

公司研究/首次覆盖

2017年02月27日

轻工制造/家用轻工 II

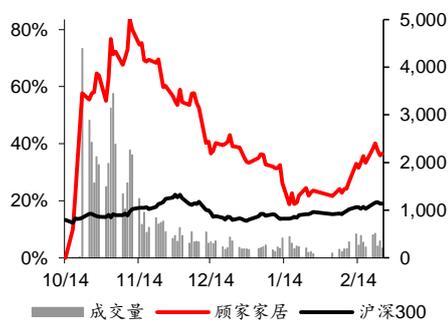
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 48.49  
合理价格区间(元): 52.54-56.29

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

**张前** 0755-82492080  
联系人 zhang\_qian@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 软体家具领军者，品类稳步扩张

### 顾家家居(603816)

#### 顾家家居：品牌、渠道优势显著

顾家是国内软体家具的龙头企业，主要产品包括中高档沙发、软床、餐椅、床垫和配套产品，出口和内销分别约占收入的66%、35%。公司综合竞争力行业领先：1) 公司治理：顾家是业内最早进行规范化管理的企业之一，给予职业经理人团队充分授权；2) 品牌：顾家品牌美誉度高，多次获得荣誉。公司持续在营销方面进行投入，通过明星代言、央视黄金时段广告、影视剧植入等多种方式扩大品牌影响力；3) 渠道：截至2016H1，公司境内共有直营店196家、经销门店2686家。在境外，公司主要通过大客户开展ODM业务。

#### 软体家具行业稳健增长，未来份额有望向龙头集中

全球软体家具2015年总产值达到676亿美元，我国是全球增长最快的市场，2015年产值占全球的47%，2006-2015年复合增速达到15%。出口方面，我国产业链布局完善，成本优势突出，企业通过提升创新、设计能力获得了更大的议价权，人民币贬值将提振出口。内销方面，居民可支配收入的提升将助推家具市场继续增长，随着城镇化推进，三、四线城市及农村的消费力将逐步释放。我国软体家具行业集中度低，我们认为三大因素将助推行业整合：1. 企业间直接竞争加剧；2. 消费者价格敏感性降低；3. 成本上涨压缩中小企业利润空间。

#### 增长动力：推进品类拓展和渠道下沉

国外家居巨头大多经历了由单一品类向多品类发展的历程，凭借品类扩张，汉森在人口仅有5000多万的韩国市场获得了超过100亿元人民币的收入。顾家主打产品沙发有较高的品牌知名度，有助于客户引流；优秀的设计团队和持续的研发设计投入是产品风格统一、实现一站式采购的基础；完善的渠道布局、良好的经销商管控能力是新品顺利推广的保证。顾家目前主要的渠道分布在一二线城市，公司专门成立了部门负责三、四线城市的布局，有望抓住消费升级的机遇，获得快速增长。

#### 看好长期成长性，首次覆盖给予“增持”评级

作为国内软体家具龙头，公司未来将以优质品类为客户流量入口，逐步进行品类扩张。本次IPO募集资金将给公司产能扩张、销售网络建设等方面提供充足的弹药。根据模型测算，顾家家居2016-2018年的EPS分别为1.51、1.88、2.32元。我们选取了7家A股上市的家居公司作为可比公司，盈利预测参考Wind一致预测，可比公司2017年平均PE倍数为24倍。考虑到公司竞争实力、长期发展空间、现金充足有外延扩张能力以及次新股溢价，给予2017年28-30倍PE倍数，目标价格为52.54-56.29元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	412.50
流通A股(百万股)	82.50
52周内股价区间(元)	35.51-65.17
总市值(百万元)	19,268
总资产(百万元)	2,925
每股净资产(元)	3.20

资料来源：公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,240	3,685	4,455	5,612	7,055
+/-%	20.81	13.74	20.91	25.95	25.73
净利润(百万元)	424.37	498.31	624.75	774.03	955.57
+/-%	5.14	17.42	25.37	23.89	23.45
EPS(元)	1.03	1.21	1.51	1.88	2.32
PE(倍)	47.13	40.14	32.02	25.84	20.93

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

顾家：国内软体家具龙头 .....	4
软体家具：市场持续扩容，集中度有望提升 .....	6
软体家具产销稳健增长 .....	6
行业集中度低，整合渐行渐近 .....	8
综合优势突出，大家居战略起航 .....	10
产品：立足优势单品，品类拓展初见成效 .....	10
公司治理：打造职业化管理队伍 .....	11
品牌：主动营销推动品牌升级 .....	11
渠道：多元化渠道布局逐步完善 .....	12
募投项目：突破产能瓶颈，拓展销售网络 .....	15
竞争对手对比：顾家增长迅速，内销优势显著 .....	16
盈利预测与估值 .....	18
盈利预测 .....	18
估值讨论 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1：公司主要产品 .....	4
图表 2：公司收入产品结构 .....	4
图表 3：公司收入区域/渠道结构（2016H1） .....	4
图表 4：公司发展历程 .....	4
图表 5：上市前后股权变化对比 .....	5
图表 6：公司营收及同比 .....	5
图表 7：公司净利润及同比 .....	5
图表 8：全球家具产值变动情况 .....	6
图表 9：全国家具制造行业收入、利润 .....	6
图表 10：2015 年全球前十大软体家具生产国产值情况 .....	6
图表 11：2015 年全球前十大软体家具消费国消费情况 .....	6
图表 12：2006-2015 年全国软体家具产值走势 .....	7
图表 13：2006-2015 年全国软体家具销值走势 .....	7
图表 14：2015 年全球前十大软体家具进口国进口情况 .....	7
图表 15：2015 年全球十大软体家具出口国出口情况 .....	7
图表 16：商品房成交同比 .....	8
图表 17：12 座主要城市二手房成交面积变动 .....	8
图表 18：中国软体家具企业市场占有率 .....	8
图表 19：中国人均 GDP .....	9

图表 20: 中国家庭——城镇居民家庭年人均可支配收入.....	9
图表 21: 家具成本来源.....	9
图表 22: 皮革、木材、石油价格指数走势.....	9
图表 23: 顾家布艺沙发.....	10
图表 24: La-Z-Boy 功能沙发.....	10
图表 25: 韩国韩森和美国马斯可的多品类扩张之路.....	10
图表 26: 顾家家居管理团队主要人员介绍.....	11
图表 27: 顾家品牌所获荣誉.....	11
图表 28: 期间费用率变动情况.....	12
图表 29: 顾家品牌宣传举例——形象代言人、纽约时代广场大屏、《咱们结婚吧》植入广告.....	12
图表 30: 2013-2016H1 销售渠道收入占比.....	13
图表 31: 公司门店数量（期末数量）.....	13
图表 32: 公司直营店分布（截至 2016 年 H1）.....	13
图表 33: 顾家门店数量、面积变动情况（左：个；右：万平方米）.....	14
图表 34: 顾家门店坪效（元/平方米）.....	14
图表 35: 公司经销商布局.....	14
图表 36: 经营体模式与传统模式对比.....	14
图表 37: 前五名客户销售额占总营收比例变动情况.....	15
图表 38: 募投项目投资额度.....	15
图表 39: 顾家家居产能及产销率变动情况（产能、产量单位：万标准套）.....	15
图表 40: 募投项目开店计划.....	16
图表 41: 公司国内市场主要竞争对手.....	16
图表 42: 三家公司收入规模对比.....	17
图表 43: 三家公司净利润对比.....	17
图表 44: 三家公司毛利率对比.....	17
图表 45: 三家公司净利率对比.....	17
图表 46: 三家销售渠道对比.....	17
图表 47: 盈利预测.....	19
图表 48: 可比公司估值（2017 年 2 月 24 日）.....	20
图表 49: 顾家家居历史 PE-Bands.....	20
图表 50: 顾家家居历史 PB-Bands.....	20

