

轻工制造

2017年04月12日

顾家家居 (603816)

——软体家居龙头企业，品类扩张稳步推进，优质团队高效业绩

报告原因：上市公司调研

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2017年04月12日

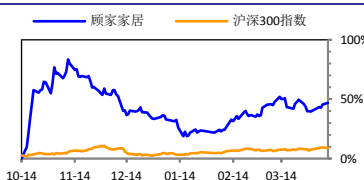
收盘价(元)	53.21
一年内最高/最低(元)	68.9/29.59
市净率	6.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4390
上证指数/深证成指	3273.83/10587.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	8.33
资产负债率%	33.92
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

《顾家家居(603816)2016年年报点评：多渠道多品类发力，收入端快速增长》
2017/03/21

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

- **软体家居龙头企业，品类扩张稳步推进，优质团队高效业绩。**1) 内销方面：收入端稳健增长，各品类渐次发力（软床、床品、定制品类等）。内在激励机制到位，各产品线通过事业部制吸引行业内优秀人才，并提供有吸引力的激励机制；外部依托顾家品牌力和渠道力，加速品类扩张，完善全屋大家居配套销售机制，提升客单价；2) 外销方面：随着境外大客户战略的铺开，2016年实现外销收入15.89亿元，同比增长32.4%，其中功能沙发外销业务表现抢眼。
- **境内全渠道战略主动营销，三四线门店持续下沉。**顾家销售模式以直营+经销+海外ODM模式，目前境内和境外合计3000余家门店，其中包括约200家直营店，通过门店开拓与下沉不断拓展市场渠道，提升品牌渗透率。公司稳步推行面积较大、品类齐全的旗舰店经营战略，满足消费者一站式需求。2016年旗舰店占比在渠道整体中进一步提高，尤其面积占比提升较快，渠道多元化、全渠道业态取得相对进展。未来公司计划每年新开约1000家门店，净开门店400-500家。三、四线城市门店数量将持续加密，单店增长和新增门店夯实中长期成长逻辑。
- **重视品牌和营销投入，每年销售费用大幅增长，为品牌建立比较强的先发优势和护城河优势。**公司过去几年营销费用高速增长，2013-2016CAGR为28.3%，奠定比较强的先发优势；未来公司收入达到一定体量后，费用率有望稳定甚至下行，提供业绩弹性。
- **公司战略发展三步走，未来打造精品宜家。**公司将持续拓展多品类战略，欲实现全屋家居一体化。通过聚焦相对有限单品，每个品类聚焦行业尖端水准，单品优势确保品类扩张的根基。公司2017年预计将进行大家居门店试点，开设1-2家超大型中国式精品宜家购物中心，并在全国范围进行模式复制，实现大家居战略的华丽实践。
- **积极拓展品类，产能稳步提升，软体家居业务坚持卓越，大家居战略初现雏形；我们认为公司具有稳步向大家居万亿市场空间发力的基础。**2-3月我们率先在市场发布公司深度报告《顾家家居：国内软体家居龙头，品牌渠道优势领先；品类稳步扩张，向大家居转型》，点评《顾家家居：签订战略框架协议，拟在嘉兴建立智能家居产业基地，实现全品类大家居产能续航》，点评《顾家家居(603816)年报点评——多渠道多品类发力，收入端快速增长》，公司主打产品沙发受益于行业集中度提升；循序渐进拓展品类扩张，打造优势产品矩阵；尝试开拓大店模式，2018-2020年公司将持续推进O2O一体化融合，实现全渠道零售布局。因为公司品类扩张稳步推进，我们维持2017-2019年EPS分别为1.84元、2.46元、3.29元，目前股价(53.21元)对应2017-2019年PE分别为29、22、16倍，给予一年目标价64元，对应2017年35倍PE，维持增持。
- **风险提示：由于地产销量下滑可能带来的滞后不利影响。**

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,685	4,795	6,410	8,219	10,448
同比增长率(%)	13.74	30.11	33.69	28.22	27.12
净利润(百万元)	498	575	759	1,013	1,357
同比增长率(%)	17.42	15.40	31.99	33.47	33.96
每股收益(元/股)	1.51	1.39	1.84	2.46	3.29
毛利率(%)	41.1	40.4	41.9	41.9	41.2
ROE(%)	48.4	16.7	18.1	19.4	20.7
市盈率	35	38	29	22	16

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

目录

1. 软体家居品牌旗舰，扩品类布局业绩靓丽	4
1.1 渠道拓展促进收入增长，卓越团队保障高效业绩	4
1.2 产品内生持续增长，功能沙发、定制家居品类逐渐扩充	7
2. 公司未来盈利增长潜力大，营销弹性确保利润安全边际	10
2.1 募集资金到位，财务费用下行，汇兑不利因素解除	10
2.2 重视品牌和营销投入，建立品牌先发优势	10
3. 盈利预测	12
3.1 软体家居业务坚持卓越，大家居战略初现雏形	12

