

公司点评
顶固集创 (300749)
轻工制造 | 家用轻工
拟收购凯迪仕，智能门锁前景广阔

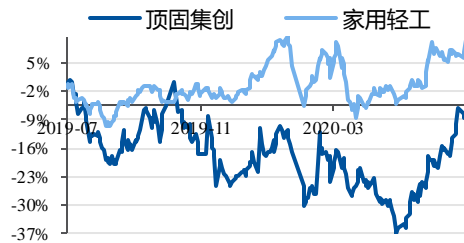
2020年07月02日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 13.60-15.64 元
交易数据

当前价格 (元)	13.96
52周价格区间 (元)	9.52-16.40
总市值 (百万)	2864.16
流通市值 (百万)	1204.30
总股本 (万股)	20516.94
流通股 (万股)	8626.77

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
顶固集创	12.67	22.78	-7.06
家用轻工	2.83	15.55	10.59

彭敏
分析师

 执业证书编号: S0530520050001
 pengmin2@cfzq.com

0731-84779517

相关报告

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	830.66	929.73	1802.19	1973.39	2142.51
净利润 (百万元)	76.51	77.89	183.50	202.02	216.33
每股收益 (元)	0.29	0.29	0.68	0.75	0.81
每股净资产 (元)	2.76	2.94	3.81	4.41	5.01
P/E	48.96	48.09	20.41	18.54	17.32
P/B	5.06	4.74	3.66	3.17	2.79

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 事件:** 公司发布《关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金申请获得深圳证券交易所受理的公告》。公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买苏祺云、蒋念根、徐海清等合计持有的深圳市凯迪仕智能科技有限公司 96.2963% 股权，本次交易完成后，公司将累计持有凯迪仕 100% 股权。本次交易拟购买凯迪仕 96.2963% 股权作价为 12.33 亿元，其中以发行股份方式支付交易对价的 70%，以现金方式支付交易对价的 30%。同时，公司拟通过询价方式向其他不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 3.8 亿元，用于支付本次交易中的现金对价和本次重组相关费用。
- 顶固集创以传统家居业务为主，一季度业绩受疫情影响较大:** 公司主要产品为定制衣柜及配套家具、精品五金等。2019 年实现营业收入 9.30 亿元，同比增长 11.93%，归母净利润 0.78 亿元，同比增长 1.80%，扣非归母净利润 0.67 亿元，同比增长 1.31%。2020Q1 实现营业收入 0.48 亿元，同比下滑 53.96%，归母净利润亏损 0.25 亿元，同比下滑 3812.52%，公司主营业务受疫情影响较大，业绩承压前行。
- 凯迪仕专注智能门锁，发展前景广阔:** 凯迪仕专注于智能门锁领域，在智能门锁市场中处于领先地位。凯迪仕 2017-2019 年实现营业收入 3.30 亿元、5.99 亿元、7.04 亿元，扣非归母净利润 0.37 亿元、0.96 亿元、0.95 亿元，2019 年智能门锁行业竞争激烈，凯迪仕在同行出现业绩大幅下滑的情况下，保持了较高的盈利水平。本次交易中，凯迪仕承诺在 2020-2022 年度中扣非归母净利润分别不低于 1.08 亿元、1.23 亿元、1.35 亿元，双方约定如未完成业绩承诺，将进行业绩补偿。随着智能家居的蓬勃发展，智能门锁将迎来新的发展机遇，根据全国锁具行业信息中心数据，我国智能门锁近年来复合增速快，预计 2020 年需求量将达到 3200 万套。在精装修渠道，根据奥维云网数据，2019 年智能门锁配套率为 46.6%，2020 年已快速提升至 65.7%，智能门锁已成为精装修新标配。
- 投资建议:** 看好智能门锁发展前景，本次交易完成后将丰富上市公司智能门锁产品系列，上市公司与凯迪仕将实现双方优势互补，发挥品牌、销售渠道、研发能力等方面的协同效应，共同把握智能家居市场

