

顾家家居(603816)/家用轻工
奔逸绝尘的软体大家居
评级：增持(首次)

市场价格：53.92

目标价格：62.6

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email：duhui@r.qizq.com.cn

联系人：徐稚涵

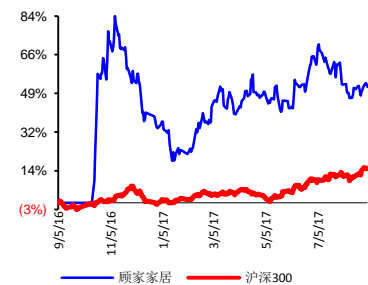
Email：xuzh01@r.qizq.com.cn

感谢研究员蒋正山对本报告的支持

感谢实习生郭美鑫对本报告的支持

基本状况

总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	83
市价(元)	53.92
市值(百万元)	22,242
流通市值(百万元)	4,448

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,685	4,795	7,150	9,638	12,960
增长率 yoy%	13.7%	30.1%	49.1%	34.8%	34.5%
净利润	491	572	822	1,100	1,474
增长率 yoy%	17.42%	15.40%	44.58%	33.80%	33.87%
每股收益(元)	1.510	1.394	2.016	2.697	3.610
每股现金流量	2.309	2.363	2.029	3.371	4.483
净资产收益率	48.42%	16.73%	20.89%	21.84%	22.63%
P/E	34.05	38.93	26.75	20	14.94
PEG	6.63	2.23	1.74	0.45	0.44
P/B	17.29	6.47	5.59	4.37	3.38

备注：

投资要点

- **顾家家居是国内软体家居研发、生产、销售于一体的龙头企业。**(1) 2017年上半年，公司营业收入为31.11亿元，同比增长54.63%。公司主营业务为各类沙发，占比达到59.23%，配套产品及软床床垫类产品分别占比15.19%和13.55%。(2) 目前公司在大陆地区拥有包含西藏地区在内的3000多家门店，主要分布在华东、华北、华南等经济发达、人口密集地区。2017年上半年，公司境内营业收入达到19.06亿元，占总收入的61.27%；公司产品远销120多个国家和地区，2017年上半年，公司境外营业收入达到10.32亿元，同比上升20.32%。(3) 公司是家族化企业，但是为国内行业家居率先引进职业经理人的企业，高效管理和各品类产品收入稳步增长，共同推进了公司的盈利。
- **全球软体家居消费占整个家具行业消费的16%，中国是最大消费国。**(1) 2015年全球软体家具消费量达到630亿美元，2010-2015年均复合增长率为2.78%，随着发达国家房屋翻修改造以及发展中国家城镇化率的提升，对全球软体家具的需求量也在不断提升。然而全球软体家具行业集中度普遍较低，国外仅有少数企业会进行全球市场拓展，国内软体家具龙头行业集中度不到5%。(2) 对标国内家用冰箱行业，冰箱行业集中度较高，2016年，冰箱行业CR4达到61.58%。通过与冰箱产品对比，国内软体家具行业的市场发展空间很大，收益向龙头集中。因此顾家家居未来增长潜力广阔。
- **管理、产品、渠道，三位一体奠定顾家核心竞争力。**(1) 顾家引入职业经理人实现家族企业现代化管理，IPO募投项目和可转债投资项目产能合计177万套，优质内部管理和产能提升在劳动密集型行业锻造高效生产力，凸显规模优势。(2) 围绕核心产品沙发横向扩张形成软体家居一体化产品矩阵，沙发营收占比60%，软床等其他产品占比40%，盈利来源多样化的同时借助渠道优势和一站式服务运营经验布局大家居。(3) 顾家家居国内直营+经销门店近3000家，处行业领先地位，对三四五线城市渠道下沉的前瞻性布局成领先关键。当前顾家家居门店分布一二线53%，三四五线47%，最大化享有地产红利。
- **公司2017-19年在满负荷生产的情况下97万套的IPO募投项目和80万套的可转债募投项目陆续落地，行业景气程度持续向好，顾家家居业绩有望持续高速增长。**我们预估公司2017-19年实现销售收入71.5、96.38、129.6亿元，同比增长49.12%、34.8%、34.47%，实现归属于母公司净利润8.31、11.12、14.89亿元，同比增长44.52%、33.81%、33.9%，对应EPS为2.02、2.7、3.61元。给予2017年31倍PE，对应目标价格62.6元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**地产景气程度下滑风险、原材料价格上涨风险。

内容目录

国内软体家居行业龙头，多方优势助盈利稳健增长.....	错误!未定义书签。
软体家居龙头企业，盈利稳健增长.....	- 4 -
多类产品持续扩张，渠道优势助力利润增加.....	错误!未定义书签。
国内软体家具发展潜力大，龙头企业占据有利地位.....	错误!未定义书签。
需求推动消费增长，行业集中度较低.....	- 7 -
对标国内家用冰箱产业，软体家具行业龙头集中度有望提升.....	错误!未定义书签。
管理、产品、渠道，三位一体奠定品牌核心竞争力.....	错误!未定义书签。
管理优异，契合非标件产品规模化生产需求.....	- 11 -
围绕核心产品横向扩张，得天独厚布局大家居.....	错误!未定义书签。
重视客户体验，渠道优势打开销售空间.....	错误!未定义书签。
盈利预测、估值分析和投资建议.....	错误!未定义书签。
盈利预测与估值分析.....	错误!未定义书签。
投资建议：首次覆盖给予“增持”评级，目标价格 62.6 元.....	错误!未定义书签。
风险提示.....	错误!未定义书签。
地产景气程度下滑风险.....	错误!未定义书签。
原材料价格上涨风险.....	错误!未定义书签。

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	- 4 -
图表 2：公司 2017H1 主营业务占比.....	- 4 -
图表 3：公司 2012-2017H1 年营业收入（亿元）及增速.....	- 4 -
图表 4：公司历史分地区营业收入（亿元）.....	- 4 -
图表 5：公司实际控制人.....	- 5 -
图表 6：公司 2012-2017H1 归母净利润及增速.....	- 5 -
图表 7：公司高管简介.....	- 5 -
图表 8：公司各类产品收入逐年上升（亿元）.....	- 6 -
图表 9：公司各类产品年均复合增长率（%）.....	- 6 -
图表 10：公司国内收入组成（亿元）.....	- 6 -
图表 11：公司境外收入组成（亿元）.....	- 6 -
图表 12：公司境内区域销售点个数.....	- 7 -
图表 13：公司境外门店个数.....	- 7 -
图表 14：公司新型营销模式.....	- 7 -
图表 15：全球软体家具消费占比（%）.....	- 8 -
图表 16：全球软体家具前十大消费国（亿美元）.....	- 8 -
图表 17：中国城镇化率（%）.....	- 8 -

图表 18: 全国商品房销售面积及增速.....	- 8 -
图表 19: 全球前五大软体家具生产国全球占比 (%)	- 8 -
图表 20: 国内软体家具龙头企业市占率 (%)	- 8 -
图表 21: 城镇每百户冰箱保有量及增速.....	- 9 -
图表 22: 农村每百户冰箱保有量及增速.....	- 9 -
图表 23: 2014-2016 主要冰箱品牌内销量 (万台)	- 9 -
图表 24: 冰箱产品零售额及零售量增速 (%)	- 9 -
图表 25: 2012 年与 2016 年冰箱行业主要品牌市占率 (%)	错误!未定义书签。
图表 26: 主要冰箱品牌 2017 一季度市占率同期变化比较 (%)	- 10 -
图表 27: 国内软体家具销量 (亿美元) 及增速.....	- 11 -
图表 28: 顾家家居沙发工艺流程.....	错误!未定义书签。
图表 29: 顾家家居产品线.....	错误!未定义书签。
图表 30: 顾家家居沙发原材料成本构成.....	错误!未定义书签。
图表 31: 顾家家居产能利用率	错误!未定义书签。
图表 32: 顾家家居旗下产品产销率.....	错误!未定义书签。
图表 33: 顾家家居主要产品营收情况 (亿元)	错误!未定义书签。
图表 34: 顾家家居产品毛利率	错误!未定义书签。
图表 35: 顾家家居产品营收占比变化.....	错误!未定义书签。
图表 36: 顾家家居生产基地分布.....	错误!未定义书签。
图表 37: 顾家家居沙发产能 (万套)	错误!未定义书签。
图表 38: 顾家家居 IPO 募投项目产能分布 (万套)	错误!未定义书签。
图表 39: 顾家家居大家居布局	错误!未定义书签。
图表 40: 顾家家居营收占比市场分布及毛利率.....	错误!未定义书签。
图表 41: 顾家家居门店数量占据优势.....	错误!未定义书签。
图表 42: 顾家家居销售渠道布局全面.....	错误!未定义书签。
图表 43: 顾家家居国内门店分布情况.....	错误!未定义书签。
图表 44: 顾家家居毛利率处行业上游水平.....	错误!未定义书签。
图表 45: 顾家家居应收账款周转率.....	错误!未定义书签。
图表 46: 部分省份精装房政策一览.....	错误!未定义书签。
图表 47: 顾家家居海外业务高速增长 (亿元)	错误!未定义书签。
图表 48: 美国市场收入贡献显著 (亿元)	错误!未定义书签。
图表 49: 顾家家居海外 ODM 业务客户情况.....	错误!未定义书签。
图表 50: 顾家家居三大财务报表.....	错误!未定义书签。

国内软体家居行业龙头，多方优势助盈利稳健增长

软体家居龙头企业，盈利稳健增长

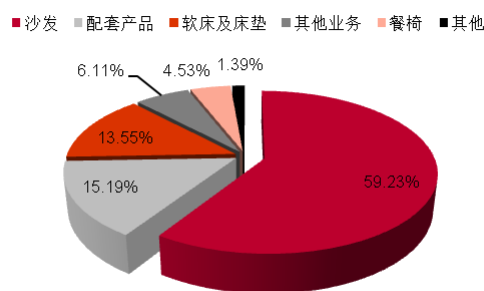
- 顾家家居是国内专业从事软体家居研发、生产、销售的企业，稳居国内软体家居第一。公司自 1982 年成立至今，稳步发展，从最初的传统沙发制作工艺不断进行技术创新，产品品质世界一流，公司旗下“LA-Z-BOY”，“KUKAHOME 全皮沙发”等九大系列品牌经过多年市场发展，得到国内外客户的一致好评。
- 2017 年上半年，公司营业收入为 31.11 亿元，同比增长 54.63%。公司主营产品中各类沙发占比 59.23%，软床、餐椅、床垫等产品共占比 40.77%。公司不仅在中国大陆地区拥有包括西藏在内的 3000 多家门店，同时也积极拓展海外业务，公司产品远销 120 多个国家和地区，2017 年上半年，公司境外营业收入达到 10.32 亿元，同比上升 50.5%，外销收入占比达到 35.3%。2017 年，公司拟投资 15 亿元打造智能家居产品，进一步推动营业收入的提升，上半年公司内销收入达到 19.06 亿元，同比上涨 59.71%。质量和内外销售渠道的保证，使得公司近年来的盈利水平稳步增长。

图表 1：公司历史沿革



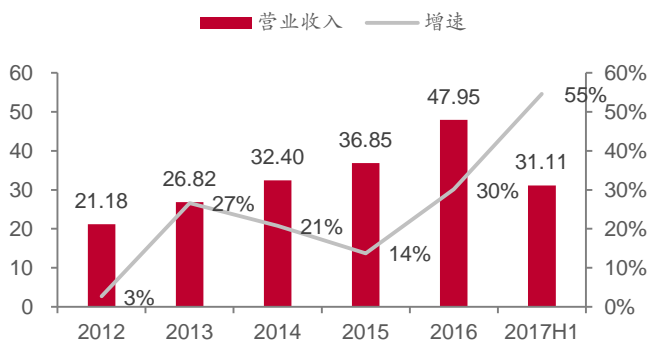
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：公司 2017H1 主营业务占比



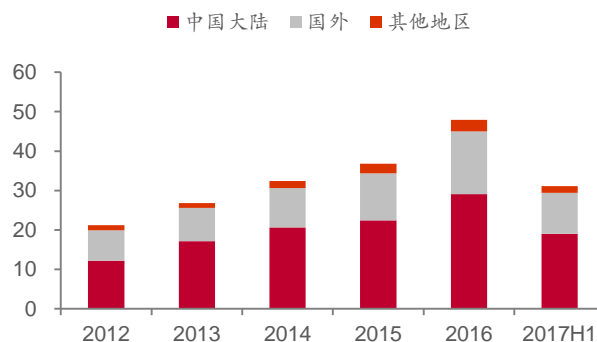
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3：公司 2012-2017H1 营业收入（亿元）及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

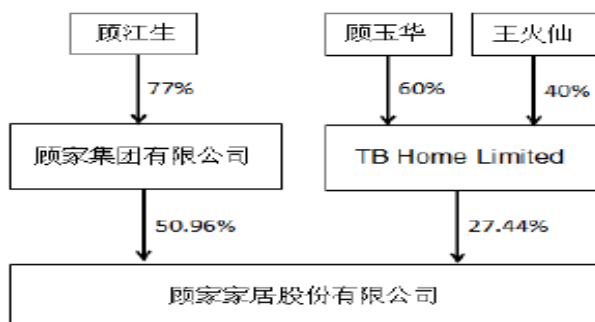
图表 4：公司历史分地区营业收入（亿元）



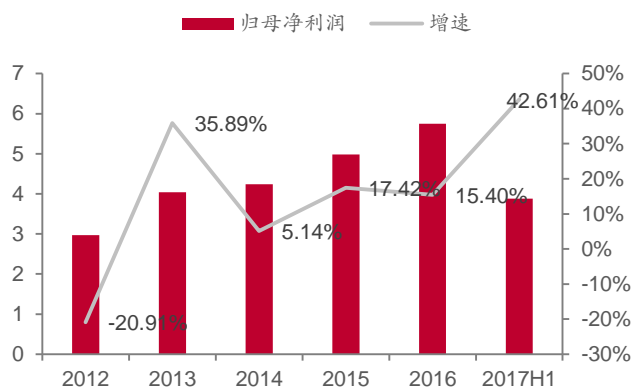
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 股权结构稳定，公司管理现代化。公司于 2016 年上市，总股本为 4.13

亿股。公司股权架构明晰，顾氏家族为实际控制人，共持有公司 78.4% 的股权。2012 年，公司实际控制人为公司得以更好的进行管理，授予职业经理人李东来 0.8% 公司股份。公司自上市以来，经营状况良好，2017 年上半年，公司归母净利润为 3.88 亿元，同比增长 42.61%。公司是国内家居行业中率先引入职业经理人管理模式的企业，目前已形成了稳定的核心管理团队，为公司未来发展提供强有力的保障。

图表 5：公司实际控制人


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6：公司 2012-2017H1 归母净利润及增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：公司高管简介

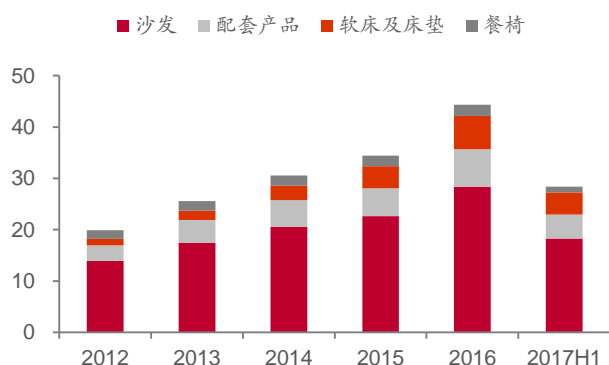
姓名	职务	个人简历
李东来	董事兼总裁	历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长、空调事业部营运发展部总监、冰箱事业部总裁、空调事业部总裁，广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT 集团（上海企源科技有限公司）首席执行官。
李云海	副总裁	历任中国光大银行武汉分行科员，美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团营运管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理。
王才良	副总裁	历任海龙家私采购经理、顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理。
王威	副总裁	历任海龙家私销售员、顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理。
吴汉	副总裁	历任中国农业银行浙江省分行营业部职员、科长、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
刘春新	副总裁兼财务负责人	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
刘宏	副总裁	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。
董汉有	副总裁、董事会秘书	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，双桦控股有限公司董事会秘书。
顾海龙	副总裁	历任海龙家私职员、顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理。

来源：公司公告、中泰证券研究所

多类产品持续扩张，渠道优势助力利润增加

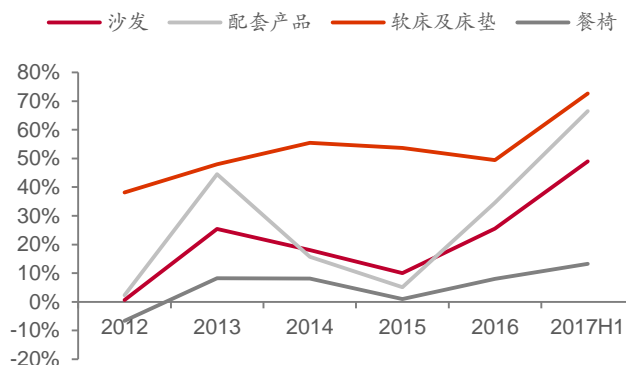
- 沙发是公司的王牌产品，包括皮类沙发、功能沙发、布艺沙发等，2017年上半年，公司沙发类产品营业收入占总收入的58.5%，同比增长49%，2012-2016年，沙发类产品年均复合增长率达到17.75%。公司在稳定传统沙发优势的同时，也在推进其他品类产品的拓展。2017年上半年，软床及床垫业务营业收入达到4.3亿元，增速达到72.7%；沙发配套产品上半年的营业收入为4.7亿元，同比增长66.5%；餐椅类产品上半年收入1.2亿元，同比增长13.2%。多类产品的扩张发展提升了终端销售的客单价，也保证了公司的盈利利润。

图表 8：公司各类产品收入逐年上升（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

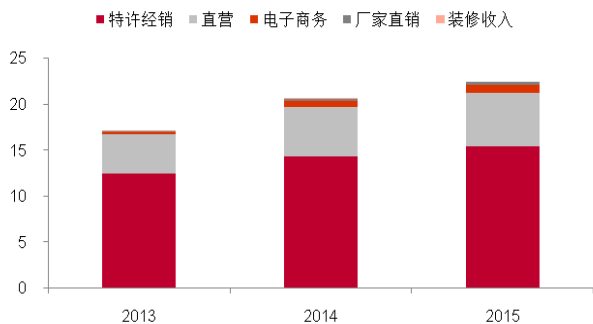
图表 9：2012-2017H1 公司各类产品增长率（%）



来源：公司公告、中泰证券研究所

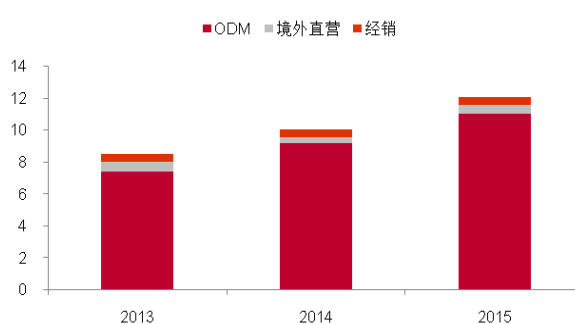
- 公司经过多年市场开拓，门店的数量众多且覆盖地区广而优，公司境内直营店 196 家特许经营店 2686 家，境外直营店 5 家，经销店 26 家。较早的跑马圈覆盖渠道使得公司得以掌控核心商圈的优质店面资源，抢占客户市场。2015 年，公司境内直营和经销门店营业收入达到 21.22 亿元，占公司境内总收入的 94.73%。公司境外业务主要以 ODM 为主，2015 年，公司 ODM 收入为 11.01 亿元，占境外总收入的 91.75%，同比上涨 20.32%。公司不仅在国内拥有稳固的直营渠道，2013 年，公司开始发展线上业务。2013-2015 年，公司电商收入为 1.79 亿元，年均复合增长率达到 53.64%，成长速度飞快。2016 年“双十一”期间，公司天猫旗舰店更是取得了 3.11 亿元的营业收入，2017 年“816 顾家促销日”，公司线上收入 10 亿元，比去年同期增长 66.7%。“线下+线上”多位营销必定在近几年中会使公司拥有庞大的客户群，销售利润逐年攀升。

