

强烈推荐-A (维持)

顾家家居 603816.SH

目标估值: NA  
当前股价: 52.92 元  
2018年11月14日

并购玺堡家居，加强床垫业务欧洲市场出口实力

基础数据

上证综指	2655
总股本(万股)	43069
已上市流通股(万股)	8910
总市值(亿元)	228
流通市值(亿元)	47
每股净资产(MRQ)	10.6
ROE(TTM)	21.7
资产负债率	49.7%
主要股东	顾家集团有限公司
主要股东持股比例	49.13%

股价表现



相关报告

- 1、《顾家家居(603816)—Q3 受益费用有效控制，利润增速回升》2018-10-30
- 2、《顾家家居(603816)—并购再下一城，集中度上台阶》2018-10-15
- 3、《顾家家居(603816)—Q2 受费用扰动、出口利润下滑导致业绩增长低于预期》2018-08-23

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn  
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
S1090515090001

郑恺

021-68407559  
zhengkai1@cmschina.com.cn  
S1090514040003

事件:

顾家家居子公司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42,429万元获得泉州玺堡家居科技有限公司51%的股权。

评论:

1、公司将以10.26倍PE(未来三年平均业绩)收购泉州玺堡家居51%股权

顾家家居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4.24亿元获得泉州玺堡家居科技有限公司51%的股权。玺堡家居实际控制人承诺2019年-2021年净利润分别不低于:5,500万元、6,500万元、7,500万。本次交易总价基于玺堡家居未来三年平均净利润6,500万元的10.26倍而定。

2、本次收购将增强公司床垫欧洲市场出口竞争力

泉州玺堡家居为国内床垫出口领军企业，主要市场为欧洲，公司此次收购将加强公司床垫业务，弥补床垫出口领域的不足，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，有助公司控制原料成本。

3、内外并举，促进企业不断成长，大家居战略不断布局中

近期公司对外战略或财务投资了意大利品牌Natuzzi、德国品牌Rolf Benz、澳大利亚品牌Nick Scali，主要基于公司拓展国外渠道，建立系统化的覆盖全球的销售网络的战略布局；而内销方面，公司前期公告拟控股喜临门，截止2018年中报顾家拥有品牌店近4000家(主要为沙发、床和床垫、功能沙发)，喜临门专卖店已有1730家(主要为床和床垫)，床和床垫内销实力不断增强，市占率将提升至5%左右，公司面向全国的多层次营销网络亦将更加完善。

3、维持“强烈推荐-A”评级。

公司近期公告的拟控股喜临门及本次的玺堡家居，有助于公司加强床和床垫内销市占率及出口实力，打开欧洲市场，公司在床及床垫市场内外销布局日趋完善。公司的中长期将依托实业发展和战略投资双轮驱动布局大家居战略又进一步。预计2018~2019年EPS分别为2.43, 3.03, 业绩同比分别增长26%、25%。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 贸易战加剧，地产销售低于预期、收购进度不及预期或收购失败

表 1: 收购前后泉州玺堡家居股权变化 (单位: 万元)

股东名称	认缴出资	收购前		股东名称	认缴出资	收购后	
		持股比例 (%)	持股比例 (%)			持股比例 (%)	持股比例 (%)
平潭恒翔股权投资有限公司	2,950.60	57.855		杭州顾家寝具有限公司	3,244.46	51.00	
南平市恒智股权投资合伙企业	1,814.07	35.57		平潭恒翔股权投资有限公司	2,781.89	43.729	
熊羽	335.33	6.575		熊羽	335.33	5.271	
合计	5,100.00	100.00		合计	6,361.68	100.00	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 玺堡家居 (合并报表) 一年一期的主要财务数据

