

## 原材料价格回落叠加人民币汇率贬值，业绩弹性释放

### 投资要点

- **事件：**公司发布2018年三季报，实现营收63.9亿元，同比增长31.9%；归母净利润7.9亿元，同比增长26.7%；扣非后归母净利润6.4亿元，同比增长34.3%。Q3单季度实现营收23.4亿元，同比增长35%；实现归母净利润3亿元，同比增长30.6%；扣非后归母净利润2.4亿元，同比大增60.5%，非经常性损益变动主要为政府补贴较去年同期减少1763万元。
- **原材料价格回落叠加人民币汇率贬值，业绩弹性释放。**公司整体销售稳步增长，Q1/Q2/Q3营收同比增速分别为34.9%、26.9%、34.2%。受制于上半年较低的外销毛利率，公司前三季度综合毛利率为35.7%，同比下滑1pp，其中Q3单季毛利率为35%，同比提升1.1pp，这主要得益于原材料TDI/MDI价格回落（年初至今分别下跌50%和20%）和人民币汇率贬值（公司约1/3收入来自外销）。同时，公司控费效果显著，在公司进行股权激励增加导致管理费用增加的情况下，管理费用率仍然降低。前三季度费用率为22.8%，同比降低1.4pp，其中销售、管理、财务费用率分别为18.6%、2.7%、0.1%，同比降低1.7pp、0.4pp、0.7pp，经营效率进一步提升，带动前三季度净利率达到12.3%，其中Q3单季净利率达到12.9%，环比Q2大幅反弹3.2个百分点，业绩弹性释放。
- **产品+渠道+产能并举，打造长期竞争力。**产品方面，公司聚焦新品开发、在国内及国外均采取产品差异化策略，沙发、床垫业务前三季度增速约20%和30%+，保持较快增速。渠道方面，公司从审批流程、门店分类等方面发力，大幅缩短门店开店周期，2018年上半年消灭空白城市84个，优化城市47个，前三季度门店数达到4200余家，预计全年开店数在700-800家，门店逐步下沉到3、4线城市，开店空间广阔。同时积极进驻物业及商场项目。制造布局方面，嘉兴王江泾项目主体结构工程已基本施工完成，装饰装修工程已完成近90%，华中（黄冈）基地项目已初步完成桩基工程，进入主体结构工程施工阶段。预计两个项目分别于2021年、2022年底前达钢并实现年营收约28.8、30亿元，总计增加产能120万标准套软体家具及400万方定制家居产品。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年分别实现EPS 2.4、3.09、4.03元，对应PE分别为19倍、15倍和11倍，参考同行业给予19年20倍PE，目标价61.8元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，政府补贴不及预期的风险，汇兑损益大幅波动的风险，贸易战使公司美国市场销售波动的风险，产能释放不及预期的风险。

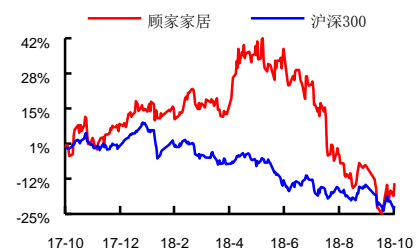
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6665.44	8492.45	10753.95	13725.17
增长率	39.02%	27.41%	26.63%	27.63%
归属母公司净利润（百万元）	822.45	1027.76	1322.95	1724.20
增长率	43.02%	24.96%	28.72%	30.33%
每股收益EPS（元）	1.92	2.40	3.09	4.03
净资产收益率ROE	20.64%	22.27%	24.38%	26.55%
PE	24	19	15	11
PB	4.91	4.24	3.61	3.01

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
 执业证号：S1250517080002  
 电话：023-67511807  
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通A股(亿股)	0.89
52周内股价区间(元)	39.9-76.01
总市值(亿元)	197.64
总资产(亿元)	93.83
每股净资产(元)	10.66

### 相关研究

1. 顾家家居（603816）：渠道扩张加速，盈利受原材料影响暂时承压（2018-08-23）
2. 顾家家居（603816）：渠道、品类皆优，管理、格局支撑长期成长（2018-07-24）
3. 顾家家居（603816）：收入保持快速增长，业绩符合预期（2018-04-30）
4. 顾家家居（603816）：维持快速增长，看好多品类长期布局（2018-02-11）
5. 顾家家居（603816）：收入继续放量，多品类市场空间广阔（2017-11-01）

