



2019-09-21

公司点评报告

买入/维持

顾家家居 (603816)

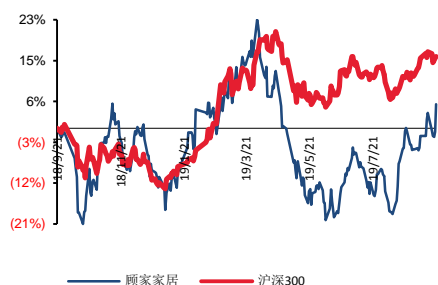
目标价: 44.00

昨收盘: 36.9

轻工制造

## 股份回购彰显发展信心，用于股权激励绑定核心团队

### ■ 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)   | 22,219/4,833 |
| 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: 内生增速承压, H2 有望回暖》  
--2019/08/14

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

### 研究助理: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

### 事件:

公司拟以自有资金 3-6 亿元以集中竞价交易方式回购公司股份, 回购价格不超 50 元/股, 回购期限自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内, 回购股份用于股权激励。公司控股股东顾家集团及持股 5%以上大股东 TB Home Limited 拟在未来 6 个月内以协议转让或大宗交易的方式减持公司部分股份, 其他董监高未来 6 个月内无减持计划。

### 点评:

**股份回购彰显发展信心, 股权激励提升团队积极性。**若按本次最高回购金额人民币 6 亿元计算, 预计回购股份数量 1200 万股, 占公司目前已发行总股本的 1.99%, 回购资金总额上限 6 亿元分别占公司总资产、归母净资产的 5.64%、11.9%, 不会对公司经营、财务及未来发展产生重大影响。回购价格 50 元/股, 相比于 9.20 的收盘价 36.9 元/股溢价率 35.5%, 彰显公司对未来发展的信心, 进一步稳定投资者对公司股票长期价值的预期。回购股份用于股权激励, 充分调动公司董事、高、中层管理人员及核心骨干的积极性, 将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起。

**销售网络加密拓新, 区域零售中心有望提效。**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。公司开始推行区域零售中心, 将各事业部职能统一划分到区域零售中心, 有望提升运营效率。

**产能扩张助力软体+定制产品布局, 大家居战略持续推进。**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。

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 19.28、16.82 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, 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  | 1507  |
| (+/-%)    | 20.29 | 16.45 | 14.66 | 14.09 |
| 摊薄每股收益(元) | 2.36  | 1.91  | 2.19  | 2.50  |
| 市盈率(PE)   | 19.07 | 19.28 | 16.82 | 14.74 |

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  | 5795  | 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     | 39     |
| 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   | 1750   |
| 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   | 1507   |
| 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   | 1507   |
| 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  | 6136  | 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  | 8991  | 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% | 14.09% |
|           |       |       |       |       |       | 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  | 19.28  | 16.82  | 14.74  |
| 经营性现金流    | 1136  | 1010  | 1891  | 1632  | 1972  | PB (X)        | 6.31   | 4.14   | 2.72   | 2.22   | 1.83   |
| 投资性现金流    | -1443 | -1985 | 372   | -733  | -620  | PS (X)        | 3.79   | 2.11   | 1.44   | 1.23   | 1.07   |
| 融资性现金流    | 37    | 1587  | -195  | -58   | -58   | EV/EBITDA (X) | 21.22  | 13.31  | 8.55   | 6.98   | 5.57   |
| 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    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@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。