



Research and
Development Center

软体家具龙头，内生外延共发力

—— 顾家家居（603816.SH）首次覆盖

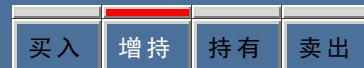
2018年11月12日

李丹 行业分析师
周贤珮 行业分析师

证券研究报告

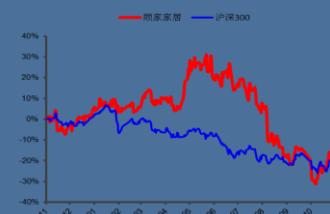
公司研究——首次覆盖

顾家家居 (603816.SH)



首次评级

顾家家居相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018. 11. 9)

收盘价(元)	49.31
52 周内股价波动区间(元)	39.00-77.15
最近一月涨跌幅(%)	6.16
总股本(亿股)	4.31
流通 A 股比例(%)	0.89
总市值(亿元)	212

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

软体家具龙头，内生外延共发力

2018 年 11 月 12 日

本期内容提要：

- ◆ **软体家具行业前景广阔。**随着国内居民生活水平的不断提高以及城市化进程的不断加快，我国软体家具消费需求不断增长。我国软体家具的消费量由 2007 年的 60.40 亿美元增长至 2016 年的 200.12 亿美元，年均复合增长率达 14.24%。城市化进程不断推进，城市人口不断增加，将持续推动家具行业发展。目前，消费者对软体家具产品的需求已从原先的满足型消费向享受型消费转变。软体家具作为放松和陪伴的重要载体，是消费者更愿意加大投入的家居产品。
- ◆ **软体家具龙头，品牌策略的践行者。**顾家家居前身是建立于 1982 年的“顾家工坊”，2003 年创立“顾家工艺”品牌，是我国软体家具行业的领军品牌。公司旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKAHOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬”、“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”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。
- ◆ **成功建立职业经理人制度，激励到位。**公司创立之初，主要以家族管理为主。2012 年，公司开始引入职业经理人，公司体制和机制发生了较大的变化。2015 年公司形成了稳定高效的职业经理人团队，具有丰富的软体家具行业及连锁经营模式运营经验，具有敢于创新、果断决策和稳健经营的能力。2017 年公司对高级管理人员及中层管理人员及核心技术（业务）人员授予了限制性股票，授予价格为每股 26.70 元，解锁条件为以 16 年收入和净利润为基数，18-20 年收入增速不低于 44%、73%、107%，净利润增速不低于 32%、52%、75%。本次激励绑定了管理层及核心业务人员的利益，激发了团队的积极性，有利于公司长期高速发展。
- ◆ **全球化初见雏形，海外收入稳健向上。**本土品牌型企业的市场发展大致会有三个阶段：从区域到全国并且向全球发展的轨迹。能够实现全球化的企业，从发展速度、抗周期能力和行业竞争力上会有较好表现。当前来看，公司全球化已初见雏形。目前公司产品远销世界 120 余个国家和地区，在国内外拥有近 4000 家品牌专卖店。2018 年收购意大利 Natuzzi 国内销售公司，收购 Rolf Benz，参股澳洲 Nick Scali，加速公司的全球化布局。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测 2018-2020 年归母净利润分别为 10.44、13.00、16.81 亿元，EPS 为 2.42 元、3.02 元、3.90 元，对应 PE 为 20 倍、16 倍、13 倍。软体家具行业发展前景广阔，公司作为软体家具龙头企业，在管理、品牌、营销等方面具有明显优势。管理团队经验丰富，组织执行能力卓越。首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**新产能投产；TDI 价格持续下降
- ◆ **风险因素：**房地产调控风险；行业竞争加剧；原材料价格波动；中美贸易摩擦升级风险；汇率波动风险；经销商管理不当出现负面新闻的风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,794.53	6,665.44	8,677.71	11,120.06	14,274.20
增长率 YoY %	30.11%	39.02%	30.19%	28.15%	28.36%
归属母公司净利润(百万元)	575.05	822.45	1,044.36	1,300.17	1,681.28
增长率 YoY%	15.40%	43.02%	26.98%	24.49%	29.31%
毛利率%	40.44%	37.26%	35.25%	35.30%	35.35%
净资产收益率 ROE%	25.75%	22.12%	24.20%	24.61%	24.82%
EPS (摊薄) (元)	1.34	1.91	2.42	3.02	3.90
市盈率 P/E(倍)	37	26	20	16	13
市净率 P/B(倍)	6.18	5.31	4.58	3.58	2.79

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 11 月 9 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
我国软体家具行业空间巨大	2
软体家具市场容量稳步增长	2
城镇化将持续推动家具行业发展	3
行业集中度逐渐提升，品牌商最为获益	4
顾家家居：我国软体家具龙头	6
优质管理层+优质品牌，打造优质龙头	9
优秀职业经理人，激励到位	9
品牌价值是公司成功的立足点	11
研发力度增强，设计让顾家与众不同	14
盈利预测、估值与投资评级	15
盈利预测及假设	15
估值与投资评级	16
风险因素	17

表 目 录

表 1：国内知名软体家具公司	5
表 2：公司部分董事及部分管理层人员	9
表 3：激励对象名单及实际授予登记情况	10
表 4：公司海外并购情况	12
表 5：主要产品收入成本拆分（亿元）	15
表 6：A 股可比软体家具公司情况一览	16

图 目 录

图 1：中国是全球最大的软体家具生产国	2
图 2：中国是全球最大的软体家具消费国	2
图 3：我国软体家具产值持续增长	3
图 4：我国软体家具销值	3
图 5：我国商品房销售面积及增速	3
图 6：我国家具类零售额及增速	3
图 7：顾家家居历史沿革	6
图 8：2017 年公司产品构成	7
图 9：主要产品的毛利率	7
图 10：营业收入及增速	7
图 11：近五年归母净利润及增速	7
图 12：内外销销售收入（亿元）	8
图 13：内外销增速	8
图 14：顾家股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）	9
图 15：顾家工艺沙发“君逸时光”型号	11
图 16：LA-Z-BOY 躺椅产品	11
图 17：Natuzzi Italia 产品	12
图 18：Natuzzi Italia 产品	12
图 19：Rolf Benz 产品	13
图 20：Rolf Benz 产品	13
图 21：Nick Scali 产品	13
图 22：Nick Scali 产品	13
图 23：公司研发流程	14
图 24：研发费用快速增长	15

