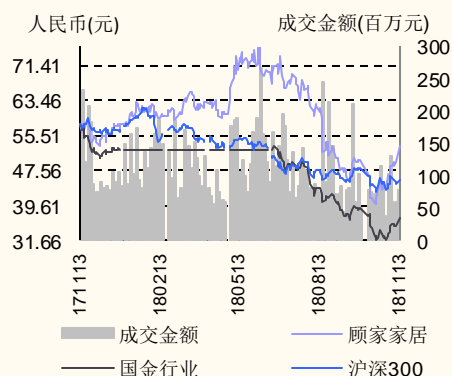


市场价格 (人民币): 52.92 元

拟并购玺堡家居, 加码床垫业务

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	89.10
总市值(百万元)	22,792.17
年内股价最高最低(元)	75.68/39.90
沪深 300 指数	3237.38
上证指数	2654.88



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.39	1.92	2.45	3.10	4.00
每股净资产(元)	8.33	9.34	11.50	13.58	16.26
每股经营性现金流(元)	2.34	2.63	2.02	3.34	5.20
市盈率(倍)	34	31	22	17	13
净利润增长率(%)	15.40%	43.02%	27.78%	26.35%	28.94%
净资产收益率(%)	16.73%	20.56%	21.34%	22.84%	24.60%
总股本(百万股)	412.50	428.14	428.14	428.14	428.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告, 指定全资子公司顾家寝具, 拟通过股权转让和增资形式以人民币 4.24 亿元收购泉州玺堡家居科技有限公司 51% 的股权。

点评

- 玺堡家居为国内床垫出口领军企业。玺堡家居从事床品和寝具产品生产与出口, 覆盖全球 80 个国家和地区, 于 2014 年起开始进军国内市场。玺堡家居 2017 年取得营业收入 2.13 亿元, 归母净利润 1,595.21 万元; 2018 年 1-8 月取得营业收入 3.27 亿元, 归母净利润 2,281.89 万元。目前玺堡家居在国内拥有 3 家全资子公司, 今年 9 月在马来西亚投资设立生产基地。
- 收购玺堡可大幅增强公司床垫业务实力。本次收购意向中, 玺堡家居做出业绩承诺为: 19-21 年分别实现营收 10/11/12 亿元以上, 净利润 5,500/6,500/7,500 万元以上。若三年未实现净利润总额 1.75 亿元 (业绩承诺的 90%), 则玺堡将对公司进行现金补偿。本次交易若顺利完成, 玺堡将纳入公司并表范围, 直接增厚公司营收与利润。从业务角度来看, 玺堡具备丰富的产品出海经验, 能够进一步增强公司在床垫出口领域的实力, 且玺堡家居拥有完整的海绵及乳胶生产线, 能与公司现有沙发、床品业务相契合, 在供应链和产能端形成助力。在中美贸易战的背景之下, 玺堡对外出口业务势必承压, 预期全年营收较难突破 6 亿元。若并购后的整合和协同推进不力, 则其后三年业绩承诺的实现或将存在较大难度。
- 公司前三季度业绩增长稳健, 贸易战预期导致应收款有所增加。公司前三季度营收同比增长 31.87%, 剔除并表贡献同比增长约 25%。应收账款增至 6.64 亿元, 一方面考虑到四季度后对美出口将开始加征关税, 公司在 Q3 增加对外出口导致应收账款。另一方面, 公司与恒大地产合作项目相关业务也有所放量, 也导致了应收账款规模有所扩大。

盈利预测与投资建议

- 公司加速床垫领域布局, 增强“大家居”战略下各业务线条间的协同效应, 由于此次并购的完成仍存在一定不确定性, 我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 2.45/3.10/4.00 元 (三年 CAGR27.7%), 对应 PE 分为 22/17/13 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格波动风险; 营销管理风险; 房地产调控风险; 中美贸易战风险; 商誉减值风险; 并购无法达成风险。

相关报告

1. 《顾家家居 2018 年三季度报点评-单季增长略有放缓, 喜临门并购案...》, 2018.10.20
2. 《顾家家居公司点评-拟收购喜临门 23% 的股权, 软体家具优势强化》, 2018.10.15
3. 《优质白马低估值, 下半年增长有保障-顾家家居事件点评》, 2018.9.12
4. 《顾家家居公司点评-管理层经营思路清晰, 变革、进化推动成长》, 2018.8.24
5. 《顾家家居 2018 年中报点评-产能、渠道并驾齐驱, 大家居落地稳...》, 2018.8.22

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,685	4,795	6,665	8,916	11,586	14,945
增长率		30.1%	39.0%	33.8%	29.9%	29.0%
主营业务成本	-2,169	-2,856	-4,182	-5,554	-7,177	-9,236
%销售收入	58.9%	59.6%	62.7%	62.3%	61.9%	61.8%
毛利	1,516	1,939	2,483	3,363	4,409	5,709
%销售收入	41.1%	40.4%	37.3%	37.7%	38.1%	38.2%
营业税金及附加	-39	-48	-67	-90	-117	-150
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-770	-1,058	-1,397	-1,855	-2,405	-3,096
%销售收入	20.9%	22.1%	21.0%	20.8%	20.8%	20.7%
管理费用	-126	-172	-203	-267	-347	-447
%销售收入	3.4%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	581	661	816	1,151	1,540	2,016
%销售收入	15.8%	13.8%	12.2%	12.9%	13.3%	13.5%
财务费用	-15	-3	-48	-31	-69	-44
%销售收入	0.4%	0.1%	0.7%	0.3%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-5	-10	-15	-7	-2	-3
公允价值变动收益	-46	29	1	0	0	0
投资收益	33	-76	76	80	84	88
%税前利润	5.2%	n.a	7.6%	5.8%	4.8%	3.9%
营业利润	548	601	836	1,192	1,553	2,058
营业利润率	14.9%	12.5%	12.5%	13.4%	13.4%	13.8%
营业外收支	90	136	167	175	184	193
税前利润	638	738	1,002	1,367	1,737	2,251
利润率	17.3%	15.4%	15.0%	15.3%	15.0%	15.1%
所得税	-148	-165	-172	-308	-399	-529
所得税率	23.2%	22.4%	17.1%	22.5%	23.0%	23.5%
净利润	491	572	831	1,060	1,337	1,722
少数股东损益	-8	-3	8	9	9	10
归属于母公司的净利润	498	575	822	1,051	1,328	1,712
净利率	13.5%	12.0%	12.3%	11.8%	11.5%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	491	572	831	1,060	1,337	1,722
少数股东损益	-8	-3	8	9	9	10
非现金支出	57	83	104	114	137	153
非经营收益	22	43	-50	-185	-130	-143
营运资金变动	192	269	242	-123	85	493
经营活动现金净流	761	967	1,127	865	1,429	2,225
资本开支	-300	-230	-274	-704	-29	-71
投资	-7	12	-713	0	0	0
其他	57	-1,383	-456	80	84	88
投资活动现金净流	-250	-1,601	-1,443	-624	55	17
股权募资	13	1,979	426	0	0	0
债权募资	44	-272	-99	1,969	0	1
其他	-468	-153	-337	-197	-577	-704
筹资活动现金净流	-411	1,554	-11	1,772	-577	-702
现金净流量	100	920	-327	2,013	907	1,539

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	263	1,249	886	2,899	3,806	5,345
应收款项	272	396	481	750	975	1,258
存货	446	683	878	959	1,239	1,594
其他流动资产	128	1,458	1,992	2,028	2,061	2,099
流动资产	1,109	3,785	4,238	6,636	8,082	10,296
%总资产	46.8%	72.5%	64.6%	68.2%	71.8%	75.8%
长期投资	26	37	758	758	758	758
固定资产	1,077	1,127	1,229	1,650	1,738	1,861
%总资产	45.4%	21.6%	18.7%	17.0%	15.4%	13.7%
无形资产	134	226	275	626	616	607
非流动资产	1,263	1,434	2,323	3,095	3,174	3,288
%总资产	53.2%	27.5%	35.4%	31.8%	28.2%	24.2%
资产总计	2,372	5,220	6,561	9,732	11,255	13,585
短期借款	232	130	31	0	0	0
应付款项	756	1,446	2,256	2,461	2,998	4,057
其他流动负债	173	191	235	299	387	499
流动负债	1,162	1,767	2,523	2,760	3,385	4,556
长期贷款	170	0	0	2,000	2,000	2,001
其他长期负债	3	4	12	12	12	13
负债	1,335	1,771	2,535	4,773	5,397	6,570
普通股股东权益	1,029	3,437	4,000	4,924	5,813	6,960
少数股东权益	8	11	27	35	45	54
负债股东权益合计	2,372	5,220	6,561	9,732	11,255	13,585

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.510	1.394	1.921	2.455	3.101	3.999
每股净资产	3.118	8.333	9.342	11.500	13.578	16.257
每股经营现金净流	2.307	2.345	2.632	2.021	3.339	5.196
每股股利	0.000	0.700	0.960	0.810	1.023	1.320
回报率						
净资产收益率	48.42%	16.73%	20.56%	21.34%	22.84%	24.60%
总资产收益率	21.01%	11.02%	12.54%	10.80%	11.80%	12.60%
投入资本收益率	31.03%	14.33%	16.66%	12.81%	15.09%	17.11%
增长率						
主营业务收入增长率	13.74%	30.11%	39.02%	33.77%	29.94%	28.99%
EBIT 增长率	7.61%	13.69%	23.42%	41.08%	33.86%	30.91%
净利润增长率	17.42%	15.40%	43.02%	27.78%	26.35%	28.94%
总资产增长率	14.81%	120.05%	25.70%	48.33%	15.66%	20.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.7	21.3	21.0	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	81.7	72.2	68.2	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	41.3	46.2	43.2	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	86.0	80.6	63.3	63.8	51.5	42.7
偿债能力						
净负债/股东权益	13.47%	-32.43%	-28.71%	-24.20%	-35.98%	-51.97%
EBIT 利息保障倍数	37.8	211.6	16.9	36.9	22.3	45.9
资产负债率	56.28%	33.92%	38.63%	49.04%	47.95%	48.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	29	32	54	67
增持	0	6	7	15	19
中性	1	2	5	7	7
减持	0	1	1	1	1
评分	1.29	1.34	1.44	1.42	1.38

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

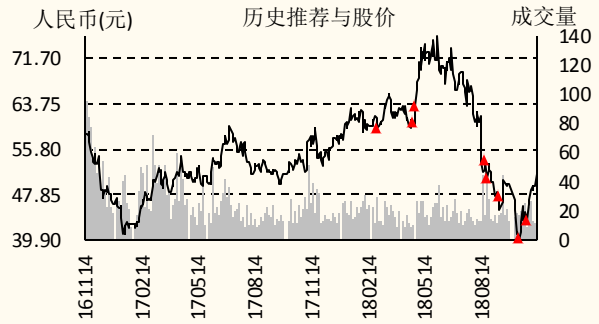
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-22	买入	52.49	67.30~67.30
2	2017-08-23	买入	54.07	N/A
3	2018-01-19	买入	63.16	N/A
4	2018-02-27	买入	62.59	N/A
5	2018-03-01	买入	59.94	N/A
6	2018-04-26	买入	61.00	N/A
7	2018-05-02	买入	60.96	N/A
8	2018-08-22	买入	54.00	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH