

方正证券研究所证券研究报告

顾家家居(603816)

公司研究

轻工制造业

公司深度报告

2017.10.18/强烈推荐(调升)

分析师: 徐林锋
 执业证书编号: S1220517080003
 TEL: 010-68584845
 E-mail: xulinfeng@foundersec.com

联系人: 朱悦

TEL:

E-mail: zhuyue0@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《股权激励助力中长期成长, 百亿规模可期》
 2017.09.12
 《中报收入+55%, 软体家居龙头向巨头迈进》
 2017.08.23
 《聚焦软体主航道, 蓄力大家居平台》
 2017.03.23

请务必阅读最后特别声明与免责条款

顾家家居是国内软体家居龙头, 综合优势突出。软体家居行业市场空间广阔(2016年产值超1600亿元), 但集中度较低(CR5<15%)。顾家作为行业龙头, 品牌知名度较高且沙发单品行业领先, 在境内依靠渠道充分下沉及线上线下一体化发展具备了较强的引流能力, 境外业务则推进大客户战略, 同时积极扩充自有产能保障产品供应, 公司成长空间广阔。

合伙人文化(类似美的模式)+大家居战略, 未来业绩增长确定性强: 1) 股权激励落地, 合伙人文化支撑业绩高速发展。事业部制促使公司形成快速市场反映机制, 引入职业经理人增强战略执行力, 配合股权激励绑定管理层利益, 公司上下一心共谋发展。2) 以传统优势品类沙发为基础, 扩展多品类产品, 推动大家居战略加速落地。公司在皮沙发品类上极具竞争力, 可作为流量入口带动其他品类协同发展, 目前布艺/功能沙发、床垫类增长迅速, 后续在大家居领域拓展有望持续发力。

地产调控、原材料上涨和汇率波动影响无需过度担忧: 1) 地产调控对行业整体客流量有影响, 但公司具备一定抗风险能力。消费升级、存量房翻新、结婚潮、城镇化率提高等多重因素促进家居需求持续释放, 同时公司实施大家居战略打开成长空间以保障业绩增长, 对冲地产收紧影响。2) 公司成本控制能力较强且具备一定提价能力, 利用新品提价策略, 原材料上涨压力可转嫁至下游客户。3) 汇率波动短期使业绩承压, 但从长期来看, ODM 大客户战略效果显著, 境外业务有望长期持续增长。

投资建议: 考虑股权激励摊薄后, 预计公司2017-2019年净利润分别为7.88/10.19/13.27亿元, EPS为1.83/2.36/3.08元, 对应PE为29.1X/22.5X/17.3X。我们看好顾家家居大家居战略和合伙人文化下的狼性发展, 未来成长空间可期, 上调至强烈推荐。

风险提示: 地产持续低迷; 原材料价格大幅上涨。

盈利预测:

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4794.53	6957.38	9399.88	12048.09
(+/-) (%)	30.11	45.11	35.11	28.17
净利润	575.05	788.15	1018.66	1326.73
(+/-) (%)	15.40	37.06	29.25	30.24
EPS(元)	1.33	1.83	2.36	3.08
P/E	39.89	29.10	22.52	17.29

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	顾家核心投资逻辑和快照速览	5
1.1	核心投资逻辑	5
1.2	顾家简介：国内软体家居龙头	6
1.3	公司业绩增长稳健，盈利能力表现优异	6
1.4	股权结构较为集中，管理团队优秀	8
2	软体家具市场空间广阔，顾家综合优势突出	9
2.1	软体行业：市场空间广阔，但集中度较低	9
2.2	顾家家居：软体家居龙头，优势尽显	11
2.2.1	品牌优势：“因为顾家，所以爱家”	11
2.2.2	产品优势：沙发单品全国领先，软床床垫方兴未艾	12
2.2.3	渠道优势：境内渠道充分下沉，境外大客户战略效果显著	13
2.2.4	生产优势：多地进行产能布局，保障产品供应	16
3	管理：合伙人文化推动公司业绩长期增长	17
3.1	长期激励绑定核心员工和公司利益	17
3.2	事业部制度权责分明，单品表现抢眼	17
3.3	职业经理人团队渐入佳境	18
3.4	他山之石：美的集团成功模式可运用至家居公司	18
4	战略：依托软体家具龙头综合优势，精品宜家指日可待	21
4.1	逐步推行大家居战略，打造“精品宜家”模式	21
4.2	单品优势可复制至全品类，物理叠加产生化学反应	21
5	地产、原材料和汇率波动影响几何？	23
5.1	地产短期内有影响，但中长期影响有限	23
5.1.1	多因素促进家居需求持续释放	23
5.1.2	公司核心优势有效对冲地产影响	24
5.2	综合优势突出，原材料上涨无需过度担忧	25
5.2.1	公司成本把控能力较强	26
5.2.2	公司具备一定提价能力	26
5.3	短期业绩受汇率波动影响，长期增长无忧	27
6	盈利预测与投资建议	29

图表目录

图表 1:	顾家核心投资逻辑	5
图表 2:	顾家发展历程	6
图表 3:	公顾家旗下品牌及产品	6
图表 4:	营业收入稳定增长	7
图表 5:	净利润稳定增长	7
图表 6:	沙发为主要产品收入 (2017H1)	7
图表 7:	主营业务以境内为主 (2017H1)	7
图表 8:	净利率和毛利率情况	7
图表 9:	期间费用率情况	7
图表 10:	顾家股权结构清晰且高度集中 (2017H1)	8
图表 11:	顾家家居管理层概览	8
图表 12:	我国软体家具规模稳定增长	9
图表 13:	我国软体家具销售额稳定增长	9
图表 14:	2012 年以来出口增速下滑明显	9
图表 15:	2012 年以来出口占比逐渐降低	9
图表 16:	软体家具产值 2016 年超过 1600 亿元.....	10
图表 17:	软体家具龙头情况	10
图表 18:	大家居战略是行业发展趋势	11
图表 19:	顾家家居营销宣传方式多样化	12
图表 20:	三大营销活动成交金额情况	12
图表 21:	广告宣传费用维持高位	12
图表 22:	皮类沙发毛利率最高	13
图表 23:	各沙发品类营业收入 (百万元)	13
图表 24:	床类业务增速高于整体增速	13
图表 25:	床类业务毛利率稳步提升	13
图表 26:	公司营收以境内销售为主 (2016H1)	14
图表 27:	顾家家居渠道数量行业领先 (2017H1)	14
图表 28:	公司渠道下沉至三四线城市 (2017H1)	14
图表 29:	公司门店经营管理持续优化, 计划开店 5000-6000 家	15
图表 30:	电商历程图	15
图表 31:	顾家互联网转型战略规划	15
图表 32:	2016 年双 11 销售额同比约增 2 倍	15
图表 33:	2016 年双 11 访客量同比增长 84%	15
图表 34:	境外业务收入增速不断上升	16
图表 35:	ODM 客户集中度低, 大客户战略潜力大	16
图表 36:	多地进行产能布局, 增大产能的同时有效提升配送效率并降低配送费用.....	16
图表 37:	股权激励概览	17
图表 38:	顾家家居事业部制	18
图表 39:	职业经理人履历表	18
图表 40:	美的集团营业收入和净利润情况	19
图表 41:	美的集团战略调整转型	19
图表 42:	公司管理制度支撑业绩高速发展	20

图表 43:	公司逐步落实大家居战略	21
图表 44:	顾家家居具备成功实施大家居的潜力, 精品宜家指日可待.....	22
图表 45:	多因素促进家居需求释放	24
图表 46:	中长期来看地产调控对公司业绩影响有限.....	25
图表 47:	皮革海绵木材为主要原材料 (2016H1)	25
图表 48:	TDI 自 2016 年 Q4 以来大幅上涨.....	25
图表 49:	沙发产品顾家毛利率同行业领先	26
图表 50:	床垫产品顾家毛利率同行业领先	26
图表 51:	主营业务毛利对原材料和人工价格变动的敏感性分析.....	26
图表 52:	原材料上涨无需过度担忧	27
图表 53:	2017 年上半年人民币升值	28
图表 54:	汇兑损失和远期结售汇损失	28
图表 55:	分产品收入成本预测	29
图表 56:	可比公司估值表	29

1 顾家核心投资逻辑和快照速览

1.1 核心投资逻辑

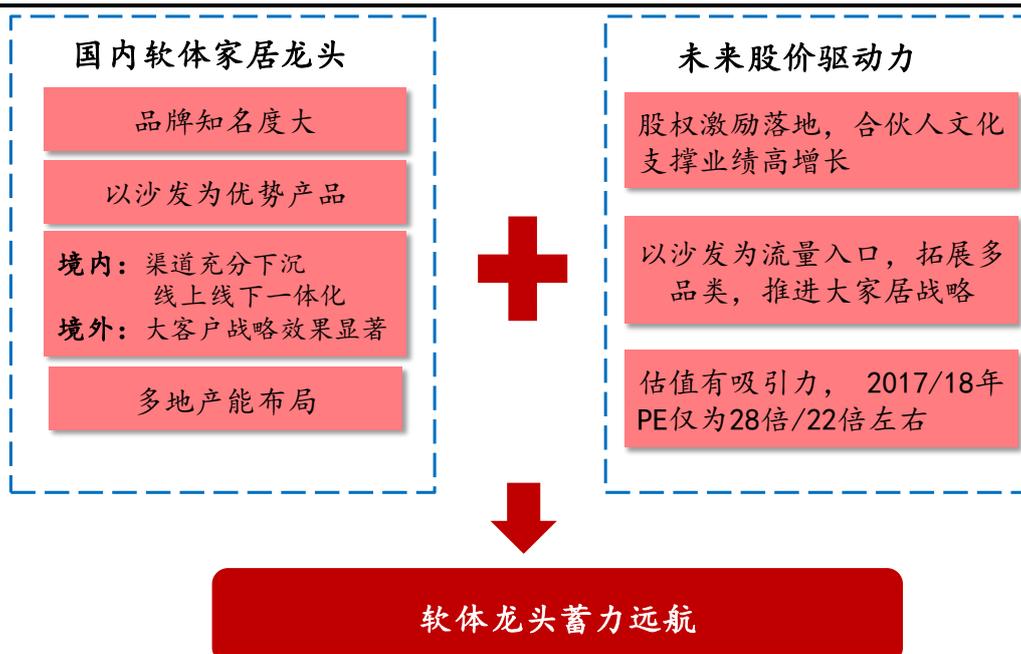
顾家家居是国内软体家居龙头，综合优势突出：**1) 品牌**：大力投入营销和售后，已具备较高品牌知名度和影响力；**2) 产品**：沙发单品极具竞争力，床垫、软床及其他家居品类增长迅速；**3) 渠道**：全国超过 3000 家门店，并持续下沉；同时线上线下一体化发展具备较强的引流能力；境外业务则积极推进大客户战略，保持快速增长；**4) 产能**：多地产能布局搭配外协供应商，保障产品供应，规模效应凸显；此外配送效率显著提高，改善用户体验。

