

谋篇布局，进击的软体家居龙头

——顾家家居（603816）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 引入事业部制，经营业绩稳健向好

顾家家居是软体家居行业的龙头企业，以休闲沙发为主业，产品品类逐步扩张。2012 年公司开始从外部引入职业经理人团队，并开始推行事业部制，以提高经营效率。公司 2017 年实现营业收入 66.65 亿元，同比增速为 39.02%，实现净利润 8.31 元，同比增速为 45.14%。

❖ 软体家居行业内需提振，未来三年需求有望突破 2000 亿元

随着新房销售规模扩大、二手房翻新提速和消费观念的革新，根据测算，2018 年到 2020 年软体家居内销总规模将达 1905.32 亿元、2065.33 亿元、2230.42 亿元，复合增速为 8.39%。随着出口转内销企业的增多，“品牌+设计+供应链管理”升级，精益化管理成为竞争焦点。

❖ 打造以沙发为主体的产品矩阵，大家居布局正当时

公司目前产品覆盖了沙发、床垫、软床、餐桌椅、红木及定制等多个品类，其中，沙发是公司的主体产品，休闲沙发为拳头产品，辅以休闲和功能沙发。公司以设计为驱动力，通过产能扩张和每年 500 家新开门店的渠道下沉，构建“设计-生产-销售”一体化网络。公司从 2010 年起逐步推行大家居战略，在品牌、产品和渠道方面具备较强的引流能力，可以通过抢占中小企业客流量，提升产品品质和服务，提高成交率和客单价，实现业绩增长，走出地产周期。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司是软体家居行业龙头企业，随着产能的陆续释放，预计 2018-2020 年，营业收入 84.82 亿元、110.54 亿元、144.14 亿元，实现归属母公司的净利润 10.68 亿元、13.66 亿元、16.46 亿元，EPS 分别为 2.49 元、3.19 元、3.84 元，对应 2018-2020 年 P/E 分别为 29.97 倍、23.42 倍、19.45 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：原材料价格上涨超预期；产能建设和客户订单不达预期。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	6665	8482	11054	14414
+/-%	39%	27%	30%	30%
净利润(百万)	822	1068	1366	1646
+/-%	43%	30%	28%	20%
EPS(元)	1.92	2.49	3.19	3.84
P/E	38.91	29.97	23.42	19.45

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 轻工制造

报告时间 | 2018/5/31

前收盘价 | 73.12 元

公司评级 | 增持评级

分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002

010-66495651

yangouwen@cczq.com

联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006

021-68595117

lindongyue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、顾家家居：进击的软体家居龙头	4
1.1 发展历程：筚路蓝缕，成长提速	4
1.2 股权结构：实际控制人保持稳定	4
1.3 引入职业经理人，推行事业部制，公司治理逐步完善.....	5
1.4 经营业绩稳健向好，费用支出较为稳定.....	6
二、软体家居行业：享消费升级红利，迎集中度提升春风	7
2.1 内需提振，未来三年需求有望突破 2000 亿元.....	7
2.2 “品牌+设计+精益化管理水平”成为软体家居行业竞争焦点	11
2.3 沙发行业：龙头企业赛道布局差异化，全品类竞争加剧.....	12
三、公司搭建“设计-生产-销售”一体化网络，打造软体产品矩阵，进军卧室空间	13
3.1 公司以设计为驱动力，升级生产管理体系，提高生产效率.....	13
3.2 休闲沙发收入占 37%，奠定拳头产品地位	14
3.3 开拓布艺沙发和功能沙发，完善沙发产品矩阵.....	15
3.4 公司加大外延收购力度，填补高端软体市场空白.....	16
3.5 进军卧室空间，拓宽产品体系	17
四、产能扩张，渠道下沉，大家居战略布局恰逢其时	18
4.1 产能扩张有序，业务体量放大	18
4.2 销售渠道加速下沉，新开门店约 500 家/年，线上线下双轨并行.....	19
4.3 大家居战略布局初具雏形，有望穿越地产周期.....	22
五、估值评级：软体家居龙头，予以“增持评级”	24
5.1 关键假设	24
5.2 盈利预测	24
风险提示	25
盈利预测	26

图表目录

图 1:	顾家家居股权结构.....	5
图 2:	顾家家居事业部构成.....	6
图 3:	2013-2017 年营收 CAGR 为 26% (百万元)	7
图 4:	2013-2017 年净利润 CAGR 为 20% (百万元)	7
图 5:	销售、管理、财务费用率为 21%、3%、1%.....	7
图 6:	2017 年境内销售占比为 64% (百万元)	7
图 7:	2006-2015 年我国软体家居出口值 (亿美元)	8
图 8:	2010-2017 年住宅销售面积 (亿平米)	9
图 9:	我国 2010-2017 年人均可支配收入/万元	9
图 10:	2006-2015 年我国软体家居消费额 (亿美元)	10
图 11:	软体家居行业发展现状及应对策略.....	12
图 12:	顾家家居沙发工艺流程.....	14
图 13:	公司沙发 2013-2017 年 CAGR 为 23%.....	15
图 14:	公司 2017 年休闲沙发占比为 37%.....	15
图 15:	2013-2017 年软床及床垫复合增速 49%.....	18
图 16:	2013-2017 年餐椅复合增速为 9%.....	18
图 17:	顾家家居外购沙发 (万套) 及外购占比.....	19
图 18:	顾家家居 2017 年内销收入占比 64%.....	20
图 19:	顾家家居经营体销售体系建设.....	21
图 20:	家居企业收入影响因素.....	22
图 21:	海宁皮革价格指数	24
图 22:	华南地区 TDI 平均价 (元/吨)	24
表格 1:	顾家家居发展历程.....	4
表格 2:	家具行业 2006 年-2015 年产值统计	8
表格 3:	软体家居 2018 年-2020 年市场规模测算	10
表格 4:	沙发行业龙头企业对比.....	13
表格 5:	顾家家居沙发品类海外扩张路线图.....	16
表格 6:	顾家家居产能分布.....	18
表格 7:	顾家家居可比公司.....	25

一、顾家家居：进击的软体家居龙头

1.1 发展历程：筚路蓝缕，成长提速

顾家家居成立于 1982 年，主要从事客餐厅及卧室家具产品的研究、开发、生产与销售。公司以休闲沙发起家，逐步向功能、布艺等全品类沙发产品、软床和床垫、全屋定制延伸，目前已打造客厅与卧室两大空间的产品品类。

公司旗下拥有工艺沙发、布艺沙发、功能沙发、欧美家居、“米檬”、软床、床垫、全屋定制、Lazboy 功能沙发九大产品系列，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵，构建了客厅和卧室两大产品系列。

公司历史沿革可分为四个阶段：第一，初创期确立沙发主业；第二，成长期专注主业，扩充产能；第三，扩充品类，发展软床等相关业务；第四，推进大家居战略，成长为软体家居龙头。

表格 1. 顾家家居发展历程

阶段	时间	事件
初创期	1982 年-2003 年 品牌创立阶段	南通顾家工坊、海龙家私、顾家沙发成立，确立“因为顾家，所以爱家”的品牌理念
成长期	2004 年-2012 年 产能扩大，渠道升级，品类齐全	供给端开始发力，产能开始扩大，杭州下沙生产基地、浙江第二生产基地、杭州江东新工厂相继筹建并投产，成为亚洲最大的沙发生产商；积极布局线下销售渠道，逐步成为国内门店数量最多的家居企业之一；同时，公司更名顾家家居，逐步丰富产品线，推出功能沙发、布艺沙发的产品系列。
转型期	2013-2016 年 公司管理体制变革	公司从美的引进部分管理团队，包括原美的的副总裁李东来等职业经理人，逐步实现所有权和经营权的分离，改革公司管理体制。新的管理团队开始推行类似事业部的机制改革，升级供应链管理体系
加速发展期	2016 年以来 产能、渠道、品牌升级	公司登陆 A 股，加速供销网络建设，IPO 募投项目包括 55/18/15/9 万套沙发/软床/餐椅/床垫的产能建设，推进渠道下沉，加速三四线城市布局；完善产品矩阵，加快沙发品类扩张，逐步打造软体家居全品类，布局定制家居产品，构建“软体+定制”的产品矩阵。

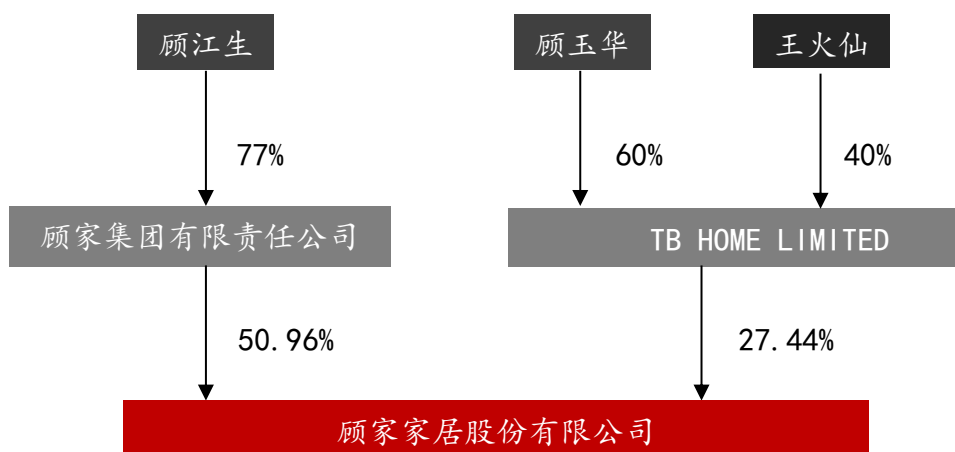
资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

1.2 股权结构：实际控制人保持稳定

公司实际控制人为顾江生、顾玉华和王火仙三人（顾玉华与王火仙为夫妻关系，

顾江生是二人之子)，三人合计持有公司 66.68% 股份，股权结构清晰且比较集中，顾氏家族控制了公司 2/3 的股权，股权的稳定和集中对于公司的管控较为有利。

图 1：顾家家居股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.3 引入职业经理人，推行事业部制，公司治理逐步完善

1.3.1 引进职业经理人，推出激励计划

尽管公司的家族烙印比较深，但是 2012 年开始，公司从外部引入职业经理人团队，引进的人员包括曾任美的空调事业部总裁的李东来，曾任美的制冷运营部总监的李云海，曾任双桦控股董秘的董汉有等人。自此家族企业的印记开始逐步淡化，专业的管理团队为公司发展带来了新生机。

2017 年 9 月公司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考核未来三年公司营业收入及利润增速，将核心人员利益与公司利益深度绑定，提高了高管团队的工作积极性，共谋公司业绩增长。

此外，公司还有望推出经销商、供应商股权激励计划，从而将公司内部外部人员的利益进行绑定，从而实现公司未来三年业绩的稳定增长。

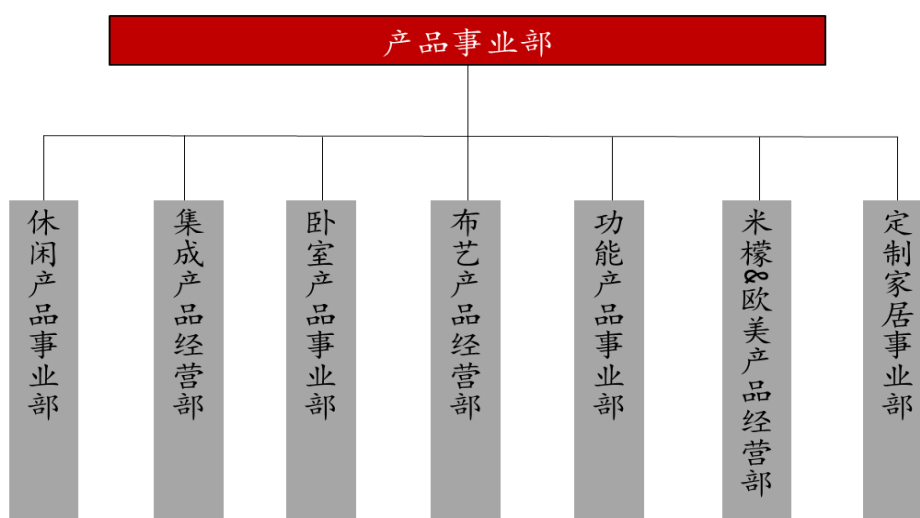
1.3.2 推行事业部制，提升经营效率

公司管理推行事业部制，形成“集团总部——多个从事专业化经营的事业部——

—事业部下属经营单位”的管理架构，目前设有 7 个产品事业部，一个品类组建为一个事业部。

事业部制可以激发公司活力，主要有以下几点原因：（1）各事业部相对独立，可以根据自身产品特别开展经营，全责明确；（2）事业部制便于开展激励，适宜的激励措施可以激发事业部员工共走热情；（3）事业部制具有较强的可复制性，公司推出新的家居品类，可以通过成立新的事业部快速打开市场；（4）提供工作效率，公司职能部门可以为各事业部提供更专业高效的支持。

图 2：顾家家居事业部构成



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

1.4 经营业绩稳健向好，费用支出较为稳定

公司 2017 年实现营业收入 66.65 亿元，同比增速为 39.02%，2013-2017 年复合增速为 25.56%；2017 年实现净利润 8.31 元，同比增速为 45.14%，2013-2017 年复合增速为 20%。在江东募投项目投产的助力下，各项业务的发展提速明显，**2017 年沙发/配套品/软床&床垫三项主营业务同比增长 32.00%/34.32%/36.31%。**

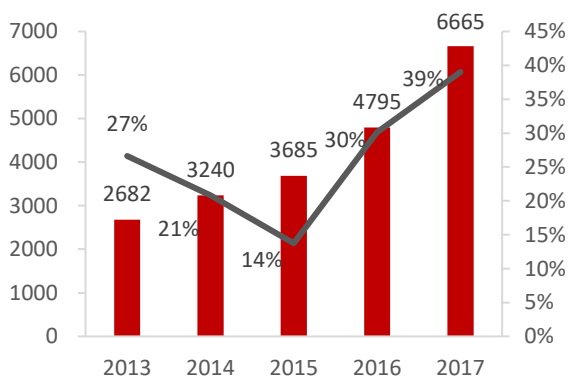
公司过去五年经营业绩持续向好，营业收入和净利润稳步增长，2017 年更是取得了长足的进步，增速远高于历史平均值。与此同时，公司的费用率维持相对稳定，销售费用率保持在 20%左右，管理费用率在 3%左右，财务费用率则不足 1%。

近五年来，公司内外销占比较为稳定，内销占比 65%左右，随着自主品牌的推

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

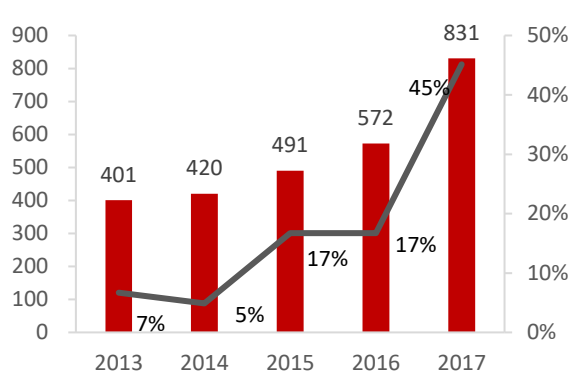
进，品类建设的完成，预计未来内销比例将逐步扩大。

图 3： 2013-2017 年营收 CAGR 为 26% (百万元)



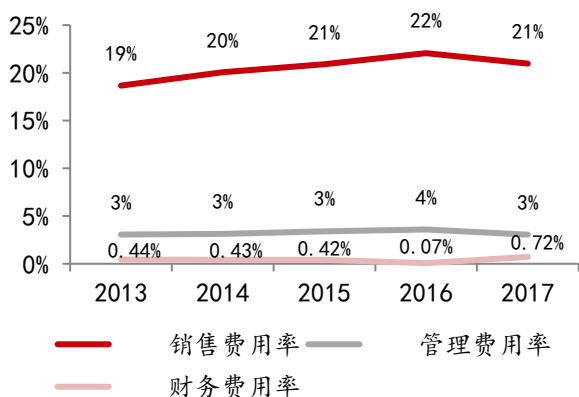
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4： 2013-2017 年净利润 CAGR 为 20% (百万元)



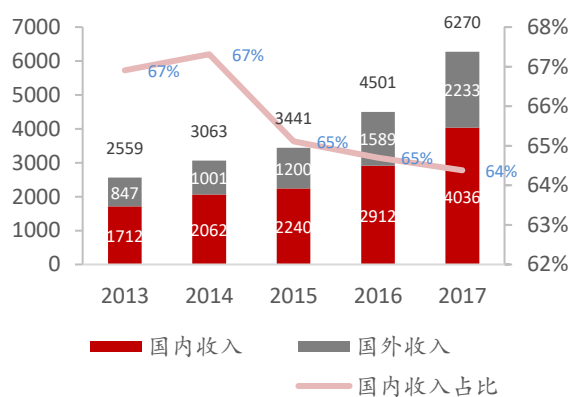
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 销售、管理、财务费用率为 21%、3%、1%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 2017 年境内销售占比为 64% (百万元)



资料来源：wind，川财证券研究所

二、软体家居行业：享消费升级红利，迎集中度提升春风

2.1 内需提振，未来三年需求有望突破 2000 亿元

2.1.1 我国软体家居产值年复合增速为 15.15%

软体家居是以海绵、织物为主体的家具，主要包括沙发、软床、床垫以及床头柜、茶几等与床、沙发相配套的家具产品。近年来，全球软体家居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 2380 亿美元增至 2015 年的 4550 亿美元，复合增长率为 5.5%，其中软体家居占比为 16%。据 CSIL（米兰国际工业研究中心）数据显示，2006 年到 2015 年，全球软体家居消费量从 476 亿美元增长至 626 亿美元，年均复合增长率达到 2.78%。

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，年复合增长率为 15.15%，内销规模由 2006 年 44.74 亿美元增长至 2015 年的 192.03 亿美元，年复合增长率为 15.68%。软体家居出口额由 2006 年的 32.97 亿美元增长至 2015 年的 127.04 亿美元，年复合增长率为 14.44%。

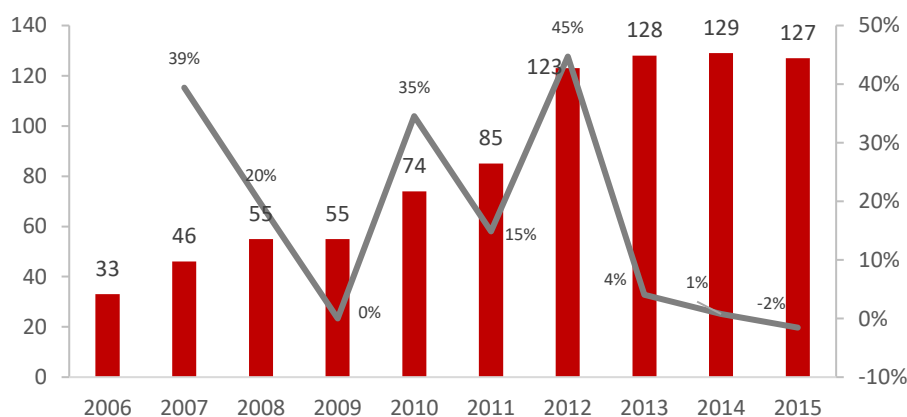
表格 2. 家具行业 2006 年-2015 年产值统计

	2006/亿美元	2015/亿美元	年复合增长率
全家家具产值	2380	4550	5.5%
全球软体家居消费额	476	626	2.78%
我国软体家居产值	77.45	317.33	15.15%
软体家居出口额	32.97	127.04	14.44%

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

内销的主导地位逐步凸显，国内市场需求增速较快，已逐步成为我国软体家居规模持续增长的主要驱动力。中国是全球软体家居最大的生产国与消费国，软体家居产值约占全球产值的 50%，软体家居消费额约占全球消费量的 30%。中国作为全球最大的软体家居出口国，近年受国际经济形势影响，2013 年开始出口增速下滑明显，出口占总产值的比值也由 2012 年的 45.5% 减少至 40.0%。

图 7：2006-2015 年我国软体家居出口值（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

2.1.2 消费升级，软体家居内销提速

全球前五大软体家居消费国分为中国、美国、德国、英国和印度，消费量分别各地占比 30.68%、23.10%、5.36%、5.16%和 4.50%。从前五大消费国的属性来看，可以发现软体家居的需求主要体现在两方面：一方面，发达国家房屋翻新，居民消费持续升级，对软体家居需求扩大；另一方面，对于人口规模较大的发展中国家，随着城镇化水平的提高和居民消费水平、观念的转变，对软体家居的需求同样呈扩大趋势。

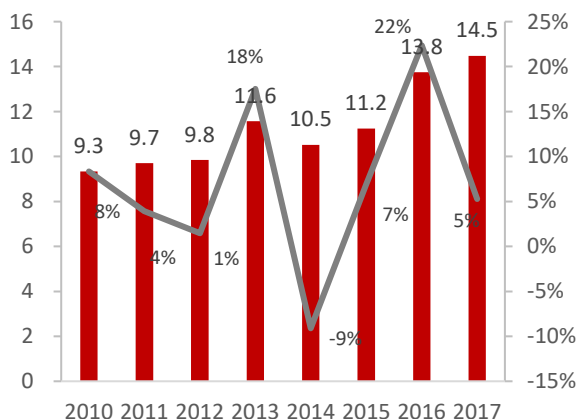
我们判断国内软体家居需求有望提速，主要基于以下原因：

(1) **新房销售规模扩大**，全国户籍人口城镇化率从 2012 年的 35.3% 增长到 2017 年的 42.35%，8000 多万农业转移人口成为城镇居民，住宅销售面积持续扩大，2017 年达到了 14.48 亿平方米；

(2) **存量房翻新提速**，随着居民生活水平的提升，购买力提升，催生装修和家居需求的扩大；

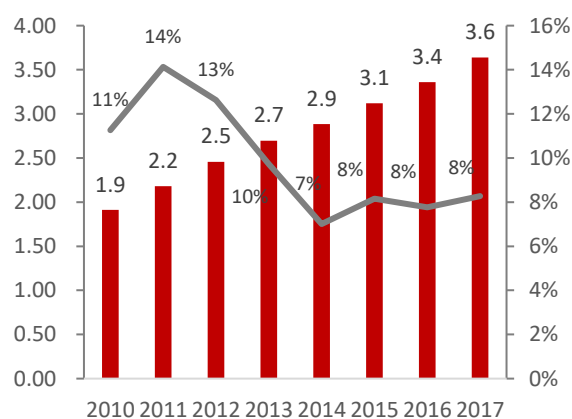
(3) **传统观念革新**，中国人习惯睡硬板床、使用木制家具等，但是随着居民消费习惯的改善，沙发、软床、床垫软体家居被越来越多的消费群体接受。

图 8：2010-2017 年住宅销售面积（亿平米）



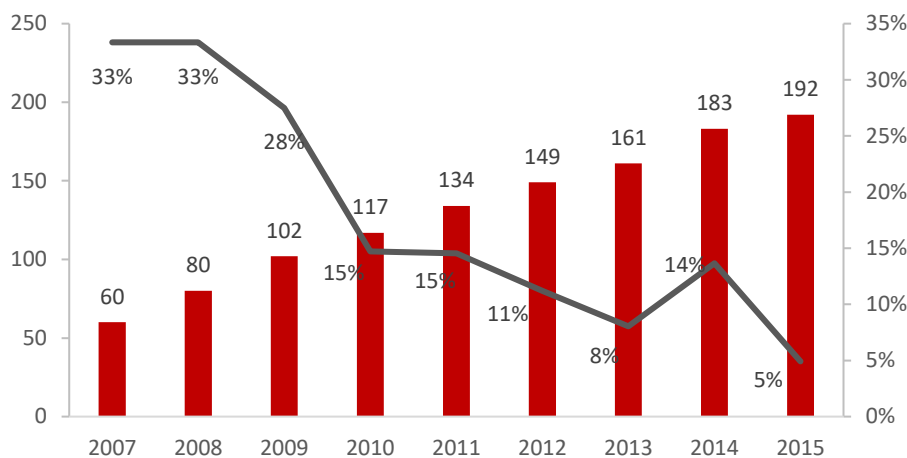
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：我国 2010-2017 年人均可支配收入/万元



资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：2006-2015 年我国软体家居消费额（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

2.1.3 软体家居需求未来三年有望突破 2000 亿元

我们假设，沙发、软床和床垫渗透率分别以每年 0.5%、0.5%、1% 的增速提升，翻新率分别以每年 3%、2%、3% 的增速提升，单价以 5% 的速度提升。此外，住宅销售面积未来三年按 5% 的速度提升，存量房数量以 2% 的增速提升。其中，沙发和软床为一户一套，床垫为一户两套。

根据测算，2018 年到 2020 年软体家居行业将保持稳健增长，2018 年-2020 年软体家居内销总规模达 1905.32 亿元、2065.33 亿元、2230.42 亿元，复合增速为 8.39%。具体来看，沙发未来三年内销规模为 910.28 亿元、985.37 亿元、1062.43 亿元，复合增速 8.24%；软床未来三年内销规模为 479.77 亿元、519.18 亿元、560.30 亿元，复合增速 8.21%；床垫未来三年内销规模为 515.28 亿元、560.78 亿元、607.69 亿元，复合增速 8.82%。

表格 3. 软体家居 2018 年-2020 年市场规模测算

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
全国住宅销售面积（亿平米）		13.75	14.48	15.20	15.81	16.29
单套房平均面积（平方米）		90	90	90	90	90
一手房销售套数（万套）		1527.78	1608.89	1689.33	1756.91	1809.61
存量房套数（万套）		61970.70	63210.11	64474.32	65763.80	67079.08
沙发	渗透率	80.00%	80.50%	81.00%	81.50%	82.00%
	翻新率	3%	3%	3%	3%	3%
	单价（元/套）	2500.00	2625.00	2756.25	2894.06	3038.77
	市场容量（亿元）	770.34	837.76	910.28	985.37	1062.43
	YOY		8.75%	8.66%	8.25%	7.82%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
软床	渗透率	30.00%	30.50%	31.00%	31.50%	32.00%
	翻新率	2%	2%	2%	2%	2%
	单价（元/套）	2000	2100	2205	2315.25	2431.01
	市场容量(亿元)	407.46	442.24	479.77	519.18	560.30
	YOY		8.54%	8.49%	8.22%	7.92%
床垫	渗透率	60%	61%	62%	63%	64%
	翻新率	2%	2%	2%	2%	2%
	单价（元/套）	1000.00	1050.00	1102.50	1157.63	1215.51
	市场容量(亿元)	431.22	471.58	515.28	560.78	607.69
	YOY		9.36%	9.27%	8.83%	8.36%
软体家居总规模（亿元）		1609.01	1751.58	1905.32	2065.33	2230.42
YOY			8.86%	8.78%	8.40%	7.99%

资料来源：国家统计局，川财证券研究所

2.2 “品牌+设计+精益化管理水平”成为软体家居行业竞争焦点

随着外需减弱和内需的持续扩大，部分贴牌生产的厂商开始转向内销，但是目前行业总体存在一些不足，使得行业发展价值链定位较低，主要包括（1）贴牌产品缺乏设计能力，产品同质化严重；（2）规模化程度较小，市场份额小；（3）销售渠道匮乏，议价能力较差；（4）供应链管理体系落后，生产效率不高。

为了改变行业现状，软体家居企业从以下方面入手：

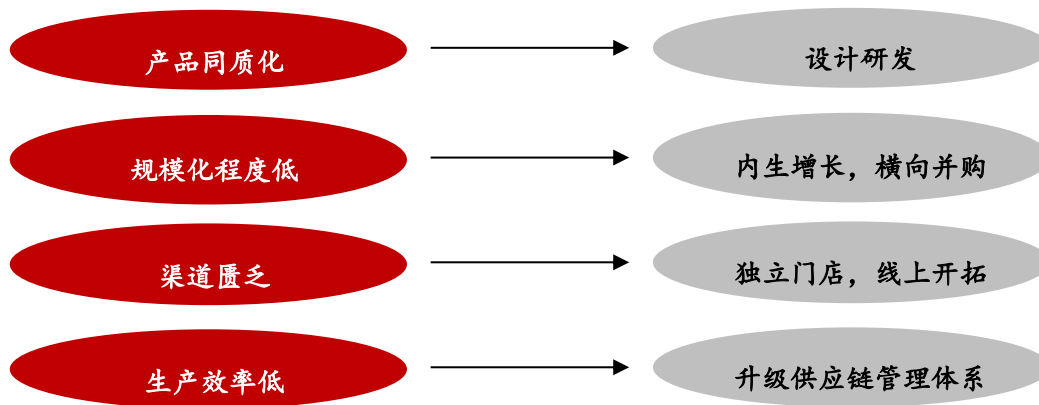
（1）**提高自主创新能力加强产品设计和研发**，新的消费需求对产品的设计、风格等有了更高的需求，产品细节处理将直接影响用户体验；

（2）**行业横向整合提速**，受原材料成本上涨影响，中小企业面临的成本压力较大，而龙头企业凭借规模优势在成本端拥有较强的竞争力，通过精准的控制和高效的产出，达到降低成本、提升产品质量、缩短生产周期的效果；

（3）**深化渠道布局**，知名企业开始走出建材家居卖场，开设独立门店，由于软体家居行业注重体验，线下体验店将起到展示和引流作用，同时，减少中间经销环节，直接面对终端客户，降低成本，此外，线上和线下一体化的营销服务体系的革新将逐步引导行业发展趋势；

（4）**升级供应链管理体系**，通过有效整合企业内外部资源，打造公司知名度，订单生产模式可以逐步从预付款转向全额付款。顾家 17 年客户下单就由预付款变化为全额付款，供应链明显改善，实现按需生产，提高了生产效率。

图 11：软体家居行业发展现状及应对策略



资料来源：川财证券研究所

2.3 沙发行业：龙头企业赛道布局差异化，全品类竞争加剧

沙发按照用途可以分为功能沙发和传统沙发两种。传统沙发框架固定，形态无法变动，根据材质通常可以分为布艺沙发、休闲沙发等；功能沙发可以调整姿态、变换形态，甚至附加保健、娱乐、储藏等功能。

布艺和休闲等传统休闲沙发通常更具设计感，要求企业具备良好的设计、品类和供应链管理能力；功能沙发强调沙发的功能性和舒适性，对空间利用率高要求高，通过提高空间收纳效率，加强中小户型的适用性。

目前具有品牌影响力、渠道优势和规模效应的大型企业主要定位于中高端市场，国内知名厂商有顾家家居、敏华控股、左右家私、斯可馨、喜临门等。国内沙发行业集中度偏低，市场份额有待进一步提高。我国沙发行业 CR3 在 10% 左右，而美国沙发行业 CR3 为 50%。目前，龙头企业的竞争虽然激烈，但是赛道布局有一定的差异化。

产品方面，目前顾家家居的主打产品是休闲沙发，敏华则主打功能沙发，双方主打产品分布在不同的赛道上，是各自领域的龙头。

渠道方面，在国内市场，顾家家居最主要的竞争对手是敏华控股和左右家私，在渠道数量方面占有优势，门店数量处于行业第一，目前顾家在国内年均开店节奏在 400-500 家，敏华大约在 200 家左右，顾家在渠道方面的优势还会继续凸显。

收入方面，敏华集团 2017 财年实现营业收入 77.79 亿港元（约合人民币 63.23 亿人民币），中国市场业绩为 33.62 亿港元（约合 27.33 亿人民币），比去年同期增长 37%。其中，沙发及配套产品批发销售业务在中国市场的收入约 20.63

亿港元（约合 16.77 亿人民币），较上年同期增长约 48.1%。顾家 2017 年营业收入 66.65 亿元，其中境内销售收入为 40.36 亿元。预计 2017 全年顾家收入略低于敏华，但是中国境内销售收入领先敏华，在外销停滞内销扩大的情况，顾家的营业收入增长空间更大。

表格 4. 沙发行业龙头企业对比

公司	核心产品	门店	收入
顾家家居	休闲沙发	3500（90%经销）	66.65 亿元
敏华控股	功能沙发	1966（2017 财年）	77.79 亿港元（2017 财年）
左右家私	传统沙发	2900 左右	-
斯可馨	布艺沙发	2000 左右	-

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

大家居战略提速，全品类竞争加剧。但是随着家居行业竞争的加剧，龙头企业无法依赖单一产品保持持续的竞争优势，全品类大家居布局成为龙头企业的选择。顾家家居牵手美国 Lazboy 进军功能沙发领域，喜临门收购 M&D 进入休闲和半皮沙发领域，梦百合除了记忆棉床垫产品，也在开拓沙发、沙发床等业务。软体家居企业开始逐步进入竞争对手的赛道，龙头企业的全品类布局将会加剧行业的竞争。

龙头企业将以渠道为切入点，通过丰富产品品类，逐步覆盖卧室、客厅、餐厅等多个功能区域，多品类扩张保证了盈利能力，也能逐步提升市场份额，中小企业由于品牌知名度较低、产品品类单一，生存空间将被挤压。

三、公司搭建“设计-生产-销售”一体化网络，打造软体产品矩阵，进军卧室空间

3.1 公司以设计为驱动力，升级生产管理体系，提高生产效率

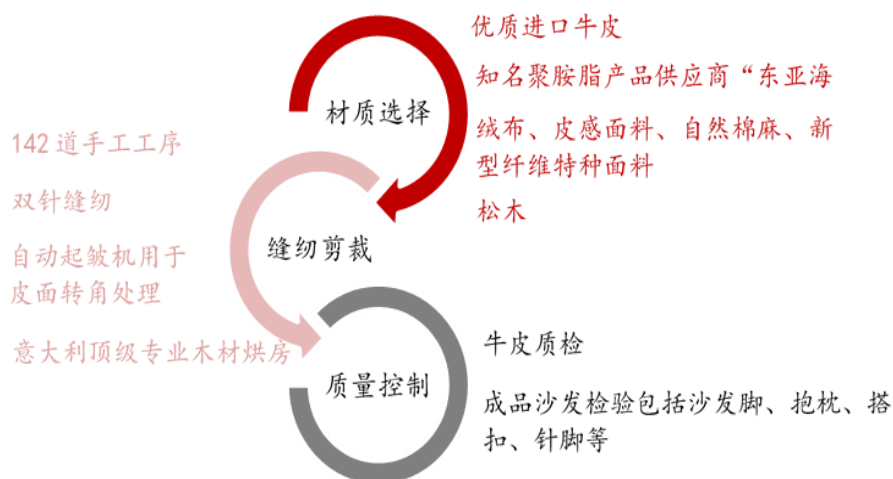
顾家家居拥有资深的设计研发团队，除国内的设计研发中心之外，还与十余个国外设计团队合作，由欧洲设计师亲自带队，总计家具设计师、色彩专家、建筑设计师、工程师和室内设计师 100 多人。其中，来自法国的设计团队，是一支在行业内拥有近 20 年经验的专业家具设计公司，旗下拥有庞大的专业设计团队。首席设计师拥有长达 50 余年的沙发设计经验。

公司以设计为主要驱动力，持续推进产品创新。沙发生产可分为三个环节，皮

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

草、布料的裁剪和缝制、木质框架的生产，组装质量检验。公司在材质选择、缝纫剪裁、成品检验各环节都做到了极致。

图 12：顾家家居沙发工艺流程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

顾家凭借专业设计团队对市场偏好的把握，加速产品创新，加快周转率，这是公司的核心竞争力。与此同时，为了升级生产体系，公司采用流水生产和模块化生产的方式，提高生产和供应链管理效率。

首先，公司推行“3+n”的生产模式，将木架、海绵、牛皮和布艺等前序生产环节进行模块化生产，再根据客户个性化需求进行柔性生产。同时，公司逐步提升机器自动化率，可以减少裁皮等环节的工艺损耗，而对缝制等对手工艺要求较高的环节，则加快熟练工人的培养。

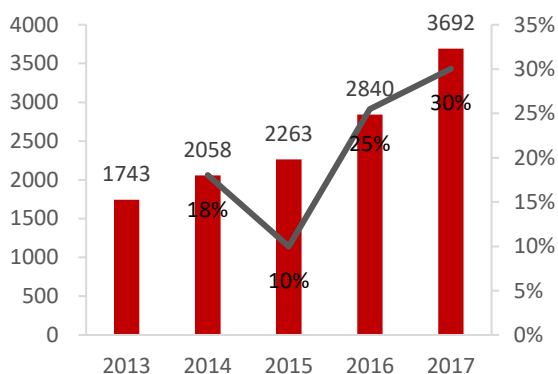
3.2 休闲沙发收入占 37%，奠定拳头产品地位

公司 2017 年沙发总营业收入为 36.92 亿元，环比增速 30%，2013-2017 年复合增速为 23.15%。2017 年沙发毛利率达 36.46%，由于原材料成本增加，比 2016 年同比下降 4.72%。休闲沙发是公司的拳头产品及重要的引流产品。公司在主打休闲沙发的同时，积极布局布艺沙发和功能沙发，逐步形成比较完善的沙发产品矩阵。

2017 年休闲沙发实现营业收入 24.5 亿(+22%)、布艺沙发为 4.5 亿(+50%)、

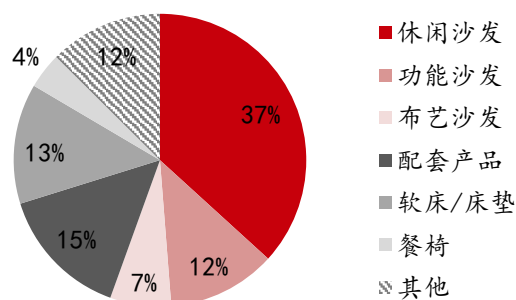
功能沙发为 8 亿 (+60%)、软床和床垫实现收入 8.86 亿 (+36%)。其中，功能沙发 LAZBOY 品牌实现收入约 1.5 亿元，功能沙发的外贸销售占比较高(约 6 亿)，毛利达到 20%左右，全年基本实现盈亏平衡。2017 年公司成本端受到原材料价格上涨压力影响，年内进行数次提价，沙发提价 5%-10%，软床和床垫提价 5%左右。参考直营店的数据，2017 年顾家的客单价在 1.8 万左右，同比增速约 10%，和产品提价和顾客需求扩大相关。

图 13：公司沙发 2013-2017 年 CAGR 为 23%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 14：公司 2017 年休闲沙发占比为 37%



资料来源：wind，川财证券研究所

3.3 开拓布艺沙发和功能沙发，完善沙发产品矩阵

3.2.1 布艺沙发竞争格局未定型，增长空间大

近年来，布艺沙发凭借良好的产品品质、便捷的清洗方式、多样化的款式、缤纷的色彩、亲民的价格，逐步打开了市场空间，获得了年轻消费群体的认可，逐步成为一大主流沙发品类。

与休闲沙发不同的是，目前布艺沙发领域没有顾家这样处于绝对领先地位的龙头企业，竞争格局尚未成型。顾家作为休闲沙发龙头，从休闲到布艺开拓产品门类具有天然优势，生产工艺、销售渠道、品牌等方面都有较强的协同性，因此顾家进军布艺沙发领域拥有良好的契机和优越的天然条件。

布艺沙发借力“顾家”体系，有望实现快速增长。(1) 生产工艺方面，公司先进的生产理念和加工工艺可以被运用于布艺沙发，目前以推出主打丰富色彩的“缤纷”系列和主打新型面料（类皮质）的“睿智”系列；(2) 销售渠道方面，布艺沙发目前有门店 600 家左右；(3) 品牌影响力方面，“顾家”品牌的知名度可以被直接利用。

3.2.2 功能沙发借力 Lazboy 获取市场份额

顾家在高端市场以合作或并购的方式快速切入，高端产品市场规模有限，自主品牌培育费时耗力，与海外成熟品牌合作或并购更为高效。

功能沙发由于性能良好，能够提供更舒适的用户体验，而被越来越多的家庭接受，市场规模也在不断扩大。顾家在功能沙发领域目前双管齐下，一方面推出自主品牌“顾家功能”；另一方面，由于 Lazboy 作为全球功能沙发龙头，在这一领域拥有极高的市场地位，公司选择独家代理 Lazboy 在中国的销售。

功能沙发领域已经出现了敏华这一龙头企业，“芝华士”品牌在国内销量领先，顾家与其直接竞争没有明显优势。并且功能沙发偏标准品，规模效应显著，龙头企业优势较为明显。因此，顾家和 Lazoy 合作，可以借助其成熟的生产体系和绝佳的品牌影响力，来获取一定市场份额。

3.4 公司加大外延收购力度，填补高端软体市场空白

公司除了在休闲沙发的主流市场主打自主品牌，在高端市场以合作或并购的方式切入。这一方式可以迅速补充产品线，避免长期的品牌培育，减少发展损耗，积累品牌价值。顾家目前主打沙发产品的价格带位于 5000-30000 元区间，国外品牌可以补充其在高端市场的空白。

2018 年公司开始加速布局，先后联手美国 Lazboy、意大利家具企业 Natuzzi、德国家具企业 Rolf Benz AG & Co.KG、澳大利亚家具企业 Scali Consolidated 等海外知名家居企业，弥补产品短板，优化产品品类，拓宽销售渠道，布局海外市场。顾家将获得 Natuzzi 在国内的独家代理权，在保留 Natuzzi 原有经销商的同时，顾家未来将有权开设和经营 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 的相关门店。

表格 5. 顾家家居沙发品类海外扩张路线图

时间	事件	业务拓展情况
2012 年	和美国 Lazboy 开设合资公司，既有纯进口的功能沙发，也有与顾家家居一起合作生产的功能产品。	La-Z-Boy 作为功能沙发领导品牌和生产制造商。公司借力“大黄蜂”外展和门店升级，为 Lazboy 品牌在终端市场快速打开知名度打下了基础，2017 年 Lazboy 业务增长 39%。
2018	与意大利家居企业 Natuzzi 拟	(1) 获得了永久和独家经销许可，用于开设并经营

时间	事件	业务拓展情况
2018 年 1 月	成立合资公司，共同建立用于发展并经营 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 的零售网络	营品牌直营店和特许经营店，合资公司获得大中国区域内 Natuzzi 拥有现有零售店的所有权； (2) Natuzzi 侧重产品开发、供应以及零售升级，顾家则利用渠道和家居行业优势，协同效应显著； (3) 高端产品系列得到补充，Natuzzi 是意大利最大的家居制造商，其沙发和座椅产品系列在全球家居享有较高声誉。
2018 年 2 月	以 4156.5 万欧元购买 Rolf Benz AG & Co. KG 99.92% 的股权及其普通合伙人 RB Management AG 100% 的股权	Rolf Benz 成立于 1964 年，主营软体家居的研发、设计、生产和销售，是德国知名度最高的软体家居品牌。2016-2017 年营收分别为 7628、7765 万欧元，扣非后净利润为 375.7、288.5 万欧元。
2018 年 3 月	以股权转让的方式投资 0.77 亿港元（约合人民币 3.74 亿元）于 Nick Scali，持有其 13.63% 的股权，成为并列第二大股东。	开拓海外市场。Nick Scali 是澳洲零售家具领先品牌，2017 财年（2016.7-2017.6）实现营收 2.33 亿港元（约合人民币 11.27 亿元），净利 0.37 亿港元（约合人民币 1.80 亿元）。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.5 进军卧室空间，拓宽产品体系

公司目前突破传统家具企业销售单一产品的局限，提供客厅、卧室、餐厅等家居空间的一站式采购服务。在打造了沙发这一标杆产品之后，公司逐步拓展产品品类，进军卧室空间，衍生出了软床、床垫、餐椅等相关产品，还向配套产品供应商采购茶几、电视柜、餐桌等配套产品，逐步完善大家居业务布局，随后正式开始进军全屋定制领域。

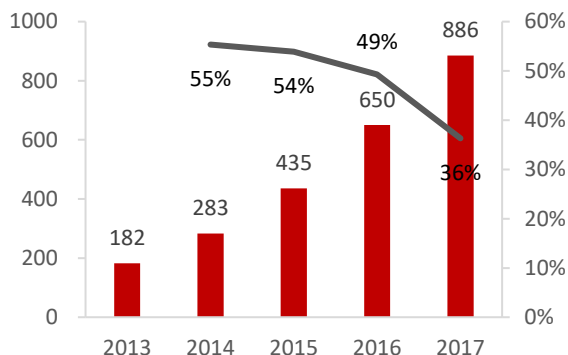
近年来公司软床及床垫业务发展迅速，过去五年年复合增速达到了 49%，软床和床垫 2017 年实现营业收入 8.86 亿元，增速为 36%。受益于规模优势和沙发的引流效果，软床毛利率也较为客观，近年来维持在 40% 左右，2017 年毛利率为 38.22%，受原材料成本提升影响，同比下跌 4.19%。软床规模的迅速扩大，为公司发展大家居业务奠定了良好基础。

公司餐椅业务同样稳步增长，过去五年年复合增速在 9% 左右，餐椅 2017 年实现营业收入 2.64 亿元，同比增长 21%，餐椅业务规模迅速扩大。2017 年餐椅毛利率为 29.89%，同比下降 5.11%。

与此同时，公司积极拓展定制家居业务和红木家居业务，2017 年分别实现营业收入 8630 万元和 1.13 亿元，营业收入同比增速分别为 279.70% 和

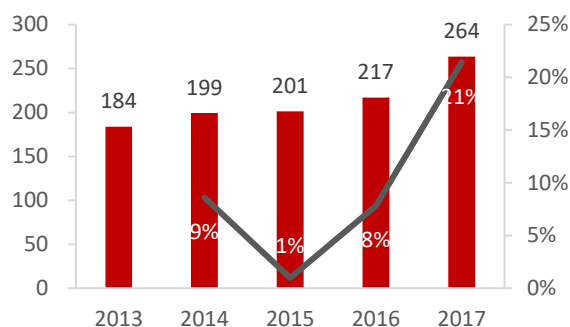
167.29%，毛利率分别为 26.86%和 13.46%。公司 2017 年定制业务和红木家具业务取得了大规模的业绩增长，大家居战略稳步推进。

图 15：2013-2017 年软床及床垫复合增速 49%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 16：2013-2017 年餐椅复合增速为 9%



资料来源：wind，川财证券研究所

四、产能扩张，渠道下沉，大家居战略布局恰逢其时

4.1 产能扩张有序，业务体量放大

随着公司规模的扩大，现有产能无法满足市场需求，近几年来公司持续扩大产能。公司目前有 4 大生产基地，分布在浙江杭州、浙江嘉兴和河北深州。此外，公司计划在西南、华中和华南进行布局，新建产能基地，进一步扩大规模效应，并且提高公司配送效率，降低配送费用，保障产品供应。

2018 年 1 月，公司与黄冈市人民政府签署《战略合作框架协议书》，由公司在黄冈市禹王工业园进行投资约 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 万方定制家居产品项目。项目规划总用地面积约 500 亩，计划于 2018 年 7 月底前开工建设，预计在 2019 年年底竣工并投产，预计在 2022 年实现规划目标，实现营业收入约 30 亿元。

表格 6. 顾家家居产能分布

地区	产能/万套	建设情况
杭州	148	募投产能，前期已利用自有资金开始建设，2017 年达产
浙江嘉兴	80	2017 年开始建设
河北深州	50	2012 年开始建设，部分投产

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

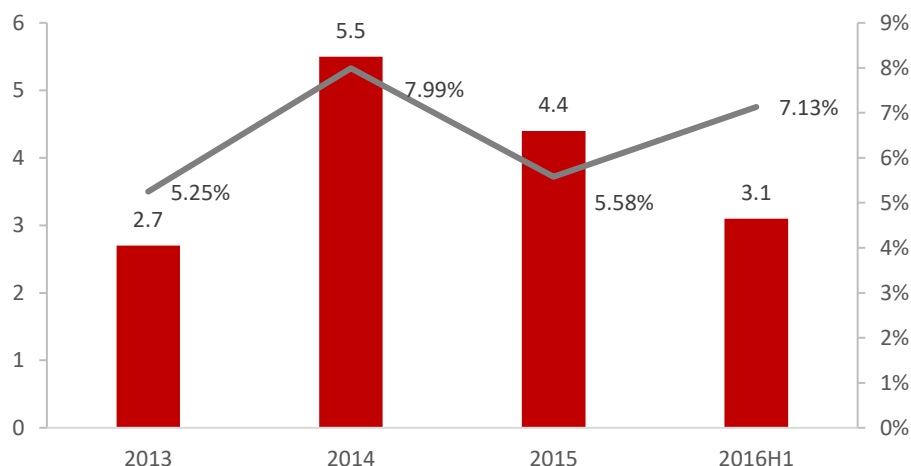
地区	产能/万套	建设情况
湖北黄冈	60 万标准套软体 400 万套定制	2018 年 7 月底前开工建设，2019 年年底投产

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2013 年下半年开始，随着软体家居行业的不断回暖及公司业务拓展能力的提升，为缓解产能不足的矛盾，公司选择与周边昆山、海宁等地的软体家居制造企业进行生产合作，在保证产品质量的基础上，向周边制造企业下发订单，让其为本公司贴牌生产部分沙发产品。公司于 2015 年 11 月与四川智远达成战略合作，公司将四川智远作为其西南外协制造基地，外协产品主要覆盖四川、重庆、云南等地。

整体来看，沙发外购总额及占公司总产量的比例较低，对正常业务经营不具有重大影响。随着公司募投项目的陆续投产，公司产能不足的情况有所缓解。

图 17：顾家家居外购沙发（万套）及外购占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.2 销售渠道加速下沉，新开门店约 500 家/年，线上线下双轨并行

4.2.1 内销渠道全面下沉，提升管理水平

我们认为，公司目前已经逐步形成了门类、品牌较为齐全的产品矩阵，门店数量有望继续扩张，并向二三线城市继续下沉，未来开店计划将以大店及多品类店为主，每年净增加 400 家到 500 家。

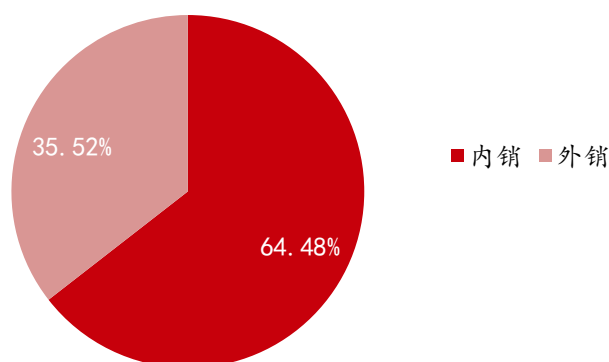
公司内销占比和毛利均高于外销。目前以境内销售为主，内销占比超过了六成，2017 年内销营业收入 40.36 亿元，毛利率 42.36%，外销营业收入 22.33 亿元，毛利率为 24.01%。

公司深耕渠道布局，门店数量近 3500 家，90%是经销门店。在家居行业中，顾家门店数量仅次于欧派家居，其中，休闲沙发门店 1600 多家、床垫系列 900 多家、布艺 600 家左右、功能沙发 300 多家、定制 60 多家，未来开店目标到 2020 年达 5000-6000 家。公司积极探索“大店（1000 平米以上）计划”。在杭州余杭开设了顾家的生活体验馆，面积达到 2000~3000 平米，目前处于尝试阶段。公司在门店结构上，逐步向大店、旗舰店、单品综合大店倾斜，加快大店开店步伐，深耕三四级市场。

公司积极借力家居卖场下沉营销渠道。公司探索多样化渠道模式和渠道形态，尝试入驻百货店，同时，强化与传统家具卖场的紧密联系，紧跟传统家具卖场开店规划，做到一城多店、多点布局。2018 年 2 月，公司拟以约 1.98 亿元间接持有居然之家 0.5447%的股权。居然之家拥有门店 223 家，市场销售额 608 亿元。

公司提升门店管理水平，直营和经销门店的坪效基本保持高水准，分别在 7100 元/平米/年和 3100 元/平米/年左右，单店提货额由 2013 年 73.7 万元/年逐年增加至 2016 年的 97.1 万元/年。

图 18：顾家家居 2017 年内销收入占比 64%



资料来源：wind，川财证券研究所

4.2.2 加强经销商管理，提升销售效率

公司的经销渠道管理严格、理念先进，积累了一定优势。（1）对经销商进行培训。公司拥有从装修-产品摆放-营销-导购端的完善培训体系，可以助力经

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

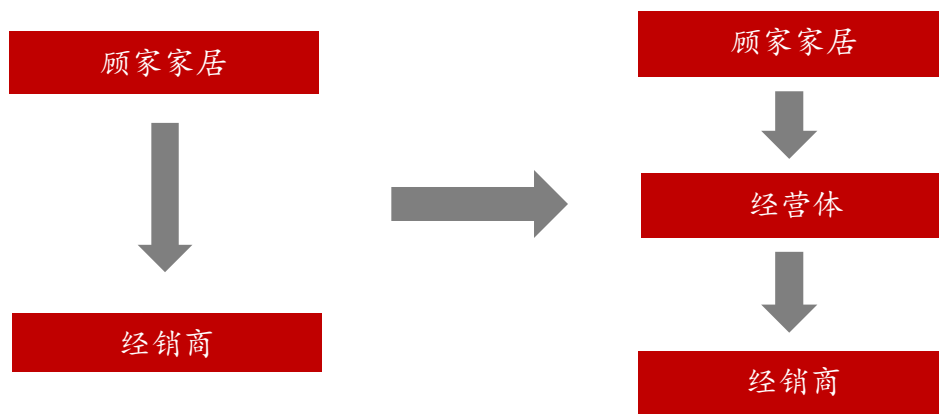
销门店快速发展，门店可因地制宜进行店面布置，公司会指派专人进行定期指导。(2) 品类扩张阶段，加大经销商扶持力度。品类扩充也是经销商考核的重要标准，公司逐步探索一站式购物模式，给予经销商支持力度，拓展品类，扩充门店。

公司经销商盈利能力优于行业水平。根据草根调研，公司经销商毛利率约为 45%-50%，减去销售费用（15%-20%）、广告促销（7%-8%）及店租后（不同城市差异较大），净利率为 10%-15% 左右。

同时，公司在部分省市，试点经销经营体模式。2013 年下半年开始公司在河南、江苏、吉林三省试点经营体模式，由区域内规模较大、实力较强、对公司经营理念高度认同的经销商出资设立区域销售公司，公司授权独家代理销售公司，销售公司独立自主经营。

公司采用经营体销售机制，可以有效提高经销效率，主要体现在以下方面：(1) 合理利用区域经销商的销售管理体系，对区域内经销商资源进行整合，减少公司对单个经销商的管理成本；(2) 及时掌握本地市场动向，快速满足客户需求；(3) 由经营体对区域内订单进行整合，有效实现规模化成本，提高生产效率和配送效率。

图 19：顾家家居经营体销售体系建设



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.2.3 开拓线上销售渠道，打造新兴增长极

公司从 2012 年开始拓展线上销售渠道，近年来电商渠道的销售收入持续增长，是未来的一个重要盈利渠道。2016 年双十一销售额突破 3 亿元，同比增长约 2 倍，访客量达 77 万人次，同比增长 84%。2017 年“极速 6.18”活动当天，从接到订单到产品送到客户家只用了 21 分钟。2017 年双十一实现销售

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

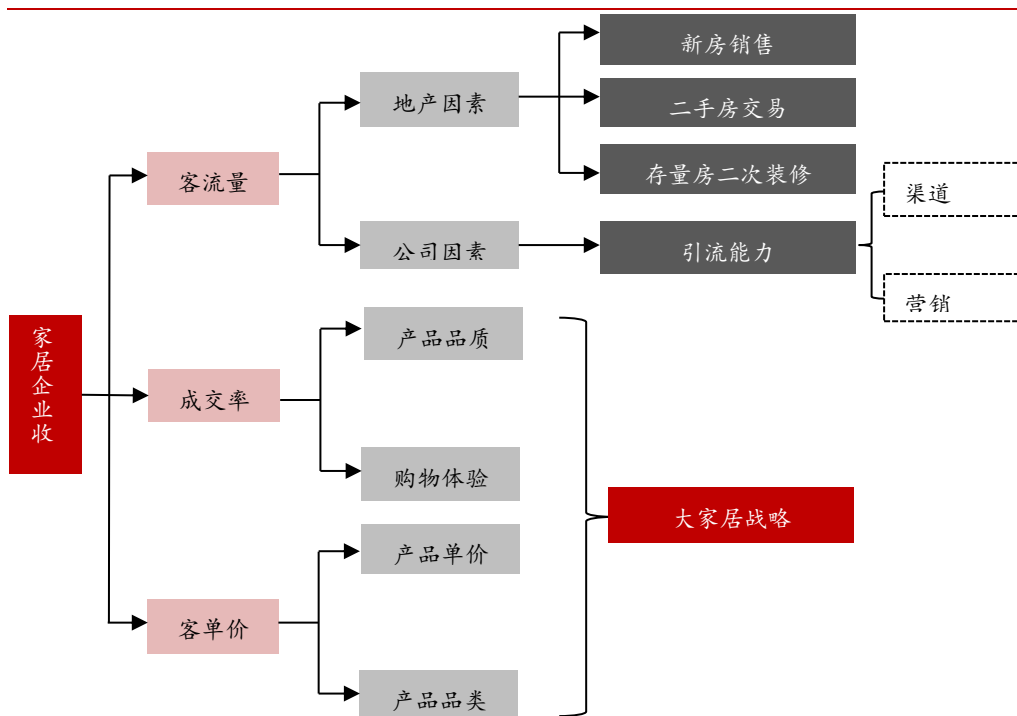
额 4.1 亿元。2017 年双十一期间，公司单日营收更是高居住宅家具第三，仅次于主打电商模式的林氏木业和全友家私。

随着公司线上销售规模的扩大，公司线上线下销售体系一体化建设亟待完善，如何将线上与线下的货品、体验、服务等做到无缝对接，仍是未来需要着力解决的痛点。目前公司从线上获取的订单，将分配给订单所在地的经销商完成，这样不会损害经销商利益，也能提高配送效率，提高消费者满意度。客户在线上下单之后，线下门店可以迅速安排专业人员送货、安装，并提供家具清洗等附加服务，从而改善用户体验，进一步突显公司的核心竞争力。

4.3 大家居战略布局初具雏形，有望穿越地产周期

目前，家居行业多家龙头企业均开始大家居战略布局，消费升级促进了消费者对一站式家居购买服务的需求，对家居品类、质量的要求也越来越高，消费者选购家具时更倾向高品质的品牌产品，从而推动在品牌、产品、渠道和信息技术有优势的家居企业快速成长。

图 20：家居企业收入影响因素



资料来源：川财证券研究所

家居作为地产后周期行业，行业发展受到地产周期的影响，房地产的调控对家居行业有一定负面影响。但是，尽管受到地产周期的冲击，但是优质企业通常可以凭借多样化的产品品类、完善的销售渠道、强大的供应链整合实力、良好的品牌形象率先抢占大家居赛道，提高自身成长性，逐步穿越地产周期。

我们认为，家居企业的销售收入除了受地产调控因素影响以外，与企业自身的销售渠道、营销手段、产品品类、产品价格、客户服务等多项因素息息相关。顾家家居作为软体家居领域的龙头企业，于 2010 年开始逐步推行大家居战略，公司在品牌、产品和渠道方面具备较强的引流能力，可以通过抢占中小企业客流量，提升产品品质和服务，提高成交率和客单价，促进业绩增长，走出地产周期：

（1）沙发单品的优势具有可复制性

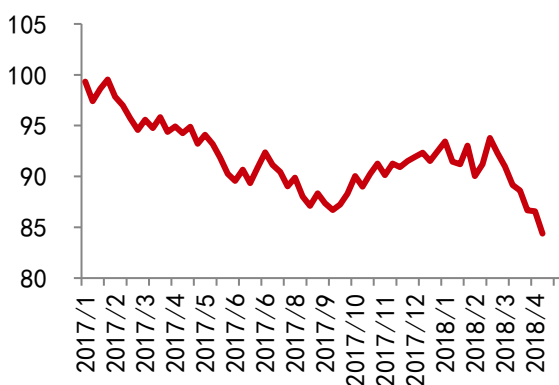
公司沙发为起点，推出软床和床垫业务，再到餐椅等配套产品的销售，并开始拓展定制家居业务，逐渐形成以软体家居为主，全品类、多层次的产品系列矩阵。我们认为，顾家家居有能力将软体家居领域的优势扩大至全品类。沙发单品国内竞争力突出，顾客基础较好，可作为其他品类的流量入口。

（2）渠道优势显著，引流效果明显。一方面，公司门店数量行业领先且充分下沉，至 17 年底公司门店数达 3500 家，并以每年 400~500 家的增速新开门店，目标为 5000-6000 家门店；另一方面，线上渠道的拓展也将有显著的引流效果。

（3）品牌形象深入人心，具备一定提价能力。近几年公司知名度迅速扩大，具备品牌溢价能力；产品品质较高，客户价格敏感程度相对较低；创新设计能力较强，可以通过推陈出新提高产品附加值。

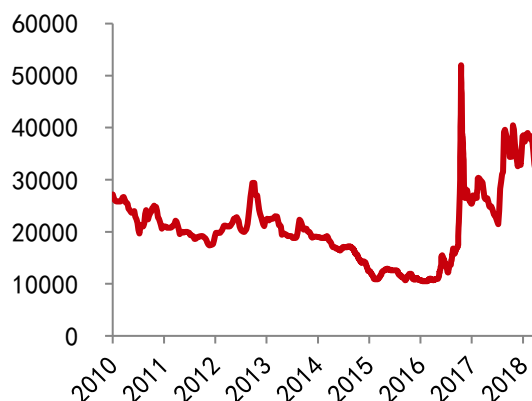
（4）成本管控能力突出，有效应对原材料价格变化。公司主要原材料中以皮革、海绵和木材为主，合计占生产成本的 50%左右，其中皮革占比 32.4%，海绵占比 7.1%，木材为 9.1%。皮革价格比较稳定，海绵的主要原材料 TDI 大幅上涨，公司与供应商合作关系长期维持稳定，持有圣诺盟海绵 40%股份，通过上下游一体化减少原材料价格波动对采购成本的影响。TDI 价格去年四季度已在历史高位，目前呈回落趋势，目前 TDI 价格约 2.40 万元/吨，相比年初 3.85 万元/吨的价格下降约 38%。我们预计今年成本压力有望得到改善。

图 21：海宁皮革价格指数



资料来源：wind，川财证券研究所

图 22：华南地区 TDI 平均价 (元/吨)



资料来源：wind，川财证券研究所

五、估值评级：软体家居龙头，予以“增持评级”

5.1 关键假设

收入端：休闲、功能、布艺、软床/床垫四类主打产品中，休闲沙发增速稳定；布艺沙发、功能沙发、软床/床垫受益于产能提升、渠道下沉和品牌红利，有望继续快速增长；产能端：嘉兴基地有望于 2018 年 11 月底投产，湖北黄冈基地有望于 2019 年下半年投产；毛利率端：由于原材料成本回落，产品价格稳中有升，预计毛利率将小幅提升；费用端：公司目前渠道建设、广告营销等方面将继续发力，预计费用率维持稳定。

5.2 盈利预测

公司是软体家居行业龙头企业，随着产能的陆续释放，营业收入方面，预计 2018 年公司收入增速在 30% 左右，毛利维持在 35%-40% 的水平。预计 2018-2020 年，营业收入 84.82 亿元、110.54 亿元、144.14 亿元，实现归属母公司的净利润 10.68 亿元、13.66 亿元、16.46 亿元，EPS 分别为 2.49 元、3.19 元、3.84 元，对应 2018-2020 年 P/E 分别为 29.97 倍、23.42 倍、19.45 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

顾家家居作为软体家居行业龙头，具有较好的成长性，给予 30 倍左右的估值较为合理。首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 7. 顾家家居可比公司

代码	简称	EPS				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603816	顾家家居	1.92	2.49	3.19	3.84	43.02	29.97	23.42	19.45
603313	梦百合	0.65	0.90	1.15	1.45	41.32	25.08	19.60	15.61
603008	喜临门	0.72	0.94	1.26	1.64	25.70	22.97	17.22	13.18
平均						36.68	26.01	20.08	16.08

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 可比公司 EPS 和 PE 为 wind 一致预期

风险提示

原材料价格上涨超预期

毛利率受原材料成本影响, 皮革、TDI 价格大幅上涨将影响公司盈利能力

产能建设不达预期

公司新产能如果无法如期达产, 会限制公司产品的品类扩张规模

客户订单不达预期

终端销售低于预期, 影响公司营业收入

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4238	6146	7984	10264	营业收入	6665	8482	11054	14414	营业成本	4182	5177	6814	9046	营业收入	6665	8482	11054	14414
现金	886	2440	3698	5228	营业税金及附加	67	87	112	146	营业费用	1397	1809	2344	3063	营业税金及附加	67	87	112	146
应收账款	428	553	727	941	管理费用	203	274	350	460	财务费用	48	-65	-123	-181	营业费用	1397	1809	2344	3063
其他应收款	54	79	102	130	资产减值损失	15	10	11	11	公允价值变动收益	1	0	0	0	管理费用	203	274	350	460
预付账款	36	63	81	103	投资净收益	76	18	22	30	营业利润	836	1208	1567	1898	财务费用	48	-65	-123	-181
存货	878	1138	1476	1969	营业外收入	175	155	161	162	营业外支出	9	11	11	11	资产减值损失	15	10	11	11
其他流动资产	1956	1874	1901	1892	利润总额	1002	1352	1717	2049	所得税	172	282	346	397	公允价值变动收益	1	0	0	0
非流动资产	2323	2435	2512	2581	净利润	831	1069	1371	1652	少数股东损益	8	1	5	6	投资净收益	76	18	22	30
长期投资	237	300	350	400	归属母公司净利润	822	1068	1366	1646	EBITDA	983	1231	1535	1809	营业利润	836	1208	1567	1898
固定资产	1157	1121	1065	999	EPS (元)	1.92	2.49	3.19	3.84	主要财务比率					营业外收入	175	155	161	162
无形资产	222	262	302	342	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	成长能力					营业外支出	9	11	11	11
其他非流动资产	707	752	795	840	营业收入	39.0%	27.3%	30.3%	30.4%	营业收入	39.0%	27.3%	30.3%	30.4%	利润总额	1002	1352	1717	2049
资产总计	6561	8581	10496	12844	营业利润	39.0%	44.5%	29.7%	21.2%	营业利润	39.0%	44.5%	29.7%	21.2%	净利润	831	1069	1371	1652
流动负债	2523	3062	3783	4707	归属于母公司净利润	43.0%	29.8%	28.0%	20.4%	归属于母公司净利润	43.0%	29.8%	28.0%	20.4%	少数股东损益	8	1	5	6
短期借款	31	64	53	57	获利能力					毛利率(%)	37.3%	39.0%	38.4%	37.2%	EBITDA	983	1231	1535	1809
应付账款	549	718	946	1244	净利率(%)	4.6%	12.3%	12.6%	12.4%	净利率(%)	4.6%	12.3%	12.6%	12.4%	EPS (元)	1.92	2.49	3.19	3.84
其他流动负债	1943	2279	2784	3406	ROE(%)	20.6%	19.5%	20.5%	20.3%	ROE(%)	20.6%	19.5%	20.5%	20.3%	主要财务比率				
非流动负债	12	6	7	9	ROIC(%)	34.8%	46.5%	65.1%	87.9%	偿债能力					应付账款	549	718	946	1244
长期借款	0	0	0	0	资产负债率(%)	38.6%	35.8%	36.1%	36.7%	资产负债率(%)	38.6%	35.8%	36.1%	36.7%	其他流动负债	1943	2279	2784	3406
其他非流动负债	12	6	7	9	净负债比率(%)	1.22%	2.09%	1.40%	1.20%	净负债比率(%)	1.22%	2.09%	1.40%	1.20%	非流动负债	12	6	7	9
负债合计	2535	3068	3790	4716	流动比率	1.68	2.01	2.11	2.18	流动比率	1.68	2.01	2.11	2.18	长期借款	0	0	0	0
少数股东权益	27	28	33	39	速动比率	1.33	1.63	1.72	1.76	速动比率	1.33	1.63	1.72	1.76	应付账款	549	718	946	1244
股本	428	428	428	428	营运能力					总资产周转率	1.13	1.12	1.16	1.24	其他非流动负债	12	6	7	9
资本公积	2412	2412	2412	2412	应收账款周转率	16	16	16	16	应收账款周转率	16	16	16	16	负债合计	2535	3068	3790	4716
留存收益	1577	2645	3832	5249	应付账款周转率	8.46	8.17	8.19	8.26	应付账款周转率	8.46	8.17	8.19	8.26	少数股东权益	27	28	33	39
归属母公司股东权益	4000	5485	6673	8090	每股指标(元)					每股收益(最新摊薄)	1.92	2.49	3.19	3.84	股本	428	428	428	428
益					每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	2.84	3.41	3.97	每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	2.84	3.41	3.97	资本公积	2412	2412	2412	2412
负债和股东权益	6561	8581	10496	12844	每股净资产(最新摊薄)	9.34	12.81	15.59	18.89	每股净资产(最新摊薄)	9.34	12.81	15.59	18.89	留存收益	1577	2645	3832	5249
					估值比率					P/E	38.91	29.97	23.42	19.45	归属母公司股东权益	4000	5485	6673	8090
现金流量表					P/B	8.00	5.83	4.80	3.96	P/B	8.00	5.83	4.80	3.96	益				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	EV/EBITDA	31	24	20	17	EV/EBITDA	31	24	20	17	现金流量表				
经营活动现金流	1136	1215	1461	1702											会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	831	1069	1371	1652											经营活动现金流	1136	1215	1461	1702
折旧摊销	99	88	91	92											净利润	831	1069	1371	1652
财务费用	48	-65	-123	-181											折旧摊销	99	88	91	92
投资损失	-76	-18	-22	-30											财务费用	48	-65	-123	-181
营运资金变动	210	116	118	134											投资损失	-76	-18	-22	-30
其他经营现金流	24	25	25	35											营运资金变动	210	116	118	134
	-	-176	-136	-127											其他经营现金流	24	25	25	35
投资活动现金流	1443																		
资本支出	274	0	0	0											投资活动现金流	1443			
长期投资	721	142	100	100											资本支出	274	0	0	0
其他投资现金流	-448	-34	-36	-27											长期投资	721	142	100	100
	37	516	-67	-44											其他投资现金流	-448	-34	-36	-27
筹资活动现金流	-99	33	-11	4															
短期借款	0	0	0	0											筹资活动现金流	-99	33	-11	4
长期借款															短期借款	0	0	0	0
普通股增加	16	0	0	0											长期借款				
资本公积增加	430	0	0	0											普通股增加	16	0	0	0
其他筹资现金流	-310	483	-56	-48											资本公积增加	430	0	0	0
现金净增加额	-317	1555	1257	1530											其他筹资现金流	-310	483	-56	-48
															现金净增加额	-317	1555	1257	1530

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001