

2020年08月02日

证券研究报告·公司研究报告

顾家家居 (603816) 轻工制造

买入 (维持)

当前价: 57.20 元

目标价: 68.80 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 软体龙头无畏风浪，大家居布局阔步向前

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为软体家具龙头，2019年营收首次突破百亿，增速稳健。本文将立足公司业务，从行业变革趋势和公司竞争壁垒探讨公司未来增长点。短期来看，5月竣工数据如期改善，竣工面积同比增长9.7%，看好公司竣工回暖和内销发力带来业绩边际改善；长期来看，我们认为公司将优先受益于软体行业集中，未来大家居放量、渠道扩容与外销业绩修复将继续贡献收入增长，进一步夯实龙头地位。
- **软体龙头营收首破百亿，业绩稳健成长。** 公司收入5年复合增速为27.9%，归母净利润5年复合增速为22.3%，整体维持平稳较快增长。2019年公司营业收入110.9亿元，同比增长20.9%，收入首次站上百亿。外销受关税影响，收入增速回落，但公司在内销上锐意改革，调整产品矩阵和渠道结构，实现逆势增长殊为不易。随着公司产品线和渠道布局逐渐完善，预计公司零售能力将支撑收入稳定上行，且随着制造成本和销售费用得到控制，利润率有望保持稳定。
- **行业加速洗牌，龙头率先受益。** 中国软体家具竞争格局较为分散，沙发和床垫行业CR3分别约为17.2%和16.2%。参考美国软体行业发展，我们认为行业集中度仍将提升，原因有：1) 软体家具标准化程度较高，龙头可优化SKU数量规模化生产；2) 头部企业成本控制能力较强，可通过集中采购和全球供应链降低原材料成本，扩大规模优势；3) 物流费率降低叠加电商渗透率提升，全国性软体品牌销售半径扩大。2013-2019年物流费用率约下降0.5pp达到4.7%，2019年电商渗透率约为8.5% (+1.1pp)，竞争格局向好。
- **内生外延加速扩张，大家居格局逐渐形成。** 公司产品、渠道及管理均已向大家居展开布局。产品上，公司优势品类具备定价权，软体、定制、集成产品系列完善，主动扩容价格带可抢占中小品牌份额。渠道上，丰富的产品系列拓宽开店空间，多品类门店加速融合，目前公司线下门店数量超过6000家，在行业中覆盖最广，电商也进入发力期。管理上，成立区域零售中心，提升营销活动决策速度和终端管理效率，目前实现对95%经销商信息化管理。公司产品、渠道和管理结构的竞争壁垒坚固，成为公司加速扩张的重要助力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年公司EPS分别为2.15、2.53和3.04元，对应PE分别为27、23和19倍。考虑到公司在软体家居行业龙头地位稳固，未来内销增长潜力巨大，且外销存在趋势性回暖可能，看好公司中长期发展前景，给予公司2020年32倍PE，目标价68.8元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险；中美贸易摩擦加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；公司业务整合情况不及预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

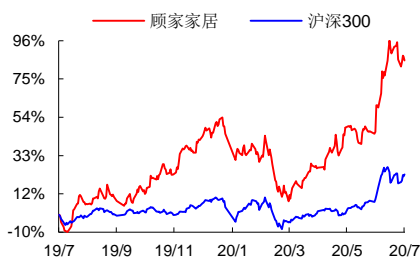
分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.04
流通A股(亿股)	5.93
52周内股价区间(元)	28.59-60.55
总市值(亿元)	345.53
总资产(亿元)	112.54
每股净资产(元)	9.59

### 相关研究

1. 顾家家居 (603816): 渠道稳步扩张, 内生外延突破百亿大关 (2020-04-23)
2. 顾家家居 (603816): 业绩表现稳定, 渠道与产能建设稳步推进 (2019-10-31)
3. 顾家家居 (603816): 经营稳健, 盈利能力环比提升 (2019-08-15)

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11093.59	12279.69	14400.52	17184.87
增长率	20.95%	10.69%	17.27%	19.34%
归属母公司净利润(百万元)	1161.16	1300.72	1525.78	1837.19
增长率	17.37%	12.02%	17.30%	20.41%
每股收益EPS(元)	1.92	2.15	2.53	3.04
净资产收益率ROE	19.37%	19.90%	19.62%	19.71%
PE	30	27	23	19
PB	5.85	5.50	4.58	3.80

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：软体龙头业绩稳步增长，管理卓越渠道发力</b> .....	<b>1</b>
1.1 软体龙头营收首破百亿，内外销并重稳中求进 .....	1
1.2 股权高度集中，积极改革管理卓越 .....	6
<b>2 行业分析：行业集中较快，头部企业上升路径广阔</b> .....	<b>9</b>
2.1 行业规模大、集中度低，竞争格局逐渐优化 .....	9
2.2 物流升级、渠道变革，为行业集中提供土壤 .....	12
2.3 竣工回暖趋势不改，零售能力成就龙头优势 .....	16
<b>3 公司分析：内生外延同步扩张，大家居格局逐渐形成</b> .....	<b>17</b>
3.1 产品力：核心品类优势稳固，大家居产品矩阵完备 .....	17
3.2 渠道力：“1+N+X”渠道模式，构建渠道结构性势能 .....	20
3.3 制造力：全球产能布局完备，制造能力突出 .....	23
3.4 外延收购：品牌“走出去”+“引进来”，发挥协同效应 .....	25
3.5 管理端：职业经理人管理高效，营销结构逐步下沉 .....	27
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>30</b>
4.1 盈利预测 .....	30
4.2 相对估值 .....	31
<b>5 风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图 目 录

