

## 拟回购进行股权激励，看好渠道精细化管理 买入（维持）

2019年09月20日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,172	10,946	12,621	14,481
同比（%）	37.6%	19.3%	15.3%	14.7%
归母净利润（百万元）	989	1,174	1,356	1,565
同比（%）	20.3%	18.6%	15.5%	15.4%
每股收益（元/股）	2.30	1.95	2.25	2.60
P/E（倍）	21.20	17.87	15.47	13.40

### 投资要点

- **事件：**公司公告拟在 12 个月内以不低于 3 亿元不超过 6 亿元自有资金，以集中竞价交易方式回购股份用于股权激励，回购价格不超过 50 元/股。预计回购股份数量约为 1200 万股，占公司目前已发行总股本的比例为 1.99%。
- **回购股份增强股价信心，股权激励深化利益绑定：**公司本次回购资金总额的上限 6 亿元占公司 19H1 总资产、归母净资产的比重分别为 5.64%、11.90%，对公司经营、财务影响较小，向市场传递认可公司价值的积极信号。本次回购股份将用于后期股权激励计划，将充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起。
- **内销聚焦精细化管理，外销通过海外布局对冲影响：**内销方面：（1）公司开启区域零售运营中心转型，贴近终端消费市场，产品上样、营销活动更具针对性；（2）加大县城 1000 平、2000 平旗舰/融合大店开店步伐，对标全友快速渗透三四线市场，全国 3100 个区县市场目前仅布局半数，下沉空间较大；（3）门店信息化建设持续推进，掌握终端门店库存、消费者数据等，提高对消费需求变化的敏感度。外销方面：（1）聚焦大客户，积极与大客户协商加征关税分摊措施；（2）越南工厂已于上半年投产转移部分对美出口产能，并将持续通过海外建厂对冲贸易摩擦影响。
- **品类多点开花，并购版图精益化：**公司传统休闲沙发优势明显，布艺沙发、功能沙发（Lazboy 和顾家功能齐发力）、软床及床垫、顾家定制新品类开拓顺利，丰富产品矩阵，收入持续兑现较快增长。18 年以来公司大举外延并购丰富产品矩阵、强化品牌力，目前聚焦于并购项目的效益提升，已于 9 月 4 日以 7341.25 万澳元出售 Nick Scali 股权，回收现金流的同时实现了并购版图的精益化。
- **深耕渠道+大家居战略，长期看好份额提升：**随着大家居战略逐步发展，公司品类整合效应增强，带动客单价的提升。同时，公司积极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，我们认为公司有一定的产品和渠道粘性，长期能够顺利提升份额。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年公司将分别实现收入 109.46/126.21/144.81 亿元，同比增长 19.3%/15.3%/14.7%。归母净利润 11.74/13.56/15.65 亿，同比增长 18.6%/15.5%/15.4%。当前市值对应 19-21 年 PE 分别为 17.87X/15.47X/13.40X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**大股东减持计划，贸易战拖累外销，渠道扩张不达预期

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

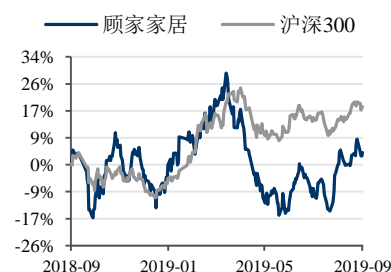
执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.83
一年最低/最高价	27.23/43.82
市净率(倍)	4.45
流通 A 股市值(百万元)	4561.63

### 基础数据

每股净资产(元)	7.83
资产负债率(%)	49.23
总股本(百万股)	602.13
流通 A 股(百万股)	130.97

### 相关研究

- 1、《顾家家居 (603816)：利润环比增长提速，表现符合预期》2019-08-15
- 2、《【东吴轻工】顾家家居：内生外延共筑成长，渠道持续扩张》2019-04-23
- 3、《顾家家居 (603816)：内生增长靓丽，大家居持续迈进》2019-04-19