## 顾家：国内软体家具龙头

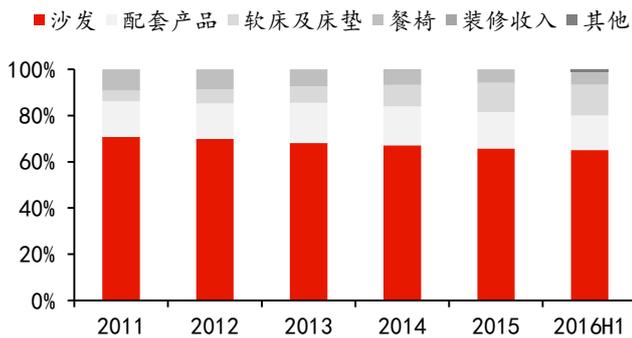
顾家家居是国内软体家具制造龙头。公司主要从事中高档沙发、软床、餐椅、床垫和配套产品的研发、设计、生产与销售，其中最主要的产品为沙发，占收入的60%以上。公司收入主要来源于国内市场（占比65%左右）。公司近年来陆续创立领尚美居、顾家智能、顾家定制等分公司，涉猎红木、智能、定制家居产品。顾家家居前身为成立于1982年的顾家工艺，于2016年10月14日在上海证券交易所上市。

图表1：公司主要产品

产品	简介
沙发	产品包括功能沙发、皮沙发、布艺沙发等。产品系列主要包括顾家自主品牌 KUKA HOME，以及 LA-Z-BOY 合作品牌等
餐椅	以“欧美家居”、“米檬”等系列推出
软床及床垫	床垫产品 2014 年实现规模化生产，覆盖高中低端需求
其他	包括红木家具、定制家居等

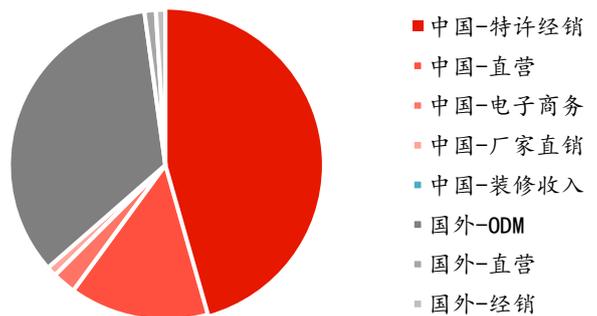
资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰证券研究所

图表2：公司收入产品结构



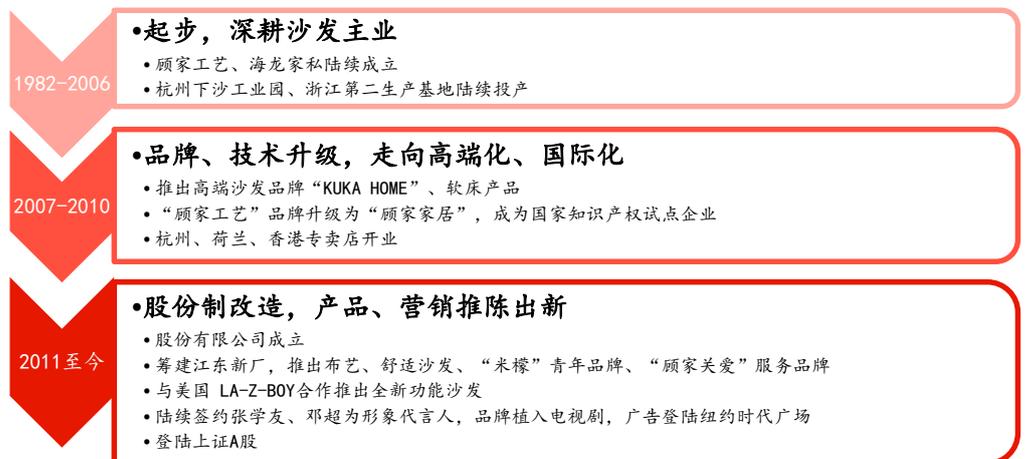
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司收入区域/渠道结构 (2016H1)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：公司发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司股权结构稳定，职业经理人制度完善。公司控股股东为顾家集团，第二大股东为 TB Home Limited。公司实际控制人为顾江生、顾玉华、王火仙，顾玉华与王火仙系夫妻关系，顾江生系顾玉华、王火仙之子。上市前三人通过顾家集团、TB Home Limited 合计间接持有公司 98% 的股份。上市后，三人合计持股 78%。

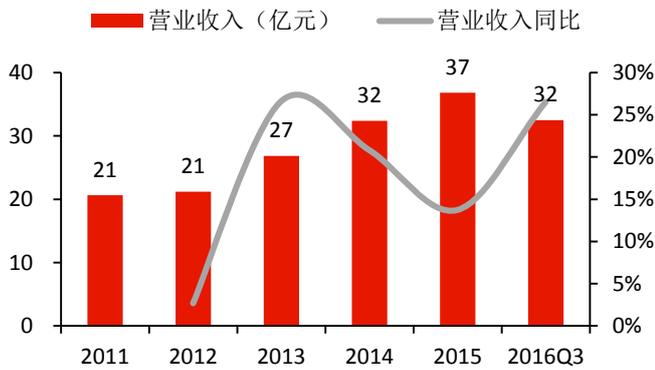
**图表5：上市前后股权变化对比**

股东名称	上市前比例	上市后比例
顾家集团	64%	51%
TB Home Limited	34%	27%
TBP	1%	1%
双睿汇银	1%	1%
IPO 股份	-	20%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

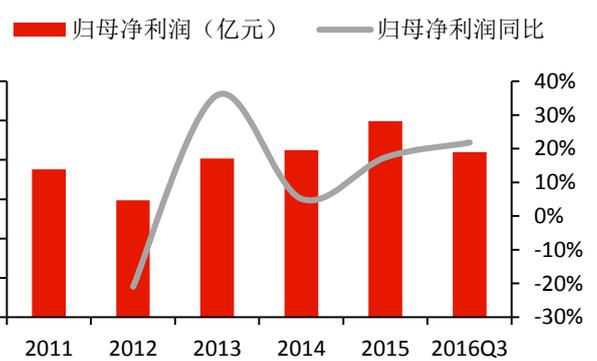
2012 年以来，公司顾家家居持续增长。2016 年前三季度公司实现收入 32 亿元，归母净利润 4.2 亿元，同比分别增长 27%、22%。公司业绩增长持续受益于家具市场规模扩大和公司品牌、渠道建设的不断完善。

**图表6：公司营收及同比**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表7：公司净利润及同比**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 软体家具：市场持续扩容，集中度有望提升