顾家投资核心看点：业绩增长确定性强+估值具备吸引力。

1) 业绩增长确定性强：①股权激励落地，绑定管理层，合伙人文化支撑业绩高速发展。事业部制促使公司形成快速市场反映机制，引入职业经理人增强战略执行力，使得公司运营效率得到极大提升，经营效果改善显著（如床类单品实现快速增长，2012-2016 年 CAGR 为 51.7%）。股权激励落地，绑定公司高层与核心员工利益，公司上下一心共谋发展；**②以传统优势品类沙发为先发优势，扩展多品类产品，推动大家居战略加速落地。**公司在沙发品类上具备品牌优势，向软床、床垫、餐椅等多品类扩展，引入客户流量的同时，在生产环节充分发挥协同效应，促使各品类竞争力凸显，目前床类产品发展迅速，功能沙发、定制家居等产品拓展初见成效，大家居战略已具雏形。

2) 估值具备吸引力：软体家居业务成长空间广阔，合伙人文化和大家居战略保障业绩稳定高增长。考虑股权激励摊薄影响后，目前公司对应 2017/2018 年 PE 仅为 28 倍/22 倍左右，安全边际较高。

图表1：顾家核心投资逻辑

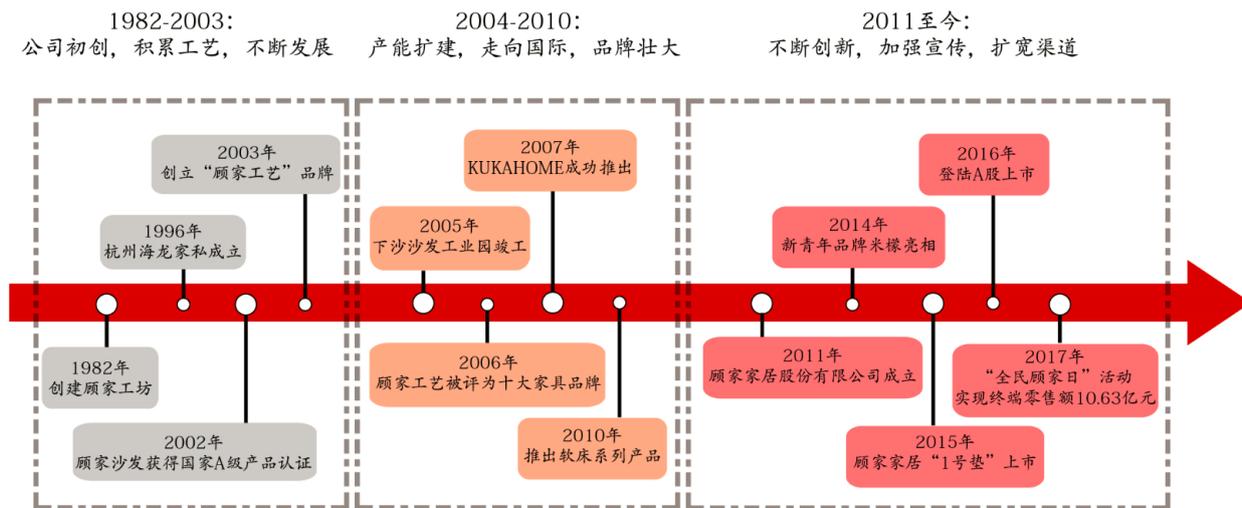


资料来源：方正证券研究所

1.2 顾家简介：国内软体家居龙头

公司始于1982年的“顾家工坊”，2011年“顾家家居”正式成立，主营客厅、卧室中高档软体家具产品的研发、设计、生产与销售业务。成立35年来，顾家家居已成为国内软体家具龙头，旗下产品包括“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”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列和美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”。

图表2：顾家发展历程



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表3：顾家旗下品牌及产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

1.3 公司业绩增长稳健，盈利能力表现优异

近年来，公司业绩稳步增长，2012-2016年营收和净利润 CAGR 分别为 22.7%/18.0%。2017年上半年业绩实现高增长，营收/净利润分

别为 31.1 亿元/3.9 亿元，同比增速为 54.6%/42.6%，主要是受益于品牌影响力提升、渠道引流能力增强、多品类产品发力以及成本管控能力加强等因素。盈利能力方面，毛利率上半年有所下滑（17H1 受原材料上涨和汇率影响，略有下降，预计逐步好转），但费用率整体改善。

图表4： 营业收入稳定增长



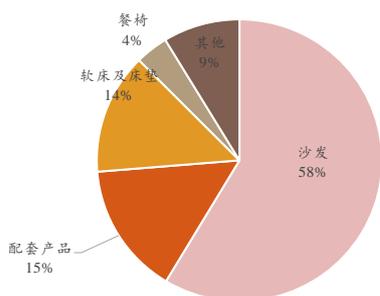
资料来源：wind，方正证券研究所

图表5： 净利润稳定增长



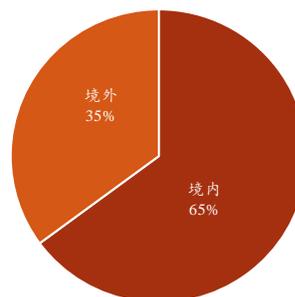
资料来源：wind，方正证券研究所

图表6： 沙发为主要产品收入（2017H1）



资料来源：wind，方正证券研究所

图表7： 主营业务以境内为主（2017H1）



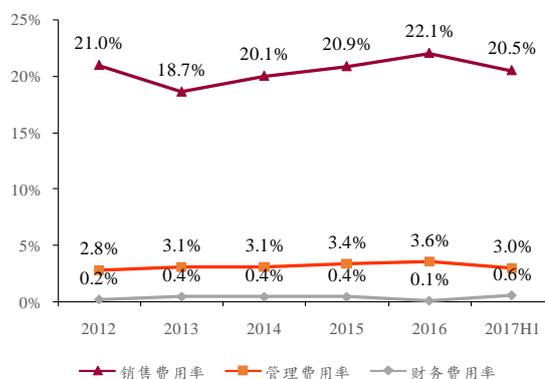
资料来源：wind，方正证券研究所

图表8： 净利率和毛利率情况



资料来源：wind，方正证券研究所

图表9： 期间费用率情况

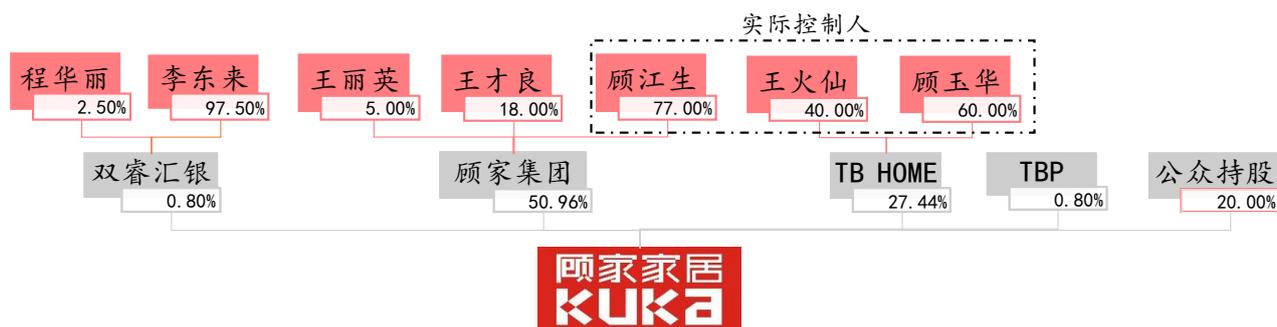


资料来源：wind，方正证券研究所

1.4 股权结构较为集中，管理团队优秀

公司实际控制人为顾江生、顾玉华和王火仙三人（顾江生为顾玉华与王火仙之子），截止 2017H1，三人合计持有公司 66.7%股份，股权结构清晰且较为集中，利于内部管控治理。公司管理团队优秀，2012 年引进职业经理人，经过前几年磨合期后，对公司治理已渐入佳境。同时公司于 2017 年 9 月对高层和核心人员实施股权激励，极大提高团队凝聚力和积极性，未来持续增长可期。

图表10：顾家股权结构清晰且高度集中（2017H1）



资料来源：wind，方正证券研究所

图表11：顾家家居管理层概览

来源	姓名	职务	学历	出生年份	股权激励数量/比例
外部引进	李东来	总裁	硕士	1974	411.9万股/1%
	董汉有	副总裁，董秘	硕士	1963	38万股/0.09%
	李云海	副总裁	硕士	1974	63万股/0.15%
	刘春新	副总裁，财务负责人	硕士	1969	57.5万股/0.14%
原有团队	刘宏	副总裁	中职	1967	38万股/0.09%
	吴汉	副总裁	本科	1969	70万股/0.17%
	王才良	副总裁	初中	1968	
	王威	副总裁	初中	1969	
	顾海龙	副总裁	高中	1976	

资料来源：wind，方正证券研究所，股权激励数量占比指占公司总股本 4.13 亿股的比例

2 软体家具市场空间广阔，顾家综合优势突出

2.1 软体行业：市场空间广阔，但集中度较低

我国是全球最大的软体家具生产国和消费国，产销量常年保持稳定增长。据 CSIL（意大利米兰轻工业信息中心）对全球 70 个主要国家软体家具生产总值统计，2015 年中国软体家具产值为 317 亿美元，2006-2015 年 CAGR 为 17.0%，占全球总产值的 47.0%；消费额（按出厂口径统计）为 192 亿美元，2006-2015 年 CAGR 为 17.6%，占全球总消费的 30.7%。

图表12： 我国软体家具规模稳定增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表13： 我国软体家具销售额稳定增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

同时，我国也是全球最大的软体家具出口国，近年受国际经济形势影响，从 2012 年起，我国软体家具出口增速下滑明显，2015 年出口值达 127 亿美元，同比下降 1.5%。出口占总产值的比值也由 2012 年的 45.5% 减少至 40.0%。

图表14： 2012 年以来出口增速下滑明显



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表15： 2012 年以来出口占比逐渐降低



资料来源：公司公告，方正证券研究所

相对而言，国内需求增速较快，已成为我国软体家具规模持续增长的主要驱动力。在消费升级、存量房翻新量上升、结婚潮到来、二胎政策放开和城镇化进程加快的背景下，软体家具市场稳定增长。我们测算 2016 年国内软体家具产值约为 1600 亿元，未来三年年化增速保持在 10% 左右。下图为我们对国内软体家具产值的测算。

图表16: 软体家具产值2016年超过1600亿元

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
住宅销售套数(万套)	1,168	1,431	1,474	1,503	1,534
存量房套数(万套)	24,796	25,965	27,396	28,870	30,373
存量房更换比例	4.20%	4.30%	4.40%	4.50%	4.60%
存量房更换套数(万套)	1041	1116	1205	1299	1397
装修房屋数量合计(万套)	2,210	2,547	2,679	2,803	2,931
同比增速	5.6%	15.3%	5.2%	4.6%	4.6%
软体沙发					
平均每户购置沙发数(套)	1	1	1	1	1
沙发市场规模(万套)	2,210	2,547	2,679	2,803	2,931
软体沙发渗透率	79%	80%	81%	82%	83%
软体沙发单价(万元/套)	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32
软体沙发市场容量(亿元)	489	591	651	712	778
同比增速	4.3%	20.9%	10.2%	9.4%	9.3%
软床					
平均每户购置床数(套)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
床市场规模(万套)	4,861	5,604	5,895	6,166	6,447
软床渗透率	32%	33%	34%	35%	36%
软床单价(万元/套)	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32
软床市场容量(亿元)	436	536	601	669	743
同比增速	5.6%	23.1%	12.1%	11.3%	11.0%
床垫					
床垫渗透率	60%	61%	62%	63%	64%
床垫单价(万元/套)	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17
床垫市场容量(亿元)	379	479	548	621	701
同比增速	5.6%	26.2%	14.5%	13.4%	12.9%
软体家具市场容量合计(亿元)	1,304	1,606	1,801	2,003	2,223
同比增速	5.1%	23.2%	12.1%	11.2%	11.0%

资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所(注: 单价均按出厂口径计算)

图表17: 软体家具龙头情况

公司名称	Logo	主营产品	旗下品牌	门店数量(家)	收入(亿元, 2016)
敏华控股		沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等	功能沙发: 芝华士 床垫: 爱蒙 木质家具: Land	1966	70
顾家家居		沙发、软床及床垫、餐椅和其他配套产品	沙发: 顾家工艺、全皮、布艺、LA-ZBOY、欧美、米檬 软床、床垫、定制等十大系列	3178	48
华达利 (2016年被宜华生活收购)		各类沙发、海绵、家具、床上用品等	“DOMICIL”、“CORIUM ITALIA”、“MUSE”、“RELAX STUDIO”等	>5000	18(2016年1-7月)
左右家私		各类沙发、软体沙发床、茶几、地毯等其他配套产品	“左右客厅生活馆”、“左右布艺”、“左右健康”、“左右功能”、“纳菲迩”、“波洛克”、“左右定制”、“左右智美”等十大系列	>2100	~20
喜临门		床垫、软床、酒店家具等	“喜临门”、“法诗曼”、“SLEEMON”	~1100	19
梦百合		记忆绵床垫、记忆棉枕头等	“MLILY”梦百合	>100	17

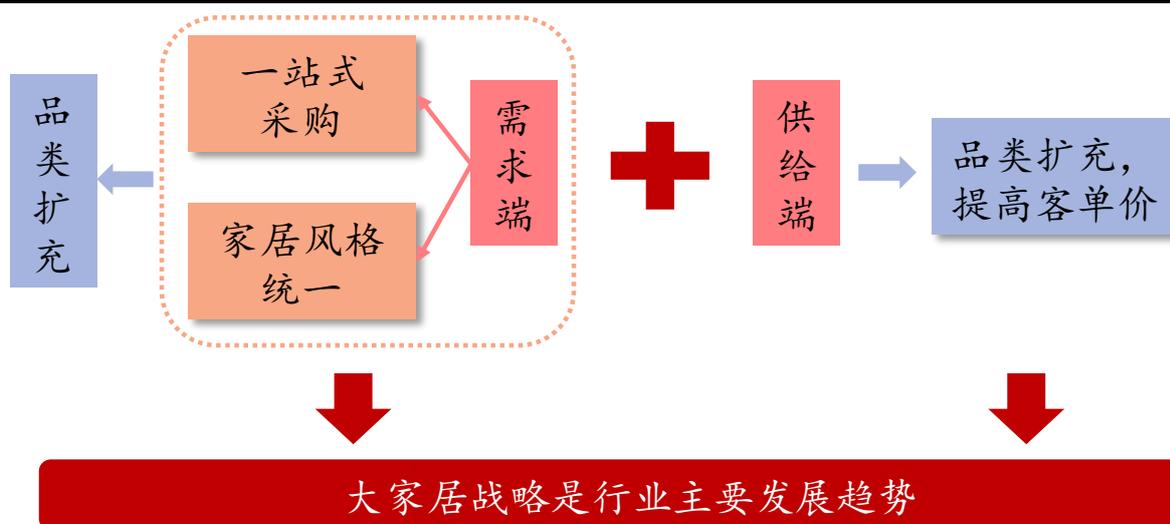
资料来源: Wind, 各公司官网, 方正证券研究所

目前, 我国软体家具市场集中度较低(CR5<15%), 区域性品牌、中小企业居多, 且大多定位国内低端市场, 产品同质化严重, 具有品牌影响力和规模化优势的大型企业主要定位中高端市场。在消费升级的背景下, 大型企业产品因其品牌、质量、设计等多重因素更受消费者青睐。软体家具行业集中度将持续提升, 龙头企业凭其品牌、渠道、

生产等优势有望进一步提升市占率。

同时，大家居战略也是行业主要发展趋势之一。从需求端看，消费者对一站式采购和家装风格统一性的需求不断升级，品类扩充较好的契合当下的消费需求。从供给端看，家居企业通过大家居战略提高客单价，利用单品类的品牌、渠道等优势实现全品类产品的引流，打开成长天花板。成功实现大家居战略需要企业具备较强的品牌影响力、渠道引流能力、资金实力和供应链整合能力，顾家家居已具备这几方面优势和潜力。

图表18： 大家居战略是行业发展趋势



资料来源：方正证券研究所

2.2 顾家家居：软体家居龙头，优势尽显

2.2.1 品牌优势：“因为顾家，所以爱家”

公司深度挖掘“家文化”内涵，围绕“因为顾家，所以爱家”的核心理念展开多样化的品牌宣传，让顾家品牌深入人心。

营销手段走心又创新，品牌影响力迅速扩大。1) 通过“床上运动会”、“垫粉节”、2.2公里钱江最暖灯光秀、联合尼尔森发布顾家指数等创新又温馨的活动持续创造热点话题，传递顾家文化理念；2) 每年举办三次大型促销活动（“超级品牌日”、“全民顾家日”、“购物狂欢季”）让淡季不淡，旺季更旺；3) 先后邀请一线明星张学友、邓超作为品牌代言人，并通过网络直播、综艺节目、电视剧植入、地铁公交影院、公益活动等进行全方位广告投放，全面提升品牌曝光率。营销活动效果显著，2017年全民顾家日（8月1日-20日）实现终端销售额10.63亿元。

售后服务细致周到，让消费者感受“顾家”温暖。前端营销推广创新，后端服务细致到位，公司对线上线下销售产品均安排专业人员上门安装，定期提供家具清洗、床垫除螨等服务。公司将持续加大品牌宣传力度，提升服务水平，增强品牌影响力。

图表19: 顾家家居营销宣传方式多样化



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

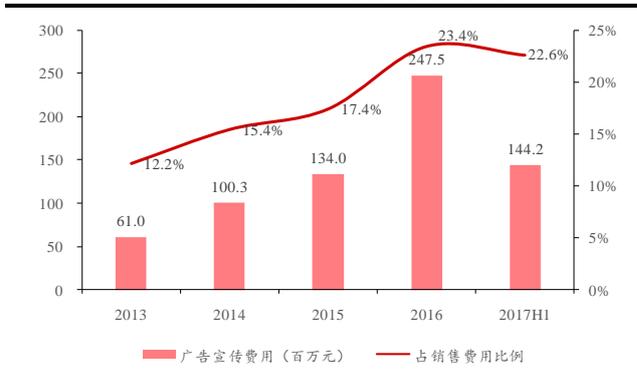
图表20: 三大营销活动成交金额情况

	2014年	2015年	2016年	2017年
超级品牌日 (4月中旬)		与天猫合作, 发力O2O模式领域	4月17日当天销售额突破4.66亿元	4月7日当天直播点赞量突破1.24亿
全民顾家日 (8月)	1.67亿元	3.49亿元	6.35亿元	10.63亿元
购物狂欢季 (双11)	天猫双11软体家具销量第一	1.08亿元	3.11亿元	

注: 购物狂欢季数据为双11当天成交金额

资料来源: 网易新闻等, 方正证券研究所

图表21: 广告宣传费用维持高位



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

2.2.2 产品优势: 沙发单品全国领先, 软床床垫方兴未艾

公司拥有“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”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列和美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”等多层次产品, 满足不同消费群体需求。

皮类沙发盈利能力突出, 是公司营收增长主要驱动力。一方面, 受益于多年深厚工艺技术积累和品牌知名度的提升, 沙发单品在国内具有较高竞争实力与品牌溢价能力; 另一方面, 凭借规模优势具备产业链议价能力, 产品成本得到有效控制。公司沙发品类毛利率常年维持在40%左右, 其中皮类沙发盈利能力最好, 2016年毛利率在42%左右。2017年毛利率有所下滑主要是原材料价格上涨影响, 后续随着新品推出以及规模效应进一步发挥, 盈利能力有望回升。

2016年沙发总营收28.4亿元, 皮类沙发约占80%, 是公司营收主要来源。皮类沙发作为公司的主打产品, 塑造公司品牌口碑的同时, 也是其他品类的流量入口, 将有效带动其他品类发展。

图表22： 皮类沙发毛利率最高

产品	2014	2015	2016	2017H1
沙发合计	42.0%	41.5%	41.0%	38.3%
皮类沙发	43.5%	42.8%	42.3%	
功能沙发	33.7%	34.4%	34.9%	
布艺沙发	38.6%	39.4%	39.2%	

资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表23： 各沙发品类营业收入（百万元）

产品	2014	2015	2016	2017H1
沙发合计	2057.6	2262.9	2839.6	1824.0
皮类沙发	1607.7	1814.8	2133.5	
功能沙发	202.9	275.8	386.1	
布艺沙发	247.0	172.3	320.0	

资料来源：公司年报，方正证券研究所

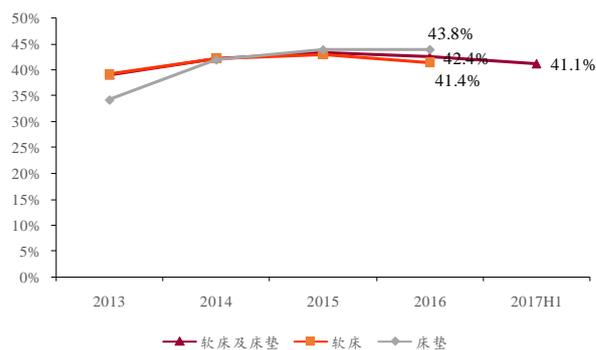
软床床垫业务发展迅猛，是公司营收高增长的新引擎。经历多年的研发和工艺积累，以沙发作为流量入口，结合走心的营销策略，软床床垫品类近年来增长迅速，2012-2016年CAGR高达51.7%。受益于规模优势和显著的引流效果，床类业务盈利能力稳步提升，毛利率从2013年的39.0%提升至2017H1的41.1%。床类业务是公司扩充品类迈向大家居的第一步，其迅速发展有助于进一步提升公司品牌影响力，为公司对标精品宜家奠定基础。

