中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司简评　　家用轻工

拟收购床垫玺堡家居，软体龙头进一步巩固

顾家家居（603816）

事件

11 月 13 日晚间，顾家家居发布收购公告，公司指定投资主体杭州顾家寝具有限公司拟通过股权转让和增资形式以人民币 4.24 亿元获得泉州玺堡家居科技有限公司 51%的股权。

本次交易已于 2018 年 11 月 13 日经公司第三届董事会第二十三次会议审议通过，尚需提交公司股东大会审议。

我们的分析和判断

拟收购床垫出口龙头玺堡家居，增强床垫出口业务布局

顾家家居拟与恒翔投资、恒智投资、刘龙滨、刘良冰、刘国彬、熊羽签署《关于泉州玺堡家居科技有限公司之股权转让及增资协议》，顾家家居子公司顾家寝具拟以 2.37 亿元受让恒智投资持有的玺堡家居 35.57%股权，拟以 0.22 亿元受让恒翔投资持有的玺堡家居 3.308%股权；股权转让完成后，顾家寝具拟以人民币 1.65 亿元对玺堡家居进行增资。本次交易完成后，顾家寝具合计拟以 4.24 亿元获得玺堡家居 51%的股权。

玺堡家居为国内床垫出口领军企业，产品出口至美国、欧洲、日本等多个国家与地区，2017 年、2018 年 1-8 月分别实现营收 2.13、3.27 亿元，实现归母净利润 0.16、0.23 亿元，此外，玺堡家居于 2018 年 9 月 7 日在马来西亚投资设立玺堡家居（马来西亚）有限公司，预计将于近期投产。我们认为，顾家家居完成此次收购后，既可以丰富公司床垫产品矩阵，又可以有效弥补公司在床垫出口领域的不足，还可以通过其马来西亚工厂有效应对贸易战影响。同时，玺堡家居海绵及乳胶的生产线可满足公司的部分需要。

此外，本次投资交割后，实际控制人承诺玺堡家居 2019 年-2021 年营业收入分别为 10、11、12 亿元，净利润分别为 0.55、0.65、0.75 亿元，做为控股孙公司将有效增厚顾家家居业绩。

多品类稳定发展，Q3 业绩增长大幅改善

顾家家居通过加大销售投入及新增并购公司，2018Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 18.52/21.97/23.44 亿元，同比增速分别为 34.22%/26.90%/34.95%；归母净利润分别为 2.68/2.14/3.03 亿元，同比增速分别为 42.90%/6.96%/30.61%。2018Q3 单季，公司收入增速拐点向上，业绩增长大幅改善。

据我们测算，分品类来看，2018 年前三季度公司沙发收入约为 33-34 亿，同比增速 18%左右；床类收入 9 亿左右，同比增长 30%左右。

请参阅最后一页的重要声明

维持　　买入

花小伟
huaxiaowei@csc.com.cn
010-85156325
执业证书编号：S1440515040002
孙金琦
sunjinqi@csc.com.cn
010-65608481
执业证书编号：S1440517050002
研究助理：罗乾生
luoqiansheng@csc.com.cn
研究助理：王泽选
wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：　2018 年 11 月 14 日

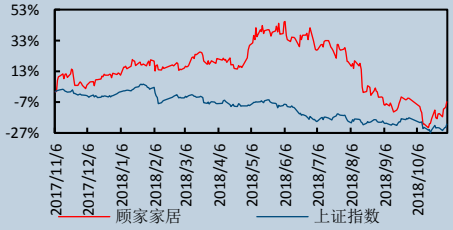
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
28.6/26.76	-12.82/-8.12	-8.72/14.27

12 月最高/最低价（元）	77.15/39.0
总股本（万股）	43,069.1
流通 A 股（万股）	8,910.0
总市值（亿元）	227.92
流通市值（亿元）	47.15
近 3 月日均成交量（万）	166.18
主要股东	
顾家集团有限公司	49.13%

股价表现



相关研究报告

17.02.21	顾家家居：沙发深度系列二，国际龙头品牌全渠道广，顾家家居产品优盈利强
16.12.07	顾家家居：因顾家，故爱家，软装龙头启航

2018Q1-3，公司销售毛利率为 35.72%，同比减少 1.02pct；销售净利率为 12.75%，同比减少 0.38pct。分季度来看，2018Q3 公司销售毛利率为 35.28%，同比增加 1.25pct，主要是受原材料价格下跌影响，公司生产所需主要原材料包括 TDI、MDI 等化工原料，2018Q3 华东地区纯 MDI 市场价格均价约为 27973 元/吨，较上年同期下跌 1.76%；华东地区 TDI 平均价格约为 27688 元/吨，较上年同期下跌 16.45%。公司 2018Q3 销售净利率为 13.30%，同比减少 0.52pct。

床垫行业整合加快，强者将愈强

此前，顾家家居公告拟收购喜临门不超过 30%股权，喜临门、顾家床垫收入规模在国内领先，二者总规模位于行业前三，渠道数量亦在业内领先，顾家家居联合喜临门将快速奠定国内第一床垫企业的地位。此次，顾家家居拟收购玺堡家居，有望进一步增强顾家全球化布局能力，向全球化企业迈进。对标美国前两大床垫企业舒达、席梦思 2017 年销售收入分别为 16.6 亿美元和 16.4 亿美元，规模接近 100 亿人民币，顾家家居发展空间仍广阔。

投资建议：

暂时不考虑玺堡家居的并表影响，我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 88.54 亿元和 108.20 亿元，同比分别增长 32.84%和 22.21%；净利润分别为 10.47 亿元和 12.89 亿元，同比分别增长 27.36%和 23.12%，EPS 分别为 2.45 元/股和 3.01 元/股，对应的 P/E 分别为 21.6x 和 17.6x，维持“买入”评级。

风险因素：

房地产销售大幅下滑；行业竞争大幅加剧；承诺业绩不达预期。

图表 1：顾家家居季度财务数据（百万元）

利润表相关（单季）	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入	**1,380.05**	**1,731.00**	**1,736.93**	**1,817.46**	**1,852.34**	**2,196.68**	**2,343.95**
YOY	53.57%	55.49%	40.49%	17.54%	34.22%	26.90%	34.95%
毛利润	**522.79**	**667.15**	**591.00**	**702.53**	**675.24**	**781.68**	**826.85**
YOY	39.57%	41.31%	15.70%	20.87%	29.16%	17.17%	39.91%
毛利率	**37.88%**	**38.54%**	**34.03%**	**38.65%**	**36.45%**	**35.58%**	**35.28%**
期间费用	**339.55**	**410.58**	**421.19**	**477.52**	**401.66**	**502.61**	**517.18**
YOY	43.00%	63.14%	22.75%	19.15%	18.29%	22.41%	22.79%
期间费用率	**24.60%**	**23.72%**	**24.25%**	**26.27%**	**21.68%**	**22.88%**	**22.06%**
销售费用	290.29	348.64	345.55	412.85	302.13	446.76	437.36
销售费用率	**21.03%**	**20.14%**	**19.89%**	**22.72%**	**16.31%**	**20.34%**	**18.66%**
管理费用	48.82	44.66	55.00	54.78	77.16	69.27	84.06
管理费用率	**3.54%**	**2.58%**	**3.17%**	**3.01%**	**4.17%**	**3.15%**	**3.59%**
研发费用							0.00
研发费用率							**0.00%**
财务费用	0.44	17.28	20.65	9.88	22.37	-13.42	-4.24
财务费用率	**0.03%**	**1.00%**	**1.19%**	**0.54%**	**1.21%**	**-0.61%**	**-0.18%**
资产减值损失	0.50	6.28	-0.67	8.41	-2.16	8.05	1.85
投资净收益	12.67	15.25	18.13	29.95	24.43	20.43	55.56

利润总额	**234.59**	**255.12**	**271.12**	**241.65**	**347.45**	**279.48**	**392.38**
YOY	30.23%	45.11%	42.71%	25.95%	48.11%	9.55%	44.73%
所得税率	18.31%	19.80%	11.45%	19.49%	19.69%	19.71%	20.54%
净利润	**191.65**	**204.60**	**240.07**	**194.55**	**279.06**	**224.40**	**311.78**
YOY	38.66%	49.80%	60.43%	31.43%	45.61%	9.68%	29.87%
净利率	**13.89%**	**11.82%**	**13.82%**	**10.70%**	**15.07%**	**10.22%**	**13.30%**
资产负债表相关（累计）							
应收账款	**354.15**	**448.47**	**399.94**	**427.67**	**439.40**	**600.42**	**663.62**
YOY		71.52%	47.06%	25.43%	24.07%	33.88%	65.93%
存货	**751.99**	**719.98**	**702.12**	**878.36**	**788.36**	**841.95**	**873.41**
YOY		42.51%	21.35%	28.51%	4.84%	16.94%	24.40%
现金流量表相关（单季）							
经营性现金流	**97.48**	**144.84**	**489.86**	**404.04**	**19.80**	**140.76**	**311.30**
YOY	22.88%	-22.65%	132.42%	-18.75%	-79.69%	-2.82%	-36.45%
销售商品、提供劳务收到的现金	1,406.69	1,828.71	2,166.07	2,160.77	1,742.35	2,322.06	2,512.53
YOY	44.67%	47.26%	50.89%	10.20%	23.86%	26.98%	15.99%
购买商品、接受劳务提供的现金	892.56	1,082.65	1,153.03	1,028.04	1,172.38	1,275.88	1,299.48
YOY	46.13%	102.49%	63.38%	11.86%	31.35%	17.85%	12.70%
投资性现金流	**-403.24**	**51.87**	**-341.26**	**-750.40**	**-90.18**	**-356.87**	**-368.07**
筹资性现金流	**-39.00**	**-333.38**	**21.69**	**387.30**	**38.28**	**309.27**	**1,489.99**

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 2：玺堡家居主要财务数据（万元）

项目名称	**2017年12月31日**	**2018年8月31日**
总资产	9,371.13	39,057.70
总负债	1,793.70	29,098.39
股东权益	7,577.42	9,959.31
归属于母公司所有者权益	7,577.42	9,959.31
项目名称	**2017年度**	**2018年1-8月**
营业收入	21,285.96	32,726.19
营业成本	16,229.92	27,762.05
利润总额	1,706.46	3,100.31
净利润	1,595.21	2,281.89
归属于母公司净利润	1,595.21	2,281.89

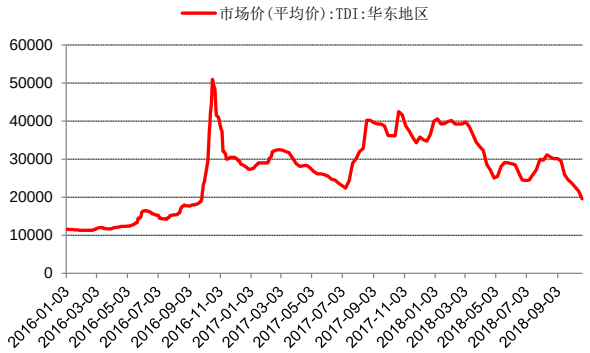
资料来源：公司公告　中信建投证券研究发展部

图表 3：实际控制人对玺堡家居 2019 年-2021 年三年业绩承诺

年度	营业收入	净利润
2019 年	100,000 万元以上	5,500 万元以上
2020 年	110,000 万元以上	6,500 万元以上
2021 年	120,000 万元以上	7,500 万元以上
总计	**330,000 万元以上**	**19,500 万元以上**

资料来源：公司公告　中信建投证券研究发展部

图表 4：TDI 华东地区市场平均价（元/吨）



资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 5：MDI 华东地区市场主流价（元/吨）

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事 轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
邮编：100010
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
邮编：200120
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
邮编：518035
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859