

## 品类品牌多元化叠加合伙人机制，

## 助力软体龙头腾空远翔

## 增持(维持)

2018年01月16日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

研究助理 林瑶

liny@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **软体家具龙头，经营稳健，管理团队经验丰富成长股：**顾家是我国软体家具龙头，经营领域主要包括沙发、软床及床垫、餐椅等。公司13年到16年收入由26.82亿元增长到47.95亿元，收入复合增速21.37%；年归属净利润由13年的4.04亿元增长到16年的5.75亿元，复合增速为12.49%。17年公司前三季度实现营收48.48亿元，同比大幅增长49.25%；实现归母净利6.20亿元，同增47.75%，公司步入加速成长期。同期公司毛利率36.74%，归母净利率12.79%。近年经营业绩表现持续向好。2014年公司高管团队全面实现职业经理人操盘，管理团队经验丰富。

■ **软体家具行业增速趋缓，市场份额向龙头集中：**我国软体家具内销规模由2006年44.74亿美元增长至2015年的192.03亿美元，CAGR为15.68%。软体家具行业总体规模较大，但增速逐渐下行，行业高成长红利逐渐消失。中美软体家具集中度相差甚远，国内市场集中度偏低。随着环保约束趋紧、原材料价格上涨导致地方性中小企业的加速退出，市场份额有向规模化大企业集中的趋势。因此，行业内规模化、品牌化优势企业或将借势成为细分领域绝对龙头。

■ **品类、品牌多元化发展，有效提高客单、扩大客群：**公司成立之初以休闲沙发为主，07年推出高端沙发KUKA HOME；12年与美国LA-Z-BOY合作推出LA-Z-BOY功能沙发；18年与意大利Natuzzi达成初步协议，增加Natuzzi Italia和Natuzzi Editions两个高端及中高端品牌系列。至此，沙发类产品品类齐全，客群覆盖全面。除了沙发品类的纵向延伸，公司品类横向延伸也是稳步推进。2010年推出软床产品，2013年推出与软床互补的床垫产品。2014年公司开发出广受市场好评的“一号垫”，同时涉及全屋定制领域。除了品类多元，公司先后设有“顾家工艺”、“KUKA HOME”、“顾家家居 LA-Z-BOY”、“米檬”、“KUKA ART”等相关品类品牌，覆盖多个客群、风格。随着多品牌、多品类战略深入推进，公司规模持续扩大。产能布局全国化势在必行，为此公司在浙江新建产能达180万套，此外，公司拟在华南、西南等地新建产能，提高供给能力。

■ **渠道下沉叠加品类众多，渠道红利犹存：**公司目前门店超过3000家，行业内排在前列，但考虑到公司现有九大产品系列，部分品类/品牌单独开店，公司门店扩张很大空间。此外，公司还积极拓展线上渠道，线上线下联动，提高消费者消费体验。外销方面公司以ODM业务为主，15年加大外销业务开拓力度，近年来外销增速持续好于内销。此外，外销ODM客户集中度低，公司外销业务较为稳健。

■ **原材料价格回调、人民币汇率企稳，利好业绩释放：**2016年下半年以来，原材料价格上涨显著，公司毛利率下行显著，但是公司产品尚有提价空间、四季度原材料回调提前备库都会提振公司毛利水平。此外，随着公司规模进一步扩大，单位成本将会继续下降。而汇率方面，预期后期人民币汇率企稳，届时汇兑损失显著下降。总体来看，原材料以及汇兑对公司业绩的负面影响将会持续下降。

■ **经营体制放大渠道力、合伙人事业部制提高经营效率：**2013年下半年公司开始试点“经营体”销售模式。即由原来的“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”。公司直接对接该经营体，经营体制降低公司直接费用水平、放大公司渠道力。目前公司共有河南顾家、江苏顾家和吉林顾家三家经营体。公司采用事业部制的经营管理机制，下设7个产品事业部、7个渠道事业部。每一个大品类有一个事业部，小品类有单独的经营部运营。事业部相当于控股子分公司，当事业部的经营利润达到一定规模时，公司以市价回购股份。管理团队是事业部股东，从而将会以创业的热情经营事业部。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计2017-2019年，公司营业收入分别为69.72亿元、94.29亿元、123.32亿元，同比增速为45.4%、35.2%、30.8%，归母净利润分别为8.00亿元、10.63亿元、13.06亿元，同比增速为39.2%、32.8%、22.9%，对应EPS分别为1.87、2.48、3.05元。当前股价对应2017-2019年PE分别为34X、26X、21X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**原材料价格超预期上涨、产能建设不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	63.68
一年最低/最高价	39.88/64.50
市净率(倍)	6.97
流通A股市值(百万元)	5673.89

### 基础数据

每股净资产(元)	9.14
资本负债率(%)	31.64
总股本(百万股)	428
流通A股(百万股)	89

### 相关研究

1. 【东吴轻工 顾家家居】三季报点评：多品类持续高增长，业绩符合预期 -20171031
2. 顾家家居：品类加速扩张，二季度业绩增长提速 -20170824
3. 顾家家居：外销加大投入，全品类发力共驱全年业绩高速增长 -20170517

## 目录

<b>1 软体家具龙头步入加速成长期.....</b>	<b>5</b>
1.1 股权集中，职业经理人经验丰富 .....	6
1.2 他山之石：美的集团发展经验 .....	8
1.3 激励到位，内部深度绑定 .....	11
<b>2 我国软体行业稳增长，龙头集中度具较大提升空间 .....</b>	<b>12</b>
2.1 外需趋弱，内销提振国内需求 .....	12
2.2 集中度低，市场份额向龙头集中 .....	15
<b>3 品牌品类扩张助力客单提升，扩大客群.....</b>	<b>16</b>
3.1 多品类、多品牌发展战略 .....	16
3.2 产能扩张，提高供给能力 .....	19
<b>4 渠道下沉叠加品类众多，渠道扩张空间大.....</b>	<b>20</b>
4.1 内销渠道红利犹在，线上赋能线下 .....	21
4.2 海外增速提升，收入结构稳健 .....	23
<b>5 原材料成本与汇兑损益影响分析.....</b>	<b>24</b>
<b>6 公司治理机制优异，团队干劲十足.....</b>	<b>27</b>
6.1 经营体制度，放大公司渠道力 .....	27
6.2 事业部制，打造创业型管理团队 .....	28
<b>7 财务分析和同行业对比 .....</b>	<b>28</b>
7.1 收入体量行业领先，增长提速 .....	28
7.2 毛利率行业领先，体现公司较强定价能力 .....	29
7.3 加大营销力度，狼性化扩张 .....	29
7.4 净利率高于同行平均水平 .....	30
7.5 经营性现金流近年持续好转 .....	30
7.6 净资产收益率表现优于行业 .....	31
<b>8 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>31</b>
8.1 核心假设 .....	31
8.2 盈利预测 .....	32
8.3 估值与投资建议 .....	32
<b>9 风险提示 .....</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图表 1: 公司 13-17Q3 年财务数据一览 (亿元、%)	5
图表 2: 顾家家居发展历程	6
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司十大股东持股情况 (2017Q3)	7
图表 5: 重要高管简介	8
图表 6: 美的集团发展历程	9
图表 7: 美的集团品牌战略	10
图表 8: 美的集团营业收入 (单位: 亿元, %)	10
图表 9: 美的集团归母净利润 (单位: 亿元, %)	10
图表 10: 股权激励梳理	11
图表 11: 限制性股票对各期会计成本的影响 (单位: 万股, 万元)	12
图表 12: 公司可转债	12
图表 13: 2015 年全球软体家具消费占比为 16%	12
图表 14: 2015 年全球软体家具消费量达 626 亿美元	12
图表 15: 国内软体家居产值及增速 (单位: 亿美元, %)	13
图表 16: 国内出口量及增速 (单位: 亿美元, %)	13
图表 17: 软体家具产值测算 (单位: 万套、万元)	14
图表 18: 2015 年沙发行业集中度	15
图表 19: 2014 年床垫行业集中度	15
图表 20: 公司多品类战略	16
图表 21: 产品收入拆分 (单位: 亿元)	17
图表 22: 顾家家居多品牌发展战略	18
图表 23: 顾家家居品牌矩阵	18
图表 24: 公司软体家具外购量占比较高 (单位: 标准套, %)	19
图表 25: 公司产能持续扩张 (单位: 标准套, %)	19
图表 26: 公司产能现已布局到华东、华北、华中, 拟布局华南、西南地区	19
图表 27: 顾家家居销售境内外拆分 (单位: 亿元)	20
图表 28: 国内经销渠道	21
图表 29: 九大产品系列	21
图表 30: 顾家家居线上活动情况	22
图表 31: 电子商务收入及其占比 (单位: 亿元, %)	22
图表 32: 广告费用及其占销售费用比重 (单位: 百万, %)	22
图表 33: 境外销售收入稳健增长 (单位: 亿美元)	23
图表 34: 分国别境外收入	23
图表 35: 境外 ODM 前五大客户占比	23
图表 36: 规模效应显著, 各类产品单位成本逐年下降	24
图表 37: 原材料 TDI、MDI 价格走势 (单位: 元/吨)	25
图表 38: 公司单季度毛利率逐渐下降 (单位: %)	25
图表 39: 顾家家居利润对原材料价格变动的敏感性分析	26
图表 40: 公司汇兑损益 (单位: 万元)	27
图表 41: 人民币汇率	27

图表 42: 公司经销商经营体制度放大渠道力 .....	27
图表 43: 公司事业部制 .....	28
图表 44: 收入行业对比情况 (单位: 百万元) .....	29
图表 45: 毛利率同行对比 .....	29
图表 46: 期间费用率同行对比 .....	29
图表 47: 净利率同行业对比情况 .....	30
图表 48: 公司现金流情况 (单位: 百万元) .....	30
图表 49: 经营性现金流同行业对比情况 (单位: 百万元) .....	30
图表 50: 2013-2016 年杜邦分析法 .....	31
图表 51: 2013-2016 年净资产收益率同行业对比 .....	31
图表 52: 行业可比公司估值 (单位: 亿元) .....	32

## 1 软体家具龙头步入加速成长期

顾家家居成立于 2006 年，2016 年于上交所上市。公司主要从事客卧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。其中，沙发是公司主要产品，公司旗下拥有“休闲沙发”、“LA-Z-BOY 功能沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“睡眠中心（软床）”等产品系列，组成了满足各类消费群体需求的产品矩阵，具有良好的市场美誉度。

上市以来公司业绩稳健增长。13 年到 16 年收入由 26.82 亿元增长到 47.95 亿元，收入复合增速 21.37%；年归属净利由 13 年的 4.04 亿元增长到 16 年的 5.75 亿元，净利复合增速 12.52%。17 年前三季度公司实现营收 48.48 亿元，同比大幅增长 49.25%；实现归母净利 6.20 亿元，同增 47.75%，步入加速成长期。同期公司毛利率 36.74%，归母净利率 12.79%。

图表 1：公司 13-17Q3 年财务数据一览（亿元、%）

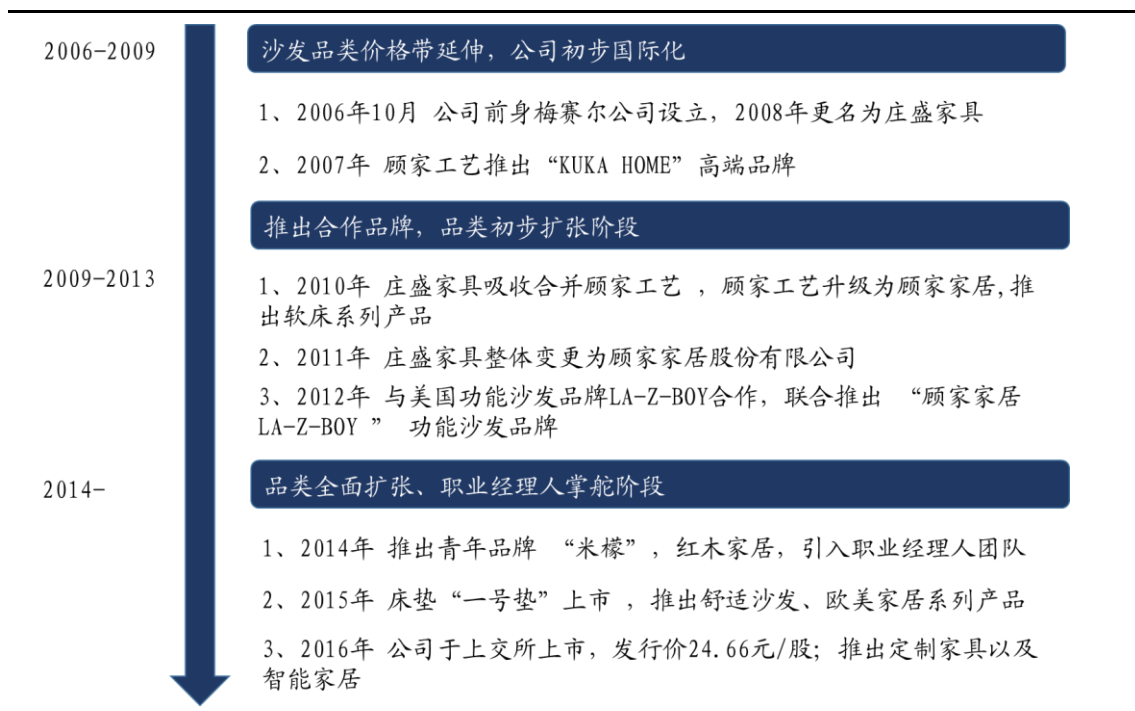
	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业总收入	26.82	32.40	36.85	47.95	48.48
YOY	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%	49.25%
营业成本	16.09	19.20	21.69	28.56	30.67
毛利	10.73	13.20	15.16	19.39	17.81
毛利率	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%	36.74%
销售费用	5.00	6.50	7.70	10.58	9.84
销售费用率	18.66%	20.05%	20.89%	22.06%	20.31%
管理费用	0.82	1.01	1.26	1.72	1.48
管理费用率	3.07%	3.12%	3.41%	3.59%	3.06%
财务费用	0.12	0.14	0.15	0.03	0.38
财务费用率	0.44%	0.43%	0.42%	0.07%	0.79%
归母净利润	4.04	4.24	4.98	5.75	6.20
YOY	35.89%	5.14%	17.42%	15.40%	47.75%
归属净利率	15.05%	13.10%	13.52%	11.99%	12.79%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司发展历程可分为三个阶段：第一，梅赛尔公司设立、更名为庄盛家具；第二，TB Home Limited 收购庄盛家具，庄盛家具减资、股权转让、吸收合并顾家工艺及新股东增资；第三，庄盛家具整体变更为顾家家居。



图表 2：顾家家居发展历程

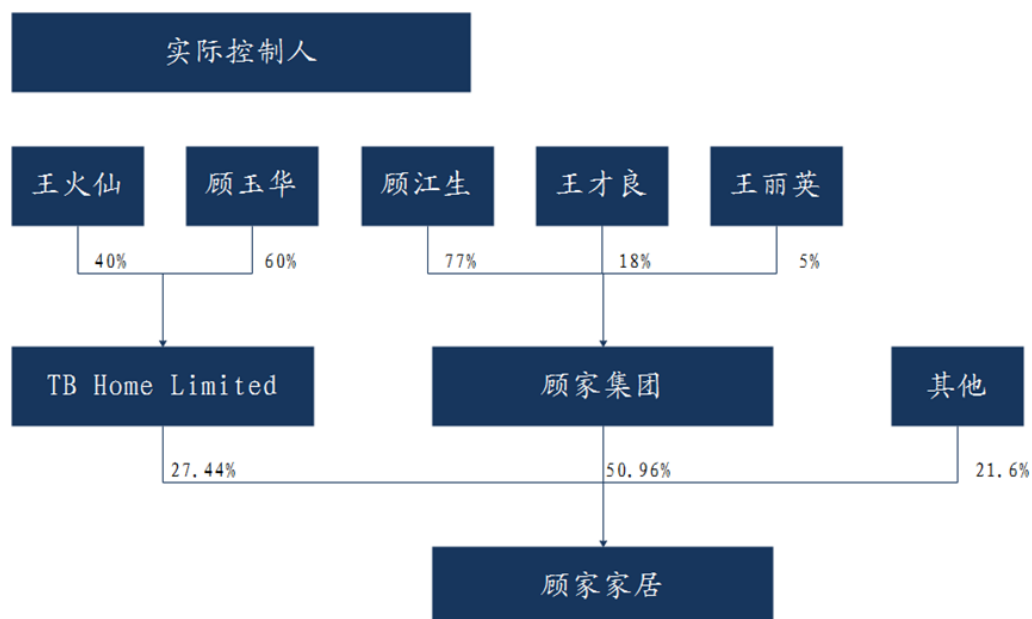


资料来源：顾家家居招股说明书，东吴证券研究所

### 1.1 股权集中，职业经理人经验丰富

公司实际控制人为顾江生、顾玉华和王火仙。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、顾玉华和王火仙通过顾家集团、TB Home Limited 合计间接控制公司 75.85%的股份，公司股权稳定。

图表 3：公司股权结构



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：公司十大股东持股情况（2017Q3）

排名	股东名称	持股数量(股)	(%)
1	顾家集团有限公司	210,210,000	50.96
2	TB Home Limited	113,190,000	27.44
3	全国社保基金一零二组合	3,999,914	0.97
4	中国银行-华夏回报证券投资基金	3,636,374	0.88
5	中国工商银行股份有限公司-广发行业领先混合型证券投资基金	3,398,413	0.82
6	宁波双睿汇银股权投资合伙企业(有限合伙)	3,300,000	0.80
7	TBP FIRST WORLD INTERNATIONAL LIMITED	3,300,000	0.80
8	中国农业银行股份有限公司-长信内需成长混合型证券投资基金	2,541,680	0.62
9	华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	1,910,249	0.46
10	中国银行-华夏回报二号证券投资基金	1,874,439	0.45

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**职业经理人团队，管理经验丰富。**公司虽为家族企业，但管理团队均是职业经理人，管理经验丰富。其中，董事长顾江生先生历任海龙家私总经理、顾家工艺总经理、庄盛家具总经理、顾家家居董事长兼总裁；公司现任总裁李东来先生，历任广东美的电器股份有限公司副总裁、AMT 集团首席执行官，拥有丰富的经营管理经验。经验丰富的高管团队将有效提高公司效率、规范公司运营模式。

图表 5：重要高管简介

姓名	职务	任职日期	个人简历
顾江生	董事长		工商管理硕士。曾担任中国家具协会副理事长、中国家具协会沙发专业委员会主席团执行主席、全国工商联家居装饰业商会副会长、浙江家具协会副理事长。历任海龙家私总经理、顾家工艺总经理、庄盛家具总经理、顾家家居董事长兼总裁。现任顾家集团执行董事兼总经理、顾家实业执行董事兼总经理、双胜咨询执行董事兼总经理、双华包装执行董事兼总经理、顾家集团香港董事、圣诺盟海绵董事、TB Home Limited 董事、杭州快驰科技有限公司董事、上海茶马古道电子商务有限公司董事、双浩投资执行事务合伙人、本公司董事长。
李东来	总裁	2014/12/11	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	2014/12/11	经济师。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	2014/12/11	历任海龙家私职员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。现任圣诺盟海绵董事，TB Home Limited 董事。
李云海	副总裁	2014/12/11	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	2014/12/11	中国注册会计师(非执业)。历任江西新余市信息中心科员，海口会计师事务所项目经理，深圳同人会计师事务所部门经理，深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事，副总裁。
刘宏	副总裁	2014/12/11	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	2014/12/11	历任海龙家私采购经理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理。现任顾家集团监事，圣诺盟海绵董事。

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 1.2 他山之石：美的集团发展经验

美的集团成立于 1968 年，历经近 50 年的发展，公司已发展成为全球化的家电企业集团，业务遍布全球、产品涉及家电全品类，工业机器人等领域。顾家家居的发展在多品类、多品牌以及内部管理上借鉴了美的集团的经验。

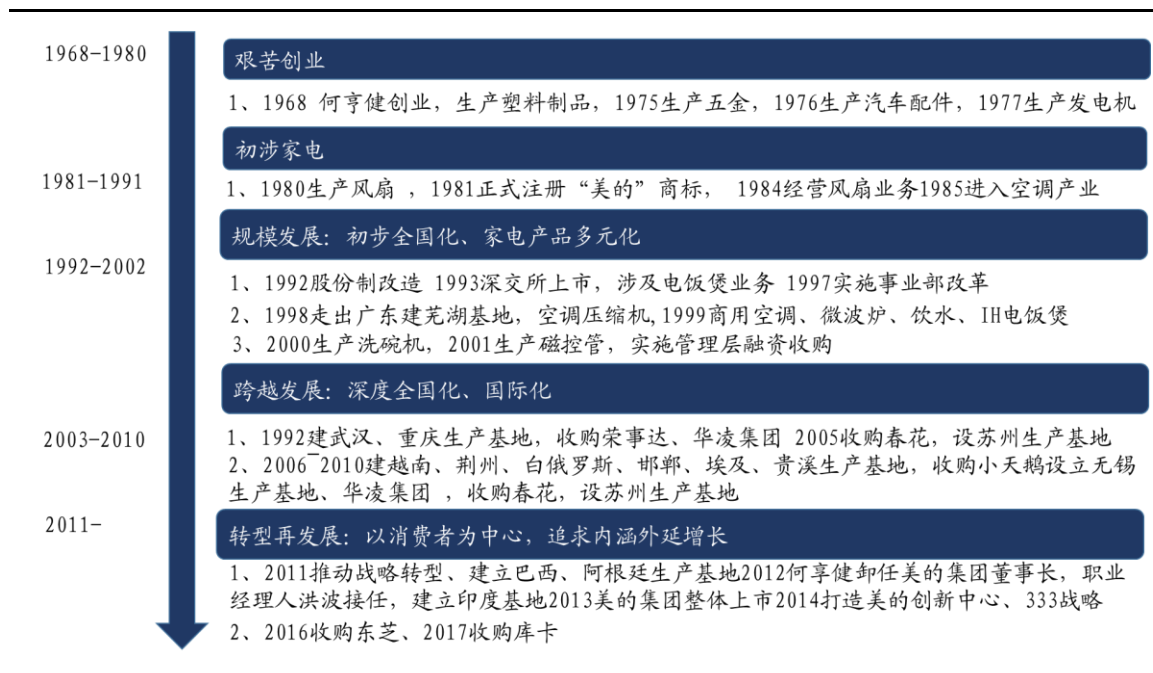
美的集团发展主要经过以下过程：

- 1、1968—1980 艰苦创业阶段：**1968 何亨健创立塑料生产企业，1975 涉及五金产品生产，1976 生产汽车配件，1977 生产发电机。
- 2、1981—1991 初涉家电阶段：**1980 年，开始生产风扇，正式进入家电生产领域。1981 年，正式注册“美的”商标。1985 年开始生产空调。自此，公司在资金、设备、技术和人才等各个方面均开始发展起来，为日后规模化发展奠定一定的基础。



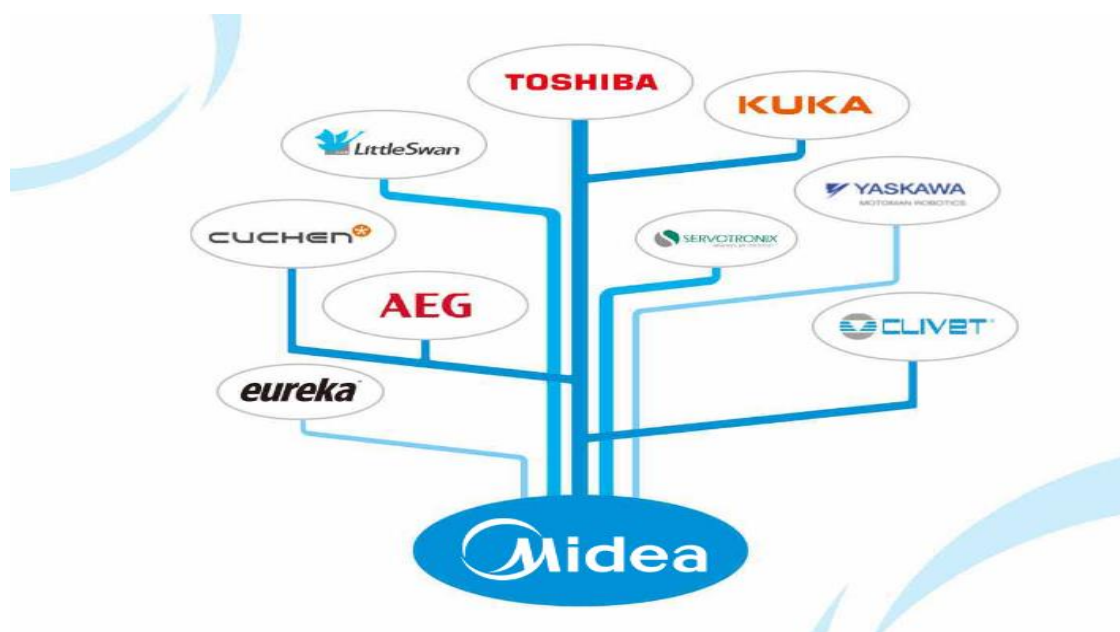
- 3、**1992—2002 规模发展阶段：**在这一阶段，公司家电产品实现初步多元化，产能布局首次走出广东进入全国，产品延伸到商用空调、微波炉、饮水机、IH 电饭煲、洗碗机、磁控管等；公司治理方面，1997 年实施事业部制改革，形成高效的分权经营模式。2001 年 4 月，美的实施 MB0，顺德政府出让所有股份，退出“粤美的”，以何亨健为核心的管理层成为公司第一大股东。
- 4、**2003—2010 跨越发展阶段：**这一阶段，公司产能布局深度全国化、全面国际化；外延发展突飞猛进。生产基地方面，国内先后设立重庆、荆州、邯郸、贵溪、苏州、无锡生产基地；国际方面，先后设立越南、白俄罗斯、埃及生产基地。外延方面，收购荣事达、华凌集团、春花、小天鹅等。
- 5、**2011 至今转型再发展阶段：**国际化布局继续深入，设立巴西、阿根廷生产基地。同时，2016 年收购东芝、2017 年收购库卡，正式进入工业机器人领域。公司治理方面，2012 年创始人何亨健卸任美的集团董事长，职业经理人方洪波接任，完成职业经理人和创始人的交接棒。

图表 6：美的集团发展历程



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 7：美的集团品牌战略



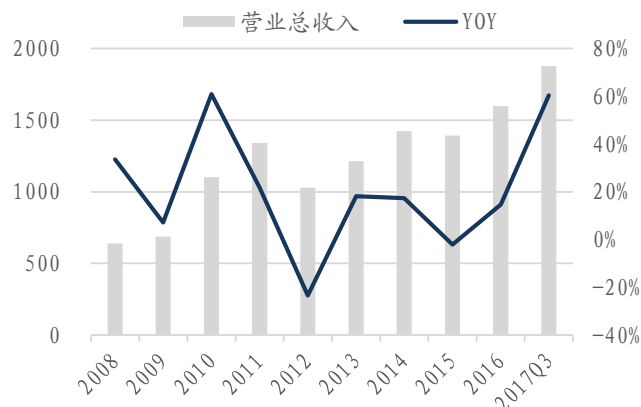
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

**多品类、多品牌发展战略及事业部制度，助力公司业绩增长。**美的在家电领域实现产品品类的多元化发展，外延涉及工业机器人领域；在品牌上，通过外延并购实现全球化经营多品牌战略；同时通过事业部制度，完善公司内部治理。近年公司营业收入及归母净利率总体呈上升趋势，2017Q3 营业总收入达 1877.64 亿元，同比增长 60.38%，归母净利润达 149.89 亿元，同比增长 17.10%。

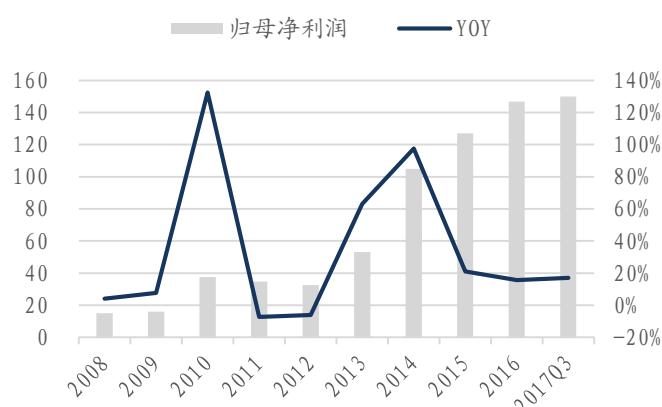
**他山之石，借鉴美的经验完善公司发展战略及内部治理。**公司的发展借鉴了美的的经验：在多品类上，公司扩展了软床及床垫、餐椅、全屋定制等产品品类；除了自有品牌外，公司还通过与美国 LA-Z-BOY、意大利 Natuzzi 合作，发展多品牌战略；在内部管理架构上，实行业务部制度，实现对员工的充分激励。

图表 8：美的集团营业收入（单位：亿元，%）

图表 9：美的集团归母净利润（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3 激励到位，内部深度绑定

2017年公司9月推出限制性股票期权激励计划，激励对象涵盖公司高管、中层管理人员、核心技术人员共计96人，授予价格为26.70元/股。此次限制性股权激励计划立足长远，考核未来三年公司营收及利润增速，从而将核心人员利益与公司利益深度绑定。此外，公司后续或将推出经销商、供应商股权激励计划。随着公司内外部人员利益绑定，公司未来三年业绩有望稳健增长。

图表 10：股权激励梳理

项目		明细					
激励对象		序号	姓名	职务	获授数量 (万股)	占授股 总数	占总股 本
		1	李东来	总裁、董事	411.9	22.34%	1.00%
		2	吴汉	副总裁	70	3.80%	0.17%
		3	董汉有	副总裁、董事会秘 书	38	2.06%	0.09%
		4	李云海	副总裁	63	3.42%	0.15%
		5	刘春新	副总裁、财务负责 人	57.5	3.12%	0.14%
		6	刘宏	副总裁	38	2.06%	0.09%
		中层管理人员、核心技术（业务）人员 （90人）			885.7	48.03%	2.15%
		预留			280	15.18%	0.68%
		合计			1844.1	100.00%	4.47%
解锁条件	考核目标达成	2018 比 2016		2019 比 2016		2020 比 2016	
	营收增长率	44%		73%		107%	
	净利润增长率	32%		52%		75%	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

根据中国会计准则要求，本激励计划首次授予的限制性股票对各期会计成本产生一

定影响。该限制性股票将累计需要摊销约 1.6 亿元费用，其中 17 年 0.25 亿元、18 年 0.98 亿元、19 年 0.30 亿元、20 年 0.07 亿元。

图表 11：限制性股票对各期会计成本的影响（单位：万股，万元）

首次授予的限制性股票数量	需摊销的总费用	2017	2018	2019	2020
1564.10	15984.37	2459.76	9839.03	2978.12	707.46

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年，公司将发行可转换公司债券提上议程，拟发行总额不超过人民币 109,731.09 万元的可转债。募集资金用于投建年产 80 万套软体家具项目（一期）以扩大产能，提高供给能力。

图表 12：公司可转债

项目	明细
可转换公司债券	2017 年 11 月 11 日，公司公开发行 A 股可转换公司债券预案（修订稿）。该预案中显示，拟发行可转债总额不超过人民币 109,731.09 万元（含 109,731.09 万元），资金用于年产 80 万标准套软体家具项目（一期）。发行的可转债期限为发行之日起 6 年，可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

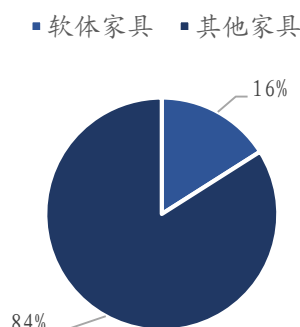
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2 我国软体行业稳增长，龙头集中度具较大提升空间

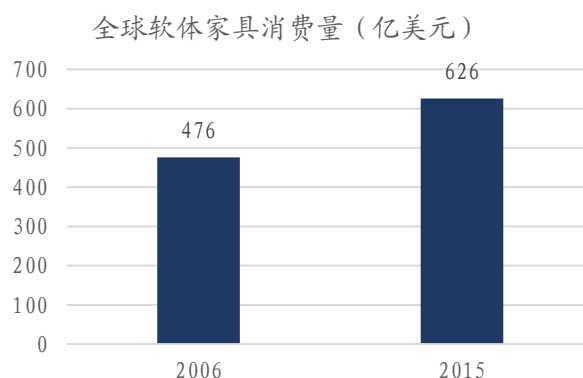
### 2.1 外需趋弱，内销提振国内需求

全球软体家具市场进入平稳增长期。根据中国产业信息网的数据，全球家具产值由 2003 年的 2400 亿美元增至 2015 年的 4600 亿美元，复合增长率超过 5%，其中软体家具消费占整个家具行业的 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%。整体来看行业进入平稳增长期。

图表 13：2015 年全球软体家具消费占比为 16%



图表 14：2015 年全球软体家具消费量达 626 亿美元

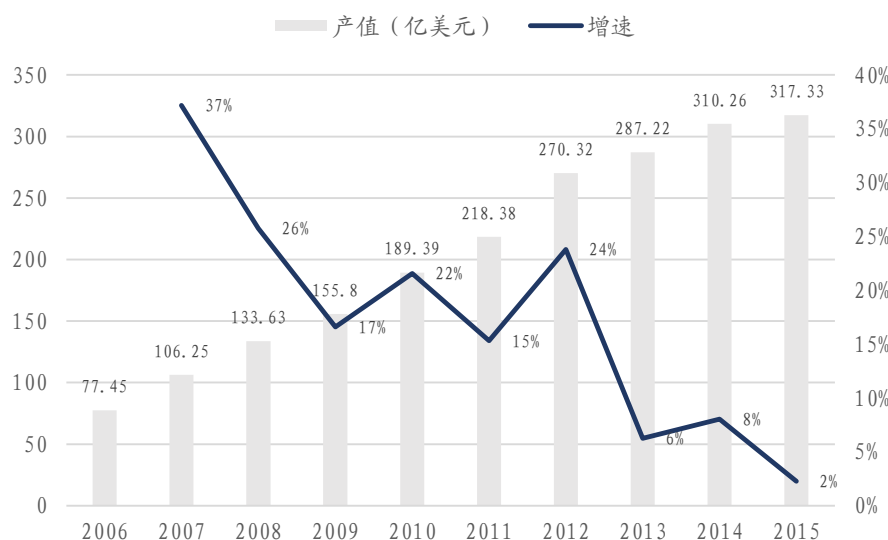


资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

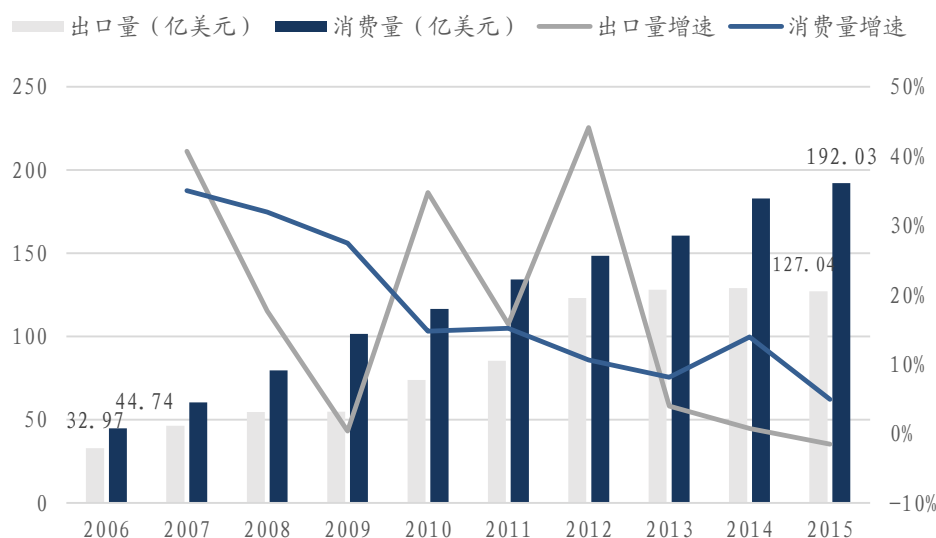
**内销主导地位加强。**我国软体家居产值由 2006 年 77.45 亿美元增加至 2015 年的 317.33 亿美元，CAGR 为 15.15%。而软体家具内销规模由 2006 年 44.74 亿美元增长至 2015 年的 192.03 亿美元，CAGR 为 15.68%。软体家具出口额由 2006 年的 32.97 亿美元增长至 2015 年的 127.04 亿美元，CAGR 为 14.44%。13 年以来，国内出口增速大幅回落，内销主导地位愈加凸显。内销占比由 2006 年的 57.77% 逐渐上升到 60.51%。此外，中国是最大的生产国与消费国，2015 年中国软体家具产值占全球产值的 46.96%，我国软体家具消费额占全球消费量的 30.68%。

图表 15：国内软体家居产值及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图表 16：国内出口量及增速（单位：亿美元，%）





资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

根据我们的测算，2018-2020 年软体家具行业将保持稳健增长，内销总规模达 2736 亿元，复合增长率 11.07%。具体来看，沙发内销将有近千亿规模，未来三年复合增速 9.32%；床垫内销将超过千亿，未来三年复合增速 12.72%；软床内销达 800 亿左右，未来三年复合增速 11.09%。整体来看，内销增速维持稳定。

图表 17：软体家具产值测算（单位：万套、万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
住宅销售套数（万）	1058	1282	1372	1454	1542	1634
增速		21.17%	7.02%	5.98%	6.05%	5.97%
存量住宅套数（万套）	25796	25965	27396	28870	30373	32007
<b>沙发市场</b>						
每户购置沙发（套）	1	1	1	1	1	1
软体沙发渗透率	79%	80%	81%	82%	83%	84%
新增住宅软体沙发需求量（万套）	836	1026	1111	1193	1280	1373
沙发翻新率	10%	10%	10%	10%	10%	10%
沙发更新需求量（万套）	2580	2597	2740	2887	3037	3201
软体沙发更新需求量（万套）	2038	2077	2219	2367	2521	2689
软体沙发需求量（万套）	2874	3103	3330	3560	3800	4061
增速		7.97%	7.34%	6.88%	6.78%	6.85%
沙发平均价格（元）	2000	2050	2100	2150	2200	2250
沙发市场规模（亿元）	575	636	699	765	836	914
<b>床垫市场</b>						
每户购置床垫（张）	2	2	2	2	2	2
床垫普及率	58%	61%	64%	67%	70%	73%
新增住宅床垫需求量（万张）	1227	1564	1756	1949	2158	2386
床垫翻新率	13%	13%	13%	13%	13%	13%
床垫更新需求量（万张）	6707	6751	7123	7506	7897	8322
床垫需求量（万张）	7934	8315	8879	9455	10056	10707
增速		4.80%	6.79%	6.48%	6.36%	6.48%
床垫平均价格（元）	700	750	800	850	900	950
床垫市场规模（亿元）	555	624	710	804	905	1017
<b>软床市场</b>						
每户购置软床（张）	2	2	2	2	2	2
软床渗透率	32%	33%	34%	35%	36%	37%
新增住宅软床需求量（万张）	677	846	933	1018	1110	1209
软床翻新率	10%	10%	10%	10%	10%	10%
床更新需求量（万套）	5159	5193	5479	5774	6075	6401
软床更新需求量（万套）	1651	1714	1863	2021	2187	2369
软床需求量（万套）	2328	2560	2796	3039	3297	3578
增速		9.95%	9.22%	8.68%	8.50%	8.51%
软床平均价格（元）	2000	2050	2100	2150	2200	2250

软床市场规模（亿元）	466	525	587	653	725	805
合计（亿元）	1596	1784	1997	2222	2467	2736
增速		11.83%	11.90%	11.29%	10.99%	10.92%

资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

## 2.2 集中度低，市场份额向龙头集中

国内软体家具行业集中度偏低，市场份额有待进一步提高。具体来看，2015 年，我国沙发行业 CR3 仅 10%左右，而美国沙发行业 CR3 达到 42%；2014 年，我国床垫行业 CR5 仅 10%左右，而美国床垫行业 CR5 达到 68%左右。相比较国外市场，我国软体家具行业集中度偏低。

设计能力缺乏，产品同质化严重，难以形成规模化生产等众多原因导致行业集中度偏低。首先，在设计能力方面，现有国内的大部分软体家具企业，主要是由出口导向型企业转内销，此前大多是贴牌生产，导致现有转内销的企业专业化设计能力缺乏，产品同质化严重。其次，生产制造方面，软体家具企业大部分是中小企业，总数虽多，但专业程度层次不齐。既有专业的床垫制造厂家，也有将床垫、家具、床上用品等业务混合经营的企业，更有不具产品设计能力的初级加工工厂。

对比美国，我国沙发和床垫龙头企业的市占率明显偏低。我们认为，随着内销占比的提升和消费者品牌意识的加强，行业内具有设计能力、品牌知名度、能够做出差异化产品的企业将会逐渐脱颖而出，市场份额有望向龙头进行集中。此外，近几年环保约束趋紧，大宗原材料价格上升，也客观推动了中小企业加速退出，规模化企业借助规模优势减轻成本压力，顺势提高市场份额。

图表 18：2015 年沙发行业集中度

公司	2015 年美国沙发销售收入（亿美元）	市占率
La-Z-Boy	15.25	20.80%
Ashley	8.43	11.50%
Manwah Holding	7.26	9.90%
美国市场规模	73.32	100.00%
CR3	30.94	42.20%
公司	2015 年中国沙发销售收入（亿元）	市占率
芝华士	20.33	3.68%
左右沙发	20.00	3.62%
顾家家居	13.76	2.49%
中国市场规模	552.00	100.00%
CR3	54.09	9.80%

资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图表 19：2014 年床垫行业集中度

公司	2014 年营业收入（亿美元）	市占率
Sealy	16.63	25%
Serta	13.81	20%
Simmons	12.67	19%

Tempur-Pedic	10.06	15%
SelectComfort	3.88	6%
美国市场规模	67.79	100%
CR5	57.05	84%
公司	2014 年营业收入 (亿元)	市占率
慕思	17.60	4%
喜临门	8.38	2%
穗宝	7.48	2%
舒达	6.60	2%
雅兰	5.72	1%
中国市场规模	440.10	100%
CR5	45.78	10%

资料来源：中国产业信息网，公司公告，东吴证券研究所

### 3 品牌品类扩张助力客单提升，扩大客群


#### 3.1 多品类、多品牌发展战略

**扩展沙发产品系列，扩大客群覆盖范围。**沙发是公司主要品类，成立之初以休闲沙发为主。2007 年公司推出高端沙发 KUKA HOME，拓宽客群；2012 年公司与美国 LA-Z-BOY 合作推出 LA-Z-BOY 功能沙发；2018 年 1 月，公司与 Natuzzi 达成初步协议，在顾家品牌体系中增加 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 两个高端及中高端品牌系列。至此，公司沙发类产品品类齐全，客群覆盖全面。

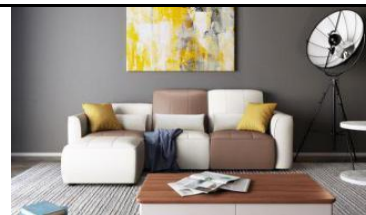
**扩展产品品类，进入卧室空间。**随着公司品牌影响力提高，公司产品拓展到卧室空间。2010 年推出软床产品，2013 年推出与软床互补的床垫产品。2014 年公司开发出广受市场好评的“一号垫”。“一号垫”比同等品质的床垫产品价格更优，而且公司实价销售，解决了价格不透明的难题。

**软体家具品类齐全，室内空间全面覆盖。**公司于 2016 年成立杭州顾家定制家居有限公司，正式进入全屋定制领域。

图表 20：公司多品类战略

品类	产品说明	图片展示
沙发	“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	

**配套产品** 配套产品指餐桌、茶几、床头柜、电视柜等。对于配套产品，主要由公司提供设计方案，由供应商制造完成。



**餐椅** 公司配套生产的小产品系列



**软床和床垫** 床类产品中的床垫是公司重要的战略新品之一。2015 年，公司床垫产品实现销售量 48,966 标准套，实现销售收入 1.31 亿元。未来，公司将继续依托现有研发平台和渠道，利用软床和床垫的产品生产和销售相关性较强的特点，进一步加大床垫的开发和推广力度，成为公司新增长点。



**全屋定制** 公司成立杭州顾家定制家居有限公司，进行整体衣柜、书柜、酒柜、入户柜、沙发、床、餐桌及配套产品的设计及销售。



资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

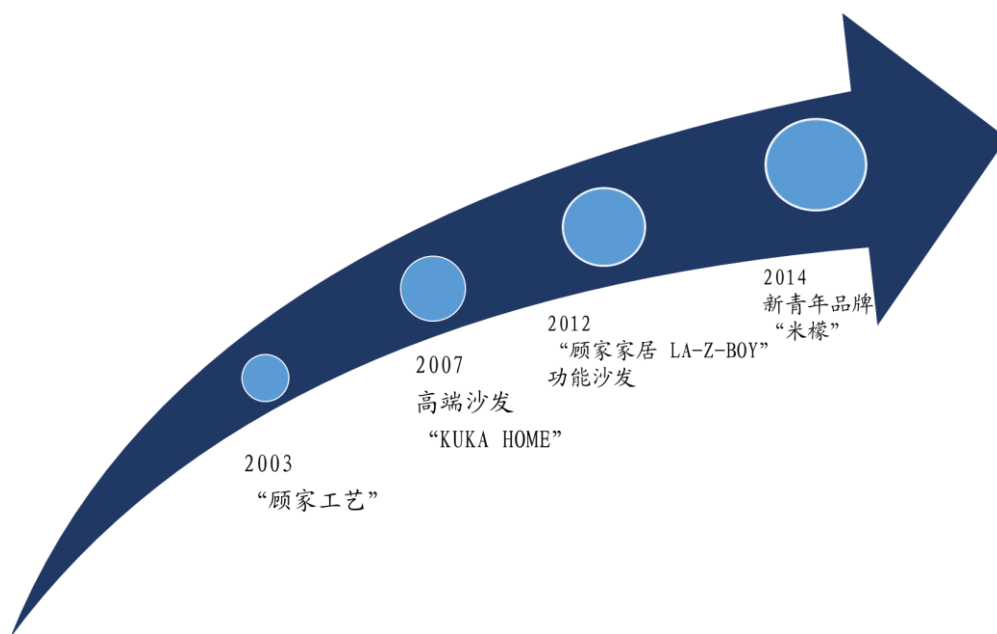
图表 21：产品收入拆分（单位：亿元）

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业总收入	20.63	21.18	26.82	32.40	36.85	47.95	31.11
<b>沙发</b>	<b>13.81</b>	<b>13.90</b>	<b>17.43</b>	<b>20.58</b>	<b>22.63</b>	<b>28.40</b>	<b>18.24</b>
YOY			25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	49.15%
占总营收比率	66.97%	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	58.63%
毛利率			41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	38.34%
<b>其中：</b>							
<b>皮类沙发</b>		<b>13.53</b>	<b>14.97</b>	<b>16.08</b>	<b>18.15</b>	<b>20.87</b>	
YOY			10.66%	7.40%	12.88%	15.00%	
占沙发比率		97.33%	85.87%	78.14%	80.20%	73.50%	
<b>功能沙发</b>		<b>0.23</b>	<b>0.84</b>	<b>2.03</b>	<b>2.76</b>	<b>4.83</b>	
YOY			260.86%	141.17%	35.95%	75.00%	
占沙发比率		1.68%	4.83%	9.86%	12.19%	17.00%	
<b>布艺沙发</b>		<b>0.14</b>	<b>1.62</b>	<b>2.47</b>	<b>1.72</b>	<b>2.90</b>	
YOY			1075.30%	52.26%	30.22%	68.00%	
占沙发比率		0.99%	9.30%	12.00%	7.62%	10.20%	
<b>配套产品</b>	<b>3.01</b>	<b>3.08</b>	<b>4.45</b>	<b>5.15</b>	<b>5.41</b>	<b>7.28</b>	<b>4.69</b>
YOY		2.11%	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	66.47%
占总营收比率	14.61%	14.53%	16.61%	15.91%	14.68%	15.19%	15.09%
毛利率			29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	32.34%

<b>软床及床垫</b>	<b>0.89</b>	<b>1.23</b>	<b>1.82</b>	<b>2.83</b>	<b>4.35</b>	<b>6.50</b>	<b>4.30</b>
YOY			48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	72.72%
占总营收比率	4.32%	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.82%
毛利率			38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	41.11%
<b>其中: 软床</b>	<b>1.23</b>	<b>1.78</b>	<b>2.34</b>	<b>3.04</b>			
YOY			45.48%	31.40%	29.67%		
占软床及床垫比率			97.98%	82.89%	69.83%		
<b>民用家具-床垫</b>			<b>0.04</b>	<b>0.48</b>	<b>1.31</b>		
YOY				1217.39%	171.27%		
占软床及床垫比率			2.02%	17.11%	30.17%		
<b>餐椅</b>	<b>1.82</b>	<b>1.70</b>	<b>1.84</b>	<b>1.99</b>	<b>2.01</b>	<b>2.17</b>	<b>1.16</b>
YOY			7.71%	8.60%	0.98%	7.83%	13.19%
占总营收比率	8.81%	8.05%	6.85%	6.16%	5.46%	4.53%	3.73%
毛利率			34.08%	35.05%	35.58%	35.00%	34.23%

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 22: 顾家家居多品牌发展战略



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 23: 顾家家居品牌矩阵



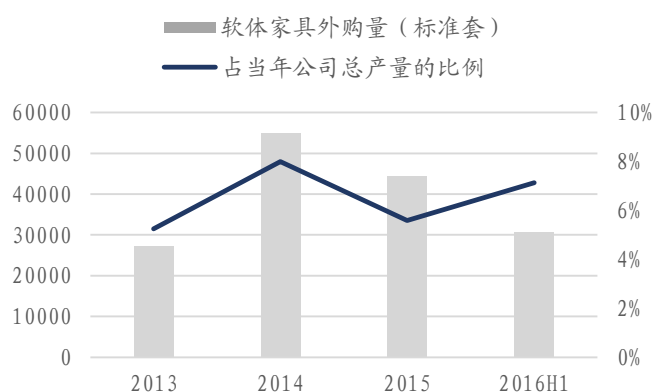


资料来源：公司官网，公开信息，东吴证券研究所

### 3.2 产能扩张，提高供给能力

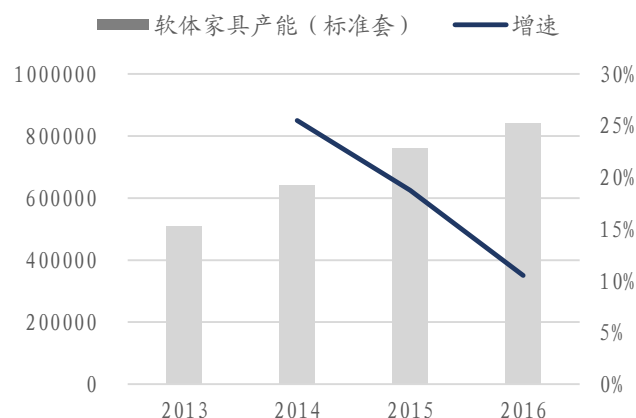
随着公司规模的扩大，公司现有产能无法满足市场需求，近几年来公司持续扩大产能。此外，2016 年公开发行人将扩建 97 万套软体家具产能。2017 年 11 月 11 日，公司公告发行可转债，募集资金用于年产 80 万标准套软体家具项目（一期）。2018 年 1 月 12 日，公司公告在黄冈市投资约 15 亿元建设顾家家居华中（黄冈）基地，年产能 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品。

图表 24: 公司软体家具外购量占比较高(单位: 标准套, %)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

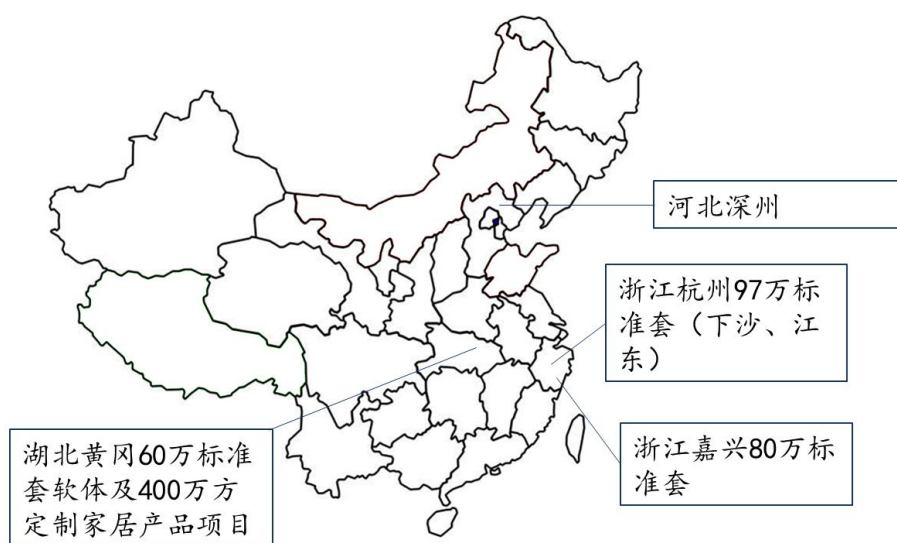
图表 25: 公司产能持续扩张 (单位: 标准套, %)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前有 4 大生产基地，分布在浙江杭州（其中江东基地 2014 年开始建设 2017 年达产）、浙江嘉兴（预计 2017 年开始建设 2021 年达产）、河北深州（2012 年开始建设）。此外，公司计划在四川、湖南、广东新建生产基地以扩大西南和南方的供给能力。

图表 26: 公司产能现已布局到华东、华北、华中，拟布局华南、西南地区



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4 渠道下沉叠加品类众多，渠道扩张空间大

公司以境内销售为主，内销占公司总收入的60%以上。2015年，公司加大海外市场销售力度，大力推行“大客户战略”，境外销售占比提升。公司境内以特许经营和直营为主，2015年境内经销与直营收入合计占内销的94.7%；境外ODM收入为主，占外销收入的91.75%。

图表 27：顾家家居销售境内外拆分（单位：亿元）

项目	2013	2014	2015	2016	2017H1
境内	特许经营	12.42	14.29	15.43	—
	占比	48.55%	46.65%	44.84%	—
	直营	4.3	5.4	5.79	—
	占比	16.79%	17.61%	16.82%	—
	电子商务	0.33	0.62	0.84	—
	占比	1.29%	2.03%	2.43%	—
	厂家直销	0.02	0.24	0.35	—
	占比	0.09%	0.77%	1.02%	—
	装修收入	0.05	0.08	—	—
	占比	0.19%	0.25%	—	—
境外	小计	17.12	20.62	22.4	29.12
	占比	66.91%	67.31%	65.11%	64.70%
	ODM	7.39	9.15	11.01	—
	占比	28.88%	29.87%	32.00%	—
	直营	0.62	0.37	0.52	—
	占比	2.42%	1.21%	1.51%	—

	经销	0.46	0.49	0.48	-	-
	占比	1.80%	1.60%	1.39%	-	-
	小计	8.47	10.01	12	15.89	10.32
	占比	33.09%	32.69%	34.89%	35.30%	35.13%
合计		25.59	30.63	34.41	45.01	29.39

资料来源：顾家家居招股说明书，东吴证券研究所

#### 4.1 内销渠道红利犹在，线上赋能线下

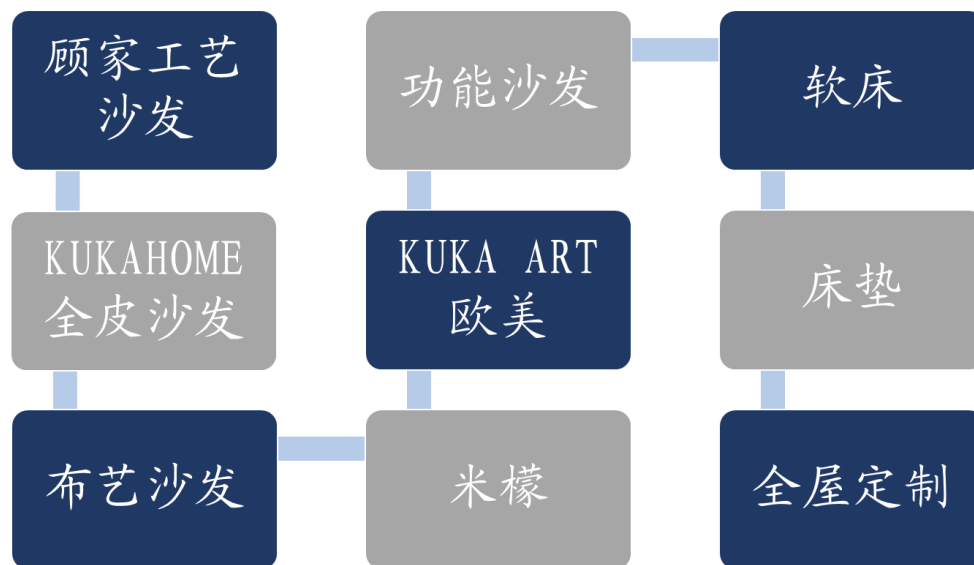
公司经过多年经营，门店数量众多且覆盖范围较广，以华北、华东地区为主，全国经销店数量已超 3000 家。随着顾家市场份额逐渐提高，更好的抢占客户市场，门店数量会进一步增加，并继续下沉至二三线城市。此外，公司目前形成多品牌、多品类的业务结构，部分品类、品牌单独开店，未来门店扩张红利仍然存在。

图表 28：国内经销渠道

项目	2013	2014	2015	2016H1
<b>国内业务</b>				
国内特许经销收入（万元）	124246.78	142874.09	154266.80	85740.56
国内经销商门店（个）	2169	2361	2783	2686
YOY		8.85%	17.87%	
单店提货额（万元）	57.28	60.51	55.43	31.921
YOY		5.64%	-8.40%	
国内直营收入（万元）	42975.20	53952.18	57877.40	27056.47
国内直营门店（个）	153	225	235	196
YOY		47.06%	4.44%	
单店提货额（万元）	280.884	239.787	246.287	138.043
YOY		-14.63%	2.71%	
国内门店总数（个）	2322	2586	3018	2882
YOY		11.37%	16.71%	
单店提货额（万元）	72.016	76.112	70.293	39.138
YOY		5.69%	-7.65%	

资料来源：顾家家居招股说明书，东吴证券研究所

图表 29：九大产品系列



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

**线下体验感与线上销售、宣传有效融合。**公司于2012年开启线上渠道，虽然电商渠道的收入占比还显得有些薄弱，但也是未来的盈利方向。近年来，电商渠道收入稳步增长。目前，随着超级品牌日、双十一等市场越来越大，如何线上与线下将货品、体验、服务等做到无缝对接，仍是未来需要着力解决的痛点。近年来，广告费占销售费用比重不断上升。

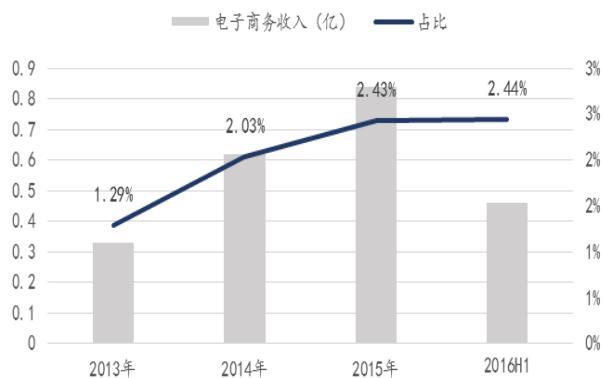
图表 30：顾家家居线上活动情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
超级品牌日		顾家、天猫、聚划算达成全面战略合作，顾家家居“超级品牌日”正式开启	当日销售额突破 4.66 亿，同比增长 69%	点赞量突破 1 亿 2400 万，创天猫直播点赞新纪录
全民顾家日	1.67 亿交易额	3.49 亿交易额	6.35 亿交易额	10.63 亿交易额
双十一购物狂欢季	林氏木业、全友和顾家家居位列家具品类前三名	1.08 亿交易额	3.11 亿交易额	截至 11 月 11 日 10 时，顾家交易额突破 2 亿，该成绩较去年提前 6 小时

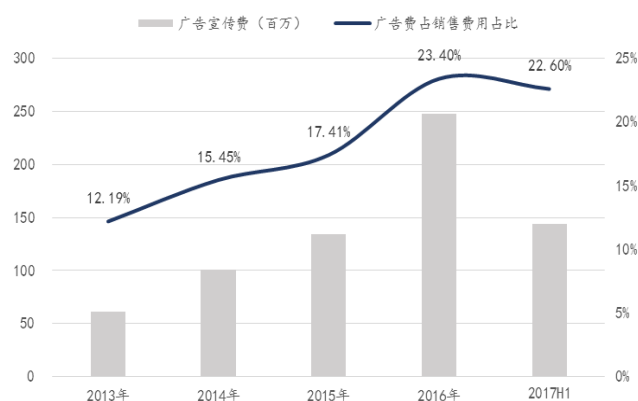
资料来源：搜狐新闻，网易新闻，东吴证券研究所整理

图表 31：电子商务收入及其占比（单位：亿元，%）

图表 32：广告费用及其占销售费用比重（单位：百万，%）



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

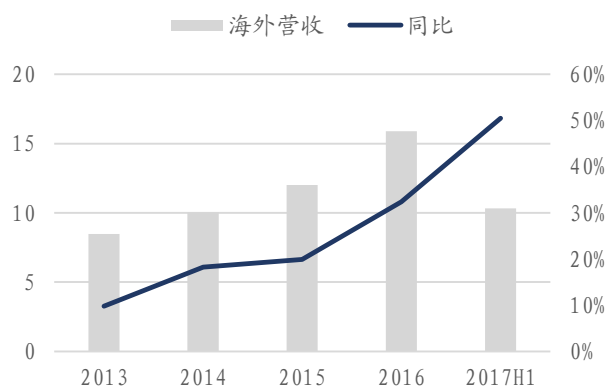


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 4.2 海外增速提升, 收入结构稳健

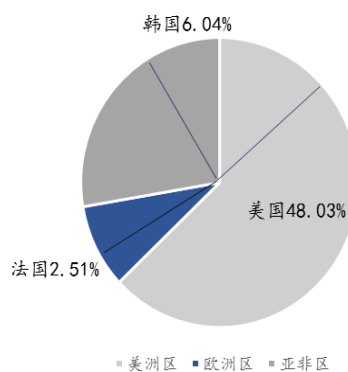
公司海外业务以 ODM 为主, 占比达 95%以上。为促进海外市场销售, 公司通过设立外销事业部打开海外市场, 凭借优秀的外销团队与流程, 形成以美洲区、欧洲区、亚非区三足鼎立模式。至 2016 年上半年, 美国市场收入已提升至 48%, 成为顾家最大的出口国; ODM 前五大客户销售收入占 ODM 模式总销售收入的比重仅为 22.5%, 保证海外收入来源多样化, 从而避免受某单一客户影响较大。

图表 33: 境外销售收入稳健增长 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

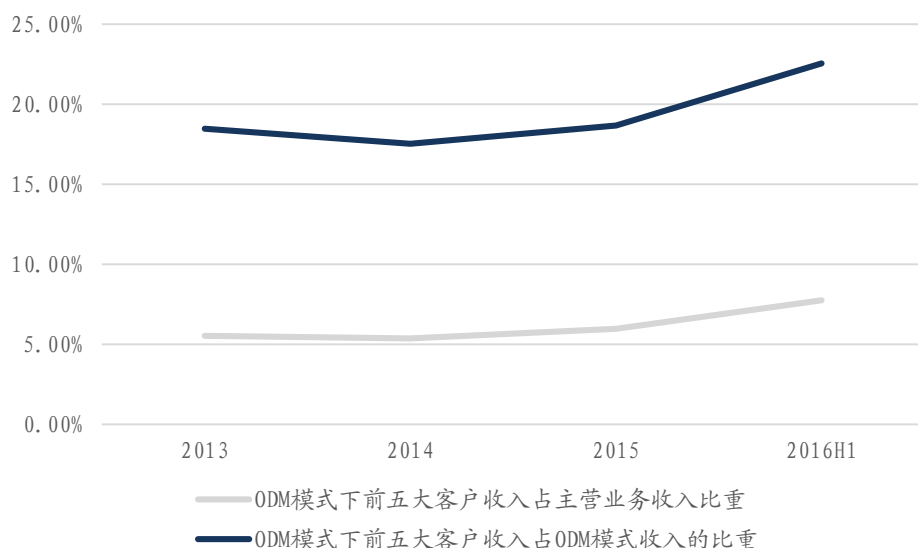
图表 34: 分国别境外收入



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 35: 境外 ODM 前五大客户占比





资料来源：顾家家居招股说明书，东吴证券研究所

## 5 原材料成本与汇兑损益影响分析

随着公司营业收入扩大，各品类单位成本逐年下降，规模效应显著。2014 年直接材料成本下降 1.58%，沙发类、床类、餐椅类单位成本分别下降 5.67%、11.31%、10.40%。2015 年由于皮革和木料单价上涨，公司直接材料成本上升 1%，但是同期沙发类、床类、单位成本依然分别下降 2.87%、0.02%。

图表 36：规模效应显著，各类产品单位成本逐年下降

成本构成	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1
直接材料	77.49%	72.11%	73.32%	72.82%	78.82%	—
其中：皮革	34.48%	32.17%	33.87%	32.41%	—	—
海绵	10.14%	9.08%	8.06%	7.14%	—	—
木材	10.74%	9.85%	9.27%	9.07%	—	—
其他	22.13%	21.00%	22.12%	24.21%	—	—
直接人工	15.60%	19.96%	18.93%	19.32%	15.56%	—
制造费用	6.91%	7.94%	7.75%	7.86%	5.62%	—
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	—
原材料价格变动	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1
皮革(元/平方英尺)	12.13	11.46	12.07	11.19	—	—
YOY	—	-5.52%	5.32%	-7.29%	—	—
海绵(元/千克)	17	15.56	14.35	13.13	—	—
YOY	—	-8.47%	-7.78%	-8.50%	—	—
木料(元/立方米)	1,853.06	1,973.84	2,029.77	1,933.63	—	—
YOY	—	6.52%	2.83%	-4.74%	—	—
板材(元/平方米)	13.48	13.69	13.42	13.76	—	—
YOY	—	1.56%	-1.97%	2.53%	—	—
直接材料成本变动	—	-1.58%	1.00%	-2.79%	—	—

单位成本 (元/标准套)	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1
沙发类	2,537.72	2,393.76	2,324.94	2,260.02	2,279.20	-
YOY		-5.67%	-2.87%	-2.79%	-1.97%	-
床类	1,790.88	1,588.38	1,588.11	1,536.88	1,543.27	-
YOY		-11.31%	-0.02%	-1.36%	-2.82%	-
餐椅类	2,109.28	1,889.84	1,924.90	1,898.56	1,911.83	-
YOY		-10.40%	1.86%	-1.37%	-0.68%	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

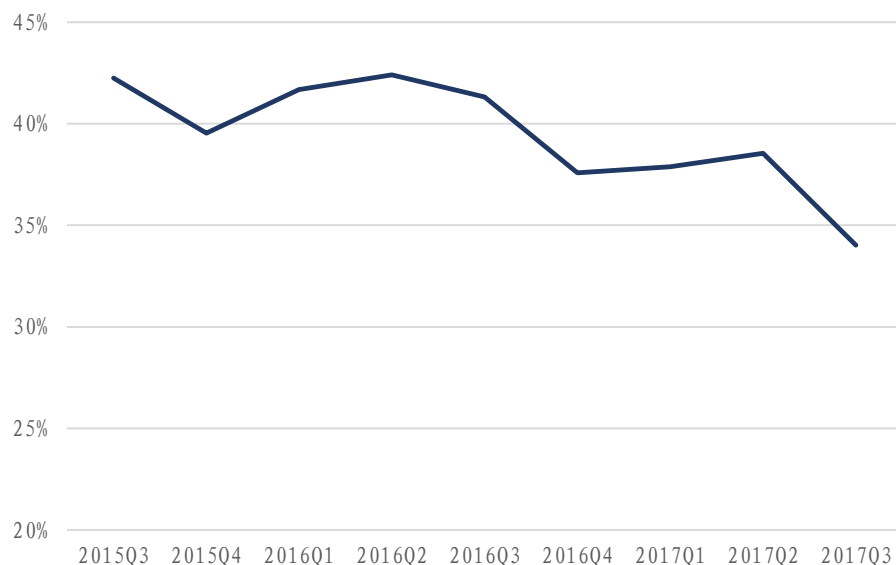
2016年下半年以来原材料价格上行，公司毛利率下行。2016年7月海绵原材料TDI价格为1.2万/吨，涨至17年10月高峰其价格达4.2万/吨，累计涨幅达250%。公司毛利率逐季下降，不过近期原料价格已达阶段性高点，现已出现震荡回调迹象。

图表 37：原材料 TDI、MDI 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 38：公司单季度毛利率逐渐下降（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司 80%的产品为自产，外购配套产品占比较低。自产品的成本中，皮革、海绵、木材原材料和人工成本占比达 70%。以 2015 年度数据为基准，假设产品价格、制造费用占比不变，经公司测算，公司对皮革价格最为敏感，其次为人工成本。

图表 39：顾家家居利润对原材料价格变动的敏感性分析

	30%	20%	10%	-10%	-20%	-30%
皮革	-12.24%	-8.16%	-4.08%	4.08%	8.16%	12.24%
海绵	-2.91%	-1.94%	-0.97%	0.97%	1.94%	2.91%
木材	-3.35%	-2.23%	-1.12%	1.12%	2.23%	3.35%
人工	-6.84%	-4.56%	-2.28%	2.28%	4.56%	6.84%

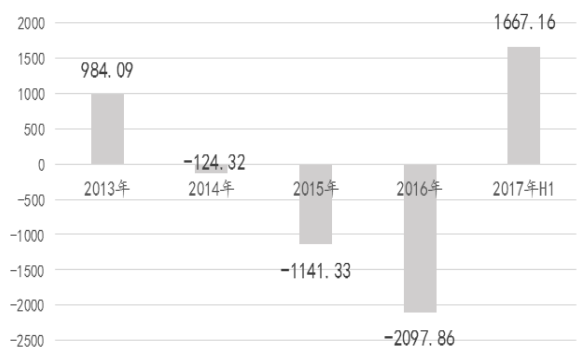
资料来源：顾家家居招股说明书，东吴证券研究所

虽然原材料成本对毛利率影响显著，但是公司产品具有进一步提价空间，原材料成本对公司毛利率影响可能得到弱化。

首先，公司公开发行以及可转债募集资金新建产能，届时产能将大幅提高，规模效应应进一步摊薄单位成本。其次，前期品牌塑造加大营销投入相当于变相降价，未来营销投入下降，公司产品平均价格将会得以提高。此外，随着品牌影响力的扩大，公司对上下游的溢价能力将得到提高。

**人民币汇率企稳，汇兑损益转正。**由于大部分软体家具从出口型企业起家，其产品渠道大多包括内销和出口两部分，且出口业务部分用外币核算收入。17 年上半年人民币持续升值，导致出口型企业大多产生汇兑损失，影响出口型企业当期盈利表现。顾家家居 2016-2017H 的汇兑损益差额达到 3765 万元，预计后期随着美元兑人民币走势企稳，软体家具财报中的汇兑损益项目将趋于平稳。

图表 40: 公司汇兑损益 (单位: 万元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 41: 人民币汇率



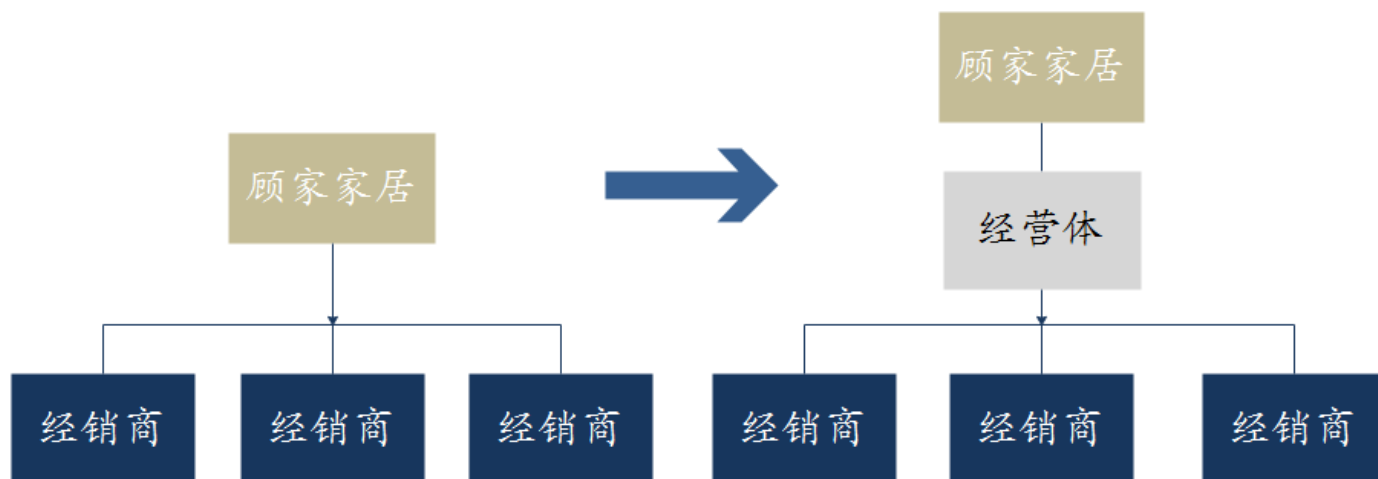
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 6 公司治理机制优异, 团队干劲十足

### 6.1 经营体制度, 放大公司渠道力

经营体是公司在部分省份试点的, 由该区域内规模较大、实力较强、对公司经营理念高度认同的经销商出资设立的区域销售公司, 销售公司独立自主经营, 经公司授权独家代理销售公司。2013 年下半年公司开始试点“经营体”销售模式。即由原来的“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”。目前公司共有河南顾家、江苏顾家和吉林顾家三家经营体。

图表 42: 公司经销商经营体制度放大渠道力



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

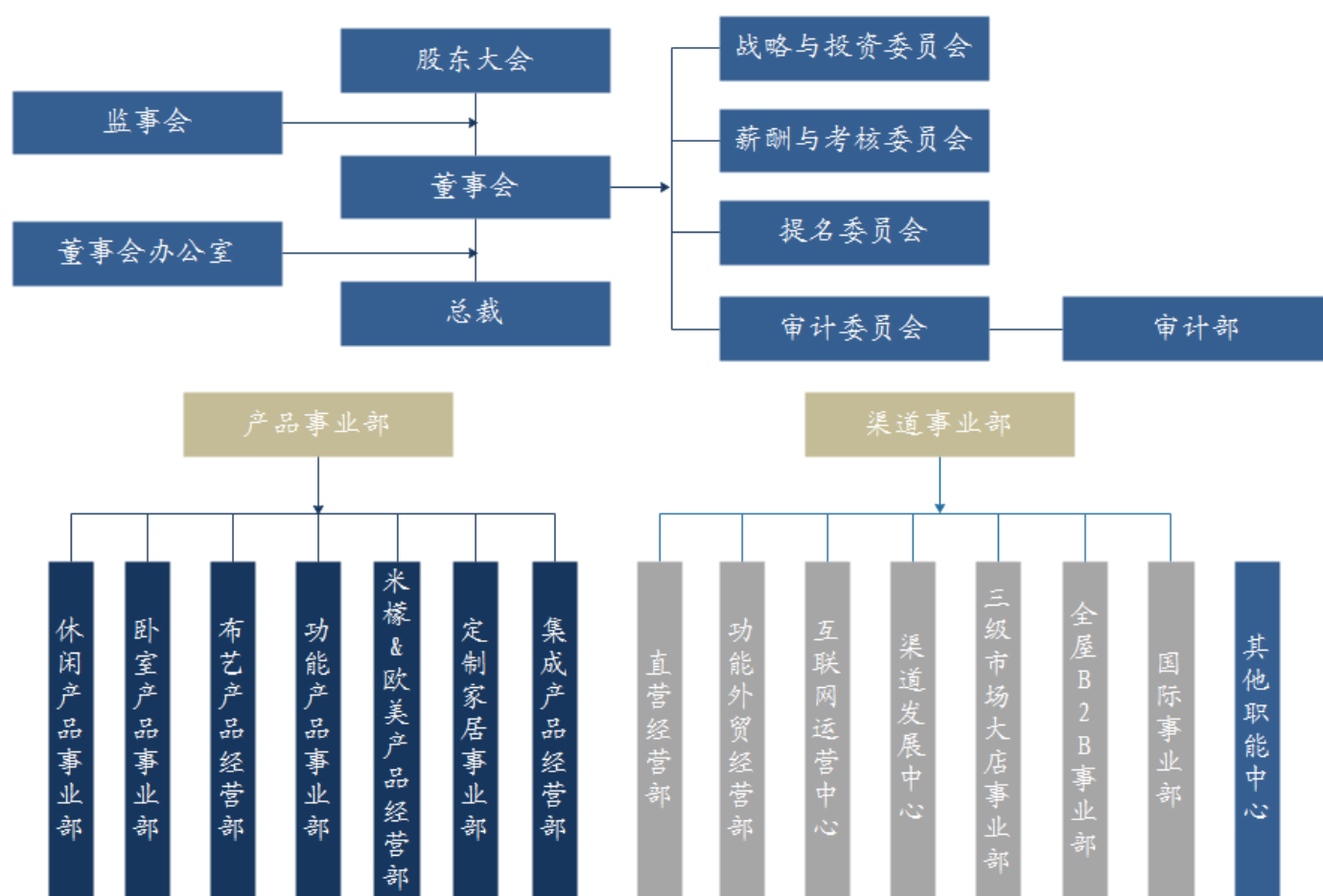
经营体机制具有一系列优势, 比如: 1、整合经销商资源, 收窄经销商管理半径, 提高公司经营管理效率, 降低经销体系管理成本。2、订单整合, 将小而零散的订单化零为整, 缩短了发货周期, 提高物流配送效率。3、区域“经营体”管理层更加熟悉本

地市场，提高公司满足客户需求的能力。在经营体模式下，公司直接面对单个经销商的营销、管理费用有所下降。为此，公司向经营体的销售价格较一般单个经销商低 5 个百分点左右。价格差异主要用于覆盖经营体的运营成本和合理的经营利润。

## 6.2 事业部制，打造创业型管理团队

公司采用事业部制的经营管理机制，下设 7 个产品事业部、7 个渠道事业部。公司每一个大品类有一个事业部，小品类有单独的经营部运营。事业部相当于是控股子公司。为了更好的激励事业部管理团队，当事业部的经营利润达到一定规模时，公司以市场价格回购管理团队股份。在这样的制度安排下，事业部的管理团队都是该事业部原始股东，从而将会以创业的热情经营事业部。

图表 43：公司事业部制



资料来源：公司年报，东吴证券研究所整理

## 7 财务分析和同行业对比

### 7.1 收入体量行业领先，增长提速

收入规模相对较高，增速大幅提升。公司 2014-2016 年实现销售收入 32.4、36.8、



47.9 亿，2017 年前三季度实现销售收入 48.5 亿，处于同行业上游水平。2017 前三季度收入增长速度大幅提升，达到 49.25%，大幅高于行业平均水平。

图表 44：收入行业对比情况（单位：百万元）

公司名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 Q3	
	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率
喜临门	12.91	26.29	16.87	30.75	22.17	31.39	20.47	44.40
梦百合	11.62	21.59	13.77	18.51	17.23	25.11	16.59	35.87
敏华控股	55.49	9.36	62.01	11.75	65.87	6.22	-	-
顾家家居	32.40	20.81	36.85	13.74	47.95	30.11	48.48	49.25
平均	26.67		30.89		35.09		25.85	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 7.2 毛利率行业领先，体现公司较强定价能力

软体家具上游原料成本占比约在 60%左右。其中原料成本的构成又可以具体细分为皮革（63%）、木材（18%）、海绵（14%）、其他（5%）。2016 年下半年以来原材料价格大幅上涨，软体家具企业毛利率在 2016 年普遍下滑，且 2017 年前三季度呈现加速下滑的态势，顾家家居 2015/ 2016/ 2017Q3 的毛利率分别为 41.13%、40.44%、36.74%，也呈现出下滑态势，随着后期 TDI 价格企稳，预计毛利率将有所修复。

图表 45：毛利率同行对比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017Q3
敏华控股	35.57%	35.59%	39.52%	41.88%	-
喜临门	37.03%	37.53%	39.61%	36.98%	33.26%
梦百合	30.89%	30.04%	34.86%	33.60%	30.72%
顾家家居	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%	36.74%
平均	35.87%	35.98%	38.78%	38.22%	33.57%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 7.3 加大营销力度，狼性化扩张

公司期间费用率高于可比公司，主要是公司内销占比较高，而近几年加大营销投入所致。

图表 46：期间费用率同行对比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017Q3
敏华控股	22.41%	20.99%	21.48%	19.76%	-
喜临门	21.78%	28.14%	24.10%	23.93%	21.03%
梦百合	17.01%	16.50%	19.66%	19.28%	20.85%
顾家家居	22.16%	23.60%	24.72%	25.72%	24.16%
平均	20.84%	22.31%	22.49%	22.17%	22.02%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 7.4 净利率高于同行平均水平

虽然公司净利率近年来有所下降，主要是今年以来毛利率因为原材料价格上升、高密度营销致产品单价下降所致。除去产品价格较高的敏华控股，公司净利率水平仍然高于行业平均水平。

图表 47：净利率同行业对比情况

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017Q3
敏华控股	16.33%	16.41%	18.15%	22.43%	-
喜临门	11.75%	7.22%	11.27%	9.18%	9.98%
梦百合	11.45%	11.29%	11.98%	11.53%	8.67%
顾家家居	14.94%	12.97%	13.31%	11.94%	13.13%
平均	13.62%	11.97%	13.68%	13.77%	10.59%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 7.5 经营性现金流近年持续好转

2014-2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比率逐年增加，公司现金流质量较高。

图表 48：公司现金流情况（单位：百万元）

项目	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业总收入（a）	2681.75	3239.71	3684.85	4794.53	4847.98
销售商品提供劳务收到现金（b）	3037.68	3518.01	4223.84	5610.54	5401.46
b/a	113%	109%	115%	117%	111%
经营活动现金净流量（c）	454.53	228.5	762.09	974.6	732.18
c/a	17%	7%	21%	20%	15%
净利润（d）	400.66	420.22	490.53	572.46	636.31

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司经营现金流状况近年有所好转，2016 年公司经营现金流净流入 9.75 亿，净额与净利润之比为 170.25%，高于同行业平均水平。

图表 49：经营性现金流同行业对比情况（单位：百万元）

公司名称	2014				2015			2016			2017Q3	
	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润
喜临门	14.16	0.40	43.26%	17.28	2.76	144.93%	23.31	3.60	177.15%	21.68	2.86	195.82%
梦百合	12.90	1.14	87.00%	14.84	1.67	101.32%	19.09	1.50	75.37%	17.57	0.59	41.58%
平均	13.53	0.77	68.84%	16.06	2.21	124.67%	21.20	2.55	126.88%	19.63	1.72	119.79%
顾家家居	36.71	2.29	54.38%	44.38	7.62	155.36%	59.52	9.75	170.25%	57.55	7.32	172.51%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 7.6 净资产收益率表现优于行业

资产周转率近年有所下降,仍高于行业平均。公司 2013 年净资产收益率为 51.08%,远高于行业平均水平 29.65%。近年公司净资产收益率有所下降,2016 年降至 25.75%,仍高于行业平均水平。

根据杜邦分析法,近年公司的销售净利率、权益乘数、资产周转率均有所下降。其中,销售净利率的下降主要是由原材料价格上涨导致,资产周转率的下降主要由于公司产品品类持续扩张带来的。

图表 50: 2013-2016 年杜邦分析法

项目	2012	2013	2014	2015	2016
销售净利率	14.02%	14.94%	12.97%	13.31%	11.94%
权益乘数	2.06	1.88	1.96	2.19	1.70
资产周转率	1.61	1.80	1.77	1.66	1.26
净资产收益率(ROE)	46.50%	51.08%	45.46%	49.22%	25.75%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 51: 2013-2016 年净资产收益率同行业对比

公司名称	2013	2014	2015	2016
敏华控股	24.78%	24.30%	29.14%	35.94%
喜临门	11.40%	8.37%	15.32%	10.85%
梦百合	31.33%	29.71%	28.60%	17.36%
顾家家居	51.08%	45.46%	49.22%	25.75%
平均	29.65%	26.96%	30.57%	22.47%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 8 盈利预测与投资建议

### 8.1 核心假设

公司是我国软体家具龙头企业,在产品和渠道上均具有明显优势。随着公司沙发、软床、床垫等业务持续扩张,全屋定制业务稳步推进,我们预计公司的收入规模将持续高速增长。

#### 核心假设:

1) 收入增速方面: 我们预计传统皮类沙发保持 15% 的增长,布艺和功能沙发收入增速高达 70% 上下;软床及床垫业务发展势头迅猛,收入增速维持 50% 以上;配套产品及其他业务稳健增长。

2) 综合毛利率方面: 17 年公司海绵、木材等原材料价格维持高位,主要品类毛利率有所下滑。预计公司 18 年年沙发业务毛利率随着提价落实将有所修复。

3) 期间费用率方面: 家具行业目前处在狼性扩张时期,公司加大销售力度以提高

市场份额。预计公司 2017-2018 年销售费用率仍将维持在较高水平。

## 8.2 盈利预测

基于上述假设，我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 69.72 亿元、94.29 亿元、123.32 亿元，同比增速为 45.4%、35.2%、30.8%，归母净利润分别为 8.00 亿元、10.63 亿元、13.06 亿元，同比增速为 39.2%、32.8%、22.9%，对应 EPS 分别为 1.87、2.48、3.05 元。当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 34X、26X、21X。

## 8.3 估值与投资建议

由于近年收入和业绩增速加快，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 34X、26X、21X。基于公司狼性化扩张，加大营销投入促进公司业绩提升，多品类、多品牌战略持续推进，渠道下沉叠加品类众多，公司管理机制理顺，看好公司长期成长，维持“增持”评级。

图表 52：行业可比公司估值（单位：亿元）

公司名称	总市值	净利润			PE		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
敏华控股	295	19.00	22.45	28.34	15.51	13.13	10.40
喜临门	73.6	2.82	3.81	5.02	26.12	19.30	14.66
梦百合	63.4	2.12	2.84	3.76	29.86	22.33	16.85
顾家家居	273	8.00	10.63	13.06	34.07	25.66	20.87

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（注：敏华控股、喜临门、梦百合数据取自一致预期，敏华控股总市值、净利润单位为亿港元）

## 9 风险提示

- 1) 原材料价格上涨超预期，公司毛利率受原材料成本影响显著，原材料价格上涨可能影响公司业绩；
- 2) 产能建设不达预期，限制公司多品类扩张能力；
- 3) 客户订单不达预期，收入增长受限。

顾家家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>3785.41</b>	<b>4041.84</b>	<b>5422.96</b>	<b>6762.93</b>	<b>营业收入</b>	<b>4794.53</b>	<b>6971.90</b>	<b>9429.18</b>	<b>12332.23</b>
货币资金	1248.56	1009.78	1909.02	2553.82	营业成本	2855.81	4219.66	5722.28	7551.22
应收款项	340.98	472.90	627.83	811.80	营业税金及附加	48.04	69.85	94.47	123.55
存货	683.49	985.76	1277.91	1709.28	销售费用	1057.73	1573.56	2137.59	2800.65
其他	1512.39	1573.39	1608.20	1688.03	管理费用	172.15	266.33	360.19	471.09
<b>非流动资产</b>	<b>1434.23</b>	<b>2176.71</b>	<b>2458.77</b>	<b>2738.12</b>	财务费用	3.12	29.90	0.91	(5.54)
长期股权投资	36.62	47.16	57.71	68.25	投资净收益	(75.99)	48.34	43.51	39.16
固定资产	1058.52	1194.54	1410.40	1623.55	其他	0.12	19.92	10.58	0.00
无形资产	172.33	215.99	209.65	203.31	<b>营业利润</b>	<b>601.44</b>	<b>847.49</b>	<b>1139.48</b>	<b>1407.27</b>
其他	166.76	719.02	781.02	843.02	营业外净收支	136.35	182.66	228.80	275.09
<b>资产总计</b>	<b>5219.64</b>	<b>6218.55</b>	<b>7881.73</b>	<b>9501.06</b>	<b>利润总额</b>	<b>737.79</b>	<b>1028.14</b>	<b>1366.27</b>	<b>1680.35</b>
<b>流动负债</b>	<b>1766.99</b>	<b>2028.02</b>	<b>2732.92</b>	<b>3174.31</b>	所得税费用	165.34	230.40	306.18	376.56
短期借款	130.01	65.01	32.50	16.25	少数股东损益	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)
应付账款	440.57	584.49	687.13	823.12	<b>归属母公司净利润</b>	<b>575.05</b>	<b>800.34</b>	<b>1062.69</b>	<b>1306.39</b>
其他	1196.41	1378.52	2013.30	2334.94	EBIT	708.85	912.35	1209.11	1509.27
<b>非流动负债</b>	<b>3.71</b>	<b>5.39</b>	<b>7.29</b>	<b>9.54</b>	EBITDA	781.98	980.57	1290.58	1605.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	3.71	5.39	7.29	9.54		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1770.70</b>	<b>2033.41</b>	<b>2740.22</b>	<b>3183.85</b>	每股收益 (元)	1.39	1.87	2.48	3.05
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47	每股净资产 (元)	8.33	9.75	11.98	14.73
归属母公司股东权益	3437.48	4173.67	5130.04	6305.74	发行在外股份 (百万股)	412.50	428.14	428.14	428.14
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5219.64</b>	<b>6218.55</b>	<b>7881.73</b>	<b>9501.06</b>	ROIC (%)	15.37	16.66	18.13	18.49
<b>现金流量表 (百万元)</b>					ROE (%)	25.64	20.97	22.79	22.80
	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率 (%)	40.44	39.48	39.31	38.77
经营活动现金流	974.60	1053.92	1728.22	1645.21	EBIT Margin (%)	16.31	14.06	13.69	13.02
投资活动现金流	(1601.45)	(404.67)	(434.52)	(431.81)	销售净利率 (%)	11.94	11.44	11.24	10.57
筹资活动现金流	1533.21	(888.02)	(394.47)	(568.59)	资产负债率 (%)	33.92	32.70	34.77	33.51
现金净增加额	927.59	(238.78)	899.23	644.81	收入增长率 (%)	30.11	45.41	35.25	30.79
折旧与摊销	73.13	68.22	81.47	96.08	净利润增长率 (%)	15.40	39.18	32.78	22.93
资本开支	230.80	257.67	287.52	284.81	P/E	47.41	34.07	25.66	20.87
营运资本变动	2070.93	(4.60)	676.21	898.59	P/B	7.93	6.53	5.31	4.32
企业自由现金流	743.80	796.25	1440.70	1360.40	EV/EBITDA	35.03	27.87	21.15	16.99

来源: Wind 资讯、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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>