

2018-9-15

行业研究 | 深度报告

评级 看好 首次

家庭装饰品行业

海外家居产业系列研究 I : 以 La-Z-Boy 发展史, 鉴国内沙发龙头之路

报告要点

■ 美国沙发市场分工明确, 对品牌商产品、营销要求高

美国的沙发市场相对成熟, 根据 Euromonitor 数据, 总市场约 142 亿美元, 近十年复合增速为 2%; 从品类上看, 美国功能沙发占比高达 40% (中国占比仅 10%), 主因美国是功能沙发的诞生地, 有近百年发展史, 消费者认知度高; 从渠道上看, 美国沙发渠道主要由专卖店买断制销售 (类似苏宁/国美模式), 解放家具品牌商渠道运营压力, 但对其产品&营销能力提出更高要求。

■ “买断”式零售体系下, 沙发单品龙头蓬勃发展

La-Z-Boy 是美国最大的软体家具制造商, 主打功能沙发品类, 2017 年营收 15.20 亿美元, 占美国软体家具市场 21%, 产品力和营销力是公司两大核心竞争力, 其中: 1) 产品端: 公司是功能沙发的开创者, 且后期稳定的研发投入带来新产品持续迭代, 1987 年至今, 每年研发费用率维持在 0.5%-1% 的水平 (累计达 3 亿美元), 同时, 公司构建全球供应链体系, 保证产品质量和生产效率最优化。2) 营销端: 公司广告费用率始终维持在 4% 的水平, 通过电视、杂志广告等多途径途径: 如植入《老友记》, 持续向消费者传导“舒适”的品牌形象。

■ 借鉴美国经验, 看好国内沙发龙头持续成长性

2018 年, 我国沙发市场规模预计约为 1700 亿元, TOP2 敏华和顾家占比仅 10%, 相比海外, 存较大提升空间。敏华和顾家已在各自领域高筑护城河 (分别是成本和高 sku 供应链管控), 短期难以打破。未来龙头企业借助上市后强融资能力, 在生产、渠道、品牌等方面或加大投入。同时, 伴随家具卖场下沉, 中型品牌商或逐步掉队, 主因三四线市场消费两极分化, 中型品牌商相比地方作坊, 价格不占优势, 相比行业龙头, 品牌存在差距, 或招商受阻。

■ 前后端核心竞争力突出, 顾家稳健成长可期, 持续推荐

美国经验表明, 功能沙发 (偏标品) 龙头 Lazboy 凭借产品和营销能力, 可以获得更高市占率; 而对于个性化更强的休闲沙发, SKU 管理能力决定企业规模的天花板, 相关企业成长难度相对略高 (Ashley 市占率 10%)。回看中国市场, 敏华和顾家是国内沙发领域两大龙头, 其中, 敏华的成长依赖于出色的成本管控; 而顾家凭借较强的 SKU 管理能力, 正持续提升企业成长天花板, 且国内休闲沙发市场更大, 公司依赖其自身的品类扩张能力, 有望带动前端渠道红利。

预计顾家 18/19 年 EPS 为 2.45/3.06 元, 对应 PE18/15X, 继续重点推荐。

风险提示: 1. 地产销售大幅下行;
2. 公司渠道拓展不及预期。

分析师 鄢鹏

☎ (8621) 61118723

✉ yanpeng1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490517110003

分析师 蔡方羿

☎ (8621) 61118723

✉ caify@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490516060001

联系人 徐皓亮

☎ (8621) 61118723

✉ xuhl2@cjsc.com.cn

联系人 米雁翔

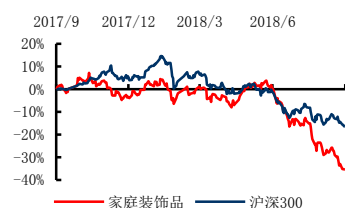
☎ (8621) 61118723

✉ miyix@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
603816	顾家家居	买入

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

目录

核心观点.....	4
美国沙发产业分工明确，家具企业重产品与品牌.....	4
“买断”式零售体系下，沙发单品龙头蓬勃发展.....	7
积极应对地产周期，La-Z-Boy 蓬勃向上.....	7
强产品和强品牌优势，助力功能沙发巨头的诞生.....	10
产品迭代+全球性供应链网络，构筑产品内核.....	10
持续营销，塑造“舒适”的品牌形象.....	12
渠道趋于多元化，逐步降低零售商束缚.....	13
La-Z-Boy 估值分析.....	14
借鉴美国经验，看好国内沙发龙头持续成长性.....	15
软体行业的核心竞争力是什么？.....	15
良好的竞争格局，国内沙发龙头或将强者恒强.....	15
构筑前后端核心竞争力，顾家稳健成长可期.....	16
后端供应链：需求驱动，高 SKU 高周转打造核心产品力.....	16
前端渠道：庞大高效，拥抱新零售变革维持渠道力.....	17
核心管理：适度分权长效激励，造就高效稳定的管理架构.....	18
风险提示.....	20

图表目录

图 1：美国沙发市场规模.....	4
图 2：美国房屋销售增速和沙发市场增速.....	4
图 3：美国功能沙发和国内功能沙发占比.....	5
图 4：美国人均可支配收入达 4.5 万元.....	5
图 5：经销/直营/OEM/ODM 销售模式图解.....	6
图 6：美国沙发市场集中度.....	7
图 7：美国沙发集中度和国内沙发集中度对比.....	7
图 8：La-Z-Boy 软体/木制家具业务营收（百万美元）.....	7
图 9：La-Z-Boy 功能沙发.....	7
图 10：La-Z-Boy 产品矩阵.....	8
图 11：La-Z-Boy 历史划分.....	8
图 12：La-Z-Boy 具备强产品迭代能力.....	9
图 13：La-Z-Boy 杠杆率持续下降.....	9
图 14：La-Z-Boy 市占率虽有下滑，依然维持稳定.....	9
图 15：La-Z-Boy 直营占比或逐步提升.....	10
图 16：La-Z-Boy 具备强产品迭代能力.....	11

图 17: La-Z-Boy 每年坚持一定比例研发投入.....	11
图 18: 公司研发费用常年处于高位（单位：亿元）.....	11
图 19: 公司目前在美国有五大生产基地.....	12
图 20: 公司拥有全球供应链体系.....	12
图 21: 各家公司资产周转率.....	12
图 22: 各家公司存货周转率.....	12
图 23: 公司广告费用率常年处于高位.....	13
图 24: 公司广告植入《老友记》，推广“舒适”理念.....	13
图 25: La-Z-Boy 分渠道门店数量（家）.....	13
图 26: La-Z-Boy 批发业务各渠道占比.....	13
图 27: La-Z-Boy 自营 FG 单店收入.....	14
图 28: La-Z-Boy 自营 FG 店坪效.....	14
图 29: La-Z-Boy 估值分析.....	14
图 30: La-Z-Boy EPS.....	14
图 31: 我国沙发市场规模.....	16
图 32: 我国传统沙发占比超过 90%.....	16
图 33: 公司沙发 SKU 远高于业内同行.....	17
图 34: 顾家 1896 系列可选择 16 款不同类型搭配.....	17
图 35: 国内市场快速增长.....	17
图 36: 顾家门店数领先同行.....	17
图 37: 公司品牌宣传费用持续提升.....	18
图 38: 在同行业比较，公司品牌推广力度更大.....	18
图 39: 公司面向多品类战略，推行半事业部制度.....	19
图 40: 顾家家居单店销售额变化.....	19
图 41: 公司股权结构.....	19
表 1: 产品价格带.....	5
表 2: 美国沙发市场渠道占比.....	6
表 3: 美国沙发市场渠道占比.....	12
表 4: La-Z-Boy 销售渠道.....	13
表 5: 行业竞争格局.....	16
表 6: 公司首次股权激励概况.....	19

核心观点

不同于国内沙发经销商体系，美国近 70% 的沙发通过专业家居零售商销售，类似于苏宁/国美以买断形式来运营渠道。故对于沙发品牌商而言，虽无渠道运营压力，但其产品力和品牌力直接关系到能否获取优质零售商资源，进而实现渠道扩张。