图表目录

图 1：顾家家居充分利用软体家居产业链，具备龙头企业主导优势.....	4
图 2：2016 年实现营业收入 47.95 亿元，同比增长 30.1%，2012-2015CAGR20.3% 4	
图 3：2016 年实现归母净利润 5.75 亿元，同比增长 15.4%，2012-2015CAGR18.8%4	
图 4：境内经销商门店数目在 2011-2016 年数目快速增长，渠道不断下沉	5
图 5：海内外业务收入均呈现上升趋势，2016 年实现中国境内收入 29.12 亿元，外销收入 15.89 亿元.....	5
图 6：顾家家居经销店全国分布密度图.....	5
图 7：顾家家居部门细分组织结构图	6
图 8：顾家子公司股权分布图.....	6
图 9：顾家家居各细分品类收入持续增长，2016 年增速加快.....	8
图 10：顾家家居各细分品类毛利率对比，2016 年沙发毛利率保持稳定 41.0%，床类产品毛利率较高为 42.4%.....	8
图 11：2010-2016 年我国功能沙发市场情况.....	9
图 12：美国功能沙发市场份额远高于国内市场，2016 年市场占比约为 41%	9
图 13：顾家家居客厅全屋定制（塞纳河畔系列）	9
图 14：顾家家居儿童房全屋定制（阳光系列）	9
图 15：2016 年末货币资金为 12.49 亿元，同比增长 375.2%	10
图 16：2016 年财务费用 312.29 万，同比减少 79.7%.....	10
图 17：明星代言提升品牌影响力	11
图 18：家居参展提升品牌知名度	11
表 1：顾家子公司及其 2016 年收入和净利润	7
表 2：公司销售费用投入加大，2016 年销售费用合计 10.58 亿元，同比增长 37.4% ..	11
表 3：公司 2016 年归母净利润+销售费用*（1-税率）为 13.96 亿元，同比增 28.1% 11	
表 4：收入预测表	单位：
百万元，万元，百万股.....	14
表 5：盈利预测表	单位：
百万元，元，百万股	15

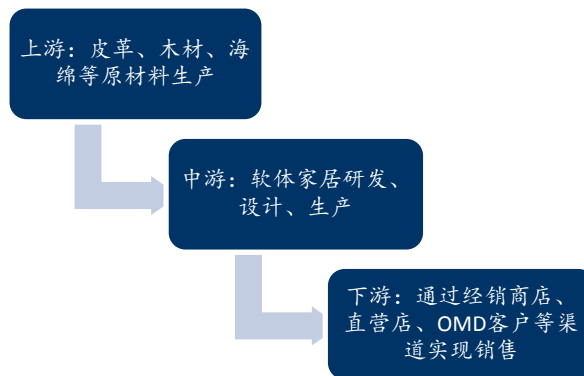
1. 软体家居品牌旗舰，扩品类布局业绩靓丽

1.1 渠道拓展促进收入增长，卓越团队保障高效业绩

软体家居龙头企业，优质团队高效业绩。公司于 2016 年 10 月 14 日登陆 A 股上市，2016 年实现收入 47.95 亿元，同比增长 30.1%；归母净利润 5.75 亿元，同比增长 15.4%，2012-2016 年营业收入 CAGR22.7%，归母净利润 CAGR18.0%。公司经过“主动营销”战略全面实施和产品品类不断拓展，于 2013 年开始迎来业绩的高速发展，2014-2016 年营业收入和利润仍保持高增速水平。

渠道下沉逐步拓展，境外客户战略成效显著。顾家销售模式以直营+经销+海外 ODM 模式，目前境内和境外合计 3000 余家门店，其中包括约 200 家直营店，通过门店开拓与下沉不断拓展市场渠道、提升品牌渗透率。2016 年实现中国境内收入 29.12 亿元，同比增长 30.0%，2011-2016CAGR 为 17.8%；随着境外大客户战略的铺开，2016 年实现外销收入 15.89 亿元，同比增长 32.4%，2011-2016CAGR 为 18.9%，其中功能沙发外销业务表现抢眼。

图 1：顾家家居充分利用软体家居产业链，具备龙头企业主导优势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2016 年实现营业收入 47.95 亿元，同比增长 30.1%，2012-2015CAGR20.3%



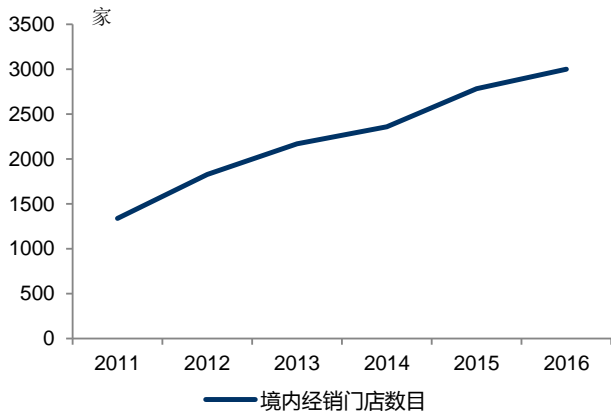
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2016 年实现归母净利润 5.75 亿元，同比增长 15.4%，2012-2015CAGR18.8%



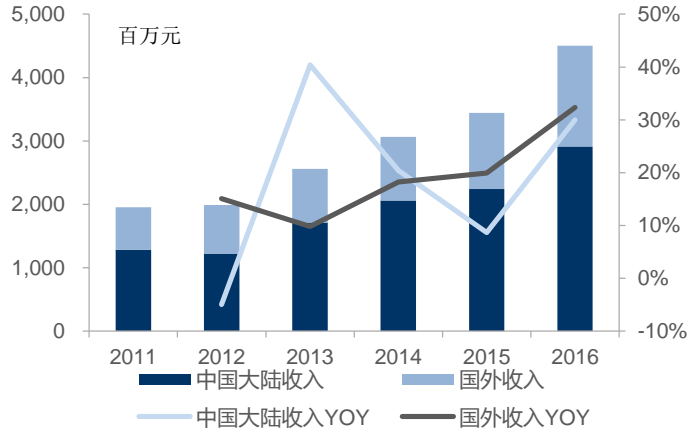
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 境内经销商门店数目在 2011-2016 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