图表24： 床类业务增速高于整体增速



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表25： 床类业务毛利率稳步提升

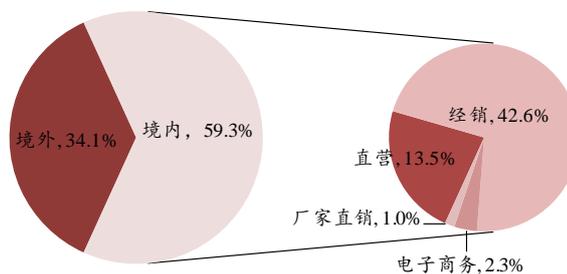


资料来源：公司年报，方正证券研究所

2.2.3 渠道优势：境内渠道充分下沉，境外大客户战略效果显著

公司境内销售以经销+直营形式为主，电商和厂家直销业务为辅，境外销售以ODM为主，并通过在香港、台湾等地开设直营门店和经销门店销售自主品牌，扩大国际影响力。2016H1境内/境外收入占总营收比重分别为59.3%/34.1%，2017H1境内/境外分别为61.3%/33.2%，境内收入是公司营收主要来源。

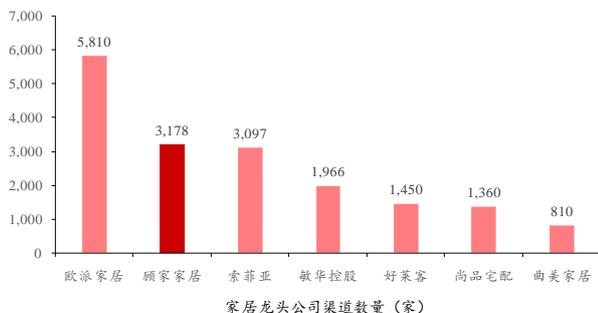
图表26： 公司营收以境内销售为主（2016H1）



资料来源：招股说明书，方正证券研究所
注：以上数据是指占总收入的比例

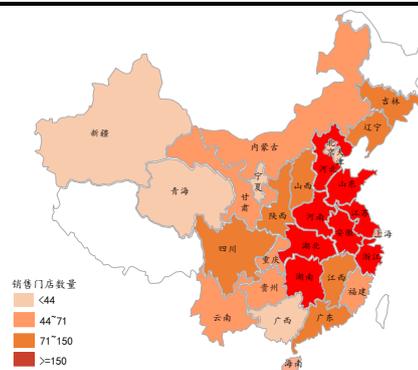
境内渠道充分下沉，门店管理水平持续提升。与其他家居龙头公司渠道数量相比,2017H1 顾家家居境内门店(经销+直营)数量达 3,178 家,仅次于欧派家居 5,810 家(含橱柜、衣柜、大家居等所有门店)。2017H1 公司门店(经销门店 2,978 家,直营门店 200 家左右)已覆盖全国 30 省市,渠道充分下沉,未来计划在二三线城市开大店及多品类店为主,每年净增加 500-600 家,门店总数开到 5,000-6,000 家左右。同时,公司门店经营管理水平高效,直营和经销门店的平效基本保持稳定,分别在 7,100 元/平米/年, 3,100 元/平米/年左右,单店提货额由 2013 年 73.7 万元/年逐年增加至 2016 年的 97.1 万元/年。

图表27： 顾家家居渠道数量行业领先（2017H1）



资料来源：各公司年报，方正证券研究所
(注：敏华控股数据截止为 2017 年 3 月)

图表28： 公司渠道下沉至三四线城市（2017H1）



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

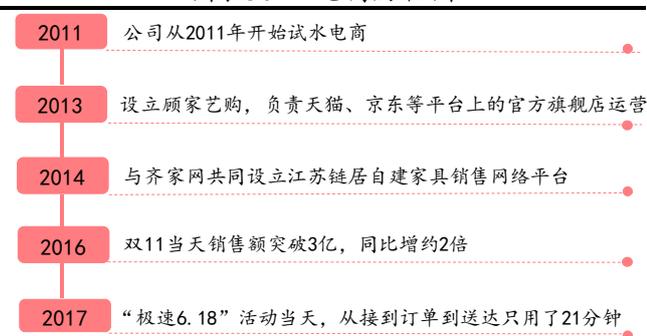
图表29： 公司门店经营管理持续优化，计划开店 5000-6000 家

	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1
境内门店情况						
门店数量(直营+经销, 家)	2,322	2,586	3,018	2,882	3,000	3,178
单店提货额(万元)	73.7	79.7	74.2	41.4	97.1	60.0
直营店：主要在一二线城市						
门店数量(家)	153	225	235	196		
直营店单店提货额(万元/年)	280.9	239.8	246.3	138.0		
直营店平效(元/平方米/年)	7,194.8	7,187.3	7,104.1	3,485.9		
经销门店：渠道下沉至三四线城市及县城						
门店数量(家)	2,169	2,361	2,783	2,686		
经销门店单店提货额(万元/年)	57.3	60.5	55.4	31.9		
经销门店平效(元/平方米/年)	3,215.9	3,240.4	3,053.4	1,641.9		
未来开店计划：在二三线城市开大店及多品类店为主，每年净增加500-600家门店，计划开店5000-6000家门店						

资料来源：招股说明书，公司年报，方正证券研究所

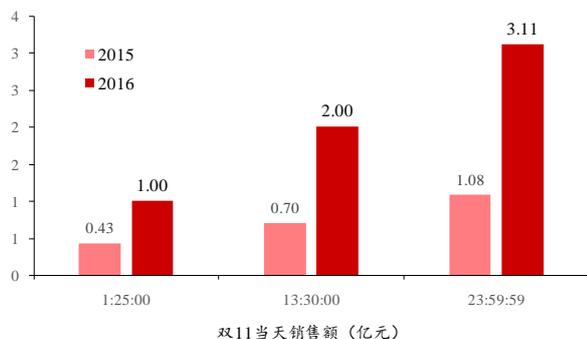
线上线下一体化发展，引流效果与日俱增。公司对电商业务进行调整转型，调整公司内部组织架构，线上线下一产品、价格和服务(专业人员上门安装，工厂直发经销商和家具清洗、床垫除螨等服务)，利用线下渠道优势进行线上订单就近配送提高送货和安装效率，为价格弹性较大的消费者开发性价比高的网店专属款式等，线上导流效果愈渐凸显。2016年双11销售额突破3亿，同比增长约2倍，访问量达77万人次，同比增长84%。2017年“极速6.18”活动当天，从接到订单到产品送到客户家只用了21分钟。随着公司渠道继续下沉，线上线下一体化建设完善，渠道的引流作用将充分发挥，公司核心竞争力进一步凸显。

图表30： 电商历程图



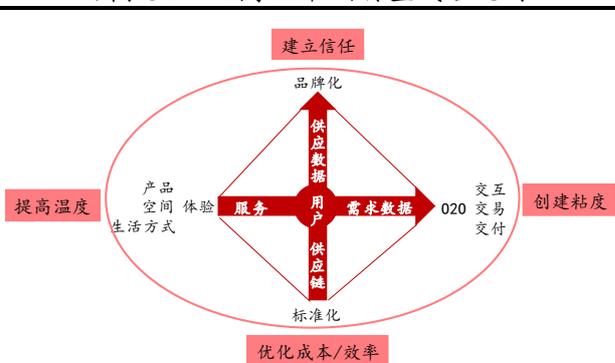
资料来源：方正证券研究所

图表32： 2016年双11销售额同比约增2倍



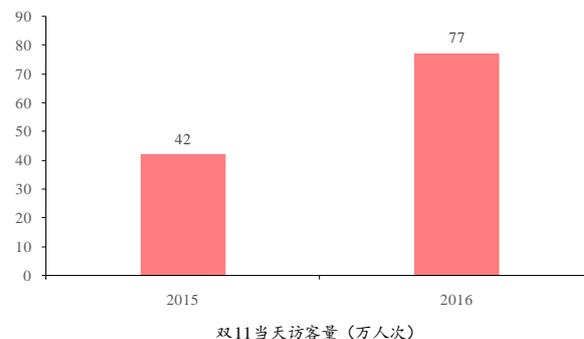
资料来源：南讯软件微信公众号，方正证券研究所

图表31： 顾家互联网转型战略规划



资料来源：网易家居，方正证券研究所

图表33： 2016年双11访问量同比增长84%



资料来源：南讯软件微信公众号，方正证券研究所

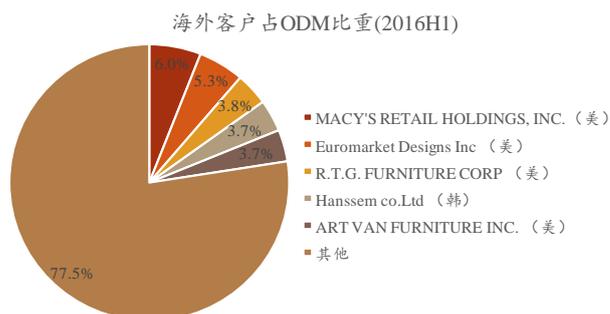
境外业务以 ODM 为主，大客户战略成果显著。公司境外业务约占公司总营收的 1/3，经营模式以 ODM 为主。通过设立国际事业部直接负责外销业务，并于 2014 年起推行大客户战略，境外营收增长显著，2017 年上半年收入增速超 50%。目前 ODM 客户集中度较低，前五大客户收入占比仅为 ODM 业务的 22.5%，大客户战略推行潜力大。在欧美经济形势逐渐好转，新重点客户地区（韩国、英国等）需求量也逐渐增加的背景下，公司高效的团队经营模式叠加客户结构不断优化，境外业务盈利能力将得到进一步发展。

图表34： 境外业务收入增速不断上升



资料来源：wind，方正证券研究所

图表35： ODM 客户集中度低，大客户战略潜力大

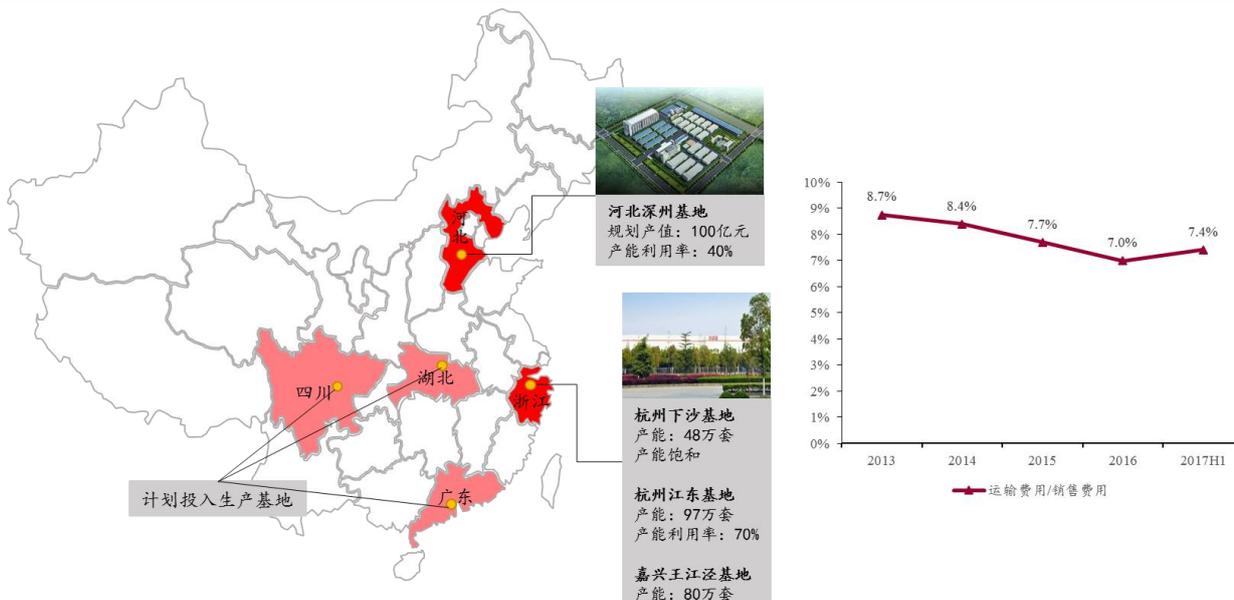


资料来源：招股说明书，方正证券研究所

2.2.4 生产优势：多地进行产能布局，保障产品供应

公司目前在浙江杭州、浙江嘉兴、河北深州共拥有 4 个生产基地，随着杭州江东 IPO 募投项目(97 万套产能)和嘉兴可转债募投项目(80 万套产能)逐步投产，公司产能显著增长。公司计划在西南、华中和华南新建产能基地，一方面进一步提升规模化效应，另一方面也有助于提高公司配送效率并降低配送费用，增强用户体验。

图表36： 多地进行产能布局，增大产能的同时有效提升配送效率并降低配送费用



资料来源：公司公告，方正证券研究所

3 管理：合伙人文化推动公司业绩长期增长

3.1 长期激励绑定核心员工和公司利益

公司在原有现金红利分配的基础上，面向高层和核心员工推出股权激励计划，激励对象范围广（合计 100 人），且激励时间长（至 2020 年），长期绑定员工和公司利益，充分调动员工积极性，有助于公司上下一心，共谋公司业绩增长。按解锁条件（存在超预期），2020 年公司营收规模有望接近百亿。

图表37：股权激励概览

项目	具体内容
激励对象	李东来总裁411.9万股（占股本1%） 吴汉副总裁70万股（占股本0.17%） 董汉有副总裁兼董秘38万股（占股本0.09%） 李云海副总裁63万股（占股本0.15%） 刘春新副总裁兼财务负责人57.5万股（占股本0.14%） 刘宏副总裁38万股（占股本0.09%） 中层和核心人员等94人合计授予914.7万股（占股本2.2%）
授予数量	1873.10万股，占公司股本4.54%
授予价格	每股 26.70 元
解锁条件	以2016年为基准，2018-2020年营业收入增长率分别不低于44%/73%/107%，净利润增长率分别不低于32%/52%/75%。 若达成解锁条件，2020年公司营收规模接近百亿。

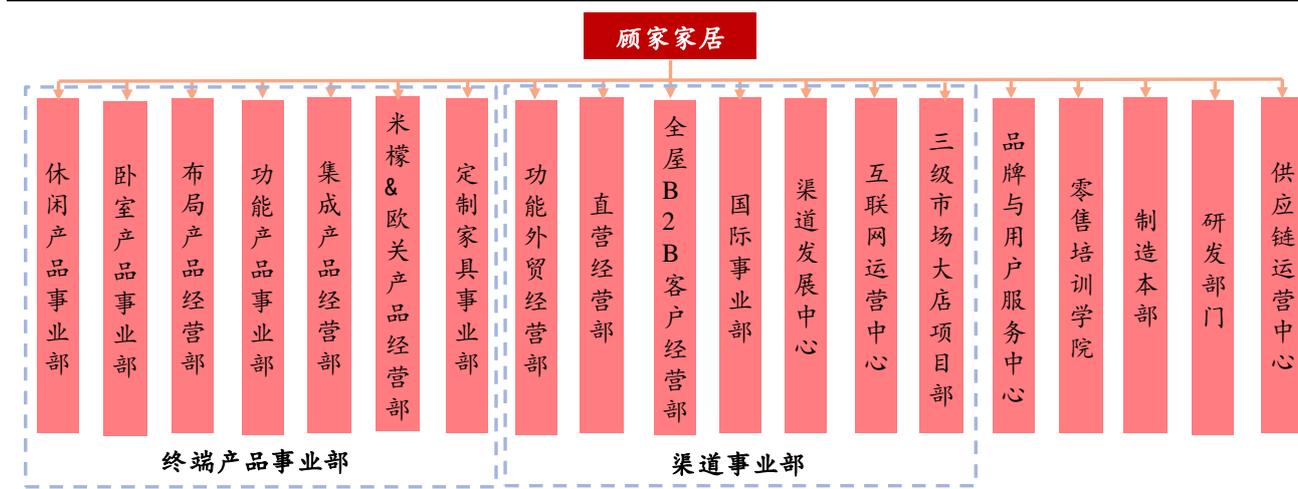
资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.2 事业部制度权责分明，单品表现抢眼

公司采用事业部管理方式，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，配合股权激励充分激发各个事业部的活力，实现公司整体价值最大化。其中，床类业务的迅速崛起便得益于事业部制度的推动（见图表 24:）。

事业部制度令公司竞争力突出：1) 权责分明，实行独立经营、独立核算，能根据市场反应迅速做出调整；2) 业绩考核公平公正，高薪奖励激发员工工作热情；3) 模式可复制性强，助于推出新品类，有效实施大家居战略。

图表38： 顾家家居事业部制



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

3.3 职业经理人团队渐入佳境

公司从 2012 年开始便通过市场化方式引进一批优秀的职业经理人，包括曾任美的空调事业部总裁李东来，曾任美的制冷运营部总监李云海，曾任双桦控股董秘董汉有等人，形成积极进取，团结高效的高素质管理团队。经历短暂磨合期后，职业经理人团队渐入佳境，积极开展公司品牌宣传，力求产品品类做到行业顶尖，加快渠道和产能布局，以此带动公司业绩高速增长。

图表39： 职业经理人履历表

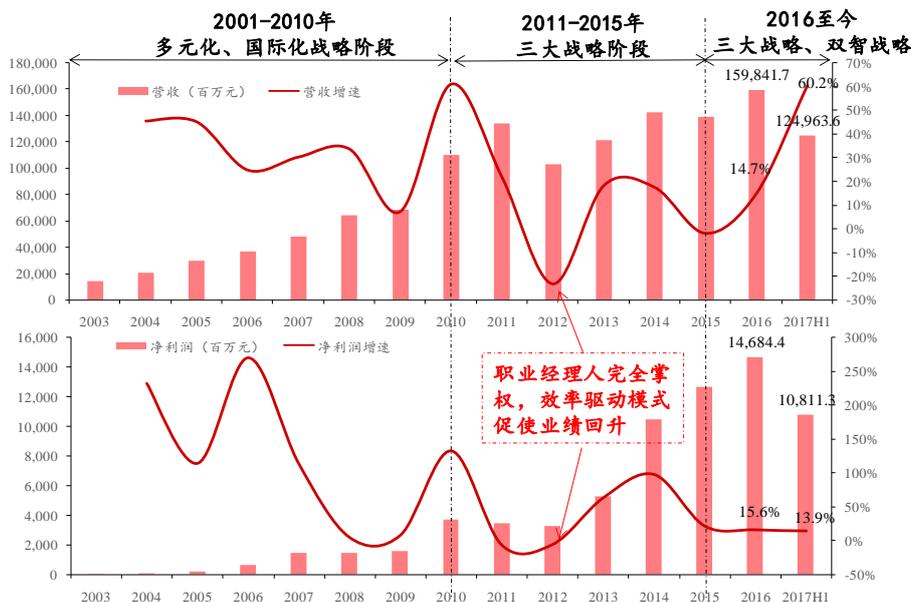
姓名	职务	学历	出生年份	履历
李东来	总裁	硕士	1974	历任广东美的集团有限公司空调销售公司营销管理科科长，空调事业部营运发展部总监，冰箱事业部总裁，空调事业部总裁，广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT集团(上海企源科技有限公司)首席执行官
董汉有	副总裁，董秘	硕士	1963	历任上海浦东路桥建设股份有限公司投资及融资部经理，董事会秘书，上海双桦汽车零部件股份有限公司董事，副总经理兼董事会秘书，双桦控股有限公司董事会秘书
李云海	副总裁	硕士	1974	历任中国光大银行武汉分行科员，美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团运营管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理
刘春新	副总裁，财务负责人	硕士	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

资料来源：wind，方正证券研究所

3.4 他山之石：美的集团成功模式可运用至家居公司

美的集团自 1968 年成立以来，经过不断完善管理机制，调整战略转型，成功从一个生产组小作坊成长为年收入近两千亿的大型家电企业集团，是国内拥有全品类产品线的家电行业龙头，也是中国地区唯一家电企业上榜 2016 年财富世界 500 强榜单，排名第 481 名。

图表40： 美的集团营业收入和净利润情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

事业部制度的建立和职业经理人管理是美的集团成功的主要原因。1997年开始建立事业部制度，秉承“集权有道，分权有序，授权有章，用权有度”的管理理念以及规范的决策行为，实行独立经营、独立核算、严格考核与监督，集团与各经营单位签订1-3年的经营目标责任书，以法律契约的形式明确规定集团与各经营单位的权力、义务和责任。良好的分权授权制度和约束机制能让公司迅速对市场变化做出反应。2012年8月，方洪波接棒，确定“产品领先、效率驱动、全球经营”的变革方向，美的集团正式进入完全由职业经理人操盘的时代。在方洪波的带领下，美的加大研发和创新力度，大幅调整人员结构建立高度扁平的管理体系，围绕全渠道核心能力建设，追求核心品牌的聚集效应，外延并购以不断增强智能制造能力，已形成较高的制造规模、智能制造和品牌壁垒，未来美的有望成为真正意义上的全球化公司。

图表41： 美的集团战略调整转型

	1985-2000	2001-2010	2011-2015	2016至今
管理机制	1992年，完成股份制改革 1997年，建立事业部管理模式	2001年，实施MBO， 开始职业经理人管理	2012年，方洪波接棒， 职业经理人完全掌权	职业经理人掌权
公司战略	多元化战略	多元化战略 国际化战略	三大战略（产品领先、 效率驱动、全球经营）	三大战略、双智战略 （智能家居、智能制造）
竞争战略	成本领先战略	成本领先战略	差异化战略	差异化战略
驱动因素	规模导向	由规模导向逐步变为规 模效益导向	效率为先， 全面提高核心竞争力	效率为先， 全面提高核心竞争力

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

家居相比家电行业虽有差异，但事业部制度和职业经理人管理模式的成功仍可在家居行业中运用。原因如下：

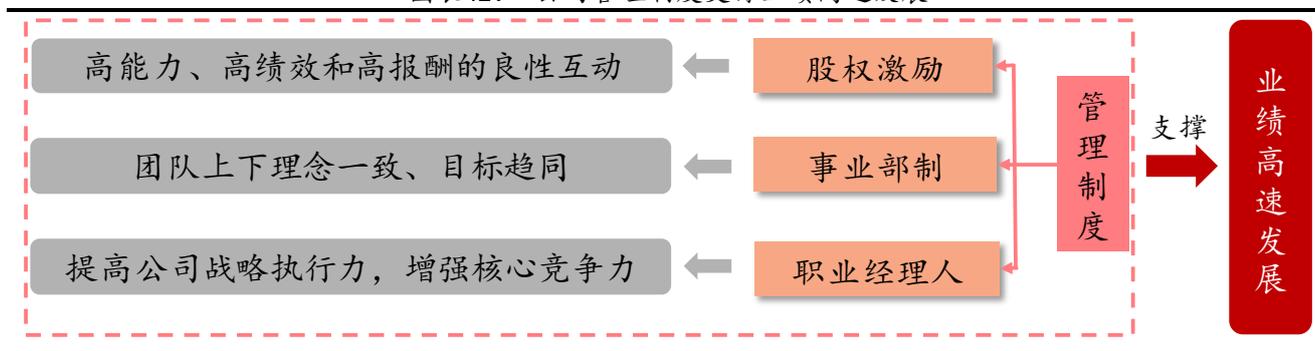
其一，国内家居行业是典型的“大行业，小企业”的朝阳产业，存在较大的市场整合空间。职业经理人凭借对市场的敏锐度和卓越的管理能力，能有效提升公司核心竞争力，在众多企业中脱颖而出；

其二，家居产品强调个性化设计，良好的用户体验。独立运营的事业部制可以根据市场的需求和变化直接进行决策运行，企业运营更加灵活高效，能开发符合消费者需求的产品并进行精准营销推广；

其三，国内家居企业产品品类有限（相比家电），旗下设置的事业部数量也相对较少，不会出现过度分权，集团总部难以控制的局面。反而事业部制度激励到位，管理高效，能极大提高员工积极性和工作效率。

顾家家居借鉴美的成功模式，优秀的公司治理和职业经理人将支撑业绩长期高速发展：1) 通过大范围的股权激励、绩效导向的利润分享、有竞争力的薪酬体系等方式建立起广泛的利益共享机制，形成高能力、高绩效和高报酬的良性互动；2) 通过事业部制度将团队建立成命运型共同体，独立运营独立核算让团队上下理念一致，目标趋同，以市场需求为导向及时作出调整；3) 通过引进卓越的职业经理人，增强公司战略执行力，提高品牌、产品、渠道、生产和供应链等核心竞争力，为公司保驾护航。

图表42： 公司管理制度支撑业绩高速发展



资料来源：方正证券研究所

4 战略：依托软体家具龙头综合优势，精品宜家指日可待

4.1 逐步推行大家居战略，打造“精品宜家”模式

公司于 2010 年开始逐步推行大家居战略。首先以沙发餐椅制造为起点，推出软床和床垫业务，再到配套产品的销售，并开始尝试红木家具、定制家居和智能家居，逐渐形成以软体家居为主，全品类，多层次的产品系列矩阵。公司计划从 2020 年起，打造“精品宜家”模式，做到“世界有宜家，中国有顾家”。

图表43： 公司逐步落实大家居战略

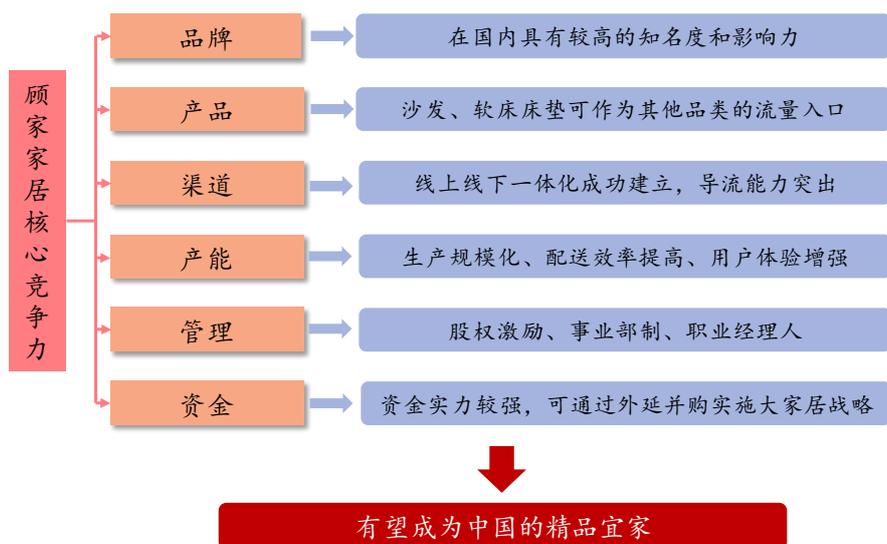


资料来源：方正证券研究所

4.2 单品优势可复制至全品类，物理叠加产生化学反应

正如前文所述，大家居战略是行业发展主要趋势。而顾家家居作为软体家具龙头，单品优势可复制至全品类，具备成功实施大家居的潜力，经过经营效率提升的内生式增长和并购整合的外延式增长，有望成为中国的精品宜家：1) 品牌形象深入人心，顾家品牌在国内具有较高的知名度和影响力；2) 沙发、软床床垫单品受到消费者认可，可作为流量入口带动其他品类发展；3) 渠道布局日趋完善，线上线下一体化成功建立，公司具备较强的渠道引流能力；4) 多地产能布局实现规模化生产以降低成本，同时提高配送效率，用户体验得以大幅增强；5) 股权激励、事业部制度和职业经理人的引进增强公司运营效率，助于多品类快速发展，供应链整合能力有望进一步提升；6) 资金实力较强，成立投资公司，通过战略投资方式进行产业链布局和多品类扩展。

图表44： 顾家家居具备成功实施大家居的潜力，精品宜家指日可待



资料来源：方正证券研究所

5 地产、原材料和汇率波动影响几何？

5.1 地产短期内有影响，但中长期影响有限

地产调控对公司业绩有一定影响，但程度有限。从整体行业角度看，受益于消费升级，存量房翻新量占比逐年提升，结婚潮和二胎政策放开、城镇化率的稳健提高，未来家居市场仍有较大提升潜力，龙头公司大有可为；从收入增长逻辑看，地产政策收紧会影响家居行业总的客流量，但公司品牌、产品和渠道优势已具备较强的引流能力，既能抢占中小企业客流量，又能促进成交率上升，同时大家居战略的实施将有效提高客单价，使公司可对冲地产调控影响，保障业绩增速。

5.1.1 多因素促进家居需求持续释放

根据 Euromonitor 统计，2011-2016 年国内家居市场规模从 3,865.6 亿元增至 5,920.0 亿元，CAGR 为 8.9%。在消费升级，存量房翻新量占比逐年提升，结婚潮和二胎政策放开、城镇化率提高等受多因素驱动下，未来家居需求空间广阔，预计 2017-2020 CAGR 为 8% 左右。

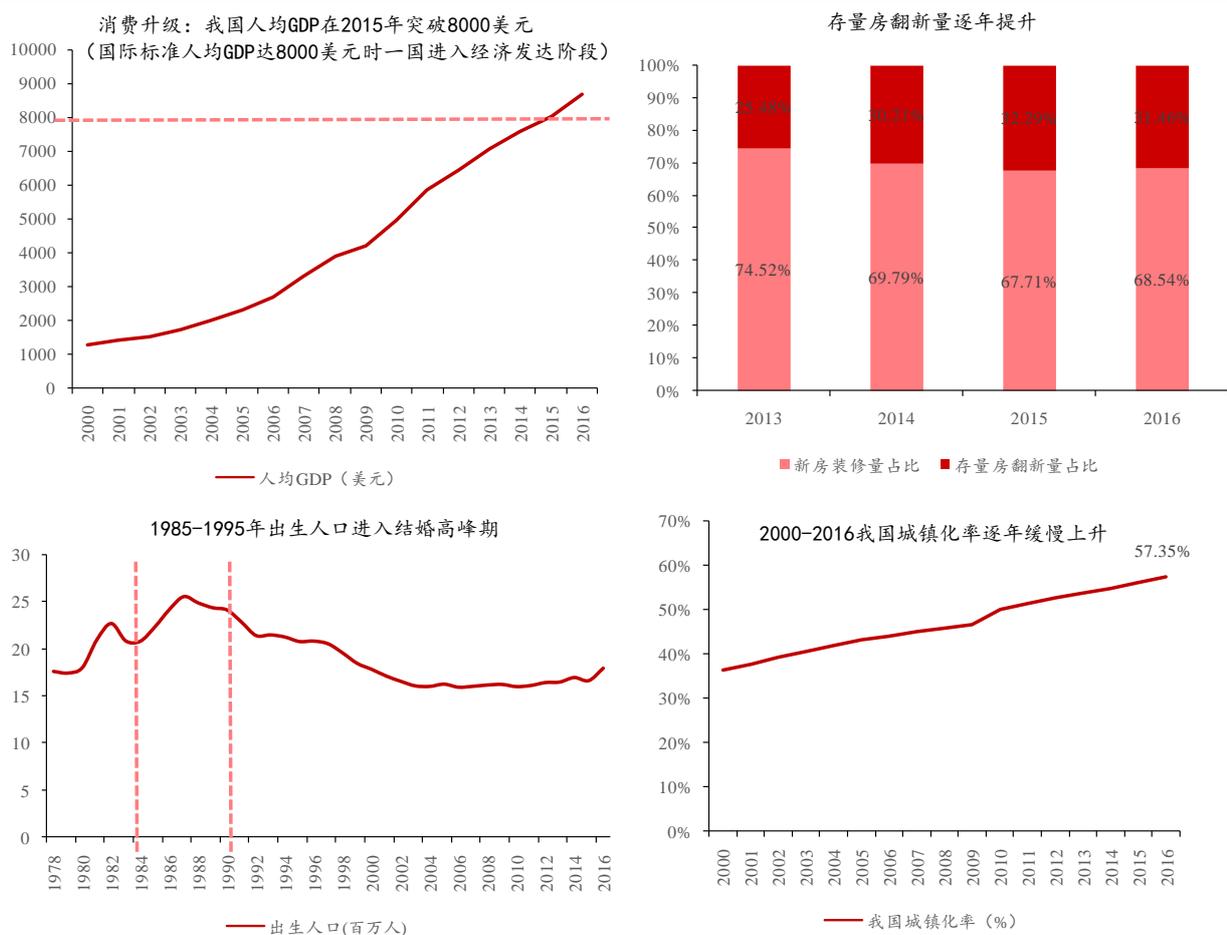
因素之一，消费升级是驱动家居行业高速发展的根本因素。随着我国人均 GDP 在 2015 年突破 8,000 美元（国际标准人均 GDP 达 8,000 美元时一国进入经济发达阶段），消费升级趋势明显，消费者选购家具时更倾向高品质的品牌产品，从而刺激在品牌、产品、渠道和信息技术有优势的家居企业快速成长。

因素之二，存量房翻新量占比逐年提升，是家居行业持续快速发展的催化剂。住房二次翻修周期一般在 10 年左右，2006 年、2009 年前后是我国住房销售高峰期，近年将迎来存量房翻新高峰。

因素之三，结婚潮和二胎政策放开带来的家居改善性需求助力行业增长。随着 1985-1995 年出生人口（平均每年近 2,000 万人）进入结婚高峰期以及二胎政策的全面放开，人们对住房和家居的改善性需求提升，也将带动家居行业的持续增长。

因素之四，城镇化率的稳健提高为家居行业的增长提供源源不断的动力。2016 年我国城镇化率为 57.35%，较去年同比增长 1.25pct，但与世界发达国家（英美国家普遍超过 80%）相比，仍有较大提升潜力。城镇化率的持续提高带来住房需求增长，从而促进家居行业增长。

图表45： 多因素促进家居需求释放



资料来源：Wind，住建部，国家统计局，方正证券研究所

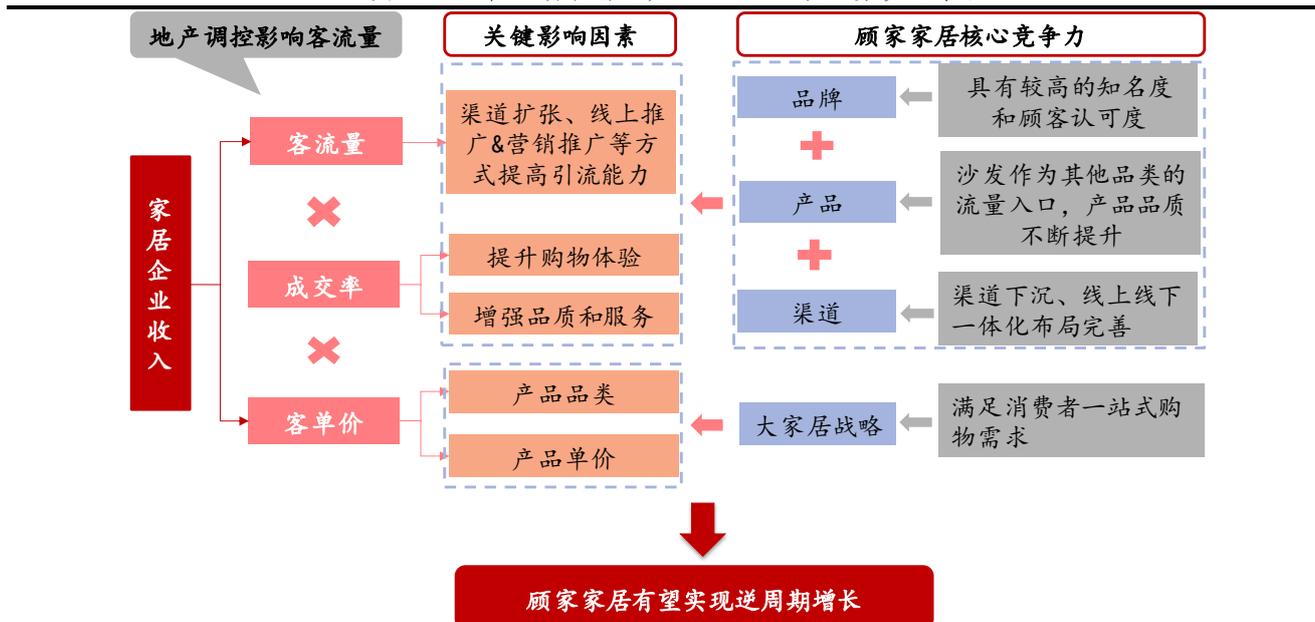
5.1.2 公司核心优势有效对冲地产影响

家居企业收入可以简单分拆成客流量、成交率和客单价三者乘积。地产政策收紧主要影响家居企业总的客流量，但顾家家居凭借其核心竞争力具备一定的抗地产风险能力，有望实现逆周期增长。

公司在品牌、产品和渠道方面具备较强的引流能力，一方面可以抢占中小企业客流量，另一方面产品品质和服务的提升可提高成交率以保障业绩增长。**1) 品牌方面：**近几年公司品牌形象塑造较为成功，走心的营销活动迅速扩大公司影响力，知名度和顾客认可度得到较大提升。**2) 产品方面：**沙发单品国内竞争力突出，具备较高的顾客基础，可作为其他品类的流量入口，目前已较好的导流到床类产品；公司也通过不断研发新品，严控产品质量等手段提高产品品质。**3) 渠道方面：**公司渠道数量行业领先且充分下沉，将受益三四线地产回暖行情；线上线下一体化建设完善，新零售销售方式引流效果显著，消费者购物体验增强。

另外，公司大家居战略的有效实施满足消费者一站式购物需求，客单价将显著提升，促进业绩进一步增长。

图表46：中长期来看地产调控对公司业绩影响有限

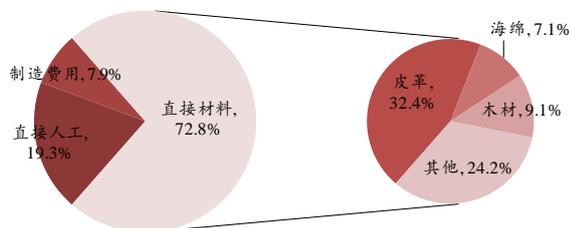


资料来源：方正证券研究所

5.2 综合优势突出，原材料上涨无需过度担忧

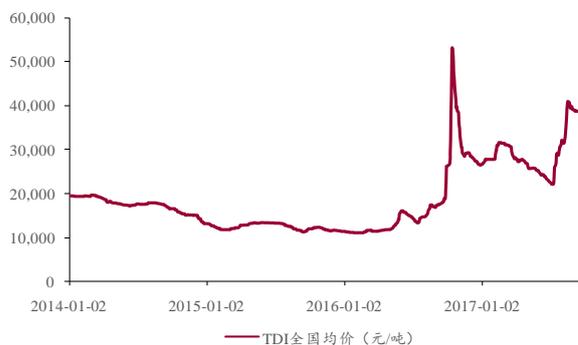
公司主要原材料中以皮革、海绵和木材为主，合计占生产成本的50%左右，其中皮革占比32.4%，海绵占比7.1%，木材为9.1%。皮革价格比较稳定，但自去年四季度以来，海绵的主要原材料TDI大幅上涨，从2016年10月26,767元/吨上涨至2017年10月35,000元/吨，涨幅为30.8%。原材料涨价对公司成本造成一定压力，但无需过度担忧，一方面公司成本控制能力较强，另一方面公司具备一定提价能力，包括推新品间接提价以及与海外大客户协定上调价格等方式，可将上游原材料上涨压力传导至下游客户。

图表47：皮革海绵木材为主要原材料（2016H1）



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

图表48：TDI自2016年Q4以来大幅上涨



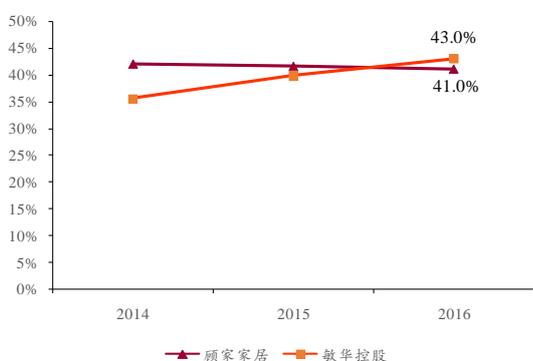
资料来源：wind，方正证券研究所

5.2.1 公司成本把控能力较强

一方面，为保证原材料供应稳定，公司与供应商保持长期合作关系，还通过产业链整合降低采购成本（持有圣诺盟海绵 40%股份）；另一方面，公司采购部经验丰富，原材料价格较低时会进行战略性储备，较高时适当减少采购，从而减少原材料价格波动对毛利的影响。综合来看，公司分产品毛利率比同类公司相比较高。

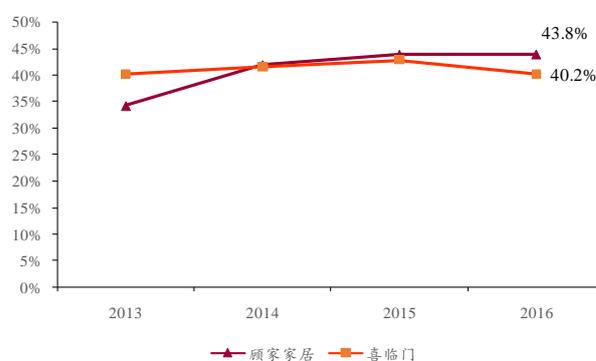
另外，公司主营业务毛利率对海绵价格变动敏感度有限，经测算，海绵价格上涨 30%，公司整体毛利下降 2.9%。并且，TDI 价格去年四季度已在历史高位，今年同期价格开始呈回落趋势，我们预计今年四季度开始，成本大幅增长的的压力开始减弱。

图表49：沙发产品顾家毛利率同行业领先



资料来源：wind，方正证券研究所

图表50：床垫产品顾家毛利率同行业领先



资料来源：wind，方正证券研究所

图表51：主营业务毛利对原材料和人工价格变动的敏感性分析

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

资料来源：招股说明书，方正证券研究所

5.2.2 公司具备一定提价能力

公司具备一定提价能力，可通过适当提价应对原材料上涨，以维持毛利率相对稳定。在境内业务方面，公司具备提价基础：

1) **品牌粘度较大，议价能力较强**：常年塑造的良好品牌形象，让公司具备品牌溢价能力，结合境内以经销+直营的经营模式为主，客户由大量经销商和终端消费者构成，公司有较强的议价能力；

2) **产品需求稳定**：公司主营产品为沙发和床类，属于直接与消费者贴身接触的产品，相比木质家具而言，消费者对产品质量、环保、

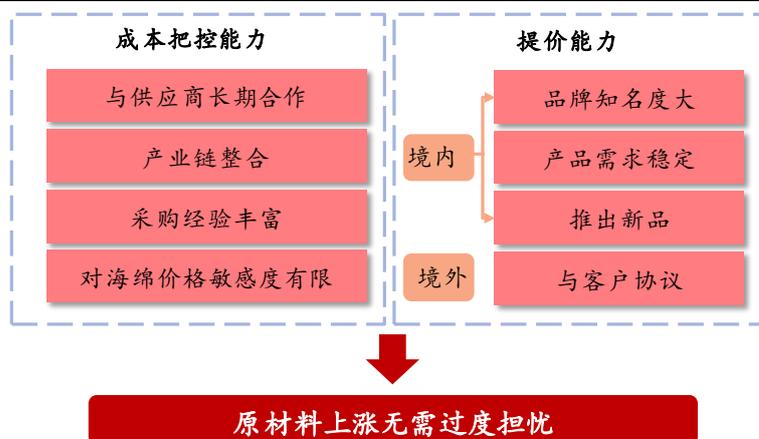
舒适程度和外观设计要求更高，对价格敏感性相对较低；

3) 产品设计研发能力强，可推出新品间接性提价：公司具有较强的产品设计研发能力，结合事业部制度，可通过推新品、推精品的方式，提升单品附加值来进行提价。

在境外业务方面，公司以 ODM 形式为主，且客户集中度较低，可通过与客户协议提价的方式应对原材料上涨。

综合来看，原材料价格大幅上涨虽有一定成本压力，但公司可通过在采购环节加以控制、终端产品提价等方式削弱原材料波动影响。且去年四季度海绵价格已在历史高位，预计今年同期成本同比上涨幅度不高，公司业绩仍能保持较高增速。

图表52： 原材料上涨无需过度担忧



资料来源：招股说明书，方正证券研究所

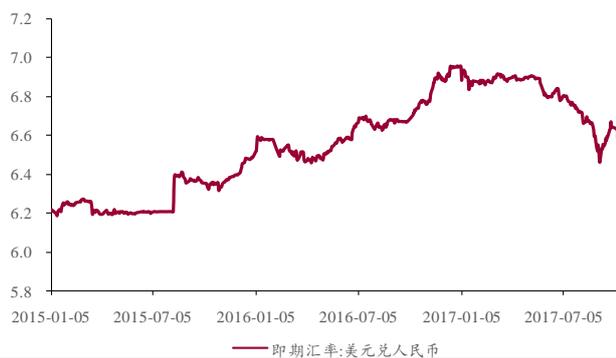
5.3 短期业绩受汇率波动影响，长期增长无忧

公司境外业务占比 1/3 左右，主要以美元结算。今年以来人民币对美元升值较多，累计升值约 5.6%。汇率波动短期内对公司净利润产生一定影响，但影响比较有限：

第一，2017 年上半年汇兑损失相较 2016 年远期结售汇损失较小。2017H1 汇兑损失 1,667.2 万元（占净利润约 4.3%），去年虽形成汇兑收益 2,097.9 万元，但因远期合约交割，造成远期结售汇损失 8,058.0 万元（占净利润约 14%）。与去年相比，今年汇率波动对公司净利润影响不大；

第二，中长期来看，境外业务大客户战略将继续驱动业绩向上。在海外经济环境好转的背景下，公司高效的团队经营模式叠加客户结构不断优化，境外业务盈利能力将得到进一步发展。

图表53: 2017年上半年人民币升值



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表54: 汇兑损失和远期结售汇损失

	2013	2014	2015	2016	2017H1
汇兑损失(百万元)	9.8	-1.2	-11.4	-21.0	16.7
远期结售汇损失(百万元)	/	/	/	80.6	/
净利润(百万元)	403.6	424.4	498.3	575.1	388.0

资料来源: wind, 方正证券研究所

(注: 汇兑/远期结售汇损失负值代表正收益)

6 盈利预测与投资建议

考虑股权激励费用摊销和政府补贴等因素影响，我们预计2017-2019年净利润分别为7.88/10.19/13.27亿元，EPS为1.83/2.36/3.08元，对应PE为29.1X/22.5X/17.3X。

顾家家居作为国内软体家居龙头，综合优势突出，合伙人文化和大家居战略保障业绩确定性强，未来业绩持续成长可期。此外公司目前估值安全边际高，上调至**强烈推荐**评级。

图表55：分产品收入成本预测

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计							
营业收入(百万元)	2,681.74	3,239.71	3,684.85	4,794.52	6,957.38	9,399.88	12,048.09
YoY	26.61%	20.81%	13.74%	30.11%	45.11%	35.11%	28.17%
毛利率	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%	39.63%	39.86%	39.34%
沙发							
营业收入(百万元)	1,743.28	2,057.57	2,262.94	2,839.61	4,112.26	5,439.49	6,819.84
YoY	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	44.82%	32.28%	25.38%
毛利率	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	38.94%	39.39%	38.49%
其中：皮类沙发							
营业收入(百万元)	1,496.97	1,607.74	1,814.81	2,133.48	3,022.51	3,930.03	4,773.89
YoY	10.66%	7.40%	12.88%	17.56%	41.67%	30.03%	21.47%
毛利率	42.34%	43.52%	42.77%	42.34%	40.52%	41.07%	40.46%
其中：功能沙发							
营业收入(百万元)	84.12	202.87	275.81	386.13	616.84	870.32	1,227.57
YoY	260.88%	141.17%	35.95%	40.00%	59.75%	41.09%	41.05%
毛利率	33.42%	33.68%	34.44%	34.89%	32.84%	32.77%	31.65%
其中：布艺沙发							
营业收入(百万元)	162.19	246.96	172.32	320.00	472.91	639.14	818.38
YoY	1075.29%	52.27%	-30.22%	85.70%	47.78%	35.15%	28.04%
毛利率	37.86%	38.55%	39.38%	39.25%	36.82%	38.10%	37.21%
配套产品							
营业收入(百万元)	445.39	515.38	541.05	728.39	1,019.75	1,376.66	1,720.82
YoY	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	40.00%	35.00%	25.00%
毛利率	29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	32.24%	33.75%	34.28%
软床及床垫							
营业收入(百万元)	182.11	282.89	435.37	649.85	1,114.12	1,706.88	2,435.68
YoY	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	71.44%	53.20%	42.70%
毛利率	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	44.02%	42.62%	42.41%
其中：软床							
营业收入(百万元)	178.44	234.48	304.04	389.91	679.62	1,058.26	1,485.76
YoY	45.48%	31.41%	29.67%	28.24%	74.30%	55.71%	40.40%
毛利率	39.10%	42.20%	42.98%	41.45%	44.02%	42.62%	42.41%
其中：床垫							
营业收入(百万元)	3.67	48.41	131.33	259.94	434.51	648.61	949.91
YoY		1219.07%	171.29%	97.93%	67.16%	49.27%	46.45%
毛利率	34.21%	41.88%	43.80%	43.85%	44.02%	42.62%	42.41%
餐椅							
营业收入(百万元)	183.62	199.41	201.36	217.12	280.33	358.97	453.20
YoY	7.71%	8.60%	0.98%	7.83%	29.11%	28.05%	26.25%
毛利率	34.08%	35.05%	35.58%	35.00%	36.52%	36.84%	36.21%
其他主营业务							
营业收入(百万元)				66.45	85.06	106.32	132.90
YoY					28.00%	25.00%	25.00%
毛利率				19.56%	18.94%	19.58%	19.26%
其他业务							
营业收入(百万元)	122.56	176.81	244.13	293.10	345.86	411.57	485.65
YoY	-3.63%	44.26%	38.07%	20.06%	18.00%	19.00%	18.00%
毛利率	68.82%	64.19%	63.45%	63.61%	63.00%	62.84%	62.21%

资料来源：方正证券研究所

图表56：可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价	EPS (元)				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
603816.SH	顾家家居	53.91	1.33	1.83	2.36	3.08	39.89	29.10	22.52	17.29
002572.SZ	索菲亚	40.60	0.72	1.06	1.46	1.98	56.39	38.30	27.81	20.51
600978.SH	宜华生活	9.91	0.48	0.62	0.73	0.85	20.65	15.98	13.58	11.66
603818.SH	曲美家居	15.02	0.38	0.51	0.68	0.90	39.53	29.45	22.09	16.69
603898.SH	好莱客	30.52	0.79	1.09	1.47	1.97	38.63	28.00	20.76	15.49
603008.SH	喜临门	17.15	0.52	0.74	0.97	1.20	32.98	23.18	17.68	14.29
000910.SZ	*大亚圣象	21.35	0.97	1.22	1.47	1.73	21.91	17.54	14.49	12.34

资料来源：wind, 方正证券研究所(注：带*为wind一致性预期)

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3785.41	5116.43	6726.70	8884.59	营业总收入	4794.53	6957.38	9399.88	12048.09
现金	1248.56	2476.68	3695.78	5417.90	营业成本	2855.81	4200.32	5653.17	7308.54
应收账款	340.98	381.23	489.31	594.15	营业税金及附加	48.04	69.70	94.18	120.71
其它应收款	54.81	76.25	103.01	132.03	营业费用	1057.73	1537.58	2067.97	2590.34
预付账款	50.03	84.01	101.76	131.55	管理费用	172.15	254.82	401.73	415.69
存货	683.49	690.72	929.29	1201.40	财务费用	3.12	-4.33	-14.82	-22.10
其他	1407.55	1407.55	1407.55	1407.55	资产减值损失	9.59	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1434.23	2125.33	2196.13	2181.71	公允价值变动收益	29.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	36.62	586.62	606.62	616.62	投资净收益	-75.99	30.00	10.00	10.00
固定资产	1127.27	1249.67	1288.42	1242.76	营业利润	601.44	929.28	1207.65	1644.92
无形资产	226.14	244.84	256.89	278.13	营业外收入	150.35	100.00	115.00	90.00
其他	44.20	44.20	44.20	44.20	营业外支出	14.00	20.00	14.00	25.00
资产总计	5219.64	7241.76	8922.83	11066.30	利润总额	737.79	1009.28	1308.65	1709.92
流动负债	1766.99	2492.10	3157.78	3974.52	所得税	165.34	226.18	293.26	383.19
短期借款	130.01	0.00	0.00	0.00	净利润	572.46	783.10	1015.39	1326.73
应付账款	440.57	529.36	712.45	921.08	少数股东损益	-2.60	-5.05	-3.27	0.00
其他	1196.41	1962.75	2445.33	3053.45	归属母公司净利润	575.05	788.15	1018.66	1326.73
非流动负债	3.71	17.52	17.52	17.52	EBITDA	741.35	980.03	1278.04	1720.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.33	1.83	2.36	3.08
其他	3.71	17.52	17.52	17.52					
负债合计	1770.70	2509.62	3175.30	3992.04	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	11.47	6.42	3.15	3.15	成长能力				
股本	431.23	431.23	431.23	431.23	营业收入	0.30	0.45	0.35	0.28
资本公积	1981.98	2463.34	2463.34	2463.34	营业利润	0.10	0.55	0.30	0.36
留存收益	1043.30	1831.45	2850.11	4176.84	归属母公司净利润	0.15	0.37	0.29	0.30
归属母公司股东权益	3437.48	4725.72	5744.38	7071.11	获利能力				
负债和股东权益	5219.64	7241.76	8922.83	11066.30	毛利率	0.40	0.40	0.40	0.39
					净利率	0.12	0.11	0.11	0.11
					ROE	0.17	0.17	0.18	0.19
					ROIC	0.22	0.41	0.63	1.19
					偿债能力				
					资产负债率	0.34	0.35	0.36	0.36
					净负债比率	0.04	0.00	0.00	0.00
					流动比率	2.14	2.05	2.13	2.24
					速动比率	1.76	1.78	1.84	1.93
					营运能力				
					总资产周转率	1.26	1.12	1.16	1.21
					应收账款周转率	17.13	19.27	21.60	22.24
					应付账款周转率	13.25	14.35	15.14	14.75
					每股指标(元)				
					每股收益	1.33	1.83	2.36	3.08
					每股经营现金	2.26	3.51	2.95	4.04
					每股净资产	7.97	10.96	13.32	16.40
					估值比率				
					P/E	39.89	29.10	22.52	17.29
					P/B	6.67	4.85	3.99	3.24
					EV/EBITDA	29.43	20.89	15.07	10.19

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的执业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com