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
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
YOY	53.57%	55.49%	40.49%	17.54%	34.22%	26.90%	34.95%	52.91%	32.79%	16.10%
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
YOY	34.09%	51.66%	57.23%	30.25%	42.90%	6.96%	30.61%	0.68%	10.04%	23.01%
毛利率	37.88%	38.54%	34.03%	38.65%	36.45%	35.58%	35.28%	37.87%	34.73%	36.52%
期间费用率	24.60%	24.14%	24.15%	26.31%	21.68%	23.34%	22.57%	26.58%	24.87%	22.87%
其中: 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%
管理+研发费用率	3.54%	3.00%	3.06%	3.05%	4.17%	3.62%	4.09%	4.15%	5.04%	4.69%
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%
归母净利率	13.61%	11.56%	13.36%	11.14%	14.49%	9.75%	12.93%	7.33%	12.01%	10.32%
存货	751.99	719.98	702.12	878.36	788.36	841.95	873.41	1,162.35	948.27	914.47
较上年同期增减	751.99	214.78	123.51	194.87	36.37	121.96	171.29	283.99	159.91	72.52
应收账款	354.15	448.47	399.94	427.67	439.40	600.42	663.62	932.34	821.67	833.65
较上年同期增减	354.15	187.01	127.99	86.70	85.25	151.95	263.67	504.67	382.27	233.23
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	383.68	361.51
较上年同期增减	608.24	160.45	102.15	98.67	9.17	142.54	89.04	294.08	-233.73	-382.40
预收账款	566.93	550.95	679.23	960.08	622.90	546.38	644.17	1008.56	712.66	678.19
较上年同期增减	566.93	288.25	279.25	305.49	55.96	-4.58	-35.06	48.48	89.76	131.81
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
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	307.04
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
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
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%
YOY (±)	-8.29%	-5.75%	-5.52%	-1.32%	1.16%	-0.50%	0.62%	-0.80%	-0.39%	0.14%
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%
YOY (±)	31.00%	-25.24%	-22.58%	4.71%	2.31%	12.21%	18.09%	13.64%	14.60%	6.67%

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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4943	5914	7622	7940	<b>营业收入</b>	9172	10946	12621	14481
现金	1592	1885	1660	1156	减:营业成本	5836	7031	8138	9328
应收账款	932	631	1051	879	营业税金及附加	82	97	112	129
存货	1162	1296	1775	1745	营业费用	1789	2039	2325	2651
其他流动资产	1256	2102	3136	4159	管理费用	244	407	435	491
<b>非流动资产</b>	5557	5296	4919	5084	财务费用	25	77	88	101
长期股权投资	290	344	397	451	资产减值损失	17	18	19	19
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	<b>营业利润</b>	1158	1393	1630	1903
其他非流动资产	2757	2514	1808	1602	加:营业外净收支	160	166	169	169
<b>资产总计</b>	10500	11210	12541	13024	<b>利润总额</b>	1318	1560	1799	2072
<b>流动负债</b>	3594	3422	4201	4048	减:所得税费用	312	369	426	490
短期借款	120	60	30	15	少数股东损益	17	17	17	17
应付账款	899	392	1235	630	<b>归属母公司净利润</b>	989	1174	1356	1565
其他流动负债	2575	2969	2936	3403	EBIT	1304	1469	1722	2011
<b>非流动负债</b>	1895	1905	1914	1924	EBITDA	1420	1590	1846	2141
长期借款	1067	1067	1067	1067					
其他非流动负债	828	838	847	857	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	5489	5327	6115	5972	每股收益(元)	2.30	1.95	2.25	2.60
少数股东权益	333	333	333	333	每股净资产(元)	10.87	9.22	10.12	11.16
归属母公司股东权益	4678	5550	6093	6719	发行在外股份(百万股)	430	602	602	602
<b>负债和股东权益</b>	10500	11210	12541	13024	ROIC(%)	14.3%	14.4%	15.8%	17.2%
					ROE(%)	21.9%	21.5%	22.0%	23.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	36.4%	35.8%	35.5%	35.6%
经营活动现金流	1,010	1,832	3,278	2,452	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%	47.5%	48.8%	45.9%
筹资活动现金流	1,587	(1,159)	(3,071)	(2,481)	收入增长率(%)	37.6%	19.3%	15.3%	14.7%
现金净增加额	652	293	(225)	(504)	净利润增长率(%)	20.3%	18.6%	15.5%	15.4%
折旧和摊销	116	121	124	130	P/E	21.20	17.87	15.47	13.40
资本开支	717	233	286	328	P/B	4.48	3.78	3.44	3.12
营运资本变动	(366)	1,143	928	471	EV/EBITDA	16.16	14.39	12.38	10.66

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>

