

2018年10月15日

拟收购喜临门股权，大家居战略持续落地 买入（维持）

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,665	8,531	10,874	13,203
同比（%）	39.0%	28.0%	27.5%	21.4%
归母净利润（百万元）	822	1,014	1,269	1,604
同比（%）	43.0%	23.3%	25.2%	26.3%
每股收益（元/股）	1.92	2.37	2.96	3.75
P/E（倍）	20.91	16.96	13.55	10.73

投资要点

- **事件：**顾家家居公告拟以不少于 13.8 亿的现金收购华易投资所持有的喜临门合计不低于 23% 的股权，同时涉及业绩承诺和对赌，具体细节以股权转让协议为准。收购完成后公司将成为喜临门第一大股东，可能导致喜临门实际控制人变更。
- **喜临门品牌力成长性强，溢价收购相对合理。**本次交易价格不低于 15.2 元/股，相较喜临门 10 月 12 日收盘价 11.66 元/股溢价达 30%，对应喜临门 18 年 PE 约 16X。由于收购可能涉及喜临门实控人变化，并且喜临门作为软体行业床垫赛道龙头，具有较强的品牌渠道以及成长性，未来可以为公司带来相应的产业整合资源协同机会，这一溢价相对合理。
- **强化床垫品类，多业务协同发展。**顾家家居作为软体行业龙头，以休闲沙发产品为核心，并逐步向床垫、配套产品、布艺沙发、功能沙发等多品类发展。2017 年，公司沙发业务收入 36.9 亿（占比总收入 55.4%），软床及床垫业务收入 8.9 亿（占比总收入 13.3%）；其中外销收入 22.33 亿，内销收入 40.36 亿。而喜临门在软体行业床垫赛道深耕多年，17 年软床及床垫收入 26.5 亿（占比总收入 83.1%）。通过本次收购公司将在床垫品类得到显著强化，并有望在渠道、品牌力、战略等方面获得协同，推进多品类战略发展。
- **喜临门大股东可交债临期，收购缓解流动性紧张。**交易前，华易投资持有喜临门 1.73 亿股，占总股本的 43.85%。华易投资于 16 年发行 4 笔可交债，合计规模达 10 亿，并将于 2019 年先后到期。由于转股价分别为 23.13/34.21/34.21/34.21 元，显著高于目前股价，而喜临门受影视业务影响流动性较为紧张，交易完成后流动性压力将得到有效缓解。
- **加速软体行业整合，市场集中度提升。**据前瞻研究院数据显示，2017 年全国软体行业市场规模 826.6 亿，顾家家居、喜临门内销市占率分别达 4.9%、3.0%，自 12 年以来均有明显提升。本次收购将加速软体行业整合，龙头市场集中度进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 18-20 年公司实现收入 85.3/108.7/132.0 亿，同增 28.0%/27.5%/21.4%，归母净利 10.1/12.7/16.0 亿，同增 23.3%/25.2%/26.3%，当前股价对应 PE 为 17.0X/13.6X/10.7X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，渠道拓展不达预期，正式协议签署及履行不确定性

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.20
一年最低/最高价	40.00/77.15
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	3581.82

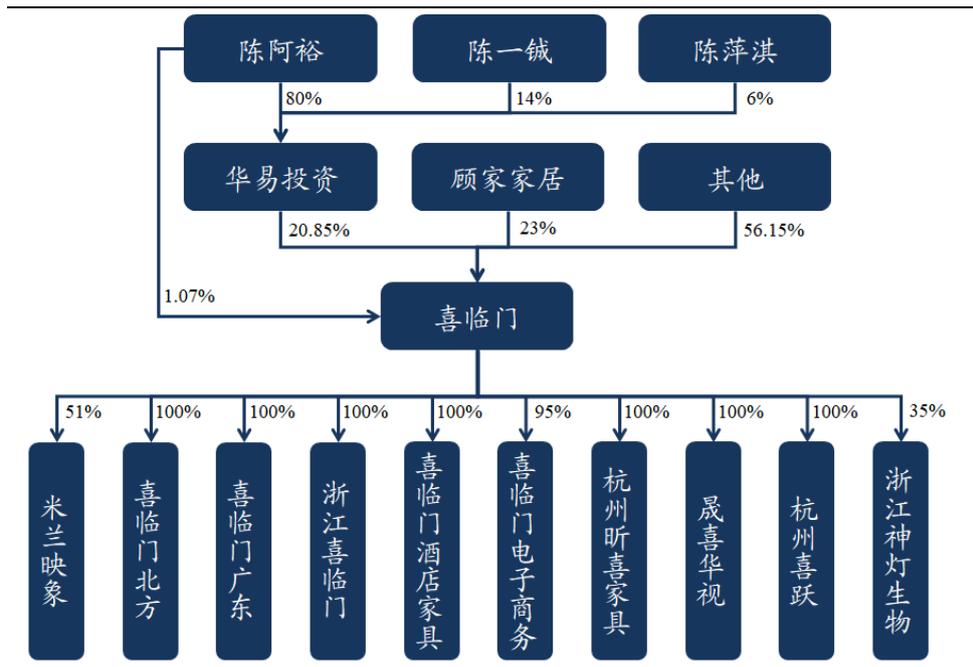
基础数据

每股净资产(元)	9.64
资产负债率(%)	42.56
总股本(百万股)	427.89
流通 A 股(百万股)	89.10

相关研究

- 1、《顾家家居 (603816)：激励费用拖累业绩，长期看好大家居战略稳步落地》2018-08-23
- 2、《【东吴轻工】顾家家居：业务多点开花，业绩增长靓丽：顾家家居：业务多点开花，业绩增长靓丽》2018-04-27
- 3、《【东吴轻工】顾家家居：业绩增长符合预期，继续看好品牌品类多元化路径》2018-02-09

图 1：交易完成后喜临门股权结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：顾家家居收入拆分（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	21.18	26.82	32.40	36.85	47.95	66.65	40.49
YOY	-	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%	39.02%	30.15%
其中：沙发	13.90	17.43	20.58	22.63	28.40	36.92	21.44
YOY	-	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	30.03%	17.51%
占比	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	55.40%	52.94%
毛利率	40.20%	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	36.46%	32.74%
软床及床垫	1.23	1.82	2.83	4.35	6.50	8.86	5.27
YOY	-	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	36.31%	22.44%
占比	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.29%	13.01%
毛利率	38.46%	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	38.22%	39.97%
配套产品	3.08	4.45	5.15	5.41	7.28	9.78	6.23
YOY	-	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	34.32%	32.68%
占比	14.53%	16.61%	15.91%	14.68%	15.19%	14.68%	15.38%
毛利率	25.44%	29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	26.54%	28.23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：喜临门收入拆分（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	21.18	26.82	32.40	36.85	47.95	66.65	40.49
YOY	-	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%	39.02%	30.15%
其中：沙发	13.90	17.43	20.58	22.63	28.40	36.92	21.44
YOY	-	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	30.03%	17.51%
占比	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	55.40%	52.94%
毛利率	40.20%	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	36.46%	32.74%
软床及床垫	1.23	1.82	2.83	4.35	6.50	8.86	5.27
YOY	-	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	36.31%	22.44%
占比	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.29%	13.01%
毛利率	38.46%	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	38.22%	39.97%
配套产品	3.08	4.45	5.15	5.41	7.28	9.78	6.23
YOY	-	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	34.32%	32.68%
占比	14.53%	16.61%	15.91%	14.68%	15.19%	14.68%	15.38%
毛利率	25.44%	29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	26.54%	28.23%

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	8.97	10.22	12.91	16.87	22.17	31.87	18.44
YOY	-	13.91%	26.29%	30.75%	31.39%	43.76%	55.62%
其中：床垫	6.75	7.59	10.05	11.26	14.30	19.10	-
YOY	-	12.45%	32.42%	12.08%	26.99%	33.51%	-
占比	75.22%	74.26%	77.87%	66.75%	64.51%	59.91%	-
毛利率	39.27%	40.17%	41.54%	42.80%	40.18%	37.99%	-
软床及配套产品	1.20	1.27	1.58	2.66	3.81	7.38	-
YOY	-	5.22%	24.44%	68.50%	43.55%	93.37%	-
占比	13.43%	12.40%	12.22%	15.75%	17.21%	23.14%	-
毛利率	26.95%	29.89%	28.85%	23.90%	19.37%	20.13%	-
酒店家具	1.00	1.30	1.19	0.77	1.18	1.47	-
YOY	-	29.61%	-8.68%	-34.81%	52.05%	25.47%	-
占比	11.17%	12.70%	9.19%	4.58%	5.30%	4.63%	-
毛利率	22.17%	25.85%	14.31%	13.82%	14.77%	20.56%	-
影视产品	-	-	-	2.10	2.83	3.66	0.81
YOY	-	-	-	-	34.91%	29.04%	0.46%
占比	-	-	-	12.44%	12.78%	11.47%	4.40%
毛利率	-	-	-	51.55%	53.36%	54.22%	39.07%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：顾家家居、喜临门市占率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
软体行业市场规模/亿元	479.9	561.68	660.06	684.34	785.39	826.63
顾家家居内销收入/亿元	12.20	17.12	20.62	22.40	29.12	40.36
市占率	2.54%	3.05%	3.12%	3.27%	3.71%	4.88%
喜临门内销收入/亿元	5.68	6.49	8.38	11.37	15.90	24.79
市占率	1.18%	1.16%	1.27%	1.66%	2.02%	3.00%

数据来源：前瞻产业研究院，Wind，东吴证券研究所

顾家家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4238	4950	6299	7280	营业收入	6665	8531	10874	13203
现金	886	1450	2353	2905	减:营业成本	4182	5352	6808	8168
应收账款	428	576	703	850	营业税金及附加	67	86	110	133
存货	878	1121	1422	1660	营业费用	1397	1780	2263	2741
其他流动资产	2046	1804	1820	1864	管理费用	203	285	366	448
非流动资产	2323	3063	3509	3990	财务费用	48	51	76	92
长期股权投资	237	437	638	838	资产减值损失	15	14	16	16
固定资产	1157	1643	1833	2059	加:投资净收益	76	84	92	101
在建工程	72	140	208	276	其他收益	7	0	0	0
无形资产	222	216	208	200	营业利润	836	1046	1328	1705
其他非流动资产	635	627	622	617	加:营业外净收支	167	188	214	240
资产总计	6561	8012	9807	11270	利润总额	1002	1234	1542	1945
流动负债	2523	2640	3289	3304	减:所得税费用	172	211	264	333
短期借款	31	16	8	4	少数股东损益	8	8	8	8
应付账款	549	470	892	593	归属母公司净利润	822	1014	1269	1604
其他流动负债	1943	2155	2389	2707	EBIT	883	1113	1438	1846
非流动负债	12	16	20	24	EBITDA	972	1213	1546	1964
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	16	20	24	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2535	2656	3309	3328	每股收益(元)	1.92	2.37	2.96	3.75
少数股东权益	27	27	27	27	每股净资产(元)	9.34	12.45	15.12	18.49
归属母公司股东权益	4000	5330	6472	7915	发行在外股份(百万股)	428	428	428	428
负债和股东权益	6561	8012	9807	11270	ROIC(%)	18.0%	17.2%	18.3%	19.3%
					ROE(%)	22.0%	21.6%	21.4%	22.2%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	37.3%	37.3%	37.4%	38.1%
经营活动现金流	1,136	1,188	1,865	1,687	销售净利率(%)	12.5%	12.0%	11.7%	12.2%
投资活动现金流	(1,443)	(704)	(408)	(443)	资产负债率(%)	38.6%	33.1%	33.7%	29.5%
筹资活动现金流	37	80	(554)	(692)	收入增长率(%)	39.0%	28.0%	27.5%	21.4%
现金净增加额	(317)	564	904	552	净利润增长率(%)	43.0%	23.3%	25.2%	26.3%
折旧和摊销	89	99	109	118	P/E	20.91	16.96	13.55	10.73
资本开支	275	557	261	296	P/B	4.30	3.23	2.66	2.17
营运资本变动	(303)	594	701	966	EV/EBITDA	17.72	14.20	11.13	8.76

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

