

评级：买入 首次评级

公司深度研究

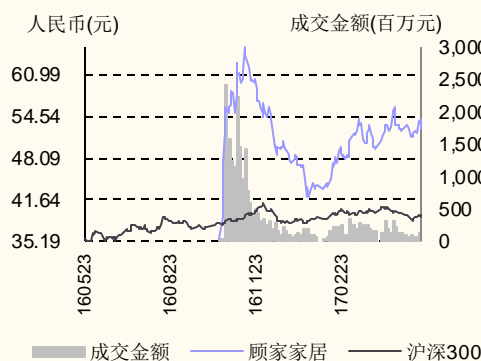
市场价格(人民币): 52.49元

高价值软体家具品牌，大家居构建未来增长极

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	82.50
总市值(百万元)	21,652.13
年内股价最高最低(元)	65.17/35.51
沪深300指数	3403.85
上证指数	3090.63



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.51	1.39	1.87	2.36	3.29
每股净资产(元)	3.12	8.33	9.59	10.62	12.82
每股经营性现金流(元)	2.31	2.36	5.07	2.76	3.87
市盈率(倍)	NA	34	28	22	16
行业优化市盈率(倍)	49	34	47	47	47
净利润增长率(%)	17.42%	15.40%	34.10%	26.11%	39.48%
净资产收益率(%)	48.42%	16.73%	19.50%	22.20%	25.65%
总股本(百万股)	330.00	412.50	412.50	412.50	412.50

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **国内软体家具龙头品牌**：公司主要从事客厅及卧室中高档软体家具产品的研发、设计、生产与销售。2016年，公司实现主营业务收入47.9亿元，同比增长30.1%，归母净利润为5.75亿元，同比增长15.4%。在新建基地产能释放及积极拓展新品类销售等因素推动下，公司2016年收入增速达近五年新高。未来在旗舰店占比不断提升、经销商管理进一步加强、三四线城市渠道下沉等多因素共振下，公司业绩弹性将得以持续释放。

■ **管理团队优秀，品牌价值凸显，产品力优势突出，多渠道高效布局**。通过对品牌内涵的深刻挖掘及多种宣传方式增强知名度，公司品牌价值显著突破。产品端，沙发拳头产品基础上，多品类销售已成为拉动公司业绩增长的有力引擎，多品类及大家居战略有效深化。渠道端，公司整体内外销占比基本保持稳定，未来境内销售方面，公司将继续精细挖掘多渠道销售，加强门店整合力度，境外销售方面，伴随公司海外大客户战略持续推进，未来成长确定性较强。2010年起，公司引入了职业经理人制度，改变了原有的家族企业管理业态，同时公司引进的管理团队拥有丰富的管理经验，公司各项治理也更加高效。

■ **驱动因素一：国内软体家具行业翘楚，受益行业成长及集中度提升**。虽然我国是全球软体家具行业最大生产消费国，但软体家具在我国普及率及更换频率远不及发达国家。消费升级背景下，消费者对于软体家具使用性能及品牌都更加关注，未来国内软体家具使用的普及率及更换频率都将更高，未来软体家具市场空间巨大。目前我国软体家具行业CR4不超过8%，而美国已达60%以上，随着消费者对软体家具产品质量更加关注及品牌意识不断增强，品牌企业将持续壮大，业内中小企业也将面临淘汰整合。

■ **驱动因素二：掘金万亿大家居市场，百亿营收规模可期**。2010年开始，公司逐步推进多产品系列的销售布局，现阶段公司已经具备大家居一体化方向转型拓展的基本条件。根据公司发展战略，“精品宜家、整家模式”将是公司未来大家居战略的主要发展方向。一站式整家采购模式可以有效提升客单价水平，通过将服务与品牌渗透于整个经营销售环节，整体产品附加值也将有显著提升。相对于现有的宜家模式，“精品宜家”模式产品优势更加突出，由于主要采用自主制造方式，公司对于产品质量与细节的把控也更加到位，消费粘性与品牌忠诚度也更强。按照大家居维度估算，行业市场容量可

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

达到四万亿元，以龙头企业 1%份额计算，龙头企业应有 200 亿至 400 亿的营收水平，未来随着多品类大家居战略持续深化，公司百亿营收规模可期。

- **驱动因素三：产能布局日臻完善，资本助力公司持续发展。**公司目前在浙江杭州和河北深州拥有主要的生产基地，伴随募投项目及河北基地逐步生产投放，同时结合公司在嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具产品项目，公司产能布局将日趋完善。除了产能扩建项目，公司 IPO 募投项目中还包括信息化系统建设及营销网络扩建，未来公司生产效率将进一步提高，营销网络也将持续优化，募投项目全面达产后，公司整体实力也将迎来突破提升。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 1.87/2.36/3.29 元/股。考虑到公司 IPO 上市扩充软体家具产能，同时公司持续完善“大家居”产业，定制家具等新兴业务有望成为新的盈利增长极，我们给予公司 2017 年 PE 为 36 倍，对应目标价 67.3 元/股，首次给予“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格波动风险；经销网络管理风险；房地产调控风险；品牌管理风险。

内容目录

估值及投资评级.....	5
公司概况：国内软体家具龙头品牌.....	6
顾家家居：管理团队优秀，品牌价值凸显，产品力优势突出，多渠道高效布局	8
拥有较高品牌美誉度，品牌价值业内领先.....	8
产品力优势突出，多品类销售矩阵布局，细分产品市场空间巨大.....	10
多渠道销售发力，内销推进渠道下沉及大店开设，外销大客户战略成效显著	12
.....	12
管理团队优秀，组织机制稳定高效.....	14
多因素驱动未来业绩增长，更高市值空间值得期待.....	15
驱动因素一：国内软体家具行业翘楚，受益行业成长及集中度提升.....	15
驱动因素二：掘金万亿大家居市场，百亿营收规模可期.....	17
驱动因素三：产能布局日臻完善，资本助力公司持续发展.....	20
风险因素.....	22
原材料价格波动风险.....	22
经销网络管理风险.....	22
房地产调控风险.....	22
品牌管理风险.....	22
盈利预测.....	22
关键假设.....	22
盈利预测.....	22

图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	5
图表 2：顾家家居 2016 年主营收入分解.....	6
图表 3：顾家家居 2016 年营业利润分解.....	6
图表 4：顾家家居品牌发展历程.....	7
图表 5：顾家家居股权结构.....	7
图表 6：顾家家居历史营运表现.....	8
图表 7：顾家家居近年盈利表现.....	8
图表 8：顾家家居毛利率保持攀升趋势.....	8
图表 9：顾家家居经营效率与偿债能力显著提升.....	8
图表 10：顾家家居品牌历年所获部分奖项.....	9
图表 11：顾家家居多样化品牌宣传方式.....	9
图表 12：顾家家居主要竞争对手概况.....	10
图表 13：顾家家居主打多品类沙发产品.....	10
图表 14：顾家家居分产品销售收入占比.....	11
图表 15：顾家家居分产品销售毛利率.....	11

图表 16: 我国床垫市场规模保持持续增长.....	11
图表 17: 我国床垫行业集中度较低.....	11
图表 18: 顾家家居与竞争对手沙发产品单价对比.....	12
图表 19: 顾家家居产品整体降价幅度低于成本下降幅度.....	12
图表 20: 顾家家居历年境内外销售收入占比.....	12
图表 21: 顾家家居境内外销售毛利率情况.....	12
图表 22: 顾家家居直营店近年单店收入情况.....	13
图表 23: 顾家家居国内市场直营店分布.....	13
图表 24: 顾家家居国内经销门店数量变化.....	13
图表 25: 顾家家居经销门店近年单店收入情况.....	13
图表 26: 顾家家居国内市场各渠道收入占比 (2016H1)	14
图表 27: 顾家家居双十一销售额多年排软体家居类第一.....	14
图表 28: 顾家家居境外业务毛利率高于同业公司.....	14
图表 29: 顾家家居 ODM 前五大客户收入占比显著提升.....	14
图表 30: 顾家家居管理团队.....	15
图表 31: 2015 年全球前十大软体家具生产国 (亿美元)	15
图表 32: 2015 年全球前十大软体家具出口国 (亿美元)	15
图表 33: 我国软体家具行业产值及增长情况.....	16
图表 34: 我国软体家具行业出口量及增长情况.....	16
图表 35: 我国软体家具行业市场规模预测.....	16
图表 36: 顾家家居市场占有率不断提升.....	17
图表 37: 美国软体家具行业集中度较高.....	17
图表 38: 多品类一站式采购下, 顾家家居“大家居”基因深厚.....	18
图表 39: 顾家家居倾力打造精品宜家采购模式.....	18
图表 40: 宜家全球销售额及占有率.....	19
图表 41: 汉森历年营收及增速情况.....	19
图表 42: 国内主要家具企业均有大家居战略规划.....	19
图表 43: 定制家具企业近年营收均实现较高增速.....	20
图表 44: 我国智能家居市场规模预测.....	20
图表 45: 顾家家居全国生产基地分布.....	20
图表 46: 顾家家居近年各产品产销量情况.....	21
图表 47: 顾家家居沙发委外订单占比有所降低.....	21
图表 48: 顾家家居募投项目新增产能预期达产情况.....	21
图表 49: 顾家家居募投项目新增店面预期完成情况.....	21
图表 50: 顾家家居盈利预测.....	22

估值及投资评级

- 首次覆盖给予“买入”评级。**公司是一家以软体家具业务为核心，业务延伸至定制家居和智能家居等“大家居”领域的优秀家居制造服务企业，公司估值应该综合参考家居产业链上的主要上市公司。我们选取了索菲亚、喜临门、梦百合、亚振家居、曲美家居、好莱客、江山欧派、欧派家居、皮阿诺和尚品宅配作为估值参考。可比公司 2017-2019 年预测 PE 均值分别为 36/27/19 倍。我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 1.87/2.36/3.29 元/股。考虑到公司 IPO 上市扩充软体家具产能，同时公司持续完善“大家居”产业，定制家具等新兴业务有望成为新的盈利增长极，我们给予公司 2017 年 PE 为 36 倍，对应目标价 67.3 元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E			
002572	索菲亚	36.94	341.11	1.48	1.04	1.40	1.86	25	36	26	20	7.1	8.0	3.1
603008	喜临门	16.17	63.75	0.61	0.74	0.97	1.25	27	22	17	13	2.5	27.0	1.0
603313	梦百合	32.85	78.84	1.03	1.05	1.37	1.54	32	31	24	21	3.8	14.4	2.2
603389	亚振家居	19.96	43.70	0.46	0.34	0.44	0.00	43	58	45	NA	4.7	NA	(0.4)
603818	曲美家居	16.29	78.86	0.38	0.52	0.66	0.84	43	31	25	19	5.0	30.1	1.4
603898	好莱客	34.70	104.07	0.86	1.15	1.55	2.07	40	30	22	17	7.2	34.1	1.2
603208	江山欧派	52.07	42.08	1.80	1.64	2.06	2.84	29	32	25	18	5.4	16.5	1.8
603833	欧派家居	111.16	461.42	2.54	3.03	4.00	5.18	44	37	28	21	8.2	26.8	1.6
002853	皮阿诺	72.70	45.17	1.88	1.86	2.76	3.68	39	39	26	20	4.6	25.1	1.5
300616	尚品宅配	130.30	140.72	3.15	3.17	4.25	5.82	41	41	31	22	7.2	22.7	1.8
平均								36	36	27	19	5.6	10.5	1.5
中值								40	34	26	20	5.2	23.9	1.6
603816	顾家家居	52.49	216.52	1.39	1.87	2.36	3.29	38	28	22	16	5.5	33.1	1.1

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2017 年 5 月 19 日收盘价计算

公司概况：国内软体家具龙头品牌

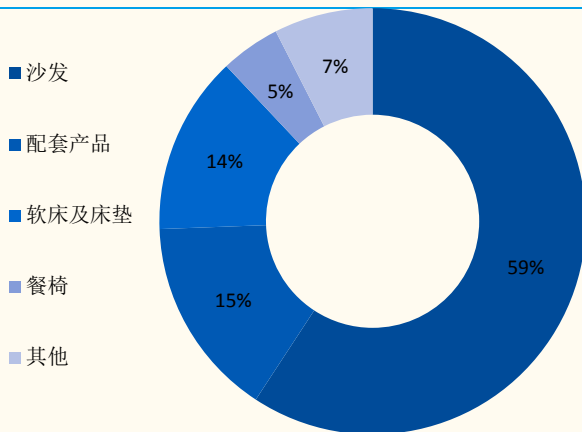
公司沿革：顾家家居股份有限公司成立于 2006 年，主要从事客厅及卧室中高档软体家具产品的研发、设计、生产与销售，主要产品包括沙发、软床、餐椅、床垫和配套产品。公司产品远销世界 120 余个国家和地区，在国内外拥有超过 3,000 家品牌专卖店，目前顾家家居已成为享誉全球的家居品牌。

管理层简介：公司现任董事长为顾江生，硕士学历，出生于 1973 年，曾任顾家家居董事长兼总裁。公司现任总裁为李东来，硕士学历，出生于 1974 年，曾任广东美的集团有限公司空调事业部总裁、广东美的电器股份有限公司副总裁、AMT 集团首席执行官，现任公司董事、总裁及总经理。

股权结构：公司总股本为 4.125 亿股，控股股东为顾家集团，持有公司 63.7% 的股份。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。顾江生、顾玉华、王火仙通过顾家集团和 TB Home Limited 合计控制公司 83.3% 的股份。

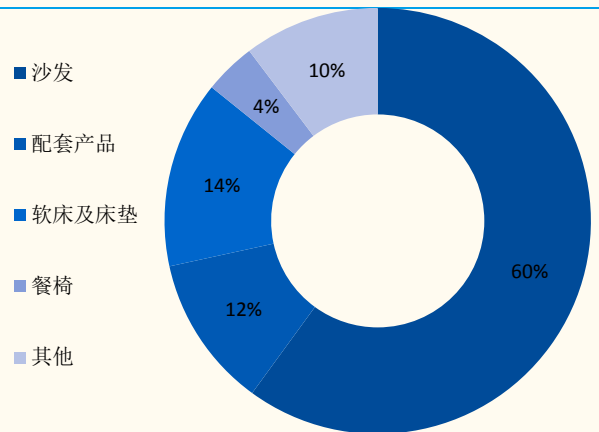
融资历史与大小非情况：公司于 2016 年 10 月 14 日在上海证券交易所 IPO 上市，首发股数为 8,250 万股，发行价 24.66 元/股，发行后总股本 41,250 万股。公司首发募集资金主要用于“年产 48 万标准套软体家具生产项目”、“信息化系统建设项目”和“连锁营销网络扩建项目”。

图表 2：顾家家居 2016 年主营收入分解



来源：Wind，国金证券研究所

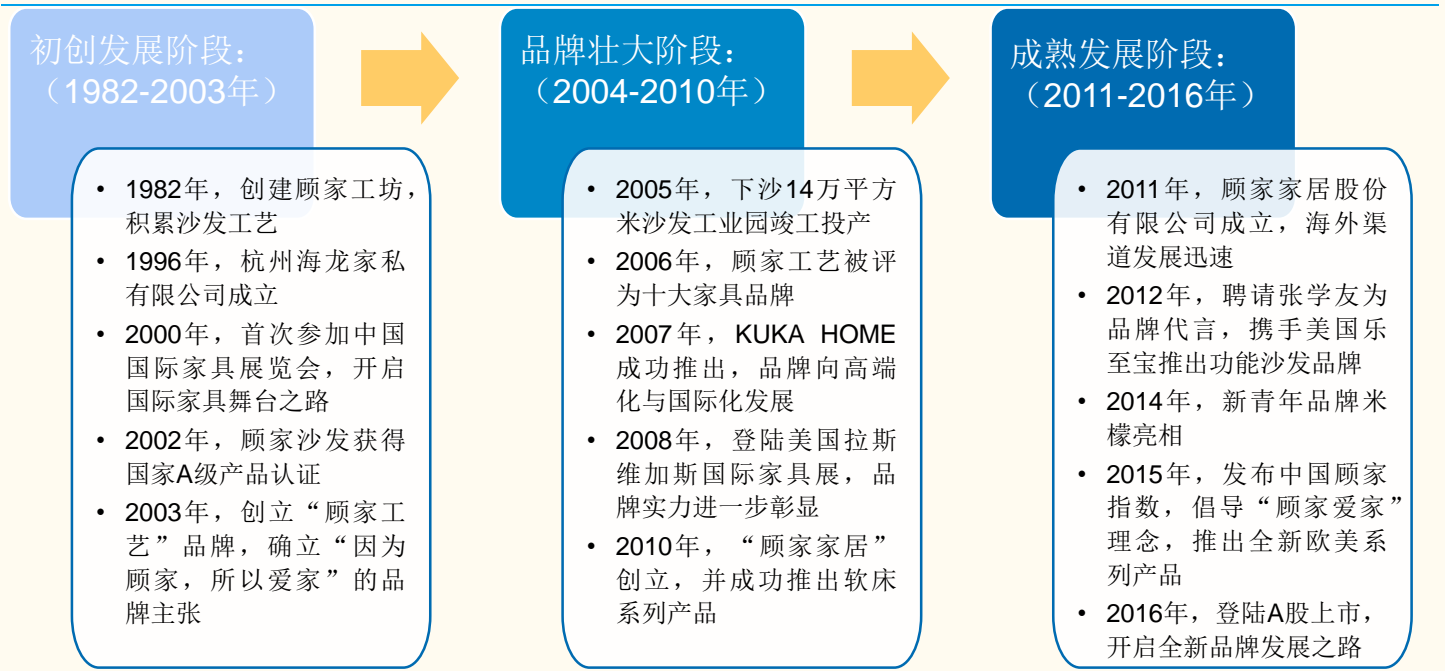
图表 3：顾家家居 2016 年营业利润分解



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司历史最早可追溯至 1982 年，创始人通过创建顾家工坊，开始积累沙发制作工艺，1996 年，公司前身杭州海龙家私有限公司成立；2003 年，公司变更为杭州顾家工艺沙发制造有限公司，同时创立“顾家工艺”品牌，并确立“因为顾家，所以爱家”的品牌主张；2010 年，“顾家工艺”品牌升级为“顾家家居”，同年公司也被评为“浙江省著名商标”；2011 年，顾家家居股份有限公司成立，之后公司通过品牌代言、品牌植入、品牌冠名等多种方式倾力打造顾家品牌，期间公司整体实力与规模也实现了高度突破；2016 年 10 月，顾家家居成功登陆上证 A 股。经过 30 多年的变更发展，公司现已发展成为享誉国内外的家居行业领军品牌，多项业内品牌殊荣的获得也印证了公司作为国内软体家具龙头品牌的行业地位。

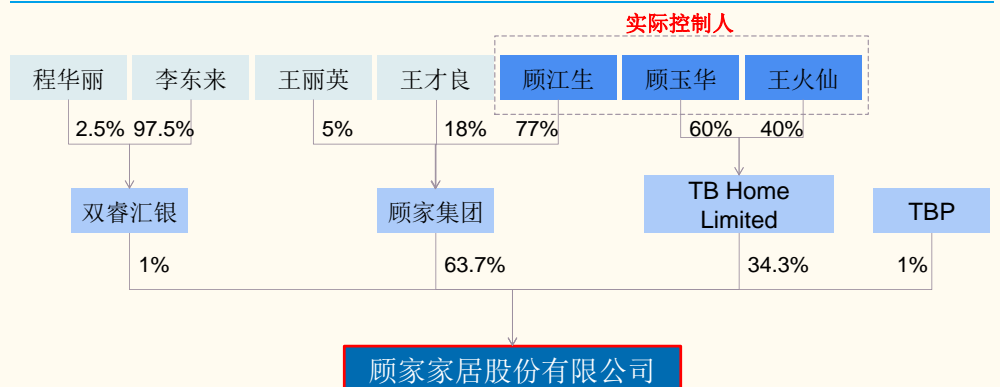
图表 4：顾家家居品牌发展历程



来源：www.kukahome.com，国金证券研究所

- **公司股权结构清晰且高度集中，充分利于高效治理。**公司控股股东为顾家集团和 TB Home Limited，合计直接持有公司 98% 股份，实际控制人为顾江生、顾玉华及王火仙，合计间接持有公司 83.3% 股份。公司股权结构较为清晰且高度集中，这样能够有效避免股权分散情况下的决策低效难题，同时由于大股东都担任公司高管，也可以避免管理层与大股东的可能存在的代理问题，公司治理更加高效。

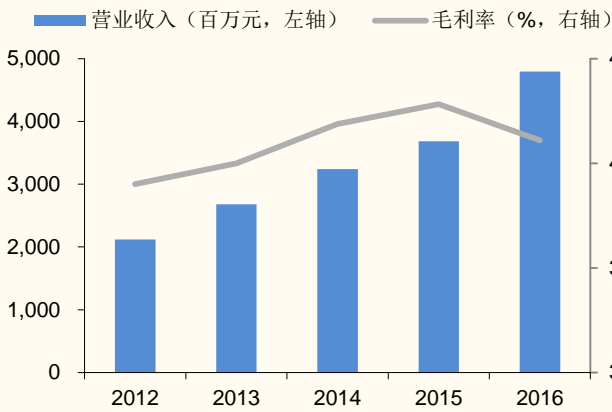
图表 5：顾家家居股权结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

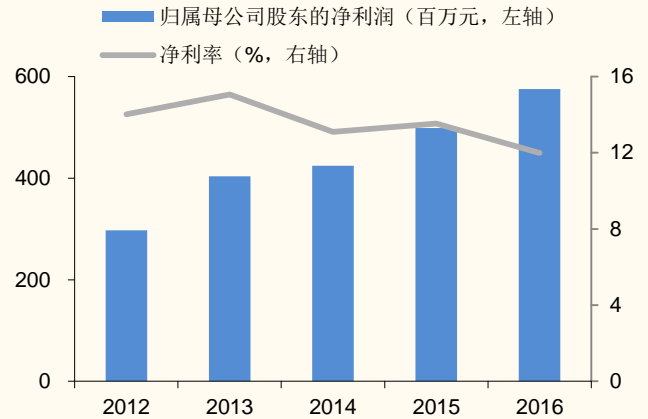
- **收入增速创五年新高，未来业绩弹性将持续释放。**2016 年，公司实现主营业务收入 47.9 亿元，同比增长 30.1%，归母净利润为 5.75 亿元，同比增长 15.4%。在新建基地产能释放及积极拓展新品类销售等因素推动下，公司 2016 年收入增速达近五年新高。分产品收入看，沙发作为公司传统优势产品，2016 年营收增长保持在 25% 左右，另外公司近年也加大了多品类家具培育销售，其中软床与床垫产品也成为了拉动公司业绩增长的重要引擎，2016 年营收增速达 49.3%，远高于公司整体收入增速。分地区收入看，公司通过大力推进渠道营销、加强门店管理、推行大客户策略等多种措施有效拉动内外销业务高增长，未来公司将继续加大营销渠道拓展，在旗舰店占比提高、经销商管理进一步加强、三四线城市下沉等多因素共振下，公司业绩弹性将得以持续释放。

