

## 轻工制造

2017年02月15日

## 顾家家居 (603816)

——国内软体家居龙头，品牌渠道优势领先；品类稳步扩张，向大家居升级转型

报告原因：首次覆盖

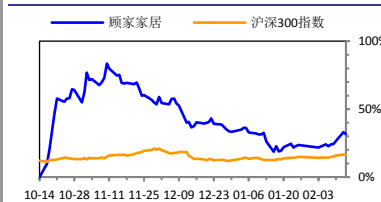
增持 (首次评级)

收盘价(元)	46.71
一年内最高/最低(元)	68.9/29.59
市净率	11.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	3854
上证指数/深证成指	3217.93/10264.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	4.01
资产负债率%	54.21
总股本/流通A股(百万)	413/83
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
范张翔 A0230516080003  
fanzx@swsresearch.com

## 联系人

丁智艳  
(8621)23297818×7580  
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 顾家家居为国内软体家居龙头，品牌渠道优势领先。2015年顾家收入36.84亿元，归母净利润4.98亿元，现有产品包括沙发、软床、餐椅和配套产品等。品质与设计为本，营销与渠道大力投入，奠定了国内软体家居领导者地位，近几年综合毛利率稳步提升。2016H1，收入出口占比为36.5%；其余内销收入中，包括B2B，线下与线上渠道。截止2016年6月底，顾家在国内拥有196家直营店与2686家经销商店；电商渠道建设领先，连续五年天猫双十一排名软装家居第一。
- 三阶段成长路径，以软体家居为切入点，发展全品类、多层次的产品矩阵，顾家在万亿大家居领域的版图有望稳健扩张。首先，主打产品沙发受益于行业集中度提升。沙发作为客厅的重要构成与高频使用产品，在消费升级背景下，品牌认知度快速提升。在公司原有强势皮沙发产品的基础上，也发展了布艺沙发与功能沙发（和全球功能沙发开创者La-Z-Boy战略合作）作为补充，满足不同消费者的个性需求。第二，循序渐进推进品类扩张，打造优势产品矩阵。生产协同性的角度，由沙发向软床、床垫、软体餐椅等全品类家居扩张；销售协同性的角度，以沙发作为流量入口，向配套产品系列发展，确保每个品类均拥有市场前三的竞争力。第三，尝试开拓大店模式，通过情景销售，大数据营销，在2020年前后向精品宜家的模式转型。
- 成长保障：自建产能融合外部供应链，保障产品供应；职业经理人专业组织架构保障战略执行力。产能方面，IPO募集资金保证自有产品（沙发、软床、床垫、餐椅等）产能稳健扩张，外部供应链协同体系支撑配套产品稳健发展。公司于2012年引进职业经理人团队，搭建专业的组织架构，经过几年的磨合调整，已渐入佳境，公司的人才储备与组织执行力领先业内。
- 软体家居业务稳步拓展，向大家居升级转型，长远发展空间广阔，首次评级给予增持评级，目标价64元。公司以沙发作为品类切入点和流量入口；循序渐进拓展品类，向大家居升级转型。我们认为公司初步的品类扩张与大店营销较为成功，具有稳步向大家居万亿市场空间发力的基础。在不考虑可能的外延收购扩张的前提下，我们预计公司2016-2018年的收入分别为47.53亿元、61.32亿元和78.80亿元，三年CAGR为28.8%；实现归母净利润5.95亿元、7.59亿元、10.13亿元，三年CAGR为30.5%；对应2016-2018年EPS分别为1.44元、1.84元、2.46元，目前股价（46.71元）对应2016-2018年PE分别为32、25和19倍，参照同行估值与次新股溢价，给予一年目标价64元，对应2017年35倍PE，首次评级予以增持评级。

## 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,685	3,248	4,753	6,132	7,880
同比增长率(%)	13.74	26.53	28.99	29.01	28.51
净利润(百万元)	498	420	595	759	1,013
同比增长率(%)	17.42	21.82	19.40	27.56	33.47
每股收益(元/股)	1.51	1.27	1.44	1.84	2.46
毛利率(%)	41.1	41.8	41.2	41.4	41.6
ROE(%)	48.4	31.7	16.2	17.1	18.6
市盈率	31		32	25	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

软体家居龙头企业，品牌建设完善，渠道逐步下沉。伴随产能压力缓解，中短期业绩快速成长，大家居战略逐步落实，长期盈利能力将超预期。我们预计公司 2016-2018 年的收入分别为 47.53 亿元，61.32 亿元和 78.80 亿元，三年 CAGR 为 28.8%；实现归母净利润 5.95 亿元、7.59 亿元、10.13 亿元，三年 CAGR 为 30.5%；对应 2016-2018 年 EPS 分别为 1.44 元、1.84 元、2.46 元，目前股价（46.71 元）对应 2016-2018 年 PE 分别为 32、25 和 19 倍，参照同行估值与次新股溢价，给予一年目标价 64 元，对应 2017 年 35 倍 PE，首次评级予以增持评级。

### 关键假设点

假设 2017-2018 年公司每年新开直营店、经销店合计 400 家；电商收入增速保持在 40-60%；境外 ODM 收入增速保持在 20-25%；各项毛利率水平基本稳定；期间费用率稳中略降。

### 有别于大众的认识

1) 市场担心公司在大家居拓展方面的执行力，我们认为公司引进一流的职业经理人团队，目前以沙发为主要产品撬动其他业务协同发展，在功能沙发、定制家居等产品拓展初见成效，取得较好的市场营销力和品牌粘度。而且公司目前通过直营的方式不断尝试大店模式，成功概率高、模式可复制。2) 市场认为房地产调控对家居行业不利影响，我们认为家居产品除考虑二次装修市场作为增量外，随家居行业集中度提升，龙头整合强者恒强，公司营收动力可来源于抢占市场份额。随公司渠道不断下沉，开拓新增市场，加大品牌建设投入，我们对公司未来持续拓展大家居持有信心。

### 股价表现的催化剂

沙发业务市场份额持续提升，多品类拓展卓有成效

### 核心假设风险

新建产能达产不及预期、原材料涨价压力

## 目录

<b>1. 国内软体家居龙头，优质管理保驾护航</b> .....	<b>7</b>
1.1 公司是国内软体家居龙头，盈利能力稳定提升 .....	7
1.2 毛利率稳步提升，主动投入营销与研发，打造长期竞争优势.....	10
<b>2. 打造精品软装家居，树立优质品牌渠道</b> .....	<b>12</b>
2.1 产品：以沙发为主业，优化产品结构，综合毛利率不断提升.....	12
2.1.1 沙发：全品类沙发典范，主打皮类沙发，品质精益求精.....	12
2.1.2 软床、床垫：优化产品结构，提升整体盈利水平.....	15
2.1.3 餐椅、配套产品：多品类产品协同效应，培育业绩新增长点.....	17
2.2 生产：新增产能落成缓解公司产能压力，中短期业绩扩张提供保障	17
2.3 渠道：境内渠道下沉，主动营销，加大电商建设为线下门店引流...	19
2.3.1 直营门店宣传示范，逐步尝试大店战略 .....	20
2.3.2 经销门店渠道下沉，激励管理保障销售目标.....	20
2.4 品牌：开启主动营销模式，加强品牌建设，注重电商发展为线下引流	22
2.5 管理：外部引进+内部培养构建人才核心竞争力 .....	24
<b>3. 战略：依托沙发品牌优势，拓展产品品类，未来大家居前景广阔</b> .....	<b>26</b>
3.1 大家居行业万亿规模，软装家居依托内生和外销，行业空间足够大	26
3.1.1 内生：大家居行业内生增长面临近万亿市场规模.....	26
3.1.2 外销：我国是全球最大软体家居出口国，ODM 业务占比巨大 ...	28
3.1.3 公司境外 ODM 业务提升产能利用率，优化客户结构 .....	30
3.2 他山之石：国外家居龙头发展历程，单品类向全品类转型之路 .....	31
3.3 公司战略发展三步走，未来转型精品宜家 .....	34
3.4 房地产行业促使家居集中化，龙头整合趋势显现.....	36
<b>4. 风险：房地产调控，大宗原材料涨价</b> .....	<b>38</b>
<b>5. 盈利预测和投资建议：未来三年内生业绩平稳增长，大家居发展空间广阔，首次给予增持评级</b> .....	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 公司官网的宣传首页 .....	7
图 2: 顾家精品工艺沙发“满堂红”系列 .....	7
图 3: 顾家家居软床和软垫系列 .....	8
图 4: 顾家体现精致设计感的定制家居 .....	8
图 5: 公司 20 年发展历程概况 .....	8
图 6: 顾家家居股权结构图 .....	9
图 7: 2012-2015 年营收 CAGR20.3% .....	10
图 8: 2012-2015 归母净利 CAGR18.8% .....	10
图 9: 毛利率平稳增长, 因费用率提升, 净利率表现基本稳定 .....	11
图 10: 公司加大营销与品牌宣传力度 .....	11
图 11: 各产品条线毛利率保持增长, 床业务毛利率增速尤为突出 .....	11
图 12: 推动研发水平, 保证产品创新品质 .....	11
图 13: 顾家家居布艺沙发系列 .....	12
图 14: 顾家家居皮沙发系列 .....	12
图 15: 2016H1 沙发作为主要产品占比 65.1%, 同时生产餐椅、床等其他软体家居产品 .....	13
图 16: 沙发业务皮类沙发为主, 同时生产功能沙发和布艺沙发 .....	13
图 17: 近几年, 各类别沙发毛利率稳步增长 .....	14
图 18: 顾家和美国 La-Z-Boy 战略合作仪式 .....	14
图 19: 顾家推出的 La-Z-Boy 功能沙发 .....	14
图 20: 软床和床垫销量逐年提升 .....	15
图 21: 软床和床垫单价保持平稳 .....	15
图 22: 沿产品线在软体家居方面布局餐椅、软床和床垫 .....	15
图 23: “顾家一号垫”床垫的宣传图 .....	16
图 24: 超一流制造和供应链保证床垫极致性价比 .....	16
图 25: 床收入增速远高于公司整体业务增速 .....	16
图 26: 顾家家居餐厅整体布局图 .....	17
图 27: 顾家头层牛皮精致餐椅图 .....	17

图 28: 以销定产, 促使产销合理化.....	18
图 29: 多种销售渠道, 境内: 经销+自营, 境外: ODM.....	19
图 30: 公司直营门店主要分布在长三角地区和其他一线城市, 起示范作用 .....	21
图 31: 2686 家经销店 196 家直营店遍布全国 30 省市, 渠道下沉至三四线城市.....	21
图 32: 门店数目在 2011-2015 年数目快速增长, 渠道不断下沉.....	21
图 33: 2016 年“双十一”顾家单日销量过亿元, 蝉联住宅家居第三名.....	22
图 34: 主动营销引入明星代言与沿街、高速广告牌.....	23
图 35: 2016 年春节期间全球标志性城市“顾家拜年红”.....	23
图 36: 历年推出不同主动营销策略思路.....	24
图 37: 主动营销效果显著, “顾家家居”日搜索量逐年上升.....	24
图 38: 我国软体家居销售额平稳增长.....	28
图 39: 我国家居制造行业收入年复合增长率 15.7%.....	28
图 40: 全球家居行业 40000 亿元总产值.....	28
图 41: 我国软体家居产值逐年上升.....	29
图 42: 中国是最大的软体家居出口国.....	29
图 43: 我国软体家居出口额连续 4 年超百亿美元.....	30
图 44: ODM 模式来自大客户的销售收入.....	30
图 45: ODM 业务占总收入比维持在 30%左右.....	31
图 46: 各国家居龙头市占率.....	32
图 47: 宜家家居大卖场涵盖大家居各个品类.....	32
图 48: 韩国家居龙头汉森家居的发展历程.....	33
图 49: 顾家家居已经开始销售全品类家居产品.....	34
图 50: 逐步落实“全品类、多层次的产品”战略.....	35
图 51: 家具社零额增速与主要家居上市公司内销收入增速对比.....	36
图 52: 空间定制: 大家居转型, 提升客单价水平.....	36
图 53: 尺寸定制: 已经进入精细化运营阶段, 比拼综合成本管控能力和经销商终端掌控能力.....	37
图 54: 顾家家居全屋定制系列.....	37
图 55: 顾家家居天猫电商“聚划算”家居一站式服务系列.....	37
图 56: 海宁皮革价格指数.....	39

图 57: 软泡聚醚价格趋势.....	39
表 1: IPO 募投资金主要用于扩建产能与直营门店建设 .....	9
表 2: 公司软体家具自有产能不断提升.....	18
表 3: 募投资金在两年内新增 150 家直营店.....	20
表 4: 公司管理团队是公司核心竞争力之一.....	25
表 5: 合计装修房套数在 2018 年将达到 2552 万套 .....	26
表 6: 软体家居市场规模 2018 年将达 6120 亿元, 大家居市场规模将达 14120 亿元 .....	27
表 7: 宜家家居销售品类涵盖广泛.....	33
表 8: 我国历年出台有关房地产调控的重要政策.....	38
表 9: 收入拆分预测表 .....	41
表 10: 家居行业可比公司估值表 .....	43
表 11: 盈利预测表.....	43

# 1. 国内软体家居龙头，优质管理保驾护航

## 1.1 公司是国内软体家居龙头，盈利能力稳定提升

顾家家居是国内软体家居企业的龙头。公司始于 1982 年“南通顾家工坊”，前身经过“海龙家私”、“顾家沙发”，2011 年“顾家家居”正式成立。目前公司具备客厅卧室中高档软体家居产品的研发、设计、生产与销售的全产业链业务，产品包括拥有沙发、软床、餐椅、床垫和配套产品，拥有“顾家工艺沙发”、“全皮沙发”、“软床”、“定制家居”、功能沙发旗舰“LA-Z-Boy”、青年家居品牌“米檬”等十大系列，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。