图 1: 顾家家居产品矩阵 .....	1
图 2: 顾家家居发展沿革 .....	1
图 3: 2017-2019 年家具制造企业营业收入及增速 .....	3
图 4: 顾家家居 2019 年营业收入突破百亿 .....	3
图 5: 顾家家居 2019 年产品结构 .....	3
图 6: 顾家家居产品结构变化 .....	3
图 7: 2019 年顾家家居分地区收入占比 .....	4
图 8: 顾家家居内外销收入及外销占比 .....	4
图 9: 顾家家居近年毛利率和净利率水平较为稳定 .....	4
图 10: 顾家家居外销毛利率回升 .....	4
图 11: 公司各项费用率 .....	5
图 12: 2019 年公司成本费用率和资产负债率回落 .....	5
图 13: 顾家家居归母净利润及增速变化 .....	5
图 14: 顾家家居毛利率与净利率同比增减情况 .....	5
图 15: 顾家家居与可比公司摊薄 ROE 对比 .....	6
图 16: 顾家家居平均 ROE 拆分 .....	6
图 17: 顾家家居股权高度集中 (截至 2020.07.24) .....	6
图 18: 2008-2017 年我国软体家具消费和生产总量 .....	9
图 19: 中国沙发市场规模 .....	10
图 20: 顾家和敏华沙发品类在中国的销售对比 .....	10
图 21: 2019 年中国沙发品牌市场份额 .....	10
图 22: 2017 年美国沙发品牌市场份额 .....	10
图 23: 2015-2019 年中国床垫市场规模 .....	11
图 24: 2019 年可比公司床垫收入对比 (亿元) .....	11
图 25: 2019 年中国床垫品牌市场份额 .....	11
图 26: 2018 年美国床垫品牌市场份额 .....	11
图 27: 顾家家居沙发、软床、餐椅生产流程 .....	12
图 28: 欧派家居自行生产定制家居主要流程 .....	12
图 29: 顾家和敏华直接材料占生产成本比 .....	13
图 30: 顾家和敏华 TOP5 供应商采购额占比 .....	13
图 31: 聚氨酯材料价格走势 .....	13
图 32: 皮革制品和木制品价格指数 .....	13
图 33: 近年社会物流费用率有下降趋势 .....	14
图 34: 2014-2019 年建材家居行业电商销售额及渗透率 .....	14
图 35: 中美功能沙发渗透率对比 .....	14
图 36: 有意向购买功能沙发人群中不同年收入占比 .....	14
图 37: 功能单椅和功能沙发价格带 .....	15
图 38: 顾家科技布功能沙发设计感与功能性兼备 .....	15
图 39: 2019 年美国市场各功能沙发生产商市场份额 .....	15

图 40: 2019 年国内市场各功能沙发生产商市场份额 .....	15
图 41: 房地产竣工和销售增速收敛 .....	16
图 42: 各品类精装配套率情况 .....	17
图 43: 顾家品牌产品系列 .....	17
图 44: 顾家天猫旗舰店中皮沙发各价格带销售额占比 .....	18
图 45: 淘宝各皮沙发品牌单月平均成交价格及销售额 .....	18
图 46: 顾家天猫旗舰店中皮床各价格带销售额占比 .....	18
图 47: 淘宝各皮床品牌单月平均成交价格及销售额 .....	18
图 48: 顾家天猫旗舰店中布艺沙发各价格带销售额占比 .....	19
图 49: 淘宝各布艺品牌单月销售额及平均成交价 .....	19
图 50: 顾家天猫旗舰店中床垫各价格带销售额占比 .....	19
图 51: 顾家天猫旗舰店床垫销量前三 (截至 2020.06.18) .....	19
图 52: 顾家集成产品与沙发产品收入比值 .....	20
图 53: 顾家杭州 2000 平方米融合店 .....	20
图 54: 杭州顾家生活体验店 .....	21
图 55: 顾家杭州各品类门店数量 .....	21
图 56: 顾家家居门店数量 .....	22
图 57: 公司 2020 年新开店规划 .....	22
图 58: 天猫 2019 双十一销售额排名 .....	23
图 59: 双十一顾家新潮电梯媒体广告投放 .....	23
图 60: 公司外购成本占生产成本比 .....	24
图 61: 顾家国内产能分布 .....	24
图 62: 顾家原材料及存货周转率 .....	25
图 63: 可比公司制造费用占生产成本比 .....	25
图 64: 以品牌计算的国内各功能沙发市占率 .....	26
图 65: 班尔奇工业 4.0 生产流水线 .....	26
图 66: 可比公司资产负债率对比 .....	27
图 67: 可比公司现金满足投资比率对比 .....	27
图 68: 顾家家居员工及高管人均薪酬 .....	28
图 69: 顾家与可比公司人均职工薪酬对比 (万元) .....	28
图 70: 公司事业部结构调整 .....	29