图 5: 海内外业务收入均呈现上升趋势, 2016 年实现中国境内收入 29.12 亿元, 外销收入 15.89 亿元

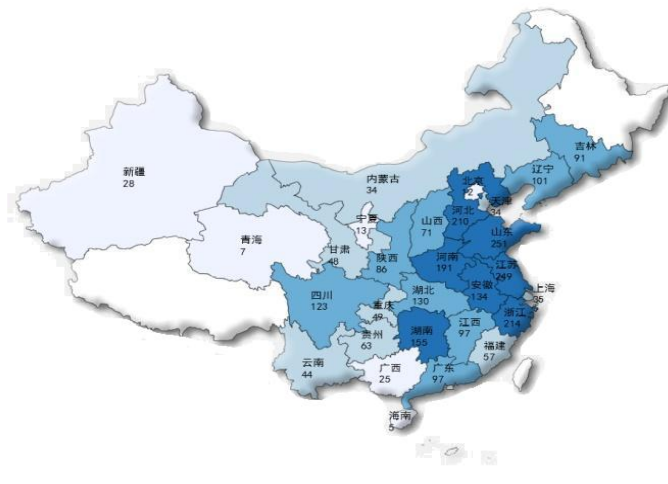


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

境内全渠道战略主动营销, 三四线门店持续下沉。公司稳步推行面积较大、品类齐全的旗舰店经营战略, 满足消费者一站式需求。2016 年旗舰店占比在渠道整体中进一步提高, 尤其面积占比提升较快, 渠道多元化、全渠道业态取得相对进展。未来公司计划每年净开门店 400-500 家, 目前公司旗舰店 300 余家。三、四线城市门店数量将持续加密, 单店增长和新增门店夯实中长期成长逻辑。

加大经销商激励力度, 成效显著保障收入增速。公司通过多重方案对经销商进行激励指导: 对于业绩达标的经销商, 给予出国考察和培训机会; 同时鼓励经销商专注于顾家单一品类的经销。目前经销商激励成效显著, 开店成功率超过 90% 并均能实现盈利, 单一客户提货金额逐步上升, 最大经销商提货额超过 5000 万, 为公司收入增长和业绩增速提供保障。

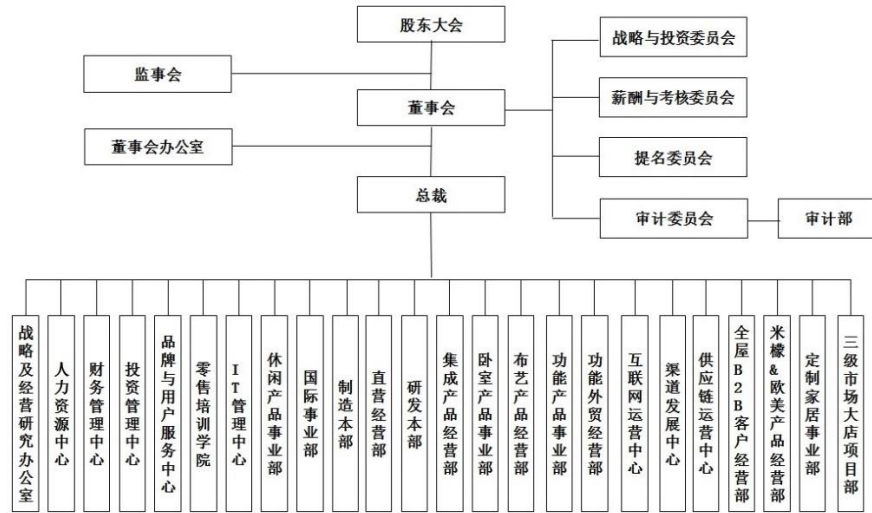
图 6: 顾家家居经销店全国分布密度图



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

家居企业卓越成长机遇，优质团队充分激励机制。公司 2012 年初经来自家电行业的优秀职业经理人打造，原有股东已经逐步退出管理团队，改变原始家族企业形态，提升管理质量效能。公司目前已成立子品类事业部，并将设立相关事业部的子公司，2016 年已有休闲产品、卧室产品、功能产品、定制家居、国际 5 个事业部，各事业部高管和 CEO 持有不同份额公司股权，充分激励考核，增强管理层粘度。经过多年发展，顾家家居品牌已经逐渐由区域性品牌发展成为国际大家居品牌。

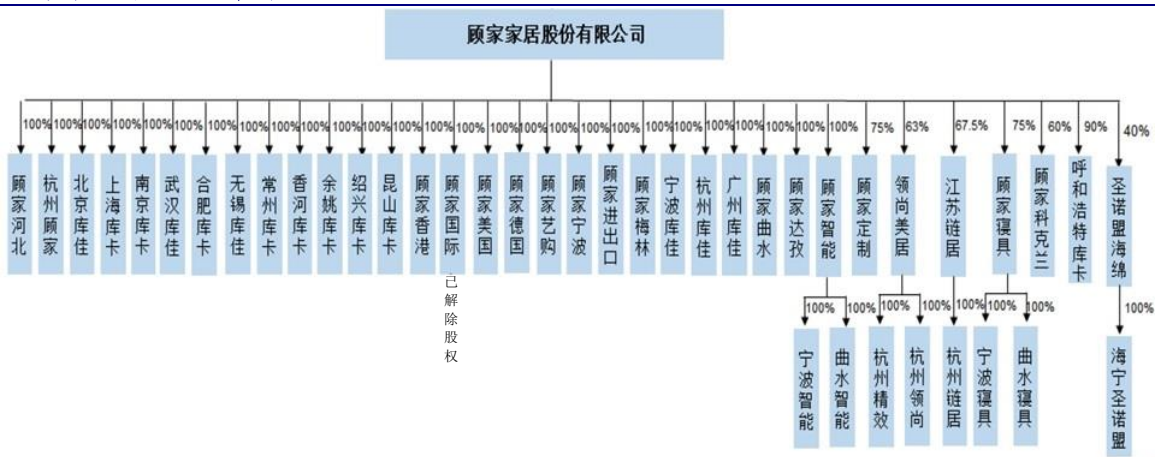
图 7：顾家家居部门细分组织结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

子公司架构合理及完善，合力共赢创造价值。公司 2016 年末合计拥有 34 家子公司，其中全资子公司 28 家，控股 6 家，2016 年解除顾家国际的控股关系因此不列入合并报表。未来公司预计将产品品类等事业部逐步设立为子公司，充分激发子公司潜力，为公司大家居战略储备力量，贡献完善架构的管理价值。

图 8：顾家子公司股权分布图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1: 顾家子公司及其 2016 年收入和净利润

公司名称	注册资本 (万元/人民币)	主要业务	持股比例 (%)	2016年度主要财务数据 (百万元/人民币)		
				总资产	营业收入	净利润
顾家河北	20,000	家具制造、销售	100	396.07	242.60	36.90
杭州顾家	15,100	家具销售	100	192.58	178.41	5.18
北京库佳	1,000	家具销售	100	14.24	48.65	-8.12
上海库卡	1,000	家具销售	100	24.93	120.19	6.56
南京库卡	500	家具销售	100	13.06	71.74	0.24
武汉库佳	500	家具销售	100	25.72	89.06	-0.76
合肥库卡	100	家具销售	100	10.53	37.61	1.62
无锡库佳	100	家具销售	100	6.53	19.97	-2.16
常州库卡	100	家具销售	100	6.04	23.62	0.80
香河库卡	100	家具销售	100	0.03	3.87	-0.14
余姚库卡	100	家具销售	100	0.06	-	0.00
绍兴库卡	100	家具销售	100	2.46	9.09	0.35
昆山库卡	100	家具销售	100	8.25	17.69	0.91
顾家香港	1,179.53 (港币)	家私零售	100	10.03	49.77	1.97
顾家美国	10.00 (美元)	家具销售	100	0.54	16.57	0.82
顾家德国	2.50 (欧元)	家具销售	100	0.38	2.72	-0.10
顾家艺购	100	家具销售	100	1.97	14.53	-7.00
顾家宁波	1,000	家具销售	100	1,061.20	2,196.84	332.33
顾家进出口	1,000	家具进出口	100	9.49	-	0.00
顾家梅林	3,000	家具制造、销售	100	284.75	1,694.33	20.87
宁波库佳	500	家具销售	100	3.93	5.64	0.15
杭州库佳	1,000	家具销售	100	9.77	-	-0.67
广州库佳	500	家具销售	100	5.87	18.21	-3.36
顾家曲水	1,000	家具销售	100	199.28	827.41	154.57
顾家达孜	1,000	家具销售	100	9.30	-	-0.10
顾家智能	3,500	家具销售	100	167.34	348.24	-8.92
顾家香港贸易	500.00 (港币)	家具进出口	100	-	-	-
顾家椅家	1,000	家具制造、销售	100	-	-	-
领尚美居	1,000	家具制造、销售	63	74.57	44.87	-6.77
江苏链居	5,556	家具销售	67.5	11.03	0.15	-4.71
顾家寝具	1,500	家具制造、销售	75	140.00	268.90	44.42
顾家科克兰	78.00 (美元)	家具销售	60	6.80	8.09	-4.03
顾家定制	1,500	家具定制	75	28.68	23.15	-29.59
呼和浩特库卡	400	家具销售	90	7.59	8.15	-0.77

资料来源: 申万宏源研究

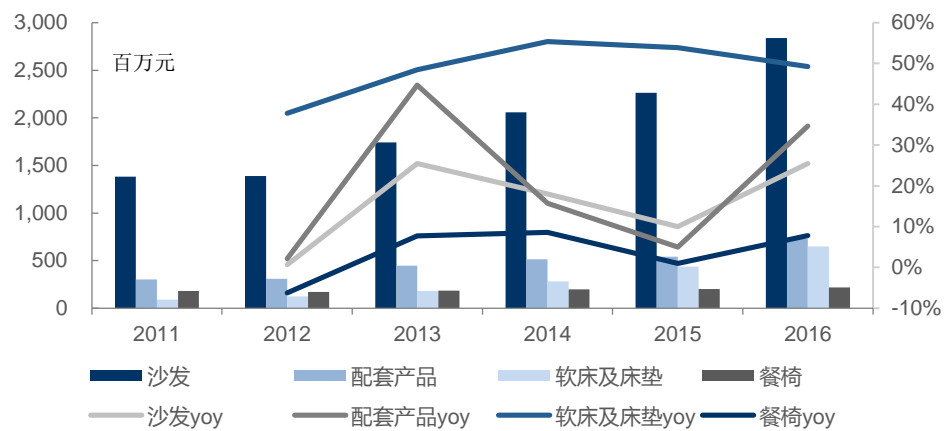
1.2 产品内生持续增长, 功能沙发、定制家居品类逐渐扩充

2016 年产品收入稳定增长, 增速表现颇为靓丽。2016 年顾家主打产品沙发实现收入 28.40 亿元同比增长 25.5%, 毛利率 41.0%, 销售 73.53 万标准套, 同比增长 29.1%。床

类产品收入增速最快，实现收入 6.50 亿元，同比增长 49.3%，毛利率 42.41%，销售 23.92 万标准套，同比增长 52.9%。餐椅、配套产品分别取得 2.17 亿元、7.28 亿元收入，分别同比增长 7.8%和 34.6%。顾家不断拓展产品品类，提供一站式家居产品服务，配套产品如茶几、餐桌等通过与主打产品统一销售，丰富产品结构，满足消费者多元化需求。

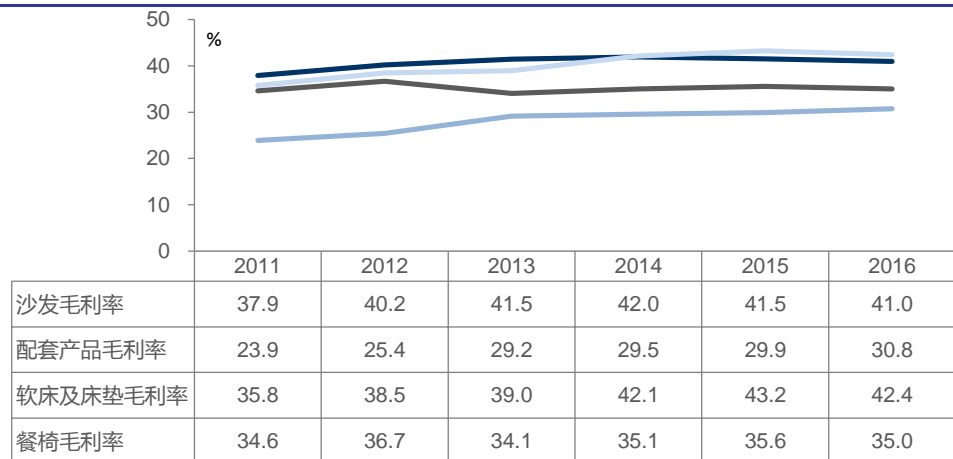
聚焦“主航道”突破“战略性”，未来家居品类内生持续增长。未来公司内销品类中以休闲、卧室、布艺为三大“主航道”核心战略，我们预计其中沙发增长速度在 20%以上，布艺沙发增速预将超过 60%，功能沙发增长不低于 50%，床类产品增速保持高速增长。公司将清晰与突破两大“战略性”品类（LA-Z-BOY、定制家居）的定位与一体化交付能力。

图 9：顾家家居各细分品类收入持续增长，2016 年增速加快



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：顾家家居各细分品类毛利率对比，2016 年沙发毛利率保持稳定 41.0%，床类产品毛利率较高为 42.4%

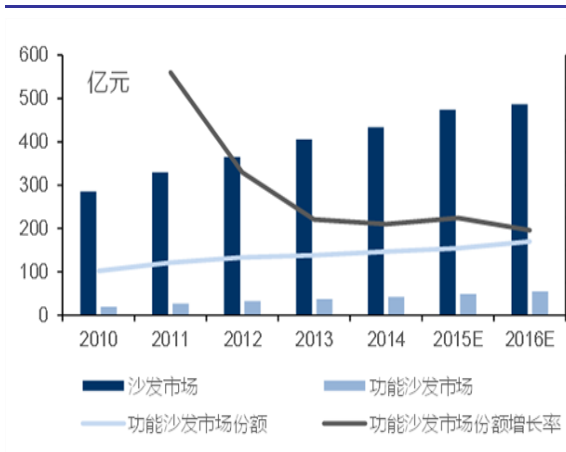


资料来源：公司公告，申万宏源研究

功能沙发稀缺性，内外市场全拓展。公司是 LA-Z-BOY 大陆地区唯一代理商从而进行原装沙发销售，并取得 LA-Z-BOY 技术专利并可进行贴牌产品生产；顾家 2015 年开展自主品牌功能沙发业务，主要以外销为主，预计 2017 年收入将持续增长。美国功能沙发市场的发展对我国有借鉴意义，其总体需求高于国内，由于美国居民搬家或租房时会更换沙发

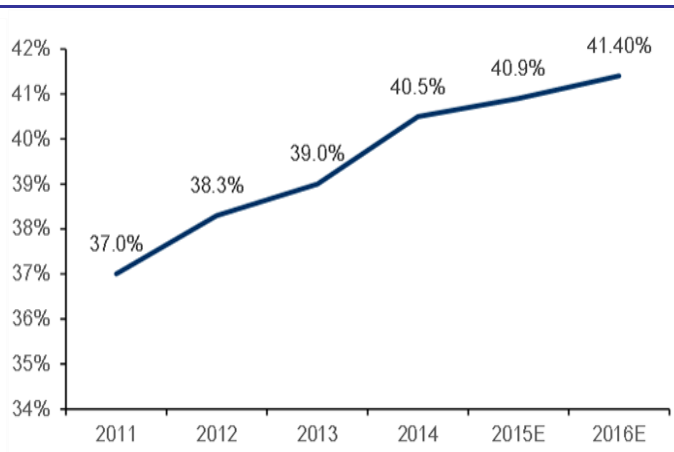
家具，美国沙发替换周期短于国内，随着消费升级我国功能沙发的需求也将逐步体现，顾家家居作为软体家居开拓者，具有功能沙发的先发优势。

图 11: 2010-2016 年我国功能沙发市场情况



资料来源: Euromonitor International, 申万宏源研究

图 12: 美国功能沙发市场份额远高于国内市场, 2016 年市场占比约为 41%



资料来源: Euromonitor International, 申万宏源研究

定制家居新兴起航, 体量小、空间大、前景广。顾家定制家居 2016 年收入 2315 万元, 亏损-2959 万元, 随着我国对于定制家居渗透率提高, 我们预计 2017 年定制业务实现收入将改善并增长, 并将接近盈亏平衡。公司于 2016 年 4 月成立顾家定制子公司, 生产基地位于杭州, 未来随全屋定制逐步成为一种新的家居购物模式, 有望成为企业业绩新增驱动力。红木家具定位高端, 与沙发实现结合, 发展优势逐步显现。此外, 智能家居为公司长期战略, 公司嘉兴新项目总投约 15 亿元, 用于建设顾家华东二基地及智能家居用品类产销一体化事业部总部, 计划于 2017 年底前开工建设。

图 13: 顾家家居客厅全屋定制 (塞纳河畔系列)



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 14: 顾家家居儿童房全屋定制 (阳光系列)



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

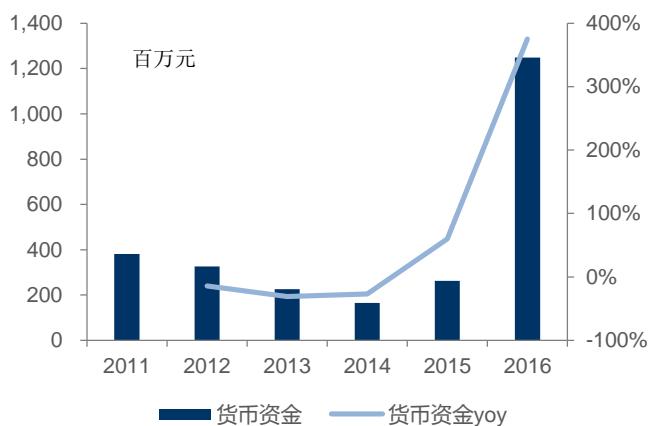
2. 公司未来盈利增长潜力大, 营销弹性确保利润安全边际

2.1 募集资金到位, 财务费用下行, 汇兑不利因素解除

在手现金增强资金流动性, 财务费用或将明显改善。公司 2016 年末货币资金为 12.49 亿元, 同比增长 375.2%, 占总资产比重 23.9%。2016 年财务费用 312.29 万, 同比减少 79.7%。公司募集资金到账使得期末货币资金增加, 有利于公司资金流动性的增强, 财务费用相较之前有望回落。

汇兑不利因素解除, 未来相关投资趋于谨慎良好。2016 年公司利润受汇率风险致投资收益亏损, 成为业绩低于预期的主要原因。2016 年公司“投资收益”亏损 7599 万元, 占 2016 年公司营业利润的 12%, 相比 2015 年为正的 3342 万元。其中, “处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益”为 -8057.99 万元, 系公司在人民币贬值的环境下, 处理远期结售汇产生亏损。我们预计公司未来在相关操作上将更为审慎, 2017 年将不会在该项上对利润产生较大冲击。

图 15: 2016 年末货币资金为 12.49 亿元, 同比增长 375.2% 图 16: 2016 年财务费用 312.29 万, 同比减少 79.7%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.2 重视品牌和营销投入, 建立品牌先发优势

重视品牌和营销投入, 每年销售费用大幅增长, 为品牌建立比较强的先发优势和护城河优势。公司通过加大宣传力度提升顾家家居品牌影响力, 参加展会为公司带来海内外客户机遇, 销售人员充分激励保障门店销售稳定运行。公司过去几年营销费用高速增长, 2013-2016CAGR 为 28.3%, 奠定比较强的先发优势; 未来公司收入达到一定体量后, 费用率有望稳定甚至下行, 提供业绩弹性。

表 2：公司销售费用投入加大，2016 年销售费用合计 10.58 亿元，同比增长 37.4%

单位：百万元	2013	2014	2015	2016
广告宣传费	61	100	134	247
同比yoy		64%	34%	85%
参展费用	32	42	41	65
仓储租赁费	122	140	152	152
职工薪酬	110	154	180	271
运输费	44	55	59	74
差旅费	24	29	36	56
装修、折旧与摊销	30	32	44	43
办公费	17	25	31	37
水电物业费	12	13	14	15
出口费用	36	50	59	78
其他	14	11	19	20
销售费用合计	500	650	770	1058
同比yoy	13%	30%	19%	37%

表 3：公司 2016 年归母净利润+销售费用*（1-税率）为 13.96 亿元，同比增 28.1%

单位：百万元	2013	2014	2015	2016
归母净利润	404	424	498	575
销售费用	500	650	770	1058
利润总额	541	563	638	738
所得税	141	143	148	165
税率	26%	25%	23%	22%
归母净利润+销售费用*（1-税率）	774	909	1090	1396
同比yoy	14%	17%	20%	28%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

广告投入提升品牌影响力，知名代言和一流展位保障高质宣传。公司 2016 年广告投入 2.47 亿元，净增 1.1 亿元，同比增长 85%。公司通过聘请知名代言人邓超和寻找一流广告展位资源，不断提升品牌影响力。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，起到良好的品牌宣传效果。

图 17：明星代言提升品牌影响力



资料来源：公开资料，申万宏源研究

图 18：家居参展提升品牌知名度



资料来源：公开资料，申万宏源研究

3. 盈利预测

3.1 软体家居业务坚持卓越，大家居战略初现雏形

内生+外延双轮驱动增长，全品类、多层次产品矩阵。顾家预计未来增长将采取内生性增长为主、外延并购扩张为辅的双轮驱动模式。未来三年内生增长稳步，着力发展百亿大家居企业；在外延并购方面，挖掘公司上市平台优势，发挥账上 20 亿元现金流的投资价值，持续关注外延并购。公司并购标的将围绕大家居范畴，三到五年从制造商向零售商发展，打造中国的精品宜家，实现以软体、板式、实木自主生产为主，其他大家居品类外购为辅的模式。目前公司软体家居已经实现全覆盖，为拓展定制板式家具和实木家具板块，该领域将成为公司并购关注重点。从行业宏观来看，家居品牌公司依循集中化效应，不断扩大市占率，凭借品牌和平台优势使并购过程逐步开展。

公司战略发展三步走，未来打造精品宜家。公司将持续拓展多品类战略，欲实现全屋家居一体化。通过聚焦相对有限单品，每个品类都能做到行业尖端水准，单品优势确保品类扩张的根基。公司 2017 年预计将进行大家居门店试点，开设 1-2 家超大型中国式精品宜家购物中心，并在全国范围进行模式复制，实现大家居战略的华丽实践。

盈利预测分析：

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 2017-2019 年的收入分别为 64.10 亿元、82.19 亿元、104.48 亿元，三年 CAGR 为 27.7%（原预测值为 2017-2018 年的收入分别为 61.32 亿元和 78.80 亿元），实现归母净利润 7.59 亿元、10.13 亿元，三年 CAGR 为 33.7%（维持原归母净利润预测值）。上调收入预测主要基于公司 2017 年新增门店数使渠道充分下沉，软床品类保持较高增速，配套产品及其他（包括定制家居）增速持续提高，因此公司收入端保持较高增速。汇兑不利因素解除使“投资收益”为正，募集资金在手进而财务费用有望减少，为利润稳步增长起到安全垫作用。随着募集资金产能和嘉兴产能的落地，公司营收规模必将上升至新的台阶，产能扩大凸显规模效应，原材料议价程度提升，成本进一步得到有效控制，公司盈利能力将更上一层楼。

积极拓展品类，产能稳步提升，软体家居业务坚持卓越，大家居战略初现雏形；我们认为公司具有稳步向大家居万亿市场空间发力的基础。2-3 月我们率先在市场发布公司深度报告《顾家家居：国内软体家居龙头，品牌渠道优势领先；品类稳步扩张，向大家居转型》，点评《顾家家居：签订战略框架协议，拟在嘉兴建立智能家居产业基地，实现全品类大家居产能续航》，点评《顾家家居（603816）年报点评——多渠道多品类发力，收入端快速增长》，公司主打产品沙发受益于行业集中度提升；循序渐进拓展品类扩张，打造优势产品矩阵；尝试开拓大店模式，2018-2020 年公司将持续推进 O2O 一体化融合，实现全渠道零售布局。

我们采用相对估值法，根据可比公司我们选取索菲亚、美克家居等作为可比公司，2017 年可比公司行业平均 PE 为 36 倍，而公司 17PE 仅 29 倍低于行业平均值，保守估计股价仍有 20% 的上涨空间。考虑到公司业绩稳健，随品类扩张成长空间进一步加大，且次新股给

予一定估值溢价，我们维持 2017-2019 年 EPS 分别为 1.84 元、2.46 元、3.29 元，目前股价 (53.21 元) 对应 2017-2019 年 PE 分别为 29、22、16 倍，给予一年目标价 64 元，对应 2017 年 35 倍 PE，维持增持。