图表 10：公司国内收入组成（亿元）



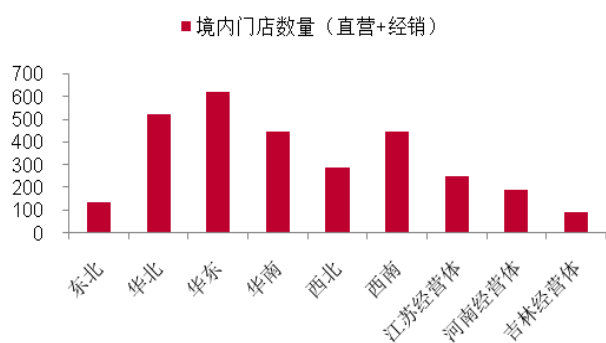
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11：公司境外收入组成（亿元）



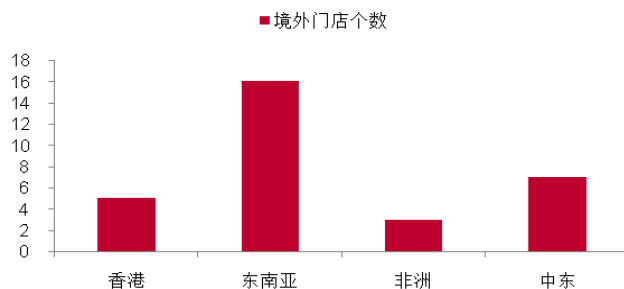
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 公司境内区域销售点个数



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司境外门店个数



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 14: 公司新型营销模式



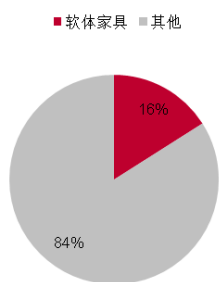
来源: 天猫、中泰证券研究所

国内软体家具发展潜力大，龙头企业占据有利地位

需求推动消费增长，行业集中度较低

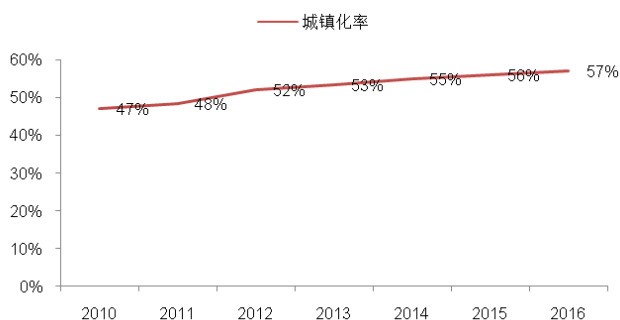
- 软体家具主要是指由弹性材料和软质材料制成的各种家具，以沙发、餐椅为代表的软体家具是现代生活必备家具用品。根据 CSIL 统计，全球家具产值由 2003 年的 2400 亿美元增至 2015 年的 4600 亿美元，复合增长率超过 5%。全球软体家具消费占整个家具行业的 16%，2015 年全球软体家具消费量达到 630 亿美元，与 2010 年相比累计增加了约 16%。2006-2015 年，全球软体家具消费量从 476 亿美元增长至 626 亿美元，年均复合增长率达到 2.78%。其中，前五大软体家具消费国为中国、美国、德国、英国和印度，中国市场消费量达到近 200 亿美元。这些典型国家反映出软体家具需求上升的两大原因 (1) 发达国家房屋使用时间长远，房屋面临着翻新装修，同时消费升级推动发达国家居民对高品质家具的追求，对软体家居的需求量大幅增加。(2) 发展中国家随着经济水平提高，城市化进程加快，换新住房装修对软体家居消费需求增加。以中国为例，2016 年，中国城镇化水平已达到 57%，全国商品房累计销售面积达到 108 亿万平方米。新房的家具需求和换新需求都将推动发展中国家软体家居市场将会继续扩大。

图表 15: 全球软体家具消费占比 (%)



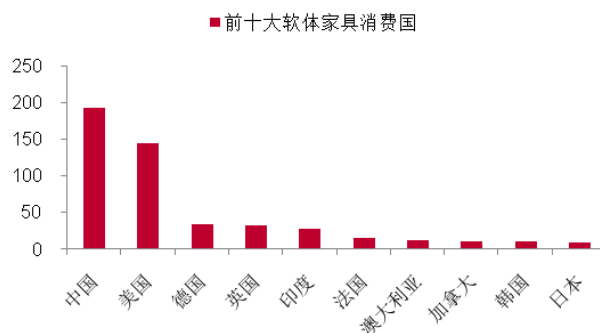
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 17: 中国城镇化率 (%)



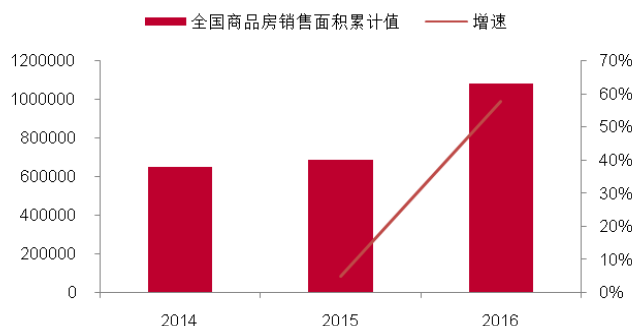
来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 全球软体家具前十大消费国 (亿美元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

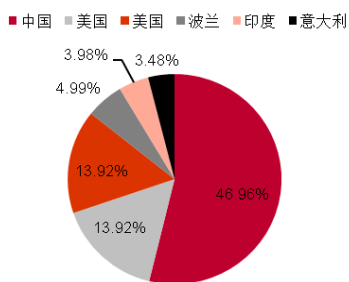
图表 18: 全国商品房销售面积及增速



来源: wind、中泰证券研究所

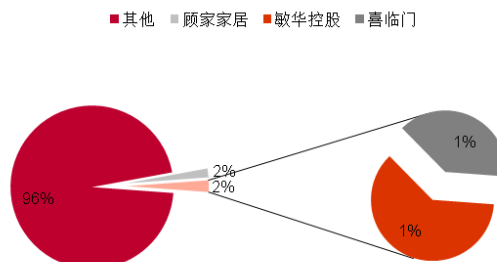
■ 受限于国外多国不同的宗教信仰、文化习俗、消费习惯等屏障, 国外软体家具行业市场集中度不高。全球层面来看, 软体家具生产企业的市场份额只占到 17%, 只有少数几家全球软体家具龙头企业如意大利的 Natuzzi、Chateaud'AX、美国的 LA-Z-BOY 和德国的 PBV Holding 在大力拓展全球市场, 行业集中度不足 30%。全球软体家具生产前五大国中, 中国占比最高, 达到 46.96%。而从中国国内软体家具行业来看, 由于进入门槛较低, 国内大多为中小型企业, 产品同质化较为严重。而随着消费升级的深入, 更多消费者倾向于选择更具品牌知名度的龙头企业。纵观国内市场, CR4 占比仅占 4%, 顾家家居占比 2%, 敏华控股和喜临门市占率均仅为 1%。因此, 软体家具行业集中度不高, 发展潜力广阔。

图表 19: 全球前五大软体家具生产国全球占比 (%)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 国内软体家具龙头企业市占率 (%)

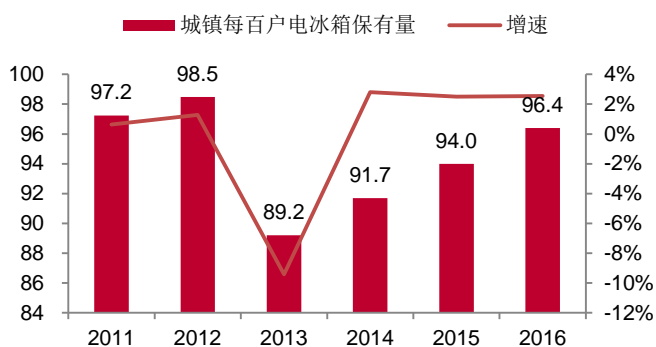


来源: 公司公告、中泰证券研究所

对标国内家用冰箱产业，软体家具行业龙头集中度有望提升

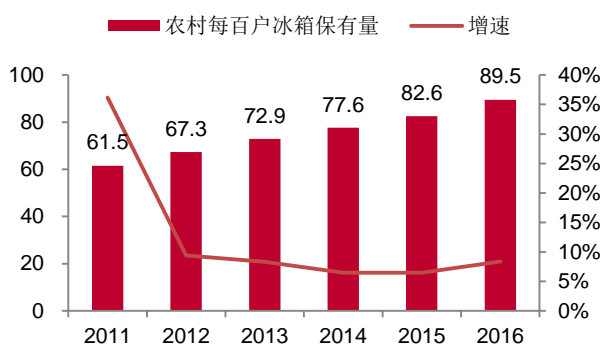
■ 家用电冰箱和软体家具有着较为相似的需求空间。以普通三口之家为例，一户匹配一台冰箱及一套沙发产品。两类产品均从上世纪 80 年代起在中国发展，但由于国内市场需求差异化，冰箱产品的发展程度比沙发类产品略成熟。2016 年，冰箱产品市场规模为 964 亿元，沙发市场规模 743 亿元。冰箱换新需求叠加新房的冰箱需求，冰箱的市场规模较沙发行业更大。2016 年，城镇每百户冰箱保有量为 96.4 台，受近几年家电“以旧换新”等政策影响，家用冰箱保有量的增速也基本稳定在 3% 左右；而农村方面，由于“家电下乡”及“三农”补贴等政策推动，农村冰箱保有量也在不断增加，2011-2016 年，农村冰箱产品增速维持在 10% 左右，目前保有量也达到每百户 89.5 台水平。2017 年上半年，冰箱产品零售额同比增长 4.8%，零售量同比增长 1.7%。冰箱产品的更新速度在 8-10 年左右，随着居民购买力的提高会推动冰箱产品的消费升级，因此冰箱产品的销售规模仍会扩大。而沙发的更新需求也是 8-10 年左右，我们认为，未来随着城镇化不断推进和消费升级，沙发的改善型需求比例有望提升，推动沙发行业的规模扩容。