## 表 目 录

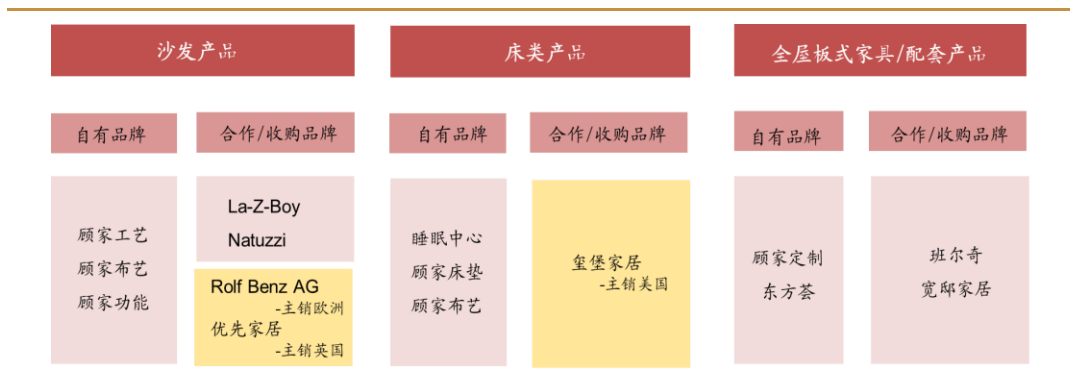
表 1: 顾家家居品牌收购及合作进程 .....	2
表 2: 公司管理层持股情况 .....	7
表 3: 公司新引进职业经理人简历 .....	7
表 4: 公司股权激励计划情况 .....	8
表 5: 公司股份回购最新进展 .....	8
表 6: 股权激励业绩考核标准较高 .....	8
表 7: 顾家家居间接持股居然之家投资详情 .....	21
表 8: 各软体品牌专卖店数量 .....	22
表 9: 顾家家居全球产能扩张项目 .....	24
表 10: 顾家家居收购品牌收入业绩情况 .....	25
表 11: 核心高管持股变化情况 .....	28
表 12: 分业务收入及毛利率 .....	30
表 13: 可比公司估值 .....	31
附表: 财务预测与估值 .....	32

# 1 公司概况：软体龙头业绩稳步增长，管理卓越渠道发力

## 1.1 软体龙头营收首破百亿，内外销并重稳中求进

**软体家具龙头，瞄准大家居扩展全品类。**顾家家居是一家专注客厅及卧室中高档软体家具产品的研发、设计、生产与销售的公司。自1982年创立以来，公司以沙发品类为核心，纵向深耕沙发细分品类，在原有休闲、真皮沙发的基础上加大功能、布艺沙发的营销和研发力度；同时瞄准大家居消费趋势，横向扩展软床、床垫、全屋定制、红木成品家具、智能家居等，逐步丰富品类以满足多元消费需求。公司旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心（皮床）”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”六大产品系列，与自有品牌“东方荟”（新中式风格家具），合作品牌“LA-Z-BOY”美国乐至宝功能沙发，及收购的国内外知名家具品牌组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。

图1：顾家家居产品矩阵



数据来源：公司公告，西南证券整理

复盘公司发展历程，我们认为公司在沙发品类积淀深厚，新建产能稳步扩张，且较早布局大家居和海外业务，发展战略具备前瞻性。总体来看，公司发展大致经历三个阶段：

图2：顾家家居发展沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 第一阶段 (1996-2010): 专精沙发品类, 逐渐确立品类标杆地位

1982年顾家工坊在江苏南通创建, 积累沙发制造工艺, 自此顾家在沙发领域精耕细作, 逐渐在行业中掌握话语权。2003年顾家工艺品牌创立, 杭州下沙基地在2005年正式投产, 保证了公司创立初期的产能供应。2007年, 顾家主导制定中国沙发行业制造标准, 在行业中地位逐渐提升。

### 第二阶段 (2010-2016): 拓品类布局大家居, 完善全国产能布局

2010年起公司品类和产能齐头并进加速扩张。品类方面, 纵向深耕沙发品类, 于2012年推出布艺沙发并联合美国功能沙发品牌 LA-Z-BOY 新拓功能沙发系列, 形成“皮类+功能+布艺”的沙发全品类格局; 横向逐步布局大家居, 于2010年开始试水软床, 2014年开拓红木家具, 床垫逐步实现自产; 2016年先后成立顾家智能和顾家定制, 大家居模式逐渐成型。

### 第三阶段 (2016-未来): 全球布局稳中求进, 多渠道发力创造新增长点

2016年顾家家居在上交所上市以来, 与多家产业链上游企业和国内外品牌展开合作, 收购动作频繁, 多渠道同步拓展。2018年接连联手意大利高端家居品牌 Natuzzi 成立合资公司、收购德国顶级家居品牌 Rolf Benz、收购美式家具品牌“宽邸”、收购出口床垫品牌“Delandis 玺堡”, 并布局越南、墨西哥和马来西亚工厂, 保证对北美及欧洲市场的产能供应。渠道方面, 同步切入上游渠道和线上电商购物节, 流量入口前移。2017年顾家先后与恒大地产、万达签订战略合作协议, 成为恒大和万达影院供应商; 2018-2019连续两年独家冠名“2018天猫双11狂欢夜”, 连续七年蝉联天猫双11软体家具行业第一, 电商流量已形成优势, 形成了全渠道流量布局。

表 1: 顾家家居品牌收购及合作进程

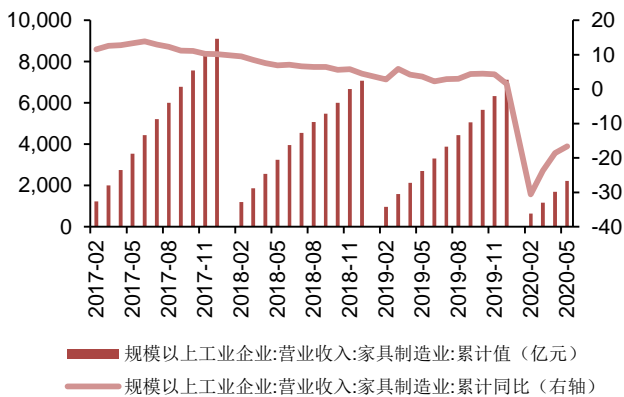
收购/合作标的	公告时间	收购/合作标的主营产品	主要销售地
La-Z-Boy	2012.03.01	沙发、皮沙发、扶手椅、组合式家具、运动家具和沙发床、客厅家具和配件	产品主要在国内市场销售
纳图兹贸易(上海)有限公司	2018.01.10	主要经营 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 两个品牌的家居产品在大中国区内的零售网络	产品主要在国内市场销售
班尔奇家具(上海)有限公司	2018.04.28	全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品的销售	产品主要在国内市场销售
Rolf Benz AG	2018.05.18	以欧洲为主要市场的沙发及其他客餐厅、卧室家具	产品主要销往欧洲
优先家居	2018.07.11	主要经营定制沙发家具, 产品定位于中高端市场	产品主要销往英国
卡文家居	2018.09.01	主要经营“宽邸”品牌家居产品的销售, 收入主要来源于经销和电商销售	产品主要销往美国
泉州玺堡家居科技有限公司	2018.11.14	床垫和乳胶枕头的生产销售	已在马来西亚投资设厂, 产品主要销往美国

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**营收首次突破百亿, 业绩逆势增长。**2019年在房地产进入存量竞争、家具制造业销售整体收入增速放缓的背景下, 公司营业收入仍保持较高速增长, 收入规模首次站上百亿达到110.9亿元, 同比增长20.9%, 行业龙头地位进一步确立。从历史经营业绩来看, 2014-2019年公司收入复合增速达到27.9%, 整体维持平稳较快增长。长期来看, 公司销售收入总体变化与房地产周期较为吻合: 2014-2015年受房地产调控的滞后影响公司营业收入增速略有放缓; 2016-2018年公司营业收入增速再次达到高位, 一方面由于随着房地产市场逐渐企稳回

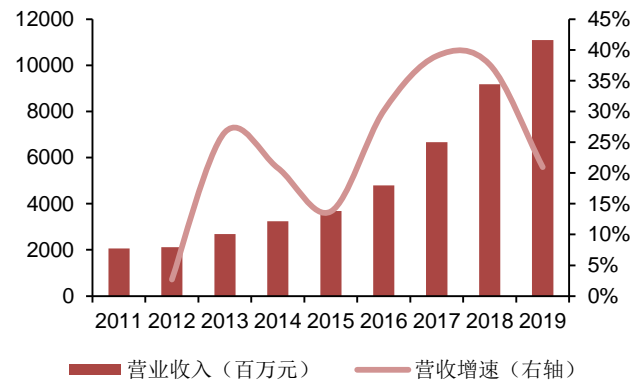
暖，与房地产市场相关的下游产业需求逐渐释放，另一方面公司加大品类拓展，产品力不断上升；近两年受房地产销售回落影响，公司收入增速有所放缓，但公司在此期间锐意改革，逐步完善产品结构布局，发力零售渠道转型，联动上下游产业链，将房地产市场下行的影响降至最低。随着 2020 年来竣工回暖，竣工与销售数据迎来收敛，疫情后需求反弹，公司业绩有望回到较快趋势上。