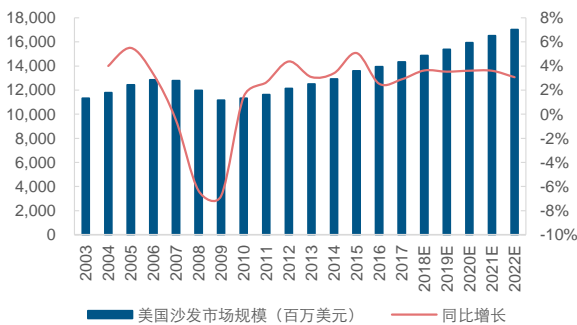
在此背景下，La-Z-Boy 凭借强产品和强营销，逐步成长为美国第一大沙发品牌：1) **产品端**：公司是功能沙发的开创者，如果说前期的发展主要靠功能沙发核心部件的专利保护，那么公司后来的持续引领行业，并成功穿越 80s-90s 年代美国地产周期，主要依赖长期以来研发和技术积淀带来的产品迭代能力：1987 年至今，公司每年研发费用率维持在 0.5%-1% 区间，累计研发投入近 3 亿美元。同时，公司通过全球化的供销网络，实现成本和交付的有效管控；2) **强营销**：公司在发展过程中完成了如针对女性群体的精准营销、老友记广告植入等经典案例，并且即便在 2009-2012 年的低谷期，依然坚持高广告投入，经历了 50 年发展，成功塑造“舒适”沙发的品牌形象。

从美国市场可见，大多数成品家具领域，SKU 管理能力决定企业规模的天花板。沙发及配套品表现出更强的个性化需求，使得休闲沙发较难出现大企业（Ashley 市占率 10%），而是功能沙发（偏标品）龙头 Lazboy 的市占率更高。回看中国市场，功能沙发龙头敏华控股的确是业内规模最大的企业之一，不过在休闲沙发占据主流市场的背景下，顾家家居优秀的多品类管理能力，或将大幅提升企业成长的天花板，助力其成为沙发行业的又一龙头。并且，顾家家居凭借品类扩张能力，亦有望带动渠道红利，我们认为，在未来的大家居时代亦存在想象空间。

美国沙发产业分工明确，家具企业重产品与品牌

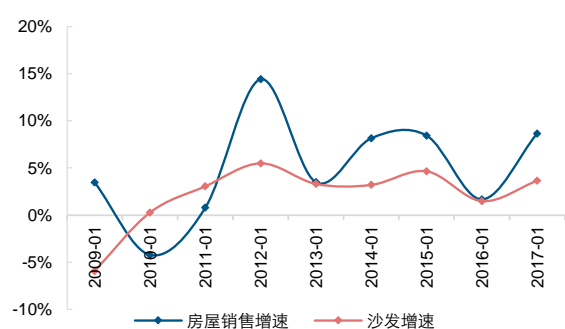
目前沙发市场在美国已经进入成熟期，根据 Euromonitor 数据，大约有 142 亿美元市场规模，近十年复合增速为 2%，增速相对比较稳定。在美国，沙发市场虽需求受地产影响，但影响相对比较有限（相关系数为 0.5，为中度相关），主因沙发需求除了换房推动外，还有老旧房屋的家居更换需求；相比木质家具，沙发因覆盖层容易污染和磨损，且软垫伴随时间推移而缓冲减少，故更换周期更短，通常为 5~8 年左右。

图 1：美国沙发市场规模



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

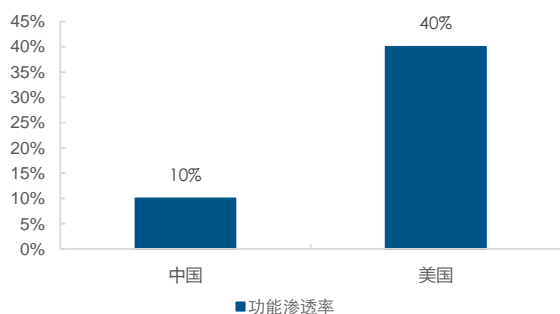
图 2：美国房屋销售增速和沙发市场增速



资料来源：Euromonitor，美国商务部，长江证券研究所

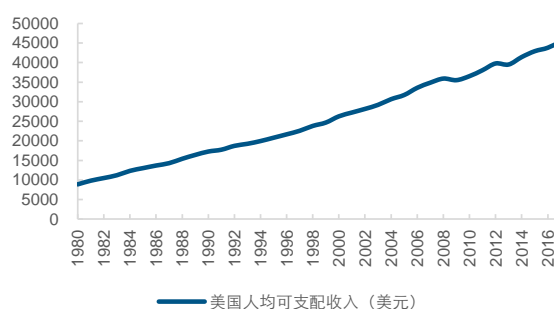
长时间用户教育+高人均可支配收入，功能沙发占据主流市场。在美国沙发品类中，功能沙发占比相对更高，主因美国是功能沙发的诞生地，具有较长的发展历史，消费者认同度较高。同时，功能沙发普遍贵于传统的休闲沙发，考虑美国人均可支配收入较高，亦有助于产品普及。

图 3：美国功能沙发和国内功能沙发占比



资料来源：产业信息网，长江证券研究所

图 4：美国人均可支配收入达 4.5 万元



资料来源：美国经济分析局，长江证券研究所

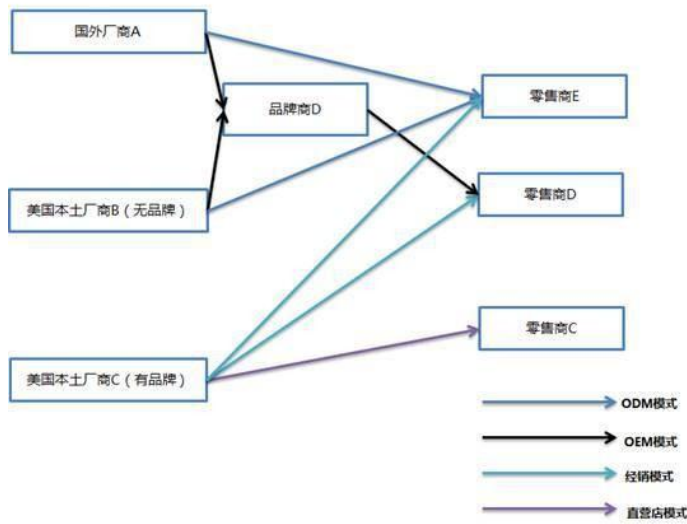
表 1：产品价格带

品牌名称	单价
Ashley	\$299 (2人) ~\$3615 (6人)
La-Z-Boy	\$839 (3人) ~\$2979 (3人)
CHEERS (敏华芝华仕)	\$599 (3人) ~\$2799 (7人)

资料来源：各公司官网，美国亚马逊，长江证券研究所

美国零售商具有较强的渠道管控力，因而对于家具企业而言，产品力和品牌力更为重要。美国零售商在沙发终端占比达 70%，不同于国内家具品牌拥有较强管控的线下渠道，红星、美凯龙等家具零售商仅作为商铺出租方。相比而言，美国零售商占据沙发卖场的 70% 的通路：1) **作为品牌产品**，例如 La-Z-Boy 等品牌，零售商对其采取买断形式；类似于中国的苏宁和国美，2) **通过 OEM、ODM 模式贴牌直销**，例如敏华等绝大多数国内沙发品牌以该模式在美国出售商品；同时，线上渠道和经销商自营渠道亦占比 20% 左右，相对较低。在美国强势的零售商背景下，有效降低了家具品牌商的终端经营门槛，让家具品牌商专注于产品研发和推广；同时，在买手制下，零售商对家具产品进行筛选，缺乏产品力和品牌力的中小品牌逐步被淘汰，拥有产品和品牌优势的家具公司逐渐脱颖而出。

图 5：经销/直营/OEM/ODM 销售模式图解



资料来源：顾家公告，长江证券研究所

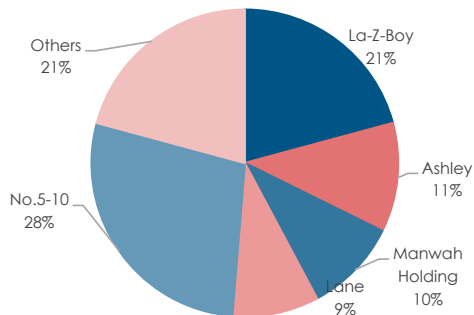
表 2：美国沙发市场渠道占比

类别	介绍	美国沙发市场渠道占比	代表
家居专卖店	纯粹的家具零售商，它们拥有家具销售渠道，但并不负责生产环节。一方面，买手制，代理知名沙发品牌；另一方面，它们也向第三方厂商以OEM或ODM形式采购，并贴牌出售	70%	Rooms to Go、Berkshire Hathaway Furniture Division
网络零售商	线上渠道	9%	Wayfair、Laura Ashley
零售连锁店	既是生产商，也是零售商，同时也向第三方生产商采购产品及向第三方零售商批发出售产品，这类零售商占比较小	8%	Ashley、La-Z-Boy
百货商场	综合经营多种品类	3%	macy's
其他非杂货专业零售商		10%	

资料来源：维基百科，中国产业信息网，长江证券研究所

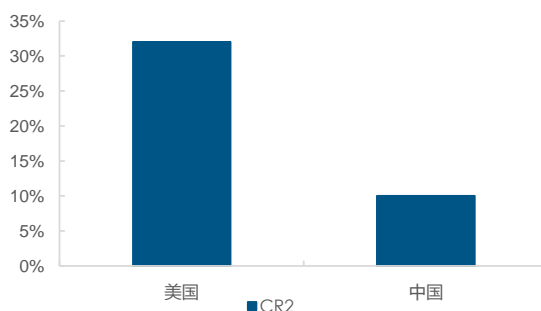
美国沙发行业集中度较高。美国市场 CR2 为 32% (La-Z-Boy/Ashley 沙发市占率分别为 20.8%/11.5%)，CR10 达 79%；相比而言，中国前两家集中度仅 10%，集中度仍有较大提升空间。美国沙发行业之所以具备较高的集中度，主因行业发展较早，在此前的发展过程中，已经历了数轮的洗牌，龙头企业凭借强产品和品牌实力，逐步跑赢行业。

图 6：美国沙发市场集中度



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

图 7：美国沙发集中度和国内沙发集中度对比

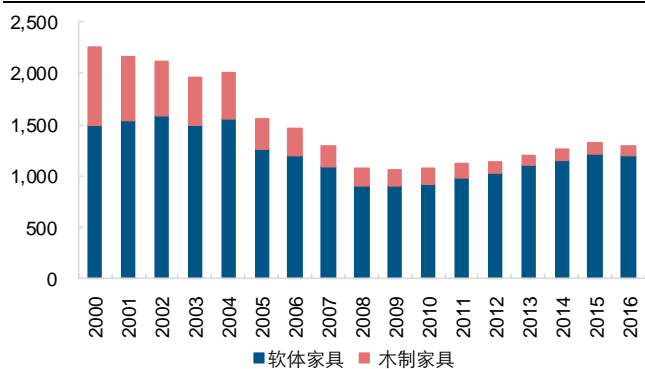


资料来源：中国产业信息网，公司公告，长江证券研究所

“买断”式零售体系下，沙发单品龙头蓬勃发展 积极应对地产周期，La-Z-Boy 蓬勃向上

La-Z-Boy 由躺椅业务起家，是目前美国最大的软体家具制造商。La-Z-Boy 1927 年由密歇根州门罗的两位表兄弟 Edward Knabusch 和 Edwin Shoemaker 共同创立，以生产躺椅起家；二战结束后，公司躺椅发展迅速；1983 年推出第一款功能沙发，此后业务重心转向功能软体家具（倚躺沙发、沙发床、组合沙发等）。公司目前拥有软体家具（La-Z-Boy、England 品牌）、木制家具（American Drew, Hammary, Kincaid 品牌）两类业务，并自建部分零售渠道。2017 年营收 15.20 亿美元，其中软体家具/木制家具/零售占比 68%/6%/26%，占美国软体家具市场份额约 21%，为美国最大的软体家具制造商。

图 8：La-Z-Boy 软体/木制家具业务营收（百万美元）



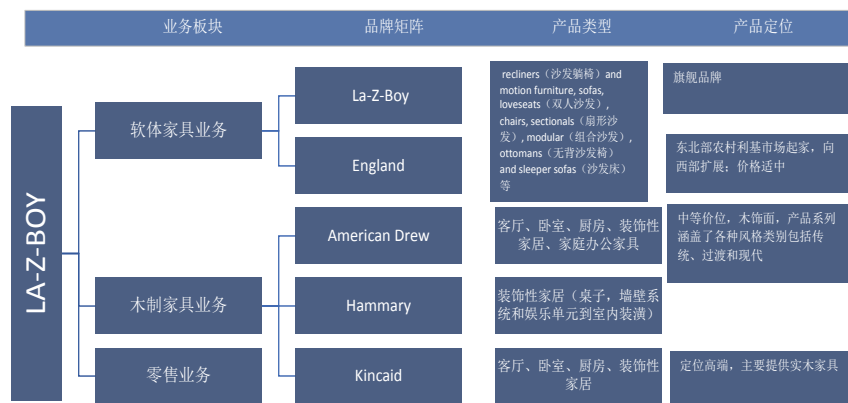
资料来源：La-Z-Boy 年报，长江证券研究所

图 9：La-Z-Boy 功能沙发



资料来源：La-Z-Boy 官网，长江证券研究所

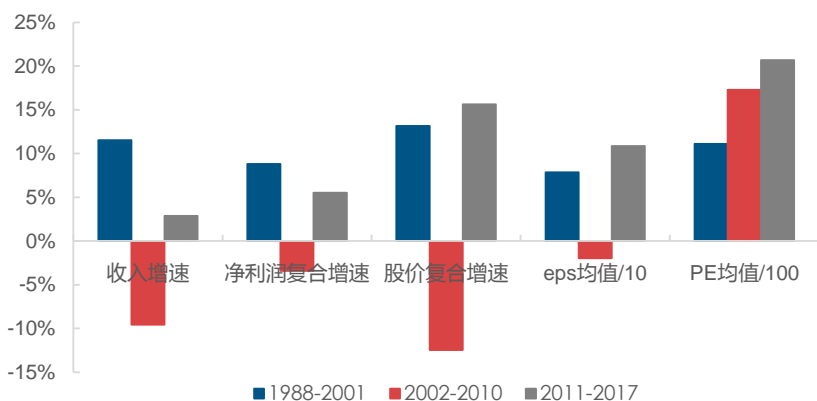
图 10: La-Z-Boy 产品矩阵



资料来源：La-Z-Boy 公告、官网，长江证券研究所

纵观 La-Z-Boy 发展史，按照其收入增速变化，大致可以划分为三个时间周期：2001 年前是收入稳步上行的稳步成长期，2002-2010 年是在地产压制下的积极调整期；2011-2017 为业绩修复期。

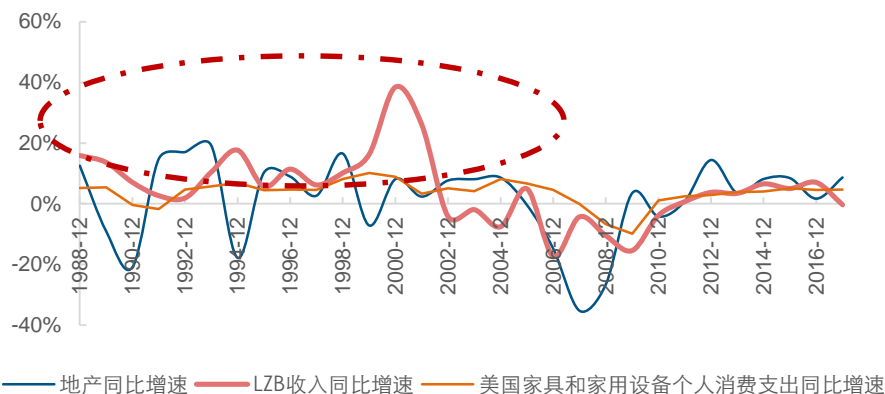
图 11: La-Z-Boy 历史划分



资料来源：La-Z-Boy 公告，Bloomberg，长江证券研究所

➢ **2001 年前是公司的稳步成长期：**公司收入可以维持在 10% 以上的复合增速，年营收逐渐从 1987 年的 4 亿美元成长为 22 亿美元；虽然期间地产存明显周期性波动，但公司依然维持稳健高速增长，主因在此期间：1) **持续研发投入**，公司持续进行产品迭代，产品设计和产能建设持续推进，先后推出如 Reclina-Rocker 等爆款产品，且产能持续跟进，除了在国内建设产能外，亦开启全球化布局；2) **精准营销，面向女性客群**，针对女性群体消费能提升（女性就业群体从 60s 的 30% 升至 80s 近 60%），公司针对女性客户进行产品重新设计并推出针对女性的宣传广告；3) **外延并购以丰富产品矩阵**：1985 年公司收购 Burriss Industries (高端运动椅)，1986 年相继收购 RoseJohnson Incorporated、Hammary Furniture (室内装潢制造商)，1988 年 1 月收购 Kincaid Furniture Company (实木类家具)，1999 年购买了 LADD 家具。受业绩推动，公司股价每年保持 13% 的复合增速。

