

顾家家居 (603816)

证券研究报告

2018年11月14日

收购玺堡家居 51%控股权，强化上游原材料能力和床垫外销渠道

公司发布收购泉州玺堡家居公告，拟以 4.24 亿元收购玺堡家居 51%的股权

公司发布公告，子公司顾家寝具拟以人民币 2.37 亿元受让恒智投资持有的玺堡家居 35.57%的股权，以 2205 万元受让恒翔投资持有的 3.31%股权。股权转让完成后，顾家寝具合计拟以人民币 16500 万元对玺堡家居进行增资。交易完成后，顾家寝具合计以 4.24 亿元获得玺堡家居的 51%的股权。交割完成后，玺堡家居 2019-2021 年的业绩承诺为：营业收入不低于 10/11/12 亿元，净利润不低于 5500/6500/7500 万元，交易总价基于未来三年平均净利润 6500 万元的 10.26 倍而定。

玺堡家居为床垫出口领军企业，顾家收购玺堡后有效弥补床垫出口业务

玺堡家居为顾家带来床垫出口渠道及上游海绵及乳胶产能。玺堡家居出口欧美 16 年，产品远销欧洲、美国、日本等全球 80 多个国家和地区，产品入驻梅西百货、BOB'S、Walmart、亚马逊等国际各大品牌卖场和知名电商，累计床垫销量达 1000 万张，“可以从南极铺到北极”。同时玺堡家居海绵及乳胶生产线可满足公司的部分产能需要。顾家家居为国内软体家居龙头企业，内销业务多品类发展，沙发、软床床垫、餐桌椅、配套品等全品类布局，横向收购诸多国内外知名品牌扩容大家居版图。出口业务板块主要以沙发品类为主，收购玺堡家居后能有效丰富公司的出口业务品类，同时双方有望共享外销客户资源，发挥协同优势，为公司出口业务带来全新增长点。

受益于多品类战略及行业集中度提升，公司具有坚定的可持续发展基础

2018Q1 之后，受制于地产增速的弱势表现，整个家居板块均呈现估值中枢下行态势。顾家家居的表现仍然强于整体板块表现，我们认为主要得益于以下几点：1) 公司品牌品类结构丰富，新兴品类的快速增长使得公司业绩表现对地产的表现敏感度降低；2) 渠道持续下沉三四线城市，2018H1 门店数 4000 家，后续开店空间广阔，渠道拓展的增量优势仍在；3) 环保要求持续提升，倒逼行业洗牌，大企业收获更多市场份额；4) 优秀的营销能力带来的高品牌知名度&职业经理人团队能力突出；公司的职业经理人团队大多具有家电行业的管理经验，经历过家电行业从代工到品牌寡头竞争的阶段，而国内家具行业处在代工向内销转变的关键时期，品牌厂商纷纷争夺市场，职业经理人团队在家电行业的经验对公司而言至关重要。

18Q3 受贸易战影响外销提速，收购玺堡家居强化产业链能力，维持“买入”评级

公司是国内软体家居龙头企业，持续拓展大家居版图，产能全国化布局，规模优势凸显，管理层经验丰富激励充分，收购玺堡家居带来业绩增量，维持“买入”评级。我们维持原有预测，预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元，当前股价对应 2018 年 PE 为 21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产增速下滑；渠道拓展不达预期；收购未能落地

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,794.53	6,665.44	8,764.34	11,437.56	14,732.80
增长率(%)	30.11	39.02	31.49	30.50	28.81
EBITDA(百万元)	677.70	967.61	1,312.92	1,710.07	2,190.12
净利润(百万元)	575.05	822.45	1,091.15	1,423.76	1,822.07
增长率(%)	15.40	43.02	32.67	30.48	27.98
EPS(元/股)	1.34	1.91	2.53	3.31	4.23
市盈率(P/E)	39.63	27.71	20.89	16.01	12.51
市净率(P/B)	6.63	5.70	4.59	4.01	3.46
市销率(P/S)	4.75	3.42	2.60	1.99	1.55
EV/EBITDA	27.04	24.27	15.54	10.74	8.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	52.92 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	430.69
流通 A 股股本(百万股)	89.10
A 股总市值(百万元)	22,792.17
流通 A 股市值(百万元)	4,715.17
每股净资产(元)	10.66
资产负债率(%)	49.73
一年内最高/最低(元)	77.15/39.00

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
武楠	联系人
wnan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《顾家家居-季报点评:外销提速和收购并表贡献增量，看好公司大家居版图战略》 2018-10-30
- 《顾家家居-公司点评:拟增持喜临门公司股份，持续推进控股权收购落地》 2018-10-25
- 《顾家家居-公司点评:集团股份转让名股实债，公司经营持续向好，持续看好公司多品类拓展》 2018-09-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,248.56	885.83	1,536.29	3,580.32	3,632.44
应收账款	395.79	481.48	672.03	833.31	1,105.73
预付账款	50.03	35.83	90.79	74.91	129.21
存货	683.49	878.36	1,151.47	1,473.14	1,919.74
其他	1,407.55	1,956.41	1,374.78	1,683.09	1,676.15
流动资产合计	3,785.41	4,237.90	4,825.36	7,644.77	8,463.27
长期股权投资	36.62	237.05	237.05	237.05	237.05
固定资产	1,058.52	1,156.80	1,106.99	1,044.39	974.11
在建工程	68.74	72.14	43.28	25.97	15.58
无形资产	172.33	221.86	211.33	200.80	190.26
其他	98.01	635.18	608.53	605.30	597.72
非流动资产合计	1,434.23	2,323.02	2,207.18	2,113.50	2,014.73
资产总计	5,219.64	6,560.92	7,032.54	9,758.27	10,478.01
短期借款	130.01	31.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	610.88	1,124.91	817.24	1,772.73	1,682.31
其他	1,026.10	1,366.65	1,205.76	2,244.31	2,114.43
流动负债合计	1,766.99	2,522.55	2,023.00	4,017.04	3,796.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.71	12.22	6.38	7.44	8.68
非流动负债合计	3.71	12.22	6.38	7.44	8.68
负债合计	1,770.70	2,534.78	2,029.38	4,024.47	3,805.42
少数股东权益	11.47	26.57	37.70	56.45	84.20
股本	412.50	428.14	430.69	430.69	430.69
资本公积	1,981.98	2,412.20	2,412.20	2,412.20	2,412.20
留存收益	3,025.28	3,989.20	4,534.78	5,246.66	6,157.69
其他	(1,982.28)	(2,829.97)	(2,412.20)	(2,412.20)	(2,412.20)
股东权益合计	3,448.94	4,026.15	5,003.17	5,733.80	6,672.58
负债和股东权益总	5,219.64	6,560.92	7,032.54	9,758.27	10,478.01

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	572.46	830.86	1,091.15	1,423.76	1,822.07
折旧摊销	80.54	98.81	89.19	90.44	91.20
财务费用	1.97	50.97	50.00	55.00	60.00
投资损失	75.99	(76.00)	(91.20)	(109.44)	(131.32)
营运资金变动	(1,009.31)	1.28	(410.08)	1,242.27	(977.56)
其它	1,252.95	230.30	39.81	2.78	33.56
经营活动现金流	974.60	1,136.22	768.89	2,704.82	897.93
资本支出	176.60	432.60	5.84	(1.06)	(1.24)
长期投资	10.54	200.43	0.00	0.00	0.00
其他	(1,788.59)	(2,076.05)	48.67	129.37	122.76
投资活动现金流	(1,601.45)	(1,443.03)	54.51	128.31	121.52
债权融资	130.01	31.00	33.33	11.11	14.81
股权融资	1,967.21	(19.84)	370.31	(55.00)	(60.00)
其他	(564.01)	25.45	(576.58)	(745.21)	(922.15)
筹资活动现金流	1,533.21	36.61	(172.93)	(789.10)	(967.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	906.35	(270.19)	650.46	2,044.03	52.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,794.53	6,665.44	8,764.34	11,437.56	14,732.80
营业成本	2,855.81	4,181.98	5,435.02	7,027.58	9,084.68
营业税金及附加	48.04	67.33	88.53	115.53	148.81
营业费用	1,057.73	1,397.33	1,840.51	2,390.45	3,064.42
管理费用	172.15	203.26	280.46	360.28	453.77
财务费用	3.12	48.25	50.00	55.00	60.00
资产减值损失	9.59	14.52	15.97	17.57	19.32
公允价值变动收益	29.33	1.10	28.68	(15.97)	5.81
投资净收益	(75.99)	76.00	91.20	109.44	131.32
其他	93.32	(160.13)	(239.75)	(186.94)	(274.27)
营业利润	601.44	835.81	1,173.73	1,564.62	2,038.92
营业外收入	150.35	175.43	178.00	200.00	220.00
营业外支出	14.00	8.76	14.00	14.00	14.00
利润总额	737.79	1,002.48	1,337.73	1,750.62	2,244.92
所得税	165.34	171.62	235.44	308.11	395.11
净利润	572.46	830.86	1,102.29	1,442.51	1,849.82
少数股东损益	(2.60)	8.42	11.13	18.75	27.75
归属于母公司净利润	575.05	822.45	1,091.15	1,423.76	1,822.07
每股收益(元)	1.34	1.91	2.53	3.31	4.23

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	30.11%	39.02%	31.49%	30.50%	28.81%
营业利润	9.67%	38.97%	40.43%	33.30%	30.31%
归属于母公司净利润	15.40%	43.02%	32.67%	30.48%	27.98%
获利能力					
毛利率	40.44%	37.26%	37.99%	38.56%	38.34%
净利率	11.99%	12.34%	12.45%	12.45%	12.37%
ROE	16.73%	20.56%	21.97%	25.08%	27.66%
ROIC	40.96%	32.82%	45.16%	51.92%	138.62%
偿债能力					
资产负债率	33.92%	38.63%	28.86%	41.24%	36.32%
净负债率	19.42%	9.74%	32.34%	8.02%	6.49%
流动比率	2.14	1.68	2.39	1.90	2.23
速动比率	1.76	1.33	1.82	1.54	1.72
营运能力					
应收账款周转率	14.36	15.20	15.20	15.20	15.20
存货周转率	8.49	8.54	8.64	8.72	8.68
总资产周转率	1.26	1.13	1.29	1.36	1.46
每股指标(元)					
每股收益	1.34	1.91	2.53	3.31	4.23
每股经营现金流	2.26	2.64	1.79	6.28	2.08
每股净资产	7.98	9.29	11.53	13.18	15.30
估值比率					
市盈率	39.63	27.71	20.89	16.01	12.51
市净率	6.63	5.70	4.59	4.01	3.46
EV/EBITDA	27.04	24.27	15.54	10.74	8.38
EV/EBIT	30.31	26.74	16.67	11.34	8.74

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com