图 1：公司官网的宣传首页



资料来源：公司官网，申万宏源研究

顾家家居已经成为中国参与全球业务最广泛、竞争实力最强的家居品牌之一。从 2003 年参加国际家具展至今，公司不断拓展全球及全国各区域的门店，完善线上线下营销渠道，并于各大国际大型家具展上崭露头角、屡次取得金奖荣誉，将执着专注的中国企业家精神、务实创新的中国企业文化推向全球。经过 20 年专注经营，从万千家居企业中脱颖而出，发展成为中国家居行业的领军品牌，公司 2016 年 6 月经销门店数量 2686 家，直营门店 196 家。2015 年营业收入 36.85 亿元，归母净利润 4.98 亿元。

图 2：顾家精品工艺沙发“满堂红”系列



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 3：顾家家居软床和软垫系列



资料来源：公司官网，申万宏源研究

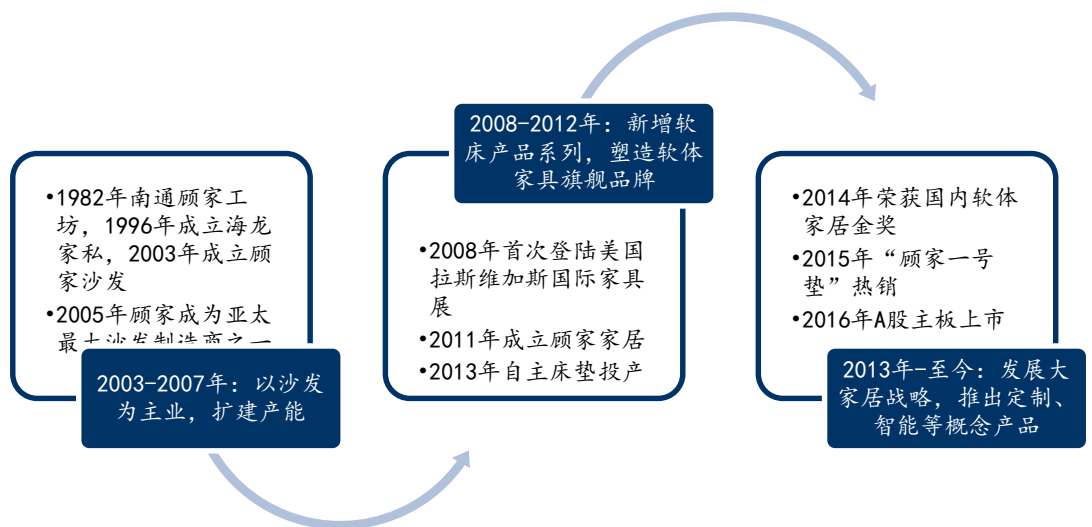
图 4：顾家体现精致设计感的定制家居



资料来源：公司官网，申万宏源研究

顾家家居产品生产工艺精良，以沙发为切入点撬动多品类协同发展。沙发为公司主打产品，沙发中公司以皮类沙发为主，以布艺沙发和功能沙发为辅，2016H1 沙发业务占比 65.1%。2013 年起公司开始自主生产软床和床垫类产品，并取得较好的品牌影响力。传统家居、红木家具、智能家居、定制家居业务的协同发展，内生式增长和营销模式变革创新，整体家居的产品零售多元化组织为公司布局大家居战略夯实基础，打造国内大家居企业的旗舰。

图 5：公司 20 年发展历程概况

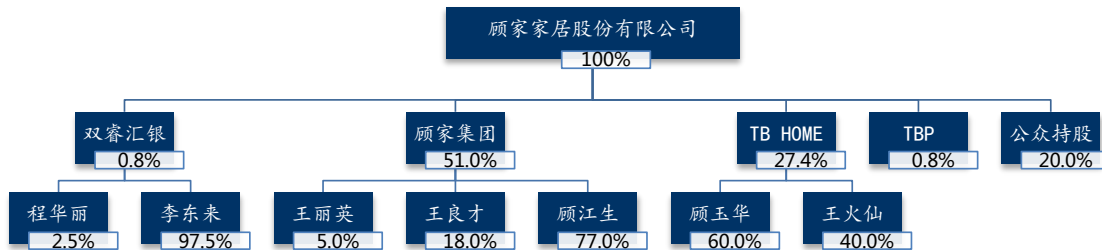


资料来源：公司公告，申万宏源研究



顾氏家族是公司的实际控制人，主要股东为顾家集团和 TB HOME。大股东为顾江生持股 77% 的顾家集团和顾玉华和王火仙（两者为顾江生父母）共同持有的 TB HOME。IPO 发行股数为 8250 万股，占发行后公司总股本的比例为 20%。发行后顾家集团持股比例由 63.7% 下降至 51.0%；TB HOME 持股比例由 34.3% 下降至 27.4%。

图 6：顾家家居股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**IPO 募投资金 19.6 亿元主要用于扩建产能与直营门店建设。**募投资金中年产 97 万标准套软体家居生产项目位于杭州江东，项目在 2014 年上半年开始陆续达产。公司 2015 年产 73.95 万套，产能利用率 97.3%，公司产品有足够的市场，新增产能将使公司利润大幅增长。IPO 募投项目 97 万套项目已经部分达产，河北新增产能已经在建，公司将依次阶段性布局西南地区和华南地区的市场。**直营门店建设拟在两年内建设 20 家旗舰店和 130 家单店。**旗舰店为面积较大、品类齐全的独立店，目前公司仅有一家旗舰店（杭州中河中路店）。公司在未来期间也将继续加大在直营和经销端的投入，销售渠道继续下沉，建设更多一站式家居购物门店。

表 1：IPO 募投资金主要用于扩建产能与直营门店建设

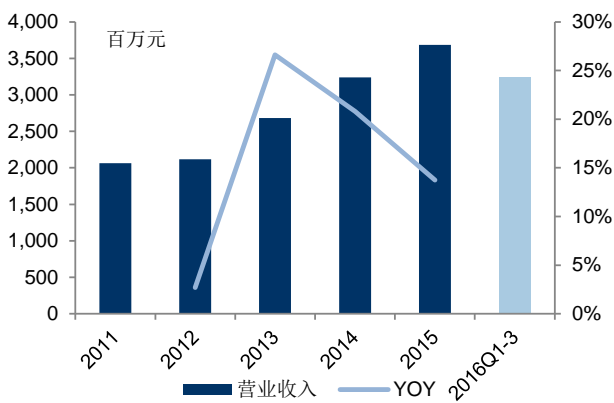
项目	占用募集资金金额（万元）	占比
年产97万标准套软体家居生产项目	117945.60	60.3%
信息化系统建设项目	6977.00	3.6%
连锁营销系统扩建项目	47076.60	24.1%
补充流动资金	23679.97	12.1%
合计	195679.17	100.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 毛利率稳步提升，主动投入营销与研发，打造长期竞争优势

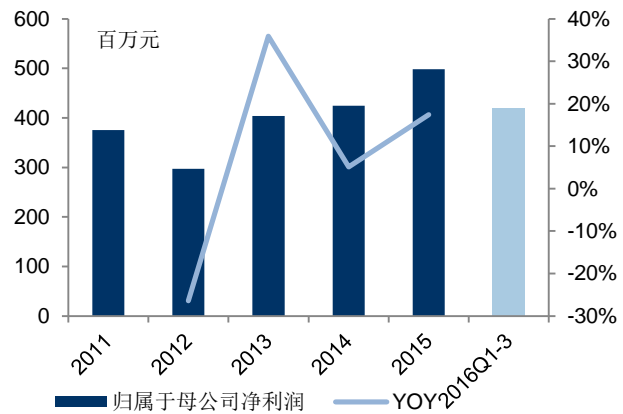
公司营业收入、归母净利润实现稳步增长。自 2012-2015 年营业收入 CAGR20.3%，归母净利润 CAGR18.8%。公司经过“主动营销”战略全面实施和直营门店数量的大幅增加的背景下，于 2013 年开始迎来业绩的高速发展。2014 年营业收入仍保持高增速水平，即便由于公允价值变动损益变动所致归母净利增速放缓，当年扣非归母净利仍保持了 15.4% 的增速。2016Q1-3 营业收入 32.48 亿元，归母净利润 4.20 亿元。优质的管理团队、成熟的商业模式和销售渠道，为未来的品牌化、多品类拓展之路奠定了基础。

图 7：2012-2015 年营收 CAGR20.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2012-2015 归母净利 CAGR18.8%

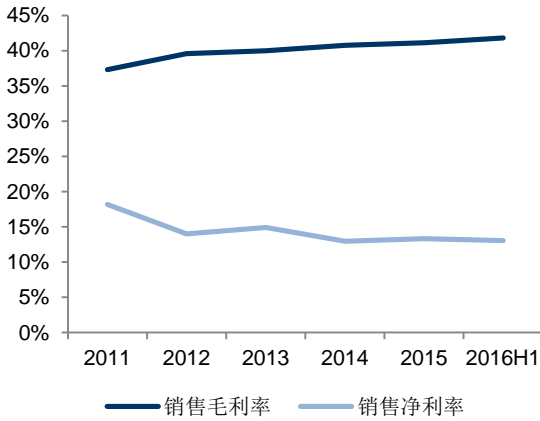


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**新产品毛利较高，产品结构优化，沙发业务毛利提升共同拉升公司毛利率。**公司自 2010 年开始生产软床，2013 年床垫生产线投产与软床形成协同，床业务毛利率赶超沙发主业，营收占比不断升高，对整体毛利率拉动作用明显。毛利率从 2011 年 35% 增长至 2015 年 41%，2016 年上半年毛利率增长至 42%。

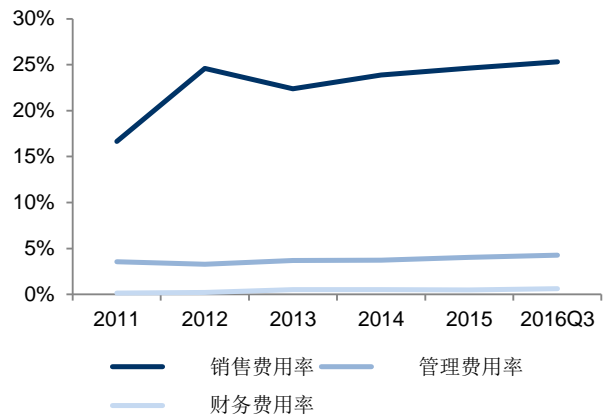
**优化产品结构，战略主打沙发与床业务，同时挖掘其他品类盈利优势。**主业皮沙发业务毛利率最高，主要原材料皮革与海绵价格降低促使皮沙发毛利升至更高水平。随着公司沙发业务的工艺提升，整体家居中软床、餐椅的协同效应增强，公司品牌影响力和粘度不断提升。

图 9：毛利率平稳增长，因费用率提升，净利率表现基本稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

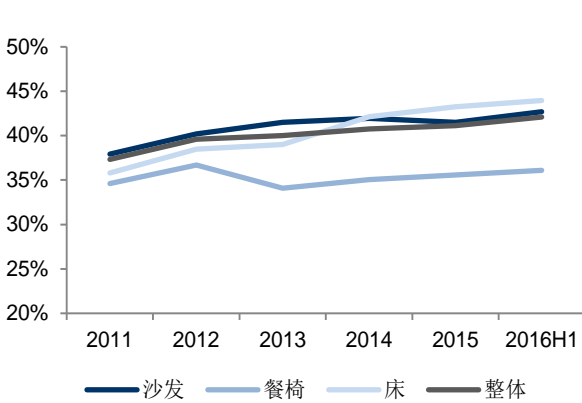
图 10：公司加大营销与品牌宣传力度



资料来源：公司公告，申万宏源研究

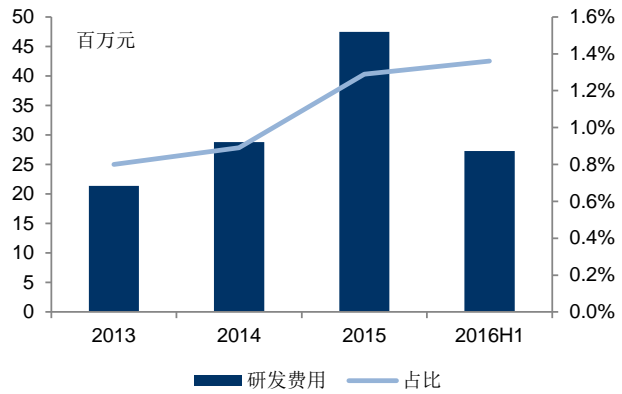
提升销售费用推进产品营销，增加研发费用保证产品水准。为推行各个品类产品的营销，保证高效、优质的营销渠道，并在核心圈宣传营销广告，公司销售费用从 2011 年起大幅上升，由 2011 年 2.8 亿元上升至 7.7 亿元。此外，公司研发水平的逐年提升。公司已与来自包括意大利、法国等国的行业一流设计师进行合作，紧跟全球家居潮流，为家居产品的创新品质提供了坚实保障。

图 11：各产品线毛利率保持增长，床业务毛利率增速尤为突出



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：推动研发水平，保证产品创新品质



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 打造精品软装家居，树立优质品牌渠道

工匠精神，设计领先，打造一流品质，奠定品牌基础。对于消费类企业而言，产品的综合质量和品牌价值起着至关重要的作用。基于专业木匠起家的顾家，对沙发的品质颇为追求，公司这种“工匠精神”为赢得消费者认可积累了强大口碑。公司拥有全球一流的设计中心，2015年荣获国际名家具展会最具创意设计金奖。截止2016年9月公司拥有747项专利，紧跟潮流利用新技术，“沙发力学设计新技术”荣获中国轻工业联合会科技技术进步三等奖。

### 2.1 产品：以沙发为主业，优化产品结构，综合毛利率不断提升

顾家家居以软体家居为切入点，发展全品类、多层次的产品矩阵，扩张大家居版图。第一，沙发业务逐渐完善，公司在原有强势皮沙发产品的基础上，协同发展布艺沙发与功能沙发，并与国际品牌 La-Z-Boy 合作，满足不同消费者的个性需求。第二，循序渐进推进品类扩张，打造优势产品矩阵，由沙发向软床、床垫、软体餐椅等全品类家居协同扩张；第三，目前已开始尝试红木家居、智能家居、定制家居等业务，公司将致力于全品类大家居的变革与创新，发挥渠道和品牌优势，尝试开拓大店模式，通过情景销售、大数据营销模式，借鉴国内外经验，未来向“精品宜家”模式转型，引领整装家居制造行业的潮流。

#### 2.1.1 沙发：全品类沙发典范，主打皮类沙发，品质精益求精

以皮类沙发为主要产品，布艺、功能沙发多元化发展。2016H1 沙发业务占营收比例为 65.1%。公司旗下已经拥有“休闲沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”（2007年3月）、“LA-Z-BOY 功能沙发”（2012年3月）、“布艺沙发”（2012年9月）等四大沙发产品系列，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。

图 13：顾家家居布艺沙发系列



资料来源：网络资料，申万宏源研究

图 14：顾家家居皮沙发系列

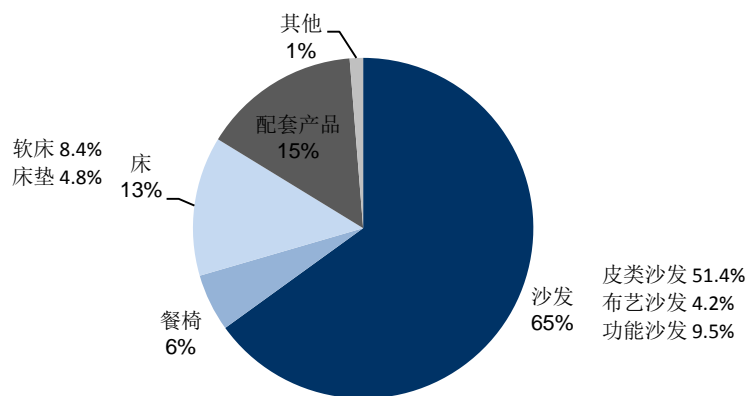


资料来源：网络资料，申万宏源研究

公司产品加工工艺精湛、检验流程细致，保证过硬产品质量。公司引进价值 200 万的意大利专业烘房，对家具进行严谨特殊的加固处理，产品出厂前经历 60000 次耐久性测试，然后再投放批量生产。顾家家居的产品过硬的品质、精密的加工检验系统为品牌的可持续发展夯实基础。

以消费者需求为基点，设计感强提升产品工艺。顾家拥有全球一流的家居设计中心，为满足各层次、不同消费理念顾客的消费偏好，公司加大设计中心的产品研发力度，采取全方位产品设计方式，力争提高产品设计感和工艺。每年引入院校设计师并进行培训，并引入外部优秀设计师提升设计理念创新，2015 年公司派产品设计师 70-80 人前往米兰进行学习深造。

图 15：2016H1 沙发作为主要产品占比 65.1%，同时生产餐椅、床等其他软体家居产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

20 年沙发制造经验造就全品类沙发生产业务。产品单价提高，沙发毛利逐年上升。公司以沙发、软床、配套产品为主要产品，经过 20 年发展历程，得益于深厚的工艺技术积累和严格的品质管理，公司的沙发产品在市场上长期保持着较高的竞争实力。

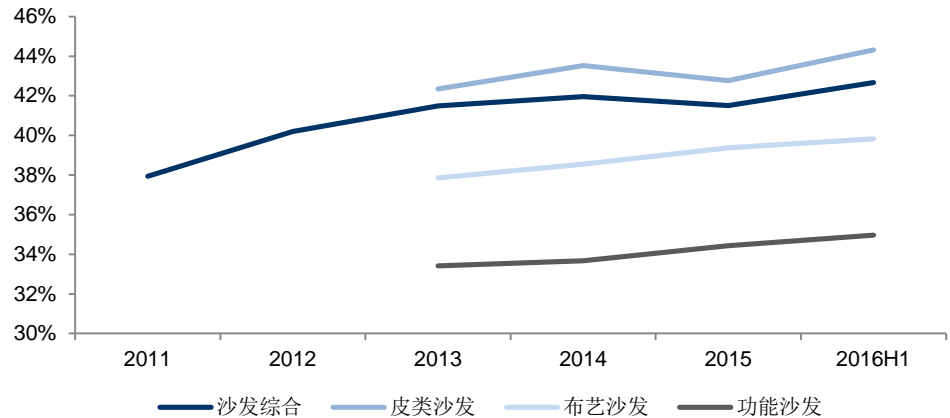
图 16：沙发业务皮类沙发为主，同时生产功能沙发和布艺沙发



资料来源：公司公告，申万宏源研究

皮类沙发为公司营收主要来源，盈利能力最为突出。公司沙发业务综合毛利率由 2011 年的 37.9% 逐步提升至 2016H1 的 42.7%，主要源于工艺提升、品牌认知度提升带动产品价格提升，和原材料（海绵、皮革）价格走低。皮类沙发占据公司营业收入 50% 以上的比例，是盈利能力最强的沙发产品。皮类沙发 2016H1 毛利率 44.3%，公司沙发产品品牌粘度高，具备较强的品牌定价权，促使毛利率水平稳步提升。皮类沙发将作为核心产品，有利撬动企业其他品类发展。

图 17：近几年，各类别沙发毛利率稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

家居消费升级，未来沙发选择多元化，顾家牵手功能沙发龙头 La-Z-Boy，为全品类沙发打开新空间。随着全球家居消费升级，未来沙发选择趋于多元化，在美国，功能沙发的市场占有率为 36.7%。2013 年 3 月，顾家家居牵手美国功能沙发龙头 La-Z-Boy，在开展传统皮沙发业务的同时，拓展沙发品类、储备全品类家居，满足不同消费观念的顾客需求。La-Z-Boy 始建于 1927 年，是全球功能沙发开创者，它首创的功能沙发被《时代杂志》评选为对人类生活有重大影响的 100 项发明之一，享有全美功能沙发最高知名度。至 2019 年底，顾家计划在国内开设 300 家 La-Z-Boy 专卖店，销售额达到 5 个亿。

图 18：顾家和美国 La-Z-Boy 战略合作仪式



资料来源：网络资料，申万宏源研究

图 19：顾家推出的 La-Z-Boy 功能沙发

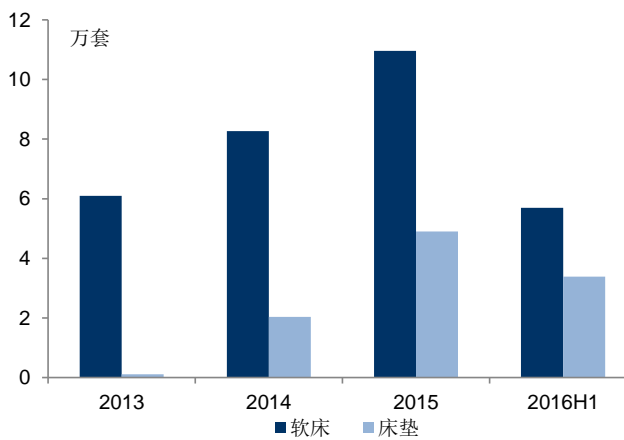


资料来源：网络资料，申万宏源研究

### 2.1.2 软床、床垫：优化产品结构，提升整体盈利水平

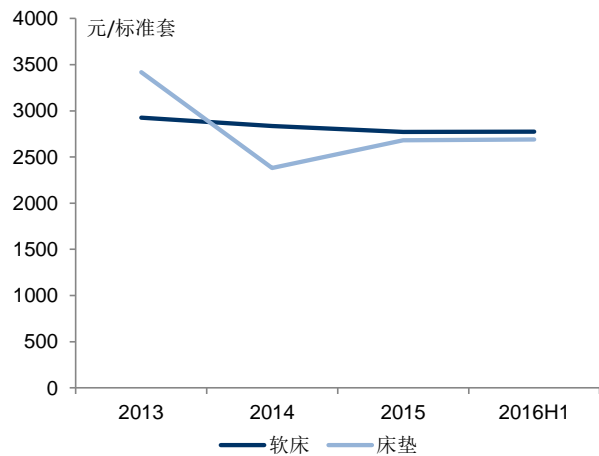
软床、床垫行业千亿市场规模，顾家布局全品类、多层次的产品矩阵。随着人们对于卧室家居配置、睡眠质量的不断重视，软床、乳胶床垫、功能床垫等产品逐渐受欢迎，越来越多的消费者愿意花费上千元添置一套舒适的软床。我国软床行业仍处于起步阶段，前 8 大品牌只占据 12% 的市场份额，市场空间潜力巨大。顾家家居落实“全品类、多层次的产品矩阵”战略，在 2013 年底开始自己投产床垫，2014 年顾家家居软体领域的品类扩张，软床和床垫成为重要组成部分。

图 20：软床和床垫销量逐年提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：软床和床垫单价保持平稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

软床床垫规模量产，江东基地产能释放。公司床垫于 2013 年在江东生产基地投入试产并投放市场，当年未规模化量产。2014 年以来，公司床垫产品实现了规模化生产并借助公司的营销网络迅速打开了市场空间，通过规模化采购，降低原材料成本，良性循环循环增加盈利水平。

图 22：沿产品线在软体家居方面布局餐椅、软床和床垫



资料来源：公司公告，申万宏源研究

超高性价比床垫提高产品粘度，“一号垫”爆款打造营销范例。2014年3月，经过1年时间的用户调研，通过对1200多个样板的分析，公司通过床垫软硬度和舒适度的深度研究，推出“独立袋弹簧”+“双面乳胶”+“亲肤面料”的极致性价比“顾家一号垫”，定价2999元，“一号垫”主打性价比优势，以价格优势和顾客体验为本增加品牌粘度，从而扩大销量。通过适当简化零售环节，采用线上、线下同价和同步销售的方式，使“一号垫”得到更广泛客户的认可和信赖。

图 23：“顾家一号垫”床垫的宣传图



资料来源：网络资料，申万宏源研究

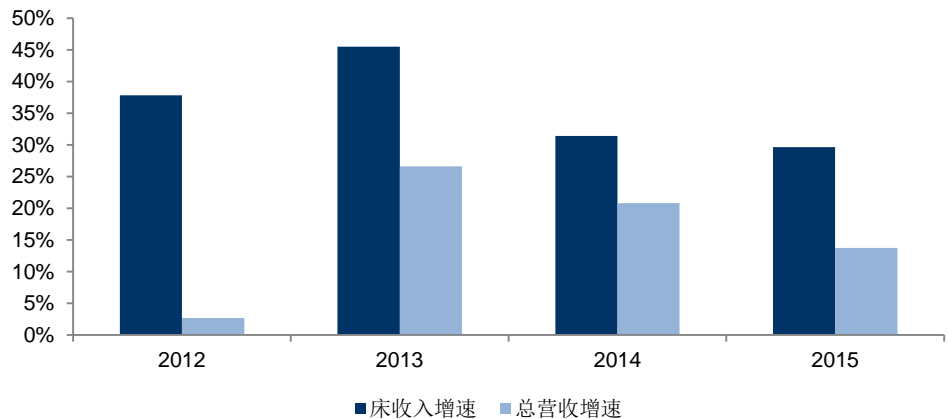
图 24：超一流制造和供应链保证床垫极致性价比



资料来源：网络资料，申万宏源研究

公司采取规模化生产、薄利多销的营销方式。软床、床垫销售收入快速增长，软床由2011的0.88亿元收入增至2015年的3.04亿元，CAGR达35.9%，而同期整体CAGR15.6%，成为公司收入增长的重要引擎。公司自制床垫2015年较2014年收入增长17.21%。床类业务毛利率2015年较2013年上升4.24个百分点。新增床垫产品与软床业务协同发展，自营比例提升，2013-2015年床自营比例由21.1%增至28.3%，促进床类业务明显提高。

图 25：床收入增速远高于公司整体业务增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究



### 2.1.3 餐椅、配套产品：多品类产品协同效应，培育业绩新增长点

餐椅盈利能力未来可提升空间大，品类多样化趋势使餐椅业务蓄势待发。餐厅家居布局是家居装饰中重要的环节，与客厅家居风格有极大整体关联性，顾家以主打产品沙发作为流量入口，促进餐椅销售协同发展。餐椅业务在“全品类、多层次的产品矩阵”战略指导下，为保障产品的多样化，不断挖掘各个品类的优势业务，餐椅业务营收未来可开发空间大。

配套产品品类齐全，大家居全品类战略已现雏形。公司配套产品包括茶几、餐桌、电视柜等产品，主要采用公司向供应商提供设计方案、供应商生产的模式，配套产品采购后与自产产品共同搭配销售，2014年初开始公司逐步将部分产品进行自产，形成更完善的产品协同效应。

图 26：顾家家居餐厅整体布局图



资料来源：网络资料，申万宏源研究

图 27：顾家头层牛皮精致餐椅图



资料来源：网络资料，申万宏源研究

## 2.2 生产：新增产能落成缓解公司产能压力，中短期业绩扩张提供保障

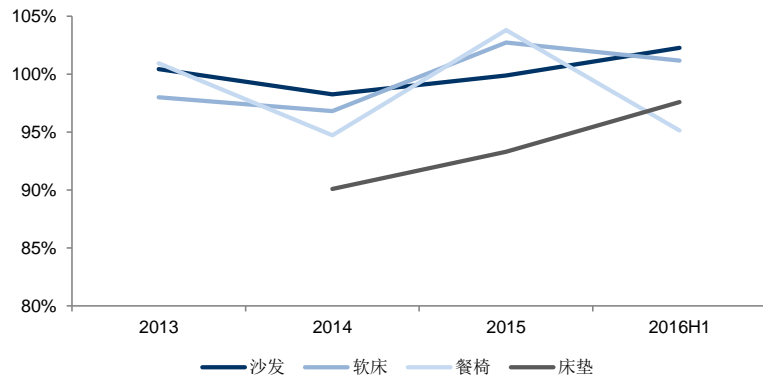
公司新建生产基地陆续投产，产能问题得到有效缓解。公司 2013-2015 年产能逐步扩建，由 2013 年产能 51 万标准套扩张至 2015 年 76 万标准套，但仍难以满足旺盛的市场需求，近几年公司产能利用率一直高于 97%。公司将部分非核心沙发业务采取外协生产模式加工制造。公司品牌建设完善，市场需求庞大，扩大产能为公司盈利能力的提高奠定基础。