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

- 1、软体家具行业前景广阔。随着国内居民生活水平的不断提高以及城市化进程的不断加快，我国软体家具消费需求不断增长。我国软体家具的消费量由 2007 年的 60.40 亿美元增长至 2016 年的 200.12 亿美元，年均复合增长率达 14.24%。城市化进程不断推进，城市人口不断增加，将持续推动家具行业发展。目前，消费者对软体家具产品的需求已从原先的满足型消费向享受型消费转变。软体家具作为放松和陪伴的重要载体，是消费者更愿意加大投入的家居产品。软体家具作为低频消费品，一次性投入大，相比较价格，品质和服务在消费决策中的权重占越来越重的地位。
- 2、公司有能力充分挖掘品牌和渠道的价值。顾家家居前身是建立于 1982 年的“顾家工坊”，2003 年创立“顾家工艺”品牌，是我国软体家具行业的领军品牌。目前公司产品远销世界 120 余个国家和地区，在国内外拥有近 4000 家品牌专卖店。公司旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKAHOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬”、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”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。2012 以来，在最初核心产品皮类沙发稳健增长的基础上，其他产品占比逐步提升。
- 3、成功建立职业经理人制度。跨行业引入职业经理人是一个具有风险的做法，带入新的思维方式和先进行业的发展经验可能助力企业建立超越同行的战略、品牌、营销和思维模式，产生独特的竞争能力，而失败可能会导致企业失去原有优秀传统却无法建立新的竞争优势。公司创立之初，主要以家族管理为主。2012 年，公司开始引入职业经理人，公司体制和机制发生了较大的变化。2015 年公司形成了稳定高效的职业经理人团队，具有丰富的软体家具行业及连锁经营模式运营经验，具有敢于创新、果断决策和稳健经营的能力。
- 4、全球化初见雏形，海外收入稳健向上。本土品牌型企业的市场发展大致会有三个阶段：从区域到全国并且向全球发展的轨迹。能够实现全球化的企业，从发展速度、抗周期能力和行业竞争力上会有较好表现。当前来看，公司全球化已初见雏形。目前公司产品远销世界 120 余个国家和地区，在国内外拥有近 4000 家品牌专卖店。2018 年收购意大利 Natuzzi 国内销售公司，收购 Rolf Benz，参股澳洲 Nick Scali，加速公司的全球化布局。

股价催化剂。新产能投产；TDI 价格持续下降

盈利预测与投资评级：我们预测 2018-2020 年归母净利润分别为 10.44、13.00、16.81 亿元，EPS 为 2.42 元、3.02 元、3.90 元，对应 PE 为 20 倍、16 倍、13 倍。软体家具行业发展前景广阔，公司作为软体家具龙头企业，在管理、品牌、营销等方面具有明显优势。管理团队经验丰富，组织执行能力卓越。首次覆盖给予“增持”评级。

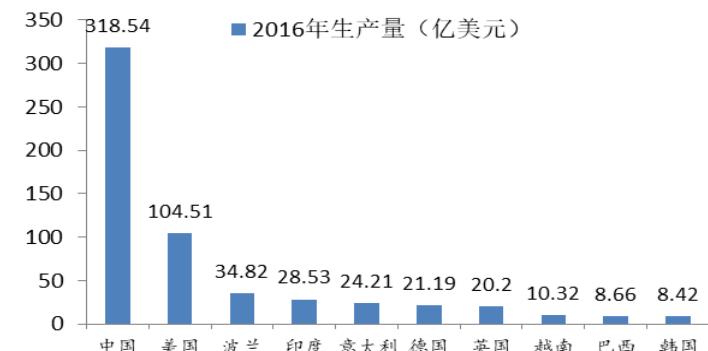
风险提示：房地产调控风险；行业竞争加剧；原材料价格波动；中美贸易摩擦升级风险；汇率波动风险；经销商管理不当出现负面新闻的风险。

我国软体家具行业空间巨大

软体家具市场容量稳步增长

软体家具主要指的是以海绵、织物为主体的家具，主要包括沙发、软床等。根据 CSIL 统计，全球软体家具消费约占整个家具行业的 16%。2007 年至 2016 年期间，全球软体家具消费量从 540 亿美元增长至 650 亿美元。随着世界经济的发展以及各国居民生活水平的提高，人们对家居环境舒适性的要求越来越高，全球软体家具消费量将保持稳定增长。其中，中国和美国为前两大软体家具消费国。从全球软体家具消费需求的动因来看，发达国家老旧房屋的翻新以及发展中国家城市化带来的新房装修都是影响软体家具消费需求量的重要因素。目前全球软体家具行业已步入平稳增长期。

图 1：中国是全球最大的软体家具生产国



资料来源：CSIL，信达证券研发中心

我国现代软体家具产业正式起步于二十世纪 80 年代初。国内软体家具产业在引进国际先进生产设备及制造技术的基础上，通过消化吸收，其技术工艺、产品品质、设计研发实力、销售规模以及经济效益等方面得到了全面的提升。进入二十一世纪以来，我国软体家具行业发展一直保持良好态势，通过消化吸收国外先进软体家具设计技术和加工工艺，并在充分发挥原材料资源及劳动力成本优势的基础上，我国软体家具产业发展迅速。根据 CSIL 的统计，我国软体家具年产值已由 2007 年的 106.3 亿美元增长至 2016 年的 318.5 亿美元，年均复合增长率达 12.97%。

随着国内居民生活水平的不断提高以及城市化进程的不断加快，我国软体家具消费需求不断增长。我国软体家具的消费量由 2007 年的 60.40 亿美元增长至 2016 年的 200.12 亿美元，年均复合增长率达 14.24%。我国是全球最大的软体家具消费国，消费量约占全球的 30.78%。随着我国国民经济的持续稳定增长，居民可支配收入的不断提高，人们对生活品质要求越来越高，软体家具因其设计舒适、款式多样、色彩丰富而越来越受到国内消费者的青睐。

