	买入	59.94	N/A
6	2018-04-26	买入	61.00	N/A
7	2018-05-02	买入	60.96	N/A
8	2018-08-22	买入	54.00	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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。

此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