坐标浙江、河北为主要生产基地，外协部分主打产品。杭州生产基地包括下沙经济技术开发区（顾家家居所在地）、江东前进工业园区（募投项目及顾家梅林所在地）。2012 年 9 月，发行人设立子公司顾家河北，在河北深州逐步建立生产基地。2013 年下半年以来，

公司与江浙地区如安吉、海宁等地软体家居委外生产供应商合作，通过委外生产方式满足少部分产能需求。随着公司募投项目的陆续投产，公司产能不足有所缓解，2015 年外购沙发比重与 2014 年相比有所下降，由 5.5 万套下降至 4.4 万套，占比由 7.99% 下降至 5.58%。2016 年上半年，公司从四川智远外协采购 5663 标准套沙发，仅部分非主打沙发业务采用外协生产（占比 10.1%）。

以销定产、适度库存的管理模式，有效降低呆滞存货风险。公司根据接收订单情况进行原材料采购，畅销品预备货源，并根据门店需求定制家居产品，从而降低发生存货呆滞的风险。公司采取 ERP 系统中对存货明细均有相应的代码和库存时间，每月统计各项存货库龄，优化库存管理。2015 年沙发的产销率为 99.9%，而 2016 年上半年产销率 102.3%，软床的产销率已连续两年超过 100%，达到饱和产能。因此，通过及时产能扩建，可适当缓解产销压力。

图 28：以销定产，促使产销合理化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

多处新增产能共同在建，解决产能紧张问题。公司 2015 年产 73.95 万套，产能利用率 97.3%。本次募投年产 97 万标准套软体家居生产项目和河北基地将陆续投产，河北深州项目也开始实现生产，在建的河北和江东生产基地的产能尚未大量释放。公司也开始再四川地区打造生产基地，形成华东、华北、西南三大生产基地为全国门店就近供货。2019 年公司计划将在华南地区建设新的生产基地。公司产品有足够的市场，新增产能将使公司利润大幅增长。

表 2：公司软体家居自有产能不断提升

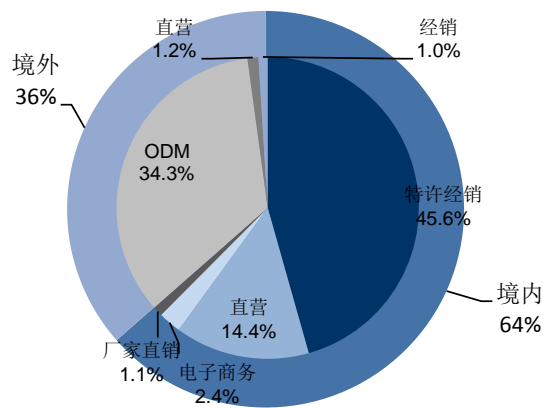
	产能 (万)	自有产能 (万)	利用率%
2013	51	49.6	97.3%
2014	64	63.3	98.9%
2015	76	74.0	97.3%
2016H1	42	39.6	94.2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 渠道：境内渠道下沉，主动营销，加大电商建设为线下门店引流

公司产品同时对国内和国外市场销售，国内直营+经销，国外 ODM。公司产品在国内销售以经销渠道为主，自营渠道为辅，同时开展电商与厂家直销业务。国外业务以 ODM 生产为主，同时逐步在境外（香港、台湾、中东、新加坡等地）开设直营门店与经销门店，销售自主品牌产品，扩大品牌影响力。

图 29：多种销售渠道，境内：经销+自营，境外：ODM



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司在境内主要采取直营与经销战略，加强渠道建设。公司在境内主要通过经销门店和直营门店销售自主品牌，目前经销门店为主，截止 2016 年 6 月，公司境内共开设经销店 2686 家经销店、196 家直营店。目前，公司进行门店逐步优化，推行大店战略，新开店面积较大和品类更多的旗舰店，提升消费体验。

直营聚焦一二线城市高平效，经销门店更加下沉。2015 年公司直营店平效 7104 元/平左右，经销店门店平效 3053 元/平（已扣除电商转单收入）。公司直营门店平效高于经销门店，主要是门店所在城市不同所致。公司直营门店布局于具有战略地位的一线城市和部分二线城市。而经销店基本布局于二三线城市，随着公司推行渠道下沉战略，经销门店逐步向三四线城市布局。城市经济发展水平不同，软体家居消费能力不同，进而导致平效不同。

### 2.3.1 直营门店宣传示范，逐步尝试大店战略

境内直营门店稳步扩张，一线城市加密布局。直营门店主要分布在长三角地区及北京和广州等一线城市，直营门店数目由 2011 年末 99 家迅速扩张至 2015 年末 235 家，截止 2016 年 6 月为 196 家，开店成功率 85%，近年来加密上述地区门店布局，并在长三角地区渠道下沉，单店平均收入 262.7 万元。公司现有直营门店除一家独立门店（杭州中河中路店，面积 3762 平米）外，其余全是店中店。

直营门店实时监控，随时调整，保证门店的高盈利性。每年度公司为直营门店制定销售目标，如果门店销售不达标，公司会主动关停相应直营门店。同时基于长期战略考虑，公司也会将部分直营门店转成加盟店。2016H1 公司对直营门店进行了优化，关闭或调整了部分面积较小、盈利能力不佳的店面，促进公司单店店面盈利能力。公司大力推行直营门店标准化，成立导购学校加强导购培训等措施，进一步提升门店形象和经营效率。

直营门店尝试大店战略，实现一站式购物，奠定大家居战略渠道基础。2016 年 H1 公司门店数量减少 16.3%，而店面平均面积 73106 平方米，仅比 2015 年平均面积下降了 7.8%，可见公司直营门店大店战略已经进入实质性布局阶段。大店战略要求门店面积大、品类全，催进消费者一站式购物体验的实现，也为公司后期大家居战略的实现奠定了销售渠道基础。

公司利用本次募投资金计划新建 150 家直营店。募投资金将在两年内新建 20 家旗舰店和 130 家直营店，加密原有地区门店，并在长三角地区渠道不断下沉至三四线城市。旗舰店与单店分工明确，分别负责全品类商品及单系列产品。

表 3：募投资金在两年内新增 150 家直营店

	旗舰店	单店
店数（家）	20	130
总面积（平方米）	22800	36300
单店面积（平方米）	1000-1400	200-300
开设方式	自主物业	租赁店面
店内商品	全品类商品	沙发系列或软床系列
所在区域	苏南及浙江	主要在长江三角洲区域，外加北京（17家）和武汉（20家）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3.2 经销门店渠道下沉，激励管理保障销售目标

不断拓展经销国内外门店，开店成功率高、盈利强。2016 年 6 月，经销门店国内 2686 家+国外 26 家，门店地址由经销商自行选择并经公司确认，经销商按照公司统一的门店装修标准进行装修。经销门店人员安排由经销商自行决定，经销门店的盈亏由经销商自行承担。公司在开店 1000 家时，成功率达到 98.8%。公司强调经销商理念与公司文化相结合，要求经销商能够主动拓宽市场。

经销奖励机制推动业务扩张，创新性经营体模式降低管理半径。经销合同一年一签，公司保留更换经销商的权利，逐年给经销商给定目标。如若经销商超额完成任务，公司也会对经销商有所奖励，部分奖金要求用于业务扩张。针对经销规模的扩大，经销区域的延伸，将销售层级由原来的“顾家家居→各单个经销商”变更为“顾家家居→经营体→各单个经销”。经营体由当地的经销商共同组建，经营体可以整合经销商，缩小经销管理半径，降低经销管理成本，有利于订单整合和提高满足客户需求能力。

图 30: 公司直营门店主要分布在长三角地区和其他一线城市，起示范作用



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31: 2686 家经销店 196 家直营店遍布全国 30 省市，渠道下沉至三四线城市

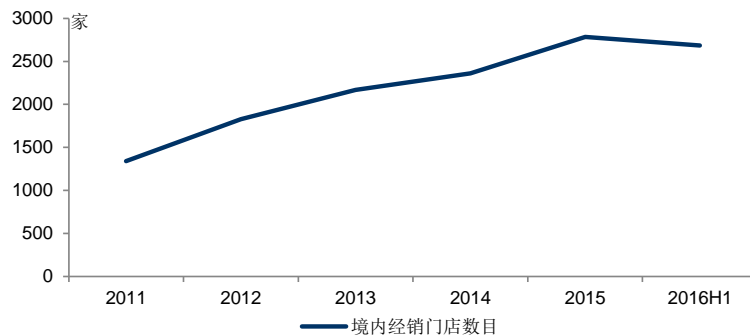


资料来源：公司公告，申万宏源研究

经销门店逐步下沉，布局三四线城市，品牌效应逐渐体现。公司从 1340 家经销门店发展到 2783 经销门店仅用了四年时间，平均年新增门店数目 360 家。门店的迅速铺开，加密了原有一二线城市及长江三角洲区域的门店布局，并且原有业务扩展至全国 30 个省市自治区的三四线城市及县城。

门店数目增长与单店规模调整同步进行，保证所有单店达到销售目标。2016 年上半年公司经销门店数目有所减少，是由于公司对部分门店进行调整，经销商门店提货额未达到业绩要求，经销商主动关店。原经销门店关店前，基本由公司选定的当地更有经营实力的经销商承接原门店的存货资产和售后服务，不会对公司在当地的经销业务、品牌形象、售后服务造成不利影响。

图 32: 门店数目在 2011-2015 年数目快速增长，渠道不断下沉



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**第三方电商平台+自建平台开展电商业务为线下门店引流。**2013年8月，公司设立顾家艺购子公司，专门推动通过天猫、京东商城、唯品会等第三方网络销售平台进行软体家居的销售业务。2014年9月，公司与上海齐家网信息科技股份有限公司共同投资设立控股子公司江苏链居，拟自建家居销售网络平台，进一步加大电子商务网络销售渠道的建设力度。

**电商平台销量创收，连年取得收入增长。**2015年的“天猫双十一”网购狂欢节，顾家家居单日销售突破亿元（1.04亿）。2016年“天猫双十一”，在1小时30分就突破2015年全年销售额，当天销售额更高达3.11亿元，打响新零售转型第一枪，连续5年蝉联软体家居排名第一。

图 33：2016 年“双十一”顾家单日销量过亿元，蝉联住宅家居第三名



资料来源：网易家居，新浪家居，申万宏源研究

**电商平台为线下门店引流，设立电商子公司加大品牌营销。**电商模式下，公司将通过天猫和京东电商平台取得的订单根据客户所在地转给当地的经销商、直营店处理，当地无经销商、直营店，或经销商不愿接单的，由工厂直接发货。2013年公司设立顾家艺购子公司，专门推动通过天猫、京东商城、唯品会等第三方网络平台进行软体家居的销售业务。2014年公司与上海齐家网设立控股子公司江苏链居，拟自建家居销售网络平台，进一步加大电商渠道品牌影响力。

## 2.4 品牌：开启主动营销模式，加强品牌建设，注重电商发展为线下引流

**转变营销思路，推进实施“主动营销”战略。**家居产品为耐用品，品牌是中端消费者作出选择的重要因素。近年来公司不断加大品牌建设，以产品理念为依托选择张学友、邓超（2016年4月接棒张学友）两代代言人为公司产品代言，张学友的“温暖的依靠”及邓超“暖男”形象完美的诠释了顾家家居所推崇的品牌内涵，共同演绎“因为顾家所以爱家”，代言人形象与企业气质高度契合，起到了较好的品牌宣传效果。通过央视广告、高速路牌广告及与商场联合促销等手段提升公司品牌影响力和产品美誉度。

图 34：主动营销引入明星代言与沿街、高速广告牌



资料来源：网络资料，申万宏源研究

图 35：2016 年春节期间全球标志性城市“顾家拜年红”



资料来源：网络资料，申万宏源研究

品牌营销创新，通过“院线拜年”、“全球拜年”等营销方式，让传统家居淡季逆转为品牌营销旺季。2017 年春节期间，顾家家居作为首个跻身院线广告营销的家居品牌，在贺岁档《西游伏妖篇》、《功夫瑜伽》和动画片《熊出没·奇幻空间》等热门电影为观众带来独具心意的拜年祝福，在本次“院线拜年”中，公司锁定上述 5 大贺岁强档，在全国 100 多个城市的 2600 多个影厅超 15 万场次投放了映前广告，继 2016 年春节期间纽约、巴黎等各大国际化城市铺满“顾家拜年红”后，在春节期间营销推广的又一创新升级之举。

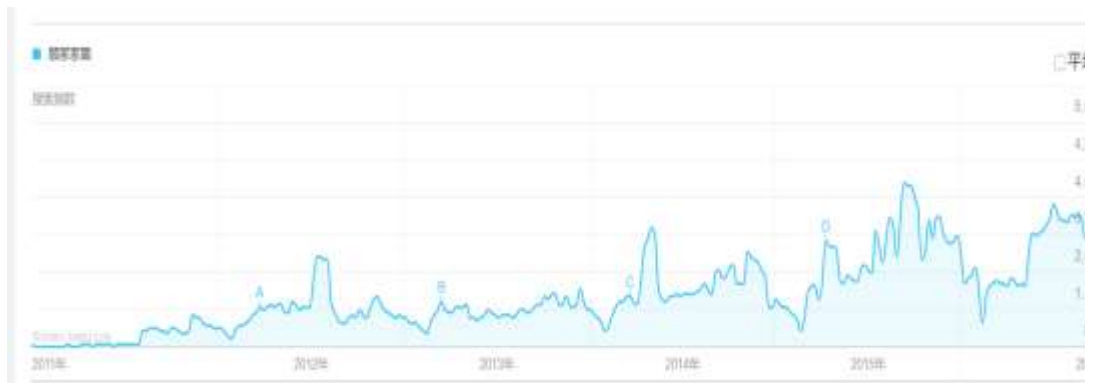
图 36: 历年推出不同主动营销策略思路



资料来源：网络资料，申万宏源研究

主动营销前期投入已出现成果。公司新进管理团队注重产品营销，新进团队加大营销力度，2012 年投入销售费用 4.45 亿元，销售费用率 21.0%，较上年上升 7.6 个百分点。顾家家居 4820 万中标 2012 年新闻联播结束后 10 秒第二单元的正二位置的广告标。公司营销力度加大，品牌知名度逐渐上升，拉动营收高速增长。2013 年至 2014 年营收增速均超过 20%，2012 年以来“顾家家居”百度指数日搜索量明显提升。