图 3: 我国软体家具产值持续增长

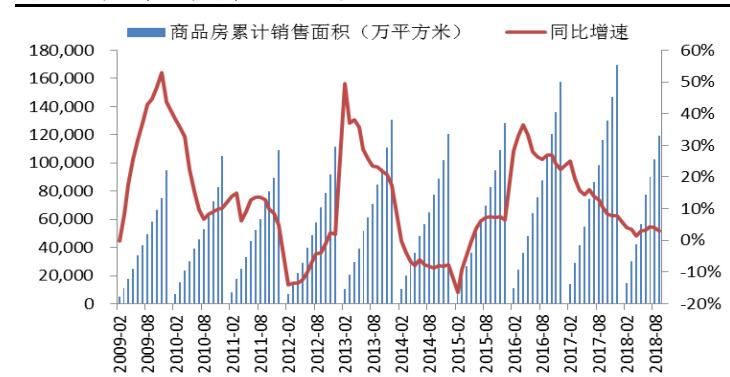

资料来源: CSIL, 信达证券研发中心

图 4: 我国软体家具销值


资料来源: CSIL, 信达证券研发中心

城镇化将持续推动家具行业发展

家具行业过去 20 年的快速发展,主要是受地产红利和消费升级的推动。2016 年 Q4 以来,我国地产调控政策趋严,各地政府多次出台限购限贷政策,商品房销售面积增速大幅下滑,2016 年增速 22.5%,2017 年增速 7.7%,2018 年 1-9 月增速 2.9%。家具消费滞后于地产销售半年至一年,2016 年地产销售火爆,2017 年大量房屋交付,拉动家具消费增长。我们认为,2018 年有大量 16 年销售的期房交付,2017 年商品房销售面积仍增长了 7.7%,消费者对家具的需求将保持热度,叠加消费升级的不断推进,家具行业营业收入将持续稳步增长。

图 5: 我国商品房销售面积及增速


资料来源: CSIL, 信达证券研发中心

图 6: 我国家具类零售额及增速


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

2016年《政府工作报告》中指出，十三五期间我国将推进新型城镇化，促进城乡区域协调发展，缩小城乡区域差距。要实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户，完成约1亿人居住的棚户区和城中村改造，引导约1亿人在中西部地区就近城镇化。到2020年，常住人口城镇化率达到60%、户籍人口城镇化率达到45%。

欧美等一些发达国家和地区较早经历了城市化，现存大量老旧的房屋需进行翻新改造，从而形成对软体家具的稳定需求；同时，发达国家居民更注重居住条件的舒适性和便捷性，对软体家具有较大的更新需求，进而给软体家具产业的发展带来了新的契机。广大新兴市场国家近年来城市化进程不断加速，城市人口不断增加，城市新房建设力度不断加大，逐渐成为全球软体家具市场需求新的增长点。

从我国内国内市场来看，根据国家统计局的统计，我国2016年的城镇化率已达到57.35%。随着我国城镇化进程的不断推进，大量农村人口将迁往城镇，城镇人口的比重将不断增加，这将带来大量新增城镇居民住房需求。基于我国居民的搬迁装修习惯，大部分消费者会在迁入新居装修时更换新家具，对于软体家具的更换比例更高，这将明显增加软体家具行业的市场需求，城镇化将为国内家具行业带来巨大的发展空间。

行业集中度逐渐提升，品牌商最为受益

目前，我国软体家具行业区域品牌林立，中小企业占据主导地位。小型企业产品多集中于国内低端市场，产品同质化现象较为严重；具有品牌影响力、渠道优势和规模效应的大型企业则主要定位于中高端市场。国外发达国家由于软体家具发展历史长久，行业集中度较高。根据Euromonitor的统计数据，以床垫市场为例，2017年美国CR4约为70%，我国CR4为14.5%。

随着居民可支配收入水平的不断提高，消费升级不断深入，家庭生活品质也将不断提升，消费者对软体家具产品已不仅仅要求其满足基本的使用功能，而且更加关注产品的内涵和品质，消费者选购软体家具产品时将越来越关注其品牌定位、设计理念以及健康环保等因素。消费者对软体家具产品的需求已从原先的满足型消费向享受型消费转变。随着人们生活水平的提高，更多的消费者将选择更具品牌知名度的大型企业的产品。

软体家具主要包括沙发和床等家具，美观舒适的沙发是客厅幸福感的主要来源之一，而舒适温软的床是提升卧室幸福感的重要组成部分。软体家具作为放松和陪伴的重要载体，是消费者更愿意加大投入的家居产品。软体家具作为低频消费品，一次性投入大，相比较价格，品质和服务在消费决策中的权重占越来越重的地位。品牌一定程度上代表了产品质量和售后服务能力，越来越多的消费者倾向于选择知名品牌。

目前，国内知名的软体家具生产厂商主要有顾家家居股份有限公司、香港敏华控股有限公司、深圳左右家私有限公司、江苏斯可馨家具股份有限公司、东莞市慕思寝室用品有限公司、喜临门家具股份有限公司等。

表1：国内知名软体家具公司

公司	品牌	成立年份	主营产品	门店数量
敏华控股	功能沙发品牌“芝华仕”、床垫品牌“爱蒙”和木质家具品牌“Land”	1992	沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件	在中国，敏华拥有品牌专卖店达1,500多家，并在全球拥有超过3,000个销售终端
左右家私	“左右客厅生活馆”、“左右布艺”、“左右国际”、“左右健康”、“左右功能”、“纳菲迩”、“波洛克”、“左右乾坤”、“左右定制”、“左右智美”三大品牌十大系列	1986	主营各类沙发，兼营软体沙发床、办公系列沙发、茶几、地毯等	全国拥有2900多家专卖店
斯可馨	“斯可馨”	1999	沙发、软床、全屋定制、实木	全国拥有专卖店2,000多家
新加坡华达利	“华达利”	1976	沙发	5000多家品牌门店遍布全球50多个国家
慕思	“慕思”、“V6”等	2004	软床、床垫	全球专卖店3600余家
喜临门	“净眠”、“云眠”、“爱倍”、“城市爱情”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“可尚”、“嗦咪”等产品系列，以及意大利沙发品牌“Chateau d'Ax”、“M&D”、“M&D CASA ITALIA”	1993	软床、床垫	“喜临门”门店总数超过1700家；“M&D”门店总数超过300家

