

顾家家居(603816)/家用轻工
回购彰显公司信心，股权激励深化利益绑定
评级：买入(维持)

市场价格：34.83

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	602
流通股本(百万股)	131
市价(元)	34.83
市值(百万元)	20,972
流通市值(百万元)	4,562

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6665.44	9172.12	11593.56	13927.3	16385.5
增长率 yoy%	39.02%	37.61%	26.40%	20.13%	17.65%
净利润	822.45	989.36	1213.17	1462.80	1732.77
增长率 yoy%	43.02%	20.29%	22.62%	20.58%	18.46%
每股收益(元)	1.99	1.64	2.01	2.43	2.88
每股现金流量	2.65	1.68	0.67	1.87	3.79
净资产收益率	20.56%	20.09%	21.46%	22.77%	23.14%
P/E	32	24	17	14	12
PEG	0.71	1.18	0.7	0.7	0.7
P/B	6.49	4.80	3.67	3.22	2.76

备注：

投资要点

- 事件：顾家家居发布公司股份回购方案：公司拟以自有资金3-6亿元回购公司股份用于股权激励，回购价格不超50元/股，回购方式为集中竞价，回购期限为董事会审议通过回购方案之日起1年内。同时，公司控股股东顾家集团有限公司及持股5%以上大股东TB Home拟在未来半年内以协议转让或大宗交易方式减持部分股份，除上述减持计划外，公司其他董监高未来半年内无减持计划。**
- 大额回购彰显公司信心，稳定市场预期。**按回购资金及价格上限计算，预计本次回购股份数量约为1200万股(占总股本1.99%)，回购价格上限较当前股价溢价约44%，对应PE(TTM)约28倍。我们认为，本次回购金额较大，价格上限设置较高，彰显公司对未来发展前景的信心及公司价值的认可，有利于稳定公司股票长期价值的市场预期，构建长期稳定的投资者结构。
- 股权激励绑定核心团队，巩固利益共同体。**本次回购股份均用于后期实施股权激励计划，有利于充分调动公司董事、高管及核心骨干的积极性，实现股东、公司和核心团队利益的深度绑定。
- 产品、渠道、品牌力突出，盈利能力向好。**2019上半年，公司核心产品毛利率提升，旗帜沙发毛利率36.31%(+3.57pct.)，床类产品毛利率42.64%(+2.67pct.)，内销毛利率43.95%(+2.73pct.)，为2017年以来的高点。减税降费外，受益海绵等原材料价格下降及内部产品结构优化，公司在外部环境承压背景下，核心产品盈利能力进一步提升，凸显公司产品、渠道、及产品议价力。
- 精简外延资产，聚焦主业资源，专注长远战略发展。**顾家家居于9月5日出售持有的Nick Scali全部13.6%股权，出售价格6.65澳元/股，总额7341.25万澳元(约3.5亿RMB)，整体收益率2%。本次股份出售后，顾家投资不再持有Nick Scali的股份。我们认为，这是顾家精简外延资产、回收现金流的第一步，对外延资产的精简有利于丰厚公司现金流、帮助管理团队聚焦主业资源，专注长远战略发展。
- 聚焦变革提效，期待区域零售中心发力。**1)渠道方面：开店步伐稳健。2019 H1净开店约200家，预期2019年开店节奏保持稳健。2)组织架构层面：组织前移，打造区域零售中心贴近市场。顾家家居从18年下半年开始推行区域零售中心，将各个产品事业部的销售职能统一划归到区域市场零售中心里综合运行，销售架构前移使得产品和营销策略更贴近当地市场，早期人员团队磨合亦对内销形成一定影响。我们预期，伴随区域零售中心运作成熟，内销增速有望环比向上。就内部治理来看，2019年公司仍将主动变革，推进渠道信息化，进行精益管理。推行“宽而薄”的产品策略；打造品牌、产品、店态一体化，确保既定盈利前提下实现规模最大化和主航道领先的竞争优势。
- 投资建议：公司治理优秀、国内外业务多品类稳健发力，若公司能够整合好旗下收购标的，将为公司发展添砖加瓦，我们继续看好公司未来发展。我们预估公司2019-21年实现销售收入116、139、164亿元，同比增长26.4%、20.13%、17.65%，实现归属于母公司净利润12.1、14.6、17.3亿元，同比增长2.6%、20.6%、18.5%，对应EPS为2.01、2.43、2.88元，维持“买入”评级。**
- 风险提示：地产景气度下滑风险、竞争加剧导致行业平均利润率下滑的风险。**

图表 1: 顾家家居三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9172.12	11593.56	13927.34	16385.52	净利润	1006.55	1226.86	1482.01	1755.67
营业成本	5835.87	7454.66	8952.49	10527.69	折旧与摊销	142.99	158.20	195.35	220.05
营业税金及附加	81.68	110.02	130.87	153.14	财务费用	25.29	83.47	63.98	73.73
销售费用	1788.97	2193.50	2626.70	3064.09	资产减值损失	16.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	243.78	396.50	470.74	525.98	经营资本变动	748.24	-1021.06	-572.56	273.60
财务费用	25.29	83.47	63.98	73.73	其他	-930.29	-45.63	-41.84	-42.14
资产减值损失	16.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1009.50	401.84	1126.94	2280.91
投资收益	106.03	40.00	40.00	40.00	资本支出	-1484.43	-214.00	-908.00	-80.00
公允价值变动损益	-1.44	4.54	1.97	2.26	其他	-500.08	44.54	41.97	42.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1984.51	-169.46	-866.03	-37.74
营业利润	1158.28	1399.94	1724.52	2083.14	短期借款	89.12	979.88	850.00	-600.00
其他非经营损益	160.17	158.37	160.35	159.66	长期借款	1067.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	1318.46	1558.31	1884.87	2242.80	股权融资	-87.33	171.91	0.00	0.00
所得税	311.91	331.45	402.87	487.13	支付股利	-410.32	-469.29	-690.55	-678.59
净利润	1006.55	1226.86	1482.01	1755.67	其他	927.77	-357.77	-63.98	-73.73
少数股东损益	17.19	13.69	19.21	22.91	筹资活动现金流净额	1586.51	324.73	95.47	-1352.33
归属母公司股东净利润	989.36	1213.17	1462.80	1732.77	现金流量净额	651.85	557.11	356.38	890.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1592.21	2149.31	2505.70	3396.54	成长能力				
应收和预付款项	1119.60	1189.59	1461.87	1753.80	销售收入增长率	37.61%	26.40%	20.13%	17.65%
存货	1162.35	1563.00	1847.40	2172.55	营业利润增长率	38.58%	20.86%	23.19%	20.80%
其他流动资产	1069.03	2106.78	2980.49	3097.92	净利润增长率	21.14%	21.89%	20.80%	18.47%
长期股权投资	290.46	290.46	290.46	290.46	EBITDA 增长率	34.97%	23.75%	20.85%	19.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1821.47	1912.73	2660.85	2556.26	毛利率	36.37%	35.70%	35.72%	35.75%
无形资产和开发支出	1521.64	1496.89	1472.15	1447.41	三费率	22.44%	23.06%	22.70%	22.36%
其他非流动资产	1923.29	1912.57	1901.85	1891.13	净利率	10.97%	10.58%	10.64%	10.71%
资产总计	10500.03	12621.34	15120.78	16606.07	ROE	20.09%	21.46%	22.77%	23.14%
短期借款	120.12	1100.00	1950.00	1350.00	ROA	9.59%	9.72%	9.80%	10.57%
应付和预收款项	2454.96	3114.87	3715.22	4386.47	ROIC	30.14%	27.69%	25.44%	27.70%
长期借款	1067.26	1067.26	1067.26	1067.26	EBITDA/销售收入	14.46%	14.16%	14.24%	14.51%
其他负债	1846.98	1621.64	1879.26	2216.23	营运能力				
负债合计	5489.33	6903.77	8611.75	9019.96	总资产周转率	1.08	1.00	1.00	1.03
股本	430.22	602.13	602.13	602.13	固定资产周转率	7.02	6.88	6.09	6.28
资本公积	2322.80	2322.80	2322.80	2322.80	应收账款周转率	13.49	12.16	12.77	12.35
留存收益	2156.04	2899.91	3672.16	4726.34	存货周转率	5.71	5.46	5.24	5.23
归属母公司股东权益	4677.51	5370.68	6142.93	7197.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.24%	—	—	—
少数股东权益	333.20	346.89	366.10	389.01	资本结构				
股东权益合计	5010.70	5717.57	6509.03	7586.11	资产负债率	52.28%	54.70%	56.95%	54.32%
负债和股东权益合计	10500.03	12621.34	15120.78	16606.07	带息债务/总负债	35.81%	42.67%	44.08%	35.43%
					流动比率	1.38	1.40	1.31	1.46
					速动比率	1.05	1.09	1.03	1.16
					股利支付率	41.47%	38.68%	47.21%	39.16%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	1326.57	1641.62	1983.85	2376.92	每股收益	1.64	2.01	2.43	2.88
PE	21.20	17.29	14.34	12.10	每股净资产	8.32	9.50	10.81	12.60
PB	4.19	3.67	3.22	2.76	每股经营现金	1.68	0.67	1.87	3.79
PS	2.29	1.81	1.51	1.28	每股股利	0.68	0.78	1.15	1.13
EV/EBITDA	10.11	12.05	10.22	7.90					
股息率	1.96%	2.24%	3.29%	3.24%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。