的发展机遇。假设凯迪仕业绩承诺完成率为 100%，预计并表后公司 2020-2022 年整体净利润为 1.84 亿元、2.02 亿元、2.16 亿元，本次公司购买资产增发股份预计为 0.63 亿股，重组后总股本预计为 2.68 亿股，对应 EPS 分别为 0.68 元、0.75 元、0.81 元，对应 PE 分别为 20.41 倍、18.54 倍、17.32 倍。考虑到凯迪仕并表后的业绩增长及参考同行业估值水平，给予公司 2020 年 20-23 倍 PE，对应合理区间 13.60-15.64 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**重大资产重组方案存在不确定性风险；原材料价格上涨；市场竞争加剧；智能门锁渗透提升不及预期。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	830.66	929.73	1802.19	1973.39	2142.51	成长性					
减:营业成本	517.11	571.62	1,104.74	1,231.99	1,345.50	营业收入增长率	2.9%	11.9%	93.8%	9.5%	8.6%
营业税费	7.82	7.99	17.54	19.34	21.00	营业利润增长率	1.0%	5.2%	132.6%	11.9%	7.2%
销售费用	102.70	126.85	231.84	273.71	297.60	净利润增长率	3.0%	1.8%	135.6%	10.1%	7.1%
管理费用	86.14	99.61	186.33	234.24	254.53	EBITDA 增长率	-8.6%	16.8%	46.6%	8.9%	6.2%
财务费用	2.54	1.38	-1.81	-5.80	-6.93	EBIT 增长率	-10.0%	17.9%	56.2%	10.1%	6.9%
资产减值损失	6.64	-1.55	3.33	2.81	1.53	NOPLAT 增长率	-1.3%	2.7%	127.1%	8.4%	6.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-60.00	10.00	13.33	投资资本增长率	104.3%	-16.0%	-16.9%	46.3%	-20.8%
投资和汇兑收益	1.32	6.32	7.04	4.89	6.09	净资产增长率	111.9%	6.8%	29.5%	15.6%	13.7%
营业利润	84.67	89.09	207.26	232.00	248.71	利润率					
加:营业外净收支	1.05	-0.96	0.43	0.17	-0.12	毛利率	37.7%	38.5%	38.7%	37.6%	37.2%
利润总额	85.71	88.12	207.69	232.17	248.59	营业利润率	10.2%	9.6%	11.5%	11.8%	11.6%
减:所得税	9.19	10.27	24.22	30.18	32.32	净利润率	9.2%	8.4%	10.2%	10.2%	10.1%
净利润	76.51	77.89	183.50	202.02	216.33	EBITDA/营业收入	16.4%	17.1%	12.9%	12.8%	12.6%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	13.4%	14.1%	11.4%	11.5%	11.3%
货币资金	197.11	305.88	609.06	593.75	844.61	运营效率					
交易性金融资产	-	90.00	30.00	40.00	53.33	固定资产周转天数	94	88	43	35	28
应收帐款	97.86	147.33	237.00	216.48	288.28	流动营业资本周转天数	25	46	9	20	28
应收票据	9.05	51.45	4.34	70.40	25.23	流动资产周转天数	206	265	206	232	246
预付帐款	8.22	7.54	21.47	10.93	25.01	应收帐款周转天数	38	47	38	41	42
存货	146.89	144.25	353.53	231.67	411.89	存货周转天数	52	56	50	53	54
其他流动资产	155.91	7.46	55.48	72.95	45.29	总资产周转天数	363	425	287	300	304
可供出售金融资产	50.00	-	16.67	22.22	12.96	投资资本周转天数	154	171	74	75	74
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	4.10	4.10	4.10	4.10	ROE	10.3%	9.9%	17.9%	17.1%	16.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	6.6%	10.9%	12.6%	10.7%
固定资产	227.62	226.97	202.87	178.76	154.66	ROIC	33.2%	16.7%	45.1%	58.9%	43.0%
在建工程	10.05	42.77	42.77	42.77	42.77	费用率					
无形资产	81.67	81.41	78.39	75.37	72.35	销售费用率	12.4%	13.6%	12.9%	13.9%	13.9%
其他非流动资产	21.44	78.99	32.98	37.39	45.90	管理费用率	10.4%	10.7%	10.3%	11.9%	11.9%
资产总额	1,005.81	1,188.16	1,688.66	1,596.79	2,026.38	财务费用率	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
短期债务	7.37	87.25	-	-	-	三费/营业收入	23.0%	24.5%	23.1%	25.4%	25.4%
应付帐款	99.38	114.14	403.57	197.88	376.46	偿债能力					
应付票据	38.73	53.92	99.43	80.22	120.12	资产负债率	26.4%	33.5%	39.4%	26.0%	33.7%
其他流动负债	111.03	118.72	148.90	120.75	168.11	负权益比	36.0%	50.4%	65.1%	35.1%	50.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.40	2.02	2.01	3.10	2.55
其他非流动负债	9.52	24.27	13.95	15.91	18.04	速动比率	1.83	1.63	1.47	2.52	1.93
负债总额	266.03	398.29	665.84	414.77	682.74	利息保障倍数	44.01	95.08	-113.37	-39.02	-34.88
少数股东权益	0.10	-	-0.03	-0.06	-0.11	分红指标					
股本	113.98	205.17	268.33	268.33	268.33	DPS(元)	0.12	0.08	0.12	0.18	0.17
留存收益	625.70	587.29	754.52	913.74	1,075.42	分红比率	32.8%	21.1%	17.9%	23.9%	21.0%
股东权益	739.78	789.87	1,022.82	1,182.02	1,343.64	股息收益率	0.9%	0.6%	0.9%	1.3%	1.2%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	76.52	77.86	183.50	202.02	216.33	EPS(元)	0.29	0.29	0.68	0.75	0.81
加:折旧和摊销	32.32	32.45	27.13	27.13	27.13	BVPS(元)	2.76	2.94	3.81	4.41	5.01
资产减值准备	6.64	9.05	-	-	-	PE(X)	48.96	48.09	20.41	18.54	17.32
公允价值变动损失	-	-	-60.00	10.00	13.33	PB(X)	5.06	4.74	3.66	3.17	2.79
财务费用	3.13	2.82	-1.81	-5.80	-6.93	P/FCF	-16.16	16.00	22.79	78.91	11.77
投资收益	-1.32	-6.32	-7.04	-4.89	-6.09	P/S	4.51	4.03	2.08	1.90	1.75
少数股东损益	0.01	-0.03	-0.03	-0.03	-0.05	EV/EBITDA	9.79	15.61	13.15	12.05	10.37
营运资金的变动	-205.12	45.88	87.01	-186.08	66.18	CAGR(%)	38.2%	40.6%	35.2%	38.2%	40.6%
经营活动产生现金流量	28.99	62.75	228.75	42.35	309.90	PEG	1.28	1.19	0.58	0.49	0.43
投资活动产生现金流量	-232.29	-14.22	110.37	-20.66	-11.32	ROIC/WACC	3.16	1.59	4.30	5.61	4.10
融资活动产生现金流量	246.91	52.35	-35.95	-36.99	-47.72	REP	0.88	3.87	2.13	1.11	1.76

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438