图 37: 主动营销效果显著，“顾家家居”日搜索量逐年上升



资料来源：百度指数，申万宏源研究

## 2.5 管理：外部引进+内部培养构建人才核心竞争力

外部引入家电行业中优秀团队，改变家族企业形态。为提升家族企业的运营能力，公司于 2010 年前后开始从外部引入职业化管理者，改善原有家族企业状态。国内家电行业经历了由零散到集中的发展历程，十几年前的上千品牌经市场不断洗涤淘汰，强者恒强，现在家电行业龙头地位不断巩固。考虑到家居行业目前处于集中度低，规模分散的现状，后期路径将沿家电行业发展路径前进。公司从 2011 年引入美的电器管理团队：美的空调冰箱



事业部总裁李东来、制冷运营部总监李云海，曾创造美的空调冰箱超 750 亿的年销售额业绩（2011 年数据）。经历短暂磨合期之后，公司和管理团队已经开始良好运作。与此同时外部引入董秘及财务负责人等其他高层管理人员，负责公司相关运营工作。

**表 4：公司管理团队是公司核心竞争力之一**

高管	职务	履历	来源
李东来	总裁	历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长，空调事业部营运发展部总监，冰箱事业部总裁， <b>空调事业部总裁</b> ，广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT集团（上海企源科技有限公司）首席执行官	外部引进
董汉有	副总裁，董秘	历任上海浦东路桥建设股份有限公司投资及融资部经理，董事会秘书，上海双桦汽车零部件股份有限公司董事，副总经理兼董事会秘书， <b>双桦控股董事会秘书</b> 。	
李云海	副总裁	历任中国光大银行武汉分行科员，美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团营运管理部总监， <b>美的集团冰箱事业部总裁助理</b>	
刘春新	副总裁，财务负责人	历任江西新余市信息中心科员，海口会计师事务所项目经理，深圳同人会计师事务所部门经理， <b>深圳大华天诚会计师事务所高级经理</b> ，海信科龙电器股份有限公司 <b>董事，副总裁</b>	
顾海龙	副总裁	历任 <b>海龙家私</b> 职员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理（顾江生之弟，但不持有公司股份）	原有团队
刘宏	副总裁	历任 <b>海龙家私</b> 业务经理，顾家工艺销售总监，副总经理，庄盛家具副总经理	
王才良	副总裁	历任 <b>海龙家私</b> 采购经理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。现任顾家集团监事，圣诺盟海绵董事	
王威	副总裁	历任 <b>海龙家私</b> 销售员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。	
吴汉	副总裁	历任中国农业银行浙江省分行营业部职员，科长，国际部总经理助理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理兼财务负责人。	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**原有管理团队人员稳定，人才与企业凝聚力极强。**来自原有团队的高管成员，均在公司任职已久。任职起点均为海龙家私，海龙家私为公司前身之一，创立于 1996 年，于 2009 年转让资产给庄盛家具。公司原有高管团队均经历了公司“海龙家私-庄盛家具-顾家家居”整个发展历程。2000 年至今没有任何高管主动离职。**高管团队与公司战略文化契合度高，凝聚力强，为公司发展奠定强大人才基础。**

## 3. 战略：依托沙发品牌优势，拓展产品品类，未来大家居前景广阔

### 3.1 大家居行业万亿规模，软装家居依托内生和外销，行业空间足够大

整个“十二五”规划中，家居行业的市场容量是 20000 亿，目前我国家居行业市场规模为 12700 亿。按“大家居”概念，未来市场容量尤为可期。如果按龙头企业占市场份额 1% 来算，就有 200 至 400 亿元。2015 年，公司的收入还不足 40 亿元，未来有足够大的成长空间。

#### 3.1.1 内生：大家居行业内生增长面临近万亿市场规模

我们基于如下假设，估计未来三年软装家居市场规模 6120 亿、大家居行业市场规模 14120 亿：

假设步骤一：

- 存量房的装修周期为 10 年；
- 二次装修房套数按照目前存量房的 10% 测算；
- 大家居装修户数为新增住宅销售套数和二次装修房套数之和。

表 5：合计装修房套数在 2018 年将达到 2552 万套

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
新建住宅销售面积（万平方米）	105188	112406	114654	114654	114654
住宅销售套数（万套）	1052	1124	1147	1147	1147
存量房套数（万套）	9585	10637	11761	12907	14054
二次装修套数10%（万套）	959	1064	1176	1291	1405
合计装修房套数（万套）	2010	2188	2323	2437	2552

资料来源：申万宏源研究

假设步骤二：

- 沙发按照单价 10000 元/套估算，每户 1.5 套沙发计算；床按照单价 8500 元/套（软床 6000+床垫 2500），每户 2 套计算；餐椅按照单价 600 元/件，每户平均 5 件计算。
- 软床 2014 年国内普及率 30% 左右，以后每年增长 1 个百分点；欧美国家软体家居占比 70-80%。床垫 2014 年国内普及率 85%，每年增长 1 个百分点。

- 餐椅中包含硬体餐椅和软体餐椅，其中硬体餐椅占比 85%，软体餐椅占比 15%，软体家居不包含硬体餐椅。
- 配套产品包括电视柜、床头柜、边桌、玄关桌（或鞋柜）、写字台、书柜，电视柜按照 2000 元/套，床头柜按照 600 元/套（每户 2 套），玄关柜（或鞋柜）按 800 元/套，边桌按照 800 元/套，写字台按照 1500 元/套，书柜按照 2500 元/套，每户配套产品合计 8800 元。
- 定制衣柜/整体衣柜，按 6000 元/套测算，每户 1.5 套合计 9000 元。
- 橱柜包括厨房一套柜橱系列，按 7000 元/套测算，卫浴家居包括洗手间的柜体和台面，按照 3000 元/套测算。家居装饰产品包括：家居摆设、装饰画、窗帘、镜子、收纳等，按每户合计 1000 元测算。
- **软体家居市场规模**包含设计软装家居的产品：沙发、软床、床垫和软体餐椅，但不包含配套产品、橱柜。
- **大家居行业市场规模**为以上全部家居品类之和，按每户大家居消费 63800 元。

**表 6：软体家居市场规模 2018 年将达 6120 亿元，大家居市场规模将达 14120 亿元**

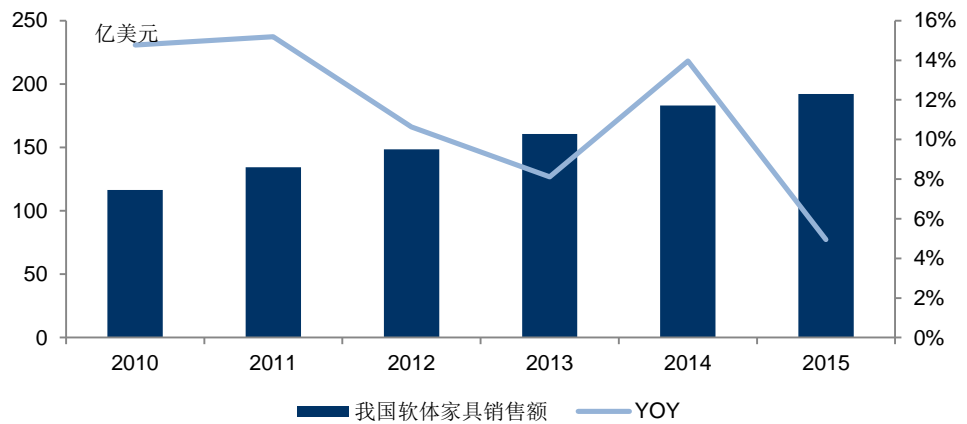
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
沙发市场规模（亿）	3016	3282	3484	3656	3828
软床普及率	30%	31%	32%	33%	34%
软床市场规模（亿）	724	814	892	965	1041
床垫普及率	85%	86%	87%	88%	89%
床垫市场规模（亿）	854	941	1010	1072	1136
餐椅市场规模（亿）	603	656	697	731	766
<b>软体家居市场规模（亿）</b>	<b>4684</b>	<b>5135</b>	<b>5491</b>	<b>5803</b>	<b>6120</b>
配套产品市场规模（亿）	1769	1925	2044	2145	2246
定制衣柜市场规模（亿）	1809	1969	2090	2194	2297
橱柜市场规模（亿）	1407	1531	1626	1706	1786
卫浴家居市场规模（亿）	603	656	697	731	766
家居装饰产品市场规模（亿）	201	219	232	244	255
<b>大家居行业市场规模（亿）</b>	<b>10987</b>	<b>11993</b>	<b>12772</b>	<b>13444</b>	<b>14120</b>

资料来源：申万宏源研究

**软体家居市场规模巨大，公司内生增长空间广阔。**按照上述计算方法，公司现有产品面临的是国内 6120 亿软体家居市场。由于家居需求的多样化和产品的差异化，家居行业整体分散度较高，小规模企业大量存在，国内市场中集中度较低。类比于家电市场的发展路径，伴随消费升级，消费者对家居品牌认知度提升，部分中小企业因无法达到规模经济技术不足等原因终将被淘汰，公司市场集中度逐渐上升，公司在软体家居行业仍大有作为。

**软体家居需求优势，消费增长带来机遇。**我国是全球最大的软体家居消费国，消费量约占全球的 30.7%。根据 CSIL 的统计，我国软体家居的消费量由 2006 年的 44.74 亿美元增长至 2015 年的 192.03 亿美元，2006-2015 年 CAGR 高达 15.7%，2010-2015 年 CAGR 为 10.5%。

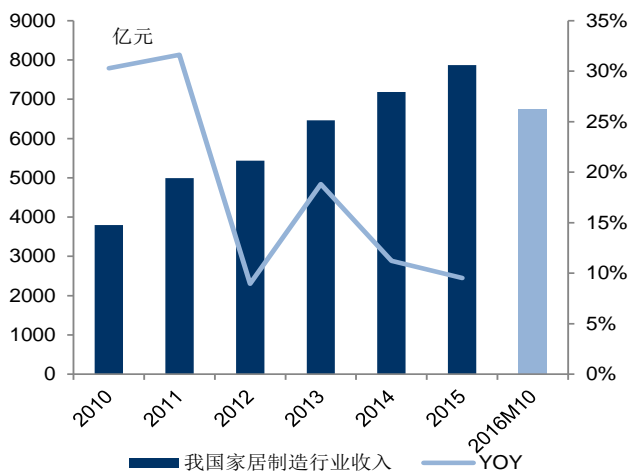
图 38：我国软体家居销售额平稳增长



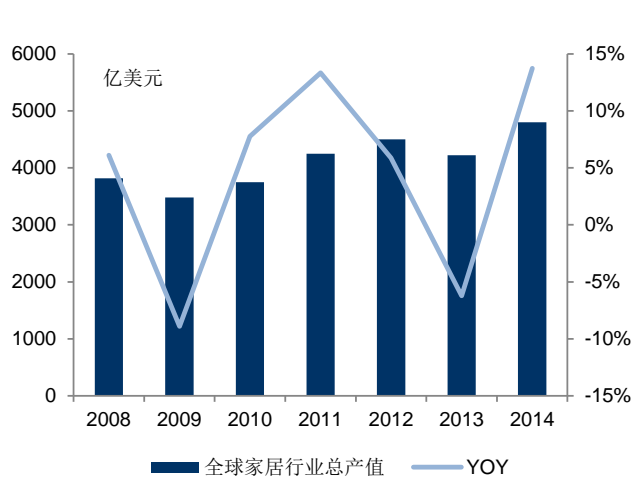
资料来源：CSIL，申万宏源研究

大家居行业前景广阔，万亿市场规模等待开发。国家统计局数据显示，规模以上家居企业收入由2010年3793亿增长至2015年7873亿，CAGR为15.7%。大家居行业整体市场空间则高达12000亿，顾家家居以软体家居业务为基点，布局大家居战略，协同开发红木家具、定制家居等业务，终极目标实现销售所有可移动家居产品，满足消费者一站式购物需求。该项战略的达成公司面临市场将由软体家居面对的千亿级市场转向万亿市场。

图 39：我国家居制造行业收入年复合增长率 15.7% 图 40：全球家居行业 40000 亿元总产值



资料来源：wind，申万宏源研究



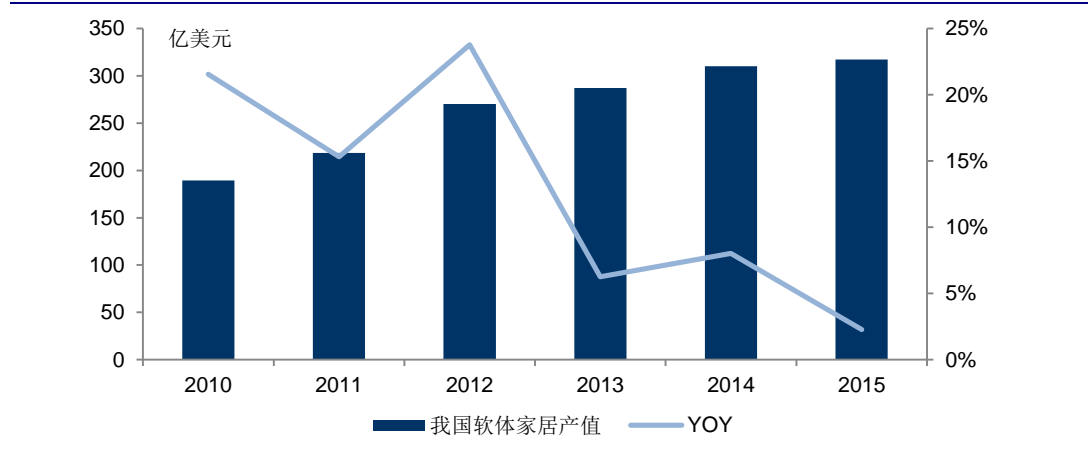
资料来源：CSIL，申万宏源研究

### 3.1.2 外销：我国是全球最大软体家居出口国，ODM 业务占比巨大

突破国际消费差异，ODM 业务不断拓展。2015 年中国软体家居出口额占全球同类出口总额的 51.5%，公司未来 ODM 发展也是看点。中国是全球最大的软体家居生产国和消费国，2015 年国内软体家居生产产值 317 亿美元，远高于排名第二的美国（年产值 94 亿美元）。国内软体家居出口产值占总产值的 40.0%。由于各个国家都有自己独特的文化习

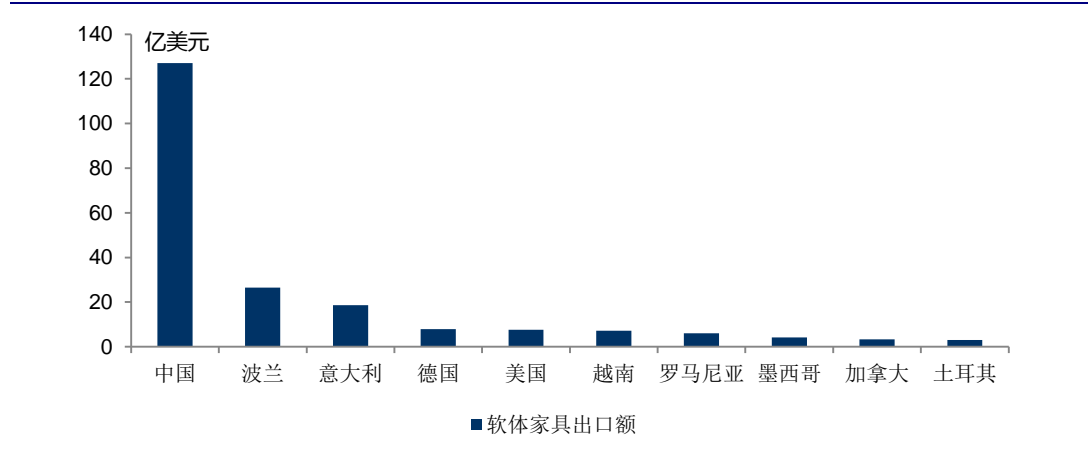
俗和消费者习惯，普通软体家居厂商开拓全球市场面临着文化差异和消费者偏好理解不透彻等诸多困难，公司国际业务主要采取 ODM 生产方式，保证了国外销售的成功度。

图 41：我国软体家居产值逐年上升



资料来源：CSIL，申万宏源研究

图 42：中国是最大的软体家居出口国

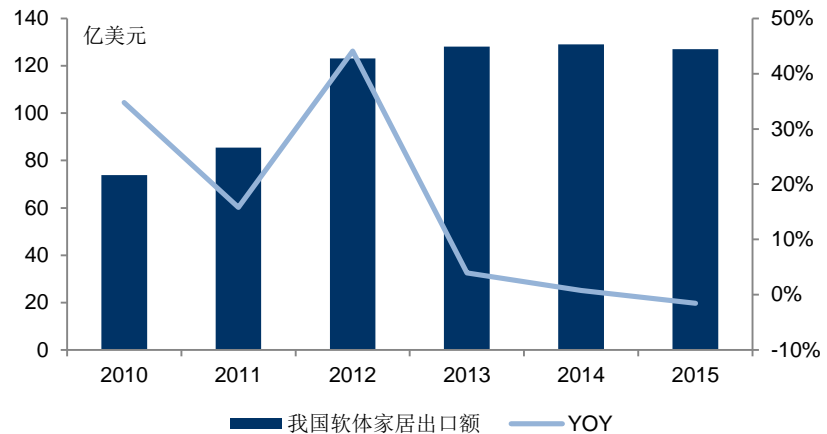


资料来源：CSIL，申万宏源研究

根据 CSIL 的统计，我国软体家居出口额由 2006 年的 32.97 亿美元增长至 2015 年的 127.04 亿美元，年均复合增长率达 14.4%。近年来受全球经济环境的影响，我国软体家居出口增长有所下滑。外销家居产品更考验产品质量和设计，顾家家居在我国软体家居出口的增速放缓的趋势下，外销收入占比仍逐年提升。

2013 年至 2016 年上半年，顾家家居外销收入占主营业务收入的比例分别为 33.1%、32.7%、34.9%和 36.5%。公司外销业务主要以美元结算，人民币贬值会降低以美元标价的外销产品的价格水平，提高其竞争力。同时，公司的美元应收账款会产生汇兑损益。

图 43: 我国软体家居出口额连续 4 年超百亿美元

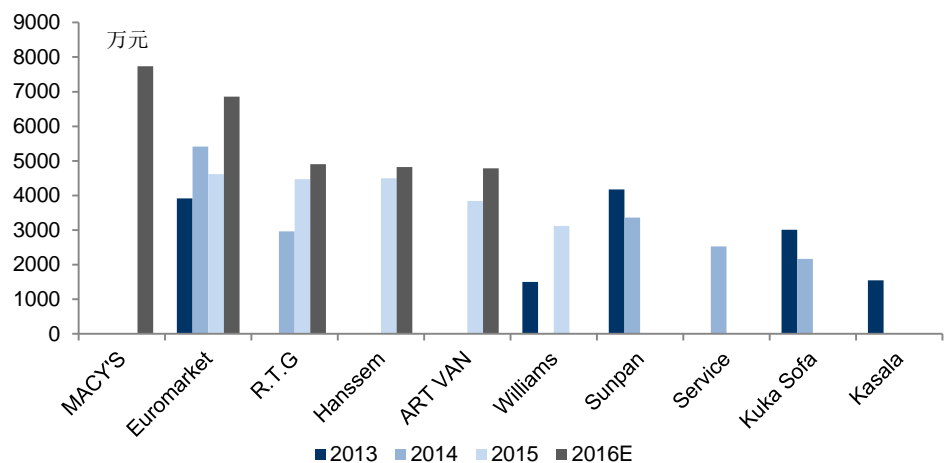


资料来源: CSIL, 申万宏源研究

### 3.1.3 公司境外 ODM 业务提升产能利用率, 优化客户结构

境外 ODM 推行大客户战略, 优化客户结构。ODM 模式下公司根据境外客户的委托需求, 进行产品的设计研发, 根据客户订单情况组织生产, 并贴牌出口给境外客户。2014 年以来, 公司大力优化境外客户结构, 推行大客户战略, 进一步优化了外贸业务的客户结构, 提升了发展潜力。ODM 模式的主要客户有包括美国 MACY'S RETAIL HOLDINGS, INC (梅西百货)、Euromarket Designs Inc.、Art Van、Rooms To Go Central Corp, 加拿大 Sunpan Modern Home、墨西哥 Service Trading S,A DE C.V、韩国 Hanssem co.Ltd (汉森家具) 及德国 Atlas 等。

图 44: ODM 模式来自大客户的销售收入



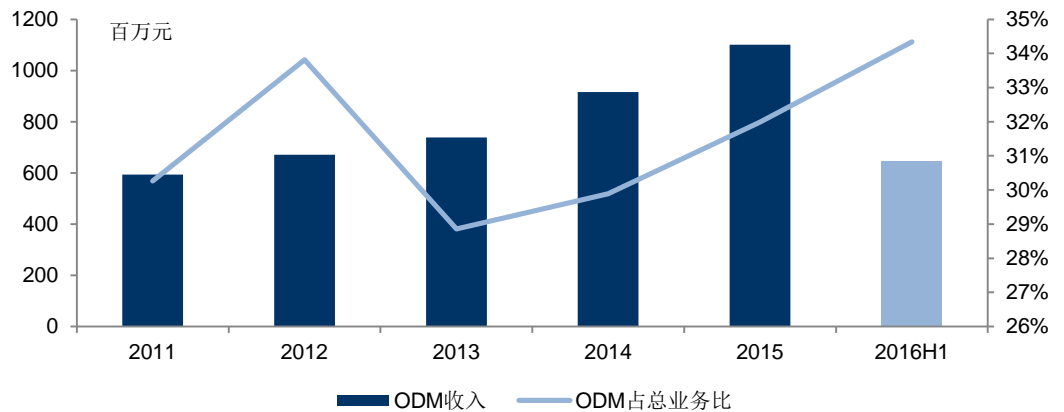
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

境外 ODM 业务填补境内销售淡季带来的产能利用不足。由于内销市场的节假日（如“五一”、“十一”假期等）为销售旺季, 而每年的年初为销售淡季, 从而呈现月度间的

波动。公司以 ODM 模式为主的境外销售根据订单进行生产，不受国内节假日安排的影响，除 2012 月份圣诞购物季等影响外销收入较大外，其他月份业务量较为平稳，可以填补国内销售淡季所带来的产能利用率不足，有利于提高公司整体盈利水平。

近年来境外 ODM 业务与境内业务同速发展，构成收入增长的双动力。公司境内业务与境外业务共同发展，ODM 收入增速可观，在总营业中比例稳定在 30% 上下。随着境外大客户战略的铺开，境外盈利能力将再升一个台阶。预期未来 ODM 将保持 30% 的年均增速。

图 45: ODM 业务占总收入比维持在 30% 左右



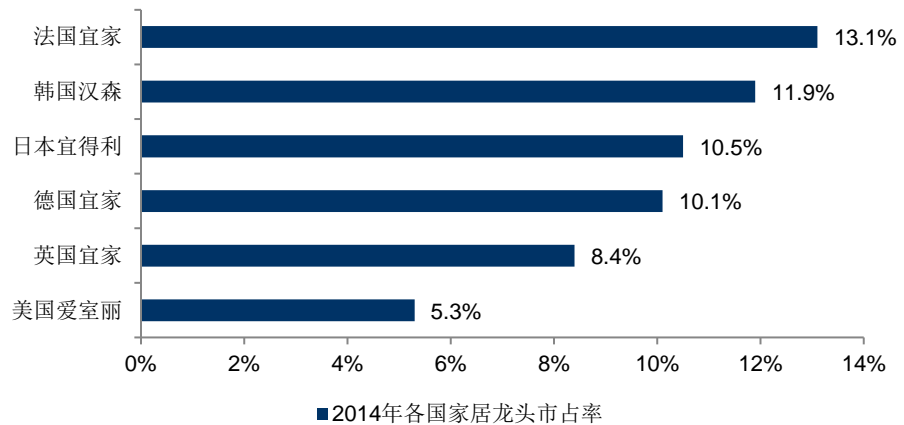
资料来源：CSIL，申万宏源研究

### 3.2 他山之石：国外家居龙头发展历程，单品类向全品类转型之路

**国外家居龙头由多品类、宽渠道支撑大规模。**国际龙头宜家、日本家居龙头宜得利、韩国家居龙头汉森产品品类均为全部家居用品；上述公司也均在相应市场开设足够门店，渠道下沉至各级城市地区。门店零售以体验式场景消费为主。全品类销售模式支撑客单价迅速做大。

**国内家居企业以单品类家居为主，处扩品类发展初期。**由于过去 20 年我国房地产行业处于高速发展时期，所以单品类家居有很大生存空间，因此国内家居企业主要是以单品类家居为主，专注某一细分家居产品生产制造。随着顾客消费理念的多元化，部分龙头企业已经开始尝试扩充品类推进大家居战略，但都处于发展初期，主营产品占收入比仍较高。

图 46: 各国家居龙头市占率



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

宜家是全球最大的全品类家居企业,以“提供种类繁多、美观实用、老百姓买得起的家居用品”为经营理念,产品涵盖桌椅沙发、办公、卧室、厨房、照明、纺织、炊具、储藏、儿童用品等,产品品类超过 9500 类。2015 年,宜家集团营业收入 327 亿欧元,净利润 35 亿欧元;近年净利率约为 11%-12%。

图 47: 宜家家居大卖场涵盖大家居各个品类



资料来源: 网络资料, 申万宏源研究

国外家居零售更注重一站式购买服务。国外家居消费更关注服务体验,更青睐于大卖场式家居品牌,促使家居品牌向全品类转型。发达国家随着人口老龄化地产市场已经成熟,销售面积增速趋缓,地产红利不再,国外家居企业发展主要依靠品类扩充。宜家在全球范围内的商场均为超大独立门店,包括家居展厅、家居用品区、宜家餐厅等部分,为消费者营造一站式家居体验消费场所。



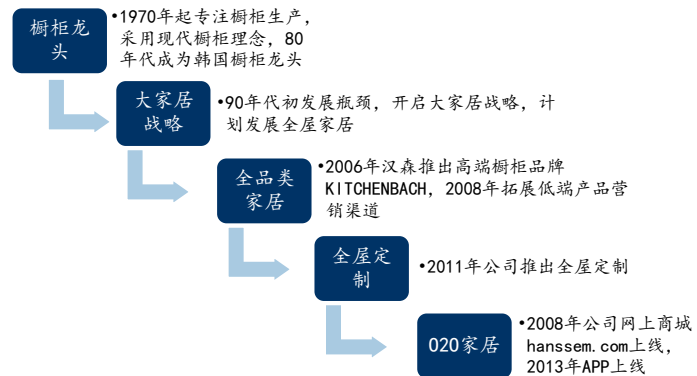
表 7：宜家家居销售品类涵盖广泛

部门	品类
厨房	烤箱、厨房橱柜和前板、灶具、内配件、抽油烟机、冰箱、墙面板、厨房岛、早做台面、厨房内置照明、食品贮藏室
餐厅	餐桌、餐椅、餐具柜、吧桌、圆凳、长凳、儿童椅
客厅	LED灯具、沙发床、落地灯、组合沙发、顶灯、壁灯、贵妃椅、书柜、地毯、台灯、靠垫、窗帘杆、茶几、边桌
卧室	双人床、床上用品、单人床、被子、床褥、开放式衣柜、固定式衣柜、灯罩、镜子、电视、壁灯
儿童房	儿童床、婴儿床、儿童床垫、小家具、儿童用品、婴儿餐具、儿童纺织品
门厅	衣柜、鞋架、抽屉柜、连壁搁板、挂钩和衣架、衣帽架、射灯
浴室	毛巾、洗脸池柜、浴室储物、防滑垫、浴帘、浴室照明、水龙头
家居装饰品、烹饪、用餐、纺织品、灯具、户外、家庭工作室	

