

轻工制造

2018年11月14日

顾家家居 (603816)

——收购玺堡家居，加强床垫品类整体实力，行业整合再下一城

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司公布收购公告：**子公司顾家寝具拟通过股权转让和增资形式以4.24亿元收购泉州玺堡家居51%的股权，从而：1) 进一步丰富公司床垫产品系列，玺堡家居作为床垫出口企业，有望完善顾家床垫产品出口布局。2) 玺堡家居的海绵及乳胶的生产线可满足公司的需要，提供产能和原材料供应。3) 此次收购计划符合公司扩品类战略，未来并表有望不断夯实公司收入规模增长、提升在软体家居行业市占率。
- **顾家寝具收购玺堡家居，持续开拓布局床垫领域。**1) **收购方式：**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《股权转让及增资协议》，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35.6%股权，拟以人民币2205万元受让恒翔投资持有的玺堡家居3.3%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，顾家寝具获得玺堡家居51%股权，标的未来三年平均净利润6500万元对应PE10.26倍。2) **标的概况：**玺堡家居最早创立于2000年，专注于软体家具的研发、生产与销售，在福建泉州拥有占地面积超50万平方米现代化工业园及工业4.0智能工厂，年生产床垫超过150万张，产品销往全球80多个国家和地区，并在参加拉斯维加斯国际家具展、高点家具展等国际展会。2017年实现收入2.13亿元，净利润1595万元；2018年1-8月收入3.27亿元，净利润2282万元。3) **业绩承诺：**2019-2021年玺堡家居承诺实现收入10亿、11亿、12亿元，净利润5500万元、6500万元、7500万元，合计分别为33亿元、1.95亿元。
- **收入端：持续践行多品类扩张发展，渠道营销持续加强，整体内外销稳健增长。**2018年前三季度，尽管家居行业受制于地产增速回落和行业竞争格加剧的影响，顾家积极开拓渠道和产品优势，实现较高增速。公司在沙发行业深耕多年，以软体家居为切入点，发展全品类、多层次的产品矩阵，顾家在万亿大家居领域的版图稳健扩张。**公司短期经营稳健，中长期战略清晰：**1) **多品类扩张：**公司循序渐进推进品类扩张，打造优势产品矩阵。主打产品沙发受益于行业集中度提升，沙发销量和收入规模不断提升。2) **渠道拓展加速：**顾家通过情景销售、大数据营销，渠道铺陈开拓顺利，公司拥有超过4200家门店，我们认为公司软体家居渠道拓展仍具备空间，未来预计每年持续400-500家净开店，目前一、二线城市已基本完成至少一家门店的覆盖，三、四线城市门店持续加密，单店增长和新增门店夯实中长期成长逻辑。3) **管理架构优化：**公司管理团队精益求精并顺应市场发展需求，人才储备与组织执行力领先业内、公司治理渐入佳境。目前公司采取事业合伙人制度，高管及业务主要负责人、核心骨干激励效应明显，为公司实现大家居战略打下扎实基础。4) **海内外并购协同：**公司18年上半年相继收购定制家居品牌班尔奇、布艺沙发爱依瑞斯、海外家居翘楚Natuzzi、Rolf-Benz和Nick Scali，产品品类不断丰富且品牌渠道持续拓展。随着公司多品类发展、渠道扩张和团队激励持续推进，2018年有望延续收入规模稳健增长态势。

市场数据： 2018年11月13日

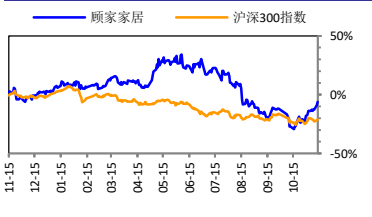
收盘价(元)	52.92
一年内最高/最低(元)	77.15/39
市净率	5.0
息率(分红/股价)	1.81
流通A股市值(百万元)	4715
上证指数/深证成指	2654.88/7963.66

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年09月30日

每股净资产(元)	10.66
资产负债率%	49.73
总股本/流通A股(百万)	431/89
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《顾家家居(603816)点评：2018年三季度报点评：扩品类战略+并购持续推进，软体家居龙头续航增长》2018/10/30

《顾家家居(603816)点评：集团获得15亿元政府基金融资，资本和实业双轮驱动》2018/09/19

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,665	6,393	8,545	11,112	14,429
同比增长率(%)	39.02	31.87	28.20	30.00	29.80
净利润(百万元)	822	786	1,039	1,483	2,047
同比增长率(%)	43.02	26.70	26.30	42.70	38.10
每股收益(元/股)	1.92	1.84	2.41	3.44	4.75
毛利率(%)	37.3	35.7	38.2	38.4	38.4
ROE(%)	20.6	17.2	20.6	22.7	23.9
市盈率	28		22	15	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 盈利端：受益原材料价格回落和外销盈利改善，单季盈利情况改善。**1) **原材料价格三季度持续回落**：前期海绵、木材等原材料上涨及库存周期致使上半年原材料承压，但 18Q3 公司已使用较低位价格的原材料，并且原材料价格持续回落，TDI 价格已从 18 年初 40000 元/吨的高位价格下降 55%，因此预计下半年软体家居原材料成本压力逐渐缓解；2) **外销毛利率回升**：外销随人民币贬值及提价完成毛利提升。3) **费用因素**：费用管控加强，销售费用率回归常态水平，但营销力度仍持续加强。
- 积极拓展品类，产能稳步提升，软体家居业务行业龙头地位显著，公司具有稳步向大家居万亿市场空间发力的基础。**公司主打产品沙发受益于行业集中度提升；循序渐进拓展品类扩张，打造优势产品矩阵；尝试开拓大店模式，2018-2020 年公司将持续推进 O2O 一体化融合，实现全渠道零售布局。限制性激励首次授予完成，可转债方案获批，促进公司业务持续发展。产能扩展提升循序渐进，外延持续推进，此前公司并购班尔奇和爱依瑞斯，补足定制和布艺家居战略模块。拟收购喜临门股权，进行行业资源整合，提升自身综合竞争力。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.41 元、3.44 元、4.75 元的盈利预测，目前股价（52.92 元）对应 2018-2020 年 PE 分别为 22、15、11 倍，2018-2020 年利润增速分别为 26%/43%/38%（18 年增速相对偏低，系限制性股票摊销费用较高），受益于家居行业龙头集中度提升、公司激励机制到位，内生增长向好逻辑，维持增持！

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2016A	2017A	18Q1-3A	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	4,795	6,665	6,393	8,545	11,112	14,429
二、营业总成本	4,146	5,913	5,632	7,467	9,528	12,251
其中：营业成本	2,856	4,182	4,109	5,284	6,845	8,894
营业税金及附加	48	67	63	85	111	144
销售费用	1,058	1,397	1,186	1,806	2,230	2,886
管理费用	172	203	261	248	289	317
财务费用	3	48	5	39	49	6
资产减值损失	10	15	8	5	4	4
加：公允价值变动收益	29	1	(4)	0	0	0
投资收益	(76)	76	100	30	30	30
三、营业利润	601	836	867	1,108	1,614	2,208
加：营业外收入	150	175	161	200	250	300
减：营业外支出	14	9	8	10	10	10
四、利润总额	738	1,002	1,019	1,298	1,854	2,498
减：所得税	165	172	204	254	365	444
五、净利润	572	831	815	1,045	1,489	2,053
少数股东损益	(3)	8	30	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	575	822	786	1,039	1,483	2,047
六、全面摊薄每股收益	1.33	1.91	1.82	2.41	3.44	4.75
发行后总股本（百万）	431	431	431	431	431	431

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swhysc.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swhysc.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。