图表 6：顾家家居历史营运表现



来源：wind，国金证券研究所

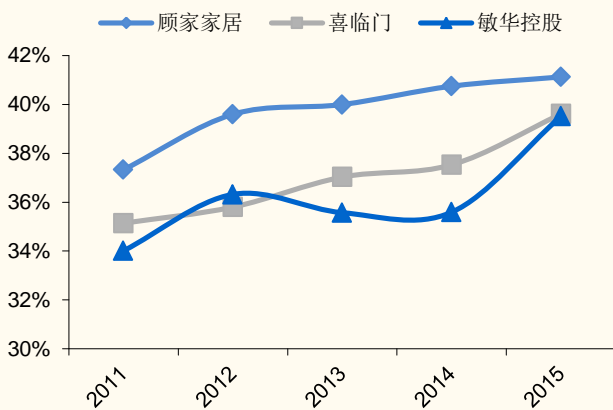
图表 7：顾家家居近年盈利表现



来源：wind，国金证券研究所

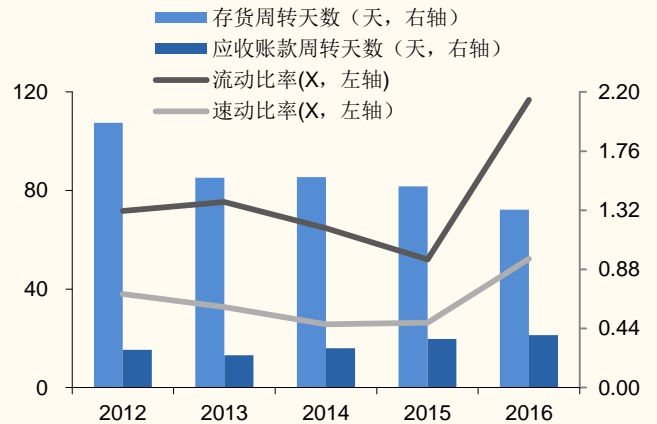
- **毛利率持续攀升且优于同业，经营效率与偿债能力显著提升。**通过对比国内主要软体家具上市品牌，我们发现公司毛利率近年一直处于攀升态势且毛利率水平明显高于其他两家可比公司。原因主要包括一方面，公司近年来不断加强品牌营销，提升品牌价值，因而存在一定品牌溢价；另一方面，目前公司自有品牌销售占比 70%左右，且业务布局主要集中在国内市场，相较于海外 ODM/OEM 业务毛利率也更高；同时，公司产品设计、品质优势凸显，这也为公司产品附加值带来进一步提升空间。从公司营运指标及偿债指标来看，在公司采用“以销定产，适度库存”的存货管理模式且不断加强存货管理下，公司存货周转率也有所提升；另外公司 2016 年流动比率显著提升，就目前公司流动比率水平来看，公司短期偿债能力较高。

图表 8：顾家家居毛利率保持攀升趋势



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：顾家家居经营效率与偿债能力显著提升



来源：wind，国金证券研究所

顾家家居：管理团队优秀，品牌价值凸显，产品力优势突出，多渠道高效布局

拥有较高品牌美誉度，品牌价值业内领先

- **深刻挖掘品牌内涵，形成较高品牌竞争壁垒。**公司从成立伊始就一直专注于“顾家家居”品牌内涵的打造与丰富，通过深刻挖掘“家文化”内涵，将品牌与家居文化紧密结合，迎合了国人传统的家庭文化理念。同时，公司根据对家文化的深刻理解，深度探索消费需求本质，将品牌文化融入产品设计，为消费者打造幸福的家居氛围和舒适体验。凭借着对消费者消费需求的精准挖掘以及品牌内涵的深度打造，“顾家”品牌已在消费者心目中树立较高的知名度与美誉度，公司也获得了业内多项品牌荣誉，公司在国内软体家具领域已形成首屈一指的行业地位。

图表 10: 顾家家居品牌历年所获部分奖项

年份	品牌奖项	年份	品牌奖项
2005 年	杭州名牌产品 中国家具装饰业年度优秀品牌	2014 年	2014 年度最具影响力品牌 2014 年度金鼎奖
2006 年	中国家居业十大品牌	2015 年	浙江省著名商标 2014 年度缔造中国家具消费者品牌最具竞争力品牌 家居行业领军企业
2007 年	中国名牌产品	2016 年	2015 年度影响力品牌 中国家具连续 5 年畅销冠军·金鸡奖 中国家居行业标杆企业
2008 年	浙江省著名商标		年度床垫类产品排行 NO.1 年度沙发行业排行 NO.1
2010 年	商标国际战略品牌之星		中国 500 最具价值品牌 年度家居行业影响力品牌 NO.1
2012 年	中国家居业 (11-12) 双年总评榜十大家具品牌 最受网友欢迎品牌		
2013 年	中国家具行业 2013 年度优秀企业 “顾家 KUKA”注册商标被认定为驰名商标		
2014 年	31/32 届国际名家具 (东莞) 展览会卧室家具金奖 中国家具产品创新奖		

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 品牌打造方面, 公司通过多样化宣传方式提升品牌知名度与美誉度。公司聘请与品牌内涵和形象相契合的知名人士作为广告代言人, 增强品牌吸引力和知名度; 与国家体育总局训练局达成合作伙伴关系, 提高公司品牌的美誉度和知名度; 在全国各地举办“悍马中国行”活动, 强化公司品牌的感染力与号召力; 公司还通过电视、电台、网络、杂志、报纸、公交车、公益活动等多种媒体传播渠道, 增加品牌的曝光率。为进一步凸显品牌“家文化”理念, 公司携手尼尔森发布“顾家指数”, 赋予“顾家”品牌更深厚的情感内涵。2016 年, 公司还通过开展“家居修养节”相关活动, 成立了业内首个服务品牌“顾家关爱”, 弥补了国内家居服务品牌的空缺。

图表 11: 顾家家居多样化品牌宣传方式



来源: 国金证券研究所

- 品牌价值凸显, 综合实力领先。通过对品牌内涵的深刻挖掘及多种宣传方式增强知名度, 公司品牌价值已实现显著突破。根据全球三大品牌价值评估机构之一的世界品牌实验室发布的“2016 年中国 500 最具价值品牌”, 顾家家居凭借强大大品牌影响力, 以 51.91 亿品牌价值获得软体家居行业中最高品牌价值。目前在国内软体家具市场, 公司主要竞争对手包括左右家私及敏华控股等, 相对于竞争对手, 顾家在国内市场综合实力显著领先。

图表 12: 顾家家居主要竞争对手概况

品牌	顾家家居 KUKA	CHEERS® 芝華仕	ZUOYOU SOFA 左右沙发
成立日期	1982 年	1992 年	1986 年
主营产品	沙发、软床、床垫、家具、餐椅	沙发、床垫、电视柜、茶几	沙发、电视柜、茶几、餐桌餐椅、床、床垫
品牌理念	因为顾家，所以爱家	舒适就是芝华仕头等舱沙发	幸福不远，就在左右
营销渠道	线下：品牌店近 3000 家，渗透一二三四五六线市场 电商：双十一销售额破亿	线下：国内门店约 1400 家，正着力开发三四线市场 电商：双十一销售额破 7000 万	线下：约 2100 家专卖店，计划进军四五六线市场 电商：双十一销售额 3055 万
品牌运作	多样化宣传方式，包括品牌代言、电视剧电影产品植入、“全民顾家日”和“顾家暖男节”等大型活动、品牌冠名与赞助等	品牌代言、公益活动，品牌宣传方式相对单一	品牌代言、绿化公益事业、城市幸福跑、跨行业合作，后发潜力明显

来源：国金证券研究所整理

产品力优势突出，多品类销售矩阵布局，细分产品市场空间巨大

- 主打多品类沙发，形成满足多样化需求的产品矩阵。**公司产品包括沙发、软床、餐椅、床垫等，其中沙发是公司的主要产品。作为公司传统优势产品，沙发产品收入占公司总收入 60% 以上。公司在沙发领域已有多年的经营历史，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。在原有休闲和真皮沙发产品基础上，公司还加大了布艺、功能沙发的营销研发。近年来，在老龄化趋势、消费升级、个性化需求凸显及居民观念转变背景下，功能沙发需求在国内市场不断增加。根据欧睿国际调研数据，2010—2015 年，中国功能沙发零售额和零售量年均增长率分别达到 20.0% 和 18.5%，市场份额也从 2010 年的 6.8%，上升至 2015 年的 10.6%。针对于此，公司携手美国功能沙发龙头 La-Z-Boy，并凭借自身销售渠道优势，经许可使用 La-Z-Boy 品牌在国内销售功能沙发产品。目前，公司已形成了“休闲沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“LA-Z-BOY 功能沙发”、“布艺沙发”、“睡眠中心（软床）”等五大产品系列，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。

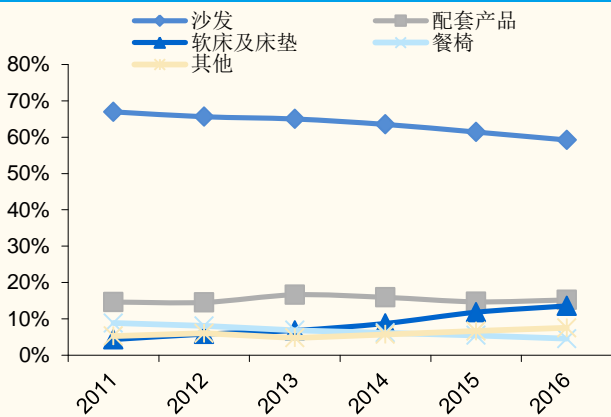
图表 13: 顾家家居主打多品类沙发产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

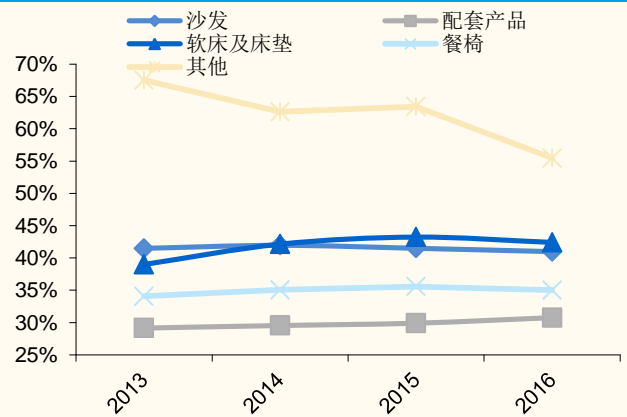
- **多品类销售成效显著，未来仍具较大发力空间。**沙发产品之外，在“全品类、多层次的产品矩阵”战略指导下，公司还通过资源调整优化配置经营销售餐椅、软床、床垫、定制衣柜产品以及其他配套产品。2016年，公司除沙发产品之外营业收入19.55亿元，同比增长37.5%，增速明显高于同期沙发产品及公司整体营收增速，多品类产品已成为公司近年收入增长的重要引擎。其中，软床和床垫市场目前在国内集中度较低，在消费升级（居民睡眠质量要求提高）、城镇化持续推进的背景下，该部分产品需求正不断提升，公司作为国内沙发经营的龙头品牌，依托公司本身软体家具生产制造能力及完善的营销渠道，床类产品也成为沙发产品之外，公司最主要收入来源之一。另外，公司的配套产品主要包括餐桌、茶几、床头柜、电视柜等，基于消费者对整体装修风格和谐性的追求以及与沙发、软床产品实现的联动销售，该部分产品也成为了床类产品之外，公司成长最快的产品系列之一。整体来看，公司从2010年开始实施的多品类销售战略成效显著，未来伴随公司多品类及大家居战略持续深化，同时结合行业巨大发展前景，未来公司多品类销售仍具较大发力空间。

图表 14：顾家家居分产品销售收入占比



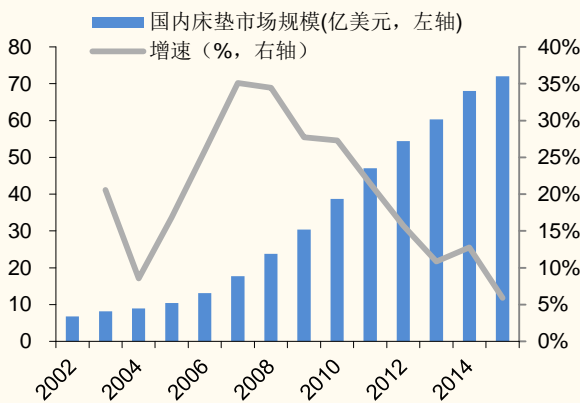
来源：wind，国金证券研究所

图表 15：顾家家居分产品销售毛利率



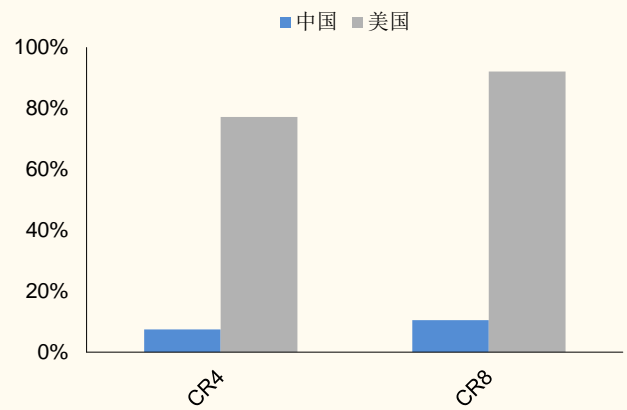
来源：wind，国金证券研究所

图表 16：我国床垫市场规模保持持续增长



来源：CSIL，国金证券研究所

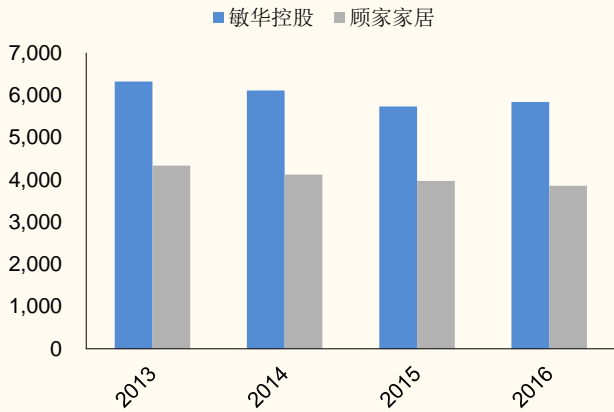
图表 17：我国床垫行业集中度较低



来源：前瞻研究院，国金证券研究所

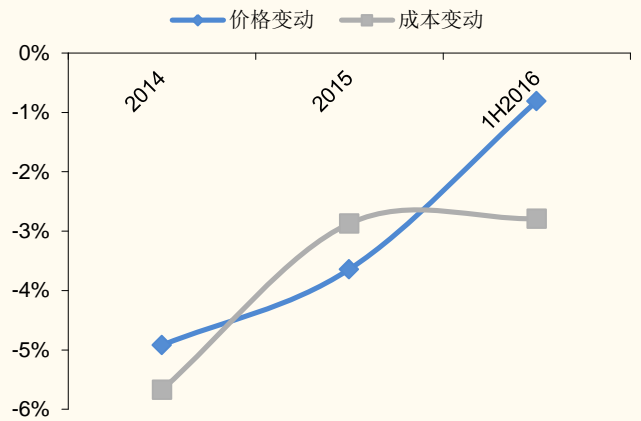
- **成本控制能力强，产品存在提价空间。**我们测算公司沙发产品2016年平均出厂单价为3,862元/套，而主要竞争对手敏华控股旗下沙发平均出厂价为5,839元/套。造成双方高价格差的主要原因是芝华仕主打功能沙发，而顾家沙发品类丰富，一定程度上拉平了出厂单价。尽管如此，我们认为一方面，公司近年不断加强沙发功能性与设计感，产品附加值也将随之增加，另一方面，随着公司品牌美誉度持续提升，消费者价格敏感性也将有所减弱，因此未来公司主打的沙发产品仍有一定提价空间。从价格与成本变动幅度来看，公司产品整体降价幅度低于成本下降幅度，较好的成本控制能力也保证了公司整体稳定的盈利能力。

图表 18: 顾家家居与竞争对手沙发产品单价对比



来源: 各公司资料, 国金证券研究所

图表 19: 顾家家居产品整体降价幅度低于成本下降幅度

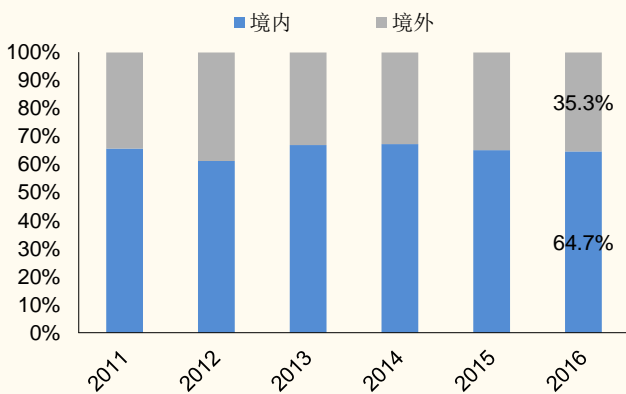


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

多渠道销售发力, 内销推进渠道下沉及大店开设, 外销大客户战略成效显著

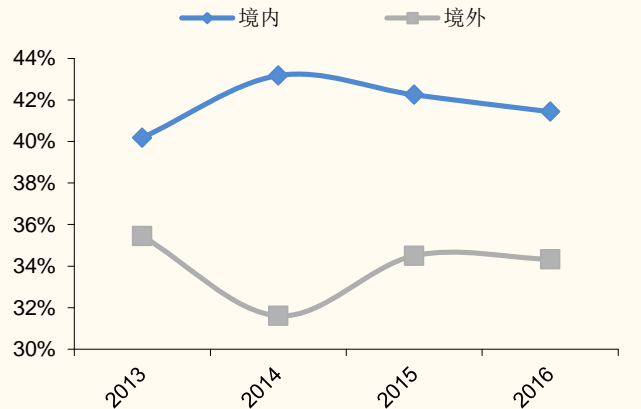
- 从分地区收入看, 公司销售主要包括境内销售与境外销售, 境内销售主要采取“直营+特许经销”的销售模式, 并辅以电子商务、厂家直销等其他销售方式; 境外销售主要采取“ODM+经销+直营”的销售模式。2016年, 境内收入占比 64.7%, 公司整体内外销占比基本保持稳定, 另外由于境外部分 ODM 运营, 因而境外毛利率低于境内自有品牌销售毛利率。

图表 20: 顾家家居历年境内外销售收入占比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 顾家家居境内外销售毛利率情况



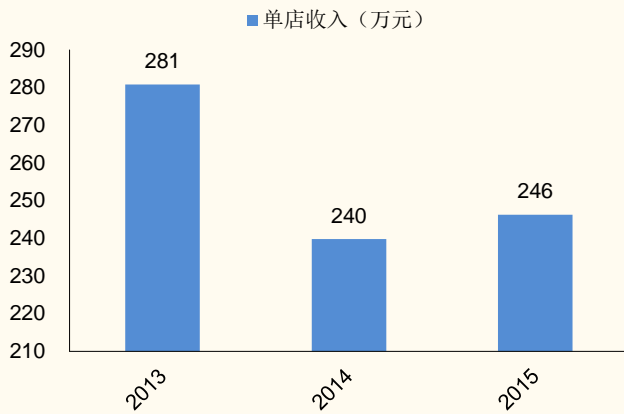
来源: wind, 国金证券研究所

- 境内销售: 精细挖掘多渠道销售, 门店整合力度持续加强。**国内市场作为公司主要地区收入来源, 销售渠道包括直营、经销、电子商务及厂家直销等多种方式。

1) 直营渠道

公司直营销模式主要是通过下设子公司设立直营门店经营销售。根据开店地点分, 公司直营门店有直营独立店和直营店中店两种主要形式, 其中直营独立店是指在城市商业中心或人流量较大的地方单独开设的专卖店; 直营店中店是指在城市各类家具卖场或大型建材市场等商场中开设的专卖店。我们测算, 目前直营店坪效约在 7,200-7,300 元/平方米左右, 截至 2016 年 6 月 30 日, 公司共有境内直营门店 196 家, 主要分布在杭州、北京、上海、南京、武汉等城市。未来公司将继续优化直营店布局, 加强门店管理, 关闭调整盈利能力欠缺的店面, 同时加大大店开设, 促进一站式购物及并增加大客户销售占比, 从而有效提升客单价及单店坪效收入。

图表 22: 顾家家居直营店近年单店收入情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 23: 顾家家居国内市场直营店分布

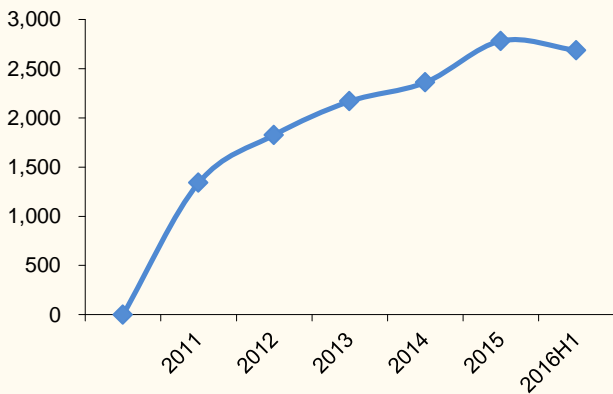
2013	153
2014	225
2015	235
截至 2016 年 6 月 30 日	196
杭州	35
上海	33
武汉	35
南京	23
北京	14
合肥	16
无锡	13
广州	8
常州	6
宁波	3
绍兴	4
昆山	6

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

2) 特许经营

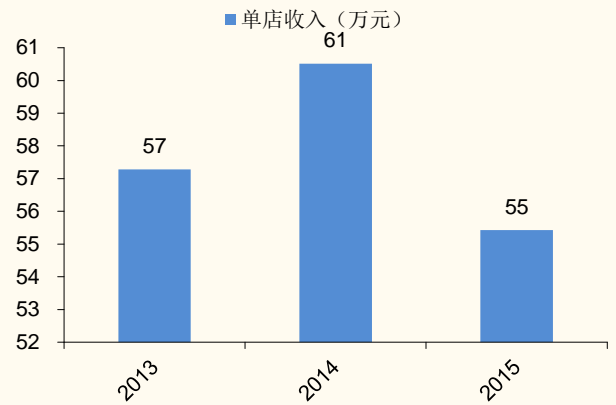
公司从 2013 年开始, 经销商销售模式开始由原来的“顾家家居→各单个经销商”变更为“顾家家居→经营体→各单个经销商”的经营体销售模式。目前公司共有河南顾家、江苏顾家和吉林顾家三家经营体成立并开始经营。“经营体”销售模式收窄了对经销商的管理半径, 可以有效提高公司经营管理效率以及对消费群体的服务效率。截至 2016 年 6 月 30 日, 公司在境内共有经销门店 2,686 家, 分布在全国 30 个省、直辖市及自治区, 公司国内销售网络已基本覆盖了全国一、二线城市以及大多数的东部沿海城市, 未来公司仍会继续下沉三四五线城市布局, 同时对提货额较低的经销商门店进行整合优化, 以充分保证单店效率及收入。

图表 24: 顾家家居国内经销门店数量变化



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 25: 顾家家居经销门店近年单店收入情况

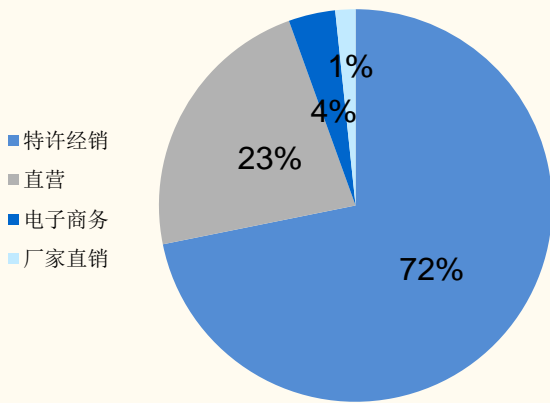


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

3) 其它销售渠道

除了主要的直营和经销渠道, 公司还充分挖掘电子商务、厂家直销等其他细分渠道。电子商务渠道端, 除了通过第三方电子商务平台销售产品外, 公司还设立顾家艺购子公司专门推动电商平台销售业务。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, 拟自建家具销售网络平台, 进一步加大电子商务网络销售渠道的建设力度。2015 年的“天猫双十一”网购狂欢节, 顾家家居再创新高, 销售突破亿元, 连续 4 年蝉联软体家居排名第一, 公司电商销售模式已初具规模。厂家直销方面, 公司主要是针对特殊行业重点客户或大客户采取厂家直销模式, 目前整体占比较小。

图表 26：顾家家居国内市场各渠道收入占比（2016H1）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

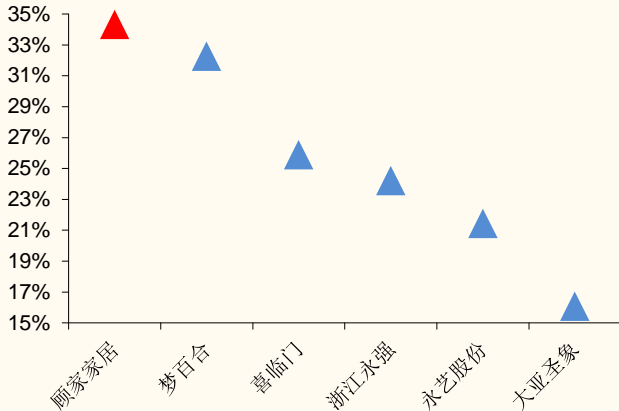
图表 27：顾家家居双十一销售额多年排软体家居类第一

天猫双十一住宅家具类排行榜			
排名	2015 年	2014 年	2013 年
1	林氏木业	林氏木业	林氏木业
2	全友家私	全友家私	全友家私
3	顾家家居	顾家家居	顾家家居
4	拉菲曼尼	雅兰床垫	芝华仕
5	芝华仕	拉菲曼尼	雅兰床垫
6	雅兰床垫	和购	欧瑞家具
7	和购	芝华仕	和购
8	华日家居	左右沙发	穗宝
9	卫诗理	双虎家私	皇朝家私
10	光明家具	雅居阁	迪士尼

来源：泛家居数据研究院，国金证券研究所

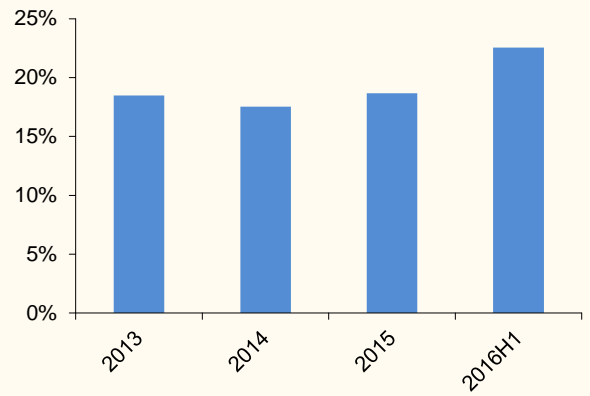
- **境外销售：大客户战略成效显著，未来 ODM 增长有望持续发力。**公司境外销售渠道主要包括 ODM 模式、经销模式及直营模式，公司在海外拥有 26 家经销门店及 5 家直营门店。目前 ODM 模式仍然为最主要境外销售收入来源，2016 年上半年，ODM 销售收入占境外收入比例为 94% 左右。公司目前在海外业务端将大客户开发作为业务拓展的重点，近年公司也先后开发了 Maisons du monde、Hanssem 等全球家具业巨头大客户，公司大客户战略成效显著。此外，通过对比 A 股同样具有海外业务的主要家居公司，公司毛利率显著领先可比公司，未来随着公司海外大客户持续开发推进，我们看好公司未来外销业务的成长。

图表 28：顾家家居境外业务毛利率高于同业公司



来源：各公司资料，国金证券研究所

图表 29：顾家家居 ODM 前五大客户收入占比显著提升



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

管理团队优秀，组织机制稳定高效

- **引入职业经理人制度，管理团队去家族化。**2010 年开始，公司通过市场化方式引进了包括董事兼总裁李东来、副董事长金志国以及副总裁兼财务负责人刘春新等在内的一批优秀的职业经理人，形成了团结进取、稳定高效的高素质管理团队。职业经理人机制改变了原有的家族企业管理业态，公司引进的管理团队拥有丰富的管理经验，公司各项治理也更加高效。
- **组织机制高效推动，核心管理架构高度稳定。**引进新任管理团队后，公司实现了第二次质的飞跃：顾家工艺升级为顾家家居，公司从单一的沙发向多品类软体家具产品系列方面发展；采用现代化企业管理制度，大股东充分放权，各层级潜力得到充分激活；多举措打造顾家品牌，品牌价值迅速提升；充分挖掘多渠道销售，规模业绩加速成长等。目前公司核心管理架构已基本稳定，各项组织机制也已成熟高效，考虑到利益绑定及大股东开发心态，我们认为未来不排除会有激励管理团队措施的可能。

图表 30：顾家家居管理团队

姓名	职务	性别	学历	出生年份	履历	
李东来	总裁	男	硕士	1974	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	
董汉有	副总裁、董事会秘书	男	硕士	1963	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，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，双桦控股有限公司董事会秘书	外部引进
李云海	副总裁	男	硕士	1974	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，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理	
刘春新	副总裁、财务负责人	女	硕士	1969	中国注册会计师(非执业)，历任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	
顾海龙	副总裁	男	高中	1976	历任海龙家私职员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理	
刘宏	副总裁	男	中职	1967	中国家具协会沙发专业委员会副秘书长，历任重庆富安百货销售课课长，浙江银泰百货营业部总监，总经理助理，海龙家私业务经理，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	男	初中	1968	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	原有团队
王威	副总裁	男	初中	1969	历任海龙家私销售员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理	
吴汉	副总裁	女	本科	1969	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	

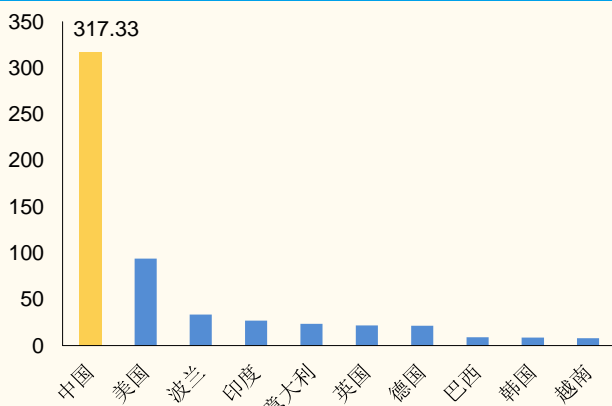
来源：Wind，国金证券研究所

多因素驱动未来业绩增长，更高市值空间值得期待

驱动因素一：国内软体家具行业翘楚，受益行业成长及集中度提升

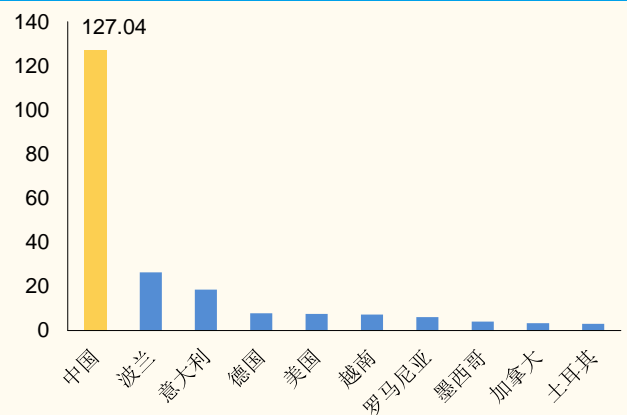
- 软体家具主要包括沙发、软床等产品，从全球软体家具行业来看，随着世界经济的发展以及各国居民生活水平的提高，人们对家居环境舒适性的要求越来越高，因而对应市场需求及容量也不断扩大。根据意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）统计，2015 年全球软体家具市场总产值 675.78 亿美元，对应消费量也由 2006 年 476 亿美元增长至 2015 年 626 亿美元，占整个家具行业消费规模约 16%。分具体国家来看，根据 CSIL，我国既是软体家具最大产值国与消费国，同时也是全球最大软体家具出口国。