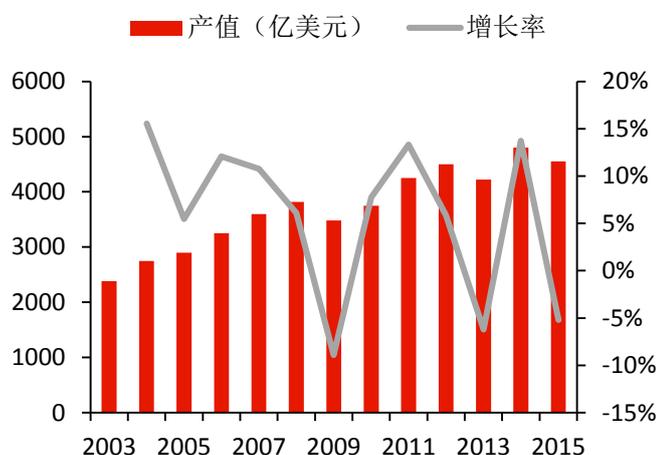
### 软体家具产销稳健增长

软体家具市场规模不断增长，我国已经成为最主要的生产国。软体家具主要是指由弹性材料和软质材料制成的各种家具，主要包括沙发、软床等产品。

**全球市场规模：**CSIL（米兰工业研究中心）数据显示，全球家具产值由2003年的2400亿美元增至2015年的4600亿美元，复合增长率超过5%。其中，全球软体家具约占整个家具行业的16%，2015年总产值达到676亿美元。

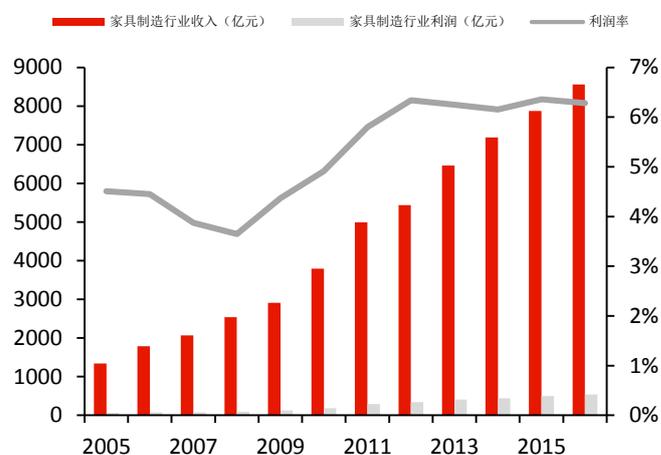
**中国市场规模：**软体家具工业化生产始于二十世纪初的欧洲，随着全球化推进，中国已经成为软体家具主要的生产国。根据CSIL的统计，我国软体家具产值已由2006年的77亿美元增长至2015年的317亿美元，产值约占全球的47%，复合增长率达到15%。

图表8：全球家具产值变动情况



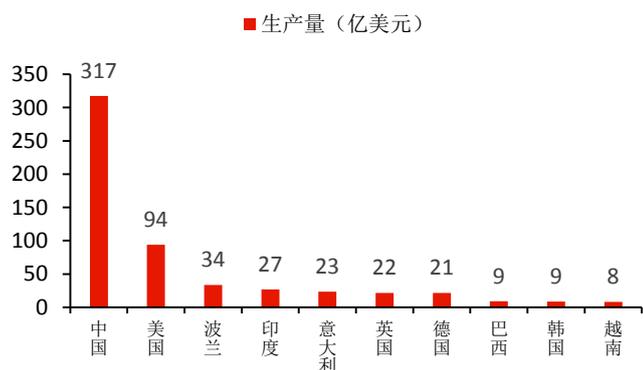
资料来源：CSIL，华泰证券研究所

图表9：全国家具制造业收入、利润



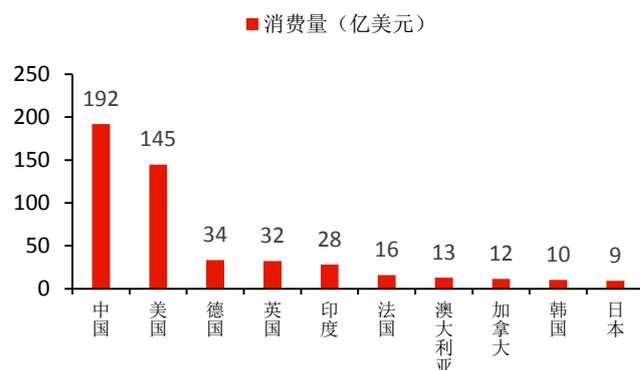
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2015年全球前十大软体家具生产国产值情况



资料来源：CSIL，华泰证券研究所

图表11：2015年全球前十大软体家具消费国消费情况



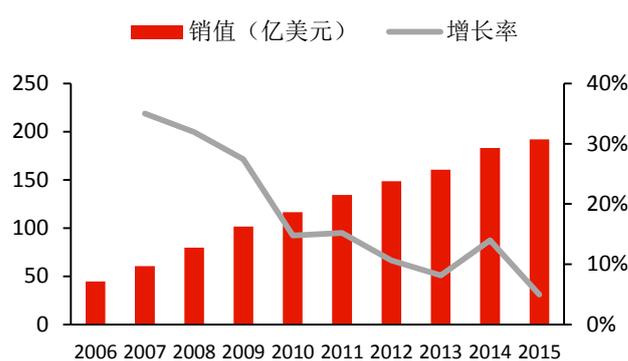
资料来源：CSIL，华泰证券研究所

图表12: 2006-2015年全国软体家具产值走势



资料来源: CSIL, 华泰证券研究所

图表13: 2006-2015年全国软体家具销值走势



资料来源: CSIL, 华泰证券研究所

出口是我国软体家具行业重要的收入来源,我们预计未来软体家具出口将稳中有增。根据CSIL的数据,2015年我国软体家具出口额达到127亿美元,占全国总产值的40%。海外发达国家是我国软体家具主要的出口市场,经过了多年发展,海外市场已经逐渐进入成熟期,虽然增速有所回落,但仍将是我国软体家具行业的重要收入来源之一。尽管美国总统换届之后,市场普遍对中美贸易的发展存在悲观情绪,但软体家具行业长期形成的国际产业格局很难改变。相对于发达国家,我国企业成本优势显著;相对于东南亚等国家,我国具有完善的产业链布局和长期积累的规模优势,很多国内企业通过提升设计、研发能力增强了议价权和综合竞争力。叠加人民币贬值等因素,我们认为出口市场前景仍可维持乐观判断。

图表14: 2015年全球前十大软体家具进口国进口情况



资料来源: CSIL, 华泰证券研究所

图表15: 2015年全球十大软体家具出口国出口情况



资料来源: CSIL, 华泰证券研究所

居民可支配收入的提升将是软体家具内销最强有力的支撑。(见图表19、20)2016年以来,我国房地产市场的回暖对家居行业起到正面的拉动作用。随着一系列调控政策的出台,市场对于家居行业,尤其是成品家居行业的增长前景感到担忧。以软体家具为例,回顾此前的数据,尽管经历了多次房地产的短周期,整体市场规模的增长并没有体现出显著的周期性。软体家具市场增长的最根本的动力来源于居民可支配收入的提升和城镇化背景下三、四线城市以及农村市场消费潜力的释放。我国体量庞大的存量家具替换也将支撑行业的长期发展。

图表16: 商品房成交同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 12座主要城市二手房成交面积变动

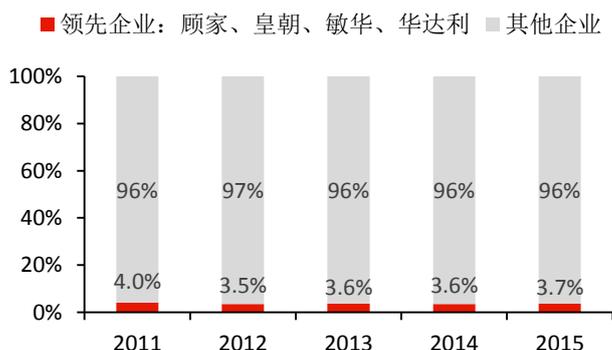


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 行业集中度低, 整合渐行渐近

由于进入门槛较低, 我国软体家具行业集中度低。我国区域品牌林立, 中小企业占据主导地位, 主要集中于低端市场, 同质化竞争严重。4家主要的上市企业国内市场占有率合计长期低于5%。

图表18: 中国软体家具企业市场占有率

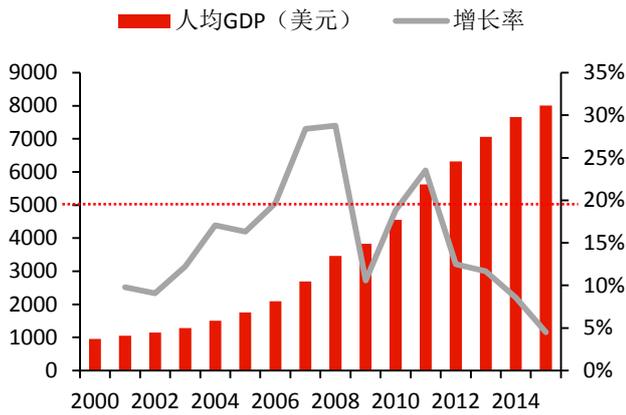


资料来源: Bloomberg, Wind, CSIL, 华泰证券研究所

我们认为, 软体家具行业整合将加速, 龙头企业有望受益。主要有以下三个驱动因素:

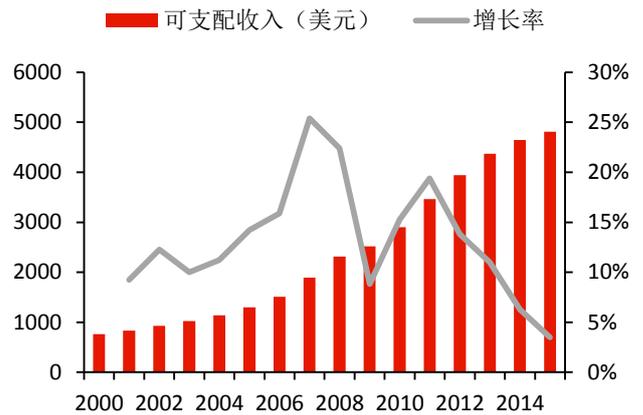
- 行业逐渐进入成熟期, 企业间的直接竞争将加剧。按照我们此前的分析, 软体家具行业的出口和内销仍将稳中有增, 经历了多年的发展, 随着行业逐渐进入成长后期甚至成熟期, 企业间的产品、渠道、品牌等各方面的正面竞争将加剧, 领先企业有望通过各方面的优势抢占中小企业的份额, 甚至通过收购整合快速扩张。
- 消费升级背景下, 消费者对品牌、设计的要求提升, 价格敏感性降低。参照国际经验, 人均 GDP 达到 5000 美元以上时, 消费者会更加关注品牌、产品质量、设计感等因素。我国目前人均 GDP 已经超过该水平。品牌的建立、设计感的提升、产品质量的提高都需要企业进行持续的资本投入, 中小企业难以有优势。未来随着大品牌的渠道下沉, 中小企业在中低端的市场空间将可能被进一步压缩。

图表19: 中国人均 GDP



资料来源: 世界银行, 国家统计局, Bloomberg, 华泰证券研究所

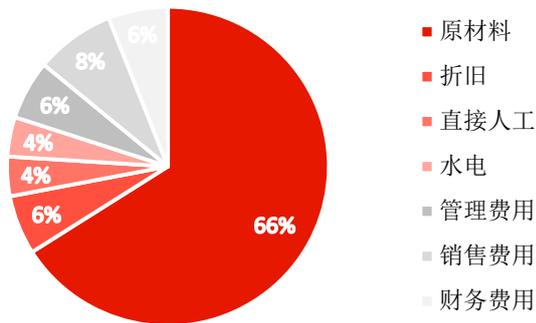
图表20: 中国家庭——城镇居民家庭年人均可支配收入



资料来源: 国家统计局, Bloomberg, 华泰证券研究所

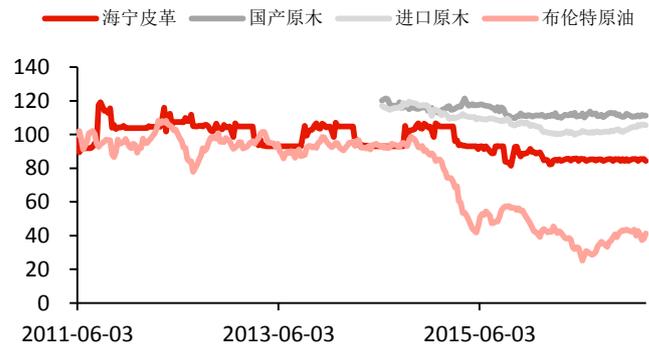
- 成本压力削弱了中小企业的竞争力。软体家具制造的上游为皮革、木材、海绵（聚氨酯）等原材料产业，原材料占制造成本的比例高达 66%。企业成本控制能力对于利润率的保证至关重要，大型企业管理规范、经验丰富、议价能力强，更容易对冲成本的波动。此外，我国经历刘易斯拐点之后，人工成本持续上涨，小企业自动化程度较低，人工成本占比更高，面临更大压力。

图表21: 家具成本来源



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 皮革、木材、石油价格指数走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 综合优势突出，大家居战略起航

### 产品：立足优势单品，品类拓展初见成效

沙发仍是公司目前最主要的产品。2011-2015年，公司沙发产品的收入复合增长率为16%，虽然2011年之后，由于公司品类扩张的原因收入占比有所下降，但仍保持在65%以上。近年来，公司在原有真皮沙发和休闲沙发的基础上加大布艺、功能沙发的布局，并与La-Z-Boy进军功能沙发领域。

图表23：顾家布艺沙发



资料来源:公司官网, 华泰证券研究所

图表24：La-Z-Boy 功能沙发

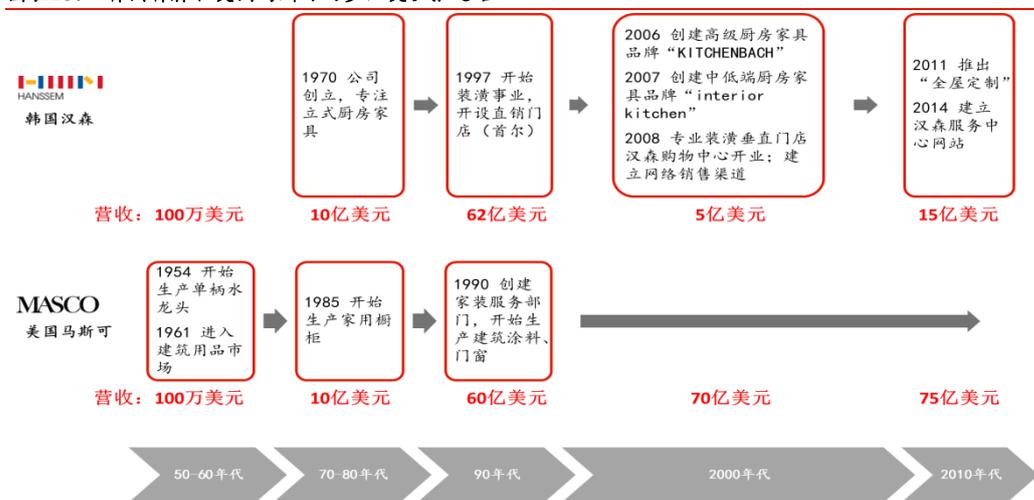


资料来源:公司官网, 华泰证券研究所

顾家积极进行品类拓展，床类产品成长迅速。公司已经开始由沙发向软床、床垫、软体餐椅等全品类家居协同扩张，并成立分公司尝试向红木家具、智能家居、定制家居等方向拓展。目前，床类产品成为公司收入增长的重要引擎。床类产品包括软床和床垫，收入占比由2001年的5%提升至2016H1的13%，毛利率也持续提升至44.0%，高于其他各类产品。其中软床由2012年的1.2亿元增长至2015年的3.0亿元，复合增长率达到35.3%。

品类扩张将显著扩展企业的发展空间，国外巨头大多经历了由单一品类向大家居发展的历程。以韩国汉森为例，起初汉森以定制橱柜切入市场，后续围绕橱柜优势品类像其他柜类拓展。根据汉森公司的年报，2015年汉森实现超过100亿元的收入，其中有96%来自只有5000多万人口的韩国本土。

图表25：韩国韩森和美国马斯可的多品类扩张之路



资料来源:汉森官网, 马斯可官网, 华泰证券研究所

大家居战略对于消费者的意义在于满足了一站式采购的需求，节省了在不同家居厂商选择、搭配和组合的时间。我们认为，实现真正的一站式采购需要良好的品牌美誉度进行客户引流、优秀的设计能力满足消费者多样化需求、完善的渠道进行新品类的导入，三个条件缺一不可。而顾家良好的品牌形象、完善的渠道布局、专业化的设计团队等方面优势显著，未来有望凭借品类扩张走向快速成长之路。

### 公司治理：打造职业化管理队伍

顾家家居高度重视管理团队建设，形成了专业化的管理体系。公司董事长顾江生等高管多年以来一直从事软体家具企业的经营管理。公司引入前美的制冷部门负责人李东来为总裁，并给予职业经理人团队充分授权，为公司的长期发展奠定了基础。

图表26：顾家家居管理团队主要人员介绍

姓名	职务	介绍
李东来	董事 总裁	1974年10月出生，中国国籍，无境外居留权，硕士。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、空调事业部总裁，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。
刘春新	副总裁 财务负责人	1969年2月出生，中国国籍，无境外居留权，硕士，中国注册会计师（非执业）。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，深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁。
金志国	副董事长	1956年7月出生，中国国籍，无境外居留权，博士研究生学历，高级经济师，第十一届全国人大代表。曾荣获“2007年 CCTV 中国十大经济年度人物”荣誉称号。历任青岛啤酒厂动力处处长、厂长助理，青岛啤酒（西安）有限公司总经理，青岛啤酒股份有限公司总经理助理、总裁、副董事长、董事长。现任九阳股份有限公司独立董事、浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司独立董事。
王才良	董事 副总裁	1968年12月出生，中国国籍，无境外居留权，初中学历。历任海龙家私采购经理、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。

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

### 品牌：主动营销推动品牌升级

公司自成立初期起即注重品牌的建设。尤其是将“顾家家居”的品牌内涵与家具文化紧密结合，迎合国人传统家庭文化理念。经过公司多年的积累，顾家品牌在中国消费者当中的影响力逐步提升，并多次获得荣誉。

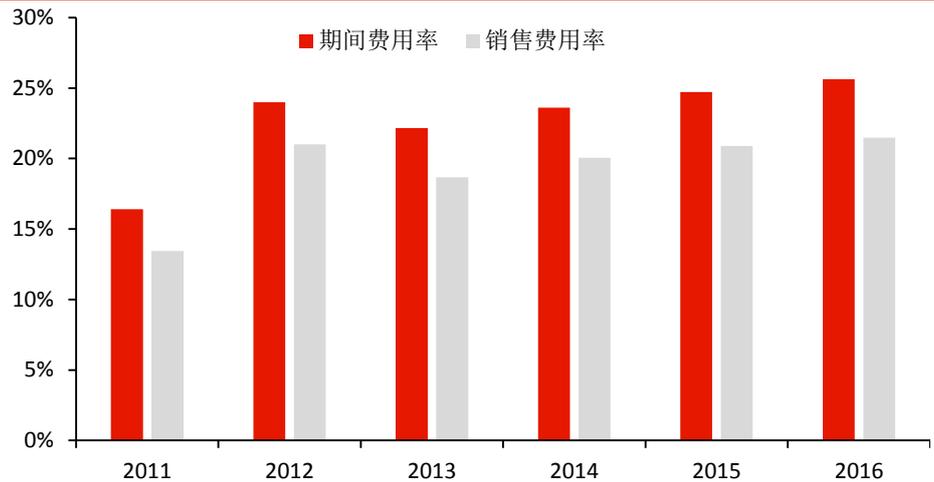
图表27：顾家品牌所获荣誉

所获荣誉	评定单位
年度家居行业影响力品牌 NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
中国 500 最具价值品牌	世界品牌实验室与世界企业家集团
年度沙发行业排行 NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
年度床垫行业排行 NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
中国家具行业标杆企业	网易家居
2015 年度影响力品牌	新浪家居

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

顾家加大投入，主动营销，扩大品牌影响力。公司采取主动营销的策略，在市场推广方面持续投入，近年来销售费用率保持在 20% 左右且整体上呈逐年提升的趋势。公司先后签约张学友、邓超作为品牌形象代言人，成功竞标央视黄金时段广告，登陆纽约时代广场大屏幕，并投放电视剧植入广告，多角度提升顾家品牌影响力。

图表28：期间费用率变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29：顾家品牌宣传举例——形象代言人、纽约时代广场大屏、《咱们结婚吧》植入广告



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 渠道：多元化渠道布局逐步完善

**境内：自主品牌为主，渠道下沉空间广阔**

境内市场是公司主要收入来源，近年来收入占比维持在65%以上，主要是通过直营和经销模式进行自主品牌的销售。截至2016年H1，公司在境内共有直营店196家，经销门店2686家。

**图表30: 2013-2016H1 销售渠道收入占比**

区域	模式	2013	2014	2015	2016H1
境内	特许经销	49%	47%	45%	46%
	直营	17%	18%	17%	14%
	电子商务	1%	2%	2%	2%
	厂家直销	0.1%	0.8%	1%	1%
	装修收入	0.2%	0.3%	-	-
	小计	<b>67%</b>	<b>67%</b>	<b>65%</b>	<b>64%</b>
境外	ODM	29%	30%	32%	34%
	直营	2%	1%	2%	1%
	经销	2%	2%	1%	1%
	小计	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>
<b>合计</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

**图表31: 公司门店数量 (期末数量)**

		2013	2014	2015	2016H1
境内	直营店	153	225	235	196
	经销门店	2169	2361	2783	2686
	小计	<b>2322</b>	<b>2586</b>	<b>3018</b>	<b>2882</b>
境外	直营店	8	8	5	5
	经销门店	50	42	26	26
	小计	<b>58</b>	<b>50</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>合计</b>	<b>2380</b>	<b>2636</b>	<b>3049</b>	<b>2913</b>	

资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

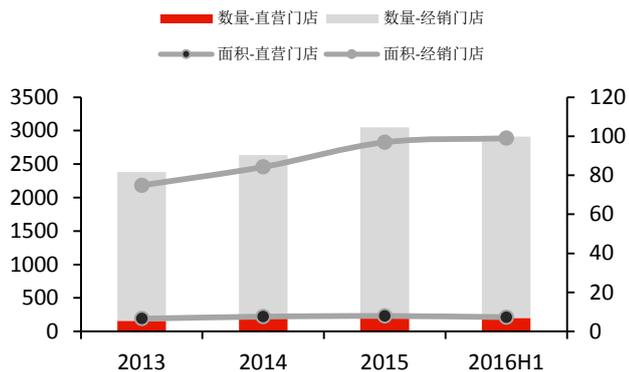
直营店主要承担品牌宣传、产品展示、市场开拓等职能。由于出货价格统计口径的问题, 直营店平均店效显著高于经销商, 但相关费用较高。公司直营店多数布局于一线城市和部分二线城市, 如北京、上海、武汉等。由于管理半径的原因, 华东区域开店较为密集。目前直营门店主要包括独立店和店中店两种模式。自2013年开始, 公司开始对直营店进行调整, 减缓开店速度, 关闭或调整了部分面积较小、盈利水平较低的店面。未来公司直营体系将以开大店为主。根据公司计划, 2016年12月之后, 新开直营门店房产的取得将由购置改为租赁, 有利于减少公司的资本投入。

**图表32: 公司直营店分布 (截至2016年H1)**

区域	所在城市	家数	
境内 (内地)	杭州	35	
	上海	33	
	武汉	35	
	南京	23	
	北京	14	
	合肥	16	
	无锡	13	
	广州	8	
	常州	6	
	宁波	3	
	绍兴	4	
	昆山	6	
	境外	香港	5

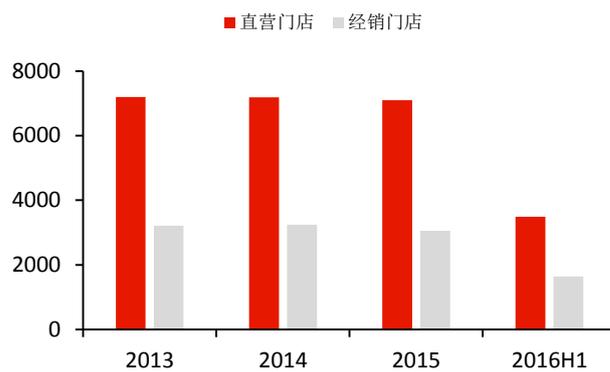
资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

图表33: 顾家门店数量、面积变动情况 (左: 个; 右: 万平方米)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表34: 顾家门店坪效 (元/平方米)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

经销是公司主要的销售模式。公司目前已经形成了基本覆盖全国一、二线已经大多数东部沿海区域的销售网络, 门店数量稳定增长。未来公司将逐步推进渠道下沉, 加快在三、四线的开店速度。公司从 2013 年开始在江苏、河南等地区试点“经营体”模式, 区域内主要经销商组织“经营体”与公司对接, 可以简化公司总部的管理流程, 提升运营效率。

图表35: 公司经销商布局

所属区域	数量 (家)
境内	
东北	133
华北	507
华东	480
华南	339
西北	287
西南	409
江苏经营体	249
河南经营体	191
吉林经营体	91
境外	
东南亚	16
非洲	3
中东	7

资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

图表36: 经营体模式与传统模式对比

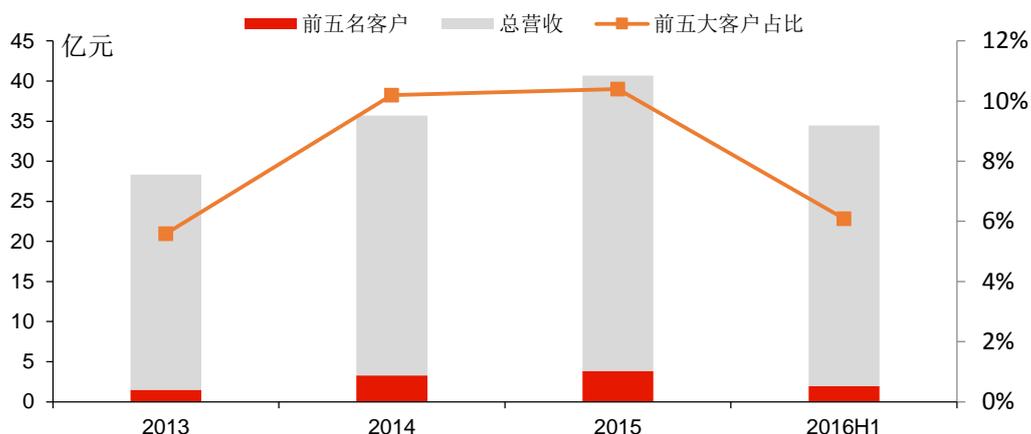
	经营体模式	传统模式
经销层级	顾家家居→经营体→各单个经销商	顾家家居→各单个经销商
订单流程	经营体汇总单个经销商订单, 然后再直接从单个经销商接受订单向顾家家居下单	
开票与结算对象	经营体	单个经销商
市场开拓与售后服务	经营体负责	顾家负责

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

**境外: ODM 为主, 推进大客户战略**

公司境外市场还是以 ODM 为主。文化、管理、法规等差异使得境外直接开店难度较大, ODM 模式成为公司开拓海外市场的主要渠道。在该模式下, 公司按照境外品牌商的要求设计、生产并贴牌出口销售给国外品牌商。公司 ODM 模式的下游客户主要为境外家具零售商, 包括美国 Euromarket Designs Inc.、Art Van、Rooms To Go Central Corp, 加拿大 SunpanModern Home、墨西哥 Service Trading S,A DE C.V、韩国 Hanssem co.Ltd 及德国 Atlas 等。随着大客户战略的推进实施, 公司 ODM 模式收入稳步增长。

图表37: 前五名客户销售额占总营收比例变动情况



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

**募投项目: 突破产能瓶颈, 拓展销售网络**

公司此次 IPO 募集资金总额 20.3 亿元, 净额为 19.6 亿元, 募投项目为: 1.年产 97 万标准套家居生产项目 (11.8 亿元); 信息化系统建设项目 (6977 万元); 3.连锁营销网络扩建项目 (4.7 亿元); 4.补充流动资金 (2.4 亿元)。

图表38: 募投项目投资额度

项目名称	投资金额 (亿元)
年产 97 万标准套家居生产项目	11.8
信息化系统建设项目	0.7
连锁经销网络建设项目	4.7
补充流动资金	2.4
<b>合计</b>	<b>19.6</b>

资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

扩产项目: 截至 2015 年公司产能有 76 万标准套, 产能已经接近饱和, 为了缓解产能压力, 公司与周边安吉、昆山、海宁等地软体家具供应商进行合作, 并将四川智远作为西南外协制造基地。

图表39: 顾家家居产能及产销率变动情况 (产能、产量单位: 万标准套)

	自有生产				委外生产			产销率
	产能	产量	占总产量比例	产能利用率	产量	占总产量比例	总产量	
2013	51	50	95%	97%	3	5%	51	100%
2014	64	63	92%	99%	6	8%	69	97%
2015	76	74	94%	97%	4	6%	79	100%
2016H1	42	40	93%	94%	3	7%	43	101%

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

募投项目将显缓解公司产能压力, 为进一步扩张打下基础。本项目完全达产后, 公司将新增 97 万标准套软体家具的生产能力, 其中沙发 55 万套、餐椅 15 万套、软床 18 万套、床垫 9 万套。根据公司招股书的预计, 本项目建设期为两年, 达产期为三年, 达产率分别为 30%、70%、100%。项目完全达产之后, 预计年新增销售收入 34.4 亿元, 新增年净利润 5.2 亿元。

**信息化建设项目:** 本项目包括企业资源管理系统 (ERP)、人力资源管理系统、产品生命周期管理平台等子项目, 项目建设期为三年。本项目将提升公司对业务数据的集成管理和应用能力, 有助于进一步规范管理模式, 优化业务流程, 降低运营成本。

**连锁营销网络扩建项目：**本项目主要是在核心城市强化直营店力量，通过全面的展示、销售和服务提升终端影响力和品牌形象。根据公司招股书的预计，项目达产期为两年，其中旗舰店在第1年、第2年各完成10家。单店在第1年计划完成53家，第2年计划完成77家。预计本项目完全达产后，年新增销售收入5.3亿元，年新增净利润3205万元。

**图表40：募投项目开店计划**

类型	开店方式	店数(家)	总面积(万平方米)
旗舰店	购买	20	2.3
单店	租赁	130	3.6
<b>合计</b>		<b>150</b>	<b>5.9</b>

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

### 竞争对手对比：顾家增长迅速，内销优势显著

国内知名的软体家具生产厂商主要有顾家家居股份有限公司、香港敏华控股有限公司、深圳左右家私有限公司、江苏斯可馨家具股份有限公司、北京爱依瑞斯家具有限公司、斯帝罗兰(中国)实业发展有限公司、喜临门家具股份有限公司等。主要产品为沙发，且业务涉猎国内市场的上市公司主要有敏华控股和新加坡华达利(已被宜华生活收购)。

**图表41：公司国内市场主要竞争对手**

公司	简介
香港敏华控股有限公司	成立于1992年，总部位于香港，旗下有沙发品牌“芝华士”、床垫品牌“爱蒙”和木制家具品牌“Land”。2005年在新加坡上市，2010年在香港上市。
深圳左右家私有限公司	成立于1996年，总部位于深圳，主营各类沙发，兼营沙发床、办公系列沙发、茶几、地毯等。有三大品牌十大系列。
新加坡华达利控股有限公司	成立于1976年，总部位于新加坡，1993年在新加坡上市。生产企业位于新加坡、马来西亚、中国昆山、常熟和扬州等地。

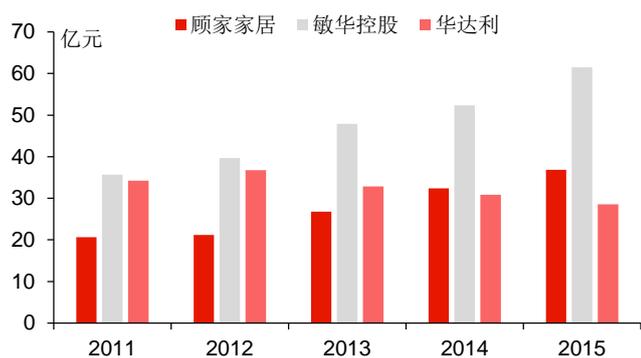
资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

顾家产品体系更加完善，顾家拥有五大产品系列，包含全皮沙发、布艺沙发等多个品类。敏华控股主打品类为功能性沙发，“芝华士”品牌在功能性沙发领域影响力较大。华达利主打高端皮沙发，尤其是在皮革制品生产能力方面处于领先地位。

2015年，顾家家居、敏华控股、华达利营业收入分别为36.9亿元、61.5亿元和28.6亿元。敏华控股抓住了美国功能沙发快速增长的机遇，已经成为三家之中收入规模最大的公司，由于规模效应不断增强，利润率也逐年攀升。顾家家居虽然收入体量小于敏华控股，但2014、2015年的收入增速领先。

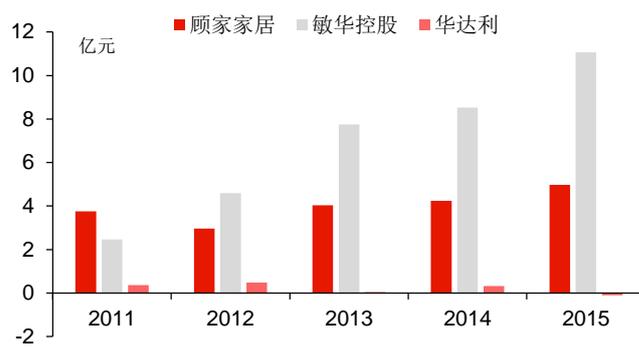
顾家由于产品有较强的品牌溢价，成本控制能力出众，毛利率高于竞争对手且稳中有升。敏华控股主要市场在境外，境外市场毛利率普遍较低。华达利的收入主要来自于欧美，销售模式主要为批发，毛利率低于顾家经销、直营为主的模式。顾家家居近年来净利率有所回落，主要是加大了相关投入，提升了费用率，长期来看有助于公司综合竞争力的提升。

图表42: 三家公司收入规模对比



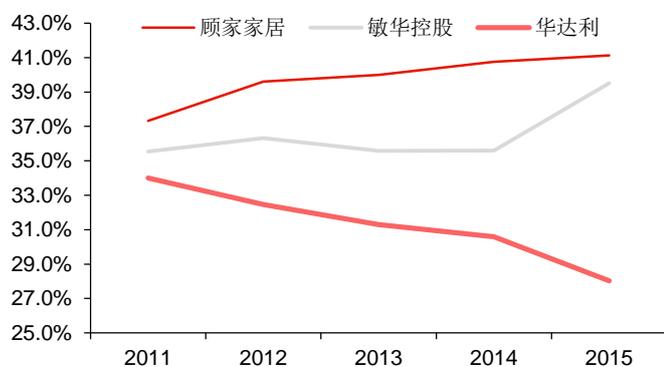
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 三家公司净利润对比



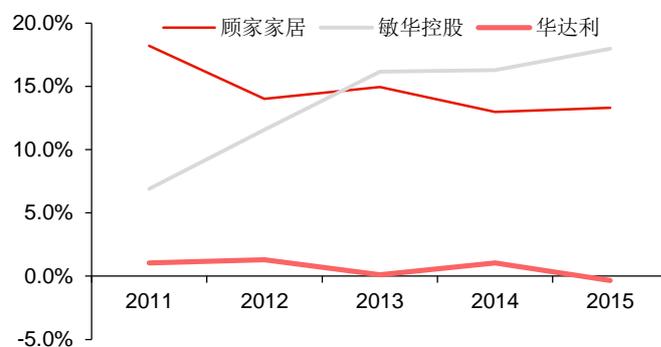
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 三家公司毛利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45: 三家公司净利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 三家销售渠道对比

	顾家家居	敏华控股	华达利(借助宜华生活渠道)
境内	直营 196 经销 2686	100 (沙发) +32 (床垫) 18	1234 (沙发) +289 (床垫) 400
境外	31	约 1300 个销售终端	约 5000 个销售终端

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们对顾家家居的盈利做出如下假设：

- 1.经销、直营渠道：公司 2016 年主要是对原有的销售门店做出了调整，未来将加快在国内的开店速度。我们预计公司各渠道 2016-2018 年净开店数量分别为境内经销商 70 家、400 家、500 家；境内直营-35 家、50 家、75 家。境外经销 0 家、5 家、5 家；境外直营门店数目不变。由于公司品类的扩张、销售能力的提升，预计未来平均店效将有不同程度的提升，具体预测结果请见下表。
- 2.电商渠道：公司电商业务目前规模较小，随着 80-90 一代成为购买的主力，网上购买家具将更加普及，我们预计 2016-2018 年电商收入增速分别为 50%、40%、30%。
- 3.毛利率：公司具有较强的成本控制能力，随着公司收入的提升，规模效应增强，产品毛利率将逐步提升，具体预测请见下表。

根据模型测算，顾家家居 2016-2018 年的收入同比增速为 21%、26%、26%，业绩增速分别为 25.4%、23.9%、23.5%，EPS 为 1.51、1.88、2.32 元。

图表47: 盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>2C 端</b>						
<b>境内经销</b>						
门店数: 家	2169	2361	2783	2853	3253	3753
净开店数		192	422	70	400	500
店效: 万元/家	60	64	59	71	78	86
YOY		7%	-7%	20%	10%	10%
收入: 百万元	1302	1511	1652	2033	2549	3235
YOY		16%	9%	23%	25%	27%
<b>境内直营</b>						
门店数: 家	153	225	235	200	250	325
净开店数		72	10	-35	50	75
店效: 万元/家	294	254	264	316	348	383
YOY		-14%	4%	20%	10%	10%
收入: 百万元	450	571	620	633	870	1245
YOY		27%	9%	2%	38%	43%
<b>境外经销</b>						
门店数: 家	50	42	26	26	31	36
净开店数		-8	-16	0	5	5
店效: 万元/家	97	123	197	227	249	274
YOY		27%	61%	15%	10%	10%
收入: 百万元	48	52	51	59	77	99
YOY		7%	-1%	15%	31%	28%
<b>境外直营</b>						
门店数: 家	8	8	5	5	5	5
净开店数		0	-3	0	0	0
店效: 万元/家	815	490	1113	1335	1536	1689
YOY		-40%	127%	20%	15%	10%
收入: 百万元	65	39	56	67	77	84
YOY		-40%	42%	20%	15%	10%
<b>电子商务</b>						
收入: 百万元	35	66	90	134	188	244
YOY		90%	36%	50%	40%	30%
<b>2B 端</b>						
厂家直销收入: 百万元	2	25	38	56	82	114
YOY		934%	51%	50%	45%	40%
装修收入: 百万元	5	8	0	0.00	0.00	0.00
YOY		59%	-100%	0%	0%	0%
ODM	774	968	1179	1473	1768	2033
YOY		25%	22%	25%	20%	15%
<b>毛利率</b>						
沙发	41.5%	42.0%	41.5%	41.8%	42.0%	42.5%
配套产品	29.2%	29.5%	29.9%	30.0%	30.5%	31.0%
软床及床垫	39.0%	42.1%	43.2%	43.5%	44.0%	44.5%
餐椅	34.1%	35.1%	35.6%	36.0%	36.5%	37.0%
装修收入	34.0%	26.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	69.1%	64.4%	63.7%	64.0%	64.5%	65.0%
<b>合计</b>						
营业收入	2682	3240	3685	4455	5612	7055
YOY		21%	14%	21%	26%	26%
毛利率	40.1%	40.9%	41.2%	41.2%	41.4%	41.8%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 估值讨论

根据模型测算，顾家家居 2016-2018 年的 EPS 分别为 1.51、1.88、2.32 元。我们选取了 7 家 A 股上市的家居公司作为可比公司，盈利预测参考 Wind 一致预测，可比公司 2017 年平均 PE 倍数为 24 倍。考虑到公司竞争实力、长期发展空间、现金充足有较强外延扩张能力以及次新股溢价，给予 2017 年 28-30 倍 PE 倍数，目标价格为 52.54-56.29 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表48：可比公司估值（2017年2月24日）

代码	名称	总市值（百万元）	净利润（百万元）			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000910.SZ	大亚圣象	10,828	488	578	681	22.19	18.72	15.90
002572.SZ	索菲亚	27,564	666	918	1,226	41.36	30.04	22.49
600337.SH	美克家居	8,849	340	427	530	26.01	20.74	16.71
600978.SH	宜华生活	16,282	788	1,019	1,253	20.67	15.97	13.00
603008.SH	喜临门	7,351	250	329	413	29.46	22.33	17.79
603818.SH	曲美家居	8,012	189	252	328	42.44	31.77	24.40
603898.SH	好莱客	10,008	241	333	448	41.47	30.04	22.34
<b>平均值</b>						<b>31.94</b>	<b>24.23</b>	<b>18.95</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：顾家家居历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50：顾家家居历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

### 1. 市场竞争加剧的风险:

在中高端软体家具领域，企业之间的竞争已经升级为品牌、网络、质量、服务、管理等的综合能力竞争。中国巨大的市场吸引了国外软体家具厂商进入。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。行业中小企业数量依然众多，为了维持生存和发展，不排除部分企业通过以次充好、甚至冒充名牌产品等恶性竞争手段进行销售，在加剧行业内市场竞争的同时也会使消费者对家具产品产生不信任，进而对整个行业和公司的发展产生不利影响。

### 2. 原材料价格波动的风险

公司生产软体家具的主要原材料包括皮革、海绵和木材等。公司皮革、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。海绵作为石化加工过程中的衍生产物，受石油价格波动影响较大，也会在一定程度上影响软体家具生产企业的生产成本；木材的质地、品种及价格都是影响企业生产经营的重要因素，世界范围内森林面积的逐渐减少，加上需求的刚性，使得木材价格未来可能具有上升趋势，导致软体家具生产企业的生产成本上升。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,073	1,109	3,444	4,215	5,358
现金	164.47	262.74	2,406	2,833	3,628
应收账款	179.01	218.72	267.33	364.76	458.60
其他应收账款	44.68	53.24	58.05	76.49	95.72
预付账款	21.88	26.83	31.56	39.97	49.78
存货	524.80	446.24	602.73	822.39	1,048
其他流动资产	137.96	101.48	78.00	78.00	78.00
非流动资产	993.26	1,263	1,515	1,716	1,791
长期投资	22.87	26.08	32.00	32.00	32.00
固定投资	493.19	867.82	1,037	1,212	1,277
无形资产	129.47	128.69	171.69	201.69	231.69
其他非流动资产	347.74	240.15	273.71	270.13	250.78
资产总计	2,066	2,372	4,958	5,931	7,149
流动负债	903.98	1,162	1,183	1,372	1,624
短期借款	208.31	132.47	157.75	149.32	152.13
应付账款	207.86	283.00	315.45	400.41	504.29
其他流动负债	487.81	746.29	710.11	822.39	967.36
非流动负债	157.72	173.20	172.94	173.25	173.13
长期借款	150.00	170.00	170.00	170.00	170.00
其他非流动负债	7.72	3.20	2.94	3.25	3.13
负债合计	1,062	1,335	1,356	1,545	1,797
少数股东权益	8.81	7.94	15.41	24.65	36.06
股本	330.00	330.00	412.50	412.50	412.50
资本公积	102.98	103.37	1,954	1,954	1,954
留存公积	571.94	605.25	1,220	1,995	2,950
归属母公司股	995.56	1,029	3,587	4,361	5,316
负债和股东权益	2,066	2,372	4,958	5,931	7,149

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	228.50	762.09	509.57	693.80	940.15
净利润	420.22	490.53	632.23	783.27	966.98
折旧摊销	0.00	0.00	110.42	140.15	167.52
财务费用	13.78	15.37	(5.62)	(32.73)	(43.55)
投资损失	(50.21)	(33.42)	(39.21)	(39.12)	(38.20)
营运资金变动	0.00	0.00	(174.60)	(157.82)	(112.67)
其他经营现金	(155.28)	289.62	(13.65)	0.05	0.08
投资活动现金	(285.48)	(250.28)	(257.86)	(290.88)	(191.80)
资本支出	428.82	300.24	250.00	300.00	200.00
长期投资	0.00	18.26	5.92	0.00	0.00
其他投资现金	143.34	68.22	(1.94)	9.12	8.20
筹资活动现金	11.71	(422.29)	1,891	24.35	46.31
短期借款	153.43	(75.84)	25.28	(8.43)	2.81
长期借款	150.00	20.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	82.50	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.38	1,850	0.00	0.00
其他筹资现金	(291.73)	(366.84)	(66.52)	32.77	43.50
现金净增加额	(45.00)	100.64	2,143	427.26	794.66

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,240	3,685	4,455	5,612	7,055
营业成本	1,920	2,169	2,621	3,290	4,109
营业税金及附加	29.26	38.79	43.89	55.78	70.61
营业费用	649.53	769.79	935.64	1,190	1,517
管理费用	101.20	125.71	155.94	199.22	253.99
财务费用	13.78	15.37	(5.62)	(32.73)	(43.55)
资产减值损失	7.05	5.09	5.86	5.80	5.70
公允价值变动收益	(43.90)	(45.80)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.21	33.42	39.21	39.12	38.20
营业利润	525.64	548.42	738.39	943.49	1,181
营业外收入	51.08	104.11	105.00	95.72	100.21
营业外支出	13.63	14.17	12.64	13.32	13.24
利润总额	563.09	638.36	830.74	1,026	1,268
所得税	142.87	147.83	198.52	242.63	300.89
净利润	420.22	490.53	632.23	783.27	966.98
少数股东损益	(4.15)	(7.79)	7.48	9.23	11.41
归属母公司净利润	424.37	498.31	624.75	774.03	955.57
EBITDA (倍)	539.42	563.79	843.18	1,051	1,305
EPS (元)	1.03	1.21	1.51	1.88	2.32

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	20.81	13.74	20.91	25.95	25.73
营业利润	(0.46)	4.33	34.64	27.78	25.16
归属母公司净利润	5.14	17.42	25.37	23.89	23.45
获利能力 (%)					
毛利率	40.75	41.13	41.18	41.38	41.76
净利率	13.10	13.52	14.02	13.79	13.54
ROE	42.63	48.42	17.42	17.75	17.97
ROIC	35.42	37.27	35.53	36.06	40.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.39	56.28	27.35	26.06	25.13
净负债比率 (%)	33.75	30.15	24.17	20.66	17.93
流动比率	1.19	0.95	2.91	3.07	3.30
速动比率	0.61	0.57	2.40	2.47	2.65
营运能力					
总资产周转率	1.77	1.66	1.22	1.03	1.08
应收账款周转率	22.85	18.53	18.33	17.76	17.14
应付账款周转率	9.80	8.84	8.76	9.19	9.08
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	1.21	1.51	1.88	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.85	1.24	1.68	2.28
每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.49	8.69	10.57	12.89
估值比率					
PE (倍)	47.13	40.14	32.02	25.84	20.93
PB (倍)	20.09	19.44	5.58	4.59	3.76
EV_EBITDA (倍)	37.36	35.75	23.90	19.18	15.44

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com