图 3：2017-2019 年家具制造企业营业收入及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

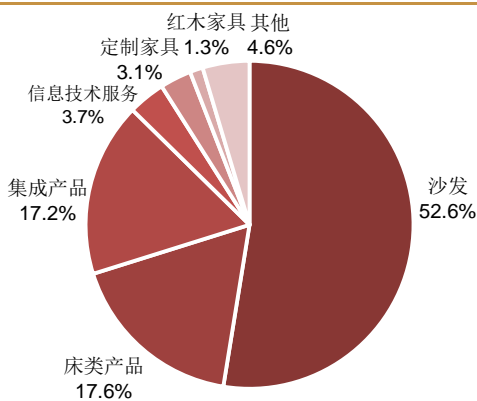
图 4：顾家家居 2019 年营业收入突破百亿



数据来源：公司年报，西南证券整理

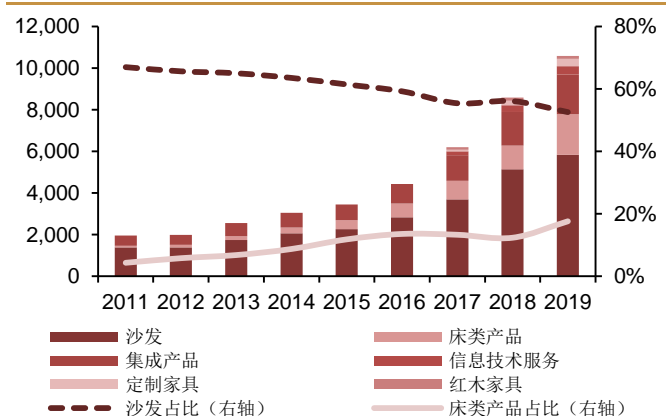
**沙发收入占比最高，床类产品厚积薄发。**沙发产品是公司核心产品之一，收入占比最高，2019 年沙发收入约占公司销售收入的 52.6%。尽管随着公司对产品结构的调整，沙发收入占比有所下降，但仍是营收的主要增长源。2011 年公司首次推出床类产品后，床类产品收入占比不断提升，2019 年并表玺堡家居后床类产品占比提升到 17.6%，成为公司销售收入占比第二的品类。2019 年集成产品（主要包括茶几、餐桌餐椅、电视柜等产品）收入占比与床类产品相近，约为 17.2%，沙发、床类和集成产品合计贡献 2019 年销售收入的 87.4%。红木家具、定制家居和信息技术服务收入占比较低，三者合计占比不足 10%。

图 5：顾家家居 2019 年产品结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 6：顾家家居产品结构变化

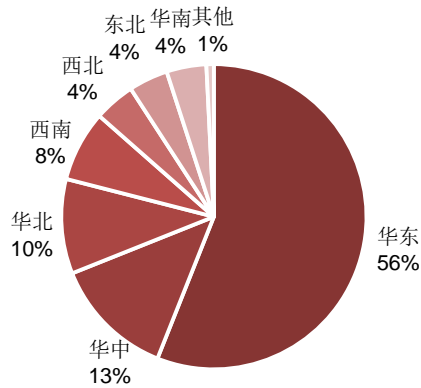


数据来源：公司年报，西南证券整理

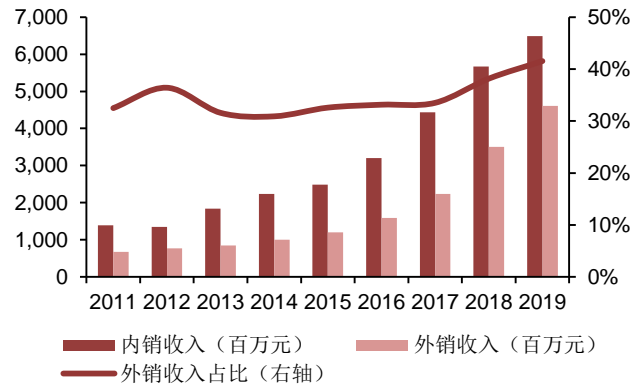
**海内外业务并举，全球布局稳中求进。**公司在国内市场深入下沉渠道的同时积极寻求外延扩张，以走出去和引进来两种形式与多个国际软体家具品牌展开合作，全球布局步伐稳健。内销部分，加快中低端城市渠道布局，促进“软体+定制”融合店发展。分地区来看，公司在华东地区收入约为 34.2 亿元，占比最高，约占内销总收入的 56%，其他区域占比快速提



升。外销部分，公司加速海外业务及产能扩张，巩固外销业务，并全球收购优质品牌，逐步建成越南、墨西哥、马来西亚等海外工厂，供应链全球延伸。目前公司产品远销 120 余个国家和地区，近年境外收入占比上升至 41.5%，成为公司收入重要组成。