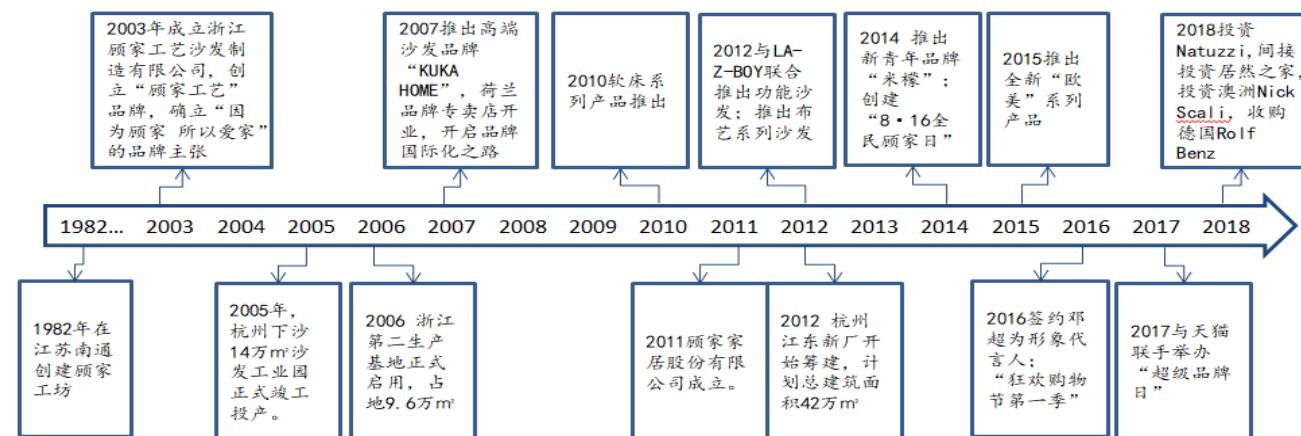
资料来源：信达证券研发中心整理

顾家家居：我国软体家具龙头

顾家家居是我国软体家具行业龙头，专业从事沙发、软床、床垫等软体家具以及全屋定制家居产品的研究、开发、生产与销售运营。公司旗下拥有“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”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。目前，公司产品远销世界 120 余个国家和地区，在国内外拥有近 4000 家品牌专卖店，为全球家庭提供软体家居产品和服务。

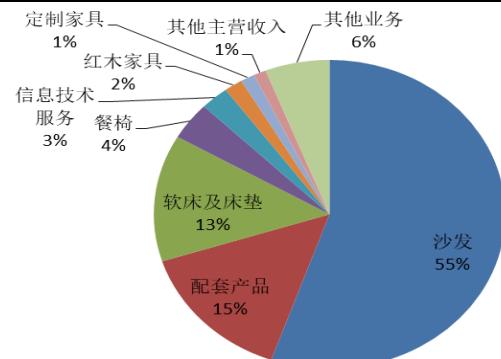
公司前身是建立于 1982 年的“顾家工坊”，2003 年创立“顾家工艺”品牌，并确立“因为顾家 所以爱家”的品牌主张。2007 年 KUKA HOME 荷兰品牌专卖店开业，开启国际化之路。2010 年推出软床系列产品，2012 年进军功能沙发，并推出布艺系列产品沙发。2014 年推出“米檬”年轻品牌，2015 年推出“欧美”系列产品，2016 年 A 股上市。2018 年，公司先后收购纳图兹贸易（上海）有限公司，间接投资居然之家，投资澳洲 Nick Scali，收购德国 Rolf Benz。2018 年 10 月，公司签订股权转让意向书拟收购喜临门控股股东持有的喜临门 23% 股权。

图 7：顾家家居历史沿革



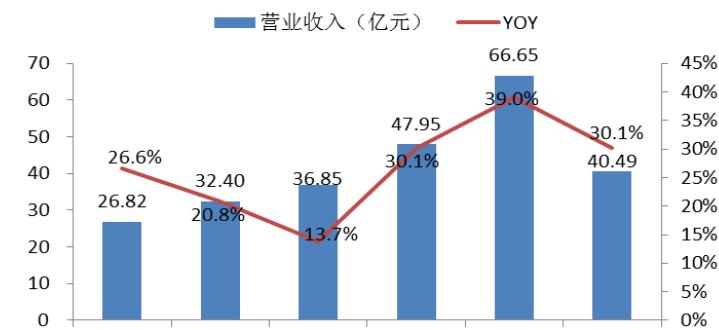
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司主要产品包括沙发、软床、餐椅、床垫等，其中沙发是公司的主要产品，占比 55%。公司除了自主设计研发、生产和销售沙发、软床、餐椅、床垫等软体家具外，还向配套产品供应商采购茶几、电视柜、餐桌等配套产品并对外进行销售。2017 年由于原材料成本上涨显著，毛利率有所下滑。2018 年上半年，部分原材料价格有所回调，软床及床垫等产品毛利率有所回升。

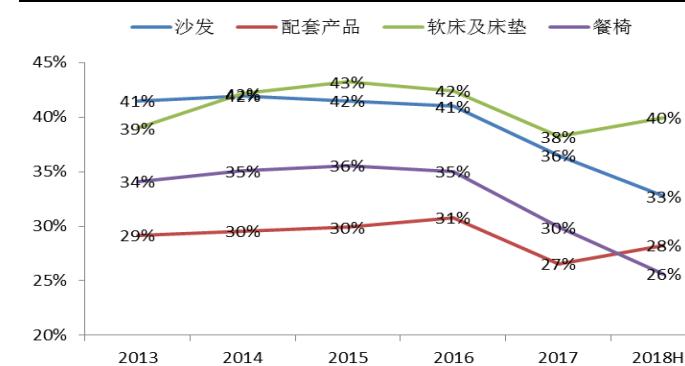
图 8: 2017 年公司产品构成


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

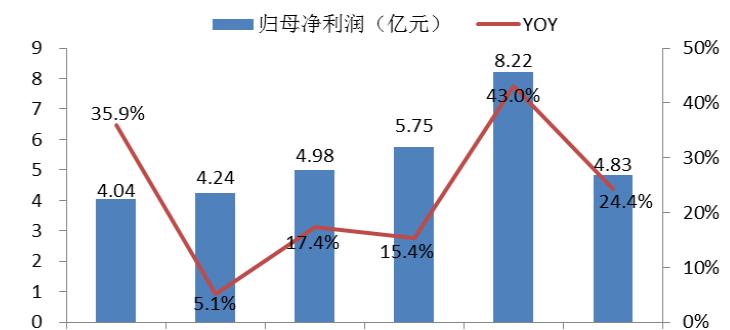
公司不断丰富自身的产品品类和服务功能，从单一产品向成套产品，从单纯提供产品向提供家居一体化服务方向转变，近年来公司各品类都保持了高速增长。2018 年前三季度，公司收入 63.93 亿元，同比增长 31.87%；归母净利润 7.86 亿元，同比增长 26.70%。同时，内外销共同发力，2018 年上半年内销和外销营收增速均超过 30%。

图 10: 营业收入及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 主要产品的毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 近五年归母净利润及增速


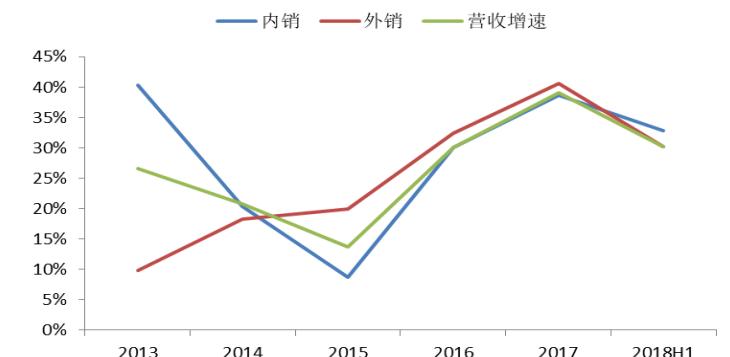
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 内外销销售收入 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 内外销增速



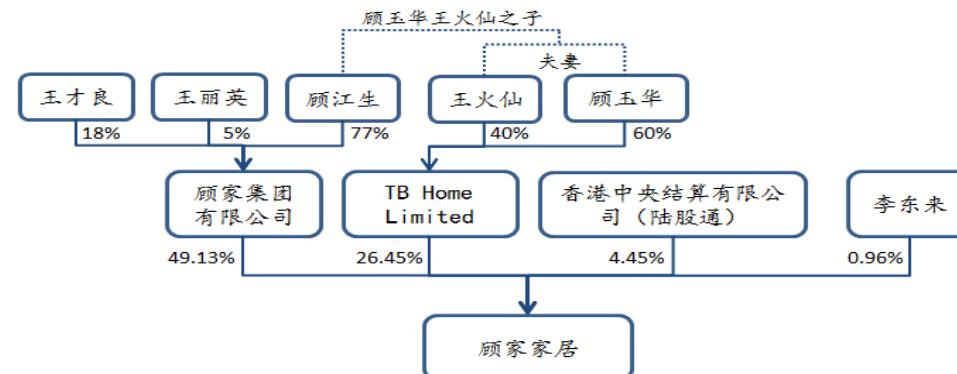
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

优质管理层+优质品牌，打造优质龙头

优秀职业经理人，激励到位

公司创立之初，主要以家族管理为主。2012 年起，公司开始引入职业经理人，公司体制和机制发生了较大的变化。公司逐步引进了包括董事兼总裁李东来、副总裁兼财务负责人刘春新等在内的一批优秀的职业经理人，凝聚了一支团结进取的高素质管理团队，形成了稳定高效的核心管理架构。

图 14: 顾家股权结构图 (截至 2018 年 9 月 30 日)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

跨行业引入职业经理人可以引入新的思维方式和先进行业的发展经验可以助力企业建立超越同行的战略、品牌、营销和思维模式，产生独特的竞争能力。2015 年公司形成了稳定高效的职业经理人团队，具有丰富的软体家具行业及连锁经营模式运营经验，具有敢于创新、果断决策和稳健经营的能力。

表 2: 公司部分董事及部分管理层人员

姓名	职务	出生年份	个人经历
李东来	董事, 总裁	1974	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。现任公司董事兼总裁。
李云海	副总裁	1974	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。现任公司副总裁。
刘春新	副总裁, 财务负责人	1969	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。现任公司副总裁兼财务负责人。

刘宏	副总裁	1967	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,杭州海龙家私有限公司业务经理,浙江顾家工艺沙发制造有限公司销售总监,副总经理,杭州庄盛家具制造有限公司副总经理。现任公司副总裁。
廖强	副总裁	1976	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,顾家家居国内营销总部总经理,休闲产品事业部联席总经理。现任公司副总裁兼零售事业本部总经理。
罗承云	副总裁,董事会秘书	1968	历任苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司财务总监,董事,副总经理兼董事会秘书,中基君豪建筑工程有限公司高级副总裁董事会秘书。现任公司副总裁兼董事会秘书。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017 年,公司对 100 人授予 1873.10 万股,实际授予 96 人,包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员不包括独立董事和监事。其中,授予总裁李东来 411.9 万股,占公司总股本 1%;授予副总裁 38-70 万股不等。本次授予的限制性股票为 1,564.10 万股,授予价格为每股 26.70 元,解锁条件为以 16 年收入和净利润为基数,18-20 年收入增速不低于 44%、73%、107%、净利润增速不低于 32%、52%、75%。对应到每年的增速,18-20 年收入增速为 3.6%、20.1%、19.7%,净利润增速为-7.7%、15.2%、15.1%。本次激励绑定了管理层及核心业务人员的利益,激发了团队的积极性,锁定了核心管理及业务人员,有利于公司长期发展。

表 3: 激励对象名单及实际授予登记情况

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	占公司当前总股本的比例
李东来	总裁、董事	411.9	22.34%	1.00%
吴汉	副总裁	70.0	3.80%	0.17%
董汉有	副总裁、董事会秘书	38.0	2.06%	0.09%
李云海	副总裁	63.0	3.42%	0.15%
刘春新	副总裁、财务负责人	57.5	3.12%	0.14%
刘宏	副总裁	38.0	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		280.0	15.18%	0.68%
合计		1844.1	100.00%	4.47%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

品牌价值是公司成功的立足点

家具是个起步晚、集中度低、竞争高度分散的市场，品牌建设是家具企业在几年前真正开始关注的话题。由于软体家具的购买频次低、试错成本高，并且消费者也无法通过直观的方式去判断产品品质和耐久性，因此在这样的市场里，消费者对品牌的依赖程度也更高。提前创立品牌的行业先行者会直接受益于消费升级背景下，消费者不断提升的产品设计、工艺和品质的要求。

公司旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKAHOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬”、“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”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。

