



2019-08-15

公司点评报告

买入/维持

顾家家居 (603816)

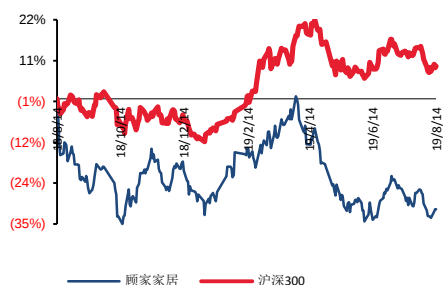
目标价: 36.82

昨收盘: 30.68

轻工制造

内生增速承压, H2 有望回暖

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	602/131
总市值/流通(百万元)	18,473/3,879
12 个月最高/最低(元)	62.00/28.13

相关研究报告:

顾家家居 (603816)《顾家家居: 一季报符合市场预期, 内生增速有望触底回升》--2019/04/22

顾家家居 (603816)《顾家家居: 收入端符合预期, 多品类持续发力》--2019/04/19

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

联系人: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布 2019 年半年报: 2019H1 实现营业收入 50.1 亿元 (外延并表 10 亿, 内生基本持平), 同比增长 23.74%, 归母净利润 5.6 亿元 (并表约 0.4 亿元), 同比增加 15.79%, 扣非净利润 4.32 亿元, 同比增长 10%。Q2 单季公司营收 25.5 亿元, 同比增长 16.1%, 归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 23%, 扣非净利润 2.35 亿元同比增长 21%。

点评:

现金流方面, 2019H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 54.36 亿元, 同比增长 33.76%, 经营活动现金净流量 6.96 亿元, 同比增长 332%, 经营性现金流改善主要系加快外销收款所致, 截止 2019H1, 公司应收账款 8.3 亿元, 相较于 2018 年底减少 10.6%, 预收账款 6.78 亿元。2019H1 公司非经常性损益 1.27 亿元, 同比增长 41%, 主要系获得政府补助 1.55 亿元, 同比增长 85%。

公司上半年内生收入同比基本持平, 主要受地产周期影响, 下半年地产可能回暖, 公司内生业绩增速有望触底回升。1) **内销端**, 2019H1 公司内销收入 27.9 亿元, 同比增长 10%, 其中内生 25.9 亿, yoy+3%, 外延并表收入 2 亿元, Q2 单季内销收入 12.8 亿元, 同比增长 5%, 其中内生收入 11.9 亿元, 同比基本持平, 外延收入 0.9 亿元。2) **外销端**, 2019H1 公司出口收入 19.9 亿元, 同比增长 48%, 其中内生收入 12 亿, yoy-8%, 外延并表 7.9 亿元, Q2 单季出口收入 9.9 亿元, 同比增长 29%, 其中内生收入 6 亿元, yoy-18%, 外延并表 3.9 亿元。

多品类发力, 大家居战略持续推进。2019H1 公司沙发收入 28.24 亿元 (休闲 19 亿+功能 6 亿+布艺 3 亿), 同比+31.75%, 毛利率 36.31%, 同比+3.57pct, 配套产品 8.37 亿元, 同比+8.91%, 毛利率 22.14%, 同比-5.59pct, 床类产品收入 7.27 亿元, 同比+38.02%, 毛利率 42.64%, 同比+2.67pct, 定制家具 1.38 亿元, 同比+67.63%, 毛利率 30.7%, 同比+3.48pct, 红木家具 0.68 亿元, 同比-21.68%, 毛利率 23.47%, 同比 23.47%, 同比-1.14pct。

Q2 毛利率好转, 费用投入影响净利率。2019 年上半年公司毛利率 35.64%, 同比下滑 0.34pct, 净利率 11.64%, 同比下滑 0.79pct, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.92%、3.22%、1.47%、1.07%, 分别同比变动-0.58、1.03、0.04、0.85pct。Q2 单季毛利率 36.52%, 环比+1.79pct, 同比+0.94pct, 净利率 11.19%, 环比-0.92pct, 同比+0.97pct。

拟建定制智能家居生产线，产能扩张助力软体+定制产品布局。
公司拟投资 10 亿元在杭州大江东产业园区建设定制家具生产基地，预计于 2019Q3 开工，一期预计 2020 年底竣工，2021Q1 投产，项目预计 2026 年底前达纲，届时预计产能 1000 万方定制家居产品，营收 20 亿元。同时华中（黄冈）基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目计划 19 年底完工，嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具（一期）完工，王江泾、秀洲工厂顺利整合。

销售网络加密拓新，渠道下沉持续。公司全球门店超 6000 家，2019 年上半年公司净开店约 200 家，进驻空白城市 82 个，优化城市 48 个，进驻 B2B 项目 55 个、主要物业老商场 125 个。结构上向大店、旗舰店、融合店倾斜，加快大店开店步伐，深耕三四级市场，加强与地产商、苏宁零售云、国美/苏宁等合作。

预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.91、2.19 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 16.03、13.98 倍，考虑公司多品类配合大店模式提升客单值与品牌影响力，渠道下沉与产能布局并行，外延并购步伐持续，看好公司未来业绩的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9172	11006	12877	14809
(+/-%)	37.61	20.00	17.00	15.00
净利润(百万元)	989	1152	1321	1508
(+/-%)	20.29	16.45	14.66	14.11
摊薄每股收益(元)	2.36	1.91	2.19	2.50
市盈率(PE)	19.07	16.03	13.98	12.25

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	886	1592	3660	4500	5796	营业收入	6665	9172	11006	12877	14809
应收和预付款项	464	975	780	964	1080	营业成本	4182	5836	6912	8100	9359
存货	878	1162	1250	1440	1678	营业税金及附加	67	82	101	118	136
其他流动资产	2010	1213	1173	1200	1214	销售费用	1397	1789	2322	2704	3140
流动资产合计	4238	4943	6863	8104	9767	管理费用	203	381	330	386	385
长期股权投资	237	290	290	291	291	财务费用	48	25	57	36	38
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	17	0	0	0
固定资产	1157	1458	1541	1655	1727	投资收益	76	106	0	0	0
在建工程	72	364	511	731	915	公允价值变动	1	-1	0	0	0
无形资产开发支出	222	688	916	1244	1508	营业利润	836	1158	1284	1532	1751
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	167	160	163	162	163
其他非流动资产	2323	5557	5201	5927	6511	利润总额	1002	1318	1447	1694	1913
资产总计	6561	10500	12065	14030	16278	所得税	172	312	295	373	406
短期借款	31	120	0	0	0	净利润	831	1007	1152	1321	1508
应付和预收款项	1509	1907	2235	2519	2958	少数股东损益	8	17	0	0	0
长期借款	0	1067	1067	1067	1067	归母股东净利润	822	989	1152	1321	1508
其他负债	995	2395	2599	2960	3261						
负债合计	2535	5489	5902	6546	7286						
股本	428	430	430	430	430	预测指标					
资本公积	2412	2323	2323	2323	2323		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	1577	2156	3308	4629	6137	毛利率	37.26%	36.37%	37.20%	37.10%	36.80%
归母公司股东权益	4000	4678	5830	7151	8658	销售净利率	12.34%	10.79%	10.47%	10.26%	10.18%
少数股东权益	27	333	333	333	333	销售收入增长率	39.02%	37.61%	20.00%	17.00%	15.00%
股东权益合计	4026	5011	6163	7484	8992	EBIT 增长率	41.82%	27.89%	11.93%	15.04%	12.79%
负债和股东权益	6561	10500	12065	14030	16278	净利润增长率	43.02%	20.29%	16.45%	14.66%	14.11%
						ROE	20.56%	21.15%	19.76%	18.48%	17.41%
						ROA	12.54%	9.42%	9.55%	9.42%	9.26%
						ROIC	41.23%	31.34%	53.52%	49.64%	52.48%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.99	2.36	1.91	2.19	2.50
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE (X)	29.63	19.07	16.03	13.98	12.25
经营性现金流	1136	1010	1891	1632	1973	PB (X)	6.31	4.14	2.26	1.85	1.52
投资性现金流	-1443	-1985	372	-733	-620	PS (X)	3.79	2.11	1.20	1.02	0.89
融资性现金流	37	1587	-195	-58	-58	EV/EBITDA (X)	21.22	13.31	6.93	5.58	4.33
现金增加额	-47	40	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。