

**顾家家居(603816)/家用轻工**
**多品类战略再下一城，补强床垫出口业务**
**评级：买入**

市场价格：52.16

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

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)	431
流通股本(百万股)	89
市价(元)	52.16
市值(百万元)	22,500
流通市值(百万元)	4,647

**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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4795	6665.44	8695.74	11157.50	14141.0
增长率 yoy%	30.1%	39.02%	30.46%	28.31%	26.74%
净利润	509	822.45	1033.32	1346.79	1728.03
增长率 yoy%	15.06%	43.02%	25.64%	30.34%	28.31%
每股收益(元)	1.67	1.92	2.4	3.13	4.01
每股现金流量	2.36	2.66	3.44	2.69	2.97
净资产收益率	16.73%	20.64%	21.75%	23.95%	26.08%
P/E	34	28	22	17	13
PEG	2.21	0.65	0.86	0.56	0.46
P/B	5.68	5.72	4.79	4.04	3.43

备注：

**投资要点**

- 事件：**顾家家居指定投资主体顾家寝具拟通过股权转让和增资形式以 4.24 亿元获得玺堡家居 51% 的股权。股权交割完成后顾家寝具、恒翔投资、熊羽将分别持有玺堡家居 51%、43.729%、5.271% 的股权。
- 本次交易价格对应 2018 年/2019 年净利润约 24 倍/15 倍 PE，对应未来三年平均净利润 6500 万元约 12.8 倍 PE。**玺堡家居主要经营床垫出口业务，2017 年/2018 前 8 月实现收入 2.13 亿元/3.27 亿元，实现归母净利润 1595 万元/2282 万元。玺堡家居承诺 2019-2021 年每年实现收入 10 亿/11 亿/12 亿元，实现净利润 0.55/0.65/0.75 亿元，若未完成三年总计 1.755 亿元利润业绩承诺，实际控制人将对顾家家居进行业绩补偿。同时，若玺堡家居上一年度净利润大于 1.2 亿元则玺堡家居的原股东有权以 10-16 倍 PE 向顾家家居出售股权。
- 标的公司业务结构以出口业务为主，同业竞争及竞业禁止承诺一定程度保障下游订单。**玺堡家居主要以床垫出口业务为主，由于熊羽参股 Classic Brands LLC、Wings Developing Co.,Ltd，其参股的上述两家公司将出具书面文件承诺：只要向中国采购床垫类产品，除非玺堡家居不接受的订单，Classic Brands LLC、Wings Developing Co.,Ltd 将在中国境内仅向玺堡家居独家采购。这将在一定程度上保障下游客户订单，抵御公司业务受损。
- 补强出口业务与床垫细分品类，开拓海外床垫市场。**2018 前三季度顾家家居床垫及软床收入近 9 亿元，以内销为主。此次收购标的玺堡家居为国内床垫出口领军企业，主要发展“Delandis”品牌系列产品，公司产品端涵盖乳胶、椰棕、记忆绵、弹簧床垫等细分品类，同时生产真皮、休闲、布艺等沙发产品，旗下产品远销欧洲、美国等多个国家和地区，包含 Walmart、亚马逊等客户。玺堡家居 2014 年开始开拓内销市场，国内泉州产业园占地 50 万方，年产超过 150 万张床垫，2018 年 9 月在马来西亚投资设立的海外工厂（占地 1.6 万方）预计将于近期投产应对贸易关税加征。
- 多品类发展战略再下一城，软体大家居持续推进。**玺堡家居多年耕耘床垫外销市场，在原材料产能及外销渠道方面具有领先优势。我们认为此次收购将在床垫外销优质客户、海外渠道及海绵和乳胶产能上对顾家家居进行补强。公司多品类发展战略再下一城，符合顾家家居多品类多品牌的软体大家居战略，有利于长远发展。
- 看好顾家家居是基于管理层与大格局的看好。**公司单三季度净开店超过 200 家，截止目前门店数约为 4000 家。收入总体增速较中报时略有放缓，但依然在行业领先水平。在海外业务方面，近期管理层也在海外考察，对未来公司海外沙发战略进行积极部署和调整。我们认为，虽然当下大环境对公司略有影响，但公司作为行业龙头，抗风险能力较强，有望继续保持行业领先地位。同时内部职业经理人团队也持续为公司发展带来革新，使得公司 ROIC 与经营水平明显领先于同行。我们认为，从长远看，顾家依然是最值得投资家居标的之一。
- 投资建议：**基于公司治理优秀、国内外业务稳健发力以及 TDI 原材料等因素影响，同时若顾家能够整合好旗下收购公司，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 2018-20 年实现销售收入 86.96、111.58、141.41 亿元，同比增长 30.46%、28.31%、26.74%，实现归属于母公司净利润 10.33、13.47、17.28 亿元，同比增长 25.64%、30.34%、28.31%，对应 E PS 为 2.4、3.13、4.01 元，“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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6665.44	8695.74	11157.50	14141.02	净利润	830.86	1034.26	1350.95	1734.16
营业成本	4181.98	5553.97	7093.94	8922.98	折旧与摊销	98.81	97.59	127.44	152.14
营业税金及附加	67.33	88.21	112.79	143.10	财务费用	48.25	31.58	50.55	70.06
销售费用	1397.33	1613.06	2086.45	2630.23	资产减值损失	14.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	203.26	304.35	334.73	424.23	经营营运资本变动	343.66	351.07	-331.32	-639.89
财务费用	48.25	31.58	50.55	70.06	其他	-199.88	-42.60	-46.51	-44.45
资产减值损失	14.52	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1136.22	1471.89	1151.11	1272.02
投资收益	76.00	40.00	40.00	40.00	资本支出	-151.65	-214.00	-908.00	-80.00
公允价值变动损益	1.10	2.69	6.60	4.38	其他	-1291.38	44.86	46.60	44.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1443.03	-169.14	-861.40	-35.62
<b>营业利润</b>	835.81	1147.26	1525.65	1994.80	短期借款	-99.01	19.00	350.00	-100.00
其他非经营损益	166.67	143.77	150.17	150.79	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1002.48	1291.04	1675.82	2145.59	股权融资	445.87	2.55	0.00	0.00
所得税	171.62	256.78	324.87	411.43	支付股利	-288.75	-308.05	-464.45	-726.41
净利润	830.86	1034.26	1350.95	1734.16	其他	-21.50	-31.43	-50.55	-70.06
少数股东损益	8.42	0.94	4.16	6.12	<b>筹资活动现金流净额</b>	36.61	-317.94	-164.99	-896.47
归属母公司股东净利润	822.45	1033.32	1346.79	1728.03	<b>现金流量净额</b>	-317.33	984.81	124.72	339.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	885.83	1870.63	1995.35	2335.29	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	517.30	727.98	929.97	1166.08	销售收入增长率	39.02%	30.46%	28.31%	26.74%
存货	878.36	1217.59	1558.17	1945.02	营业利润增长率	38.97%	37.26%	32.98%	30.75%
其他流动资产	1956.41	1619.31	2310.73	3388.43	净利润增长率	45.14%	24.48%	30.62%	28.37%
长期股权投资	237.05	237.05	237.05	237.05	EBITDA 增长率	43.46%	29.87%	33.47%	30.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1228.93	1359.11	2153.43	2095.05	毛利率	37.26%	36.13%	36.42%	36.90%
无形资产和开发支出	221.86	213.46	205.06	196.66	三费率	24.74%	22.41%	22.15%	22.10%
其他非流动资产	635.18	629.82	624.46	619.09	净利率	12.47%	11.89%	12.11%	12.26%
<b>资产总计</b>	6560.92	7874.95	10014.22	11982.67	ROE	20.64%	21.75%	23.95%	26.08%
短期借款	31.00	50.00	400.00	300.00	ROA	12.66%	13.13%	13.49%	14.47%
应付和预收款项	1915.21	2635.16	3364.22	4223.39	ROIC	30.08%	40.73%	44.20%	43.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.75%	14.68%	15.27%	15.68%
其他负债	588.56	434.74	608.45	809.99	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2534.78	3119.90	4372.67	5333.38	总资产周转率	1.13	1.20	1.25	1.29
股本	428.14	430.69	430.69	430.69	固定资产周转率	6.02	6.91	6.35	6.66
资本公积	2412.20	2412.20	2412.20	2412.20	应收账款周转率	17.34	17.41	17.05	16.98
留存收益	1577.00	2302.26	3184.60	4186.22	存货周转率	5.34	5.29	5.11	5.09
归属母公司股东权益	3999.58	4727.54	5609.88	6611.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.45%	—	—	—
少数股东权益	26.57	27.51	31.66	37.78	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4026.15	4755.05	5641.55	6649.29	资产负债率	38.63%	39.62%	43.66%	44.51%
负债和股东权益合计	6560.92	7874.95	10014.22	11982.67	带息债务/总负债	1.22%	1.60%	9.15%	5.62%
					流动比率	1.68	1.75	1.56	1.66
					速动比率	1.33	1.36	1.20	1.29
					股利支付率	35.11%	29.81%	34.49%	42.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	982.87	1276.43	1703.64	2217.00	每股收益	1.91	2.40	3.13	4.01
PE	27.71	22.06	16.92	13.19	每股净资产	9.35	11.04	13.10	15.44
PB	5.66	4.79	4.04	3.43	每股经营现金	2.64	3.42	2.67	2.95
PS	3.42	2.62	2.04	1.61	每股股利	0.67	0.72	1.08	1.69
EV/EBITDA	21.28	15.74	11.92	8.96					
股息率	1.27%	1.35%	2.04%	3.19%					

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。