图表 21: 2011-2016 城镇每百户冰箱保有量及增速



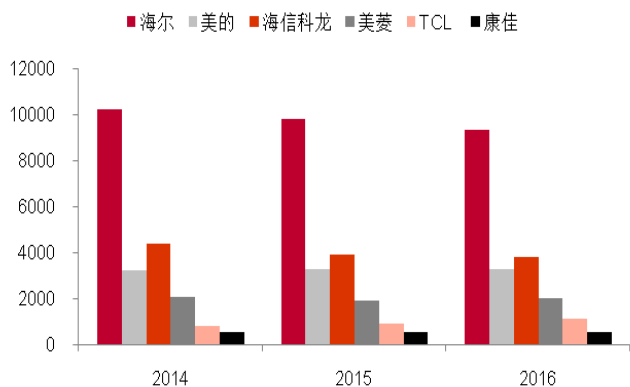
来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 2011-2016 农村每百户冰箱保有量及增速



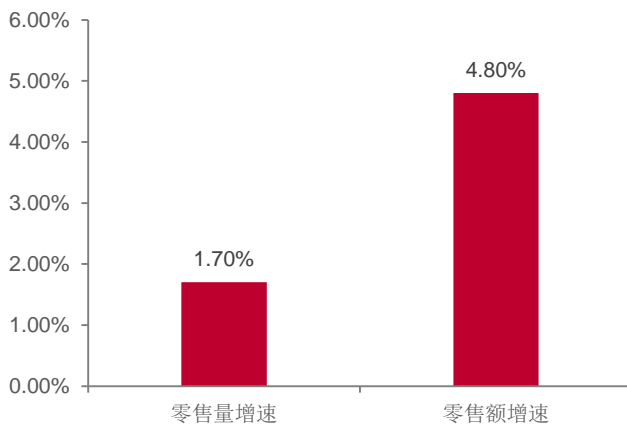
来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 2014-2016 主要冰箱品牌内销量 (万台)



来源: 中怡康、中泰证券研究所

图表 24: 冰箱产品零售额及零售量增速 (%)



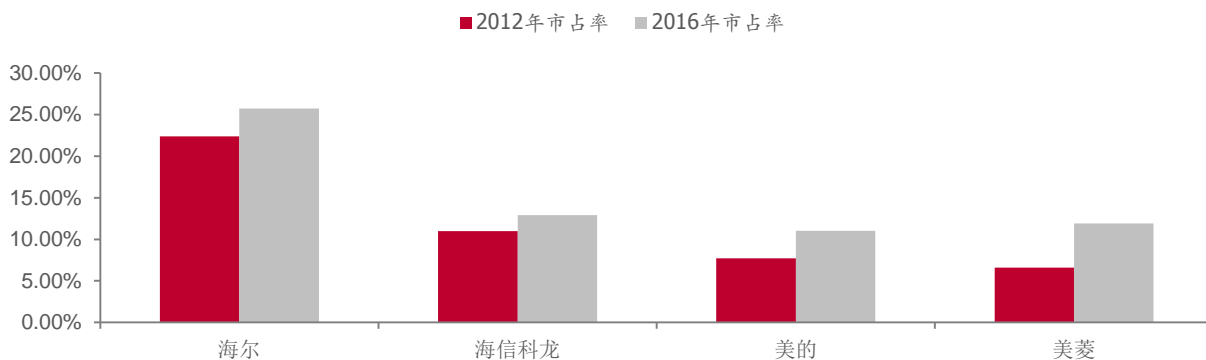
来源: wind、中泰证券研究所

■ 冰箱行业集中度较高，消费升级推动份额进一步向龙头聚拢。得益于国内经济复苏和居民消费观念的解放，冰箱产品在 1984 年-1996 年间飞速发展，1988

年，冰箱市场规模一跃达到 700 万台，全国冰箱企业多达 114 家，鱼龙混杂，行业集中度不到 10%，同时由于激烈的竞争淘汰了许多管理混乱、技术落后的中小企业；此后的 20 多年，冰箱消费大幅向行业主导品牌集中，排名前四的龙头企业市占率累计超过行业 50%。根据产业在线数据，2012 年，冰箱行业 CR4 为 47.7%，其中海尔占比 22.4%，海信科龙 11%，美的 7.7%，美菱 6.6%。随着行业结构调整，2016 年，冰箱行业 CR4 已达到 61.58%。海尔冰箱线下零售额占市场 25.74%，美的占比 12.92%，容声和美菱分别占比 11.01%和 11.91%。仅仅 4 年时间，龙头行业集中度就增长了将近 14%。

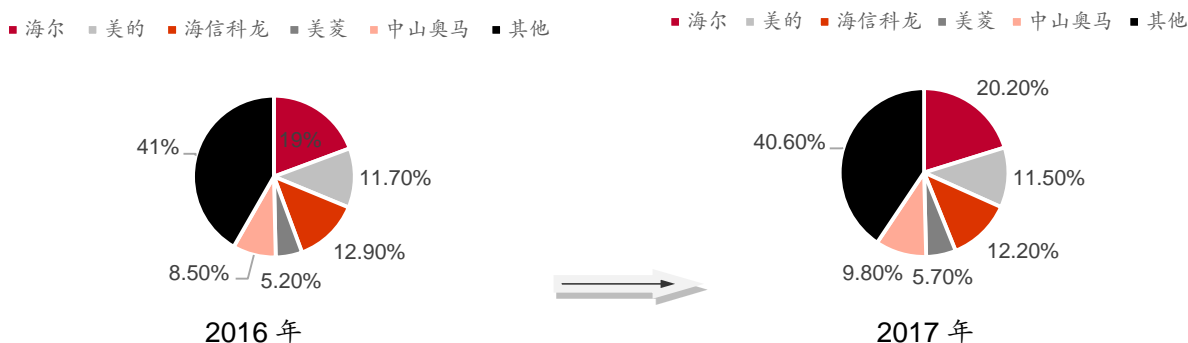
- 而随着消费升级进程加快，城镇居民对冰箱产品的质量要求不断提高，高质量、低能耗的优质冰箱正受到更多消费者的青睐。这造成了虽然冰箱销售增速在下降，但是龙头企业市场份额却有增不减，议价能力进一步提升。以 2017 年一季度为例，国内冰箱销售量为 910 万台，同比下降 2.6%，销售额 258 亿元，同比下降 0.2%，但主流品牌的市场份额却在逆市上扬，海尔、美的、容声、美菱占据了 65.77% 的市场份额。其中，前三海尔、美的、海信科龙合计市占率达到 44.3%，较 2016 年同期提升 0.8 个百分点。由此可见，龙头企业的集中度会进一步提高。

图表 25：2012 年与 2016 年冰箱行业主要品牌市占率对比



来源：产业在线、中泰证券研究所

图表 25：主要冰箱品牌 2017 一季度市占率同期变化比较 (%)



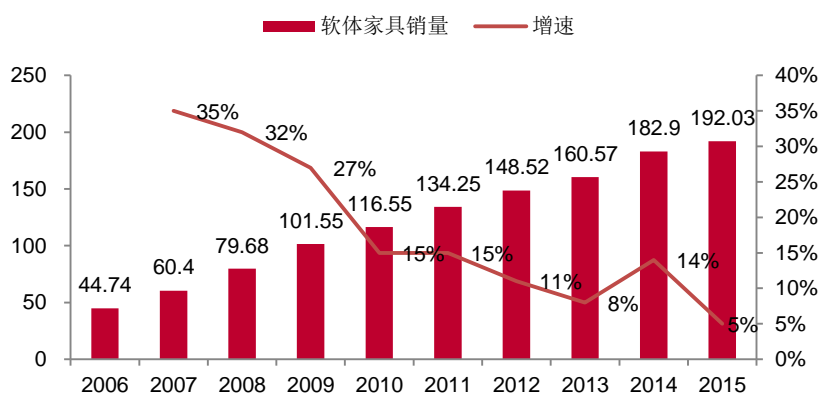
来源：天猫、中泰证券研究所

- 根据与冰箱产业的简要对比，我们认为，国内软体家具行业仍有较大的增长空间，集中度有望提升，龙头企业将显著受益。一、二线城市旧屋

改造，三、四线城市新房装修的需求，会拉动软体家居消费的增长。同时，相比于家用冰箱行业较高的市场集中度，国内软体家具行业较低的集中度意味着更广阔的市场发展空间。尤其是随着居民消费观的逐渐改变，对高品质软体家具的热情更是大幅增加。通过产业结构调整 and 升级，软体家居行业也会像冰箱行业一样，在较短的时间内行业集中度有明显提升，而龙头企业的市占率更是会快速增加。顾家家居作为行业内的龙头品牌，无论是产品质量和品牌影响力都是第一，因此未来的发展趋利向好。

- 随着近期软体家居生产所用原材料上升、行业竞争加剧等趋势影响，生产成本上升必然会淘汰一部分生产效率低下，质量劣等的小企业。而类似于顾家家居之类的知名品牌必然会获得更高市场份额。以渠道为切入点，顾家家居在国内同行业竞争品牌中，拥有最多的营销门店，比敏华控股、左右家私、斯可馨家具、喜临门家具等要多出近 1000 多家。营销渠道的优势必然会进一步改善顾家家居经营状况。而顾家家居在发展全品类大家居方面也优于其他品牌，产品覆盖卧室、客厅、餐厅多个功能区域，多品类扩张保证了盈利能力的同时也满足现代人对生活品质的追求。无论功能沙发、布艺沙发、皮类沙发，都是顾家家居的主营产品，而顾家家居又是沙发产品的龙头企业，相信顾家家居也会像冰箱界的海尔一样，占据更多的市场份额。

图表 26：国内软体家具销量（亿美元）及增速



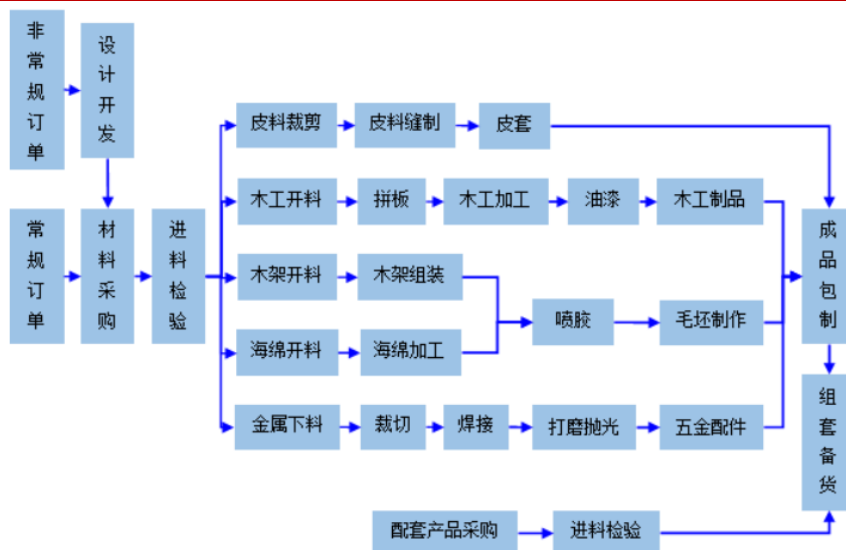
来源：wind、中泰证券研究所

管理、产品、渠道，三位一体奠定品牌核心竞争力

管理优异，契合非标件产品规模化生产需求

- 核心产品沙发工艺繁冗，发挥人力资源优势依赖内部优质管理。与板材家具高度柔性化的制作工艺不同，软体沙发作为劳动密集型产业，其工艺流程涉及到从木材、海绵到面料的开料配备及最终的沙发包制组装过程。其中沙发包制环节几乎全部由技术人员手动完成，产品的生产品质与细节处理依赖于一线生产员工的智慧与经验积累。在冗长的制造流程与关键环节的人工参与中，企业管理水平是影响生产效率的隐性因素。

图表 28：顾家家居沙发工艺流程



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 软体家具一体化产品矩阵形成，品类扩张对企业管理提出高要求。目前，顾家家居旗下拥有自主生产的“休闲沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”等沙发产品系列，同时 2012 年与美国功能沙发龙头企业 LA-Z-BOY 签约获得后者旗下“LA-Z-BOY 功能沙发”在国内的经销权，实现了细分沙发市场从时尚沙发到功能沙发的品类全覆盖。另一方面，顾家家居借助自身软体沙发制作经验打造“睡眠中心”软床产品，完成软体家具一体化布局，在软体家具领域全方位满足消费群体需求。品类边际扩张在拓宽市场疆域的同时对企业管理提出了更高要求。

图表 27：顾家家居产品线

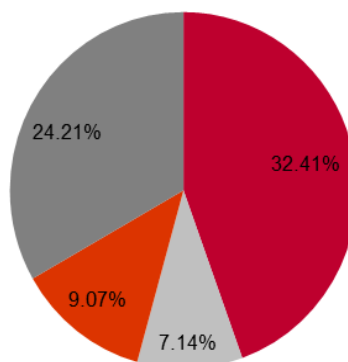
类别	产品图示	
休闲沙发		
沙发	布艺沙发	
	软床	
沙发	功能沙发	
	餐椅	
全皮沙发		

来源:公司公告、中泰证券研究所

- 家族化企业职业化管理，切合多品类非标件经营需要。**顾家家居在股权结构上是典型的家族化企业，其股权结构集中，实际控制人合计持有公司 83.3% 股份，保障决策高效。同时，顾家家居 2010 年起先后引入美的高管李东来、李云海等一批背景经验深厚的职业经理人，当前已贯彻全职业化团队管理，完成家族企业职业化经营的转型。当下公司积极开展“TOP100”计划等人才储备项目，由董事长顾江生先生亲自牵头培养 100 名经营平均 10 亿规模业务总经理级人才，优质高效的内部管理令顾家家居在生产端实现了产品量和质的双重提升。
- 产销两旺，持续新增产能凸显规模效应。**从产能利用率来看，近几年公司产能利用率和各类产品产销率均处于 94% 以上的高位，从供需关系上具备扩产契机。另一方面，考虑到学习曲线，单款产品熟练优质的技术人员难以短期内大量上线，而生产工艺决定了单凭机械设备的改进无法实现产量的大幅提升。因此，通过提升产能扩大单个产品产量以充分发挥一线人力资源优势是提高原材料与设备利用率、优化生产效率进而凸显规模优势的有效途径。从沙发成本构成来看，顾家与亚洲最大海绵厂（东亚海绵公司）技术合作，并在海宁自有海绵厂，其海绵成本占比持续下降控制在 7%，具备原材料成本优势。顾家家居生产端规模效应和上游原材料自产优势将有效降低生产成本，扩大企业利润空间。

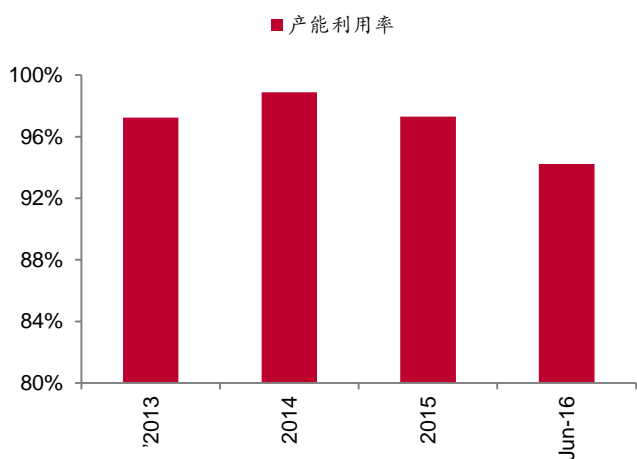
图表 30：顾家家居沙发原材料成本构成

■ 皮革 ■ 海绵 ■ 木材 ■ 其他



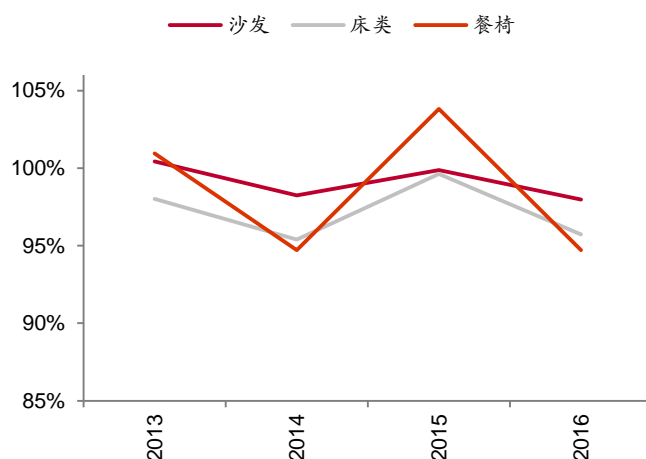
来源: wind、中泰证券研究所

图表 31: 顾家家居产能利用率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: 顾家家居旗下产品产销率

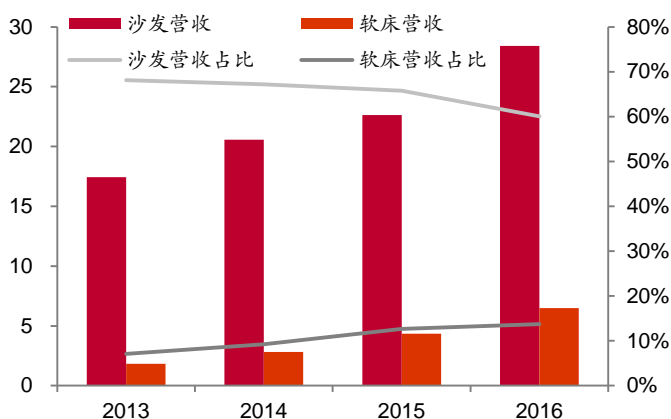


来源: wind、中泰证券研究所

围绕核心产品横向扩张，得天独厚布局大家居

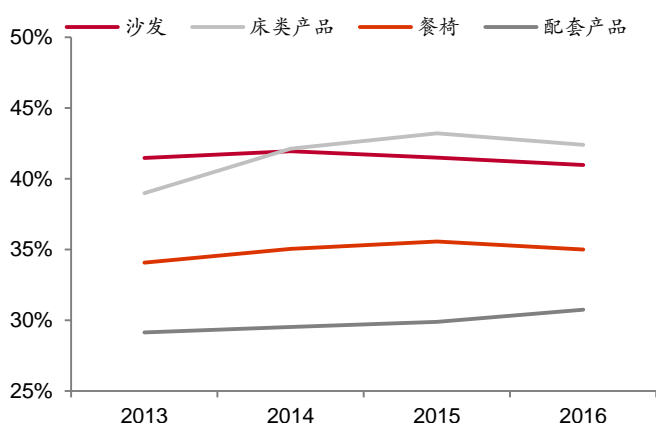
- **围绕核心产品沙发进行横向扩张，提供一站式服务。**顾家家居无论是获取“LA-Z-BOY 功能沙发”经销权实现沙发品类全覆盖，还是开发软床产品完成软体家具一体化拼图，其产品边际扩张始终以沙发为核心进行。进一步而言，顾家家居通过向供应商购买茶几、电视柜等产品的 OEM 服务与沙发一同销售以满足沙发购置过程中的搭配需求，产品横向扩张在提供一站式服务的同时提升客单价、拓宽利润空间。
- **产品线横向扩张的结果是营收来源多样化，盈利结构更为健康。**2016 年顾家家居核心产品沙发收入 28.4 亿，占比 60%，较 2013 年下降 8%，同时软床收入达到 6.5 亿，占比较 2013 年提升 5.6%达到 13.75%，两项业务毛利率均超过 40%。我们认为，顾家家居在产品线的横向扩张上始终围绕沙发进行，产品之间在生产技术或审美需求上具备强相关性，协同效应显著，促使产品迅速为市场接受，从而大幅降低了横向扩张中可能出现的进入壁垒和管理上的不兼容。

图表 33: 顾家家居主要产品营收情况 (亿元)



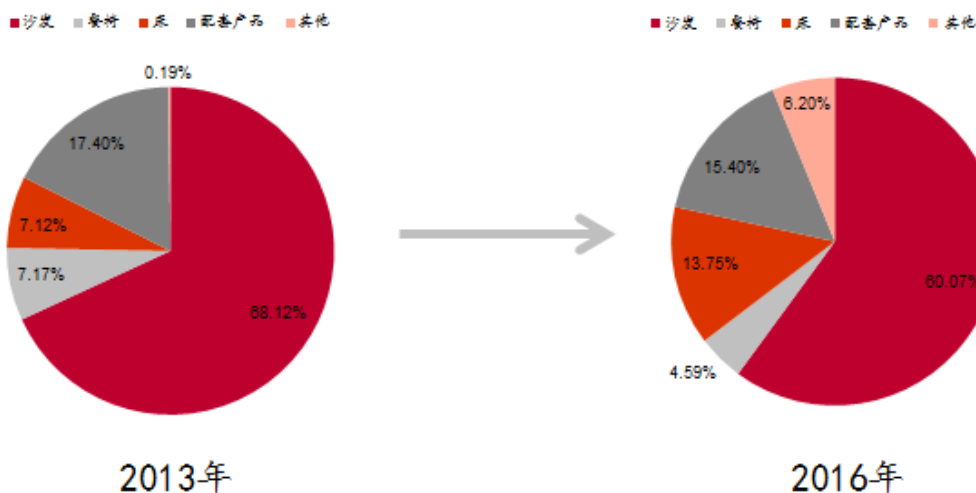
来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 顾家家居产品毛利率



来源: wind、中泰证券研究所

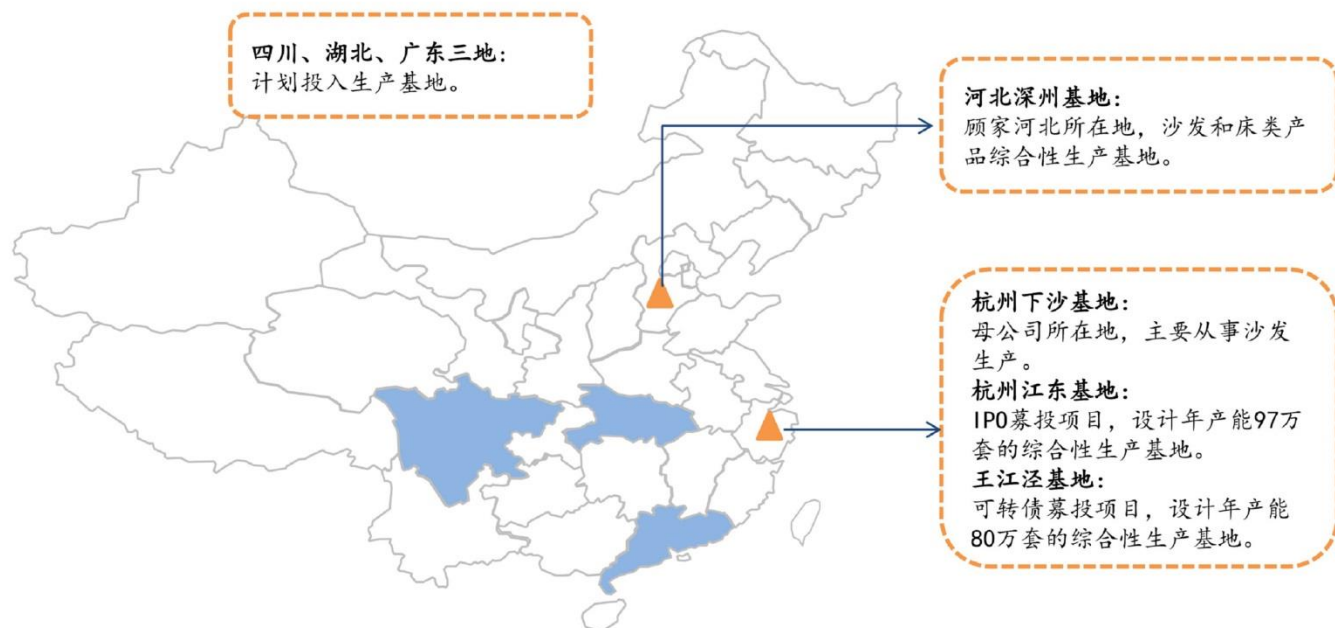
图表 28: 顾家家居产品营收占比变化



来源:wind、中泰证券研究所

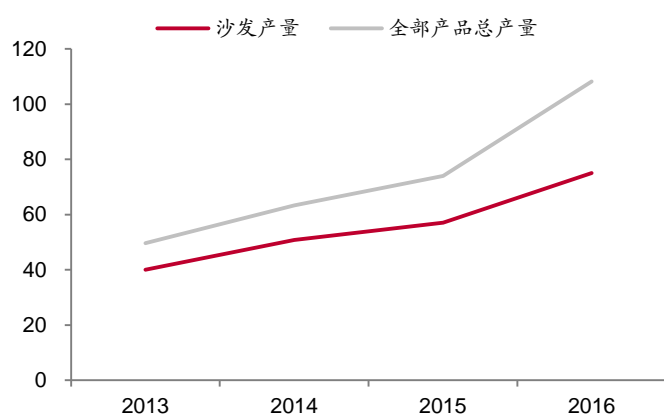
- **加速产能建设, 把握上升期拓展市场份额。**顾家在品类扩张的同时加速产能建设为零售端开疆扩土提供有力保障。目前顾家家居在浙江杭州和河北深州拥有主要的4个生产基地, 旗下各产品产量合计超过100万套, 伴随97万套产能的IPO募投杭州江东项目及80万套产能嘉兴项目陆续投产, 预计未来产销水平均快速增长实现双高。未来, 顾家仍将在尚未建有产能的西部、华中、和华南地区建立生产基地, 以适应家居运输半径。

图表 29: 顾家家居生产基地分布



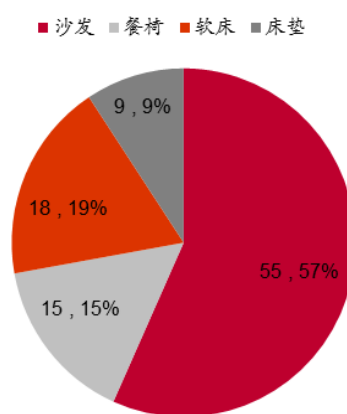
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 37：顾家家居沙发产能（万套）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 38：顾家家居 IPO 募投项目产能分布（万套）



来源：wind、中泰证券研究所

- **软体家具生产柔性化程度不高，优质技术员工和一线生产管理难以快速复制，是大家居领域的高地。** 板材家具企业通常依赖其高度柔性化的机械化生产在保障品质的同时快速扩大规模，而以沙发为代表的软体家具生产涉及机械难以替代人工的包制等环节，产品品质依赖一线生产员工的经验积累，高效的规模化生产需要优质的一线生产管理。从生产环节来看，软体家居企业通过采购机械设备进入高度柔性化的板材家具领域相对容易。同时，沙发主要原材料涵盖海绵、木材、牛皮、布艺面料等多个品种，大规模生产的原材料采购的品质把控及成本控制均构成一定的进入壁垒。事实上，以欧派家居和索菲亚为代表的板式家具企业在自身定制家居蓝图中都将率先考虑同类板式家具的横向扩张。可见在大家居战略的风潮中，软体家居企业占据得天独厚的优势。
- **从单一产品到软体家居一体化，顾家家居大家居版图初现雏形。** 作为软体家居龙头企业，顾家家居围绕当下核心产品沙发制定的配套商品一站

式服务运营成熟，营业收入贡献率已超过 15%。软体家居内产品线横向扩张带来的盈利多样化也已初见成效。当前，顾家已成立投资公司专注于家居产业投资，在补强现有业务的同时积极关注产业链上下游和全屋定制领域，通过兼并收购进行产业链布局性投资。我们看好在管理、渠道和行业优势下，顾家家居凭借自身丰富的一线营销经验和优质内部管理在大家居蓝图中占据一席之地。

图表 30：顾家家居大家居外布局

公司	成立时间	主营业务
领尚美居	2014 年 6 月	红木家具的生产、设计及销售业务
顾家智能	2016 年 3 月	智能家具的生产及销售业务
顾家定制	2016 年 4 月	定制家具的生产、设计与销售业务

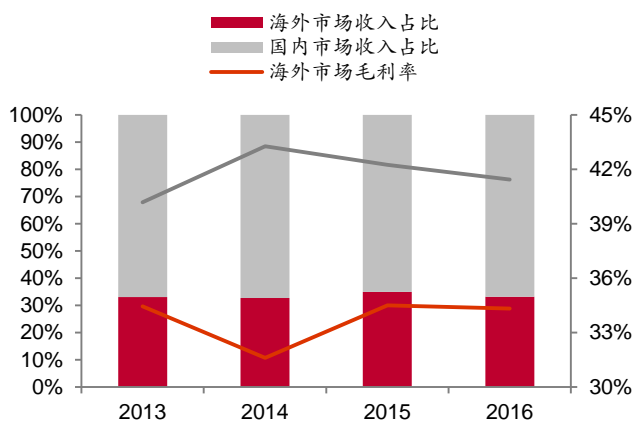
备注：上述企业尚处初创期

来源：中泰证券研究所

重视客户体验，渠道优势打开销售空间

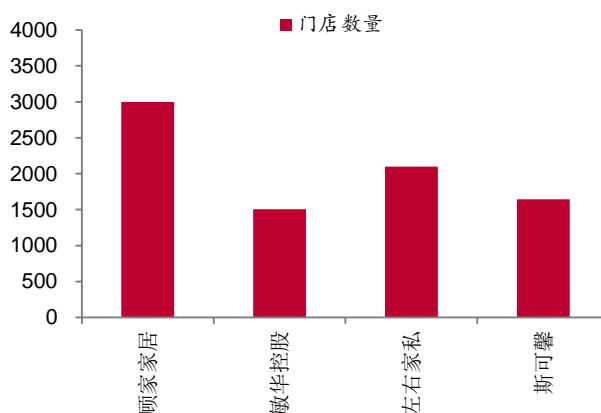
- **软体家具有重视客户体验的特性，实体店销售网络不可替代。**软体家具行业传统的销售模式是通过抢占实体店资源，提升顾客实际体验效果来吸引消费者，完善的销售渠道是软体家具制造企业赢得市场的关键。从销售模式来看，顾家家居境外销售以 ODM 模式为主，在国内市场则采取“直营+特许经营”的自主品牌销售模式，其中国内市场营收占比达到 65%，直面 C 端零售市场的销售渠道优势使其具备领先于同行业的议价能力。从数量和地理分布来看，顾家家居在全国范围内拥有 2686 家经销店以及位于一二线市场的 196 家直营店共近 3000 家门店，为产品销售提供渠道保障。相较于主要竞争对手——以现代时尚沙发为主的左右家私及以功能沙发为核心产品的芝华仕，两者在国内门店分别约为 2000 家和 1500 家，渠道总量上顾家家居占据无可争议的优势。

图表 40：顾家家居营收占比市场分布及毛利率



来源：wind、中泰证券研究所

图表 41：顾家家居门店数量占据优势

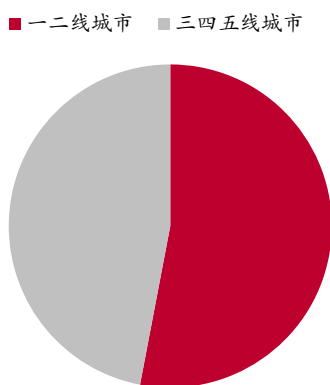


来源：wind、中泰证券研究所

- **事实上，顾家的渠道优势不仅体现在量上，其对三四五线城市渠道下沉的前瞻性布局是其领先竞争对手的关键所在。**顾家家居从 2010 年开始

积极布局当时地产市场尚未逆势崛起的三四线城市，率先在处于爆发期的三四线市场占据一席之地，从而最大化享有地产带动家居市场需求的红利，而同业竞争对手左右家私直至 2014 年才启动这一计划。经过数年深耕，当前顾家家居在一二线和三四线城市门店占比分别达到 53% 和 47%。在坚持以实体门店为主体销售模式的前提下，顾家家居先后成立顾家艺购及江苏链居子公司积极构建自有家具网络销售平台，令 O2O 模式成为当前销售渠道的有效补充。**渠道下沉之后，适应品类扩张，提升“大店”比例最大化产品协同效应。**从渠道数量和渠道布局来看，顾家在 C 端销售网络上已然具备一定优势，但顾家对自身销售渠道的提炼远未止步。顾家家居在产品端的持续扩张促使销售端从小店到大店发展，扩大门店陈列面积以最大化产品协同效应。我们认为，从品类扩张、加速产能建设到 C 端销售网络的适应性提炼充分体现企业背后优秀的管理能力和前瞻性眼光。

图表 42：顾家家居销售渠道布局全面



来源：wind、中泰证券研究所

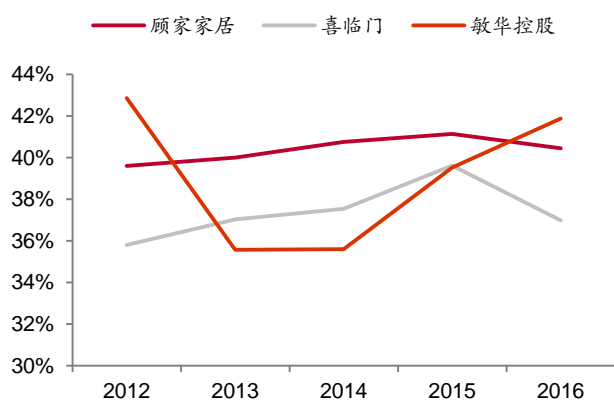
- **销售渠道延伸下，试水经营体模式提升管控效率。**伴随经营规模和渠道网络的不断扩大，顾家家居把握新形势在江苏、河南和吉林三省设立独立经营体，所谓经营体模式即将销售层级由原来的“顾家家居→各单个经销商”变更为“顾家家居→经营体→各单个经销商”，各经营体独立经营核算、自负盈亏，负责所在区域的市场开拓和售后服务。从而达到收窄管理半径、整合订单以提升物流配送效率，同时针对区域市场量身定制营销策略的作用。集团对经营体售价较一般单个经销商低 5 个百分点左右以覆盖其运营成本及合理经营利润，同时降低集团直接对接单个经销商的管理费用。对销售渠道的良好管控反映出顾家家居优秀的营运能力，其应收账款周转率达到 17 次/年，领先于行业内其他竞争对手。

图表 43：顾家家居国内门店分布情况

直营店数量		经销店数量			
城市	数量	省份	数量	省份	数量
杭州	35	辽宁	101	海南	5
上海	33	内蒙古	66	湖南	55
武汉	35	北京	12	甘肃	48
南京	23	河北	210	重庆	44
北京	14	山东	251	宁夏	13
合肥	16	天津	34	青海	7
无锡	13	上海	35	山西	71
广州	8	安徽	134	陕西	86
常州	6	浙江	214	新疆	28
宁波	3	江西	97	湖北	130
绍兴	4	福建	57	贵州	63
昆山	6	广东	97	四川	12
		江苏经营体	249	河南经营体	191
		吉林经营体	91		

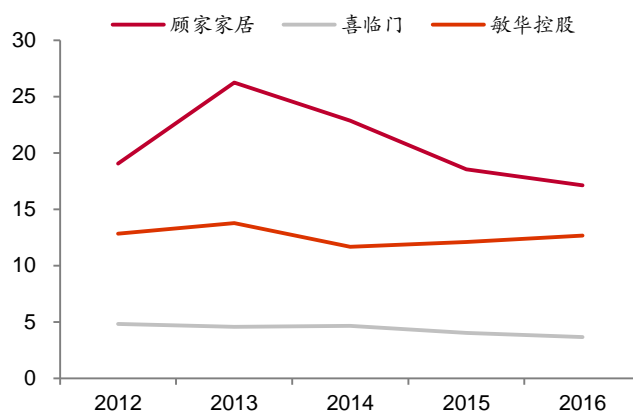
来源: wind、中泰证券研究所

图表 44: 顾家家居毛利率处行业上游水平



来源: wind、中泰证券研究所

图表 45: 顾家家居应收账款周转率



来源: wind、中泰证券研究所

- 积极推动大客户合作, 把握增量空间。**顾家家居对增量空间的把握主要有两个方向, 一是精装房趋势下大型地产开发商订单的把握, 二是对潜在商业客户的挖掘。具体来看, 房地产行业是带动地板等家居领域需求增长的提振点, 目前国外精装房占比已超过 80%, 国内除少数一线城市之外精装房市场仍处于待开发阶段, 参考国外房地产市场发展路径, 目前我国已有超过 13 个省市地区出台精装房政策, 国内大型地产开发商精装房比例也逐年提高。可以预料到未来房地产市场的精装房趋势将牵动家居领域需求分布的重构, 导致订单从 C 端向 B 端的转移。顾家家居在保有强大的 C 端零售网络的同时积极布局 B 端市场, 参与恒大等主流房企精装房项目, 提升市场占有率。
- 另一方面, 2017 年 6 月, 顾家家居成为万达指定战略合作伙伴, 将为后**

者 80%影院的 IMAX 影厅、VIP 影厅和 VIP 休息室等提供专用沙发。院线渠道的占据其本身带来订单的同时，观影过程中良好的使用体验对重视客户体验的软体家居企业而言创造了大量潜在消费需求。

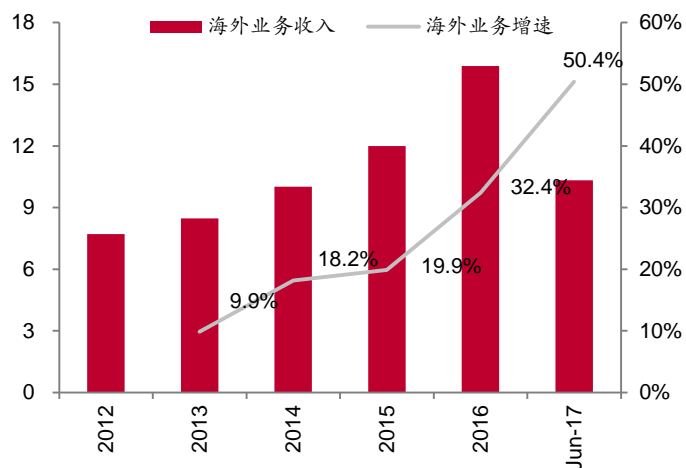
图表 46：部分省份精装房政策一览

省市	出台时间	相关文件	精装房相关规定
河北	2012 年	关于推进新建住房全装修工作的意见	5 年内全省新建住房全装修比例不低于 60%；包括石家庄在内的设区基本实现新建住房全装修竣工
江苏	2014 年	关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见	到 2025 年江苏将 50% 以上新房以成品房交付
山东	2015 年	山东省房地产业转型升级实施方案	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
浙江	2016 年	关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见	2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
河南	2016 年	关于加快发展成品住宅的通知	到 2020 年，新开工全装修成品住宅占到新建住宅面积比例，省辖市及城乡一体化示范区争取要达到 80%，即使是县城（市）也要做到 60% 以上
四川	2016 年	关于推进建筑产业现代化发展的指导意见	到 2025 年，新建住宅全装修达到 70%

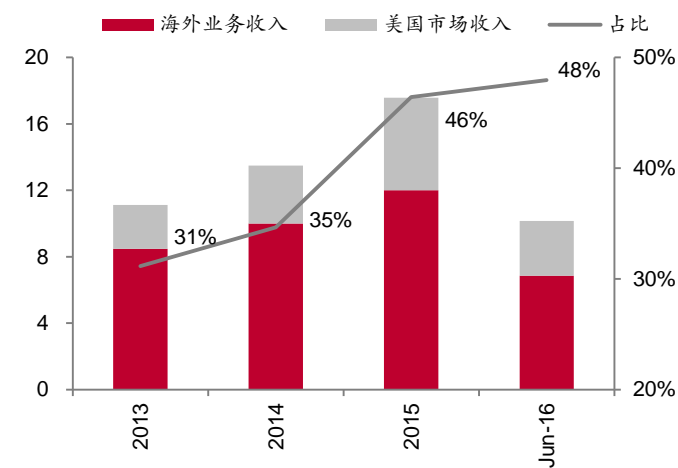
来源：中泰证券研究所

- 大客户战略覆盖海外市场，境外业务收入增速一骑绝尘。**顾家家居海外业务收入增速 2017 年上半年超过 50%，增长动力主要来自于美国市场，作为全球第二大软体家居消费国，美国市场收入贡献占比从 2013 年 31% 提升至 2016 年上半年的 48%，增速一度超过 60%，从而带动顾家海外收入增速一骑绝尘。我们认为这是顾家一系列海外布局厚积薄发的结果。顾家家居海外业务以 ODM 为主，设立外销事业部直接负责海外业务，其 2014 年起在海外市场持续推行大客户战略，凭借优秀的外销团队和机制，客户结构不断优化，千万规模以上的客户不断增加。同时，ODM 前 5 大客户业务收入占比仅为 22.5%，保障海外收入来源多样化，单一客户订单对海外业务的总体影响较小。

图表 47：顾家家居海外业务高速增长（亿元）
图表 48：美国市场收入贡献显著（亿元）



来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

图表 49: 顾家家居海外 ODM 业务客户情况

ODM 业务前 5 大客户	所在地	开始业务时间	业务规模 (万元)				占顾家 ODM 业务比重			
			2013	2014	2015	2016H1	2013	2014	2015	2016H1
MACY'S RETAIL HOLDINGS, INC	美国	2010 年	-	-	-	3869	-	-	-	6.0%
Euromarket Designs Inc	美国	2006 年	3920	5412	4616	3428	5.1%	5.8%	4.2%	5.3%
R.T.G.FURNITURE CORP	美国	2012 年	-	2962	4469	2454	-	3.2%	4.1%	3.8%
Hanssem co.Ltd	韩国	2010 年	-	-	4499	2410	-	-	4.1%	3.7%
ART VAN FURNITURE INC	美国	2009 年	-	-	3843	2390	-	-	3.5%	3.7%
Williams-Sonoma Singapore Pte Ltd	美国	2011 年	1500	-	3121	-	2.0%	-	2.8%	-
Sunpan Modern Home	加拿大	2005 年	4177	3364	-	-	5.5%	3.6%	-	-
Service Trading S,A DE C.V	墨西哥	2012 年	-	2527	-	-	-	2.7%	-	-
Kuka Sofa Pty Ltd	澳大利亚	2010 年	3011	2168	-	-	3.9%	2.3%	-	-
备注	Euromarket Designs Inc 是 Crate & Barrel 的官方企业名称, 在美国有“高级宜家”之称。 “-”表示该年度企业未进入前 5 大客户。									

来源: 公司公告、中泰证券研究所

盈利预测、估值分析和投资建议

盈利预测与估值分析

- 核心假设：**公司 2017-19 年在满负荷生产的情况下 97 万套的 IPO 募投项目和 80 万套的可转债募投项目陆续落地，行业景气程度持续向好，顾家家居业绩有望持续高增长。我们预估公司 2017-19 年实现销售收入 71.5、96.38、129.6 亿元，同比增长 49.12%、34.8%、34.47%，实现归属于母公司净利润 8.31、11.12、14.89 亿元，同比增长 44.52%、33.81%、33.9%，对应 EPS 为 2.02、2.7、3.61 元。考虑到顾家家居品类扩张和产能迅速提升，我们给予 2017 年 31 倍 PE，对应目标价格 62.6 元。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级，目标价格 62.6 元

- 公司从沙发行业龙头向软体家居综合供应商迈进，目前已完成覆盖全国的渠道建设，拥有优秀的管理团队，以及包括床垫在内的成功的多品类产品扩张经验。当前产能建设明显加速有望助力公司业绩腾飞。参照可比公司喜临门、梦百合 2017 年 25 倍 PE、29 倍 PE，我们给予顾家家居 2017 年 31 倍 PE 估值，对应目标价 62.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。**

图表 50：顾家家居三大财务报表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)												
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E					
营业收入	3,240	3,685	4,795	7,150	9,638	12,960	货币资金	164	263	1,249	1,888	2,909	4,671					
增长率	20.81%	13.7%	30.1%	49.1%	34.6%	34.5%	应收账款	224	272	396	473	651	874					
营业成本	-1,920	-2,169	-2,856	-4,371	-5,860	-7,852	存货	525	446	683	929	1,228	1,638					
% 销售收入	59.3%	58.9%	59.6%	61.1%	60.8%	60.6%	其他流动资产	160	128	1,458	1,472	1,497	1,529					
毛利	1,320	1,516	1,939	2,778	3,778	5,107	流动资产	1,073	1,109	3,785	4,763	6,285	8,712					
% 销售收入	40.7%	41.1%	40.4%	38.9%	39.2%	39.4%	% 总资产	51.9%	46.8%	72.5%	75.9%	79.9%	84.3%					
营业税金及附加	-29	-39	-48	-72	-97	-130	长期投资	23	26	37	37	37	37					
% 销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	805	1,077	1,127	1,211	1,256	1,273					
营业费用	-650	-770	-1,058	-1,509	-2,024	-2,696	% 总资产	39.0%	45.4%	21.6%	19.3%	16.0%	12.3%					
% 销售收入	20.0%	20.9%	22.1%	21.1%	21.0%	20.8%	无形资产	131	134	226	221	246	269					
管理费用	-101	-126	-172	-236	-329	-455	非流动资产	993	1,263	1,434	1,513	1,582	1,623					
% 销售收入	3.1%	3.4%	3.6%	3.3%	3.4%	3.5%	% 总资产	48.1%	53.2%	27.5%	24.1%	20.1%	15.7%					
息税前利润 (EBIT)	540	581	661	962	1,327	1,826	资产总计	2,066	2,372	5,220	6,276	7,866	10,335					
% 销售收入	16.7%	15.8%	13.8%	13.5%	13.8%	14.1%	短期借款	208	232	130	0	0	0					
财务费用	-14	-15	-3	0	0	0	应付账款	550	756	1,446	1,708	2,391	3,251					
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	146	173	191	582	390	525					
资产减值损失	-7	-5	-10	0	0	0	流动负债	904	1,162	1,767	2,290	2,781	3,776					
公允价值变动收益	-44	-46	29	0	0	0	长期借款	150	170	0	0	0	0					
投资收益	50	33	-7	3	-13	-29	其他长期负债	8	3	4	4	4	4					
% 税前利润	8.9%	5.2%	—	0.2%	—	—	负债	1,062	1,335	1,771	2,294	2,785	3,780					
营业利润	526	548	601	965	1,314	1,798	普通股股东权益	996	1,029	3,437	3,980	5,093	6,582					
营业利润率	16.2%	14.9%	12.5%	13.5%	13.6%	13.9%	少数股东权益	9	8	11	2	-11	-27					
营业外收支	37	90	136	104	113	114	负债股东权益合计	2,066	2,372	5,220	6,276	7,866	10,335					
税前利润	563	638	738	1,069	1,427	1,911	比率分析											
利润率	17.4%	17.3%	15.4%	15.0%	14.8%	14.7%	每股指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E					
所得税	-143	-148	-165	-248	-327	-438	每股收益 (元)	1.286	1.510	1.394	2.016	2.697	3.610					
所得税率	25.4%	23.2%	22.4%	23.2%	22.9%	22.9%	每股净资产 (元)	3.017	3.118	8.333	9.649	12.346	15.956					
净利润	420	491	572	822	1,100	1,474	每股经营现金流 (元)	0.692	2.309	2.363	2.029	3.371	4.483					
少数股东损益	-4	-8	-3	-10	-12	-16	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.700	0.700	0.000	0.000					
归属于母公司的净利润	424	498	575	831	1,112	1,489	回报率											
净利率	13.1%	13.5%	12.0%	11.6%	11.5%	11.5%	净资产收益率	42.63%	48.42%	16.73%	20.89%	21.84%	22.63%					
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率						20.54%	21.01%	11.02%	13.25%	14.14%	14.41%	
2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率						34.66%	38.82%	22.35%	35.94%	47.91%	76.23%	
净利润	420	491	572	822	1,100	1,474	增长率						20.81%	13.74%	30.11%	49.12%	34.80%	34.47%
少数股东损益	0	0	0	-10	-12	-16	营业收入增长率						16.26%	7.61%	13.69%	45.60%	37.97%	37.59%
非现金支出	55	58	90	95	111	131	EBIT 增长率						5.14%	17.42%	15.40%	44.58%	33.80%	33.87%
非经营收益	-9	22	43	-107	-99	-85	总资产增长率						28.54%	14.81%	120.05%	20.23%	25.35%	31.38%
营运资金变动	-237	192	269	27	279	330	资产管理能力						16.0	19.7	21.3	19.9	20.3	20.3
经营活动现金净流	229	762	975	827	1,378	1,834	应收账款周转天数						85.5	81.7	72.2	77.6	76.5	76.1
资本开支	429	300	230	70	68	58	存货周转天数						37.2	41.3	46.2	43.1	43.8	44.0
投资	1	-7	12	0	0	0	应付账款周转天数						44.0	67.4	73.3	58.3	49.2	40.4
其他	142	57	-1,383	3	-13	-29	偿债能力						17.66%	16.30%	-32.43%	-47.42%	-57.25%	-71.26%
投资活动现金净流	-285	-250	-1,601	-67	-81	-87	净负债/股东权益						39.2	37.8	211.6	—	—	—
股权募资	9	13	1,979	0	0	0	EBIT 利息保障倍数						51.39%	56.28%	33.92%	36.55%	35.40%	36.57%
债权募资	303	44	-272	-130	0	0	资产负债率											
其他	-301	-468	-153	0	-289	0												
筹资活动现金净流	12	-411	1,554	-130	-289	0												
现金净流量	-45	101	928	630	1,009	1,747												

来源：中泰证券研究所

风险提示

地产景气程度下滑风险

- 家居行业位处房地产行业下游，具有后周期性，房地产行业景气程度影响到家居市场整体需求。地产市场景气程度下滑将抑制家居市场整体需求，从而对顾家家居一系列家居产品销售带来不利影响。

原材料价格上涨风险

- 在顾家家居核心产品沙发原材料成本中，皮革采购成本占比 32%，海绵采购成本占比 24%。原材料中除海绵有自有产能外其他原材料均需外购，上游以皮革为主的原材料价格上涨将直接削弱公司盈利能力。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。