

强强合作，前景可期

- **事件：**11月6日，顾家家居紧急停牌。11月6日晚，顾家家居发布公告，其控股股东顾家集团及其一致行动人 TB Home Limited 与盈峰集团有限公司和/或其控制的主体（均非上市主体）正在筹划有关顾家家居的股权转让事宜，该事宜可能涉及上市公司的控制权变更。
- **盈峰集团持续多年布局产业：**盈峰集团实控人为何剑锋，系美的集团创始人何享健之子，拥有盈峰环境、百纳千成等上市公司实控权。盈峰集团正式成立于1994年，2004年全面退出OEM制造及家电流通领域，试水产业布局。2007年收购易方达基金管理有限公司25%股权，并列为第一大股东，同年成立深圳市合赢投资管理有限公司，进入私募证券投资基金行业。2012年成立综合性私募资产管理公司盈峰资本。2017年，收购中联重科环境产业有限公司。2018年收购北京华录百纳影视股份有限公司。2020年孵化盈合机器人公司。2021年收购深圳市密姆科技有限公司，拓宽盈峰材料业务内容。
- **强强联合，顾家家居公司治理和股东结构或将优化：**我们认为本轮收购后何氏&顾氏家族或将联手推动顾家市占率提升，在引入优质股东盈峰集团后，将助力顾家家居在家居行业持续整合，助力一体两翼战略，顾家家居在公司治理和股东结构预计或将优化。家居行业整体集中度较低，未来行业内整合甚至跨行业整合事件有望增加，有资金实力且在供应链端和渠道端具备优势的企业将持续提升市占率。
- **顾家集团以及其一致行动人共持有39%股份，24年6月将有合计25亿元可交债到期，股权转让或将优化整体债务。**目前顾家集团及其一致行动人TB Home Limited 共持有顾家家居39.44%股份，截至11月3日收盘，顾家家居市值302亿元，顾家集团及其一致行动人所持股份市值119亿元。短期来看，2024年3月与6月分别有10亿元与15亿元可交债到期，公司或存在一定的偿债压力。换股价分别为48.00元、37.00元（11月6日收盘价为36.78元）。若股权转让顺利，顾家集团整体债务情况或将优化。
- **投资建议：**顾家家居内贸功能沙发、床垫、定制三大品类高增长，天禧派与乐活品牌布局下沉市场贡献增量，外贸订单逐季改善，预计实控人变更对公司经营战略影响有限，看好公司在一体两翼的战略下经营持续向好。我们维持盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为20.14/23.69/27.76亿元，同增11.2%/17.6%/17.2%，当前股价对应PE为15/13/11X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**房地产复苏不及预期；一体化整家战略推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18,010	19,319	22,410	25,859
增长率（%）	-1.8	7.3	16.0	15.4
归属母公司股东净利润（百万元）	1,812	2,014	2,369	2,776
增长率（%）	8.9	11.2	17.6	17.2
每股收益（元）	2.20	2.45	2.88	3.38
PE	17	15	13	11
PB	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年11月6日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

36.78元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001
邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.顾家家居 (603816.SH) 2023年三季报点评：Q3盈利能力改善，内贸整家突破外贸经营质量提升-2023/11/01
- 2.顾家家居 (603816.SH) 2023年半年报点评：Q2业绩表现亮眼，结构性改革后聚焦确定性增长点-2023/09/03
- 3.顾家家居 (603816.SH) 2022年报及2023年一季报点评：渠道融合&高潜品聚焦，持续成长性值得期待-2023/05/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,010	19,319	22,410	25,859
营业成本	12,457	13,076	15,142	17,471
营业税金及附加	100	116	134	155
销售费用	2,952	3,193	3,642	4,137
管理费用	362	419	444	515
研发费用	301	348	381	427
EBIT	1,894	2,212	2,720	3,216
财务费用	-124	-7	74	80
资产减值损失	-30	-8	-10	-11
投资收益	47	92	107	123
营业利润	2,052	2,303	2,743	3,249
营业外收支	244	200	200	200
利润总额	2,296	2,503	2,943	3,449
所得税	449	445	523	613
净利润	1,848	2,058	2,420	2,836
归属于母公司净利润	1,812	2,014	2,369	2,776
EBITDA	2,529	2,980	3,773	4,281

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,398	5,428	8,078	11,008
应收账款及票据	1,036	1,696	1,967	2,270
预付款项	130	105	121	140
存货	1,883	2,070	2,397	2,765
其他流动资产	922	485	508	534
流动资产合计	8,368	9,783	13,071	16,716
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	4,078	4,389	4,678	4,965
无形资产	876	1,034	1,028	1,025
非流动资产合计	7,738	8,965	8,920	9,108
资产合计	16,106	18,748	21,991	25,824
短期借款	1,479	3,108	4,158	5,258
应付账款及票据	2,014	2,150	2,489	2,872
其他流动负债	3,126	3,045	3,477	3,965
流动负债合计	6,619	8,302	10,124	12,095
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	405	354	367	583
非流动负债合计	413	362	375	591
负债合计	7,032	8,665	10,499	12,686
股本	822	822	822	822
少数股东权益	192	236	288	348
股东权益合计	9,074	10,083	11,492	13,138
负债和股东权益合计	16,106	18,748	21,991	25,824

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.81	7.26	16.00	15.39
EBIT 增长率	2.13	16.80	22.95	18.25
净利润增长率	8.87	11.17	17.59	17.18
盈利能力 (%)				
毛利率	30.83	32.31	32.43	32.44
净利润率	10.06	10.43	10.57	10.73
总资产收益率 ROA	11.25	10.75	10.77	10.75
净资产收益率 ROE	20.40	20.46	21.14	21.70
偿债能力				
流动比率	1.26	1.18	1.29	1.38
速动比率	0.90	0.89	1.02	1.12
现金比率	0.66	0.65	0.80	0.91
资产负债率 (%)	43.66	46.22	47.74	49.13
经营效率				
应收账款周转天数	20.99	32.00	32.00	32.00
存货周转天数	55.18	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	1.12	1.11	1.10	1.08
每股指标 (元)				
每股收益	2.20	2.45	2.88	3.38
每股净资产	10.81	11.98	13.63	15.56
每股经营现金流	2.93	2.62	4.23	4.82
每股股利	1.11	1.23	1.45	1.70
估值分析				
PE	17	15	13	11
PB	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	11.33	9.61	7.59	6.69
股息收益率 (%)	3.00	3.32	3.91	4.58
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,848	2,058	2,420	2,836
折旧和摊销	635	768	1,053	1,065
营运资金变动	8	-531	121	140
经营活动现金流	2,410	2,150	3,473	3,958
资本开支	-1,457	-1,681	-807	-1,053
投资	62	-125	0	0
投资活动现金流	-848	-1,529	-701	-930
股权募资	6	-163	0	0
债务募资	779	1,510	1,062	1,317
筹资活动现金流	-389	409	-121	-98
现金净流量	1,228	1,030	2,651	2,930

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026