资料来源：公开资料，申万宏源研究

借鉴国外家居汉森公司经验，以主打单品为流量入口，致力大家居产品发展。韩国本土最大家居制造商汉森以橱柜业务为起点，以点带面沿柜体家居产品线不断扩张定制衣柜，定制衣帽间等其他家居系列产品。以汉森品牌为流量入口带动其他柜体业务发展，衣柜业务不断壮大已成为公司重要业务单元和盈利增长源。2015 年汉森依托韩国 5000 万人口已实现超 100 亿元的收入。顾家家居以沙发美誉作为流量入口，为新增产品带来顾客需求。以汉森模式为行业对标，打造以沙发产品为起点，沿软体家居为产品线的发展路径，不断扩张产品品类，实施大家居战略。

图 48：韩国家居龙头汉森家居的发展历程



资料来源：公开资料，申万宏源研究

与国外家居企业对比，国内家居企业创立时间均较短，仍处于家居发展的单品发展阶段。国际龙头宜家创立于 1943 年，日本龙头宜得利创立于 1967 年，韩国汉森创立于 1970 年；而国内家居公司大多从 20 世纪 90 年代中后期成立，发展历程较短，仍处在单一品类发展阶段。因此，未来国内家居企业发展逐渐趋于成熟，由单一品类向全品类进行拓展，是可持续平稳增长发展的有利途径之一。

### 3.3 公司战略发展三步走，未来转型精品宜家

公司战略整体分为三个阶段：1) 2010 年之前：聚焦沙发单品 2) 2010-2020 年：逐步多元拓品类 3) 2020 年之后：转型精品宜家。这三个发展目标作为公司制定的战略方向，将有条不紊地指引公司的发展路径和方式。

通过聚焦相对有限单品，每个品类都能做到行业尖端水准，单品优势是品类扩张的根基。2010 年以前，公司聚焦单品，目前在皮沙发领域做到了行业龙头，拥有卓越的生产设计和稳定的客户群。2010-2020 年，公司的家居多元化之路，依然聚焦在有限种类的单品，不进行盲目扩张。目前公司沙发产品销售占比最大，而集成配套的产品提升至约 30%。

公司产品设计部门强大，满足消费者产品需求。关于满足消费者喜好、探寻价格接受度、成本控制、制造实现度的前期调研，均在设计部门完成。公司常年维持的专利数目维持在 600-700 个，截止 2014 年设计中心累计获得 31 项国际金奖，荣获联合国世界知识产权组织 WIPO 最高奖。为引入新的设计理念常年从院校招收毕业生进行培训，同时公司还采用外部设计。强大的设计后盾保证了公司在家居产品拓展方面的技术支持。

公司配套产品已布局软体家居之外的其他家居产品，提升客单价。2010 年开始，公司在原有软体家居基础上加大与主要产品相匹配的茶几、床头柜、餐桌、电视柜等配套产品的销售引导力度，并且通过研发设计提高了配套产品与软体家居产品的整体匹配美感，使得终端消费者对产品的成套采购量增加，满足客户的一站式购物体验要求，提升客单价。现有配套产品主要由公司提供设计方案，由供应商制造完成，在发展大家居战略的同时保证了公司制造端在原有主业的核心精力。

图 49：顾家家居已经开始销售全品类家居产品

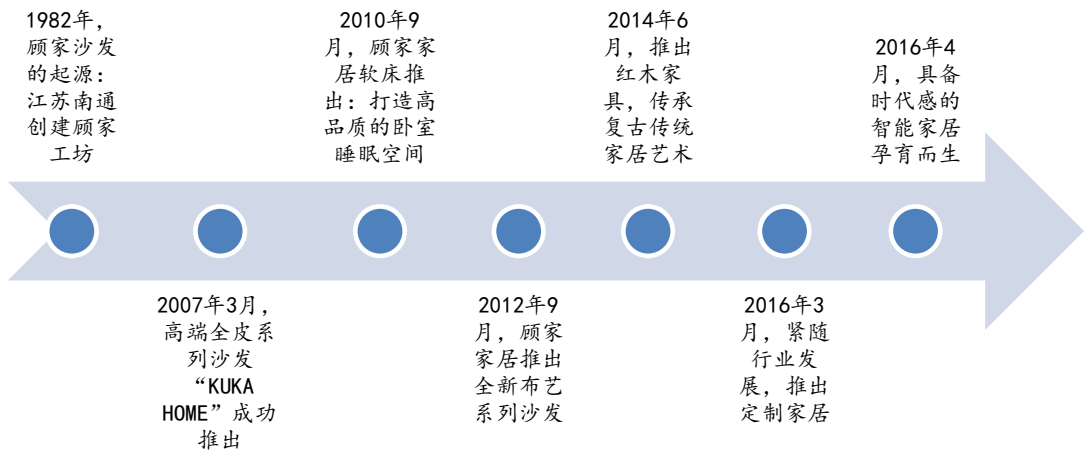


资料来源：网络资料，申万宏源研究

通过产品线延伸，形成以软体家居为主，全品类、多层次的家居产品系列矩阵。依托所想即所见，所见即所得的理念，公司终极目标是为家装客户提供一站式整体服务。公司

以沙发餐椅制造为起点，沿产品线首先在软体家居软床和床垫业务上延伸，目前新增产品已成为公司业绩增长的重要支撑。公司不断布局家装软装各系列产品，近年试水制造红木家具、定制家居和智能家居业务。

图 50：逐步落实“全品类、多层次的产品”战略



资料来源：公司公告，公开资料，申万宏源研究

**单店面积扩张奠定渠道基础。**公司门店大店战略已经进入实质性布局阶段。原有小店受营业面积影响只能销售沙发或者床类某一单一系列品类家居产品，大店战略要求门店面积大、品类全，催进消费者一站式购物体验的实现，为公司后期大家居战略的实现奠定了销售渠道基础，部分小店将逐步被大店取代。

**公司大家居战略中产品仍主要是自主制造。**大家居战略的制造端，公司将不同于宜家的OEM模式，将会继续采取自主制造为主的生产模式。目前除了沙发和床之外都是采购，现在实木有所开始涉及制造，定制衣柜也开始制造，但是在三至五年内公司制造端精力仍将集中在原有沙发、床等业务上，其他产品会选择外购，外购产品将会严格控制产品质量。

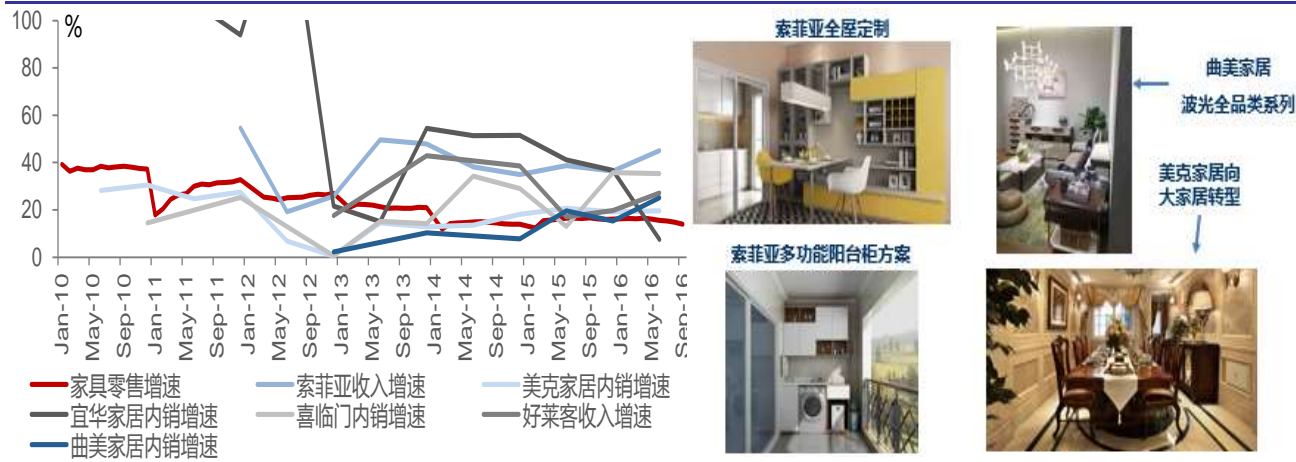
**2020年之后，公司计划转型精品宜家，门店运营探索旗舰店模式。**成立空间设计部，在原来单品的设计理念之上，更强调空间设计和搭配。现在产品主要是卧室和客厅产品，沙发是主要产品，同时生产餐椅、床等其他配套产品。家居行业的终极目标是整家模式。公司将会推出整家家居产品，房屋内所有可移动的家居产品公司均将开始销售，为消费者提供家居产品的整体服务。门店内的产品不仅仅是物理的叠加更能出现“化学反应”，公司已经开始尝试引入家装设计师为顾客提供整装设计服务。

以“创造幸福依靠、成就美好生活”为使命，公司未来将不断巩固和提升公司在大家居行业的领先地位。通过经营效率提升的内生式增长以及并购整合的外延式增长，力争从专业沙发制造商向专业软体家居制造商再到多品类大家居制造商，并最终发展成为世界级的家居企业典范。

### 3.4 房地产行业促使家居集中化，龙头整合趋势显现

房地产行业为家居行业带来结构分化，集中化龙头整合趋势明显。在 2012 年之后，家居行业增速整体走平，与地产相关销售相关性并不高，说明其中结构在出现分化，龙头整合趋势明显。在地产销售高峰过后，家居行业告别野蛮生长阶段，开始出现显著的结构分化。参照海外市场，龙头实占率一般在 10%左右；而在国内万亿的家居市场中，龙头收入市占率尚不到 1%，未来行业整合还有大量空间。

图 51：家具社零额增速与主要家居上市公司内销收入增速对比 图 52：空间定制：大家居转型，提升客单价水平



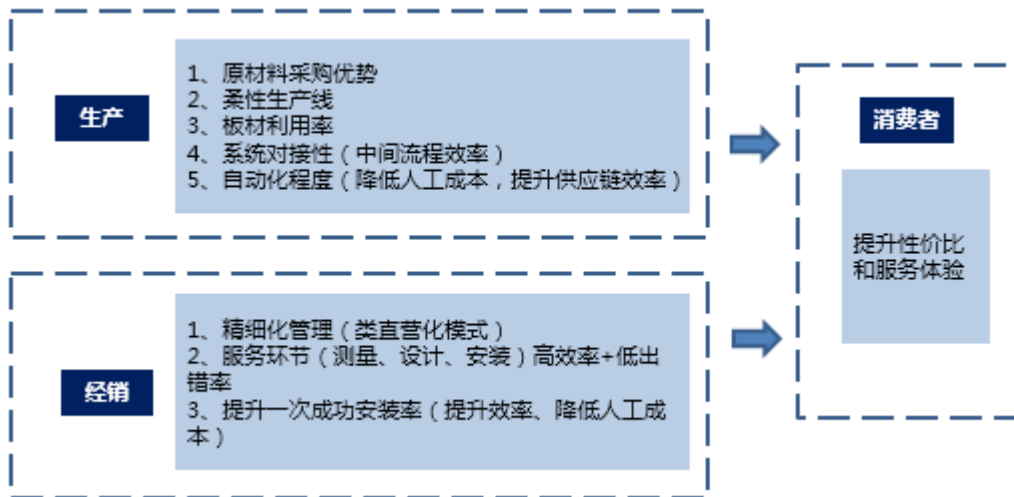
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：网络资料，申万宏源研究

**龙头整合原因一：消费升级提升品牌认知度。**房价高企的背景下，消费者对室内居住环境更为关注，加之对产品环保关注度提升，产品个性化强，存在着普遍的信息不对称，品牌代表了产品和品质的保障。消费者更愿意消费有品牌的家居，杂牌的生存空间减少。

**龙头整合原因二：尺寸定制领域是精细的系统工程，龙头先发通过成本竞争力构筑较高的护城河优势。**尺寸定制的细分领域，已经进入精细化运营阶段，比拼综合成本管控能力和经销商终端掌控能力。**1) 在生产环节**，大企业拥有原材料采购优势，先进的柔性生产线，较高的板材利用率；自动化程度高，降低人工成本，提升供应链效率，摆脱劳动力密集型的传统生产方式。**2) 在经销商环节**，通过类直营化的模式，实现精细化管理。在服务环节通过精细化每道环节（测量，设计，安装）以实现高效率+低出错率，提升一次安装成功率（提升效率，降低人工成本）；对于消费者而言，提升性价比和服务体验。

图 53：尺寸定制：已经进入精细化运营阶段，比拼综合成本管控能力和经销商终端掌控能力



资料来源：申万宏源研究

**龙头整合原因三：把握流量入口优势，推送全屋方案。**消费者时间与精力成为刚性约束，一站式家居购买成为新趋势。龙头企业可以通过单品的品类口碑建立流量入口优势、高效的供应链管理、丰富的线上及线下销售工具，根据消费者的户型和审美偏好，从场景营销的角度入手，推送最合适的产品组合（包括硬装+家居+软装整体方案）。实现多品类的销售，有效实现客单价的提升。

图 54：顾家家居全屋定制系列



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 55：顾家家居天猫电商“聚划算”家居一站式服务系列



资料来源：网络资料，申万宏源研究

## 4. 风险：房地产调控，大宗原材料涨价

2017年，正处于转型升级的家居行业，将是机遇与挑战并存之年。2016年全年，全国房地产市场迎来本轮周期的高点，全年成交规模创历史新高，城市分化态势延续。国庆节前后，各地政府密集出台调控政策，四季度市场走势渐趋平稳。11月《中国住房发展报告》报告认为2017年楼市将总体平稳回落。2017年作为本轮房地产周期的末期，商品房销售受政策和货币环境影响，房地产增长趋于平缓。

