

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 39.63
合理价格区间(元): 47.40~49.77

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

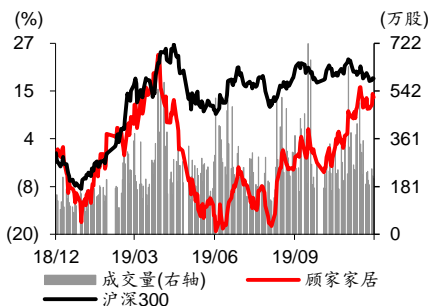
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《顾家家居(603816 SH,买入): 软体龙头稳健发展, 业绩符合预期》2019.10
- 2 《顾家家居(603816 SH,买入): 整合优化外延项目, 聚焦资产质量提升》2019.09
- 3 《顾家家居(603816,买入): 内生外延双驱动, 战略转型稳步推进》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

发布高管增持计划, 彰显发展信心

顾家家居(603816)

发布高管增持计划, 彰显管理层发展信心

12月4日顾家家居发布高管增持计划, 顾家家居董事兼高级管理人员李东来先生或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划等拟增持公司股份金额不低于人民币1亿元、不超过人民币2亿元, 增持价格不超过55元/股, 增持期限为公告披露日起12个月内。我们认为此次高管增持显示出管理层对公司未来发展的信心以及对公司投资价值的认同, 公司作为软体家居龙头有望实现稳健发展, 我们预计顾家家居2019-2021年归母净利润分别为11.8、14.3、17.4亿元, 对应EPS为分别为1.96、2.37、2.88元, 维持“买入”评级。

回购工作有序进行, 回购股份用于股权激励激发员工积极性

据公司9月20日公告, 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。我们认为公司回购彰显出管理层对公司未来发展的信心, 回购股份用于股权激励有助于调动核心员工积极性, 利于公司长远发展。据公司2019-105号公告, 目前公司回购工作有序推进, 截至2019年11月30日, 公司已累计回购股份398万股, 占公司总股本的比例为0.66%, 成交总金额为1.44亿元(不含交易费用)。

内生经营稳健, 战略转型助力长远发展

据公司公告, 2019年前三季度公司内生收入实现营业收入77.75亿元, 同比增长21.6%, 我们预计其中前三季度顾家家居内生内销收入增速或达到5%左右, 内生外销业务同比个位数下滑。公司2018年下半年开始推进零售转型, 设置区域零售中心、加快门店信息化改造, 一方面使公司更好的贴近客户、了解客户需求, 另一方面也可以更好地实现经销商赋能; 同时公司在库存管理、物流运输、需求管理等各个供应链环节做出了改进, 我们认为当前主动进行业务转型与管理变革有助于提升公司运营效率, 夯实公司长远发展基础。

软体家居龙头, 维持“买入”评级

公司作为软体家居龙头有望实现稳健发展, 维持盈利预测, 预计顾家家居2019~2021年归母净利润分别为11.8、14.3、17.4亿元, 对应EPS分别为1.96、2.37、2.88元。参考家居可比公司2020年16倍PE均值, 考虑到公司在渠道数量、产品力、品牌力等各方面行业领先, 给予公司2020年20~21倍PE估值, 对应目标价为47.40~49.77元, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产销售超预期下滑, 外贸环境存不确定性。

公司基本资料

总股本(百万股)	601.81
流通A股(百万股)	584.84
52周内股价区间(元)	28.13-62.00
总市值(百万元)	23,850
总资产(百万元)	11,199
每股净资产(元)	9.02

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,665	9,172	11,764	14,150	17,138
+/-%	39.02	37.61	28.25	20.28	21.12
归属母公司净利润(百万元)	822.45	989.36	1,180	1,430	1,736
+/-%	43.02	20.29	19.29	21.13	21.43
EPS(元, 最新摊薄)	1.37	1.64	1.96	2.37	2.88
PE(倍)	29.00	24.11	20.22	16.69	13.75

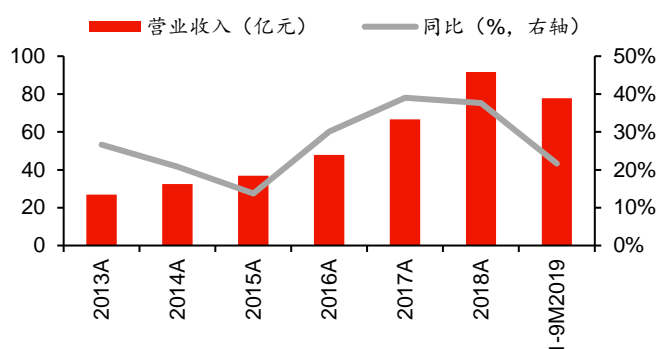
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值对比 (截至2019年12月4日, 参考Wind一致预期)

证券代码	公司简称	当前股价 当前市值		归母净利润 (亿元)			PE (X)		
		(元)	(亿元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600337.SH	美克家居	3.95	69.95	5.06	5.77	6.53	14	12	11
603008.SH	喜临门	14.99	58.63	3.86	4.53	5.45	15	13	11
300616.SZ	尚品宅配	67.50	134.11	5.67	6.69	7.85	24	20	17
002572.SZ	索菲亚	17.05	155.56	10.34	11.62	13.11	15	13	12
603833.SH	欧派家居	102.19	429.37	18.52	22.01	25.84	23	20	17
平均值							18	16	13

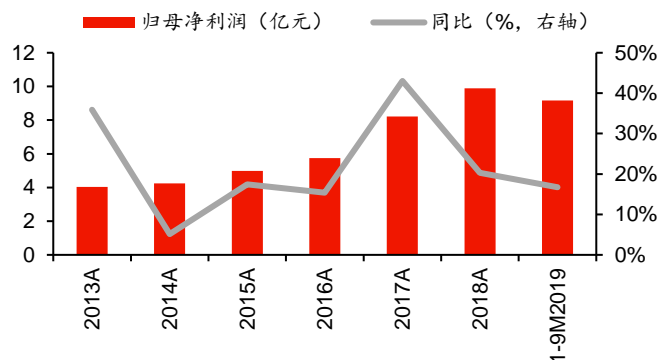
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 顾家家居2013年以来营业收入及增速



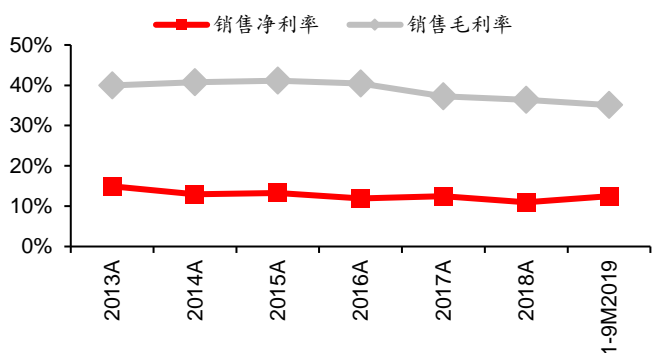
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 顾家家居2013年以来归母净利润及增速



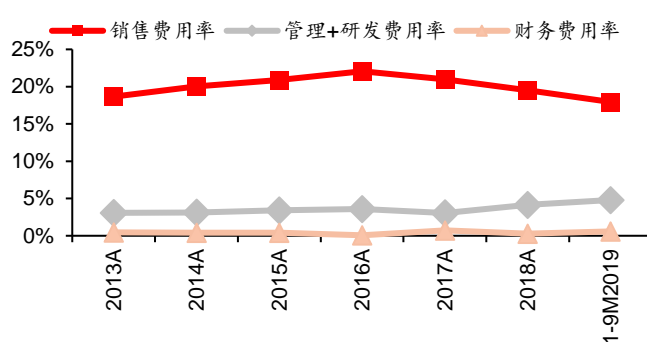
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 顾家家居2013年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

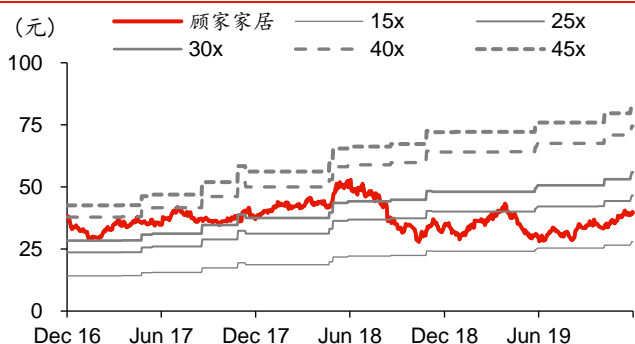
图表5: 顾家家居2013年以来各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

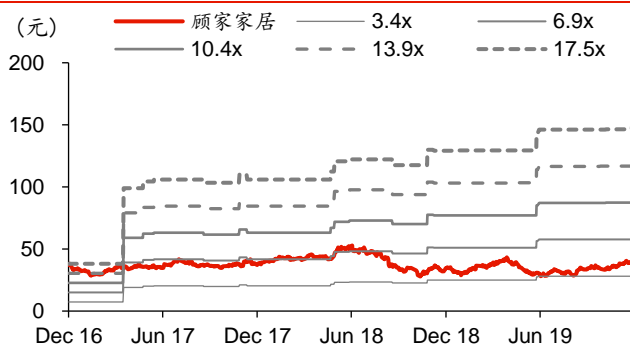
PE/PB - Bands

图表6: 顾家家居历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 顾家家居历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,238	4,943	6,122	7,664	9,936
现金	885.83	1,592	3,118	4,266	5,551
应收账款	427.67	932.34	203.55	244.84	296.55
其他应收账款	53.80	144.32	185.10	222.65	269.67
预付账款	35.83	42.93	55.07	66.29	418.50
存货	878.36	1,162	1,491	1,795	2,332
其他流动资产	1,956	1,069	1,069	1,069	1,069
非流动资产	2,323	5,557	6,330	7,143	7,760
长期投资	757.93	2,024	2,024	2,024	2,024
固定投资	1,157	1,458	2,159	2,489	2,712
无形资产	221.86	688.28	1,140	1,576	1,999
其他非流动资产	186.44	1,387	1,007	1,054	1,025
资产总计	6,561	10,500	12,452	14,807	17,697
流动负债	2,523	3,594	4,561	5,455	6,569
短期借款	31.00	120.12	120.12	120.12	120.12
应付账款	719.80	1,014	1,301	1,565	1,896
其他流动负债	1,772	2,460	3,141	3,769	4,553
非流动负债	12.22	1,895	1,895	1,895	1,895
长期借款	0.00	1,067	1,067	1,067	1,067
其他非流动负债	12.22	827.96	827.96	827.96	827.96
负债合计	2,535	5,489	6,457	7,350	8,464
少数股东权益	26.57	333.20	359.84	392.12	431.32
股本	428.14	430.22	601.81	601.81	601.81
资本公积	1,995	1,869	1,869	1,869	1,869
留存公积	1,577	2,156	3,164	4,594	6,330
归属母公司股东权益	4,000	4,455	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	6,561	10,500	12,452	14,807	17,697

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,136	1,010	2,126	1,731	1,855
净利润	822.45	989.36	1,180	1,430	1,736
折旧摊销	98.81	142.99	506.56	689.06	884.86
财务费用	48.25	25.29	69.63	52.65	39.87
投资损失	(76.00)	(106.03)	(106.03)	(106.03)	(106.03)
营运资金变动	340.55	806.50	1,315	499.38	126.61
其他经营现金	(97.83)	(848.60)	(839.15)	(833.51)	(826.60)
投资活动现金	(1,443)	(1,985)	(530.29)	(530.29)	(530.29)
资本支出	274.50	716.67	636.32	636.32	636.32
长期投资	1,169	1,268	(106.03)	(106.03)	(106.03)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	36.61	1,587	(69.63)	(52.65)	(39.87)
短期借款	(99.01)	89.12	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1,067	0.00	0.00	0.00
普通股增加	15.64	2.08	171.60	0.00	0.00
资本公积增加	12.61	(125.95)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	107.37	554.00	(241.23)	0.00	0.00
现金净增加额	(270.19)	611.50	1,526	1,148	1,285

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,665	9,172	11,764	14,150	17,138
营业成本	4,182	5,836	7,486	9,011	10,911
营业税金及附加	67.33	81.68	104.76	126.01	152.63
营业费用	1,397	1,789	2,259	2,703	3,239
管理费用	203.26	243.78	376.43	424.49	514.14
财务费用	48.25	25.29	69.63	52.65	39.87
资产减值损失	14.52	16.73	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	(1.10)	1.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	76.00	106.03	106.03	106.03	106.03
营业利润	835.81	1,158	1,419	1,752	2,162
营业外收入	175.43	177.59	177.59	177.59	177.59
营业外支出	8.76	17.42	17.42	17.42	17.42
利润总额	1,002	1,318	1,579	1,912	2,322
所得税	171.62	311.91	371.91	450.52	547.06
净利润	830.86	1,007	1,207	1,462	1,775
少数股东损益	8.42	17.19	26.65	32.28	39.20
归属母公司净利润	822.45	989.36	1,180	1,430	1,736
EBITDA	914.35	1,365	2,045	2,575	3,206
EPS (亿元, 基本)	1.37	1.64	1.96	2.37	2.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	39.02	37.61	28.25	20.28	21.12
营业利润	12.54	12.63	12.06	12.38	12.62
归属母公司净利润	43.02	20.29	19.29	21.13	21.43
获利能力 (%)					
毛利率	37.26	36.37	36.37	36.32	36.33
净利率	12.34	10.79	10.03	10.10	10.13
ROE	20.56	21.15	20.94	20.24	19.73
ROIC	20.41	18.69	18.36	18.18	18.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.63	52.28	51.85	49.64	47.83
净负债比率 (%)	(21.37)	9.09	(19.53)	(31.83)	(40.15)
流动比率	1.68	1.38	1.34	1.41	1.51
速动比率	1.33	1.05	1.02	1.08	1.16
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.87	0.94	0.96	0.97
应收账款周转率	71.64	54.73	54.73	54.73	54.73
应付账款周转率	6.24	6.73	6.47	6.29	6.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.64	1.96	2.37	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.64	2.35	4.94	4.02	4.31
每股净资产(最新摊薄)	9.30	10.87	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE (倍)	29.00	24.11	20.22	16.69	13.75
PB (倍)	4.26	3.65	0.00	0.00	0.00
EV_EBITDA (倍)	26.08	17.47	11.66	9.26	7.44

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com