图 15：顾家工艺沙发“君逸时光”型号



资料来源：公司官网

图 16：LA-Z-BOY 躺椅产品



资料来源：LA-Z-BOY 官网

美国品牌 LA-Z-BOY 始创于 1927 年，专业从事功能沙发的研究、开发、生产与销售。目前已经远销至 40 多个国家，包括英国、南非、泰国、韩国以及沙特阿拉伯和墨西哥。2012 年顾家家居将 La-Z-Boy 引入中国，为中国消费者带来世界级的功能沙发产品。根据公司招股说明书，2013 年 LA-Z-BOY 在国内销售收入约为 2974 万，2014 年收入达到 6879 万元，同比增长 131%。2015 年营收 7703 万元，同比增长 12%。2013-2015 年复合增长率约 60.9%。

我们认为，LA-Z-BOY 的成功引入在一定程度上体现了公司对不同品牌产品的销售和管理能力。2018 年公司进行了多次海外并购投资，加强了全球品牌布局。

表 4: 公司海外并购情况

时间	公司	旗下品牌	对价
2018年3月26日签署《股权转让协议》，4月27日在澳大利亚完成了股权转让手续。	澳大利亚 Nick Scali Limited	“Nick Scali”、“Sofa2Go”	7,727.63万澳元（13.63%的股权）
2018年2月28日签署《股权转让协议》，5月已完成交割手续。	德国 Rolf Benz	“Rolf Benz”、“h ü lsta sofa”和“freistil”	4,156.5万欧元（99.92%股权）
2018年3月22日签署《股份买卖和认购协议》	意大利 Natuzzi	“Natuzzi Italia”、“Natuzzi Editions”	6,500万欧元（上海合资公司51%股权，授予独家经销许可）

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

Natuzzi 始创于 1959 年，历经半个多世纪的发展，Natuzzi 已经成为全球沙发业的佼佼者，其生产的沙发和椅子在全球范围内遍布五大洲 123 个国家和地区，在 1000 多个专卖店进行销售，有 600 多万家庭使用，是意大利最好的家具生产商之一。顾家与 Natuzzi 的合作，加强在高端及中高端市场的布局，符合我国消费升级趋势，有利于公司的品牌建设与长期发展。

图 17: Natuzzi Italia 产品


资料来源：NATUZZI ITALIA 官网

图 18: Natuzzi Italia 产品


资料来源：NATUZZI ITALIA 官网

2018 年 2 月，全资子公司顾家投资签订《股权转让协议》，收购德国高端沙发品牌 Rolf Benz。公司将以 4,156.5 万欧元估值购买 Rolf Benz AG & Co.KG 99.92% 的股权以及 RB Management AG 100% 的股权。Rolf Benz 成立于 1964 年，主营软体家具的研发、设计、生产和销售，是德国知名度最高的软体家具品牌（GFK Brand Awareness Study 2016）。Rolf Benz 旗下有三大品牌分别是“Rolf Benz”“h ü lsta sofa”和“freistil”覆盖不同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，所有沙发产品均由标的公司自有的两家位于德国纳戈尔德的工厂生产。

图 19: Rolf Benz 产品



资料来源: Rolf Benz 官网

图 20: Rolf Benz 产品



资料来源: Rolf Benz 官网

2018 年 3 月，全资子公司顾家投资签订《股权转让协议》，77,276,311 澳元以股权转让的方式投资 Nick Scali，从而获得 Nick Scali 13.63% 的股权。Nick Scali 于 1962 年成立，2004 年在澳大利亚证券交易所(ASX)上市，是澳大利亚进口和零售家具领先品牌，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、餐柜、茶几、椅子、地毯等，定位中高端，是澳洲当地客餐厅家具购买的首选品牌。投资 Nick Scali 能够扩大公司在澳洲的销售渠道，与 Nick Scali 共同进行澳新市场业务扩张，同时，学习其领先的零售经验。

图 21: Nick Scali 产品



资料来源: Nick Scali 官网

图 22: Nick Scali 产品



资料来源: Nick Scali 官网

除了对海外优质品牌投资，公司也在寻找国内的优质项目。2018 年 10 月 14 日，公司与喜临门控股股东华易投资签订了股权转让意向书，拟以单价不低于每股 15.20 元，总价不低于 13.80 亿元的价格收购华易投资持有的喜临门合计不低于 23% 的股

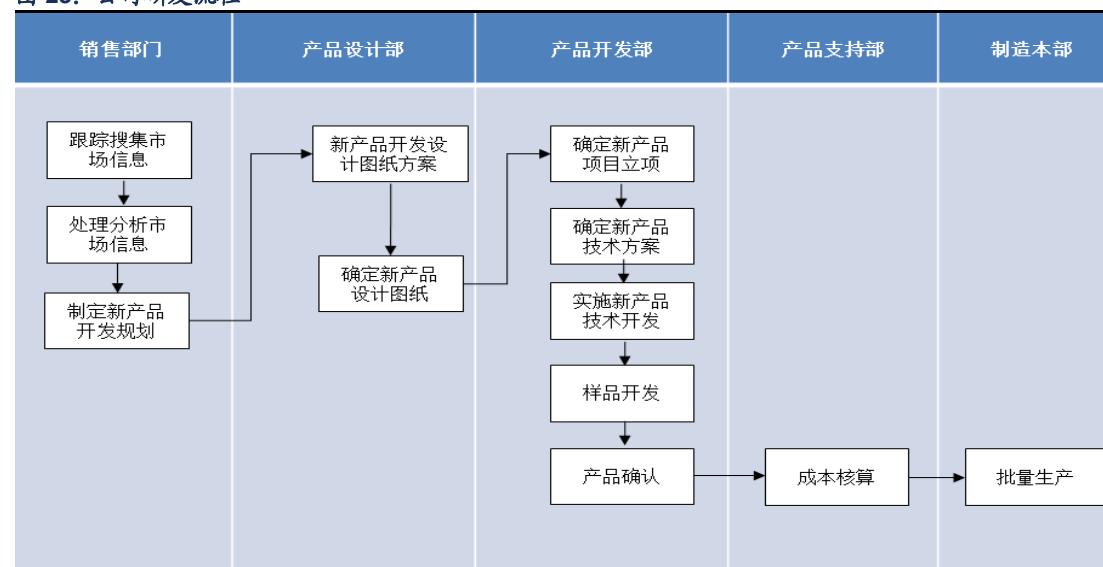
权。如果收购顺利完成，喜临门将成为公司的控股子公司。喜临门是我国软床和床垫的龙头企业，可以丰富公司床类系列产品布局及产品序列，巩固公司在行业内的领先地位。

研发力度增强，设计让顾家与众不同

设计研发被视为软体家具行业的“灵魂”，直接决定了一个公司产品的品质和市场定位。随着消费者需求越来越个性化、差异化，原创设计与自主研发成为软体家具制造企业发展的重要动力和源泉。面对竞争日趋激烈的市场环境，产品的个性化、差异化是软体家具制造企业选择的必然途径，只有加大对研发和创新的投入，才能使企业在激烈的竞争中立于不败之地。

公司建立了以原创设计研发为主、与国际知名设计师合作为辅的设计研发运作模式。公司设计研发团队主要由公司长期以来自主培养的设计师组成，其对“顾家家居”的发展历史、品牌定位、文化内涵都有深入的理解。同时，为捕捉国际软体家具行业设计研发的最新动向，公司定期派出设计师赴国外交流学习，并与来自意大利、美国、法国等国家的多位国际知名设计师团队密切合作，研究、学习国外有关软体家具设计的新工艺、新材料、新理念。此外，公司还积极参与软体家居领域的学术活动，常年与中国美术学院、杭州电子科技大学等高校开展学术研讨交流，并与日本 Nendo 设计工作室、米兰理工大学、猎狐家具研究院等展开合作。

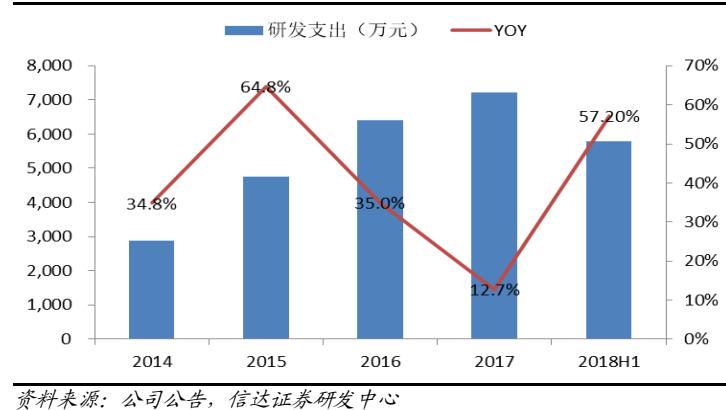
图 23: 公司研发流程



资料来源：公司招股说明书

顾家国内团队综合设计能力在国内处于领先水平，曾多次获得上海国际家具展、东莞国际名家具展软体类最佳产品设计金奖。前瞻的目光和原创的设计使顾家家居的设计在国内外众多展会上屡获桂冠，荣获 100 多项设计大奖，700 余个原创专利。

图 24: 研发费用快速增长



盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 假设 2018-2020 公司沙发收入增速受地产调控影响有所放缓，但功能沙发和布艺沙发尚在推广期，假设 2018-2020 沙发整体增速分别为 28%、25%、25%。配套产品收入增速放缓 2 个百分点至 32%。软床及床垫在业务扩张期，假设将保持 35% 增速。
- 假设各品类产品毛利率水平保持稳定，与 2018 前三季度持平。

表 5: 主要产品收入成本拆分 (亿元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
沙发					
收入	28.4	36.9	47.3	59.1	73.9
YOY	25%	30%	28%	25%	25%
成本	16.8	23.5	31.7	39.6	49.5
毛利	11.6	13.5	15.6	19.5	24.4
毛利率(%)	41%	36%	33%	33%	33%

配套产品					
收入	7.28	9.78	12.91	17.05	22.50
YOY	35%	34%	32%	32%	32%
成本	5.04	7.19	9.43	12.44	16.43
毛利	2.24	2.60	3.49	4.60	6.08
毛利率(%)	31%	27%	27%	27%	27%
软床及床垫					
收入	6.50	8.86	11.96	16.14	21.79
YOY	49%	36%	35%	35%	35%
成本	3.74	5.47	7.29	9.85	13.29
毛利	2.76	3.39	4.66	6.30	8.50
毛利率(%)	42%	38%	39%	39%	39%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

结合以上假设, 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润为 10.44 亿元、13.00 亿元、16.81 亿元, EPS 分别为 2.42 元、3.02 元、3.90 元, 对应 11 月 9 日收盘价的市盈率分别为 20 倍、16 倍、13 倍。

估值与投资评级

估值结论及投资评级

我们把公司与其他 3 家软体家具公司进行比较, 从估值上看公司略高于行业平均水平。我们认为主要原因是其他 3 家可比公司市值和收入规模都相对较小, 与公司的可比性不强。公司是软体家具行业龙头, 是规模最大的 A 股软体家具企业, 享受一定的估值溢价。

表 1: A 股可比软体家具公司情况一览

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE			PB	营收(亿)	PS	
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E				
603008.SH	喜临门	10.35	40.87	0.74	0.92	1.23	1.61	14	11	8	6	1.4	45.43	1.28
603313.SH	梦百合	19.54	46.90	0.65	0.75	1.11	1.45	30	26	18	13	2.9	29.11	2.01
603661.SH	恒林股份	31.30	31.30	2.15	1.86	2.35	3.00	15	17	13	10	1.4	21.83	1.65
603816.SH	顾家家居	49.31	210.99	1.91	2.42	3.02	3.90	26	20	16	13	4.6	86.78	3.17
平均								21	19	14	11	2.6		2.03

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

注: 股价为 2018 年 11 月 9 日收盘价, 顾家家居为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期

公司是软体家具龙头企业，在管理、品牌、营销等方面具有明显优势。管理团队经验丰富，组织执行能力卓越。公司不断丰富自身的产品品类和服务功能，从单一产品向成套产品，从单纯提供产品向提供家居一体化服务方向转变，近年来公司各品类都保持了高速增长。2018年，公司先后收购纳图兹贸易（上海）有限公司，间接投资居然之家，投资澳洲Nick Scali，收购德国Rolf Benz，加速公司的全球化布局。看好公司的长期高品质发展，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素

1. 房地产及家装行业增速放缓。

家具消费市场主要来源于人们购买房产后配套购买家具的需求，受房地产市场住宅销售、商品房交收和二手房交易市场的影响较大。宏观调控力度加大会使消费者购房需求放缓，从而给家具产品销售、家具行业发展以及家具企业经营产生不利影响。