表 8：我国历年出台有关房地产调控的重要政策

日期	政策	内容
2011年1月26日	新“国八条”	国务院常务会议推出新八条房地产市场调控措施，对贷款购买第二套住房的家庭，二手房首付提至六成且交易费按全额征收
2013年2月20日	新“国五条”	国务院常务会议出台五项调控政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则
2016年9月30日至10月8日	多城房地产调控	全国21个城市发布楼市调控政策，房地产政策收紧

资料来源：申万宏源研究

楼市限购政策将会给家居企业带来更多思考和转型机会，龙头企业创新也将为行业发展带来更多生机。单一类产品的家居企业将面临由于新房销售减少所致的家居子行业的空间压力，而龙头、优质的多品类家居企业的优势也由此显现。顾家家居作为以沙发为流量撬动大家居战略的软体家居龙头，具备行业龙头整合的逻辑。

二次装修的订单量快速上升，这部分需求与地产新房成交量关系较弱。一般每隔8-10年是二次装修的高峰期，2006年附近为国内地产销售高峰，经过8-10年左右，现在迎来翻新房高峰。从上市公司的订单角度也能印证：以索菲亚为例，在2016年的订单中，全国范围的二次装修占比达到12%，占比最高的广州达到42%。顾家作为软体家居龙头，在二次房装修中机遇颇多。

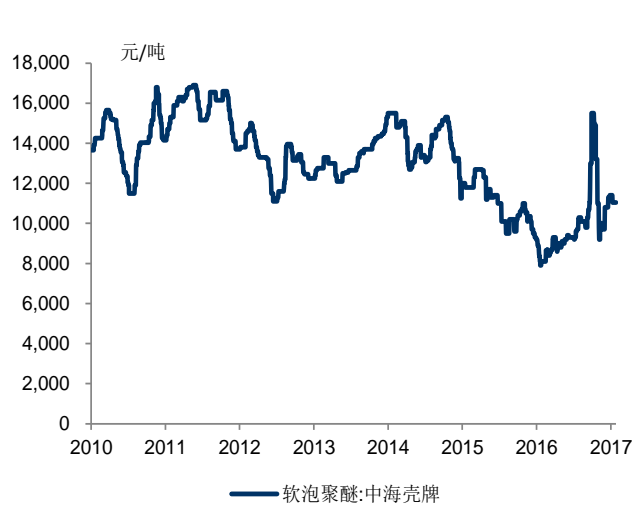
大宗原材料涨价带来原材料成本压力。2016年初起随着煤碳、铁矿石、造纸等涨价，大宗原材料价格阶段性开始翘头。公司主要原材料中，皮革、海绵和木材的合计成本占产品生产成本的比例均在50%左右，皮革占比43.5%，海绵占比8.2%，16年起，两者与其他主要大宗原材料趋势一致，海绵与软泡聚醚价格明显上涨，其中，海宁皮革周指数由95.01上涨到99.32，增幅4.5%，软泡聚醚从7900元/吨上涨至15500元/吨，增幅96.2%。对于顾家家居来说，原材料涨价确实对其有一定影响，但是公司产品需求平稳、品牌粘性强，其对于原材料供应商具备更多定价权。

图 56: 海宁皮革价格指数



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 57: 软泡聚醚价格趋势



资料来源: wind, 申万宏源研究

家居企业通过创新和研发的道路，提高产品的附加值和服务来适应市场需求，取代传统只拼价格和产量。与此同时，用推新品、推精品、推中高端产品的方式，提升单个产品的附加值，或将能解决原材料上涨带来的经营压力。以顾家家居目前多品类产品而言，其沙发产品在市场上有充足的影响力，具备更强的自主定价权，从而消化吸收上游原材料上涨带来的影响。

中国经济发展步入“稳增长”时期，产业布局会越来越趋于市场化、合理化，在市场供求平衡中挖掘机遇，顾家家居已在过去房地产去库存的阶段取得可喜的业绩增速。未来公司会积蓄力量，不断推进产品研发和品类拓展，加大渠道建设和营销创新，在未来多元化、国际化、集中化的大家居竞争环境中取得优势地位。

## 5. 盈利预测和投资建议：未来三年内生业绩 平稳增长，大家居发展空间广阔，首次给予增 持评级

### 盈利预测：

我们将公司业务按照境内外划分：境内业务包括门店销售（直营+经销）、电商销售和 B2B 业务，境外业务包括 ODM 业务和自主品牌海外销售。

### 核心假设：

国内线下渠道=门店数量\*单店收入：假设未来国内每年新开直营店、经销店合计 400 家；假设单店沙发收入保持 10-12%增速，单店软床和床垫收入保持 30-40%增速，单店餐椅、配套产品收入保持 15-20%增速。

假设国内电商收入增速保持在 40-60%区间；B2B 业务增速保持在 50-70%区间。

假设境外 ODM 收入增速保持在 20-25%区间；境外自主品牌收入增速维持 5%水平。

公司各项毛利率水平基本稳定；期间费用率基本稳定。

### 盈利预测：

在仅依靠公司内生增长，不考虑公司外延发展前提下，我们预计公司 2016-2018 年的收入分别为 47.53 亿元，61.32 亿元和 78.80 亿元，三年 CAGR 为 28.8%；实现归母净利润 5.95 亿元、7.59 亿元、10.13 亿元，三年 CAGR 为 30.5%。



表 9：收入拆分预测表

单位：百万元，元，百万股

报告期	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>1、国内收入(百万元)</b>	<b>1283.4</b>	<b>1219.7</b>	<b>1707.7</b>	<b>2054.4</b>	<b>2240.3</b>	<b>3034.5</b>	<b>4059.4</b>	<b>5360.6</b>
1.1 线下渠道(百万元)	1283.4	1219.7	1672.3	1968.6	2121.4	2864.6	3799.3	4936.0
门店数量(家)	1439	1981	2322	2586	3018	3418	3818	4218
新增门店数(家)		542	341	264	432	400	400	400
单店收入(万元)	89.2	61.6	72.0	76.1	70.3	83.8	99.5	117.0
其中：沙发(万元)	49.4	31.2	37.8	39.2	33.3	37.0	41.1	46.0
YoY		-37%	21%	4%	-15%	11%	11%	12%
软床和床垫(万元)	6.2	6.2	7.7	10.5	13.7	18.9	25.4	33.1
YoY		0%	24%	36%	30%	38%	35%	30%
餐椅(万元)	12.6	8.6	7.7	7.4	6.3	7.6	8.9	10.3
YoY		-32%	-10%	-5%	-15%	20%	18%	15%
配套产品及其他(万元)	20.9	15.5	18.8	19.1	17.0	20.4	24.0	27.6
YoY		-26%	21%	2%	-11%	20%	18%	15%
1.2线上渠道收入(百万元)	0.0	0.0	33.0	62.3	83.7	117.2	175.8	281.2
YoY				89%	34%	40%	50%	60%
1.3B2B(百万元)	0.0	0.0	2.3	23.6	35.1	52.7	84.3	143.4
YoY				907%	49%	50%	60%	70%
<b>2. 国外收入(百万元)</b>	<b>670.1</b>	<b>771.2</b>	<b>846.8</b>	<b>1001.2</b>	<b>1200.4</b>	<b>1425.6</b>	<b>1721.4</b>	<b>2097.6</b>
2.1ODM收入(百万元)			738.7	915.5	1100.8	1321.0	1611.6	1982.3
YoY				24%	20%	20%	22%	23%
2.2境外直营+经销收入(百万元)			108.1	85.7	99.6	104.6	109.8	115.3
YoY				-21%	16%	5%	5%	5%
3. 其他业务收入(百万元)	109.1	127.2	122.6	176.8	244.1	293.0	351.5	421.9
YoY		17%	-4%	44%	38%	20%	20%	20%
<b>营业收入</b>	<b>2062.6</b>	<b>2118.0</b>	<b>2677.1</b>	<b>3232.4</b>	<b>3684.9</b>	<b>4753.1</b>	<b>6132.4</b>	<b>7880.0</b>
YoY		3%	26%	21%	14%	29%	29%	28%

资料来源：申万宏源研究

### 投资建议：

三阶段成长路径，以软体家居为切入点，发展全品类、多层次的产品矩阵，顾家在万亿大家居领域的版图有望稳健扩张。首先，主打产品沙发受益于行业集中度提升。沙发作为客厅的重要构成与高频使用产品，在消费升级背景下，品牌认知度快速提升。在公司原有强势皮沙发产品的基础上，也发展了布艺沙发与功能沙发，满足不同消费者的个性需求。第二，循序渐进推进品类扩张，打造优势产品矩阵。生产协同性的角度，由沙发向软床、床垫、软体餐椅等全品类家居扩张；销售协同性的角度，以沙发作为流量入口，向配套产品系列发展，确保每个品类均拥有市场前三的竞争力。第三，尝试开拓大店模式，通过情景销售，大数字营销，在 2020 年前后向精品宜家的模式转型。

自建产能融合外部供应链，保障产品供应；职业经理人专业组织架构保障战略执行力。产能方面，IPO 募集资金保证自有产品产能稳健扩张，外部供应链协同体系支撑配套产品稳健发展。新产能逐步落地，境内境外双动力使公司业绩扩张得到保障。前期品牌建设已经初现成效，渠道下沉门店建设逐步完善，消费升级下游需求逐渐扩张；境外大客户建设推进，境外 ODM 渠道扩张。随着产能的落地，公司营收规模必将上升至新的台阶。产能扩大形成规模经济，管理费用率和销售费用率逐渐降低，公司盈利能力将更上一层楼。公司于 2012 年引进职业经理人团队，搭建专业的组织架构，经过几年的磨合调整，已渐入佳境，公司的人才储备与组织执行力领先业内。

公司致力于三至五年内凭借内生增长打造“百亿企业”。国内家居产值规模 12000 亿，家居行业的增速一直保持为 GDP 增速的两倍，发展空间巨大，行业留给公司足够大的发展空间。生活水平提高，消费升级，小规模家居企业逐步被淘汰，公司市占率将逐步提升。公司制定战略目标，凭借现有产品实现内生增长，不考虑外延并购的情况下，三至四年内销售目标 100 亿元。规模经济使管理费用率和销售费用率下降，利润的上升会继续增长，净利超过 10 亿元。

首次评级给予增持，给予一年目标价 64 元。内生增长方面，我们预计公司 2016-2018 年的收入分别为 47.53 亿元，61.32 亿元和 78.80 亿元，三年 CAGR 为 28.8%；实现归母净利润 5.95 亿元、7.59 亿元、10.13 亿元，三年 CAGR 为 30.5%；对应 2016-2018 年 EPS 分别为 1.44 元、1.84 元、2.46 元，目前股价（46.71 元）对应 2016-2018 年 PE 分别为 32、25 和 19 倍。

基于：1) 公司大家居品类拓展已走在行业前列，已经证明了有持续品类扩张，转型大平台的基因。作为软体家居龙头，公司的品牌渠道溢价能力强，且近几年在品类扩张上推进卓有成效，公司以沙发作为品类切入点和流量入口；循序渐进拓展品类（目前软床、床垫、餐椅等品类扩张已初见成效，沙发主产品占比下降至 66%），向大家居升级转型。

2) 已经建立了完善的职业经理人团队和考核机制，有望成为率先跨入百亿收入体量级别的家居公司之一。

3) 万亿家居行业集中度分散, 公司新上市后, 有望借助资本实力实现外延扩张, 业绩有超预期可能。

参考家居行业估值水平, 考虑公司竞争实力、长期发展空间、未来可能的外延带来业绩超预期可能以及次新股溢价, 给予 12 个月目标价 64 元, 对应 2017 年 35 倍 PE, 首次予以增持评级。

表 10: 家居行业可比公司估值表

单位: 百万元, 元, 百万股

代码	名称	股价	总股本 百万股	总市值 亿元	EPS			PE		
		2017/2/14			16E	17E	18E	16E	17E	18E
002572	索菲亚	54.70	462	253	1.46	2.08	2.82	37	26	19
600337	美克家居	13.60	645	88	0.52	0.70	0.85	26	19	16
000910	大亚圣象	19.26	531	102	0.96	1.20	1.44	20	16	13
600978	宜华生活	10.64	1483	158	0.52	0.63	0.77	20	17	14
603818	曲美家居	15.90	484	77	0.37	0.50	0.68	43	32	23
603898	好莱客	31.73	300	95	0.84	1.19	1.61	38	27	20
603008	喜临门	17.53	383	67	0.57	0.78	1.05	31	22	17
	平均值	23.49	613	120	0.75	1.01	1.32	31	23	18
603318	顾家家居	46.71	413	193	1.44	1.84	2.46	32	25	19

资料来源: 申万宏源研究

表 11: 盈利预测表

单位: 百万元, 元, 百万股

	2014A	2015A	16Q1-3	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	3,240	3,685	3,248	4,753	6,132	7,880
二、营业总成本	2,720	3,124	2,759	3,986	5,117	6,524
其中: 营业成本	1,920	2,169	1,891	2,795	3,595	4,602
营业税金及附加	29	39	29	48	61	79
销售费用	650	770	698	970	1,257	1,600
管理费用	101	126	117	152	196	236
财务费用	14	15	17	17	3	3
资产减值损失	7	5	6	5	4	4
加: 公允价值变动收益	(44)	(46)	(27)	(44)	(50)	(52)
投资收益	50	33	(8)	8	8	8
三、营业利润	526	548	454	731	973	1,312
加: 营业外收入	51	104	105	80	60	60
减: 营业外支出	14	14	13	14	16	16
四、利润总额	563	638	546	797	1,017	1,356
减: 所得税	143	148	122	197	252	337
五、净利润	420	491	424	600	765	1,019
少数股东损益	(4)	(8)	5	5	6	6
归属于母公司所有者的净利润	424	498	420	595	759	1,013
六、全面摊薄每股收益	1.03	1.21	1.02	1.44	1.84	2.46
发行后总股本(百万)	412.5	412.5	412.5	412.5	412.5	412.5

资料来源: 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。