表 4：家居行业盈利预测表

行业	代码	名称	股价	总股本 百万股	总市值 亿元	EPS			PE			BVPS	PB	评级
			2017/4/11			16E	17E	18E	16E	17E	18E			
	002572	索菲亚	67.6	462	312	1.44	2.08	2.82	47	32	24	8.4	8	买入
	600337	美克家居	14.01	645	90	0.51	0.7	0.85	27	20	17	5	2.8	买入
	000910	大亚圣象	23.06	531	122	1.02	1.27	1.53	23	18	15	5.5	4.2	买入
	600978	宜华生活	11.04	1483	164	0.52	0.63	0.77	21	18	14	4.9	2.2	增持
	603816	顾家家居	53.25	413	220	1.39	1.84	2.46	38	29	22	8.3	6.4	增持
	603818	曲美家居	16.75	484	81	0.38	0.52	0.7	44	32	24	2.9	5.9	增持
	603898	好莱客	36.04	300	108	0.84	1.19	1.61	43	30	22	3.9	9.3	增持
家居	603008	喜临门	20.04	394	79	0.56	0.75	1.02	36	27	20	6.2	3.2	增持
	603208	江山欧派	56.15	81	45	1.35	1.62	1.95	41	35	29	10.7	5.2	无评级
	603389	亚振家居	35.81	219	78	0.32	0.38	0.44	112	93	81	3.7	9.7	无评级
	603313	梦百合	32.65	240	78	0.82	0.99	1.18	40	33	28	6.4	5.1	无评级
	300616	尚品宅配	149.43	108	161	2.37	3.38	4.73	63	44	32	20.4	7.3	无评级
	002853	皮阿诺	99.78	62	62	1.41	1.76	2.2	71	57	45	13.3	7.5	无评级
	603833	欧派家居	108.76	415	451	2.29	3.09	4.01	48	35	27	11.7	9.3	无评级
		平均值	51.74	417	147	1.09	1.44	1.88	47	36	29	8.0	6.2	

资料来源：申万宏源研究

表 5: 公司收入预测表

单位: 百万元, 万元, 百万股

报告期	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
1、国内收入(百万元)	2054.4	2240.3	2912.4	4113.7	5412.2	7008.9
1.1 线下渠道(百万元)	1968.6	2121.4	2744.8	3877.3	5074.3	6535.6
门店数量(家)	2586	3018	3000	3300	3600	3900
新增门店数(家)	264	432	0	300	300	300
单店收入(万元)	76.1	70.3	91.5	117.5	141.0	167.6
其中: 沙发(万元)	39.2	33.3	41.7	50.0	57.5	66.1
YoY	4%	-15%	25%	20%	15%	15%
软床和床垫(万元)	10.5	13.7	20.4	30.6	39.8	51.3
YoY	36%	30%	49%	50%	30%	29%
餐椅(万元)	7.4	6.3	6.8	7.5	8.4	9.6
YoY	-5%	-15%	8%	10%	12%	14%
配套产品及其他(万元)	19.1	17.0	22.6	29.4	35.3	40.6
YoY	2%	-11%	33%	30%	20%	15%
1.2线上渠道收入(百万元)	62.3	83.7	115.5	159.4	223.2	303.5
YoY	89%	34%	38%	38%	40%	36%
1.3B2B(百万元)	23.6	35.1	52.0	77.0	114.7	169.8
YoY	907%	49%	48%	48%	49%	48%
2. 国外收入(百万元)	1001.2	1200.4	1589.0	1973.6	2452.5	3048.8
2.1ODM收入(百万元)	915.5	1100.8	1462.3	1827.9	2284.9	2856.1
YoY	24%	20%	33%	25%	25%	25%
2.2境外直营+经销收入(百万元)	85.7	99.6	126.7	145.7	167.6	192.7
YoY	-21%	16%	27%	15%	15%	15%
3. 其他业务收入(百万元)	176.8	244.1	293.1	322.4	354.6	390.1
YoY	44%	38%	20%	10%	10%	10%
营业收入	3232.4	3684.9	4794.5	6409.7	8219.3	10447.8
YoY	21%	14%	30%	34%	28%	27%

资料来源: 申万宏源研究

表 6: 公司盈利预测表

单位: 百万元, 元, 百万股

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	3239.71	3684.85	4794.53	6409.73	8219.29	10447.82
二、营业总成本	2720.39	3124.05	4146.43	5395.57	6863.04	8667.36
其中: 营业成本	1919.57	2169.30	2855.81	3721.32	4777.38	6142.43
营业税金及附加	29.26	38.79	48.04	64.10	82.19	104.48
销售费用	649.53	769.79	1057.73	1434.50	1749.89	2100.01
管理费用	101.20	125.71	172.15	205.11	246.58	313.43
财务费用	13.78	15.37	3.12	-34.46	3.00	3.00
资产减值损失	7.05	5.09	9.59	5.00	4.00	4.00
加: 公允价值变动收益	-43.90	-45.80	29.33	-50.00	-52.00	-48.00
投资收益	50.21	33.42	-75.99	8.00	8.00	8.00
三、营业利润	525.64	548.42	601.44	972.16	1312.24	1740.47
加: 营业外收入	51.08	104.11	150.35	61.00	60.00	90.00
减: 营业外支出	13.63	14.17	14.00	16.00	16.00	16.00
四、利润总额	563.09	638.36	737.79	1017.16	1356.24	1814.47
减: 所得税	142.87	147.83	165.34	252.29	337.06	451.62
五、净利润	420.22	490.53	572.46	764.87	1019.18	1362.85
少数股东损益	-4.15	-7.79	-2.60	6.00	6.00	6.00
归属于母公司所有者的净利润	424.37	498.31	575.05	758.87	1013.18	1356.85
六、基本每股收益	1.29	1.51	1.67	1.84	2.46	3.29
全面摊薄每股收益	1.03	1.21	1.39	1.84	2.46	3.29

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 索取有关披露资料或登录 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唯一因素。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。