2. 行业竞争激烈

我国软体家具行业发展迅速，涌现出一批规模较大、设计能力突出、技术水平较高的品牌企业。在公司所处的中高端软体家具行业，企业之间的竞争已经从低层次的价格竞争逐渐升级到品牌、网络、质量、服务、管理等的综合能力竞争。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

3. 原材料价格波动

公司生产软体家具的主要原材料包括皮革、海绵和木材等。公司皮革、海绵和木材的合计成本占产品生产成本的比例均在50%左右。主要原材料价格波动会导致生产成本的波动，从而影响公司的利润水平。由于国家环保核查力度加大，预计包装材料成本将上升；大理石、木材等价格上涨带来配套采购成本上升；单柜货值下降带来港前物流费率、海运费上升。

4. 汇率波动风险

2015-2017年及2018年1-6月，公司外销收入占主营业务收入的比例分别为34.89%、35.30%、35.62%和34.68%。公司外销业务主要以美元结算，汇率上升（即人民币升值）会提高以美元标价的外销产品的价格水平，降低其竞争力。同时，公司的美元应收账款会产生汇兑损失。未来，如果人民币大幅升值，公司外销产品市场竞争力将有所下降，同时产生汇兑损失，进而对公司经营业绩带来不利影响。

5. 经销商管理不当出现负面新闻的风险

公司95%的门店为经销门店，若个别特许经销商未按照协议约定进行销售、宣传，可能对公司的市场形象产生负面影响。

资产负债表

会计年度	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,785.41	4,237.90	6,194.16	7,937.81	10,221.93
货币资金	1,248.56	885.83	2,396.53	3,638.41	5,274.68
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	340.98	427.67	607.44	778.40	999.19
预付款项	50.03	35.83	56.19	71.94	92.28
存货	683.49	878.36	1,123.80	1,438.84	1,845.57
其他	1,462.36	2,010.21	2,010.21	2,010.21	2,010.21
非流动资产	1,434.23	2,323.02	2,872.12	3,094.19	3,350.75
长期投资	36.62	237.05	237.05	237.05	237.05
固定资产	1,058.52	1,156.80	1,354.51	1,571.07	1,784.56
无形资产	172.33	221.86	553.92	587.38	618.32
其他	166.76	707.32	726.64	698.69	710.82
资产总计	5,219.64	6,560.92	9,066.29	11,032.00	13,572.67
流动负债	1,766.99	2,522.55	3,283.88	3,936.11	4,778.30
短期借款	130.01	31.00	231.00	231.00	231.00
应付账款	440.57	548.61	737.13	943.77	1,210.55
其他	1,196.41	1,942.94	2,315.75	2,761.33	3,336.74
非流动负债	3.71	12.22	1,112.22	1,112.22	1,112.22
长期借款	0.00	0.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00
其他	3.71	12.22	12.22	12.22	12.22
负债合计	1,770.70	2,534.78	4,396.10	5,048.33	5,890.52
少数股东权益	11.47	26.57	37.26	50.57	67.78
归属母公司股东权益	3,437.48	3,999.58	4,632.93	5,933.10	7,614.38
负债和股东权益	5219.64	6560.92	9066.29	11032.00	13572.67

重要财务指标

主要财务指标	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,794.53	6,665.44	8,677.71	11,120.06	14,274.20
同比	30.11%	39.02%	30.19%	28.15%	28.36%
归属母公司净利润	575.05	822.45	1,044.36	1,300.17	1,681.28
同比	15.40%	43.02%	26.98%	24.49%	29.31%
毛利率	40.44%	37.26%	35.25%	35.30%	35.35%
ROE	25.75%	22.12%	24.20%	24.61%	24.82%
EPS (摊薄) (元)	1.34	1.91	2.42	3.02	3.90
P/E	37	26	20	16	13
P/B	6.18	5.31	4.58	3.58	2.79
EV/EBITDA	24.95	18.35	16.04	12.79	10.05

利润表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,794.53	6,665.44	8,677.71	11,120.06	14,274.20
营业成本	2,855.81	4,181.98	5,618.98	7,194.22	9,227.83
营业税金及附加	48.04	67.33	86.78	111.20	142.74
营业费用	1,057.73	1,397.33	1,561.99	2,001.61	2,569.36
管理费用	172.15	203.26	234.30	300.24	385.40
财务费用	3.12	48.25	29.50	42.38	34.62
资产减值损失	9.59	14.52	17.13	23.23	30.55
公允价值变动收益	29.33	1.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-75.99	76.00	11.14	3.72	30.29
营业利润	601.44	835.81	1,140.16	1,450.90	1,913.99
营业外收入	150.35	175.43	143.30	143.30	143.30
营业外支出	14.00	8.76	12.31	11.69	10.92
利润总额	737.79	1,002.48	1,271.15	1,582.51	2,046.37
所得税	165.34	171.62	216.10	269.03	347.88
净利润	572.46	830.86	1,055.05	1,313.48	1,698.49
少数股东损益	-2.60	8.42	10.69	13.31	17.21
归属母公司净利润	575.05	822.45	1,044.36	1,300.17	1,681.28
EBITDA	820.29	1,152.25	1,407.20	1,764.70	2,245.75
EPS	1.39	1.92	2.42	3.02	3.90

现金流量表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	974.60	1,136.22	1,294.67	1,640.33	2,058.55
净利润	572.46	830.86	1,055.05	1,313.48	1,698.49
折旧摊销	80.54	98.81	110.50	132.25	149.44
财务费用	1.97	50.97	25.55	49.94	49.94
投资损失	75.99	-76.00	-11.14	-3.72	-30.29
营运资金变动	269.48	210.42	98.63	127.24	163.79
其它	-25.83	21.16	16.08	21.14	27.18
投资活动现金流	-1,601.45	-1,443.03	-647.40	-348.52	-372.34
资本支出	-230.46	-274.01	-658.54	-352.23	-402.63
长期投资	3.93	56.63	11.14	3.72	30.29
其他	-1,374.92	-1,225.64	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,533.21	36.61	863.44	-49.94	-49.94
吸收投资	1,979.49	425.69	0.00	0.00	0.00
借款	-272.46	-99.01	1,300.00	0.00	0.00
支付利息或股息	160.48	297.66	436.56	49.94	49.94
现金净增加额	927.59	-317.33	1510.71	1241.88	1636.27

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Sumsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

周贤珮，分析师。美国伊利诺伊理工学院金融学硕士。2015 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事轻工制造行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看高：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。