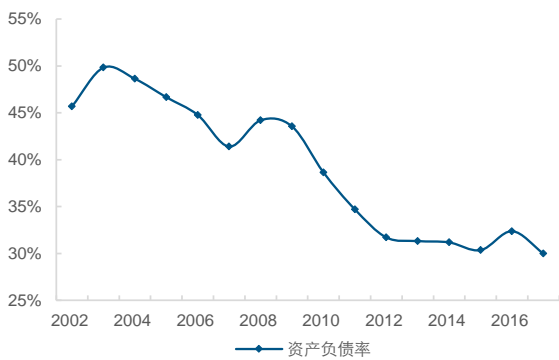
图 12: La-Z-Boy 具备强产品迭代能力



资料来源: 美国经济分析局, La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

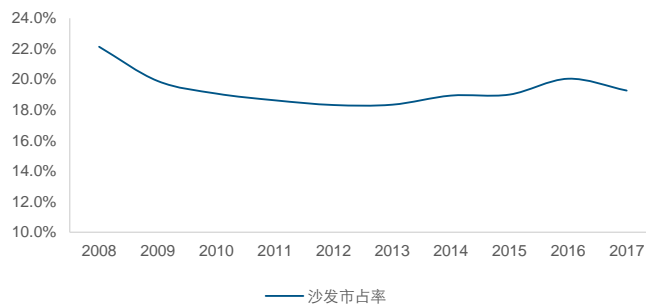
➤ **2002 年-2010 年是公司调整期。**伴随美国经济下行, 公司经营承压, 收入/利润复合变动为-9.55%/-3.42%, 受业绩拖累, 公司股价期间复合变动为-12.46%。为应对在此期间: 1) 公司积极进行瘦身, 逐步降低杠杆率。公司相继关闭了 Lea Industries 和 Pilliod 工厂, 并进行品牌精简, 如取消了 LADD 产品; 2) 继续保持营销推广力度, 即使在 2010 年 (2000 年以来收入低点), 依然保持 4400 万元营销投入, 为后期行业回暖蓄力;

图 13: La-Z-Boy 杠杆率持续下降



资料来源: La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

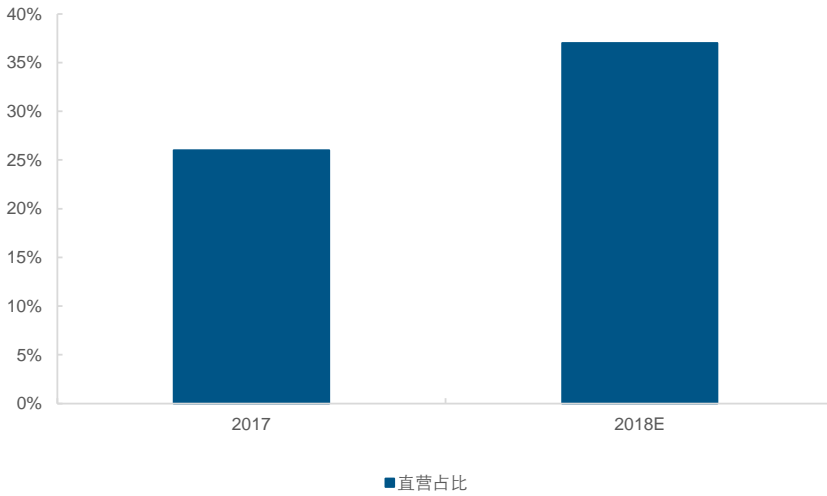
图 14: La-Z-Boy 市占率虽有下滑, 依然维持稳定



资料来源: 公司公告, 欧睿咨询, 长江证券研究所

➤ **2011 年至今随着美国经济进入新一轮上行周期。**在本轮上行周期中, 公司最大变化是提升旗下 FG 门店 (家具展示店) 的自营比例, 在 4-5-5 增长策略引导下, 即: 2014-2018 年期间, FG 门店实现单店销售 400 万美元、门店扩展至 400 家; 同时, 公司计划将 FG 自营比例提升至 50% (2017 年 FG 门店/FG 自营/单店销售额分别为 350 家/146 家/325 万美元), 若计划顺利达成, 自营占比将从 26% 升至 33% (假设自营新增 50 家, 单店收入 400 万美元)。在零售商主导的渠道背景下, 公司通过自建 FG 渠道, 在加速品牌推广、持续贡献利润的同时, 亦可以提升厂商的终端渠道管控。

图 15: La-Z-Boy 直营占比或逐步提升



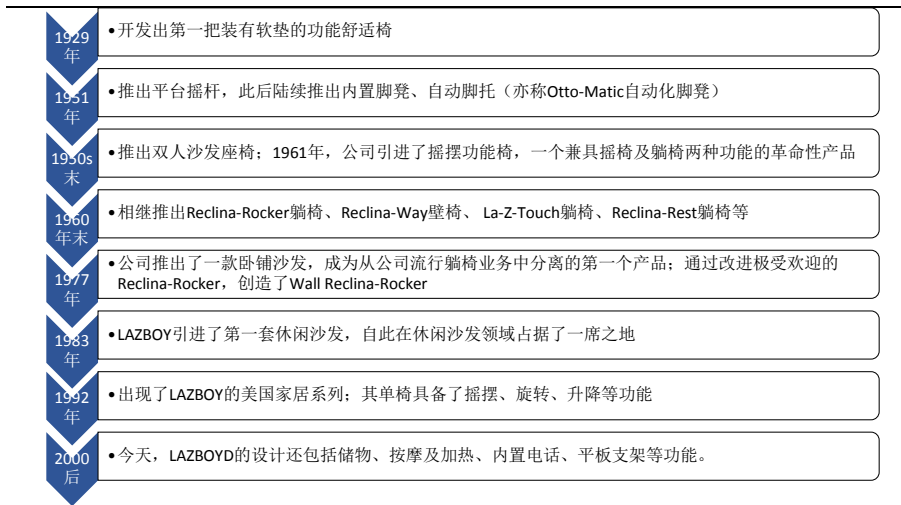
资料来源: La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

强产品和强品牌优势, 助力功能沙发巨头的诞生

产品迭代+全球性供应链网络, 构筑产品内核

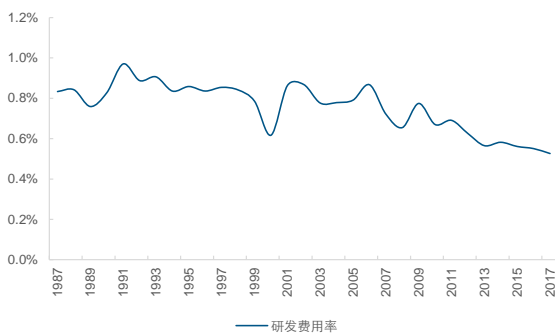
持续研发投入, 构筑产品壁垒。公司作为功能沙发开创者, 拥有功能沙发主体核心专利, 如果说公司早起发展时, 产品优势来自专利壁垒, 竞品难以短期模仿, 给予公司成长的温床; 公司后期发展更多靠稳定的研发投入带动持续产品迭代, 自 1987 年以来, 公司每年研发费用率相对比较稳定, 约 0.5%-1%的水平, 研发投向例如模型车间、测试实验室和三维印刷实验室等(选自 2017 年), 自 1987 年至今, 累计研发投入近 3 亿美元。自公司推出功能沙发后, 又持续推出沙发类功能性新品, 直击用户痛点: 如 1947 年开始生产躺椅、60 年代公司相继推出 Reclina-Rocker 躺椅等爆款产品、其后又陆续推出适合女性及亚洲人体型的躺椅; 从面料端, 公司亦开发出如 iClean 系列, 增强面料的抗污和舒适性。快速的产品迭代可以有效提升用户口碑。考虑技术研发具有传承性, 看好公司持续提供高品质产品。

图 16: La-Z-Boy 具备强产品迭代能力



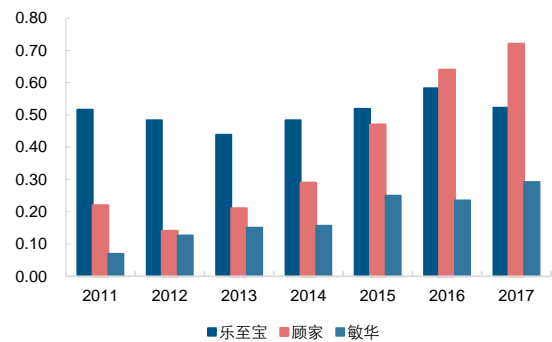
资料来源: La-Z-Boy 公告、官网, 长江证券研究所

图 17: La-Z-Boy 每年坚持一定比例研发投入



资料来源: La-Z-Boy 年报 备注: 1993-1999 年研发费用缺失, 长江证券研究所

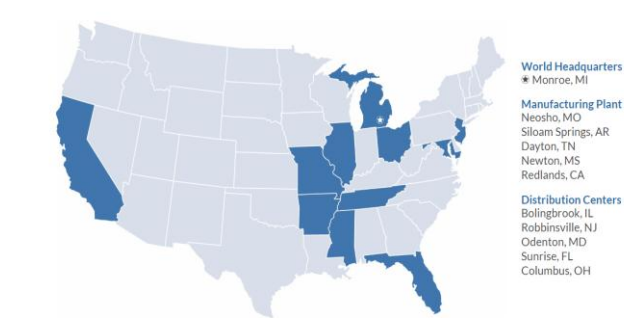
图 18: 公司研发费用常年处于高位 (单位: 亿元)



资料来源: La-Z-Boy 公告 备注: 使用当期汇率计算, 长江证券研究所

全球供应链体系保证公司产品多样性与高周转。公司采用全球化的供应链, 除了在美国拥有五大生产基地, 在亚洲和墨西哥亦有布局, 根据公司 2017 年年报, 亚洲区域主要负责原材料和零部件采购; 墨西哥区域主要负责裁剪和缝纫; 美国以加工和组装为主。这么做的目的是充分利用当地人力资源或原材料禀赋, 而美国统一组装、生产则更有利于实现产品质量管控。通过公司全球化的供应交付体系, 可以实现 175 种风格和 1000 种皮艺及布艺面料的任意组合, 同时, 可实现 4 周内交货, 在提升用户体验同时, 亦提升自身周转率。

图 19: 公司目前在美国有五大生产基地



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 20: 公司拥有全球供应链体系



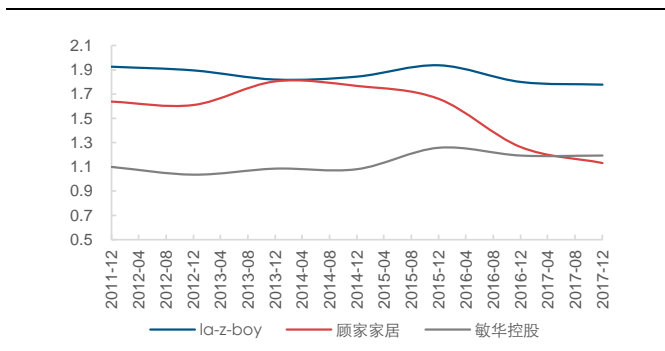
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 3: 美国沙发市场渠道占比

供应环节	供应国
原材料	中国: 大部分皮革和布匹, 电子元件等; 美国: 钢, 弹簧, 泡沫和硬木框架; 墨西哥: 皮革和布匹
缝纫	墨西哥
生产组装	美国

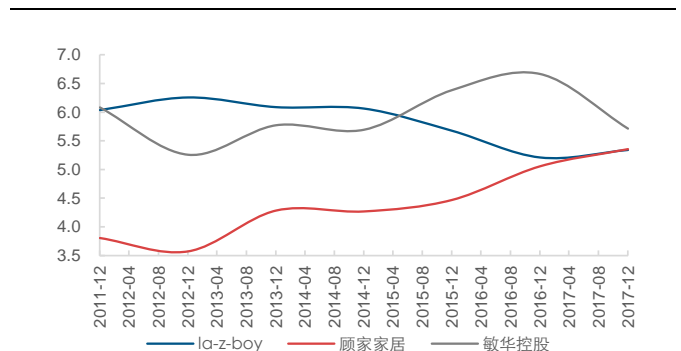
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 21: 各家公司资产周转率



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 22: 各家公司存货周转率



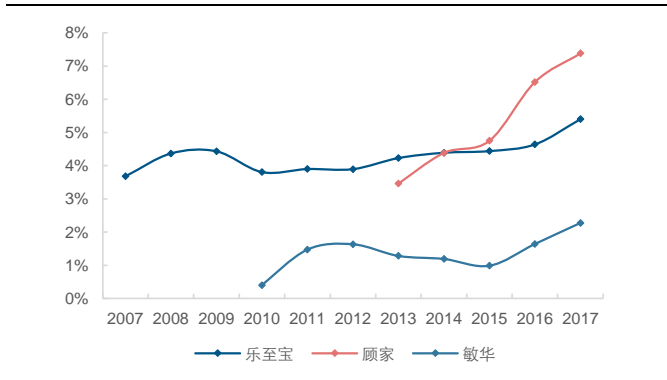
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

持续营销, 塑造“舒适”的品牌形象

顺应时代趋势, 公司积极推动营销活动。打造舒适生活的品牌形象, 有效提升产品辨识度: 自 20 世纪 60 年代初, La-Z-Boy 相继签约了 Jim Backus (以其作为卡通人物 Magoo 先生的声音而闻名) 等名人, 其中仅 Backus 就为 La-Z-Boy 录制了超过 15000 个电视和广播广告。其中, 公司成功植入老友记, 以传达舒适的产品理念, 加速产品推广。

客户群体方面: 这一时期公司开始积极寻求吸引女性 (因在职女性占比大幅提升), 其家具在 20 世纪 80 年代中期进行了重新设计, 并在 20 世纪 90 年代初开始针对女性宣传广告。1991 年, La-Z-Boy 推出了历史上规模最大的广告活动, 没有使用一个电视广告, 而是集中在杂志上, 以迎合高档女性。同时, 随着东欧市场的开放, La-Z-Boy 开始迈向全球化, 努力在欧洲销售其躺椅, 并在 1993 年开发出针对较小的亚洲体型设计的躺椅。

图 23: 公司广告费用率常年处于高位



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 24: 公司广告植入《老友记》, 推广“舒适”理念



资料来源: 新浪家居, 长江证券研究所

渠道趋于多元化, 逐步降低零售商束缚

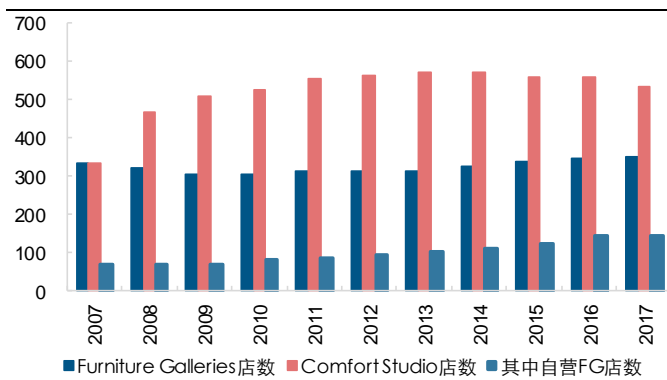
面向批发, 自营占比提升。La-Z-Boy 销售渠道分为自营 FG 店、经销商 FG 店、家居零售 Comfort Studio 店及其他渠道, 其中 2017 年自营 FG 店营收占比 26%, 较 2007 年提升 14pct。自营店效方面, 2017 年较 2007 年提升 60.43%。在零售商主导的渠道背景下, 公司通过自建 FG 渠道, 在加速品牌推广、持续贡献利润的同时, 亦可以提升厂商的终端渠道管控。

表 4: La-Z-Boy 销售渠道

分类	渠道形态	注释
零售	自营FG专卖店	FG (furniture gallery) 为La-Z-Boy独立卖场, 展示和销售定制家具为主
	经销商FG专卖店	
	家居零售Comfort Studio专卖店	
批发	其他大型家具零售商	Art Van Furniture, ebraska Furniture Mart and Slumberland Furniture
	其他独立零售商渠道	

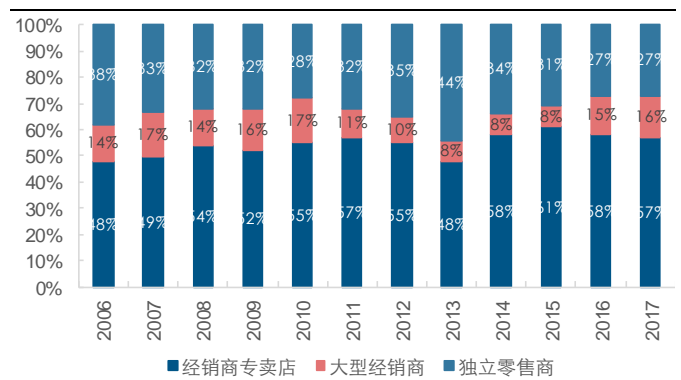
资料来源: La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

图 25: La-Z-Boy 分渠道门店数量 (家)



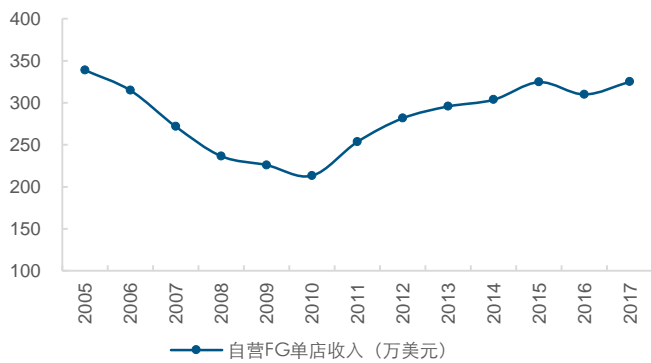
资料来源: La-Z-Boy 公告年报, 长江证券研究所

图 26: La-Z-Boy 批发业务各渠道占比



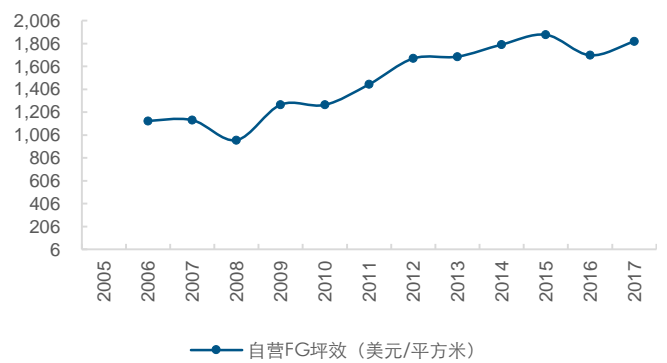
资料来源: La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

图 27: La-Z-Boy 自营 FG 单店收入



资料来源: La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

图 28: La-Z-Boy 自营 FG 店坪效

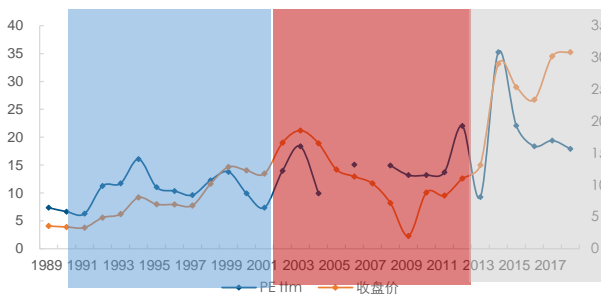


资料来源: La-Z-Boy 公告, 长江证券研究所

La-Z-Boy 估值分析

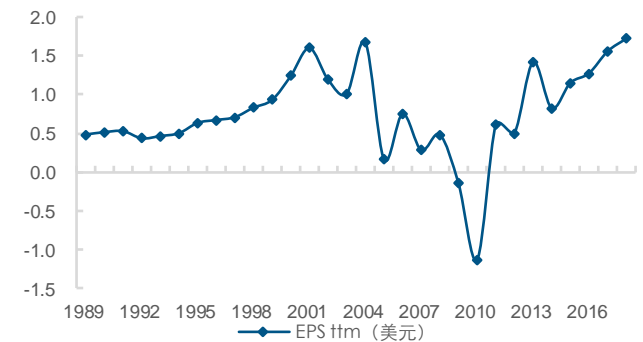
就发展阶段看, 2001 年前是美国沙发龙头的快速发展期, 且考虑人均可支配收入和人均 GDP 情况, 和目前中国相近; 但相比中国沙发龙头 (如顾家), La-Z-Boy 缺乏对渠道的绝对掌控力, 无论毛利率或净利率水平均有所欠缺, 故即使在发展同阶段, 中国沙发龙头的 PE 或高于美股沙发龙头。

图 29: La-Z-Boy 估值分析



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 30: La-Z-Boy EPS



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

- 2001 年前是公司的快速成长期, 公司 PE 均值为 10X, 相对比较稳定, 在该时间区间, 虽然地产存明显周期性波动, 但公司业绩依然维持稳健高速增长, 其背后来自公司持续的产品迭代和营销能力; 公司股价增长主要依赖 EPS 拉动;
- 2002-2011 年, 行业进入下行周期, 因期间部分年度业绩 miss, 导致 PE 出现大幅波动, 但考虑公司积极进行调整, 如产品和品牌瘦身, 坚持营销推广, 公司 PE 均值上升至 14X (剔除业绩异常点), 股价下行主要由业绩拖累;
- 2012 年后, 伴随地产周期上行, 公司 PE 逐步提升, 均值升至 21X, 2014 年后, 公司 PE 之所以出现下降, 主因业绩兑现, 逐步消化至 18X。

总结来看: La-Z-Boy 的 PE-BAND 相对没有那么宽幅, 一个可能的原因是功能沙发市场相对细分同时对标标的少, 股价和市值主要是由 EPS 驱动。体量逐步壮大的过程

中，市值和估值会更稳定及享受相对溢价。更值得注意的是，在行业调整、格局洗牌期，公司的积极举措带来的提集中度趋势（第二阶段），资本市场或倾向于向上给估值。

借鉴美国经验，看好国内沙发龙头持续成长性

软体行业的核心竞争力是什么？

借鉴美国沙发龙头发展经验：

- **产品力和品牌力是行业的核心竞争力。**美国市场，沙发品类的渠道大多采用买断形式（类似国美电器），因而企业间的渠道力差别不大，对于产品和品牌更为看重。关于产品力，体现为供应链管控（尤其是成本控制）以及材料研发；品牌力则是更多依靠长期、持续的广告投放和市场教育来形成。
- **功能性标品集中度提升相对更为容易。**从美国市场可见，功能沙发（偏标品）龙头 Lazboy 的市占率更高，而休闲沙发较难出现大企业，沙发及配套品表现出更强的个性化需求，使得休闲沙发较难出现大企业（Ashley 市占率 10%），SKU 管理能力决定企业规模的天花板。

回看中国市场：

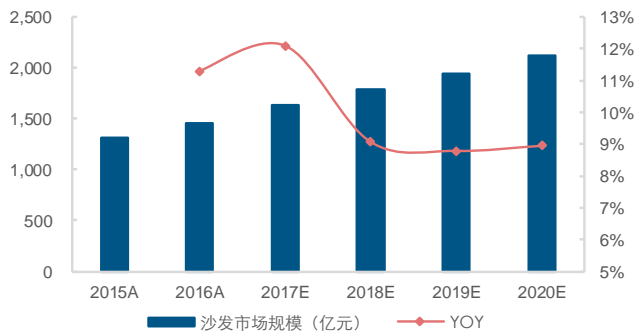
- **敏华&顾家为国内沙发市场两大龙头，成长的驱动力存在差异：**其中，1) 功能沙发龙头敏华控股已成长为国内规模领先的沙发企业，**成本管理能力是其成长的核心驱动力**；2) 作为国内休闲沙发龙头，**顾家家居快速成长的关键在于多品类管理能力**。考虑国内传统的休闲和布艺沙发仍是绝对主流市场（累计占比达 90%），SKU 管理决定企业发展上限。
- **不同于美国市场的中国特色，经销商体系同样重要。**国内家居销售绝大多数依赖经销商体系，而且采用的是独家代理形式，因而经销商之间的实力差异很大程度会影响产品销售，这是与美国市场不同的地方。对于经销商实力的衡量，无非还是经销商数量、单店销售额、坪效、经销商利润率等指标。从终端渠道来看，顾家和敏华处于软体行业的前列。

良好的竞争格局，国内沙发龙头或将强者恒强

区域品牌林立，行业集中度低。由于软体家具的个性化突出且进入门槛低，行业内存在众多中小企业，这些企业受制于生产非工业化的制约，大多只是区域品牌，甚至是无品牌产品。相比之下，龙头企业借助上市之后的融资能力，可加大对生产自动化、渠道扩张、品牌营销等方面的投入，其优势将逐步放大。

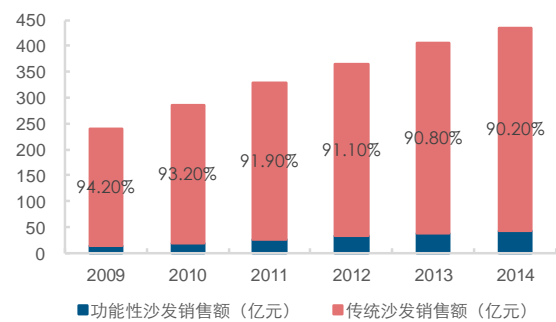
皮艺/功能沙发龙头优势显著，布艺沙发成下一个主战场。2018 年，我国沙发市场规模预计约为 1700 亿元，按品类主要分为皮艺沙发、布艺沙发和功能沙发，其中皮艺/功能沙发分别形成以顾家/敏华为首的龙头企业，占沙发全品类份额的 3%/7%，在生产工艺、渠道布局等方面构筑了较高的护城河。布艺沙发则由于单价低、工序较少等因素，进入门槛低，行业仍处于红海市场。不过，从行业空间来看，布艺沙发的市场体量约为皮艺沙发的 1 倍以上，其商业价值毋庸置疑。

图 31: 我国沙发市场规模



资料来源: CSIL, 长江证券研究所

图 32: 我国传统沙发占比超过 90%



资料来源: 中国产业信息网, 长江证券研究所

表 5: 行业竞争格局

公司名称	主打产品	门店数量	收入规模
顾家家居	皮沙发	超3500家	66.65亿元 (2017年)
敏华控股	功能沙发	2399家	81.12亿元 (2017年)
左右家私	以传统沙发为主	2900家	超过20亿元
斯可馨	布艺沙发	约2000家	
华达利	以传统沙发为主	约160家	

资料来源: Wind, 各公司官网, 长江证券研究所

立足于休闲和功能沙发两条赛道，顾家与敏华各有护城河。休闲沙发主要是指皮艺/布艺沙发，其特点在于个性化需求强，因而要求企业具备良好的设计、品类和供应链管理能力和高 SKU 的产品结构下如何管控成本是核心竞争力；反观功能沙发，外观同质化较为明显，因而通过垂直供应链管理打造的“性价比”优势才是核心竞争力，这一点与定制家具较为类似。顾家和敏华分别作为休闲沙发和功能沙发的龙头，已在各自领域构筑较高的护城河，短期内其格局难以打破。

家居卖场渠道下沉助力沙发行业洗牌。以红星美凯龙和居然之家为首的家居卖场，未来几年制定了高速扩张计划，在一二线城市渠道相对饱和的情况下，向三四线下沉是大方向。我们认为，这种渠道下沉将加速中型企业的掉队，其原因在于，三四线地区消费者普遍对价格敏感度较高，消费两极分化，一部分追求低价，一部分追求知名品牌。全国品牌与地方作坊相比，成本和价格都不占优，在低端市场的竞争力不强；在中高端市场中，以顾家、敏华为首的全国品牌占据绝对优势，导致一批中型企业会出现难招商，开店少等问题，逐渐与龙头企业拉开差距。

构筑前后端核心竞争力，顾家稳健成长可期

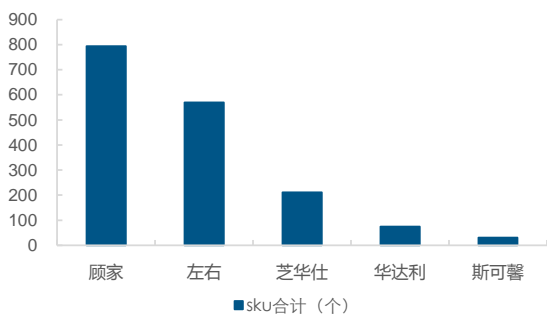
后端供应链：需求驱动，高 SKU 高周转打造核心产品力

家居行业是组织运营能力的密集型产业，SKU、品类都很复杂，对供应链的能力要求很高。而相比柜类、床垫等家居用品，沙发的装饰属性更强，随着企业营收规模的扩大、消费者需求的变化和升级，家具公司需要面对越来越多的长尾订单和越来越快的产品更

新，如何打通“设计-生产-销售”供应链，实现高 SKU 高周转是沙发企业的核心竞争力之一。

顾断创新的多样化产品能够顺利销售，是公司能实现高 SKU 高周转，一直领跑行业的关键所在。1) 设计端：公司拥有专门的设计团队，为沙发的配色、款式等全方位要素制定大方向，这些设计师会紧密跟踪时尚前沿，是顾家沙发设计领先的核心；2) 供应端：采用流水线生产，模块化的生产方式大幅降低高 SKU 带来的生产壁垒，并且由于皮艺缝制、沙发组装等环节的自动化程度较低，熟练工储备亦是壁垒之一；3) 渠道端：公司高产出的样品会在部分渠道进行试销，进而决定是否全面推广，公司长期采用这套反馈机制，打造了强大的供销体系。

图 33：公司沙发 SKU 远高于业内同行



资料来源：天猫官方旗舰店，长江证券研究所

图 34：顾家 1896 系列可选择 16 款不同类型搭配

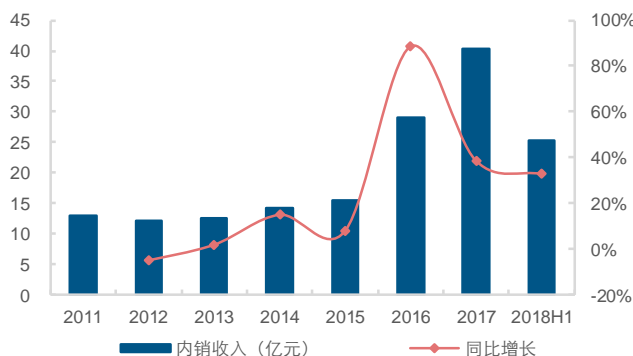


资料来源：顾家官网，长江证券研究所

前端渠道：庞大高效，拥抱新零售变革维持渠道力

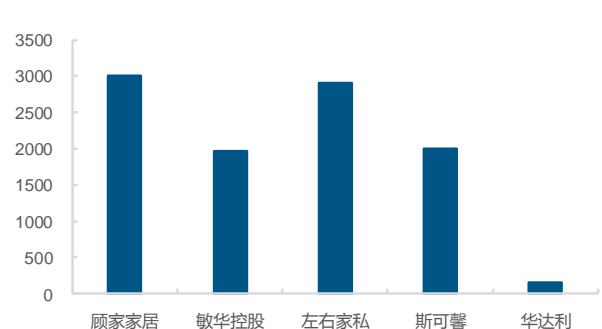
公司经销体系规模业内领先。截至 2018H1，顾家在国内拥有超过 4000 家专卖店，其中近 95% 为经销商店，庞大的营销渠道是为公司业务拓展，产品周转等方面提供了巨大优势。

图 35：国内市场快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：顾家门店数领先同行

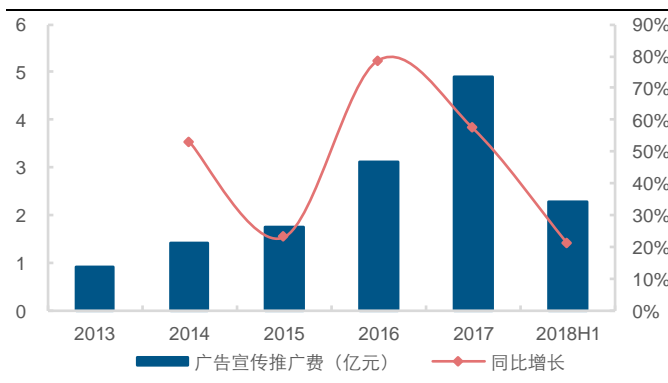


资料来源：各公司公告、公司官网，长江证券研究所注：取自各公司 2016 年渠道数据，

公司经销商盈利能力优于行业水平。根据草根调研了解，公司经销商毛利率约为 45%-50%，减去销售费用（15%-20%）、广告促销（7%-8%）及店租后（不同城市差异较大），地级市净利率达 12%-15%；县级市因为运营成本低，净利率可以达到 20%。公司的渠道优势得以维持，主要是以下几点原因：

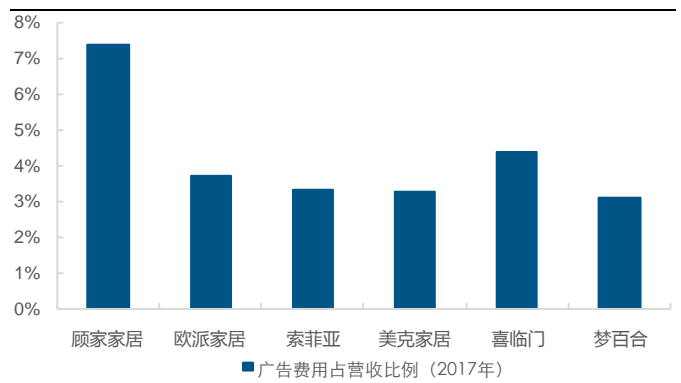
- **重视用户体验：**1) 基于公司庞大的沙发产品体系，专卖店可根据当地特色进行店面布置，公司市场部亦会有专人进行定期指导；2) 通过优化生产流程缩短交货周期，目前从客户下单到收货仅需 45 天左右，属行业前列；3) 人性化的售后服务，如每年一次的沙发免费清洗活动，逐步沉淀用户口碑；
- **立体式的品牌推广：**公司的品牌投入可分为公司级别的全国投放以及经销商级别的区域投放。公司层面，每年在纯品牌投入近 1 亿元，以线上、线下的品牌推广和品牌文化宣传为主，例如去年 4 月推出“超级品牌日”，8 月推出“全民顾家日”等，活动产生的流量最终导入线下门店。经销商层面，区域卖场、道路等广告投放以经销商为主，这类精准投放更结合地域文化。
- **完善的培训体系：**通过数十年经营，已经积累了从装修-摆场-营销-导购端的完善培训体系，加速经销门店成熟和盈利。

图 37：公司品牌宣传费用持续提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：在同行业比较，公司品牌推广力度更大

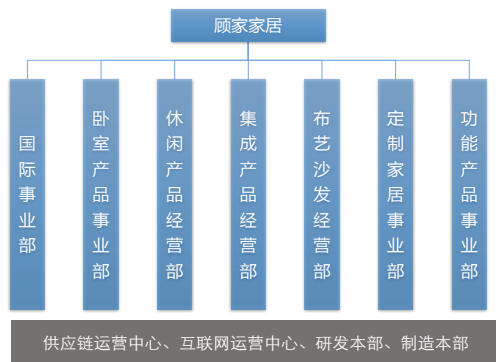


资料来源：Wind 注：统计的是销售费用中广告宣传费和展销费，长江证券研究所

核心管理：适度分权长效激励，造就高效稳定的管理架构

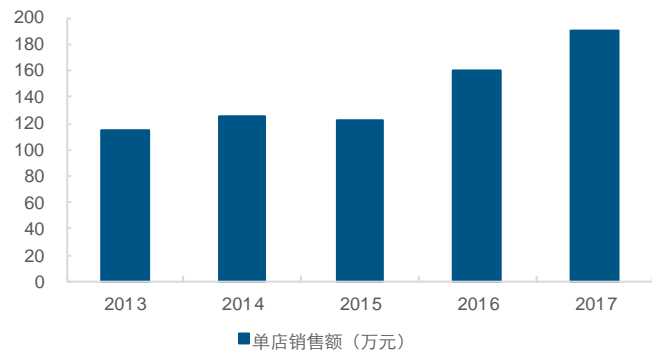
半事业部制度实现了分权经营和统一管理的协调。自 2012 年起，公司以李东来总裁为主导，设立了极具特色的“半事业部制度”。1) 从职能划分上，一方面将销售职能事业部化，按照沙发、软体等品类划分为 5 个独立的前端事业部，权力充分下放；另一方面将采购、生产等职能平台化，构建制造、供应链、研发等公用平台，为各事业部统一解决后端环节。在此体系之下，事业部偏向于策略和产品中心，更加专注于市场，形成前端与后端的精细化分工。2) 从激励层面上，建立了绩效文化，高管收入大部分与年底业绩挂钩，并且事业部管理层可持有部门股份，部门若盈利达标，可享受分红；同时，根据收入、利润和经销商满意度等维度对各营销事业部进行严格的 KPI 考核，通过激励政策激发了事业部团队的活力。

图 39: 公司面向多品类战略, 推行半事业部制度



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

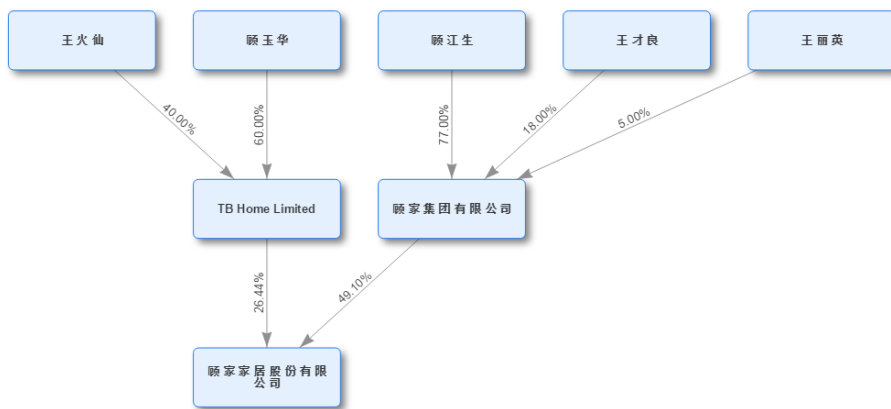
图 40: 顾家家居单店销售额变化



资料来源: 顾家公告, 长江证券研究所

长效激励, 造就稳定的组织架构。1) **股权结构方面**, 公司实际控制人顾玉华、王火仙、顾江生三人通过顾家集团、TB Home Limited 共计持有顾家家居 75.54% 的股份, 控制权稳定; 2) **管理层结构方面**, 上市之前, 董事长顾江生便大胆采用职业经理人制度, 引进原美的的副总裁李东来为公司总裁, 实现了所有权与经营权的分离。与此同时, 采用长效管理机制, 2017 年针对董事、中高管及核心技术人员, 首次发布股权激励方案, 并于 11 月授予 1564.10 万股, 占公司总股本的 3.65%。长效的股权激励措施有效绑定了管理层和公司整体的利益, 管理层在上市前完成职业经理人制度构建后基本保持稳定, 任职期限多超过 5 年。

图 41: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所

表 6: 公司首次股权激励概况

激励对象	授予股票数	占当时总股本比例	中层管理人员、核心技术人员人均授予股票数	业绩考核目标
公司董事、中高层管理人员及核心技术人员 (共96人)	1564.10 万股	3.65%	9.84 万股	以2016年为基期, 2018-2020年 (A) 营收分别增长44%/73%/107%; (B) 净利润分别增长32%/52%/75%。

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 注: 数据来源于限制性股票激励计划首次授予登记完成公告

综上, 公司在产品/渠道/管理优势显著: 生产端, 公司以设计驱动供销网络, 依靠强大供应链体系, 以实现高 sku、高周转, 满足客户对沙发的个性化需求; 渠道端, 目前门

店数已达 4000 家，为行业之首；管理端，半事业部制下，精细化分工和激励并重，保障前端狼性和后端高效。短期来看，地产周期主要是对家居板块估值有压制，从中长期来看，家居龙头可享受渗透率与集中度同步提升红利，或可获得确定性高增。同时，顾家通过和居然、阿里跨界合作，构建入口-平台-产品的超级生态圈，共赢效应下有望实现非线性发展，加速行业破局。预计公司 18/19 年 EPS 为 2.45/3.06 元，对应 PE18/15X，继续重点推荐。

风险提示

- 1、地产销售大幅下行；
- 2、公司渠道拓展不及预期。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。