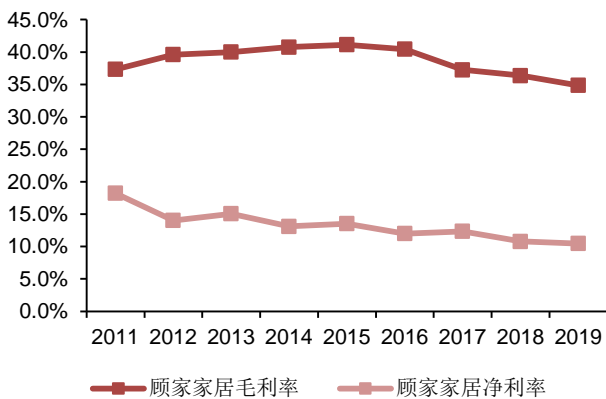
**图 7：2019 年顾家家居分地区收入占比**


数据来源：公司年报，西南证券整理

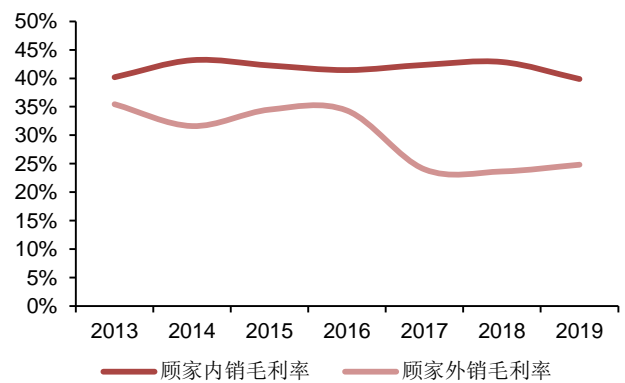
**图 8：顾家家居内外销收入及外销占比**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**毛利率水平维持稳定，外销毛利率回升。**2019 年公司毛利率为 34.9%，2011 年-2019 年公司毛利率基本稳定在 35%-40% 之间，内销毛利率高于外销。其中内销毛利率稳定在 40%-43% 左右，外销毛利率 2013-2016 年在 35% 左右，2017-2019 年下滑到 25%-30%，主要是因为公司扩大海外客户销售规模且毛利率较低的新品类功能沙发销售提升所致。在外销占比提升下，公司整体毛利率有所回落。目前看公司外销大客户战略成功，减少低毛利客户供货，外销毛利率止跌回升。且随着内外销占比趋于稳定，预计公司整体毛利率将保持在当前合理水平。

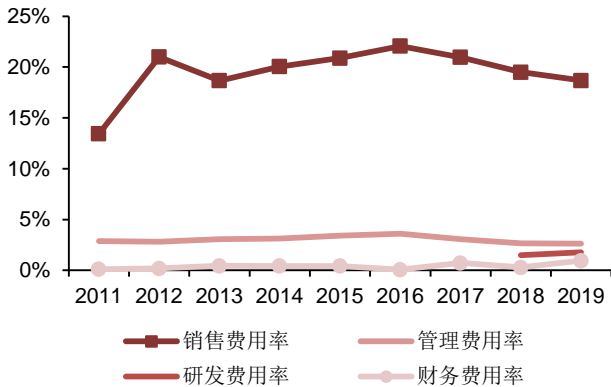
**图 9：顾家家居近年毛利率和净利率水平较为稳定**


数据来源：公司年报，西南证券整理

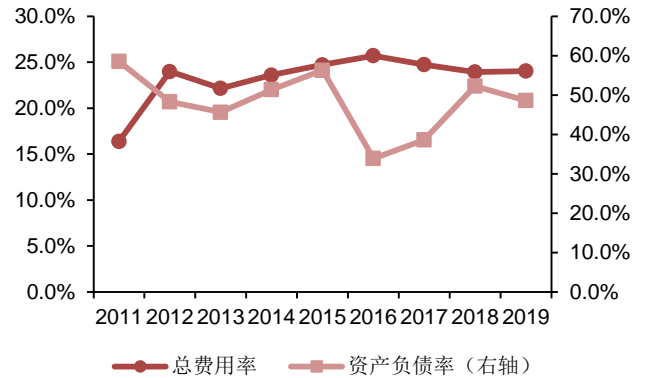
**图 10：顾家家居外销毛利率回升**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**费用率下行，费用控制效果较为显著。**2016-2019 年公司费用率呈小幅下行趋势，回落至 24%。拆分来看，销售费用率对总费用率变化趋势影响最大。近几年销售费用率回落，主要是公司加强供应链管理，缩短生产周期，叠加物流成本下降，仓储费用和物流费用得到有效控制所拉动。除此之外，由于前期公司收购较多，负债率上升，导致财务费用率上行，达到 0.9% (+0.7pp)，但整体资产负债率处于可控状态。未来随着公司对外投资减少，预计负债率将逐渐下行，财务费用率有望回落。公司研发和管理费用率较为稳定。

**图 11: 公司各项费用率**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

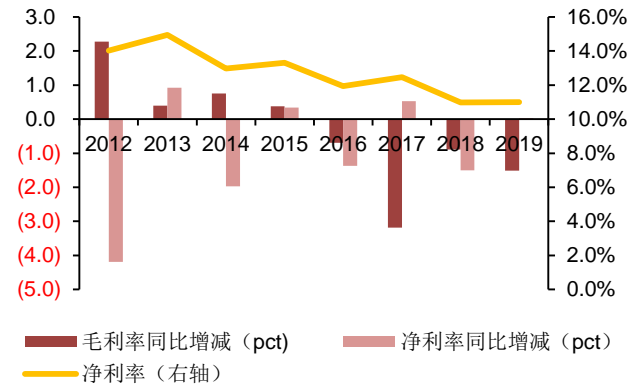
**图 12: 2019 年公司成本费用率和资产负债率回落**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**净利率维持合理水平, 利润增长动力依然强劲。**2014-2019 年公司利润规模从 4.2 亿元增长到 11.6 亿元, 5 年复合增长率为 22.3%, 历史业绩表现亮眼。2011-2019 年公司净利率波动中小幅下行, 主要是毛利率下行带动, 但费用率回落可对冲部分毛利率下行的影响。目前看毛利率已经止跌稳定, 随着原材料价格回落和公司供应链管理能力的持续提升, 预计净利率也将维持在当前合理水平, 利润增长动力仍然较强。

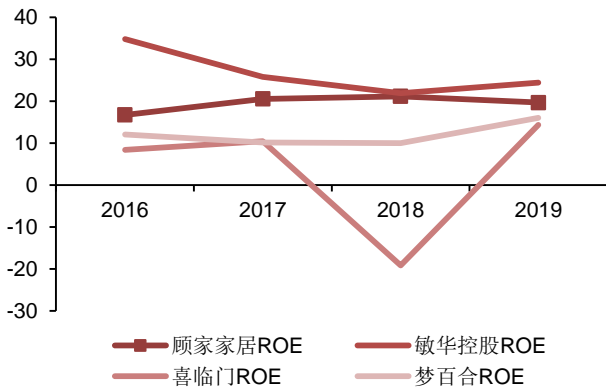
**图 13: 顾家家居归母净利润及增速变化**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

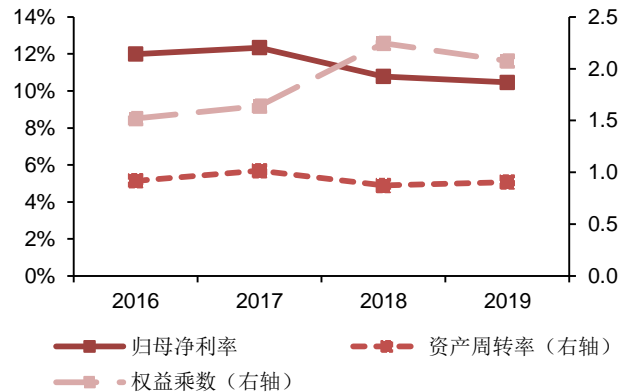
**图 14: 顾家家居毛利率与净利率同比增减情况**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**ROE 保持稳定, 处于行业较高水平。**横向比较, 公司 ROE 处于业内较高水平, 表明公司经营优质, 投资回报率具有很强吸引力。纵向来看, 2016 年底上市后公司 ROE 有小幅提升, 目前稳定在 20% 左右。拆分来看, 公司净利率有所回落, 但权益乘数在较合理范围内提升, 资本结构优化, 资产周转率较高。目前公司盈利能力依然较强, 未来伴随公司在建产能逐渐投产和品牌竞争力的提升, 公司 ROE 有望稳中有升。

**图 15: 顾家家居与可比公司摊薄 ROE 对比**


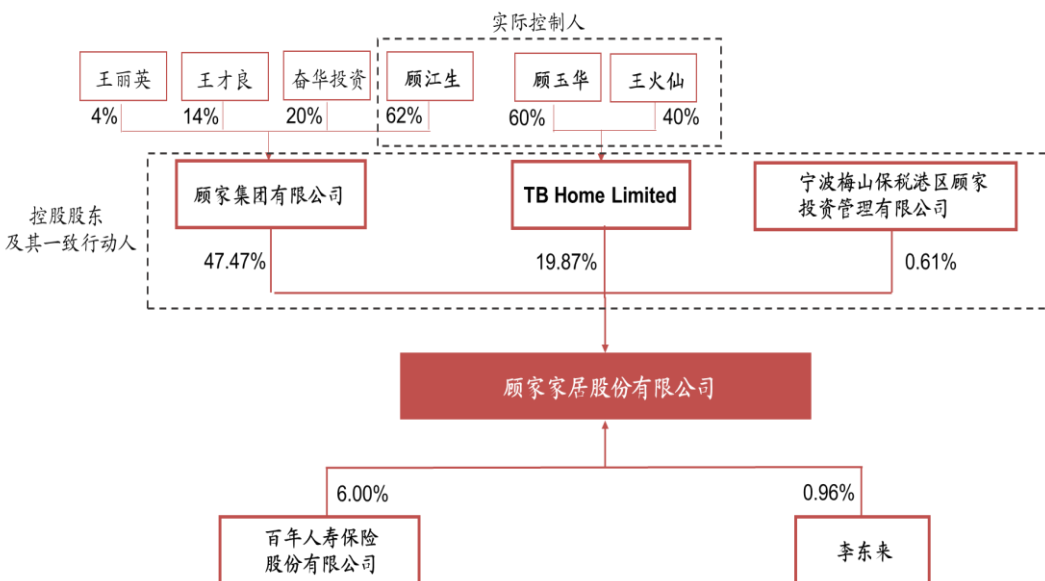
数据来源: 各公司年报, 西南证券整理

**图 16: 顾家家居平均 ROE 拆分**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 1.2 股权高度集中, 积极改革管理卓越

股权高度集中, 利于决策执行。公司实际控制人为顾江生、顾玉华、王火仙, 顾玉华与王火仙系夫妻关系, 顾江生系顾玉华与王火仙之子。顾家集团及其一致行动人 TB Home 和宁波梅山保税港区顾家投资管理有限公司合计持有公司股份 410,433,817 股, 持股比例 67.94%, 公司股权高度集中, 利于经营决策的推行。2020 年 6 月 24 日, TB Home 拟将其持有的顾家家居 36,161,635 股 (占公司总股本的 6.0%) 无限售流通股股份转让给百年人寿, 本次转让未导致公司控股股东及实际控制人发生变化。险资举牌侧面反映了公司经营稳定性和业绩增长的可持续性, 引进百年人寿后公司股权结构得到优化, 长期来看有利于提升公司抗风险能力, 为公司长远发展提供保障。

