



603816.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 41.15

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年	1	3	12
绝对	至今	个月	个月	个月
	(28.8)	(13.4)	(40.3)	(22.6)
相对上证指数		(6.6)	(11.5)	(32.1)
发行股数(百万)		428		
流通股(%)		21		
流通市值(人民币 百万)		3,666		
3个月日均交易额(人民币 百万)		84		
净负债比率%(2018E)			净现金	
主要股东(%)				
顾家集团有限公司		49		

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年10月12日收市价为标准

相关研究报告

《顾家家居 2018H1 业绩点评：渠道扩张及多品类释放保证收入稳健增长》20180823

《顾家家居 2018Q1 业绩点评：营收增速 30%+，外延并购加速》20180504

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造：家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

顾家家居

强强联合，软体家居龙头再跃升

公司与华易投资于2018年10月14日签署意向书，拟通过支付现金方式以单价不低于每股人民币15.20元，总价不低于人民币13.80亿元的价格收购华易投资持有的喜临门合计不低于23%的股权，成为喜临门控股股东。意向书有效期为六个月，预计对2018年度业绩无影响。

支撑评级的要点

- 丰富品牌布局，拓宽产品系列。公司是软体家具龙头企业，2018H1公司沙发、床垫及软床产品分别实现营收21.4亿元、5.3亿元，同比增长17.5%、22.4%。喜临门是床垫龙头企业，致力于科学睡眠产品的研发、设计、生产和销售，2018H1家具产品实现营收17.6亿元，同比增长95.21%，其中自主品牌实现营收7.3亿元，同比增长50%。喜临门作为床垫龙头，产品序列丰富，且拥有床垫品牌“净眠”、“云眠”、“爱倍”，及软床品牌“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“奢里”，若收购成功，有助于公司进一步丰富寝具类品牌布局及产品序列，壮大市场份额。
- 强强联合，期待协同效应。截至2018H1，公司已有加盟店3,000家；喜临门拥有线下专卖店1,730家，年末预计超2,100家，并与包括地产、酒店、公寓、定制家具集团客户在内的诸多大客户建立了深入良好的合作关系。双方的业务互补性较强，顾家国内零售管理体系业内最为先进，喜临门床垫代工业务业内最强，双方在客户、渠道、制造等多个方面均有望实现协同，预计合并后对于喜临门零售品牌的推广、顾家制造能力的完善等都将有明显帮助。
- 行业集中度提升，巩固领先优势。今年寝具需求增速放缓，市场形势较为严峻，中小品牌生存空间被压缩，行业集中度呈提升趋势。公司与喜临门强强联合后，H1床垫内销收入超过12亿，在床垫行业的领先地位得以提升，可通过资源共享、规模采购等方式优化供应链，提升生产运营效率，降低制造成本，扩大品牌影响力，将龙头优势进一步巩固放大。

评级面临的主要风险

- 收购事项无法顺利完成；原材料价格大幅上涨。

估值

- 公司在软体家居领域拥有产品、渠道、品牌优势，多品类布局已现成效，国际化战略进展顺利，与喜临门联合后，有望在床垫及软床等寝具领域实现优势提升，后续进展值得期待。预计2018-2020年每股收益2.54/3.16/3.89元，同比增长32.2%/24.5%/23.2%，对应2018年PE16X，维持买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,795	6,665	8,734	11,096	13,613
变动(%)	30	39	31	27	23
净利润(人民币 百万)	575	822	1,087	1,353	1,667
全面摊薄每股收益(人民币)	1.343	1.921	2.539	3.161	3.893
变动(%)	11.2	43.0	32.2	24.5	23.2
全面摊薄市盈率(倍)	30.6	21.4	16.2	13.0	10.6
价格/每股现金流量(倍)	18.1	15.5	14.3	23.5	11.1
每股现金流量(人民币)	2.28	2.65	2.87	1.75	3.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	17.4	12.7	10.1	7.7
每股股息(人民币)	0.385	0.482	0.694	0.803	0.853
股息率(%)	0.9	1.2	1.7	2.0	2.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,795	6,665	8,734	11,096	13,613
销售成本	(2,856)	(4,182)	(5,591)	(7,121)	(8,725)
经营费用	(1,267)	(1,519)	(1,906)	(2,458)	(3,041)
息税折旧前利润	671	964	1,237	1,518	1,848
折旧及摊销	(67)	(80)	(118)	(122)	(127)
经营利润(息税前利润)	605	884	1,119	1,396	1,721
净利润收入/(费用)	(8)	17	31	41	62
其他收益/(损失)	82	33	76	115	157
税前利润	738	1,002	1,327	1,653	2,035
所得税	(165)	(172)	(229)	(286)	(353)
少数股东权益	3	(8)	(11)	(14)	(17)
净利润	575	822	1,087	1,353	1,667
核心净利润	439	656	889	1,112	1,374
每股收益(人民币)	1.343	1.921	2.539	3.161	3.893
核心每股收益(人民币)	1.025	1.532	2.076	2.598	3.210
每股股息(人民币)	0.385	0.482	0.694	0.803	0.853
收入增长(%)	30	39	31	27	23
息税前利润增长(%)	7	46	27	25	23
息税折旧前利润增长(%)	10	44	28	23	22
每股收益增长(%)	11	43	32	24	23
核心每股收益增长(%)	3	49	36	25	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	738	1,002	1,327	1,653	2,035
折旧与摊销	67	80	118	122	126
净利息费用	16	(5)	(15)	(21)	(31)
运营资本变动	0	254	(31)	0	0
税金	165	172	229	286	353
其他经营现金流	(11)	(367)	(397)	(1,290)	(890)
经营活动产生的现金流	975	1,136	1,231	750	1,594
购买固定资产净值	(364)	(219)	(219)	(219)	(219)
投资减少/增加	17	(165)	41	16	65
其他投资现金流	(1,255)	(1,059)	69	92	68
投资活动产生的现金流	(1,601)	(1,443)	(109)	(111)	(86)
净增权益	83	16	0	0	(1)
净增债务	(170)	0	0	0	0
支付股息	(165)	(206)	(297)	(344)	(365)
其他融资现金流	1,786	227	169	63	44
融资活动产生的现金流	1,533	37	(128)	(281)	(321)
现金变动	906	(270)	994	358	1,186
期初现金	263	1,249	886	1,880	2,238
公司自由现金流	(620)	(295)	1,138	660	1,538
权益自由现金流	(813)	(301)	1,136	660	1,538

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,249	886	1,880	2,238	3,425
应收帐款	341	428	552	721	865
库存	683	878	1,215	1,575	1,881
其他流动资产	1,512	2,046	2,129	3,214	3,631
流动资产总计	3,785	4,238	5,776	7,748	9,802
固定资产	1,059	1,157	1,276	1,388	1,492
无形资产	172	222	200	180	162
其他长期资产	170	886	857	849	841
长期资产总计	1,434	2,323	2,391	2,475	2,553
总资产	5,220	6,561	8,167	10,223	12,355
应付帐款	441	549	775	1,007	1,196
短期债务	130	31	0	0	0
其他流动负债	1,196	1,943	2,362	3,117	3,720
流动负债总计	1,767	2,523	3,137	4,123	4,916
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	12	12	12	12
股本	413	428	428	428	428
储备	3,025	3,571	4,552	5,608	6,930
股东权益	3,437	4,000	4,980	6,036	7,358
少数股东权益	11	27	38	52	69
总负债及权益	5,220	6,561	8,167	10,223	12,355
每股帐面价值(人民币)	8.03	9.34	11.63	14.10	17.19
每股有形资产(人民币)	7.92	8.82	11.16	13.68	16.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.71)	(2.00)	(4.39)	(5.23)	(8.00)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.0	14.5	14.2	13.7	13.6
息税前利润率(%)	12.6	13.3	12.8	12.6	12.6
税前利润率(%)	15.4	15.0	15.2	14.9	15.0
净利率(%)	12.0	12.3	12.4	12.2	12.2
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.7	1.8	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	26.3	151.1	802.1	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.3	1.5	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	30.6	21.4	16.2	13.0	10.6
核心业务市盈率(倍)	40.2	26.9	19.8	15.8	12.8
市净率(倍)	5.1	4.4	3.5	2.9	2.4
价格/现金流(倍)	18.1	15.5	14.3	23.5	11.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	17.4	12.7	10.1	7.7
周转率					
存货周转天数	n.a.	68.2	68.3	71.5	72.3
应收帐款周转天数	26.0	21.0	20.5	20.9	21.3
应付帐款周转天数	33.5	27.1	27.7	29.3	29.5
回报率					
股息支付率(%)	28.7	25.1	27.3	25.4	21.9
净资产收益率(%)	16.7	22.1	24.2	24.6	24.9
资产收益率(%)	9.0	12.4	12.6	12.6	12.6
已运用资本收益率(%)	17.1	23.5	25.0	25.5	25.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371