图表 31：2015 年全球前十大软体家具生产国（亿美元）



来源：CSIL，国金证券研究所

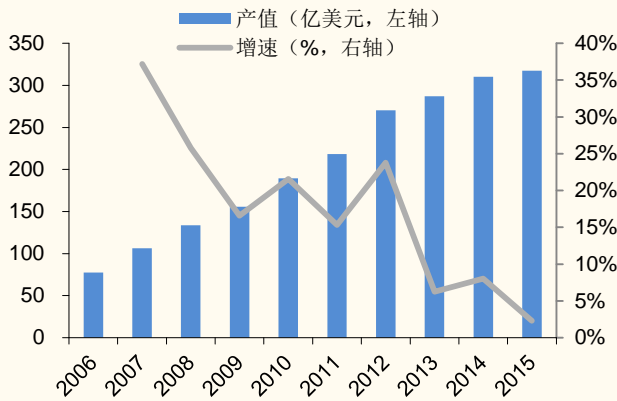
图表 32：2015 年全球前十大软体家具出口国（亿美元）



来源：CSIL，国金证券研究所

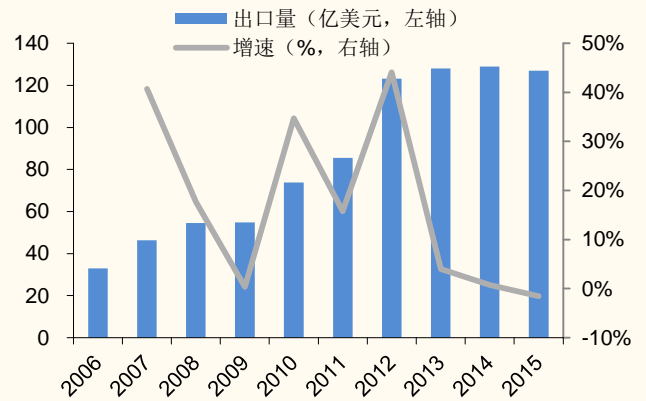
- **我国软体家具产业规模持续壮大，进口消费依赖度极低。**近年来，在消化吸收国外先进软体家具设计技术和加工工艺，并充分发挥国内原材料资源及劳动力成本优势的基础上，我国软体家具产业发展迅速。我国软体家具年产值由 2006 年的 77.45 亿美元增长至 2015 年的 317.33 亿美元，年均复合增长率达 15.15%，产值约占全球的 46.96%。进出口方面，我国软体家具出口额占国内软体家具产值的 40.03%，约占全球软体家具出口总额的 51.45%，而我国软体家具消费主要依赖国内自行生产，2015 年我国软体家具进口额仅为 1.73 亿美元，国内软体家具进口消费依赖度极低。

图表 33：我国软体家具行业产值及增长情况



来源：CSIL，国金证券研究所

图表 34：我国软体家具行业出口量及增长情况



来源：CSIL，国金证券研究所

- **消费升级是未来软体家具行业快速增长的核心驱动因素。**虽然我国是全球软体家具行业最大生产消费国，但是实际上，软体家具在我国普及率及更换频率远不及发达国家。例如在欧美发达国家，软床普及率已经达到 75%-85%，而在中国，2013 年这一数据仅为 30%。另一方面，美国消费者平均 2-3 年更换床垫，而国内消费者更换床垫的平均频率基本都在 5-10 年左右。而在消费升级背景下，消费者对于软体家具使用性能及品牌都更加关注，因此未来国内软体家具使用的普及率及更换频率都将更高，这也是未来拉动国内软体家具快速增长的主要驱动因素之一。同时，城镇化进程持续推进、婚育潮以及消费者收入水平提升也将成为我国软体家具行业规模持续壮大的重要因素，未来软体家具市场空间巨大。

图表 35：我国软体家具行业市场规模预测

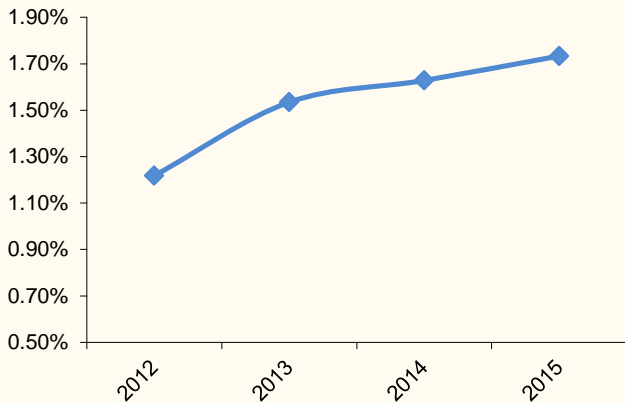
内容		2016	2017	2018	2019	2020	假设条件
商品房市场	商品房销售面积 (万平方米)	137,539.9	142,766.4	149,190.9	156,650.5	164,639.7	• 考虑到我国全装修政策的持续推进，新房装修比例不断提升
	增速	2.2%	3.8%	4.5%	5.0%	5.1%	
	装修比例	60.0%	63.00%	66.00%	69.00%	72.00%	
	新房装修户数 (万套)	825.2	899.4	984.7	1,080.9	1,185.4	
	存量房面积 (亿平方米)	200.00	214.28	229.20	244.86	261.32	
软体沙发	存量房户数 (万套)	16,666.7	17,856.4	19,099.6	20,405.1	21,777.1	• 每套房的平均面积为 100 平方米 • 只考虑住宅领域软体家具，工装、酒店等未包括
	软体沙发普及率 (%)	80.0%	82.0%	84.0%	86.0%	88.0%	
	新装修消费套数 (万套)	660.2	737.5	827.1	929.6	1,043.2	
	存量房更换套数比例	15.0%	17.00%	19.00%	21.00%	23.00%	
	存量房消费套数 (万套)	2,000.0	2,489.2	3,048.3	3,685.2	4,407.7	
	总消费套数 (万套)	2,660.2	3,226.7	3,875.4	4,614.7	5,450.8	
	平均单价 (元)	3,000.0	3,200.0	3,400.0	3,600.0	3,800.0	
市场规模 (亿元)		798.1	1,032.5	1,317.6	1,661.3	2,071.3	
软床	软床普及率 (%)	35.0%	37.0%	39.0%	41.0%	43.0%	• 沙发、软床平均一户一套，床垫平均一户 1.5 张
	新装修消费套数 (万套)	288.8	332.8	384.0	443.2	509.7	
	存量房更换套数比例	15.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	
	存量房消费套数 (万套)	875.0	1,123.2	1,415.3	1,756.9	2,153.8	
	总消费套数 (万套)	1,163.8	1,456.0	1,799.3	2,200.0	2,663.5	
	平均单价 (元)	3,000.0	3,200.0	3,400.0	3,600.0	3,800.0	

	市场规模 (亿元)	349.2	465.9	611.8	792.0	1,012.1
床垫	床垫普及率 (%)	60.0%	62.00%	64.00%	66.00%	68.00%
	新装修消费套数 (万套)	742.7	836.5	945.3	1,070.1	1,209.1
	存量房更换套数比例	20%	22%	24%	26%	28%
	总消费套数 (万套)	3,742.7	4,489.9	5,345.8	6,322.3	7,428.6
	平均单价 (元)	1,600.0	1,800.0	2,000.0	2,200.0	2,400.0
	市场规模 (亿元)	598.8	808.2	1,069.2	1,390.9	1,782.9
国内软体家具行业市场规模		1,746.0	2,306.6	2,998.6	3,844.2	4,866.3

来源：国金证券研究所

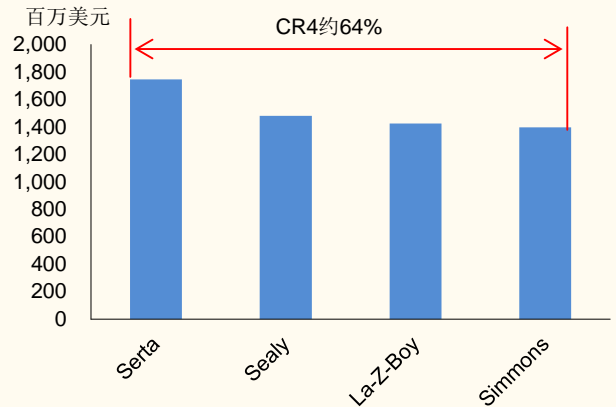
- **行业集中度提升空间大，品牌企业优先受益。**软体家具由于技术及制造门槛低，因而在国内巨大市场中，充斥着规模偏小、整体品质不高的中小企业，行业竞争格局高度分散。根据我们估算，目前我国软体家具行业 CR4 不超过 8%，而美国已达 60% 以上。国内软体家具行业集中度相较国外仍有较大提升空间。我们认为，一方面，消费升级背景下，由于软体家具使用与居民睡眠质量、人体腰肌健康等高度相关，因此消费者将更加关注产品质量，龙头企业由于更加具有技术、规模优势，将更多成为消费者的首要选择；另一方面，国内消费者如今品牌意识正不断增强，因此品牌企业将持续壮大，业内中小企业也将面临淘汰整合。

图表 36：顾家家居市场占有率不断提升



来源：wind, CSIL, 国金证券研究所

图表 37：美国软体家具行业集中度较高



来源：Furniture Today, CSIL, 国金证券研究所

驱动因素二：掘金万亿大家居市场，百亿营收规模可期

- **多品类系列布局，大家居基因深厚。**2010 年之前，公司主要聚焦于强势单品的打造。2010 年开始，公司逐步推进多产品系列的销售布局，同时着力加强顾家品牌力的塑造。目前，在沙发产品基础上，公司多品类产品已为公司贡献新的盈利增长点，公司渠道端的布局也基本实现各级各线城市的全面覆盖，同时，顾家也已成为知名度及美誉度兼备的家居品牌。我们认为，现阶段公司已经具备大家居一体化方向转型拓展的基本条件，结合公司自身发展战略规划，未来大家居战略有望成为实现公司进一步腾飞的强劲引擎。

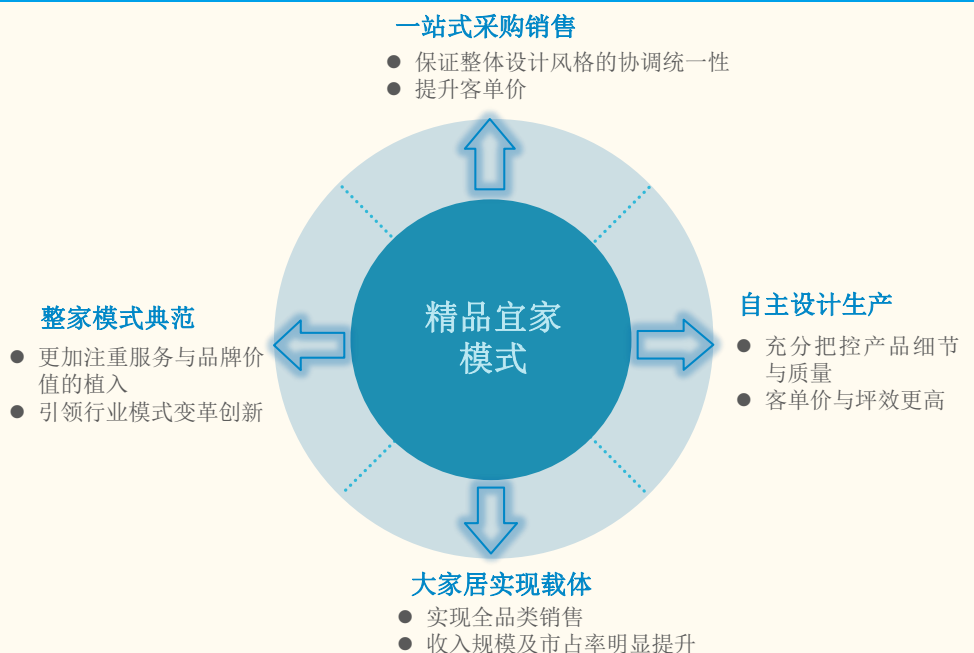
图表 38：多品类一站式采购下，顾家家居“大家居”基因深厚



来源：www.kukahome.com，国金证券研究所

- **打造“精品宜家”新采购范式，有力承载公司产品优势。**根据公司发展战略，“精品宜家、整家模式”将是公司未来大家居战略的主要发展方向。即公司计划 2020 年开始，将通过开设大店，采用“宜家”式一站式采购模式实现整个家居品类的服务与销售。对于消费者来说，整家模式下的一体化采购能够确保消费者购买家具产品的整体设计风格的协调统一性，最大程度减少了消费者在设计、施工、装修、家具等家居要素之间的协调和搭配成本，满足了消费者省时、省力、低成本打造个性化家居环境的需求。对于公司来说，首先公司已具备单品优势及强大设计制造能力，公司可利用现有经营优势扩大营收规模及市场占有率，同时，一站式整家采购模式可以有效提升客单价水平，将服务与品牌渗透于整个经营销售环节，整体产品附加值也将有显著提升。相对于现有的宜家模式，“精品宜家”模式客单价及坪效水平更高，产品优势更加突出，由于主要采用自主制造方式，公司对于产品质量与细节的把控也更加到位，消费粘性与品牌忠诚度因而也更强。

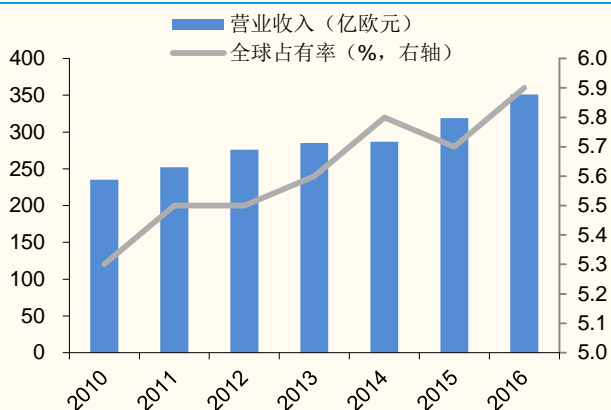
图表 39：顾家家居倾力打造精品宜家采购模式



来源：国金证券研究所

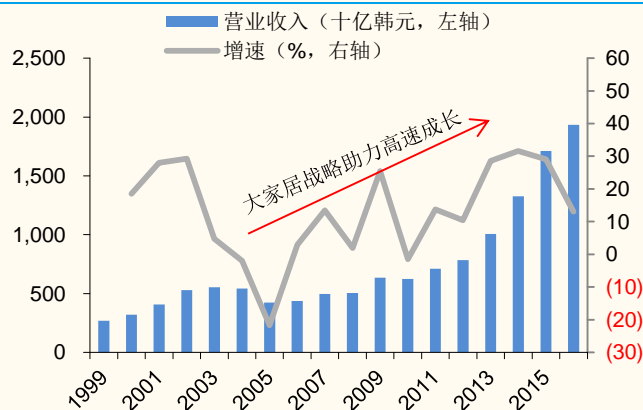
- **掘金万亿大家居市场，百亿营收规模可期。**整个“十二五”规划中，家居行业市场容量是两万亿，如果扩大至“大家居”概念，则市场容量达到四万亿元。若以龙头企业1%市场份额来计算，龙头企业应有200亿至400亿的营收水平。而无论从国外成功经验或是国内目前行业发展方向来看，由单品家具制造商转型至大家居品牌商都是确定性趋势。全球家居业巨头宜家全球占有率与营收额历年呈稳步提升态势，同时韩国家具企业汉森在实施大家居战略后，2005-2015年间，营业收入年均增速达15%，公司也就此一跃成为韩国最大家具生产商。我们认为，公司凭借其目前的品牌、规模及产品优势，已经具备向大家居发展的基本条件，未来随着经营策略持续深化，公司百亿营收规模可期。

图表 40：宜家全球销售额及占有率



来源：Bloomberg, Euromonitor, 国金证券研究所

图表 41：汉森历年营收及增速情况



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

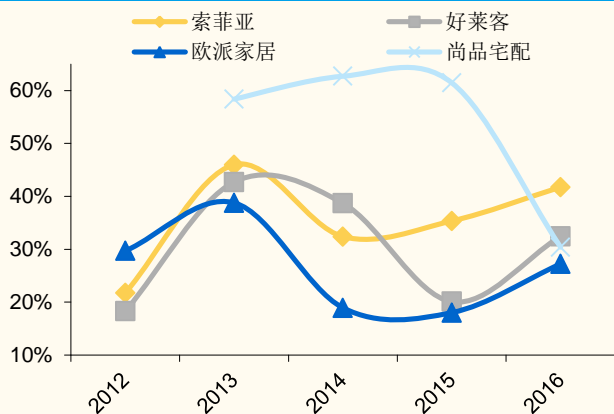
图表 42：国内主要家具企业均有大家居战略规划

公司	品牌 LOGO	2016 年 营收规模	大家居战略规划	布局大家居优势
宜华生活 (600978.SH)		57.00 亿元	布局泛家居生态圈，通过投资收购泛家居成员公司，延伸产业链，搭建大家居生态圈	较强资本运作实力，充沛林木资源，上下游产业链有效延伸
曲美家居 (603818.SH)		16.64 亿元	从单一的家具制造企业发展成为家居整体解决方案供应商，通过开设生活馆实现多品类销售，成品+定制全线推开	具备较强的设计能力，生活馆经营渐趋成熟化
索菲亚 (002572.SZ)		45.30 亿元	深入贯彻“全屋定制”大家居战略，由拳头产品定制衣柜延伸至配件、橱柜、木门等领域	定制衣柜领域龙头，具备强大的柔性化定制能力
欧派家居 (603833.SH)		71.34 亿元	为消费者提供一站式自主选材、个性化整体设计与全程管家服务的欧派全屋定制业务模式，由整体橱柜向整体衣柜、整体卫浴、定制木门拓展	具有相当的品牌及规模优势，定制生产能力较强
好莱客 (603898.SH)		14.33 亿元	由整体衣柜升级至全屋定制，提升“一站式”服务能力，设立“泛家居”产业基金，推进“大家居”战略发展	整体衣柜领先品牌，定制生产能力及经营效率快速提升
顾家家居 (603816.SH)		47.95 亿元	单品优势基础上不断拓展多品类销售，“精品宜家、整家模式”是大家居战略发展方向，通过开设大店实现一站式整家采购	国内软体家具龙头品牌，品牌实力较强，多品类销售成效显著，首创“精品宜家”模式，大家居实施方向明确，具备一定规模优势

来源：各公司资料，国金证券研究所

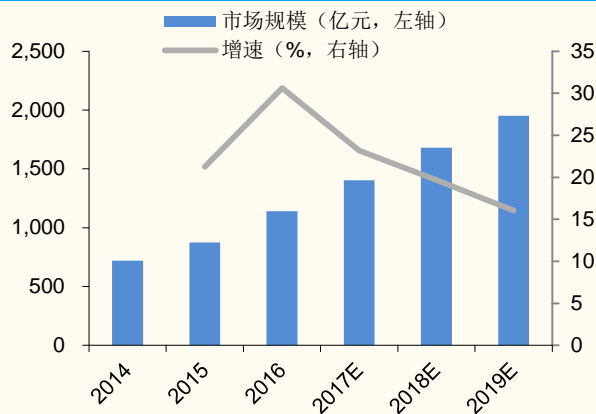
- **切入定制家具与智能家具领域，行业高成长性有望带动业务高速增长。**公司于2016年3月与4月先后成立顾家智能及顾家定制子公司，分别从事智能家具与定制家具的生产与销售业务。目前，该两部分业务尚处初创期，业务规模整体还相对较小。我们认为，对于公司来说，切入定制家具与智能家具领域一方面可以为公司培育新的盈利增长点，尤其在定制家具与智能家具行业高速发展的背景下，行业的高成长性也有望带动公司在该部分业务实现高速增长；另一方面，定制家具与智能家具也是公司大家居战略框架的重要一部分，可以有效填补公司在该领域的品类空白。

图表 43：定制家具企业近年营收均实现较高增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 44：我国智能家居市场规模预测



来源：易观智库，国金证券研究所

驱动因素三：产能布局日臻完善，资本助力公司持续发展

- 公司目前在浙江杭州和河北深州拥有主要的生产基地，其中，杭州生产基地的具体生产地点包括下沙经济技术开发区、江东前进工业园区；2012年9月，公司又设立子公司顾家河北，并在河北深州逐步建立生产基地。伴随募投项目及河北基地逐步生产投放，公司产能布局正日趋完善。另外，3月份，公司公告拟投资设立嘉兴顾家智能家居有限公司，并实施嘉兴王江泾年产80万标准套软体家具产品项目，公司产能进一步扩充。

图表 45：顾家家居全国生产基地分布

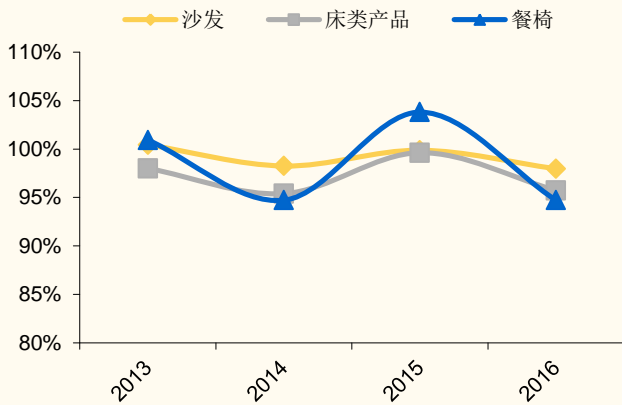


来源：国金证券研究所

- 从公司产能利用情况来看，公司近年产销率均在90%以上。2013年下半年以来，公司产品市场销售形势良好，为缓解自身产能不足对销售的影响，公司选择与周边的安吉、昆山、海宁等地软体家具委外生产供应商合作，通过委外生产的方式满足公司少部分产能需求。未来随着公司新建生产基

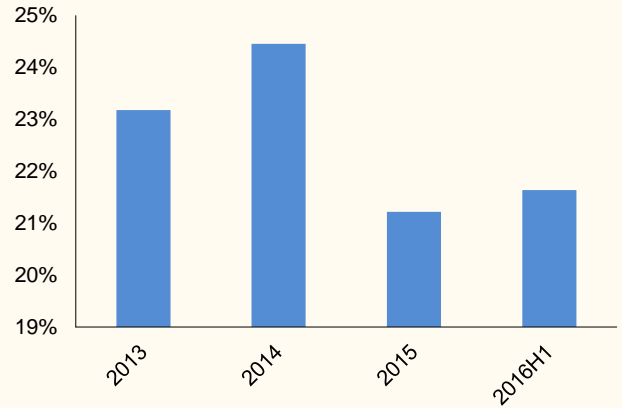
地及募投项目的陆续投产，公司产能不足问题将得到有效缓解，预计委外订单比例也将有所降低。

图表 46：顾家家居近年各产品产销量情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 47：顾家家居沙发委外订单占比有所降低



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 资本助力公司持续发展：**公司于 2016 年 10 月正式在上海证券交易所首发上市，募集资金总额 20.34 亿元，用于“年产 97 万标准套软体家具生产项目”、“信息化系统建设项目”、“连锁营销网络扩建项目”和“补充流动资金项目”投资。其中，“年产 97 万标准套软体家具生产项目”包括沙发 55 万标准套，餐椅 15 万标准套，软床 18 万标准套，床垫 9 万标准套，项目建成后将有效扩充公司生产规模，巩固公司龙头地位；“信息化系统建设项目”将提高公司的生产效率并增强市场营销能力；“连锁营销网络扩建项目”将新增直营旗舰店 20 家和直营单店 130 家，其中旗舰店面积将在 1,000-1,400 平方米之间，预计未来公司营销网络布局将进一步优化，同时旗舰店开设也将助力公司实现多品类销售，大家居战略也将有效深化。

图表 48：顾家家居募投项目新增产能预期达产情况

年份	达产率	共计新增产能 (万套)
2018	30%	29
2019	70%	68
2020	100%	97

预期经济效益：预计年新增销售收入 343,830.00 万元，年新增净利润 52,247.50 万元

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 49：顾家家居募投项目新增店面预期完成情况

年份	旗舰店 (家)	单店 (家)
2017	10	53
2018	10	77
合计	20	130

预期经济效益：预计年新增销售收入 53,120.48 万元，年新增净利润 3,205.35 万元

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

风险因素

原材料价格波动风险

- 公司生产软体家具的主要原材料包括皮革、海绵和木材等，海绵受石油价格波动影响较大，而世界范围内森林面积的逐渐减少可能使得木材价格未来具有上升趋势，并会在一定程度上影响软体家具生产企业的生产成本。

经销网络管理风险

- 经销是公司内销的主要模式，公司经销门店数量的不断增加提高了公司经销网络的管理难度，公司可能存在因个别特许经销商未按照协议约定进行销售、宣传而对公司市场形象产生负面影响的风险。

房地产调控风险

- 家具行业的发展与房地产行业的发展呈正相关关系，软体家具的消费需求受房地产市场影响较大，如果未来宏观调控或其他因素导致房地产需求走低，作为其下游行业的软体家具的需求会相应减少，进而对公司的生产经营造成不利影响。

品牌管理风险

- 公司产品属于耐用消费品，品牌代表产品质量和文化内涵，是影响消费者购买选择的重要因素。如果公司在注册商标保护、门店形象、产品质量管理及售后服务等方面出现问题，会直接影响公司的品牌形象和品牌美誉度，将对公司经营带来不利影响。

盈利预测

关键假设

- 97 万标准套软体家具生产项目达产期为三年，2018 年、2019 年分别达产 30%和 70%。
- 2017 年新增旗舰店 10 家、单店 53 家，2018 年新增旗舰店 10 家、单店 77 家。

盈利预测

图表 50：顾家家居盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（万元）	323,971.4	368,484.6	479,453.5	619,390.7	812,233.1	1,114,669.5
沙发	205,757.0	226,294.0	283,961.0	360,630.5	461,607.0	623,169.5
配套产品	51,538.0	54,105.0	72,839.0	87,406.8	108,209.6	142,836.7
软床及床垫	28,289.0	43,537.0	64,985.0	100,726.8	155,119.2	238,464.7
餐椅	19,941.0	20,136.0	21,712.0	23,883.2	27,465.7	34,332.1
装修收入	765.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	17,681.4	24,412.6	35,956.5	46,743.4	59,831.6	75,866.5
营业成本（万元）	185,626.0	208,005.0	269,571.0	347,322.0	461,974.1	633,585.3
沙发	119,430.0	132,390.0	167,597.0	212,772.0	276,964.2	367,919.2
配套产品	36,313.0	37,927.0	50,434.0	60,747.7	75,746.7	100,271.4
软床及床垫	16,368.0	24,716.0	37,427.0	58,421.5	91,520.3	143,078.8
餐椅	12,952.0	12,972.0	14,113.0	15,380.8	17,742.8	22,315.9
装修收入	563.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	6,989.0	7,164.0	7,599.0	8,502.4	9,722.9	12,016.2
业务利润（万元）	138,345.4	160,479.6	209,882.5	272,068.7	350,259.0	481,084.2
沙发	86,327.0	93,904.0	116,364.0	147,858.5	184,642.8	255,250.2

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
配套产品	15,225.0	16,178.0	22,405.0	26,659.1	32,462.9	42,565.3
软床及床垫	11,921.0	18,821.0	27,558.0	42,305.2	63,598.9	95,385.9
餐椅	6,989.0	7,164.0	7,599.0	8,502.4	9,722.9	12,016.2
装修收入	202.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	10,692.4	17,248.6	28,357.5	38,241.0	50,108.8	63,850.2
毛利率 (%)	42.7	43.6	43.8	43.9	43.1	43.2
沙发	42.0	41.5	41.0	41.0	40.0	41.0
配套产品	29.5	29.9	30.8	30.5	30.0	29.8
软床及床垫	42.1	43.2	42.4	42.0	41.0	40.0
餐椅	35.0	35.6	35.0	35.6	35.4	35.0
装修收入	26.4	-	-	-	-	-
其他	60.5	70.7	78.9	81.8	83.7	84.2
增速 (%)	36.7	13.7	30.1	29.2	31.1	37.2
沙发	18.0	10.0	25.5	27.0	28.0	35.0
配套产品	15.7	5.0	34.6	20.0	23.8	32.0
软床及床垫	55.3	53.9	49.3	55.0	54.0	53.7
餐椅	8.6	1.0	7.8	10.0	15.0	25.0
装修收入	9,825.2	-100.0	-	-	-	-
其他	44.3	38.1	47.3	30.0	28.0	26.8

来源: Wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 7.75/9.80/13.64 亿元, 三年 CAGR 为 33.4%, 全面摊薄后每股收益为 1.88/2.38/3.31 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,240	3,685	4,795	6,194	8,122	11,147
增长率		13.7%	30.1%	29.2%	31.1%	37.2%
主营业务成本	-1,920	-2,169	-2,856	-3,707	-4,920	-6,719
%销售收入	59.3%	58.9%	59.6%	59.8%	60.6%	60.3%
毛利	1,320	1,516	1,939	2,487	3,202	4,428
%销售收入	40.7%	41.1%	40.4%	40.2%	39.4%	39.7%
营业税金及附加	-29	-39	-48	-62	-81	-111
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-650	-770	-1,058	-1,304	-1,706	-2,324
%销售收入	20.0%	20.9%	22.1%	21.1%	21.0%	20.9%
管理费用	-101	-126	-172	-217	-283	-385
%销售收入	3.1%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	540	581	661	904	1,132	1,608
%销售收入	16.7%	15.8%	13.8%	14.6%	13.9%	14.4%
财务费用	-14	-15	-3	42	71	88
%销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-7	-5	-10	0	0	0
公允价值变动收益	-44	-46	29	0	0	0
投资收益	50	33	-76	2	2	2
%税前利润	8.9%	5.2%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	526	548	601	948	1,205	1,697
营业利润率	16.2%	14.9%	12.5%	15.3%	14.8%	15.2%
营业外收支	37	90	136	58	59	60
税前利润	563	638	738	1,006	1,264	1,758
利润率	17.4%	17.3%	15.4%	16.2%	15.6%	15.8%
所得税	-143	-148	-165	-229	-285	-396
所得税率	25.4%	23.2%	22.4%	22.8%	22.6%	22.5%
净利润	420	491	572	777	978	1,362
少数股东损益	-4	-8	-3	6	6	6
归属于母公司的净利润	424	498	575	771	972	1,356
净利率	13.1%	13.5%	12.0%	12.4%	12.0%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	420	491	572	777	978	1,362
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	58	90	104	118	133
非经营收益	-9	22	43	-24	-61	-62
营运资金变动	-237	192	269	1,233	104	162
经营活动现金净流	229	762	975	2,090	1,140	1,596
资本开支	-429	-300	-230	-35	-102	-110
投资	1	-7	12	-1	0	0
其他	142	57	-1,383	2	2	2
投资活动现金净流	-285	-250	-1,601	-35	-101	-108
股权募资	9	13	1,979	0	-226	0
债权募资	303	44	-272	-134	0	1
其他	-301	-468	-153	-3	-254	-321
筹资活动现金净流	12	-411	1,554	-137	-480	-320
现金净流量	-45	101	928	1,919	559	1,168

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	164	263	1,249	3,167	3,726	4,894
应收款项	224	272	396	371	486	667
存货	525	446	683	824	1,094	1,494
其他流动资产	160	128	1,458	50	66	90
流动资产	1,073	1,109	3,785	4,412	5,373	7,145
%总资产	51.9%	46.8%	72.5%	76.0%	78.9%	82.9%
长期投资	23	26	37	38	37	37
固定资产	805	1,077	1,127	1,176	1,216	1,250
%总资产	39.0%	45.4%	21.6%	20.3%	17.9%	14.5%
无形资产	131	134	226	176	179	182
非流动资产	993	1,263	1,434	1,391	1,434	1,471
%总资产	48.1%	53.2%	27.5%	24.0%	21.1%	17.1%
资产总计	2,066	2,372	5,220	5,803	6,807	8,616
短期借款	208	232	130	0	0	0
应付款项	550	756	1,446	1,327	1,751	2,396
其他流动负债	146	173	191	505	652	900
流动负债	904	1,162	1,767	1,832	2,403	3,297
长期贷款	150	170	0	0	0	1
其他长期负债	8	3	4	0	0	0
负债	1,062	1,335	1,771	1,832	2,403	3,298
普通股股东权益	996	1,029	3,437	3,954	4,380	5,289
少数股东权益	9	8	11	17	23	29
负债股东权益合计	2,066	2,372	5,220	5,803	6,807	8,616

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.29	1.51	1.39	1.87	2.36	3.29
每股净资产	3.02	3.12	8.33	9.59	10.62	12.82
每股经营现金净流	0.69	2.31	2.36	5.07	2.76	3.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.62	0.78	1.09
回报率						
净资产收益率	42.63%	48.42%	16.73%	19.50%	22.20%	25.65%
总资产收益率	20.54%	21.01%	11.02%	13.29%	14.29%	15.74%
投入资本收益率	29.49%	31.03%	14.33%	17.59%	19.91%	23.42%
增长率						
主营业务收入增长率	20.81%	13.74%	30.11%	29.19%	31.13%	37.24%
EBIT增长率	16.26%	7.61%	13.69%	36.87%	25.20%	41.97%
净利润增长率	5.14%	17.42%	15.40%	34.10%	26.11%	39.48%
总资产增长率	29.12%	14.81%	120.05%	11.18%	17.29%	26.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16	20	21	18	18	18
存货周转天数	86	82	72	81	81	81
应付账款周转天数	37	41	46	41	41	41
固定资产周转天数	56	86	81	66	52	40
偿债能力						
净负债/股东权益	17.66%	13.47%	-32.43%	-79.75%	-84.62%	-92.00%
EBIT利息保障倍数	39.2	37.8	211.6	-21.6	-16.0	-18.2
资产负债率	51.39%	56.28%	33.92%	31.56%	35.31%	38.27%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	4
增持	0	0	0	4	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.80	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD