

顾家家居（603816）研究报告

外销加大投入，全品类发力共驱 全年业绩高增长 增持（首次）

2017 年 5 月 16 日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001
(021) 60199746
dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉

(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

研究助理 汤军

(8610) 66573632
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

(8610) 66573632
shifk@dwzq.com.cn

核心观点：

■ **软体家具龙头，产品品类多元化发展，新品类快速放量。**公司是国内软体家具生产和销售的龙头企业，以皮沙发为切入点，品类向功能沙发、布艺沙发、床垫、定制家具等多个领域延伸。2016 年公司整体实现收入 47.95 亿元（同增 30.11%），归母净利润 5.75 亿元（同增 15.4%），新品类快速放量带动收入端高速增长。具体包括：（1）**沙发**：合计 28.4 亿收入（同增 25.48%），其中皮类沙发 20 亿左右；功能沙发 5 亿+，布艺沙发 3 亿+，均实现近 50% 以上增长。（2）**软床及床垫**：14 年下半年由代工改为自己生产，现有两个基地总计 50 万张产能，2016 年软床及床垫的收入 6.5 亿元（同增 49.26%），由于销售团队较为优秀，预计近两年增幅将保持在 50% 左右。（3）**餐椅和配套家具**：餐椅 2016 年实现收入 2.17 亿，配套家具由外协公司代工，公司产品多元化发展。

■ 内外销收入均呈现高速增长，内销为收入增长的主要驱动力

2016 年，公司实现内销收入 29.12 亿元，同增 30%；外销收入 15.89 亿元，同增 32.37%；内外销均实现良好增长。公司外销以 ODM 为主，主要出口产品包括沙发、餐椅、床品以及配套家具。近年主要推行大客户战略，加大展销活动力度，新老订单有所增加，公司外销收入增速表现高于行业平均。2017 年 Q1，公司内销收入增速 60%，外销收入增速 40%+，内销增长是收入增长的主要驱动因素。

■ **开店节奏加速，网店继续加密。**公司目前拥有近 3000 家门店，其中 200 家为直营，其余为加盟店。预计公司今年将新开 1000 家门店，同时调整 400-500 家门店，净开店 400-500 家。由于近几年公司产品品类增加，新开店速度较快。公司规划未来门店在 5000-6000 家，3 年目标是达到 5000 家左右。开店的驱动在于 1）一、二线城市加密以及县级市全覆盖；2）新增品类的门店开设。

■ **盈利预测和投资建议。**我们预计 2017/18/19 年 EPS 1.69/2.06/2.54 元，当前市值 222 亿对应 PE 为 27/23/18 倍，基于公司目前产品结构的多元化及渠道的不断优化，公司处于高速成长期，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**地产调控力度超预期、外销业务增长不及预期

市场数据

收盘价（元）	53.90
一年最低价/最高价	29.59/68.90
市净率	6.47
流通 A 股市值（亿元）	44.47

基础数据

每股净资产（元）	8.79
资产负债率（%）	31.00
总股本（亿股）	4.13
流通 A 股（亿股）	0.83

相关研究

图表 1: 利润表重要科目的变动趋势

单位 (百万元)	2015/09/30	2015/12/31	2016/03/31	2016/06/30	2016/09/30	2016/12/31
营业收入	969.08	1,117.59	898.66	1,113.29	1,236.33	1,546.26
YoY		15.33%	-19.59%	23.88%	11.05%	25.07%
毛利率	42.25%	39.53%	41.68%	42.41%	41.32%	37.59%
销售费用率	23.83%	21.04%	21.70%	18.84%	23.72%	23.27%
管理费用率	3.35%	3.37%	4.10%	3.29%	3.55%	3.54%
归母净利润	99.39	153.85	140.09	131.97	147.57	155.42
YoY		54.80%	-8.94%	-5.80%	11.82%	5.32%
净利润率	10.26%	13.77%	15.59%	11.85%	11.94%	10.05%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 收入驱动——按渠道拆分

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
内销业务						
内销收入	2061.74	2240.28	2912.39	4095.00	5200.00	6300.00
YOY	20.40%	8.66%	30.00%	40.61%	26.98%	21.15%
占比	63.64%	60.80%	60.74%	62.88%	62.91%	61.98%
总门店	2586	3018	3000	3500	4000	4500
单店收入 (万元)	79.73	74.23	97.08	117.00	130.00	140.00
其中: 加盟店	2361	2783	2766	3266	3766	4266
占比	91.30%	92.21%	92.21%	93.31%	94.15%	94.80%
其中: 直营店	225	235	233.60	234	234	234
占比	8.70%	7.79%	7.79%	6.69%	5.85%	5.20%
外销业务						
外销收入	1001.16	1200.44	1589.05	2065.77	2644.18	3358.11
YOY	18.22%	19.90%	32.37%	30.00%	28.00%	27.00%
占比	30.90%	32.58%	33.14%	31.72%	31.99%	33.04%
成本	684.69	786.29	1043.53	1363.40	1745.16	2216.35
YOY	25.26%	14.84%	32.72%	30.65%	28.00%	27.00%
毛利率 (%)	31.61%	34.50%	34.33%	34.00%	34.00%	34.00%
其他业务						
其他业务收入	176.81	244.13	293.10	351.72	422.06	506.48
YOY	44.26%	38.07%	20.06%	20.00%	20.00%	20.00%
占比	5.46%	6.63%	6.11%	5.40%	5.11%	4.98%
成本	63.32	89.23	106.63	127.96	-268.52	-828.70
YOY	65.69%	40.93%	19.50%	20.00%	-309.85%	208.62%
毛利率 (%)	6419.00%	6345.00%	6362.00%	63.62%	163.62%	263.62%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

我们于 5 月 4 日对公司进行调研，纪要如下：

■ **产品 & 产能：**

Q：16 年各类沙发的增速？

A：16 年沙发整体增速 20% 多。其中功能沙发营业收入 5 个多亿，布艺沙发 3 个多亿，皮沙发 20 个亿左右。其中增长比较快的主要是功能沙发，有两个原因：（1）公司是 la-z-boy 品牌在国内的总代理；（2）顾家自己品牌的功能沙发也有内销和外销，外销增长比较好。

Q：17 年 Q1 这几类沙发的增长情况？

A：17 年功能沙发增长比较快，因为外贸形势比较好，国际增长幅度会比较高，内销也不错，整体有翻倍的增长。布艺沙发增长也很快，17Q1 有翻倍增长。

Q：近年各类沙发的发展情况？

A：顾家是靠休闲沙发起家，布艺沙发和功能沙发近两年增速较快，因此占比有所提升。

Q：不同沙发种类的价格？

A：沙发的平均批发价 4000+ 元，布艺会略低于真皮。功能沙发主要是按摩椅等，属于高端消费但也有逐渐进入居家的倾向，售价相对较高。

Q：功能沙发的毛利率情况？

A：功能沙发的整个毛利率不高，内销能达到 40% 左右，外销部分在 20% 以上。

Q：功能沙发的发展规划？

A：公司和 la-z-boy 签了长期合作，未来还会保持。一部分内销主要是由顾家生产产品贴 la-z-boy 的牌子，去年收入 1 亿多；一部分出口主要是顾家自主品牌，有将近 4 亿收入。

Q：床类产品近年来的增长情况？

A：顾家床的品类开拓成功，团队比较强，市场和发展都比较好，近两年能够保持 100% 以上的增长势头。行业目前做的最大是喜临门，床和床垫销售收入大概有 18 亿左右，顾家再过几年可能会达到前三。

Q：1 月份提价情况和后续提价预期？

A：1 月份提价落实了，幅度 5%-6% 左右。提价主要是由于原材料涨价，为了保持公司经营的相对稳定，目的是对冲成本上涨。

Q：公司定制化部分的信息化系统情况？

A：定制主要有两个关键部分一个是系统化、一个是标准化，对信息化的程度要求很高。公司的信息化建设还在进行中，正在不断积累和完善。

Q：信息化系统是否限制公司定制的发展？

A：各个公司情况不同，一般定制规模达到一定量后很难提上去，所以目前公司也在 IT 方面有很大投入。目前定制家居的增速很高，去年收入 3000 万左右，17 年预计能够做到 1 亿的收入规模，18 年有希望在规模化的基础上实现盈利。

Q：如何看待智能家居？

A：智能家居主要是功能性的，不会像智能家电发展那么快。

Q：介绍一下嘉兴的产能基地？

A：公司这几年快速扩张产能压力很大，杭州的两个生产基地：一个产能已经饱和了；另一个基地产能利用率达到 60-70%，预计明后年满负荷。顾家已经在嘉兴地区准备建新的工厂，

随着出口量的增大，优先考虑靠海这一交通便利因素，以生产功能沙发、定制家具为主。

■ 渠道管理:

Q: 外销收入增速? 外销主要客户及销售策略?

A: 外销 16 年收入增速 32%，今年一季度 40% 以上。顾家外销的盈利模式以 ODM 为主，外销对象主要在北美，目前北美经济复苏明显，欧洲、亚非也都不错。公司外销团队机制非常优秀，我们外销事业部直接负责。外销过去客户比较分散，近年主要推行大客户战略对增长贡献较大，几千万规模的客户在增加。另外外销对展销活动也非常重视，可以增加新老订单。价格方面外国人对价格敏感度高，忠诚度还可以。

Q: 内销中综合店和单品类门店比例?

A: 综合店（床和沙发都有的店）30%-40%。

Q: 经销商库存情况?

A: 经销商不存在压货，因为压货对他资金是有压力的。目前收货制度是逐步全款下订单（过去订货交 30%、结货交 70%）。

Q: 公司备货生产和订单生产占比?

A: 备货生产正常比例在 20% 左右。总的来说公司存货周转率在提升，达到一年 5 次。

Q: 顾家如何推进激励制度，考核指标有哪些?

A: 经销商目前还没有比较明确的激励制度。以往激励方式主要是证监会规定的限制性股票、股票期权，员工持股计划，主要针对对象是公司员工，经销商不在这个范围。但未来可能会向其拓展。

Q: 经销商考核口径?

A: 公司考核倾向于以事业部或者经营部为单位。

Q: 如何看待电商?

A: 发展势头很好。顾家相比同行业很有优势，顾家采取线上线下同款同价，线上引流，线下消费，会为有需求的人提供方便。电商方面 2016 年收入在京东包括天猫有 50% 增长，零售近 5 个亿的收入，直接计入报表（其他项）的有 1 个亿，剩下的主要体现在经销商销售中。

Q: 电商方面物流如何运行?

A: 3/4 通过附近经销商组织配货，1/4 自己的物流配送。

Q: 如何看待电商未来发展?

A: 顾家线上线下发展都有很好的条件，现在青年人重视线上，是顾家的一个重点发展方向。未来公司还是会继续以电商方式引流，产品给经销商做，电商投入公司负担。

■ 门店策略:

Q: 今年净开店数?

A: 一年净开 400-500 家左右。

Q: 一季度的新开门店数?

A: 开了 100 家左右。

Q: 开店的周期情况?

A: 一个成熟店从开店选址到开业到营收平稳大概是一年左右。

Q: 一二线和三四线门店占比?

A: 门店数量一二线 53%，三四线 47%。

Q: 今年新增门店开在三四线城市吗?

A: 今年三四线扩张的力度可能会更大。目标提升单店利润、拓展到偏远区域。像软床门店增长空间大；布艺沙发、功能沙发扩张门店也会有很大的增长空间。

Q: 单店收入 17、18 年提升准备从哪个方面入手?

A: 单店收入会继续增长。第一是总部和经销商管理提效；第二个鼓励有实力的经销商扩大经营面积，提高经营实力。

■ 收入 & 业绩:

Q: 美国经济形势好转，公司对美国市场收入的预期?

A: 和敏华相比各自按照自己的战略部署去跟进，顾家功能沙发也存在很大市场，再加上在平台和设计包括产品上我们也有比较大的优势。目前美国经济转好，房地产复苏，外贸这块形势不错。公司在海外 ODM 客户比较分散，和内销相比在提价方面会有一定的压力。

Q: 去年汇兑损益?

A: 顾家对汇率做了套保，5000 万的投资损失是因为人民币贬值。

Q: 营业额增长的来源?

A: 主要通过渠道的扩张和同店的增长。

Q: 一季度内外销的收入增速情况?

A: 内销幅度比外销要高一点，内销增速 60%，外销 40%+。

Q: 收入和利润能否匹配?

A: 投入较大有几个原因：1、去年年初换了品牌代言人，相关费用增加；2、促销活动较多，费用会有所增加；3、扩大广告营销，投入广告的费用也在提升。因此利润的增长和收入的增长没有完全匹配，公司预计近两三年都是投入期，但一季度三费率有所优化。

Q: 现金流很好，相关规划?

A: 公司的 IPO 约 20 个亿，拿到后都是把以前的投入置换出来，现在 20 亿现金作为闲置，用来买期限比较短不会超过三个月或者半年的理财产品。会考虑相关并购，但是公司并购要为公司贡献利润，第一不会投家居相关行业以外的行业；其次主要对定制家具比较看重。未来不排除对价值链纵向横向去考虑，比如上下游比较好的原材料供应商。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,785.41	4,595.00	6,017.41	7,198.85	营业收入	4,794.53	6,498.63	8,283.89	10,375.67
现金	1,248.56	1,786.36	2,785.89	3,572.66	营业成本	2,855.81	3,846.86	4,902.53	6,148.03
应收款项	340.98	417.66	549.38	661.84	营业税金及附加	48.04	65.11	82.99	103.95
存货	683.49	838.29	1,101.10	1,330.99	营业费用	1,057.73	1,456.99	1,891.21	2,356.31
其他	1,407.55	1,407.55	1,407.55	1,407.55	管理费用	172.15	248.25	316.44	396.35
非流动资产	1,434.23	1,587.46	1,914.96	2,239.74	财务费用	3.12	(17.86)	(27.86)	(35.73)
长期股权投资	36.62	36.62	36.62	36.62	投资净收益	(75.99)	(15.99)	(15.99)	(15.99)
固定资产	1,058.52	1,194.54	1,410.40	1,623.55	其他	132.24	43.76	47.47	50.66
无形资产	172.33	215.97	259.60	303.24	营业利润	601.44	871.52	1,087.08	1,372.08
其他	166.76	140.33	208.33	276.33	营业外净收支	136.35	136.35	136.35	136.35
资产总计	5,219.64	6,182.45	7,932.37	9,438.60	利润总额	737.79	1005.85	1221.42	1506.42
流动负债	1,766.99	1,945.45	2,743.99	3,077.47	所得税费用	165.34	225.41	273.72	337.58
短期借款	130.01	130.01	130.01	130.01	少数股东损益	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)
应付账款	440.57	743.36	995.57	1,185.14	归属母公司净利润	575.05	783.04	950.30	1171.44
其他	1,196.41	1,072.08	1,618.40	1,762.33	EBIT	708.85	946.53	1,173.70	1,474.97
非流动负债	3.71	5.03	6.41	8.03	EBITDA	781.98	979.52	1,214.00	1,523.85
长期借款	-	-	-	-	重要财务与估值指标				
其他	3.71	5.03	6.41	8.03		2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1,770.70	1,950.48	2,750.40	3,085.50	每股收益(元)	1.48	1.69	2.06	2.54
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47	每股净资产(元)	8.42	9.16	11.22	13.75
归属母公司股东权益	3,437.48	4,220.51	5,170.50	6,341.63	发行在外股份(百万股)	412.50	412.50	412.50	412.50
负债和股东权益总计	5,219.64	6,182.45	7,932.37	9,438.60	ROIC(%)	153.68	168.37	171.44	176.53
					ROE(%)	21.44	20.32	20.13	20.27
					毛利率(%)	36.57	40.81	40.82	40.75
					EBITMargin(%)	16.31	15.07	14.66	14.69
					销售净利率(%)	14.07	12.01	11.44	11.27
					资产负债率(%)	25.22	31.55	34.67	32.69
					收入增长率(%)	30.11	35.54	27.47	25.25
					净利润增长率(%)	15.40	36.17	21.36	23.27
					P/E	37.38	27.45	22.62	18.35
					P/B	6.23	5.08	4.15	3.38
					EV/EBITDA	27.65	22.08	17.81	14.19
现金流量表 (百万元)									
	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	974.60	1120.58	1663.38	1461.24					
投资活动现金流	(1601.45)	(1800.00)	(800.00)	(285.00)					
筹资活动现金流	1533.21	1217.23	136.15	(389.47)					
现金净增加额	927.59	537.80	999.53	786.77					
折旧和摊销	73.13	32.98	40.30	48.88					
资本开支	230.80	0.00	0.00	0.00					
营运资本变动	2070.93	631.13	623.88	847.96					
企业自由现金流	743.80	1120.58	1663.38	1461.24					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

