

经销商计划增持强化发展信心，持续看好龙头份额提升

买入（维持）

2020 年 01 月 17 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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,172	11,202	12,988	15,066
同比（%）	37.6%	22.1%	15.9%	16.0%
归母净利润（百万元）	989	1,200	1,404	1,622
同比（%）	20.3%	21.3%	17.1%	15.5%
每股收益（元/股）	2.30	1.99	2.33	2.69
P/E（倍）	28.84	23.78	20.32	17.59

投资要点

■ **公司公告：**（1）拟在 6 个月内实施部分经销商增持公司股份计划，增持金额 1-2 亿元，不设价格区间，占当前总市值 0.35%-0.7%，经销商通过认购上海迎水投资管理有限公司的私募基金来参与；（2）控股股东顾家集团拟发行不超过 10 亿元可交债，并质押 3000 万股给可交债受托管理人用于换股及本息偿付担保。

■ **绑定经销商利益，充分发挥优质经销商渠道优势：**本次经销商增持向市场传递优质经销商认可公司价值、彰显发展信心的积极信号，有效结合经销商与公司利益，有利于公司进一步深耕渠道，持续向三四线城市下沉填补空白，增加渠道粘性。

■ **综合看好公司“渠道+管理+品牌”优势：**（1）**内销：**持续进驻空白城市，19 年预期净开店 400+家、20 年延续高扩张力度，同时此公司在 14 个区域零售中心进行组织变革，推动公司高效率地管理区域经销商的同时能够有效掌控终端零售数据，提升营销精细化水平，长期奠基公司向零售运营的转型和升级。我们预计公司 19Q3、Q4 内销增速持续向好（预计 15%、20-30%），伴随竣工回暖 20 年持续看好内销增长动力。（2）**外销：**坚守大客户战略保障出口份额，同时建设越南工厂 45 万套产能，一期有望在 20Q4 落地、持续转移对美出口业务，我们判断 20 年公司外销业务具有较大修复空间。

■ **大家居战略稳步落地，品类多点开花：**随着大家居战略逐步发展，公司品类整合效应增强，看好公司定制、床垫、功能、布艺品类多点开花，带动客单价的提升；推进零售运营中心贴近消费者需求，向零售龙头迈进；海外收购强化品牌效应，持续贡献业绩增量；渠道狼性化扩张，持续向三四线下沉填补布局空白。综合来看，我们看好公司在软体市场的份额长期提升！

■ **盈利预测与投资评级：**随着大家居战略逐步发展，公司品类整合效应增强，我们预计 19-21 年公司将分别实现收入 112.02/129.88/150.66 亿元，同比增长 22.1%/15.9%/16.0%。归母净利润 12.00/14.04/16.22 亿，同比增长 21.3%/17.1%/15.5%。对应 PE 分别为 23.78X/20.32X/17.59X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**房地产调控超预期，新业务拓展低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.41
一年最低/最高价	27.35/48.66
市净率(倍)	5.59
流通 A 股市值(百万元)	27727.35

基础数据

每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	48.10
总股本(百万股)	601.81
流通 A 股(百万股)	584.84

相关研究

- 1、《顾家家居 (603816)：Q3 内销持续回暖，预收款表现靓丽》2019-10-30
- 2、《顾家家居 (603816)：拟回购进行股权激励，看好渠道精细化管理》2019-09-20
- 3、《顾家家居 (603816)：利润环比增长提速，表现符合预期》2019-08-15

表 1：顾家家居季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	1,380.05	1,731.00	1,736.93	1,817.46	1,852.34	2,196.68	2,343.95	2,779.16	2,459.76	2,550.42	2,764.60
YOY	53.57%	55.49%	40.49%	17.54%	34.22%	26.90%	34.95%	52.91%	32.79%	16.10%	17.95%
归母净利润	187.85	200.14	232.02	202.44	268.44	214.07	303.03	203.82	295.38	263.32	358.41
YOY	34.09%	51.66%	57.23%	30.25%	42.90%	6.96%	30.61%	0.68%	10.04%	23.01%	18.27%
扣非归母净利润	137.64	184.36	152.37	136.08	198.15	194.18	244.60	181.37	196.32	235.20	233.03
YOY	-	-	28.39%	-1.06%	43.97%	5.33%	60.53%	33.29%	-0.93%	21.12%	-4.73%
毛利率	37.88%	38.54%	34.03%	38.65%	36.45%	35.58%	35.28%	37.87%	34.73%	36.52%	34.07%
期间费用率	24.60%	23.72%	24.25%	26.27%	21.68%	22.88%	23.38%	26.72%	24.87%	22.53%	22.67%
其中：销售费用	290.29	348.64	345.55	412.85	302.13	446.76	437.36	602.72	461.27	436.35	497.66
销售费用率	21.03%	20.14%	19.89%	22.72%	16.31%	20.34%	18.66%	21.69%	18.75%	17.11%	18.00%
其中：管理费用	48.82	44.66	55.00	54.78	77.16	69.27	84.06	71.30	75.02	86.11	110.72
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	30.93	47.96	49.01	24.81	27.17
管理+研发费用率	3.54%	2.58%	3.17%	3.01%	4.17%	3.15%	4.91%	4.29%	5.04%	4.35%	4.99%
其中：财务费用	0.44	17.28	20.65	9.88	22.37	-13.42	-4.24	20.58	26.46	27.36	-8.75
财务费用率	0.03%	1.00%	1.19%	0.54%	1.21%	-0.61%	-0.18%	0.74%	1.08%	1.07%	-0.32%
归母净利润率	13.61%	11.56%	13.36%	11.14%	14.49%	9.75%	12.93%	7.33%	12.01%	10.32%	12.96%
存货	751.99	719.98	702.12	878.36	788.36	841.95	873.41	1,162.35	948.27	914.47	951.92
较上年同期增减	-	42.51%	21.35%	28.51%	4.84%	16.94%	24.40%	32.33%	20.28%	8.61%	8.99%
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00	0.33	0.00
较上年同期增减	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00	0.28	-0.05
应收账款	354.15	448.47	399.94	427.67	439.40	600.42	663.62	932.34	821.67	833.65	835.85
较上年同期增减	-	187.01	127.99	86.70	85.25	151.95	263.67	504.67	382.27	233.23	172.24
应付账款及应付票据	608.24	601.37	578.93	719.80	617.41	743.91	667.97	1013.88	760.89	840.61	874.95
较上年同期增减	-	160.45	102.15	98.67	9.17	142.54	89.04	294.08	143.48	96.70	206.97
预收账款	566.93	550.95	679.23	960.08	622.90	546.38	644.17	1008.56	712.66	678.19	1069.18
较上年同期增减	-	288.25	279.25	305.49	55.96	-4.58	-35.06	48.48	89.76	131.81	425.01
经营性现金流净额	97.48	144.84	489.86	404.04	19.80	140.76	311.30	537.64	248.43	447.80	728.95
较上年同期增减	-	18.15	-42.40	279.10	-93.23	-77.68	-4.08	-178.56	133.60	228.63	417.65
筹资性现金流净额	-39.00	-333.38	21.69	387.30	38.28	309.27	1489.99	-251.03	-4.23	-34.81	-444.93
较上年同期增减	-	-51.31	-236.96	104.47	-1312.80	77.28	642.64	1468.30	-638.33	-42.51	-344.08
资本开支	68.80	33.92	86.31	85.47	147.08	87.75	271.20	210.65	195.39	176.22	124.15
较上年同期增减	-	-17.69	-42.63	78.23	25.79	78.28	53.83	184.89	125.18	48.31	88.48
ROE	5.32%	5.59%	6.35%	5.21%	6.47%	5.09%	6.98%	4.41%	6.08%	5.23%	6.85%
YOY (+)	-8.29%	-5.75%	-5.52%	-1.32%	1.16%	-0.50%	0.62%	-0.80%	-0.39%	0.14%	-0.13%
资产负债率	31.00%	30.35%	31.64%	38.63%	33.32%	42.56%	49.73%	52.28%	47.91%	49.23%	48.10%
YOY (+)	31.00%	-25.24%	-22.58%	4.71%	2.31%	12.21%	18.09%	13.64%	14.60%	6.67%	-1.63%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：顾家家居收入拆分一览

顾家家居，单位：百万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
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	9,172.12	5,010.18
yoy	-	2.68%	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%	39.02%	37.61%	23.74%
毛利率	37.33%	39.60%	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%	37.26%	36.37%	35.64%
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	5,144.16	2,824.04
yoy	-	0.63%	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	30.03%	39.31%	31.75%
占比	66.97%	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	55.40%	56.08%	56.37%
毛利率	37.93%	40.20%	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	36.46%	34.87%	36.31%
销售量（万套）	-	-	40.19	49.89	56.94	73.53	100.07	138.96	-
单套售价（元/套）	-	-	4,337.23	4,124.04	3,973.99	3,861.67	3,689.83	3,701.90	-
餐椅产品营业收入	181.80	170.48	183.62	199.41	201.36	217.12	263.64	317.80	-
yoy	-	-6.23%	7.71%	8.60%	0.98%	7.83%	21.42%	20.54%	-
占比	8.81%	8.05%	6.85%	6.16%	5.46%	4.53%	3.96%	3.46%	-
毛利率	34.60%	36.70%	34.08%	35.05%	35.58%	35.00%	29.89%	28.51%	-
销售量（万套）	-	-	5.74	6.85	6.74	7.38	9.36	11.31	-
单套售价（元/套）	-	-	3,199.89	2,909.70	2,988.00	2,941.17	2,815.65	2,809.90	-
床产品营业收入（软床&床垫）	89.01	122.66	182.11	282.89	435.37	649.85	885.80	1,132.03	726.81
yoy	-	37.80%	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	36.31%	27.80%	38.02%
占比	4.32%	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.29%	12.34%	14.51%
毛利率	35.79%	38.46%	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	38.22%	38.23%	42.64%
销售量（万套）	-	-	6.20	10.30	15.86	24.25	34.73	43.61	-
单套售价（元/套）	-	-	2,935.72	2,745.25	2,744.53	2,679.65	2,550.30	2,595.80	-
配套产品营业收入	301.42	307.79	445.39	515.38	541.05	728.39	978.37	1,292.35	837.34
yoy	-	2.11%	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	34.32%	32.09%	34.48%
占比	14.61%	14.53%	16.61%	15.91%	14.68%	15.19%	14.68%	14.09%	16.71%
毛利率	23.86%	25.44%	29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	26.54%	26.20%	22.14%
定制家具产品营业收入	-	-	-	-	-	-	86.30	212.10	137.57
yoy	-	-	-	-	-	-	-	145.77%	67.63%
占比	-	-	-	-	-	-	1.29%	2.31%	2.75%
毛利率	-	-	-	-	-	-	26.86%	29.96%	30.70%
红木家具产品营业收入	-	-	-	-	-	-	112.87	158.10	67.65
yoy	-	-	-	-	-	-	-	40.07%	-21.69%
占比	-	-	-	-	-	-	1.69%	1.72%	1.35%
毛利率	-	-	-	-	-	-	13.46%	13.95%	23.47%
信息技术服务营业收入	-	-	-	-	-	-	174.10	332.19	131.20
yoy	-	-	-	-	-	-	-	90.81%	-38.40%
占比	-	-	-	-	-	-	2.61%	3.62%	2.62%
毛利率	-	-	-	-	-	-	93.34%	87.31%	64.44%
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	5,209.84	2,787.97
yoy	-	-4.97%	40.39%	20.40%	8.66%	30.00%	38.60%	29.07%	10.08%
占比	62.22%	57.59%	63.85%	63.64%	60.80%	60.74%	60.56%	56.80%	55.65%
毛利率	-	35.47%	40.19%	43.18%	42.25%	41.44%	42.36%	42.86%	43.95%
外销	670.08	771.17	846.83	1,001.16	1,200.44	1,589.05	2,233.29	3,499.68	1,989.58
yoy	-	15.09%	9.81%	18.22%	19.90%	32.37%	40.54%	56.71%	47.97%
占比	32.49%	36.41%	31.58%	30.90%	32.58%	33.14%	33.51%	38.16%	39.71%
毛利率	-	40.75%	35.45%	31.61%	34.50%	34.33%	24.01%	23.64%	24.61%

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4943	6021	7700	8175	营业收入	9172	11202	12988	15066
现金	1592	1899	1703	1209	减:营业成本	5836	7167	8316	9646
应收账款	932	668	1064	945	营业税金及附加	82	100	116	134
存货	1162	1344	1794	1846	营业费用	1789	1997	2289	2637
其他流动资产	1256	2110	3139	4175	管理费用	244	542	605	701
非流动资产	5557	5296	4919	5084	财务费用	25	67	78	90
长期股权投资	290	344	397	451	资产减值损失	17	18	20	20
固定资产	1458	1620	1836	2095	加:投资净收益	106	117	128	141
在建工程	364	137	205	273	其他收益	-128	0	0	0
无形资产	688	681	673	663	营业利润	1158	1428	1693	1978
其他非流动资产	2757	2514	1808	1602	加:营业外净收支	160	166	169	169
资产总计	10500	11317	12619	13259	利润总额	1318	1594	1862	2147
流动负债	3594	3517	4248	4227	减:所得税费用	312	377	441	508
短期借款	120	60	30	15	少数股东损益	17	17	17	17
应付账款	899	420	1244	686	归属母公司净利润	989	1200	1404	1622
其他流动负债	2575	3037	2974	3527	EBIT	1304	1496	1778	2081
非流动负债	1895	1906	1916	1927	EBITDA	1420	1624	1911	2221
长期借款	1067	1067	1067	1067					
其他非流动负债	828	839	849	860	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5489	5423	6163	6154	每股收益(元)	2.30	1.99	2.33	2.69
少数股东权益	333	333	333	333	每股净资产(元)	10.87	9.24	10.17	11.25
归属母公司股东权益	4678	5561	6123	6771	发行在外股份(百万股)	430	602	602	602
负债和股东权益	10500	11317	12619	13259	ROIC(%)	14.3%	14.6%	16.3%	17.7%
					ROE(%)	21.9%	22.0%	22.7%	23.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	36.4%	36.0%	36.0%	36.0%
经营活动现金流	1,010	1,952	3,276	2,629	销售净利率(%)	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%
投资活动现金流	(1,985)	(380)	(433)	(475)	资产负债率(%)	52.3%	47.9%	48.8%	46.4%
筹资活动现金流	1,587	(1,264)	(3,039)	(2,649)	收入增长率(%)	37.6%	22.1%	15.9%	16.0%
现金净增加额	652	307	(196)	(494)	净利润增长率(%)	20.3%	21.3%	17.1%	15.5%
折旧和摊销	116	128	133	140	P/E	28.84	23.78	20.32	17.59
资本开支	717	233	286	328	P/B	6.10	5.13	4.66	4.21
营运资本变动	(366)	1,155	948	495	EV/EBITDA	21.48	18.74	15.91	13.68

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>