单位: 万元	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

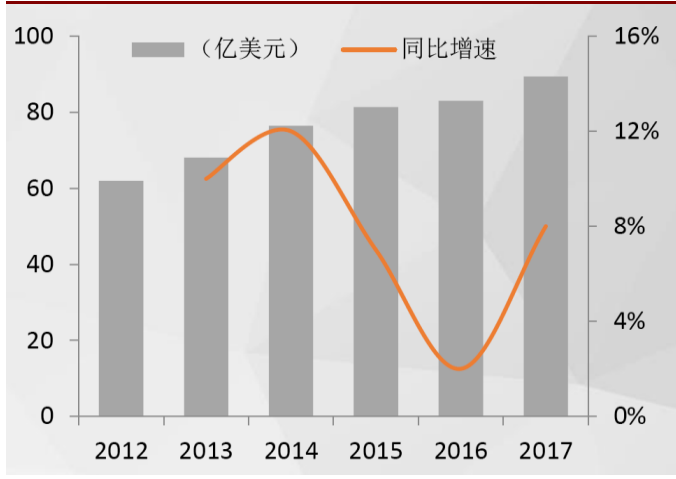
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 实际控制人对玺堡家居 2019 年-2021 年三年业绩做如下不可撤销的承诺

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

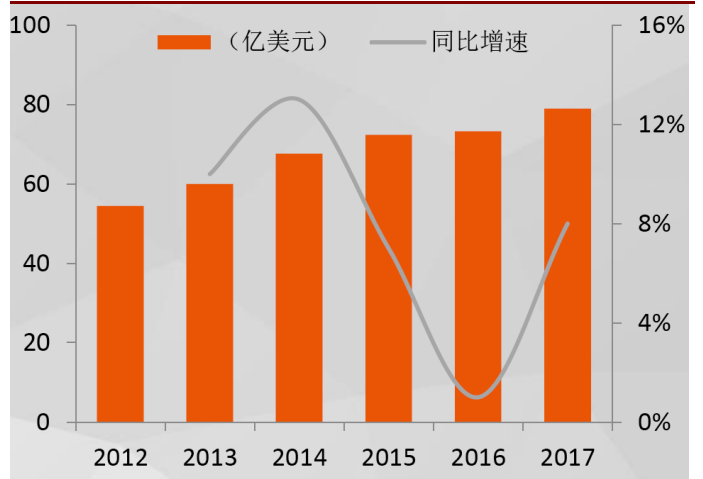
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 中国床垫行业总产值



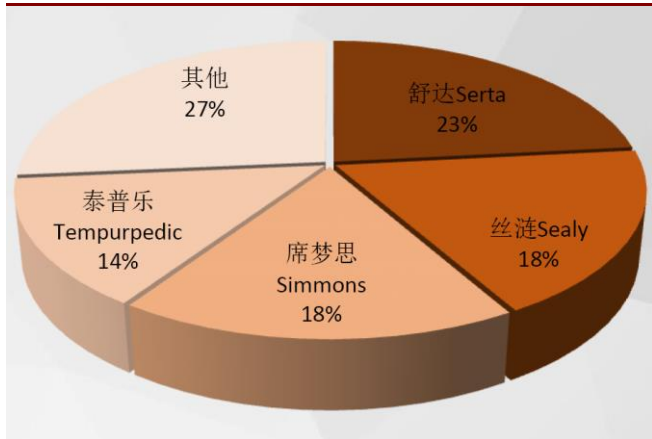
资料来源: CSIL、招商证券

图 2: 中国床垫消费规模



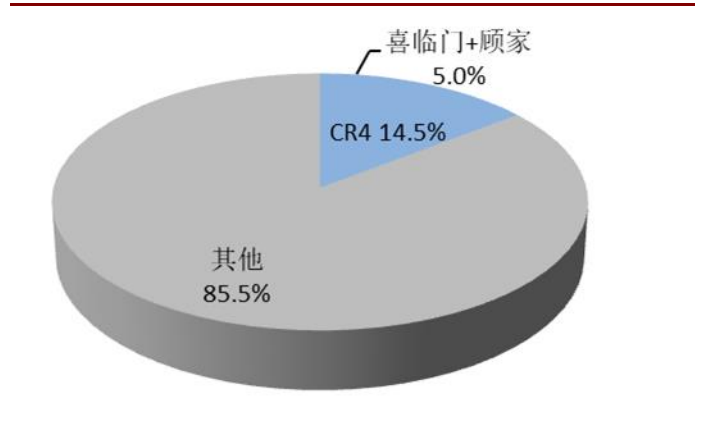
资料来源: CSIL、招商证券

图 3: 美国床垫行业集中度 CR4



资料来源: Euromonitor、招商证券

图 4: 中国床垫集中度 CR4



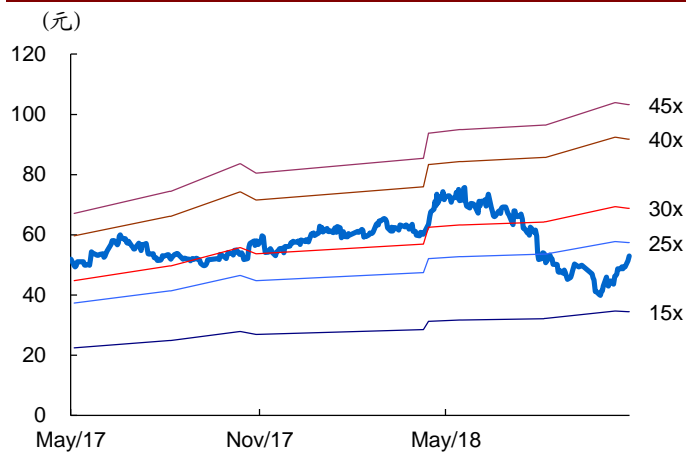
资料来源: Euromonitor、招商证券

表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4795	6665	8692	10943	13863
营业成本	2856	4182	5445	6870	8747
营业税金及附加	48	67	88	111	140
营业费用	1058	1397	1822	2261	2823
管理费用	172	203	322	372	471
财务费用	3	48	(8)	(12)	(18)
资产减值损失	10	15	0	0	0
公允价值变动收益	29	1	1	1	1
投资收益	(76)	82	82	82	82
营业利润	601	836	1106	1423	1782
营业外收入	150	175	175	175	175
营业外支出	14	9	9	9	9
利润总额	738	1002	1273	1590	1949
所得税	165	172	222	281	348
净利润	572	831	1051	1309	1601
少数股东损益	(3)	8	11	13	16
归属于母公司净利润	575	822	1040	1296	1585
EPS (元)	1.39	1.92	2.43	3.03	3.70

资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 顾家家居历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 顾家家居历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《顾家家居 (603816) —Q3 受益费用有效控制, 利润增速回升》2018-10-30
- 2、《顾家家居 (603816) —并购再下一城, 集中度上台阶》2018-10-15
- 3、《顾家家居 (603816) —Q2 受费用扰动、出口利润下滑导致业绩增长低于预期》2018-08-23
- 4、《顾家家居 (603816) —优秀管理能力抵御原材料价格上涨&汇兑损失影响》2018-04-26
- 5、《顾家家居 (603816) —业绩符合预期, 持续看好跨品类发展战略》2017-10-31
- 6、《顾家家居 (603816) —股权激励提升员工积极性, 进一步强化公司管理优势》2017-09-13

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3785	4238	5454	7091	9118
现金	1249	886	1177	1782	2463
交易性投资	0	301	301	301	301
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	341	428	558	702	889
其它应收款	55	54	70	88	112
存货	683	878	1142	1441	1835
其他	1458	1691	2205	2776	3518
<b>非流动资产</b>	1434	2323	2253	2186	2124
长期股权投资	37	237	237	237	237
固定资产	1059	1157	1192	1153	1117
无形资产	172	222	200	180	162
其他	167	707	624	616	609
<b>资产总计</b>	<b>5220</b>	<b>6561</b>	<b>7707</b>	<b>9276</b>	<b>11242</b>
<b>流动负债</b>	1767	2523	3029	3602	4355
短期借款	130	31	30	30	30
应付账款	441	549	714	901	1147
预收账款	655	960	1250	1577	2008
其他	542	983	1035	1093	1170
<b>长期负债</b>	4	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>1771</b>	<b>2535</b>	<b>3041</b>	<b>3614</b>	<b>4367</b>
股本	413	428	428	428	428
资本公积金	1982	1994	1994	1994	1994
留存收益	1043	1577	2206	3190	4386
少数股东权益	11	27	37	50	67
归属于母公司所有者权益	3437	4000	4629	5612	6808
<b>负债及权益合计</b>	<b>5220</b>	<b>6561</b>	<b>7707</b>	<b>9276</b>	<b>11242</b>

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	975	1136	660	869	1017
净利润	575	822	1040	1296	1585
折旧摊销	81	99	117	115	108
财务费用	2	51	(8)	(12)	(18)
投资收益	76	(76)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	250	258	(417)	(461)	(593)
其它	(9)	(18)	11	14	17
<b>投资活动现金流</b>	(1601)	(1443)	36	36	36
资本支出	(231)	(275)	(47)	(47)	(47)
其他投资	(1371)	(1169)	83	83	83
<b>筹资活动现金流</b>	1533	37	(404)	(300)	(371)
借款变动	(435)	295	(1)	0	0
普通股增加	83	16	0	0	0
资本公积增加	1888	13	0	0	0
股利分配	0	(248)	(411)	(312)	(389)
其他	(3)	(40)	8	12	18
<b>现金净增加额</b>	<b>906</b>	<b>(270)</b>	<b>291</b>	<b>605</b>	<b>682</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	4795	6665	8692	10943	13863
营业成本	2856	4182	5445	6870	8747
营业税金及附加	48	67	88	111	140
营业费用	1058	1397	1822	2261	2823
管理费用	172	203	322	372	471
财务费用	3	48	(8)	(12)	(18)
资产减值损失	10	15	0	0	0
公允价值变动收益	29	1	1	1	1
投资收益	(76)	82	82	82	82
<b>营业利润</b>	601	836	1106	1423	1782
营业外收入	150	175	175	175	175
营业外支出	14	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	738	1002	1273	1590	1949
所得税	165	172	222	281	348
<b>净利润</b>	572	831	1051	1309	1601
少数股东损益	(3)	8	11	13	16
<b>归属于母公司净利润</b>	575	822	1040	1296	1585
<b>EPS (元)</b>	1.39	1.92	2.43	3.03	3.70

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30%	39%	30%	26%	27%
营业利润	10%	39%	32%	29%	25%
净利润	15%	43%	26%	25%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.4%	37.3%	37.4%	37.2%	36.9%
净利率	12.0%	12.3%	12.0%	11.8%	11.4%
ROE	16.7%	20.6%	22.5%	23.1%	23.3%
ROIC	13.5%	17.7%	19.0%	20.2%	20.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.9%	38.6%	39.5%	39.0%	38.8%
净负债比率	2.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
流动比率	2.1	1.7	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.8	1.3	1.4	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	5.1	5.4	5.4	5.3	5.3
应收帐款周转率	17.1	17.3	17.6	17.4	17.4
应付帐款周转率	7.9	8.5	8.6	8.5	8.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.39	1.92	2.43	3.03	3.70
每股经营现金	2.36	2.65	1.54	2.03	2.37
每股净资产	8.33	9.34	10.81	13.11	15.90
每股股利	0.60	0.96	0.73	0.91	1.11
<b>估值比率</b>					
PE	38.0	27.5	21.8	17.5	14.3
PB	6.4	5.7	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	42.4	29.5	23.4	18.6	15.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009年至今任造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

李宏鹏，经济学硕士，5年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。