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6665.44	8492.45	10753.95	13725.17	净利润	830.86	1038.28	1336.49	1741.85
营业成本	4181.98	5439.28	6772.43	8511.25	折旧与摊销	98.81	116.18	124.32	133.14
营业税金及附加	67.33	85.78	108.62	138.64	财务费用	48.25	36.73	100.04	122.57
销售费用	1397.33	1571.10	2043.25	2676.41	资产减值损失	14.52	10.00	10.00	10.00
管理费用	203.26	297.24	354.88	439.21	经营营运资本变动	231.83	-445.05	-171.96	-470.37
财务费用	48.25	36.73	100.04	122.57	其他	-88.05	-118.09	-108.77	-165.21
资产减值损失	14.52	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1136.22</b>	<b>638.05</b>	<b>1290.12</b>	<b>1371.98</b>
投资收益	76.00	70.00	110.00	150.00	资本支出	-151.65	-116.00	-132.00	-148.00
公允价值变动损益	1.10	1.10	1.10	1.10	其他	-1291.38	73.26	111.10	151.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1443.03</b>	<b>-42.74</b>	<b>-20.90</b>	<b>3.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>835.81</b>	<b>1123.41</b>	<b>1475.82</b>	<b>1978.19</b>	短期借款	-99.01	656.91	-200.81	6.03
其他非经营损益	166.67	156.56	159.93	158.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1002.48</b>	<b>1279.98</b>	<b>1635.75</b>	<b>2137.00</b>	股权融资	445.87	10.00	0.00	0.00
所得税	171.62	241.69	299.26	395.15	支付股利	-288.75	-412.97	-516.07	-664.29
净利润	830.86	1038.28	1336.49	1741.85	其他	-21.50	-36.58	-100.04	-122.57
少数股东损益	8.42	10.52	13.54	17.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>36.61</b>	<b>217.35</b>	<b>-816.92</b>	<b>-780.84</b>
归属母公司股东净利润	822.45	1027.76	1322.95	1724.20	<b>现金流量净额</b>	<b>-317.33</b>	<b>812.66</b>	<b>452.30</b>	<b>594.24</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	885.83	1698.49	2150.79	2745.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	517.30	714.50	882.68	1130.17	销售收入增长率	39.02%	27.41%	26.63%	27.63%
存货	878.36	1175.03	1469.32	1958.47	营业利润增长率	38.97%	34.41%	31.37%	34.04%
其他流动资产	1956.41	2407.37	2968.27	3705.18	净利润增长率	45.14%	24.96%	28.72%	30.33%
长期股权投资	237.05	237.05	237.05	237.05	EBITDA 增长率	43.46%	29.86%	33.21%	31.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1228.93	1238.30	1255.33	1279.34	毛利率	37.26%	35.95%	37.02%	37.99%
无形资产和开发支出	221.86	217.67	214.49	212.30	三费率	24.74%	22.43%	23.23%	23.59%
其他非流动资产	635.18	637.82	639.66	640.69	净利率	12.47%	12.23%	12.43%	12.69%
<b>资产总计</b>	<b>6560.92</b>	<b>8326.24</b>	<b>9817.58</b>	<b>11908.25</b>	ROE	20.64%	22.27%	24.38%	26.55%
短期借款	31.00	687.91	487.10	493.13	ROA	12.66%	12.47%	13.61%	14.63%
应付和预收款项	1915.21	2356.55	3020.48	3842.73	ROIC	22.23%	24.71%	28.31%	31.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.75%	15.03%	15.81%	16.28%
其他负债	588.56	620.18	827.98	1012.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2534.78</b>	<b>3664.63</b>	<b>4335.56</b>	<b>5348.66</b>	总资产周转率	1.13	1.14	1.19	1.26
股本	428.14	428.14	428.14	428.14	固定资产周转率	6.02	7.31	9.16	11.55
资本公积	2412.20	2422.20	2422.20	2422.20	应收账款周转率	17.34	17.12	16.92	17.03
留存收益	1577.00	2191.79	2998.67	4058.58	存货周转率	4.99	4.85	4.82	4.73
归属母公司股东权益	3999.58	4624.52	5431.40	6491.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.45%	—	—	—
少数股东权益	26.57	37.09	50.63	68.28	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4026.15</b>	<b>4661.60</b>	<b>5482.03</b>	<b>6559.59</b>	资产负债率	38.63%	44.01%	44.16%	44.92%
负债和股东权益合计	6560.92	8326.24	9817.58	11908.25	带息债务/总负债	1.22%	18.77%	11.24%	9.22%
					流动比率	1.68	1.64	1.73	1.79
					速动比率	1.33	1.32	1.39	1.42
					股利支付率	35.11%	40.18%	39.01%	38.53%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.92	2.40	3.09	4.03
					每股净资产	9.40	10.89	12.80	15.32
					每股经营现金	2.65	1.49	3.01	3.20
					每股股利	0.67	0.96	1.21	1.55
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	982.87	1276.33	1700.18	2233.90					
PE	24.05	19.24	14.95	11.47					
PB	4.91	4.24	3.61	3.01					
PS	2.97	2.33	1.84	1.44					
EV/EBITDA	18.35	14.01	10.13	7.45					
股息率	1.46%	2.09%	2.61%	3.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn