

顾家家居 (603816)

证券研究报告

2018 年 07 月 19 日

战略为骨，管理为翼，内生外延打造大家居

战略+渠道双轮驱动，内生外延打造大家居

1) 战略方面：多品牌多品类布局，内生拓宽产品线，推出年轻品牌米檬和顾家欧美线，另一方面加速国外优质品牌及渠道的吸收，补足高端定位品牌线，学习先进设计理念。**2) 渠道优势突出：**拥有超 3500 家门店，遍布 120 余个国家和地区，90%以上为经销门店，经营体制管理提升效率。**丰富的品牌品类和渠道下沉为后续展店提供广阔空间。****3) 产能全国化布局：**已布局“华东+华北+华中”三大基地，现有产能在 150 万套左右，新建产能包括嘉兴 60 万套及黄冈 60 万套软体和 400 万方定制，助力公司逐步实现百亿收入规模目标。**4) 从业绩表现来看：**上市之后随着产能布局的提升及组合拳营销的推广，公司业绩随着品牌知名度提升而加速提升。2017 年公司收入和利润分别增长 39%/43%，前期布局逐步迎来收获期。

子品类事业部制充分放权，职业经理人团队股权激励充分

公司于 2012 年引进经验丰富的职业经理人团队，具有丰富的家电领域从业经验。**1) 2017 年 9 月推出限制性股权激励，**首次授予 1564.1 万股，价格 26.7 元，覆盖中高层管理人员及核心技术人员达 100 人，深度绑定管理层利益。**2) 内部管理方面采用子品类事业部制度，**充分放权激发管理团队活力。**3) 花式玩转营销，**品牌影响力快速提升。公司管理团队营销经验丰富，采用组合拳式营销推进品牌宣传，包括品牌代言人、体育总局合作、全媒体覆盖、影视剧植入、高潮迭起的品牌日活动等，2017 年第四届“816 全民顾家日”录得订单总销售额超 10 亿元。

我们与市场的不同：高速增长的奥秘源于无息杠杆及高资产周转率

除了从战略、渠道和管理角度论述之外，我们增加了财务角度的直观分析，深入分析各项指标。**基于同行 ROE 的拆分比较，我们发现顾家家居高速成长的核心原因在于高无息杠杆及高周转，即高净资产周转率。****1) 权益乘数高：**核心源于预收账款/总资产比重高，预收账款充分体现公司对渠道的控制力和品牌的议价能力。**2) 资产周转率高：**内销占比高带动应收账款周转率快，“以销定产，适当库存”模式降低库存率。随着后续产能基地的全国化布局，供货周期将进一步缩短，存货周转率有望进一步降低。

维持“买入”评级，上调目标价至 83.25 元

公司是国内软体家居龙头企业，高歌猛进拓展大家居版图，产能全国化布局，规模优势凸显，管理层经验丰富激励充分，维持“买入”评级。我们维持原有盈利预测，预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元（新增 2020 年预测），EPS 为 2.55/3.33/4.26 元，当前股价对应 PE 为 26.3/20.2/15.8 倍。我们上调目标价，给予公司 2019 年 25 倍的 PE 估值，对应目标价 83.25 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产增速下滑；渠道拓展不达预期；并购整合不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,794.53	6,665.44	8,764.34	11,437.56	14,732.80
增长率(%)	30.11	39.02	31.49	30.50	28.81
EBITDA(百万元)	677.70	967.61	1,312.92	1,710.07	2,190.12
净利润(百万元)	575.05	822.45	1,091.15	1,423.76	1,822.07
增长率(%)	15.40	43.02	32.67	30.48	27.98
EPS(元/股)	1.34	1.92	2.55	3.33	4.26
市盈率(P/E)	49.94	34.92	26.32	20.17	15.76
市净率(P/B)	8.35	7.18	5.21	4.14	3.28
市销率(P/S)	5.99	4.31	3.28	2.51	1.95
EV/EBITDA	27.04	24.27	19.64	13.47	10.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	67.08 元
目标价格	83.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	428.14
流通 A 股股本(百万股)	89.10
A 股总市值(百万元)	28,719.70
流通 A 股市值(百万元)	5,976.83
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	33.32
一年内最高/最低(元)	77.15/50.00

作者

李友琳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090007	
liyulin@tfzq.com	
武楠	联系人
wnan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《顾家家居-公司点评:收购德国软体品牌 Rolf Benz，维持买入评级》 2018-03-01
- 2 《顾家家居-公司点评:启动华中布局，定制家居上马，维持买入评级》 2018-01-11
- 3 《顾家家居-公司点评:与 Natuzzi 签订合作框架协议，吹响进军高端市场的号角》 2018-01-10



内容目录

1.	多品牌多品类稳步拓展，股权集中+充分激励并重	4
1.1	品牌品类丰富差异细分，全面满足市场需求	4
1.2	业务结构分析：沙发品类为核心，渠道优势显著	6
1.3	大股东股权集中，职业经理人团队激励充分	7
2.	大家居集中度提升趋势不改，并购助力公司全品类扩张	8
2.1	内销市场蓬勃发展，行业集中度低，龙头大有可为	8
2.2	并购拓展多品牌，全品类进军大家居	10
3.	产品+品牌+渠道三维优势凸显，合伙人制推动精益管理	11
3.1	内生外延拓宽产品线，强强联合推进大家居	11
3.2	渠道下沉拓展空间广阔，产能扩张打造百亿基地	14
3.3	采用子品类事业部制度，充分激发管理团队活力	18
3.4	人民币贬值+原材料价格下降，短期利空因素逐步出清	19
4.	高速增长的奥秘：渠道力超群，周转制胜	21
4.1	财务比较：增长提速，大手笔投营销	21
4.2	基于杜邦分析法再看顾家——再论核心竞争力	24
5.	盈利预测	26

图表目录

图 1：公司发展史：拓品牌+拓品类战略，内销外销并重	4
图 2：公司十大产品矩阵差异细分，全面满足消费需求	4
图 3：店铺数量稳步上升	6
图 4：内销为主，近两年内外销增长提速	6
图 5：收入快速增长	6
图 6：2017 年开始利润增速更快	6
图 7：截止 2018Q1 公司股权结构图	7
图 8：国内软体家居产值步入稳定增长期	9
图 9：我国软体家居内销市场蓬勃发展	9
图 10：发达国家家居行业集中度明显高于我国	9
图 11：国内家居行业集中度稳步提升	9
图 12：横向纵向拓品类，内生外延打造大家居	11
图 13：2016 年中美功能沙发渗透率差异显著	12
图 14：La-Z-Boy 占整体功能沙发比重逐步下降	12
图 15：2017 年沙发、配套和软床床垫为占比最大品类	13
图 16：软床和床垫及配套产品增速靠前	13
图 17：全方位营销提升品牌形象	14
图 18：公司渠道下沉空间广阔	14
图 19：经营体模式管理经销商	15

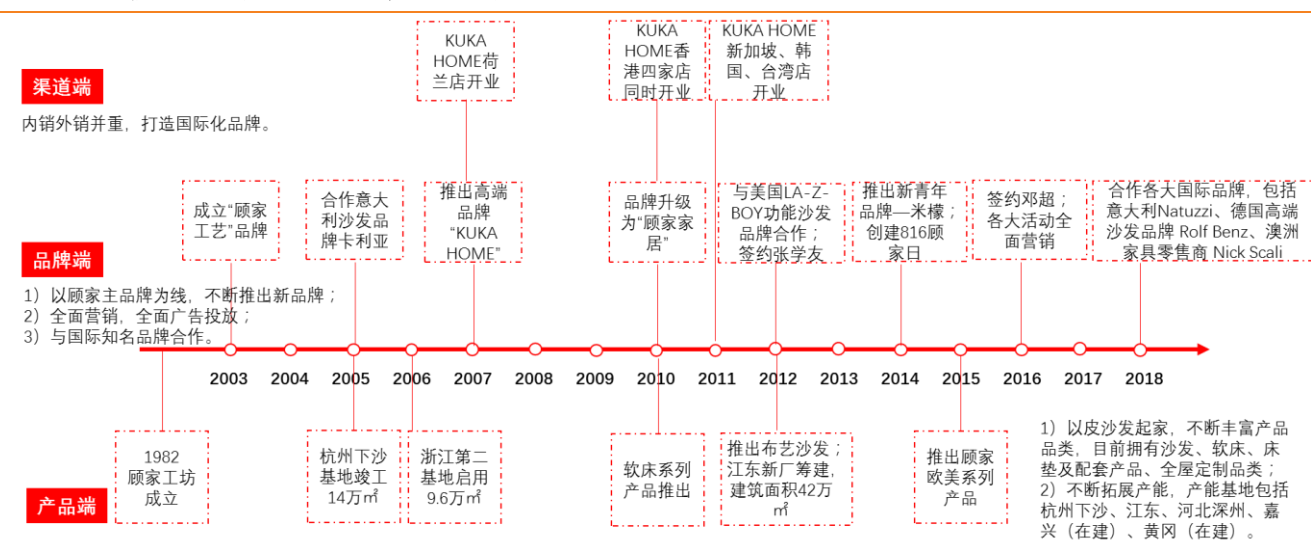
图 20: 电商收入快速增长, 占比提升显著	16
图 21: 外销业务增长提速	16
图 22: 外销收入各地区分布情况 (2016H1 数据)	16
图 23: ODM 模式下前五大客户收入占比稳步提升	16
图 24: 公司外购量占比较高	17
图 25: 公司产能逐步提升	17
图 26: 品类事业部制的内部经营结构	19
图 27: 主要原材料 TDI 和 MDI 价格走势 (元/吨)	20
图 28: 2017 年人民币升值导致汇兑损失较高	21
图 29: 美元兑人民币汇率情况: 18 年以来人民币贬值显著	21
图 30: 同行业公司营业收入及归母净利润对比	21
图 31: 同行业收入增速对比	22
图 32: 同行业归母净利润增速对比	22
图 33: 公司综合毛利率水平位居行业前列	22
图 34: 公司净利率水平仍然处于领先水平	23
图 35: 公司期间费用率水平较高	23
图 36: 不断上升的销售费用率提升了期间费用率	23
图 37: 公司管理费用率低于行业平均水平, 管控良好	23
图 38: 公司财务费用率水平较低	23
图 39: 广告宣传占销售费用的比例不断上升	24
图 40: 2016 年上市前顾家家居 ROE 居于行业首位	24
图 41: 同行业公司历史 PE 估值情况 (基于 EPS (TTM) 计算)	28
表 1: 细分品类规模及增速 (单位: 百万元, %)	5
表 2: 软体家居板块上市公司核心指标对比	7
表 3: 公司推出广覆盖的限制性股权激励计划	8
表 4: 股权激励考核与 2018-2020 年业绩目标达成情况直接挂钩	8
表 5: 国内软体家居公司近年来纷纷展开收购	10
表 6: 公司全国产能布局情况	17
表 7: 公司核心管理团队经验丰富	18
表 8: 公司生产规模优势显著	19
表 9: 公司复合增速远高行业平均水平	22
表 10: 驱动公司 ROE 指标的核心因素为权益乘数和资产周转率	25
表 11: 公司无息负债占比远高同行水平	25
表 12: 无息负债中指标明显高于同行的为预收账款占总资产比重	26
表 13: 应收账款周转率远高于同行业水平	26
表 14: 公司近几年的收入和利润增速处于行业领先地位	27
表 15: 可比公司估值表	28
表 16: 公司分品类收入拆分	29

1. 多品牌多品类稳步拓展，股权集中+充分激励并重

1.1 品牌品类丰富差异细分，全面满足市场需求

顾家家居为国内软体家居龙头企业，拓品牌、拓品类节奏稳健，定位全球市场，全力打造大家居。公司以皮沙发起家，逐步丰富产品品类，拓展产品产能。目前公司产品远销世界 120 多个国家和地区，在国内外拥有超过 3500 家品牌专卖店。旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬生活”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，加上美国功能沙发合作品牌 LA-Z-BOY 乐至宝，品牌品类丰富，覆盖客群差异细分，全面满足市场需求。

图 1：公司发展史：拓品牌+拓品类战略，内销外销并重



资料来源：公司官网，天风证券研究所

沙发品类占比最高，软床床垫及配套产品增长迅猛。1) 从收入体量来看：沙发品类占比最高达 55.4%，其次为配套产品占比 14.7%及软床床垫产品为 13.3%。2) 从收入增速来看：沙发品类每年保持稳定增长，近两年增速显著提升，整体 20%-30%的增长；配套产品及软床床垫近两年增速均在 30%以上，增长更快。其中配套产品主要为电视柜餐桌等产品，生产模式为外购。3) 从盈利能力来看：沙发、软床及床垫品类毛利率为 40%左右，因规模大、毛利率高，为公司盈利能力最佳的品类。

图 2：公司十大产品矩阵差异细分，全面满足消费需求

产品类型	顾家工艺	KUKA HOME全皮沙发	布艺沙发	功能沙发（自有品牌）	KUKA ART欧美
样例图					
产品定位	主打品类，价格定位中高端	高端定位，全皮材料	主打时尚，布艺材料	高性价比的功能沙发	主打欧美风格
价格带	不同材质不同价格，价格带较宽	“3节+1躺”1.3-2.5万元	“3节+1躺”0.4-1万元	单椅0.3-0.8万元	不同材质不同价格，价格带较宽
产品类型	米檬生活	软床	床垫	全屋定制	LA-Z-BOY功能沙发
样例图					
产品定位	年轻群体定位，8090后	拓展卧室床品品类	拓展卧室床品品类	满足消费者一站式需求	合作品牌的功能沙发，主打进口
价格带	不同材质不同价格，价格带较宽	1.8m软床0.5-1万元	1.8m床垫3千元左右	基于不同需求和配置，价格不等	单椅0.5-1万元

资料来源：公司官网，天猫官网，天风证券研究所

注：基于天猫定价获得，未扣减优惠券之前价格

表 1：细分品类规模及增速（单位：百万元，%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
总营业收入	2063	2118	2682	3240	3685	4795	6665
YOY		2.7%	26.6%	20.8%	13.7%	30.1%	39.0%
毛利率	37.3%	39.6%	40.0%	40.8%	41.1%	40.4%	37.3%
分产品收入							
沙发	1381	1390	1743	2058	2263	2840	3692
YOY		0.6%	25.4%	18.0%	10.0%	25.5%	30.0%
毛利率	37.9%	40.2%	41.5%	42.0%	41.5%	41.0%	36.5%
占比	67.0%	65.6%	65.0%	63.5%	61.4%	59.2%	55.4%
配套产品	301	308	445	515	541	728	978
YOY		2.1%	44.7%	15.7%	5.0%	34.6%	34.3%
毛利率	23.9%	25.4%	29.2%	29.5%	29.9%	30.8%	26.5%
占比	14.6%	14.5%	16.6%	15.9%	14.7%	15.2%	14.7%
软床及床垫	89	123	182	283	435	650	886
YOY		37.8%	48.5%	55.3%	53.9%	49.3%	36.3%
毛利率	36%	38%	39%	42%	43%	42%	38%
占比	4%	6%	7%	9%	12%	14%	13%
餐椅	182	170	184	199	201	217	264
YOY		-6.2%	7.7%	8.6%	1.0%	7.8%	21.4%
毛利率	34.6%	36.7%	34.1%	35.1%	35.6%	35.0%	29.9%
占比	8.8%	8.0%	6.8%	6.2%	5.5%	4.5%	4.0%
信息技术服务							174
毛利率							93.3%
占比							2.6%
红木家具							113
毛利率							13.4%
占比							1.7%
定制家具							86
毛利率							26.9%
占比							1.3%
装修收入			5	8			
毛利率			34.0%	26.4%			
其他主营业务						66	76
毛利率						19.6%	28.9%
占比						1.4%	1.1%
其他业务收入	109	127	123	177	244	293	396
YOY		16.5%	-3.6%	44.3%	38.1%	20.1%	35.0%
毛利率	0.0%	0.0%	68.8%	64.2%	63.5%	63.6%	60.0%
占比	5.3%	6.0%	4.6%	5.5%	6.6%	6.1%	5.9%

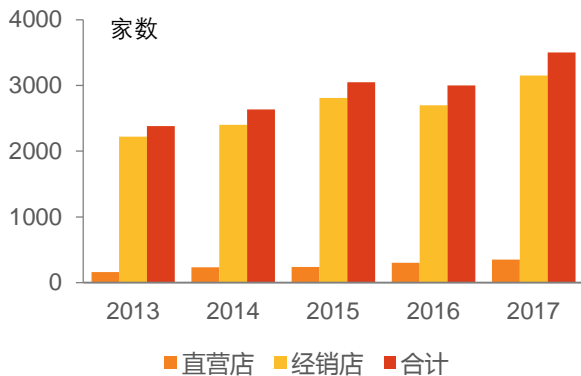
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司直营与经销店铺数量均稳步提升，销售结构内销为主，近两年内外销增长均提速。

1) 从店铺结构来看，公司店铺 90%以上为经销店铺，直营店铺数占比不到 10%，到 2017 年底公司销售店铺数超过 3500 家。2) 从销售结构来看，公司 65%的收入由内销贡献，外销占比在 35%左右，内销主要为销售顾家及系列品牌产品，外销主要为 ODM 产品，90%以

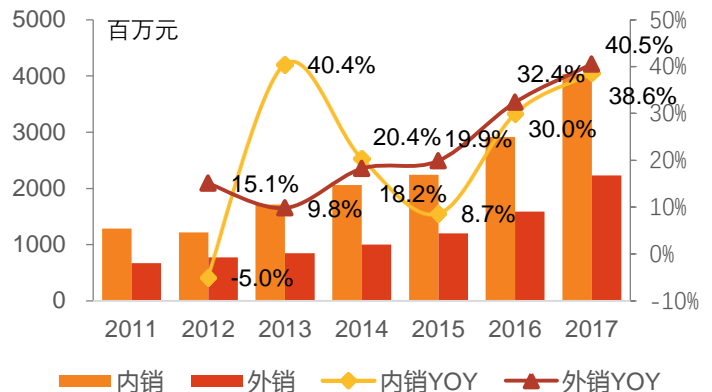
上为 ODM 产品。2016 年以来，随着公司制造基地产能的逐步释放，辅以全面营销活动，外销功能沙发及内销床类产品快速增长。内外销呈现全面提速状态，2016 年内外销增长 30% 以上，2017 年更是在 40% 左右。

图 3：店铺数量稳步上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

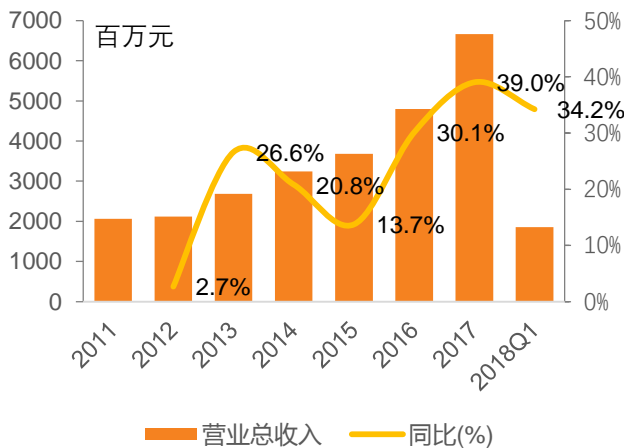
图 4：内销为主，近两年内外销增长提速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

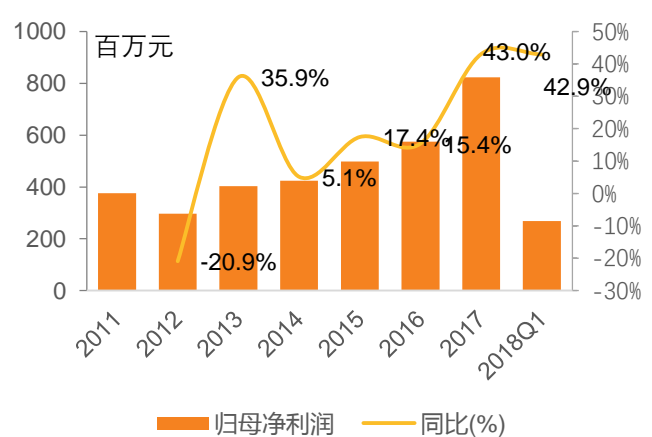
随着公司拓品牌、拓品类战略的稳步实施，公司收入利润呈现快速增长态势。2011-2017 年公司收入复合增长率为 22.6%，呈现快速增长态势，2016 年开始收入增速再上新台阶，2016/2017/2018Q1 分别增长 30.1%/39%/34.2%。2011-2017 年利润复合增长率为 14%，到 2017 年开始利润增长明显快于收入增速，尽管 2017 年和 2018Q1 都受到原材料涨价的困扰，公司毛利率略有下降，但得益于规模的提升，期间费用率显著下降，公司净利率水平提升显著，从 2017 年之前的 25% 以上的期间费用率降低至 2017/2018Q1 的 24.74%/21.68%，2017/2018Q1 净利润分别增长 43.0%/42.9%。

图 5：收入快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2017 年开始利润增速更快



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2 业务结构分析：沙发品类为核心，渠道优势显著

从软体家居板块上市公司的核心对比来看，更能看到公司业务结构的特点：

1) 产品方面，以沙发品类为核心，毛利率较高，品牌溢价显著。顾家家居以沙发产品为核心，2017 年收入占比 58.9%，这一比重仅次于敏华控股即沙发及配套产品收入占比为 80.5%，喜临门和梦百合则偏重床垫业务。分产品的毛利率方面，公司核心产品毛利率均处于行业较高水平，沙发类产品为 36.5%，低于主要定位于中高端群体的敏华控股。床类产品毛利率 38.2% 高于喜临门和梦百合相关产品毛利率，体现了较强的品牌溢价能力。

2) 渠道数量方面，公司门店数量超过 3500 家，处于行业领先地位。内外销方面，公司和喜临门内销占比高于外销，梦百合和敏华控股更侧重外销。

表 2：软体家居板块上市公司核心指标对比

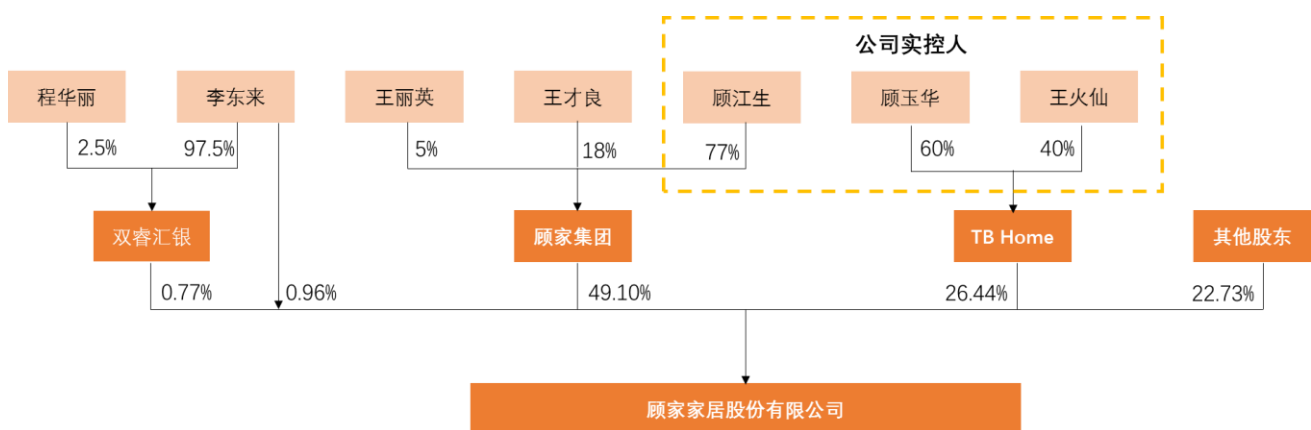
	顾家家居	喜临门	梦百合	敏华控股
产品结构	沙发（58.9%）/床类产品（14.1%）/配套产品（15.6%）/餐椅（4.2%）/信息技术服务（2.78%）	床垫（60.4%）/软床及配套产品（23.3%）/影视产品（11.6%）/酒店家具（4.7%）	记忆棉床垫（55.9%）/记忆棉枕（19%）/其他（25.1%）	沙发及配套产品业务（80.5%）/Home 集团业务（8.7%）/其他产品（29.2%）
产品毛利率	沙发（36.5%）/床类产品（38.2%）/配套产品（26.5%）/餐椅（29.9%）/信息技术服务（93%）	床垫（38%）/软床及配套产品（20.1%）/影视产品（54.2%）/酒店家具（20.6%）	记忆棉床垫（30.3%）/记忆棉枕（27.2%）/其他（29.2%）	沙发及配套产品业务（40.1%）/Home 集团业务（24.6%）/其他产品（28.1%）
渠道数量	截至 2017 年底拥有品牌店超 3500 家，其中超过 90%为经销店	2017 年末，专卖店数量超 1450 家	官网公布境内体验馆有 148 家，联手索菲亚铺设渠道，截至 2016 年底，已进驻索菲亚 1000 家门店渠道	截至 2018 年 3 月 31 日，2357 家芝华仕头等舱品牌沙发及五星床垫专卖店及 42 间北欧宜居专卖店
分地区销售结构	内销（64.4%）/外销（35.6%）	内销（78.4%）/外销（21.6%）	内销（18.0%）/外销（82%）	沙发及配套批发业务内销占比 48.2%，外销占比 51.8%
分地区销售毛利率	内销（42.4%）/外销（24%）	内销（39.3%）/外销（18.7%）	内销（42.9%）/外销（26.5%）	——

资料来源：公司公告，梦百合官网，天风证券研究所

1.3 大股东股权集中，职业经理人团队激励充分

公司股权结构稳定，实控人持股集中。公司实控人为顾江生、顾玉华、王火仙，顾玉华与王火仙系夫妻关系，顾江生系顾玉华、王火仙之子。顾江生、顾玉华和王火仙通过顾家集团、TB Home 合计间接控制公司 75.54%的股份，公司股权稳定。

图 7：截止 2018Q1 公司股权结构图



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

高素质职业经理人团队励精图治，股权激励充分，内部利益充分绑定。公司董事长顾江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，拥有丰富的管理经营经验。董事兼总裁李东来历任美的集团副总裁、AMT 集团首席执行官，经营管理经验丰富，直接间接持有公司股份 1.71%。

公司于 2017 年 9 月推出限制性股权激励，激励中高层管理人员及核心技术人员达 100 人，覆盖面广、激励力度大。本次限制性股权激励考核 2018-2020 年的业绩目标达成情况，立足长远，深度绑定中高层管理人员及核心技术人员利益。

表 3：公司推出广覆盖的限制性股权激励计划

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占计划公告日总股本的比例
1	李东来	总裁、董事	411.90	21.99%	1.00%
2	吴汉	副总裁	70.00	3.74%	0.17%
3	董汉有	副总裁、董事会秘书	38.00	2.03%	0.09%
4	李云海	副总裁	63.00	3.36%	0.15%
5	刘春新	副总裁、财务负责人	57.50	3.07%	0.14%
6	刘宏	副总裁	38.00	2.03%	0.09%
中层管理人员、核心技术（业务）人员（94 人）			9.15	48.83%	2.22%
预留			280.00	14.95%	0.68%
合计			967.55	100.00%	4.54%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：股权激励考核与 2018-2020 年业绩目标达成情况直接挂钩

考核目标达成值	2018 年比 2016 年增长率	2019 年比 2016 年增长率	2020 年比 2016 年增长率
营业收入增长率（A）	44%	73%	107%
净利润增长率（B）	32%	52%	75%
假设考核年度的实际营业收入增长率为 X，实际净利润增长率为 Y，			
解锁系数（K）=0.5*(X/A)+0.5*(Y/B)			
当年 K<1,则解除限售比例=0%；			
当年 K≥1，则解除限售比例=当年可解除限售数量*100%。			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

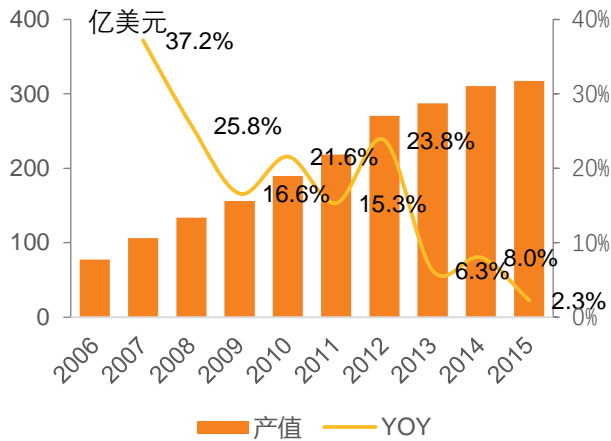
2. 大家居集中度提升趋势不改，并购助力公司全品类扩张

2.1 内销市场蓬勃发展，行业集中度低，龙头大有可为

我国是全球最大的软体家具生产国，也是最大的软体家具出口国。通过吸收国外先进软体家具设计技术和加工工艺，同时结合原材料资源和劳动力成本优势，国内软体家具产业迅猛发展。2015 年我国产值中 40%用于出口，约占全球软体家具出口总额的 51.5%。2006-2015 年国内软体家具产值从 77.5 亿美元增长至 317.3 亿美元，年复合增长率达 15.2%。近几年增速放缓，行业步入稳定发展期。

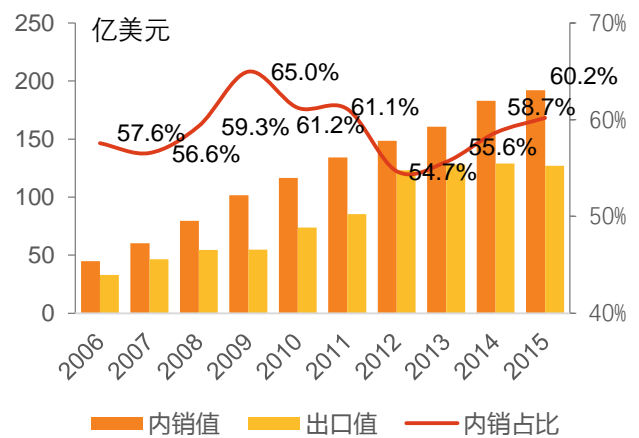
随着国内居民生活水平的不断提高及城市化进程的加快，内销市场迅猛发展，近几年增长显著快于出口市场。从 2006 年到 2015 年，内销市场的占比从 57.6%提升至 60.2%，2012-2015 年间，内销值复合增速为 8.9%，同期出口值复合增速为 1.1%，内销市场显示为更为强劲的增长势头。

图 8：国内软体家居产值步入稳定增长期



资料来源：CSIL，公司招股书，天风证券研究所

图 9：我国软体家居内销市场蓬勃发展

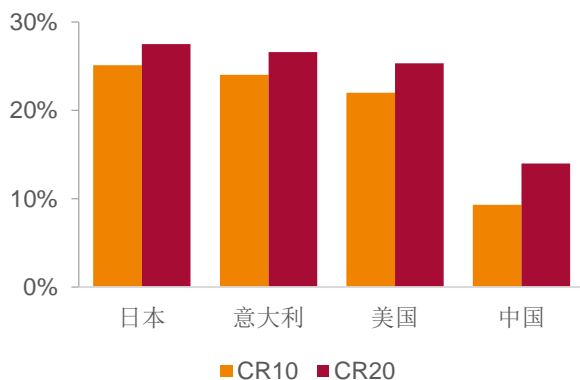


资料来源：CSIL，公司招股书，天风证券研究所

国内软体家居市场消费适应消费升级大趋势，将呈现稳定的增长态势。从市场驱动力来看，1) 我国城镇化率的进一步提升将带动新房购置需求的提升，从而推动家居市场发展。2) 存量住房的翻新需求，发达国家及我国一二线城市每年存在稳定的旧房翻新需求。3) 消费者品牌化偏好的提升，利好龙头品牌企业。4) 家具更新周期的缩短也将明显利好家具行业的需求。因此国内软体家居市场整体仍将保持稳步发展态势。

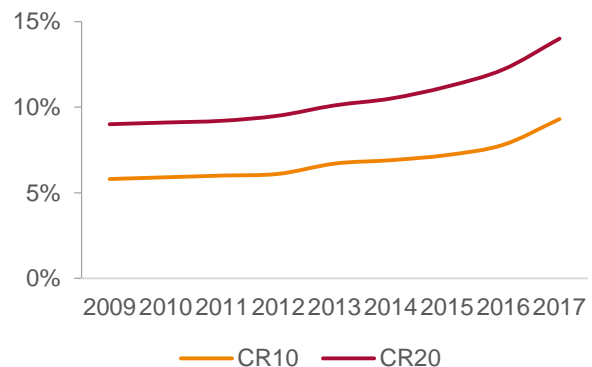
从行业竞争格局来看，我国家居市场的行业集中度低，提升趋势明显，龙头大有可为。从不同市场比较来看，我国家居市场的行业集中度明显低于国外发达市场情况，2017 年 CR10/CR20 分别为 9.3%和 14.0%，较之发达市场 CR10 普遍 20%以上有较大差距。从变化趋势来看，行业集中度趋势提升显著，近几年呈现加速集中态势，CR10/CR20 从 2009 年的 5.8%/9.0%提升至 2017 年的 9.3%/14.0%。随着家居市场的稳步发展，行业龙头以其品牌、渠道、产品、管理优势将呈现较之行业发展速度更快的发展态势。

图 10：发达国家家居行业集中度明显高于我国



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

图 11：国内家居行业集中度稳步提升



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

从未来发展趋势来看，行业龙头以其产品设计、品牌知名度及质量保障而逐步获得更大市场，行业集中度提升趋势不改。1) **产品设计：**国内家居产品公司大多起源于为国外厂商代工，因此整体呈现原创设计能力不强，产品同质化严重的问题，而龙头厂商更加注重产品原创设计，因此在完全竞争市场中将依靠原创设计而脱颖而出。2) **品牌知名度：**

随着消费水平的提升，消费品消费均有向知名度较高品牌集中的趋势，消费者更加青睐知名度较高的品牌。**3) 行业环境：**近几年国家环保政策趋紧，原材料价格上涨，倒逼中小企业破产退出，龙头企业以其规模化生产优势享有更稳健的盈利安全垫。

2.2 并购拓展多品牌，全品类进军大家居

最近一年内收购成为家具行业的大趋势之一，国内家居企业纷纷围绕着拓品类、拓品牌、拓地区的逻辑展开并购合作。

1) 首先是拓展原有的弱势品类，向大家居、全品类方向前进。顾家家居收购班尔奇，旨在获得其全屋定制业务上的先进运营经验，同时获得其高智能化的家具生产设备流水线。兔宝宝入股大自然家居，获得其 18% 的股权，大自然家居主要产品包括地板、木门、橱柜、衣柜、壁纸等，有助于兔宝宝完善其成品家居的全产业链布局。大自然家居收购德国高端橱柜品牌 Wellman，旨在丰富其产品品类，推动品牌高端化。

2) 收购国内外先进的品牌，获得其优秀的研发设计能力，国外品牌往往定位中高端，补足原有公司高端定位品牌，丰富品牌矩阵。顾家家居收购 Natuzzi 51% 的股权，Natuzzi 为意大利大规模的家具上市公司，产品种类丰富，设计研发先进，有利于顾家增加其高端及中高端的产品布局，同时学习对方先进的设计理念。曲美家居拟斥巨资收购北欧地区最大的家具制造商之一 Ekornes ASA，标的公司核心品牌 Stressless 定位中高端家具市场，曲美旨在丰富其品牌布局，拓展海外市场。

3) 通过收购国外先进的品牌，获得其国外销售渠道，完善国际化布局。国内家具企业纷纷购买国外知名品牌，一方面国外品牌可以通过国内企业在中国本土的销售渠道进入中国销售，另外一方面国内企业可以学习国外品牌的设计研发理念，也为国内品牌进入国际市场做了良好铺垫。

表 5：国内软体家居公司近年来纷纷展开收购

公司名称	收购目的	收购时间	收购标的	收购股权比例	标的主营业务
顾家家居	拓品类	2018 年 1 月	班尔奇	不详	定位全屋定制，拥有工业 4.0 高智能化板式家具生产设备流水线。
	拓品牌	2018 年 3 月	Rolf Benz AG & Co.KG	100%	德国知名度最高的软体家具品牌，旗下有三大差异细分品牌。
		2018 年 3 月	RB Management AG	100%	无实际业务。
	拓渠道	2018 年 3 月	Nick Scali Limited	14%	澳大利亚进口和零售家具领先品牌，主营家用家具及配件的进口和零售。
	拓品牌	2018 年 1 月	Natuzzi S.P.A(与其成立合资公司)	51%	意大利家具上市公司，产品包括沙发、皮沙发、扶手椅、组合式家具等，销售网络覆盖约 100 个国家。
美克家居	拓品牌	2018 年 4 月	爱依瑞斯	不详	中国软床家具品牌,拥有布艺沙发、真皮沙发和智能五星睡眠三大系统
	拓品牌	2018 年 1 月	M.U.S.T. Holdings Limited	60%	从事 JC 品牌家具的生产及销售、OEM 业务、为酒店提供定制化的家具产品及五金配件的生产及销售。
	拓品牌	2018 年 1 月	Rowe Fine Furniture Holding Corp	100%	美国中高端定制软体家具生产商，旗下拥有 Rowe 和 Robin Bruce 两个品牌，主要产品包括沙发、床、椅子、脚凳等。
兔宝宝	前向一体化	2018 年 1 月	衢州龙威新材料股份有限公司	10%	主营各种规格的 PVC 压延膜、印花膜、复合膜，可用于地板革生产、室内天花软膜、

					墙壁装饰和房车篷布。
	拓品类	2018 年 4 月	大自然家居	18%	主要产品包括地板、木门、橱柜、壁纸等。
大自然家居	拓品类	2018 年 5 月	Wellmann	不详	德国高端橱柜品牌。
曲美家居	拓品牌	2018 年 6 月	Ekornes ASA	拟收购 55.57%+	北欧地区最大的家具制造商之一，核心品牌 Stressless 定位中高端家具市场。
喜临门	拓品牌	2017 年 11 月	嘉兴米兰映像家具有限公司	51%	主营客厅及卧室中高档软体家具产品。
梦百合	拓品牌	2018 年初	Maxcolch ó n	不详	西班牙的本土床垫品牌，共有 40 家门店。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 产品+品牌+渠道三维优势凸显，合伙人制推动精益管理

3.1 内生外延拓宽产品线，强强联合推进大家居

纵观公司发展史，可以把公司的战略路径总结为以下三点：1) 以强势品类沙发为立足点，横向拓展产品品类：目前公司的产品品类包括沙发、软床、床垫、配套产品、餐椅及全屋定制服务。2) 以沙发品类中的皮质沙发为立足点，不断纵深布局沙发的不同细分品类：从材质出发，目前沙发形成三大细分品类，包括皮质沙发、布艺沙发和功能沙发；从产品风格出发，拓展了顾家欧美系列和米檬系列。3) 以核心品牌顾家出发，不断创建新的自有品牌，收购国外优秀品牌：自有品牌来看，主要包括顾家家居全品类品牌和年轻定位的品牌米檬，收购了众多优秀的品牌。国外品牌来看，包括美国功能沙发第一品牌 LAZBOY、意大利家居龙头品牌 Natuzzi、德国软体家居龙头 Rolf Benz、澳洲家居零售商 Nick Scali；国内品牌来看，与定位全屋定制的班尔奇和中国知名软床家具品牌爱依瑞斯达成战略合作。

图 12：横向纵向拓品类，内生外延打造大家居



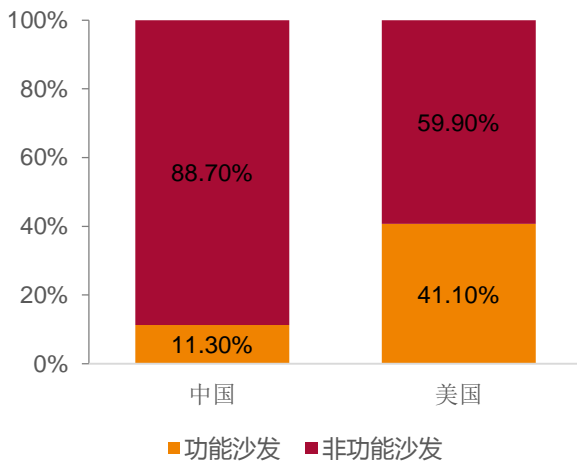
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年以来，公司收购步伐明显加快，我们认为公司收购海外知名品牌旨在：一方面丰富公司的品牌矩阵，使得产品矩阵全面覆盖中端和高端市场。另一方面借鉴海外品牌在产品设计研发方面的经验，提升公司的研发能力。而对于海外品牌而言，可以借助顾家的渠道拓展能力，迅速实现在中国的销售，提升渠道覆盖面。

1) 引入美国功能沙发顶级品牌 LA-Z-BOY，顺应消费升级大趋势

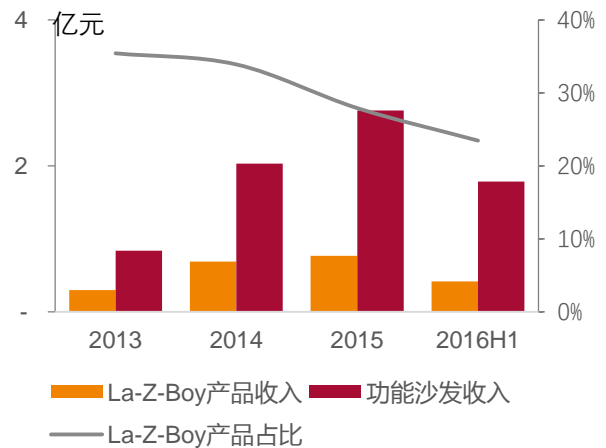
La-Z-Boy 公司创立于 1927 年，是全球功能沙发的开创者和引领者，被时代杂志评为“20 世纪伟大的 100 件发明之一”。顾家于 2012 年获得 La-Z-Boy 的独家代理权，在国内销售其功能沙发产品。顾家家居凭借自身的销售渠道优势，到 2017 年底 La-Z-Boy 在国内已有超过 200 家门店。从功能沙发的发展空间来看，2016 年中国功能沙发渗透率仅为 11.3%，而美国这一数值为 41.1%，国内功能沙发发展空间广阔，顺应消费升级大趋势。从 La-Z-Boy 对公司的收入贡献来看，La-Z-Boy 在 2015 年实现销售收入 0.77 亿元，占公司总收入比重为 2.1%，从发展趋势来看，销售规模逐年提升。从 La-Z-Boy 占公司功能沙发收入的比重来看，呈现逐年下降态势，主要由于公司自身功能沙发品牌产品性价比更高，增速更快。

图 13：2016 年中美功能沙发渗透率差异显著



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 14：La-Z-Boy 占整体功能沙发比重逐步下降



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2) 与意大利家居龙头 Natuzzi 设立合资公司，引入高端品牌

2018 年 1 月公司与意大利家居龙头 Natuzzi 合作成立合资公司，共同在大中华区推广销售 Natuzzi 旗下两大高端品牌 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions。Natuzzi 是意大利规模最大的家具上市公司，也是全球家具行业重要的参与者之一。通过与顾家合作，将充分借助顾家在国内强大的渠道资源能力迅速铺开市场，而顾家也通过这项投资在其品牌体系中增加了高端及中高端两个品牌系列。同时，顾家可以通过向 Natuzzi 学习，提升公司在空间设计、产品研发与制造、终端零售管理等方面的竞争力。

3) 收购德国知名品牌 Rolf Benz，完善国际化布局

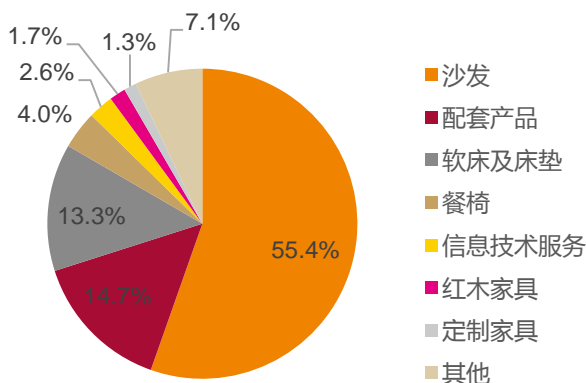
2018 年 3 月公司收购德国知名度最高的软体家具品牌 Rolf Benz，完善公司国际化布局，丰富产品品牌布局和产品序列。Rolf Benz 成立于 1964 年，主营软体家具的研发、设计、生产和销售，旗下拥有三大不同品牌 Rolf Benz、h ü lsta sofa 和 freistil 覆盖不同的消费能力和风格的消费者。标的公司销售额 80% 以上为欧洲市场，目前在中国没有独立品牌店，所有沙发产品均由其自有的两家位于德国的工厂生产。2017 年该公司实现收入和利润分别为 7765 和 288.5 万欧元，顾家以 4156.5 万欧元收购其 99.92% 的股权，对应收购 PE 为 14.4 倍。

4) 投资澳洲知名家具零售商 Nick Scali，学习先进零售经验

2018年3月公司子公司顾家投资收购澳洲知名家具零售商 Nick Scali 的 13.63% 的股权，旨在学习其先进的零售管理经验。Nick Scali 成立于 1962 年，2004 年在澳大利亚证券交易所上市，是澳大利亚进口和零售家具的领先品牌，主营范围包括家用家具及配件的进口和零售，包括沙发、餐桌、餐椅、茶几、椅子、地毯等。顾家投资 Nick Scali 之后，有助于扩大公司在澳洲的销售渠道，同时学习其领先的零售经验，为公司的精品宜家战略添油助力。

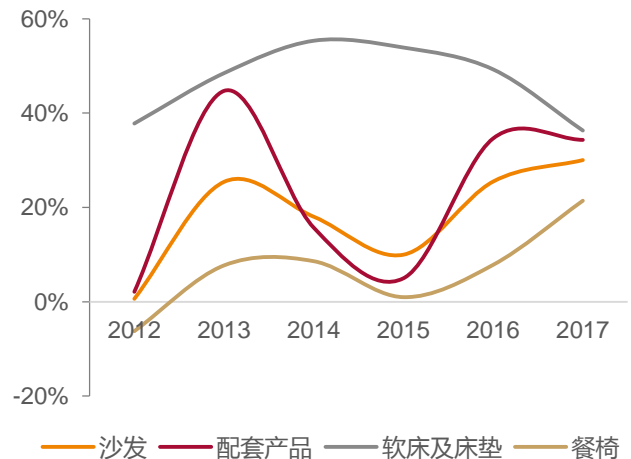
多品类拓展卓有成效，新兴品类占比提升快、增长强劲。公司的核心优势品类为沙发，2017 年占比为 55.4%，这一比重在 2011 年为 67%，沙发品类比重的下降得益于其他品类的快速增长。从增长速度来看，配套产品、软床和床垫增长强劲，从 2011-2017 年的复合增长率来看，软床和床垫增速最快，年均增长率为 46.7%，占比从 4% 提升至 13.3%，配套产品年均增长率为 21.7%，占比整体保持稳定，沙发品类年均复合增长 17.8%，体量较大的情况下仍然保持着稳定的较快增长。后续公司业绩增长的驱动力包括：1）沙发品类的稳步增长，其中新品牌、功能沙发等品牌品类贡献更快增速；2）新品类的增长：配套产品、软床床垫的新品牌品类的快速增长。

图 15：2017 年沙发、配套和软床床垫为占比最大品类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：软床和床垫及配套产品增速靠前



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司采用组合拳式营销推进顾家品牌宣传，营销活动丰富多样，积极拥抱各类新型营销。

- 1) **高潮迭起的品牌日活动：**包括 2014 年 8 月推出的“8·16 全民顾家日”，传递品牌核心理念“顾家、爱家、恋家”，2017 年 816 顾家日录得订单总销售额突破 10 亿元。2014 年 11 月推出的“顾家暖男节”，采用个性化的品牌传播主题引发行业高度关注。2016 年 11 月参加天猫双十一购物节，当年天猫旗舰店双十一单日成交 3.11 亿元，到 2017 年公司已连续 7 年蝉联天猫双十一软体家具行业第一名。2017 年 4 月还与天猫联手举办“超级品牌日”，活动嘉宾华晨宇与顾家家居共创天猫直播点赞最高纪录。
- 2) **全方位多角度推广品牌形象：**聘请邓超为品牌广告代言人；与国家体育总局训练局达成合作伙伴关系；通过电视、电台、网络、杂志、报纸、公交车、公益活动等渠道，全面提升品牌曝光率；影视剧《咱们结婚吧》植入广告，提升公众影响度。

图 17：全方位营销提升品牌形象

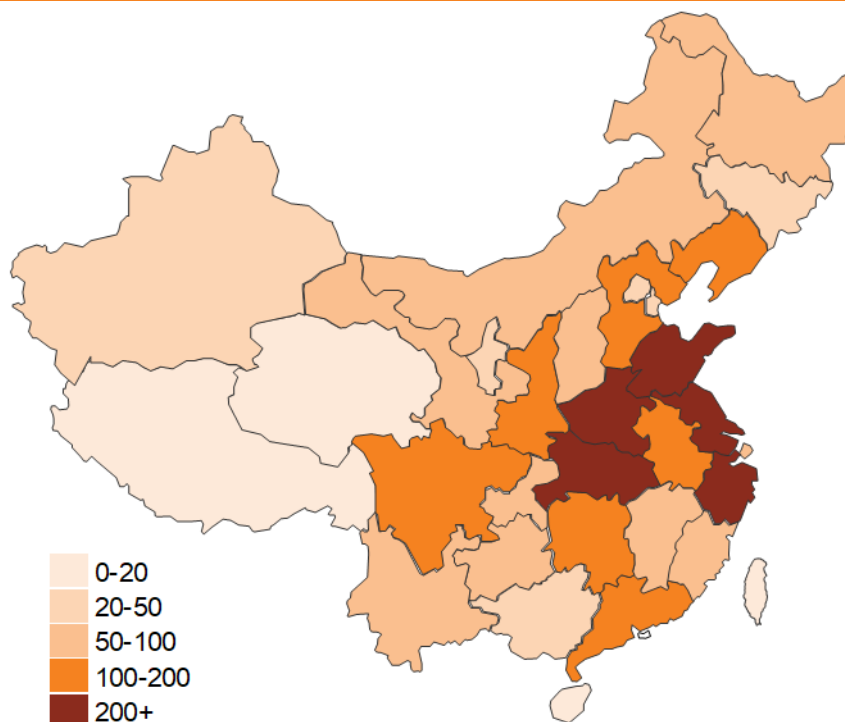


资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

3.2 渠道下沉拓展空间广阔，产能扩张打造百亿基地

公司拥有广阔的渠道销售网络，渠道逐步下沉打开拓展空间。截止到 2017 年底，公司在国内外拥有超过 3500 家品牌专卖店，遍布世界 120 余个国家和地区。从渠道结构来看，90%为经销门店，直营门店数占比不足 10%，其中直营门店主要分布在北京、上海、杭州等一二线城市，而经销门店则分布在广阔的二三线城市，后续公司的门店拓展将持续下沉，下沉至三四线城市，渠道拓展空间仍广阔。

图 18：公司渠道下沉空间广阔



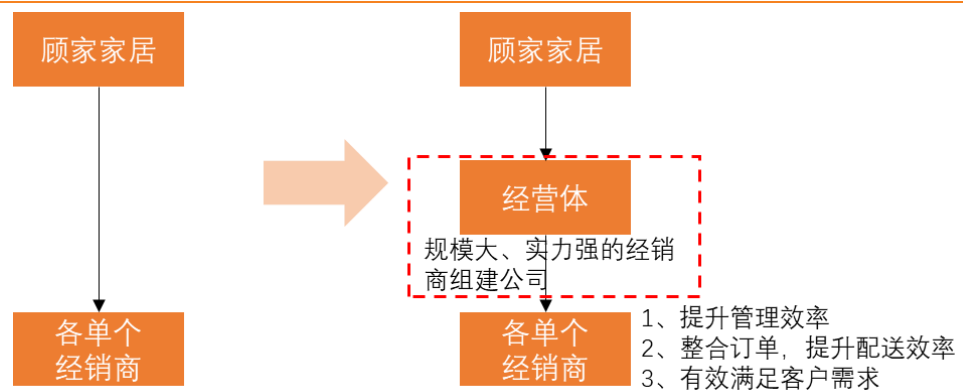
资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：通过官网专卖店数据按区域统计，更新时间为 2018 年 7 月

从不同细分品类来看，公司产品矩阵丰富，后续开店空间广阔。从目前的品类开店情况来看，公司终端门店在 3500 家左右，拥有休闲沙发、布艺沙发、功能沙发、床类不同产品线门店，各产品线店铺数平均数量不超过 1000 家。公司产品矩阵丰富，旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬生活”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，加上美国功能沙发合作品牌 LA-Z-BOY 乐至宝，丰富的品类结构也为公司后续开店提供空间。公司后续门店将稳步拓展，预计每年净增门店数量在 400-500 家，三年内终端门店有望达到 5000 家。

逐步采用经营体模式管理经销商，运营效率显著提升。公司于 2013 年下半年开始在部分地区试点“经营体”销售模式，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。通过主要经销商组建的“经营体”的模式，公司一方面整合了经销商资源，提升了对经销商的管理效率，另一方面还整合了订单，将小而散的订单化整为零，缩短发货周期，提升配送效率，同时还有效提高了满足客户需求的能力。

图 19：经营体模式管理经销商



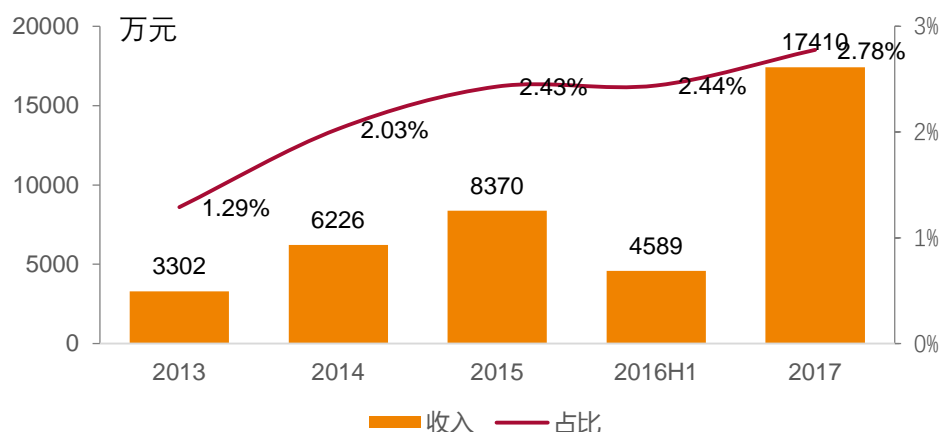
资料来源：公司公告，天风证券研究所

入股居然之家，有利于深化合作，巩固渠道优势。2018 年 2 月公司以自有资金 1.98 亿元入股居然之家，投资完成后间接持有后者 0.54% 的股权。2018 年 4 月再次以自筹资金 4 亿元认购居然之家 1.1% 的股权。两次投资完成后，公司累计持有居然之家 1.65% 的股权。公司投资居然之家，一方面旨在分享其上市收益，更重要的在于有助于深化双方合作，顾家旗下众多优秀的自有品牌及投资品牌有望随着居然之家的渠道布局而迅速铺开市场。

公司通过电商平台为线下门店引流，电商业务蓬勃发展。公司通过电商平台接到消费者订单，基于距离远近将订单分配给经销商、直营店或者由公司直接发货完成。交给经销商完成的部分，公司会根据销售额想经销商收取一定比例的返点。从公司电商业务收入来看（2017 年该部分统计到信息技术服务收入中），电商业务收入增长迅速，占比从 2013 年的 1.3% 提升至 2017 年的 2.8%，收入从 3302 万元提升至 1.74 亿元。

从电商业务的驱动力来看，公司电商业务得以快速发展的原因可总结为：1）产品端来看，针对线上消费群体的特性研发相应的产品，线上专供款逐年提升；2）营销端大力推广，包括“天猫超级品牌日”、“双十一购物狂欢节”等活动，加强消费者品牌认知；3）管理端发挥电商的资源整合优势，就近发货，同时坚持线上线下同款同价，协调好线上发展与经销商的利益。

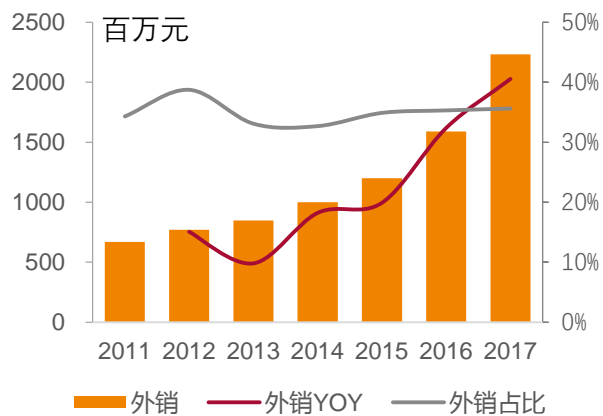
图 20：电商收入快速增长，占比提升显著



资料来源：公司公告，天风证券研究所

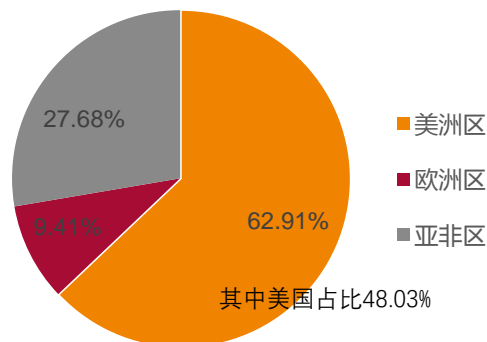
公司境外销售包括“直营+经销+ODM”的模式，其中主要是 ODM 模式。从公司外销业务的规模及增速来看，到 2017 年公司外销收入同比增长 40.5%，近几年呈现提速态势。占比上来看，外销业务的占比趋于稳定在 35%左右。分地区的情况来看，美洲区占比最高为 63%，其中美国为最大的一块占比达 48%，出口美国的收入占到公司整体收入的 17%。从前五大客户的情况来看，前五大客户的占比保持稳定，呈现稳步上升的态势，表明公司外销业务呈现稳健态势。

图 21：外销业务增长提速



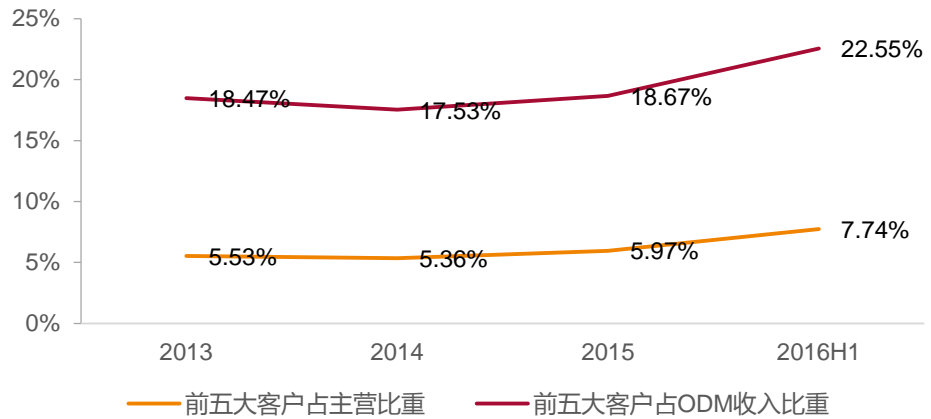
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：外销收入各地区分布情况（2016H1 数据）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

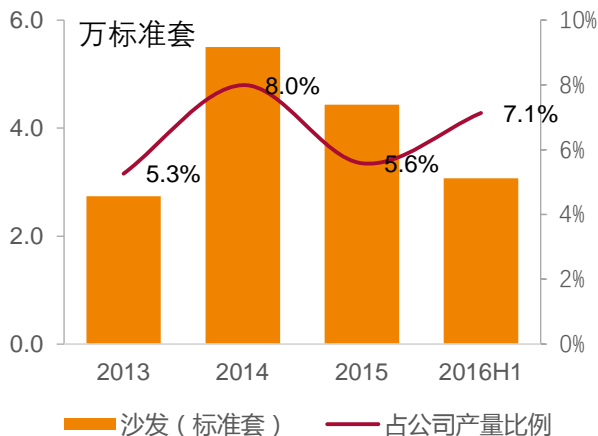
图 23：ODM 模式下前五大客户收入占比稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

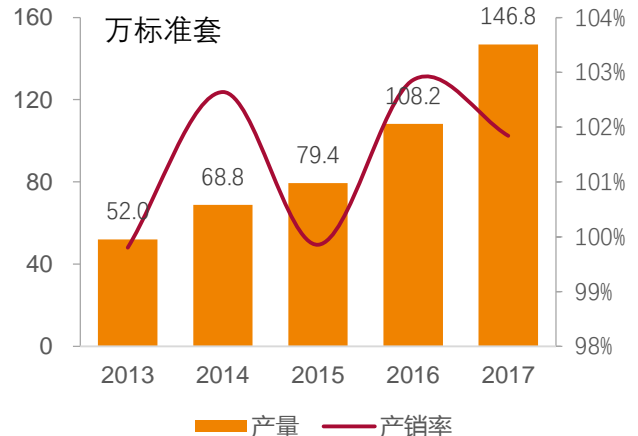
公司采用自产+外购的生产方式，公司外购量占比较高，近几年持续扩张产能。公司整体外购量占比在 7%左右，属于较高比例。随着销售规模的不断扩大，公司持续扩张产能，2013 年到 2017 年产能从 52 万标准套提升到 146.8 万标准套。为顺应渠道和销售体量的扩张，公司为提升产能持续努力，2016 年 IPO 扩建江东基地 97 万套产能，2017 年 11 月公告发行可转债建设嘉兴王江泾一期项目增加 60 万套软体家具产能，2018 年 1 月拟投资 15 亿元建设华中基地，在湖北黄冈增加 60 万套软体家具及 400 万方定制家具的产能。

图 24：公司外购量占比较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司产能逐步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着销售渠道和规模的扩张，公司产能全国化布局，目前已着手布局“华东+华北+华中”三大基地，后续将继续考虑在华南或西南地区布局，以支撑公司的“百亿”基地计划。从目前的产能状况来看，公司华东地区的产能基地主要分布在浙江，包括下沙、江东和嘉兴基地，华中主要为黄冈基地，覆盖华北和东北的是河北深州基地。目前的产能（不包括嘉兴和黄冈）为 150 万套左右。随着新建产能的逐步释放，公司将有效缓解中长期的产能瓶颈，逐步实现百亿收入规模的目标。

表 6：公司全国产能布局情况

覆盖区域	华东地区			华北&东北	华中
基地名称	下沙基地	江东基地	嘉兴基地	河北深州基地	黄冈基地
投资金额		11.79 亿元	13.81 亿元		15.1 亿元
产能规划	48 万套	97 万套	60 万套	50 万套	60 万套软体+400 万方定制
投产情况	饱和	接近饱和	预计 2021 年底前达纲	利用率 50%	预计 2022 年底达纲
预计实现营收			28.8 亿元		30 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3 采用子品类事业部制度，充分激发管理团队活力

公司从家族企业做起，逐步引入家具行业的一线管理人才，建设了一支励精图治、管理经验丰富的核心管理团队。从公司核心管理团队来看，外部引进的人才大多具有家电行业的管理经历。国内家电行业经历了从代工到品牌，从集中度低到集中度高的转变，而家具行业目前低集中度的现状与家电行业早期发展的状态类似，因此公司也顺应行业发展趋势，引进了较多家电行业的一线管理人员。公司从 2011 年引入美的电器管理团队，包括美的空调冰箱事业部总裁李东来、制冷运营部总监李云海。同时外部引入董秘及财务负责人等其他高层管理人员，公司在一支训练有素的高管团队下有条不紊地运营，这也构成了公司的核心竞争力之一。

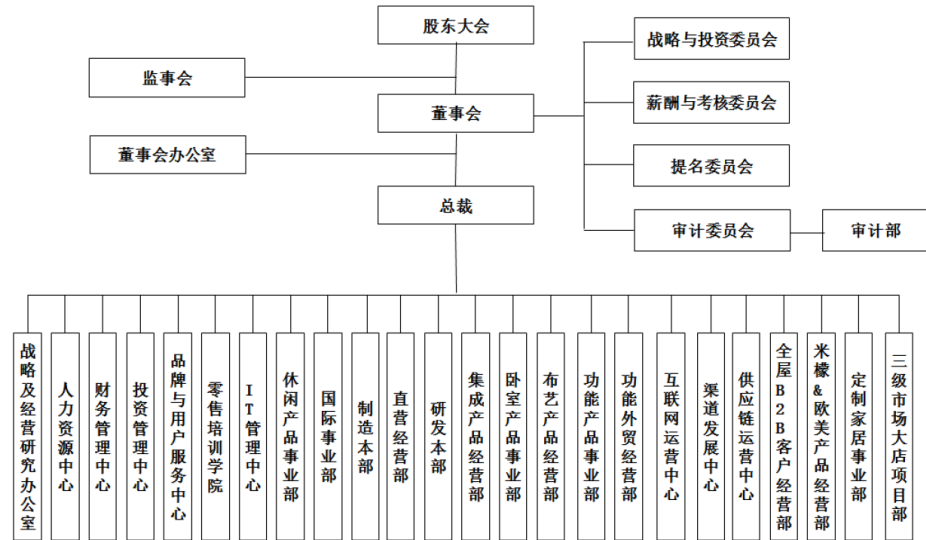
表 7：公司核心管理团队经验丰富

姓名	职务	主要工作经历	聘用方式
李东来	董事、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 。现任本公司董事兼总裁。	外部引进
董汉有	副总裁	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 。现任本公司副总裁兼董事会秘书。	
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理， 青岛海尔空调事业本部本部长助理兼华南、西南大区总监，深圳中建担保集团总裁 ，宁波奇帅电器总经理，本公司国内营销总部总经理、休闲产品事业部联席总经理。现任本公司副总裁。	
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。现任圣诺盟海绵董事、本公司副总裁。	
刘春新	副总裁	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 。现任本公司副总裁兼财务负责人。	
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。现任顾家集团监事、宁波梅山保税港区顾家投资管理有限公司监事、本公司副总裁。	原有团队
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。现任本公司副总裁。	
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。现任浙江华睿德银创业投资有限公司监事、	
刘宏	副总裁	杭州市江干区万事利科创小额贷款股份有限公司监事、杭州快驰科技有限公司监事、东台浙商总部经济园管理有限公司监事、杭州红星美凯龙环球家居有限公司监事、杭州伟量机电五金市场有限公司监事、本公司副总裁。	
		历任重庆富安百货销售科科长，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。现任本公司副总裁。	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在具体管理层面，公司采用业务板块事业部制度，充分放权激发管理团队活力。公司采用子品类事业部制度，通过品牌品类划分管理范围，目前已设立休闲产品事业部、卧室产品事业部、布艺产品事业部、功能产品事业部、米檬&欧美产品事业部、定制家居事业部等，各事业部高管和 CEO 持有不同份额的公司股权，股权激励充分，同时充分放权，激发其管理活力同时增强管理粘性。

图 26：品类事业部制的内部经营结构



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3.4 人民币贬值+原材料价格下降，短期利空因素逐步出清

公司 80%以上的产量通过自行生产完成，原材料占到生产成本的最大比重，随着生产规模的扩大，分品类的单位成本均呈现稳步下降态势，规模优势显著。1）从生产成本构成来看，直接材料占比最高，为 70%以上，近几年这一比例有所下降，主要由于劳动力成本上升导致的直接人工和制造费用比重提升。原材料中占比最大的为皮革达 32.41%，其次为其他板材，因此皮革和板材价格的走势成为其原材料成本的关键因素。2）从原材料采购价格和分品类的单位成本来看，2015 年原材料价格上涨幅度明显，而公司分品类的单位成为依旧是下降的。公司 2013-2016H1 各品类的单位成本除了餐椅在 2015 年略有上涨之外，其他所有品类均呈现稳步下降态势，表明公司生产规模优势显著，这一规模优势有效减弱了了原材料的上涨带来的负面影响。

表 8：公司生产规模优势显著

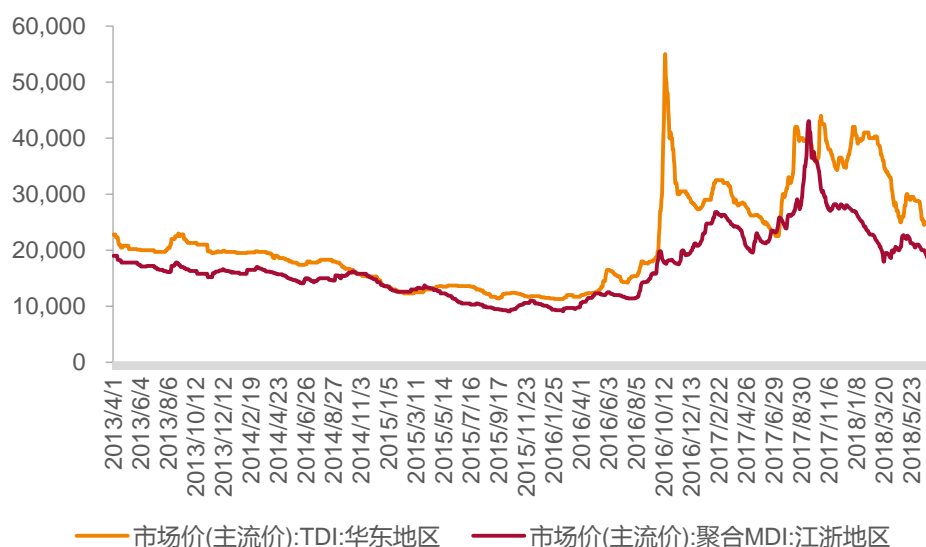
	2013	2014	2015	2016H1
生产成本构成				
直接材料	77.49%	72.11%	73.32%	72.82%
皮革	34.48%	32.17%	33.87%	32.41%
海绵	10.14%	9.08%	8.06%	7.14%
木材	10.74%	9.85%	9.27%	9.07%
其他	22.13%	21.00%	22.12%	24.21%
直接人工	15.60%	19.96%	18.93%	19.32%
制造费用	6.91%	7.94%	7.75%	7.86%
合计	100%	100.01%	100.00%	100.00%
原材料采购价格				
皮革（元/平方英尺）	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）	1853.06	1973.84	2029.77	1933.63
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%
分品类单位成本（元/标准套）				
沙发类	2537.72	2393.76	2,324.94	2,260.02
YOY		-5.67%	-2.87%	-2.79%
床类	1790.88	1588.38	1,588.11	1,536.88
YOY		-11.31%	-0.02%	-1.36%
餐椅类	2109.28	1889.84	1924.9	1898.56
YOY		-10.40%	1.86%	-1.37%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

从原材料价格走势来看，目前价格已回落，短期利空因素消除。2016 年下半年到 2017 年上半年原材料经历一波疯狂的上涨势头，就海绵的主要原材料 TDI 来看，从 2016 年 4 月份的 1.25 万/吨上涨到 2016 年 10 月的 5.5 万/吨，增长了 3.4 倍。就皮革的主要原材料 MDI 来看，也从 2016 年年初的 1 万/吨上涨到 2017 年 10 月的 4.3 万/吨，也增长了 3 倍以上。从 2018 年的表现来看，价格回落显著，目前 TDI 的价格在 2.5 万/吨左右，MDI 价格在 1.7 万/吨左右。

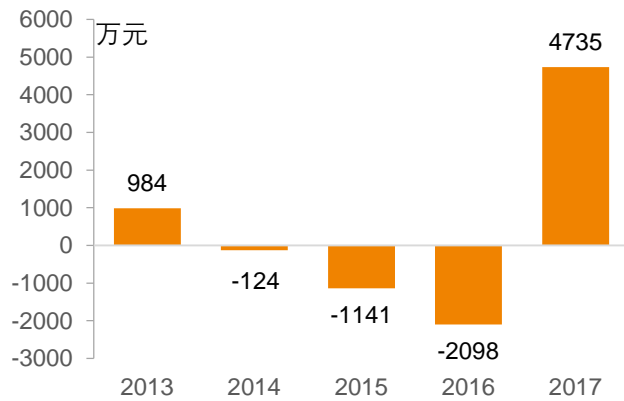
图 27：主要原材料 TDI 和 MDI 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司外销收入占比在 35%左右，外销业务主要由美元结算，人民币贬值将产生汇兑收益。人民币贬值对公司有两方面优势，一方面会降低以美元标价的外销产品的价格水平，提升其竞争力，同时公司的美元应收账款会产生汇兑损益。2013 年人民币升值近 3%，公司形成汇兑损失 984 万元。2017 年人民币大幅升值近 6%，公司形成汇兑损失 4735 万元。人民币贬值则相反能获得正的汇兑损益，像 2015 年和 2016 年，分别收获汇兑损益 1141 万元和 2098 万元。2018 年以来，人民币贬值显著，到 2018 年 7 月 12 日的的数据，人民币已贬值 2.53%，预计将给公司报表带来正向影响。

图 28：2017 年人民币升值导致汇兑损失较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：美元兑人民币汇率情况：18 年以来人民币贬值显著



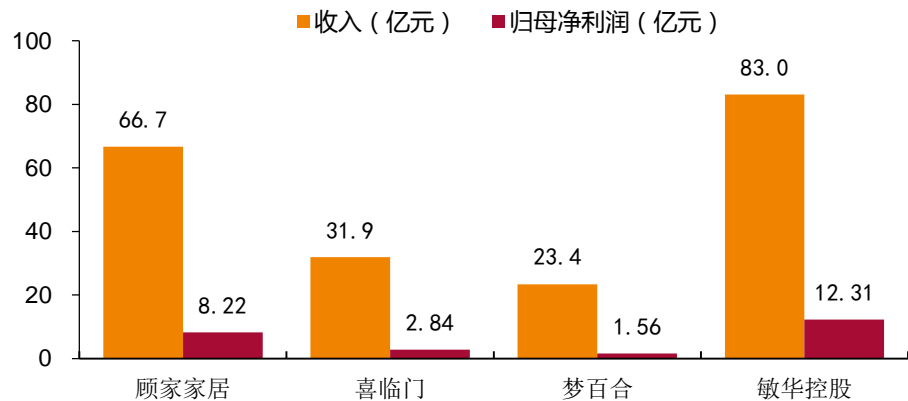
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 高速增长的奥秘：渠道力超群，周转制胜

4.1 财务比较：增长提速，大手笔投营销

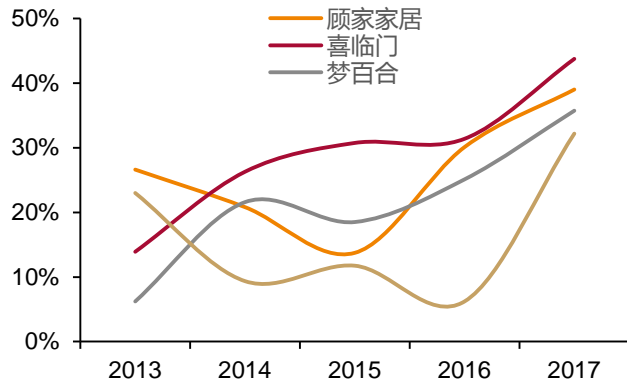
收入和利润规模位居行业第二，2015 年后增长提速。公司 2017 年实现营业收入/归母净利润 66.7/8.22 亿元，处于行业领先水平，仅次于敏华控股。从收入和利润增速来看，2015 年来公司收入和利润增长提速，3 年期复合增长率为收入 34.5%和利润 28.5%，远高于行业平均水平。

图 30：同行业公司营业收入及归母净利润对比



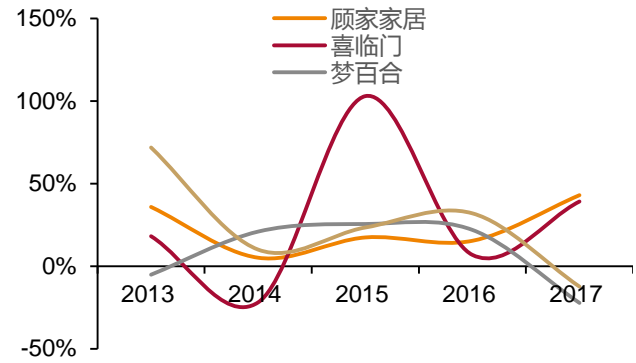
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：同行业收入增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：同行业归母净利润增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

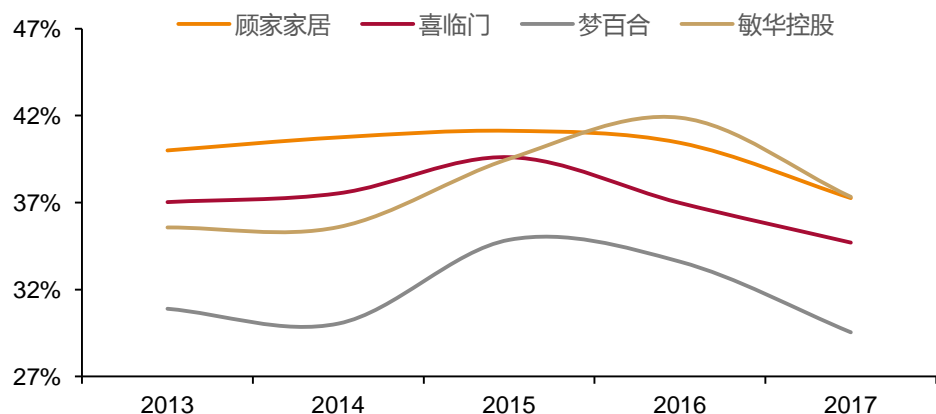
表 9：公司复合增速远高于行业平均水平

公司名称	收入复合增速		利润复合增速	
	3 年期 CAGR	5 年期 CAGR	3 年期 CAGR	5 年期 CAGR
顾家家居	34.5%	25.6%	28.5%	19.5%
喜临门	37.4%	32.9%	22.0%	23.9%
梦百合	30.3%	25.1%	-2.6%	9.6%
敏华控股	16.2%	14.7%	5.5%	12.3%
行业平均水平	29.6%	24.6%	13.3%	16.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司综合毛利率水平位于行业前列，体现较高品牌溢价。从同行业业务结构比较可知，公司沙发产品和床类产品毛利率较高（沙发 36.5%/床类 38.2%），二者较高的营收占比（合计约 75%）使得公司毛利率得以维持行业领先水平。2016 年，由于受原材料价格上涨影响，行业毛利率水平普遍下降，但公司毛利率下降幅度小于可比公司，体现了公司较强的议价能力。

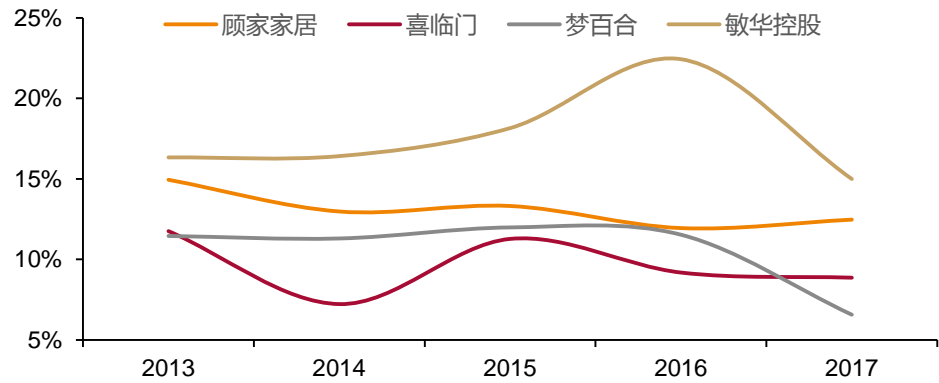
图 33：公司综合毛利率水平位居行业前列



资料来源：公司公告，天风证券研究所

净利率方面，由于期间费用率较高，净利率的领先水平不如毛利率明显。公司净利率水平长年高于喜临门和梦百合，源于公司产品品牌效应带来的较高的毛利率，但净利率水平低于敏华控股。

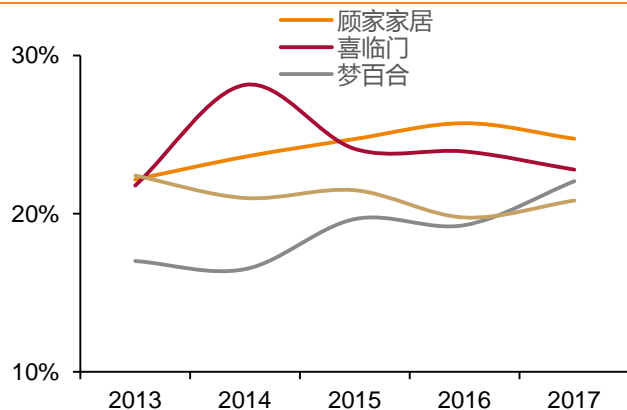
图 34：公司净利率水平仍然处于领先水平



资料来源：公司公告、天风证券研究所

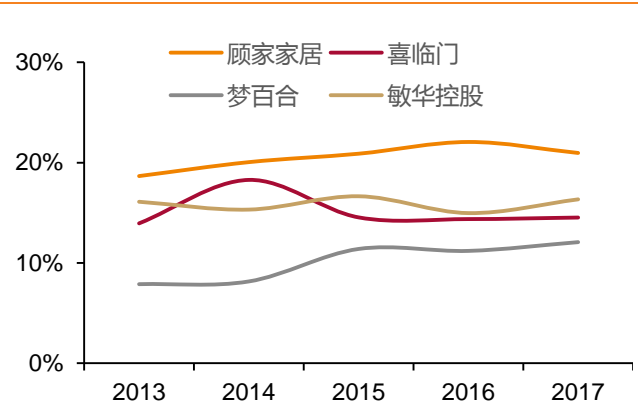
期间费用率高于可比公司，源于销售费用率不断提升，其中最大部分为营销费用。公司 2013-2017 年这五年间平均销售费用率为 21%，从 2013 年起公司销售费用率进一步提升，较之软体家居板块其他上市公司的这一指标差距进一步扩大，销售费用率的持续提升推动了公司期间费用率的攀升。所以从净利率水平来看，公司净利率的绝对水平并不算高。从管理费用率来看，公司管理费用率水平较低。从这两项指标来看，可以看到公司日常管理依然是精耕细作，但是对营销方面却是持续大手笔投入。

图 35：公司期间费用率水平较高



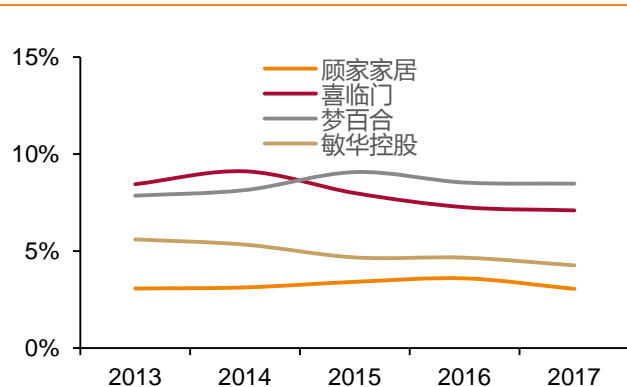
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 36：不断上升的销售费用率提升了期间费用率



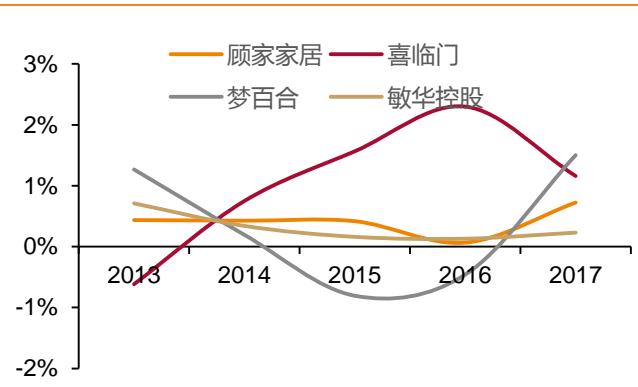
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 37：公司管理费用率低于行业平均水平，管控良好



资料来源：公司公告、天风证券研究所

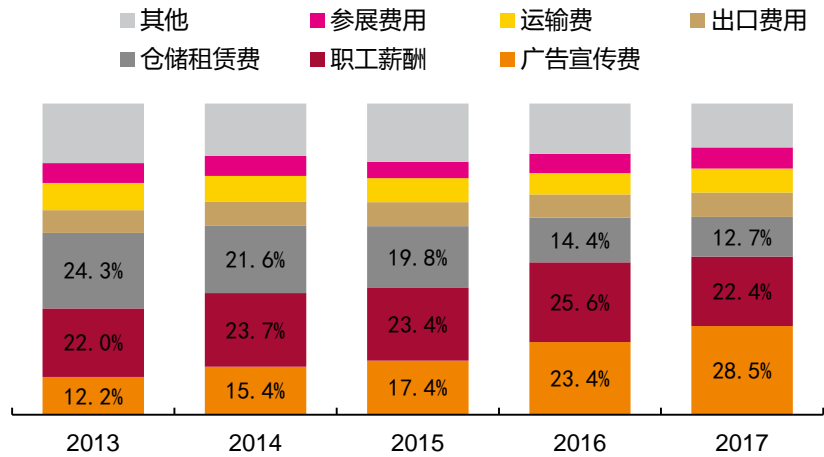
图 38：公司财务费用率水平较低



资料来源：公司公告、天风证券研究所

较高的销售费用率源于广告宣传支出的扩大。随着公司内销占比的不断扩大，公司加大营销活动投入提升品牌知名度和影响力，使得 2013-2017 年公司广告宣传占销售费用高的比例从 12.2% 上升至 28.5%。广告宣传的投入加大体现了管理层对品牌传播的重视，预计公司品牌效应进一步显现，提升收入规模，释放利润弹性。

图 39：广告宣传占销售费用的比例不断上升

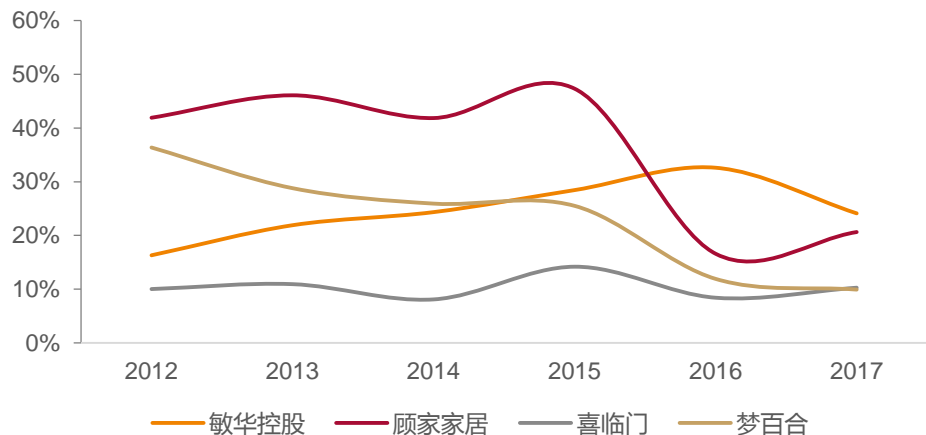


资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2 基于杜邦分析法再看顾家——再论核心竞争力

从 ROE 角度来看，上市之前公司 ROE 水平居于行业首位，2016 年上市后权益资产显著增加摊薄 ROE，2017 年提升显著。从行业可比公司 ROE 水平来看，上市之前公司 ROE 指标大幅高于行业平均水平，2012-2015 年间公司 ROE 水平均在 40% 以上，到 2015 年更是达到了 47.3%，同时期行业可比公司水平在 10%-30% 之间。到 2016 年公司因为上市摊薄 ROE，降至 16.6%，2017 年提升显著达到 20.6%。2017 年行业可比公司除了敏华控股 24.1% 之外，喜临门和梦百合保持在 10% 左右的水平。公司 ROE 水平处于行业领先水平。

图 40：2016 年上市前顾家家居 ROE 居于行业首位



资料来源：Wind，天风证券研究所

基于杜邦分析法，将 ROE 拆分来看，就净利率指标而言，公司净利率水平并没有大幅高出行业水平，整体低于敏华控股，略高于其他两家。从权益乘数来看，公司的权益乘数要显著高于敏华控股和梦百合。从资产周转率来看，上市之前的周转率也是明显高于其

他三家，到了 2016 年上市之后仍然高于喜临门与梦百合，略低于敏华控股，而且 2017 年较之 2016 年明显提升。

表 10：驱动公司 ROE 指标的核心因素为权益乘数和资产周转率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
权益乘数						
敏华控股	1.44	1.36	1.37	1.20	1.39	1.47
顾家家居	1.93	1.84	2.06	2.29	1.51	1.63
喜临门	1.23	1.38	1.73	2.41	1.81	2.11
梦百合	1.64	1.59	1.46	1.53	1.19	1.49
资产周转率						
敏华控股	0.98	0.99	1.08	1.31	1.05	1.09
顾家家居	1.54	1.68	1.57	1.55	0.92	1.02
喜临门	0.72	0.68	0.65	0.52	0.51	0.55
梦百合	1.74	1.58	1.57	1.39	0.87	1.01
净利率						
敏华控股	11.5%	16.3%	16.4%	18.1%	22.4%	15.0%
顾家家居	14.0%	14.9%	13.0%	13.3%	11.9%	12.5%
喜临门	11.3%	11.8%	7.2%	11.3%	9.2%	8.9%
梦百合	12.8%	11.5%	11.3%	12.0%	11.5%	6.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从权益乘数来看，顾家的权益乘数保持行业较高水平，2016 年上市前更高。从负债结构来看，公司有息负债占总资产比重较低，主要的杠杆主要来自于无息负债。而从无息负债的结构来看，就各类无息负债占总资产的比重来看，公司明显高于同行的指标主要为预收账款/总资产，这一比重公司为 10%以上，而同行业其他公司保持在低个位数水平。预收账款主要来源于经销商的预付款项，充分体现出公司对渠道的控制力和品牌的议价能力。另一指标为其他应付款占总资产的比重，2014 年起这一指标提升显著，主要由于为了提升资金使用效率，公司将电商收款直接划转至公司账户，因此同时产生银行存款和其他应付款两项科目，体现了公司电商端的快速发展。

表 11：公司无息负债占比远高同行水平

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
有息负债占总资产比重						
顾家家居	8.3%	3.4%	17.3%	12.8%	2.5%	0.5%
梦百合	11.8%	9.7%	6.6%	13.4%	4.9%	14.7%
喜临门	1.6%	8.2%	12.9%	21.8%	17.4%	21.4%
无息负债占总资产比重						
顾家家居	40.0%	42.2%	34.0%	43.5%	31.4%	38.2%
梦百合	27.0%	27.3%	24.9%	21.4%	11.4%	18.3%
喜临门	17.2%	19.1%	29.2%	36.7%	27.3%	31.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：无息负债中指标明显高于同行的为预收账款占总资产比重

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
应付票据							
顾家家居	11.4%	9.2%	7.8%	3.9%	4.6%	3.5%	2.6%
梦百合	5.4%	7.2%	6.6%	7.2%	4.7%	1.2%	0.7%
喜临门	0.0%	0.3%	0.3%	1.6%	1.8%	5.9%	6.6%
应付账款							
顾家家居	9.7%	13.1%	11.5%	10.1%	11.9%	8.4%	8.4%
梦百合	24.3%	15.0%	16.3%	13.2%	10.3%	7.1%	11.6%
喜临门	24.3%	12.6%	13.7%	13.5%	12.5%	12.0%	14.2%
预收账款							
顾家家居	10.0%	9.2%	12.5%	8.6%	10.9%	12.5%	14.6%
梦百合	1.2%	1.5%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%
喜临门	3.3%	0.8%	1.8%	1.2%	1.1%	1.2%	2.5%
应交税费							
顾家家居	4.7%	2.8%	3.6%	4.1%	2.9%	1.4%	1.2%
梦百合	1.8%	1.3%	0.6%	0.2%	0.9%	0.5%	0.4%
喜临门	0.4%	1.3%	1.2%	0.6%	1.6%	1.7%	1.6%
其他应付款							
顾家家居	1.2%	2.8%	2.9%	4.0%	4.5%	3.3%	8.8%
梦百合	3.6%	0.5%	1.4%	1.1%	1.0%	0.3%	0.7%
喜临门	0.6%	1.3%	0.9%	1.2%	8.5%	1.3%	2.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

资产周转率较之同行业其他公司高是另一大推动高 ROE 的因素。从最核心的两大资产周转率来看，存货周转率公司较之同行业其他公司优势不明显，应收账款周转率这一指标为公司的核心优势指标，大幅领先同行业可比公司。主要由于公司的内销占比最高，内销占比为预收款模式，而境外销售则会给客户一定的信用期。从存货周转率来看，公司存货周转率逐年提升，采用“以销定产，适度库存”的模式推进，后续随着公司全国化产能基地的布局，整体供货周期继续缩短，存货周转率有望进一步提高。

表 13：应收账款周转率远高于同行业水平

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
存货周转率						
顾家家居	3.57	4.28	4.27	4.47	5.06	5.36
梦百合	6.14	5.15	5.09	5.11	5.65	5.99
喜临门	4.58	5.07	4.66	3.84	3.32	3.19
敏华控股	5.26	5.77	5.69	6.38	6.67	5.71
应收账款周转率						
顾家家居	18.86	27.37	22.58	18.33	16.96	17.17
梦百合	8.65	8.29	9.05	9.02	8.64	7.67
喜临门	4.67	4.17	4.32	3.87	3.50	3.56
敏华控股	12.84	13.77	11.67	12.09	12.65	12.57

资料来源：天风证券研究所

5. 盈利预测

公司战略发展路径清晰，依靠内生外延不断纵深产品线，在原有丰富的品类结构上又增加了诸多国外顶级的品牌，广阔的三四线城市市场为公司后续渠道拓展提供广阔空间，同时公司的产能全国化布局加速，丰富的营销活动不断提升品牌知名度，优秀的职业经理人团队为公司的发展保驾护航。从行业的角度来看，软体家居行业处于集中度快速提升的早期，而公司以其产品+设计+渠道+营销+管理等全方位的优势将充分抢占市场，受益行业集中度的提升大趋势。我们认为公司的业绩具有坚实的可持续发展的基础。

表 14：公司近几年的收入和利润增速处于行业领先地位

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
营业收入增长率								
顾家家居		2.6%	26.7%	20.9%	13.6%	30.2%	39.0%	34.2%
美克家居	5.9%	2.8%	1.3%	1.5%	5.2%	21.1%	19.9%	32.2%
梦百合		33.0%	6.4%	21.6%	18.4%	24.9%	36.0%	27.1%
喜临门	25.2%	6.9%	14.0%	26.7%	30.0%	31.6%	43.6%	83.9%
敏华控股	14.2%	12.8%	23.0%	9.4%	11.7%	6.2%	32.2%	
归母净利润增长率								
顾家家居		-20.9%	35.9%	5.1%	17.4%	15.4%	43.0%	42.9%
美克家居	114.4%	-89.5%	730.5%	35.8%	28.7%	10.0%	10.4%	32.7%
梦百合		41.8%	-5.1%	21.0%	25.6%	22.0%	-22.2%	-93.2%
喜临门	9.1%	15.8%	18.2%	-21.9%	103.0%	6.9%	39.2%	23.6%
敏华控股	-51.3%	87.4%	71.9%	10.1%	23.4%	32.0%	-12.4%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于公司各品类的历史发展情况及近期的产能、渠道规划，我们对各品类的增速做出如下假设：

核心假设：

- 1) 主要产品品类方面：**2018/2019/2020 年沙发品类实现收入 47.0/59.5/74.5 亿元，同比增长 27.3%/26.6%/25.2%；配套产品实现收入 13.2/17.7/23.9 亿元，同比增长 35%/34%/35%；软床和床垫实现收入 12.2/16.8/22.6 亿元，同比增长 38%/37%/35%；餐椅实现收入 3.1/3.7/4.5 亿元，同比增长 18%/20%/20%。随着生产规模的扩大，各品类的毛利率稳步提升；
- 2) 其他业务方面：**收入包括定制家具业务、红木业务、信息技术服务以及其他非主营业务。其中信息技术服务为线上销售平台服务收入、线上引流至经销商提取的收入和经销商运营管控的收入，这部分增速迅猛，2017 年实现收入 1.74 亿元，预计仍将保持较快增长。除信息技术的其他部分也保持较快增速，增长在 20%-25% 之间。合并一块的其他收入增长分别为 43.3%/37.8%/31.1%。
- 3) 费用率方面：**公司持续推进品牌营销，销售费用率整体保持稳定；管理费用率随着规模的扩大，体现为稳中略降的态势。

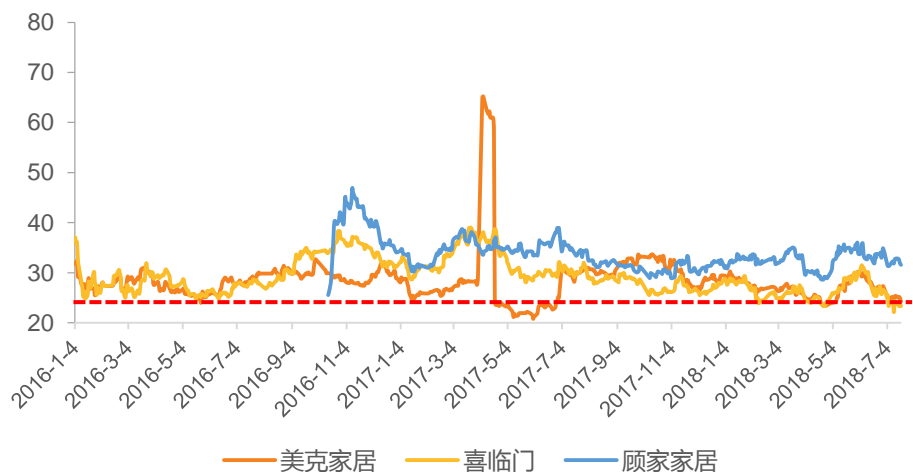
综上，我们预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 87.6/114.4/147.3 亿元，同比增长 31.5%/30.5%/28.8%；分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元，同比增长 32.7%/30.5%/28.0%。

从估值角度来看，公司较之行业其他公司享有估值溢价，我们认为估值溢价源于我们所强调的几大逻辑，包括 1) 通过内生外延进行品类的纵深布局，吸纳国外优秀的设计理念，品牌结构更加多样化；2) 渠道结构的优势：国内终端门店数 3500 家，且后续开店空间广阔，渠道拓展的增量优势仍在；3) 优秀的营销能力带来的高品牌知名度&职业经理人团队：品牌的知名度离不开职业经理人团队的管理，公司的职业经理人团队大多具有家电行业的管理经验，经历过家电行业从代工到品牌寡头竞争的阶段，而国内家具行业处在代工向内销转变的关键时期，国内品牌厂商纷纷争夺市场，而顾家的职业经理人团队在家电

行业的经验对公司而言至关重要；4）各方面的优势带来公司对渠道的绝对话语权：无息杠杆高，权益乘数高，同时存货和应收账款周转快助力公司高 ROE，驱动公司快速发展。因此公司享有较之同行业更高的估值。从 2018Q1 的数据来看，公司净利润端的增速超过软体家居板块的其他上市公司，随着 2018Q2 各项营销活动的稳步进行，预计 2018Q2 公司仍将保持较快的增速。行业和公司自身的驱动力以及公司最后的财务表现，均能够为公司的估值溢价继续保驾护航。

从历史估值的角度来看，2016 年至今，从上市较早可比公司喜临门和美克家居的表现来看：行业整体估值中枢在 25 倍左右，而顾家自上市以来，整体的估值呈现的态势是高于同板块的其他上市公司，估值溢价的原因如上段所述。自 2018 年一季度之后，受制于地产增速的弱势表现，整个软体家居板块均呈现估值中枢下行态势。而顾家的表现依然强于板块整体，主要原因在于其品类结构的丰富，新品类的快速增长使得公司业绩的表现对地产的表现敏感度降低，因此就后市而言，地产的表现对公司的影响相对较弱。所以在估值方面，我们选用行业历史中枢估值 25 倍给予公司定价。基于我们的盈利预测，预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元（新增 2020 年预测），对应 EPS 为 2.55/3.33/4.26 元，基于 2019 年的业绩预测，对应 25 倍估值，对应的目标价为 83.25 元。

图 41：同行业公司历史 PE 估值情况（基于 EPS（TTM）计算）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 15：可比公司估值表

序号	股票代码	股票简称	股价 (2018.7.18)	EPS			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
A 股软体家居公司									
1	603008.SH	喜临门	17.56	0.94	1.25	1.64	18.77	14.05	10.69
2	603313.SH	梦百合	17.88	0.81	1.02	1.32	22.04	17.51	13.58
3	600337.SH	美克家居	5.34	0.28	0.36	0.46	19.06	14.83	11.64
平均值							19.96	15.46	11.97
港股软体家居公司									
1	1999.HK	敏华控股	5.90	0.50	0.58	0.68	11.72	10.10	8.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司是国内软体家居龙头企业，高歌猛进拓展大家居版图，产能全国化布局，规模优势凸显，渠道空间广阔，业绩呈现稳步高速增长态势，维持“买入”评级。公司多品牌多

品类稳步扩张，并购吸纳海外优势品牌丰富内容矩阵。职业经理人团队经验丰富，品类事业部模式充分放权，股权激励充分。我们维持原有盈利预测，预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元（新增 2020 年预测），对应 EPS 为 2.55/3.33/4.26 元，当前股价对应 PE 为 26.3/20.2/15.8 倍。考虑到公司为行业龙头且业绩稳步增长，战略版图明晰，渠道优势显著，职业经理人团队经验丰富，将持续享有估值溢价。我们给予公司 2019 年 25 倍的 PE 估值，上调目标价，由 74.52 元上调至 83.25 元，维持“买入”评级。

表 16：公司分品类收入拆分

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
分品类收入拆分								
沙发收入	1743	2058	2263	2840	3692	4699	5951	7448
YOY	25.4%	18.0%	10.0%	25.5%	30.0%	27.3%	26.6%	25.2%
营业成本	1020	1194	1324	1676	2346	3028	3806	4823
毛利率	41.5%	42.0%	41.5%	41.0%	36.5%	35.6%	36.0%	35.2%
配套产品收入	445	515	541	728	978	1321	1770	2389
YOY	44.7%	15.7%	5.0%	34.6%	34.3%	35.0%	34.0%	35.0%
营业成本	316	363	379	504	719	938	1239	1684
毛利率	29.1%	29.5%	29.9%	30.8%	26.5%	29.0%	30.0%	29.5%
软床和床垫	182	283	435	650	886	1222	1675	2261
YOY	48.5%	55.3%	53.9%	49.3%	36.3%	38.0%	37.0%	35.0%
营业成本	111	164	247	374	547	733	1022	1345
毛利率	39%	42%	43%	42%	38%	40.0%	39.0%	40.5%
餐椅收入	184	199	201	217	264	311	373	448
YOY	7.7%	8.6%	1.0%	7.8%	21.4%	18.0%	20.0%	20.0%
营业成本	121	130	130	141	185	202	243	289
毛利率	34.1%	35.1%	35.6%	35.0%	29.9%	35.0%	35.0%	35.5%
其他收入	127	184	244	360	845	1211	1669	2187
YOY	0.1%	44.9%	32.3%	47.3%	135.1%	43.3%	37.8%	31.1%
营业成本	41	69	89	160	385	533	718	943
毛利率	67.5%	62.6%	63.4%	55.5%	54.4%	56.0%	57.0%	56.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,248.56	885.83	2,079.32	4,835.23	5,798.38
应收账款	395.79	481.48	672.03	833.31	1,105.73
预付账款	50.03	35.83	90.79	74.91	129.21
存货	683.49	878.36	1,151.47	1,473.14	1,919.74
其他	1,407.55	1,956.41	1,374.78	1,683.09	1,676.15
流动资产合计	3,785.41	4,237.90	5,368.39	8,899.68	10,629.22
长期股权投资	36.62	237.05	237.05	237.05	237.05
固定资产	1,058.52	1,156.80	1,106.99	1,044.39	974.11
在建工程	68.74	72.14	43.28	25.97	15.58
无形资产	172.33	221.86	211.33	200.80	190.26
其他	98.01	635.18	608.53	605.30	597.72
非流动资产合计	1,434.23	2,323.02	2,207.18	2,113.50	2,014.73
资产总计	5,219.64	6,560.92	7,575.57	11,013.18	12,643.95
短期借款	130.01	31.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	610.88	1,124.91	817.24	1,772.73	1,682.31
其他	1,026.10	1,366.65	1,205.76	2,244.31	2,114.43
流动负债合计	1,766.99	2,522.55	2,023.00	4,017.04	3,796.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.71	12.22	6.38	7.44	8.68
非流动负债合计	3.71	12.22	6.38	7.44	8.68
负债合计	1,770.70	2,534.78	2,029.38	4,024.47	3,805.42
少数股东权益	11.47	26.57	37.70	56.45	84.20
股本	412.50	428.14	428.14	428.14	428.14
资本公积	1,981.98	2,412.20	2,412.20	2,412.20	2,412.20
留存收益	3,025.28	3,989.20	5,080.36	6,504.12	8,326.18
其他	(1,982.28)	(2,829.97)	(2,412.20)	(2,412.20)	(2,412.20)
股东权益合计	3,448.94	4,026.15	5,546.20	6,988.71	8,838.52
负债和股东权益总计	5,219.64	6,560.92	7,575.57	11,013.18	12,643.95
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	572.46	830.86	1,091.15	1,423.76	1,822.07
折旧摊销	80.54	98.81	89.19	90.44	91.20
财务费用	1.97	50.97	50.00	55.00	60.00
投资损失	75.99	(76.00)	(91.20)	(109.44)	(131.32)
营运资金变动	(1,009.31)	1.28	(410.08)	1,242.27	(977.56)
其它	1,252.95	230.30	39.81	2.78	33.56
经营活动现金流	974.60	1,136.22	768.89	2,704.82	897.93
资本支出	176.60	432.60	5.84	(1.06)	(1.24)
长期投资	10.54	200.43	0.00	0.00	0.00
其他	(1,788.59)	(2,076.05)	48.67	129.37	122.76
投资活动现金流	(1,601.45)	(1,443.03)	54.51	128.31	121.52
债权融资	130.01	31.00	33.33	11.11	14.81
股权融资	1,967.21	(19.84)	367.76	(55.00)	(60.00)
其他	(564.01)	25.45	(31.00)	(33.33)	(11.11)
筹资活动现金流	1,533.21	36.61	370.09	(77.22)	(56.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	906.35	(270.19)	1,193.49	2,755.91	963.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,794.53	6,665.44	8,764.34	11,437.56	14,732.80
营业成本	2,855.81	4,181.98	5,435.02	7,027.58	9,084.68
营业税金及附加	48.04	67.33	88.53	115.53	148.81
营业费用	1,057.73	1,397.33	1,840.51	2,390.45	3,064.42
管理费用	172.15	203.26	280.46	360.28	453.77
财务费用	3.12	48.25	50.00	55.00	60.00
资产减值损失	9.59	14.52	15.97	17.57	19.32
公允价值变动收益	29.33	1.10	28.68	(15.97)	5.81
投资净收益	(75.99)	76.00	91.20	109.44	131.32
其他	93.32	(160.13)	(239.75)	(186.94)	(274.27)
营业利润	601.44	835.81	1,173.73	1,564.62	2,038.92
营业外收入	150.35	175.43	178.00	200.00	220.00
营业外支出	14.00	8.76	14.00	14.00	14.00
利润总额	737.79	1,002.48	1,337.73	1,750.62	2,244.92
所得税	165.34	171.62	235.44	308.11	395.11
净利润	572.46	830.86	1,102.29	1,442.51	1,849.82
少数股东损益	(2.60)	8.42	11.13	18.75	27.75
归属于母公司净利润	575.05	822.45	1,091.15	1,423.76	1,822.07
每股收益（元）	1.34	1.92	2.55	3.33	4.26
主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	30.11%	39.02%	31.49%	30.50%	28.81%
营业利润	9.67%	38.97%	40.43%	33.30%	30.31%
归属于母公司净利润	15.40%	43.02%	32.67%	30.48%	27.98%
获利能力					
毛利率	40.44%	37.26%	37.99%	38.56%	38.34%
净利率	11.99%	12.34%	12.45%	12.45%	12.37%
ROE	16.73%	20.56%	19.81%	20.54%	20.81%
ROIC	40.96%	32.82%	45.16%	51.92%	138.62%
偿债能力					
资产负债率	33.92%	38.63%	26.79%	36.54%	30.10%
净负债率	19.42%	9.74%	29.17%	-1.19%	-9.30%
流动比率	2.14	1.68	2.65	2.22	2.80
速动比率	1.76	1.33	2.08	1.85	2.29
营运能力					
应收账款周转率	14.36	15.20	15.20	15.20	15.20
存货周转率	8.49	8.54	8.64	8.72	8.68
总资产周转率	1.26	1.13	1.24	1.23	1.25
每股指标（元）					
每股收益	1.34	1.92	2.55	3.33	4.26
每股经营现金流	2.28	2.65	1.80	6.32	2.10
每股净资产	8.03	9.34	12.87	16.19	20.45
估值比率					
市盈率	49.94	34.92	26.32	20.17	15.76
市净率	8.35	7.18	5.21	4.14	3.28
EV/EBITDA	27.04	24.27	19.64	13.47	10.09
EV/EBIT	30.31	26.74	21.07	14.22	10.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com