**图 17: 顾家家居股权高度集中 (截至 2020.07.24)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**表 2: 公司管理层持股情况**

高管姓名	职务	持股数 (股)	持股数较上年同期变动 (股)
李东来	总裁、董事	5,766,600	1,647,600
欧亚非	副总裁	1,206,500	1,206,500
刘宏	副总裁	532,000	152,000
吴汉	副总裁	980,000	280,000
李云海	副总裁	882,000	252,000
廖强	副总裁	658,000	188,000
刘春新	副总裁	805,000	230,000
陈邦灯	董事会秘书	7,000	2,000

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**引进职业经理人, 锐意改革强化零售。**2012 年起公司引进了一批零售经验丰富的职业经理人加入管理团队, 借鉴家电行业的管理和销售经验, 推进内部管理和零售端改革。职业经理人李东来于 2012 年成为公司总裁, 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, 具备丰富的职能管理与业务经营经验。公司目前已全面实现职业经理人管理, 大股东对管理层充分信赖, 充分放权, 与管理层在战略上协同一致, 在管理上分工明确。

**管理结构改革方面,** 实行业务部制度分条线管控。目前公司内销方面设立国内营销事业部, 下辖顾家工艺、睡眠中心、顾家功能和顾家定制, 与布艺事业部和电商事业部并行; **零售端改革方面,** 1) 引进职业经理人制度后, 公司逐步试水软床和定制家居等业务, 新品类快速扩张, 体现了职业经理人卓越的多品类管理能力; 2) 2018 年下半年公司着手建立区域零售公司体系, 决策流程前置, 更贴近终端经销门店与消费者。区域零售公司的建设表现出公司向以用户为中心的零售思维转变, 终端能力将得到有效提升。在本文第三部分将重点分析公司的管理改革进展。

**表 3: 公司新引进职业经理人简历**

引进职业经理人	入职时间	现职位	简历
李东来	2012 年初	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。现任顾家家居股份有限公司董事兼总裁。
刘春新	2014	副总裁 财务负责人	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。现任顾家家居股份有限公司副总裁兼财务负责人。
廖强	2014	副总裁	曾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、顾家家居股份有限公司国内营销总部总经理、休闲产品事业部联席总经理, 目前担任顾家家居股份有限公司零售事业本部总经理。
李云海	2014	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。现任顾家家居股份有限公司副总裁。

引进职业经理人	入职时间	现职位	简历
欧亚非	2019	副总裁	曾任美的空调事业部培训经理、美的冰箱事业部营运管理部总监、美的空调事业部国内营销公司管理部总监、美的制冷家电集团区域销售公司总经理、顾家家居股份有限公司软床经营部总经理、卧室产品事业部总经理,目前担任顾家家居股份有限公司国内营销事业部总经理。

数据来源:公司公告,西南证券整理

**股权激励充分,回购彰显信心。**公司于2017年9月、2018年9月相继实施股权激励计划。两次股权激励授予股权数量1873.1万股,占股本总额4.5%,激励人数超过500人。2019年9月,公司加大股权激励力度,启动股份回购计划,将以3亿-6亿元进行股权回购用以股权激励,为公司未来稳健发展、持续扩张提供了坚实的人才组织基础。公司股权激励充分调动了管理人员和技术人员的积极性,彰显公司对未来发展前景的信心。

**表4: 公司股权激励计划情况**

股权激励计划	授予日	授予数量(万股)	授予人数	占股本总额	行权价格(元)
2017年限制性股票激励计划	2017.09.28	1493.10	100	3.86%	26.70
向激励对象授予预留部分限制性股票	2018.09.27	280	425	0.65%	25.08

数据来源:公司公告,西南证券整理

**表5: 公司股份回购最新进展**

股份回购计划	披露日	累计回购数量(万股)	累计回购金额(亿元)	占股本总额	成交价格(元)
以集中竞价交易方式回购股份计划	2020.06.30	1087.9	4.2	1.8%	32.49-48.60

数据来源:公司公告,西南证券整理

**股权激励考核标准较高,有效推动公司业绩增长。**股权激励计划制定的业绩考核目标较高,2019年股权激励的考核目标分别为:2019年营业收入和净利润将分别比2016年增长73%和52%。2019年营业收入和净利润相比2016年的实际增长率分别为131.4%和101.9%,较好地完成了考核目标。2020年业绩考核目标为,营业收入和净利润将分别比2016年增长107%和75%,即达到99.2亿元和10.1亿元,预计2020年仍将超额完成考核目标。股权激励计划有效提高了管理人员积极性,推动公司业绩增长。

**表6: 股权激励业绩考核标准较高**

	2018年比2016年增长率		2019年比2016年增长率		2020年比2016年增长率	
	考核指标	实际增长率	考核指标	实际增长率	考核指标	实际增长率
营业收入增长率	44%	91.3%	73%	131.4%	107%	-
净利润增长率	32%	72.1%	52%	101.9%	75%	-

数据来源:公司公告,西南证券整理

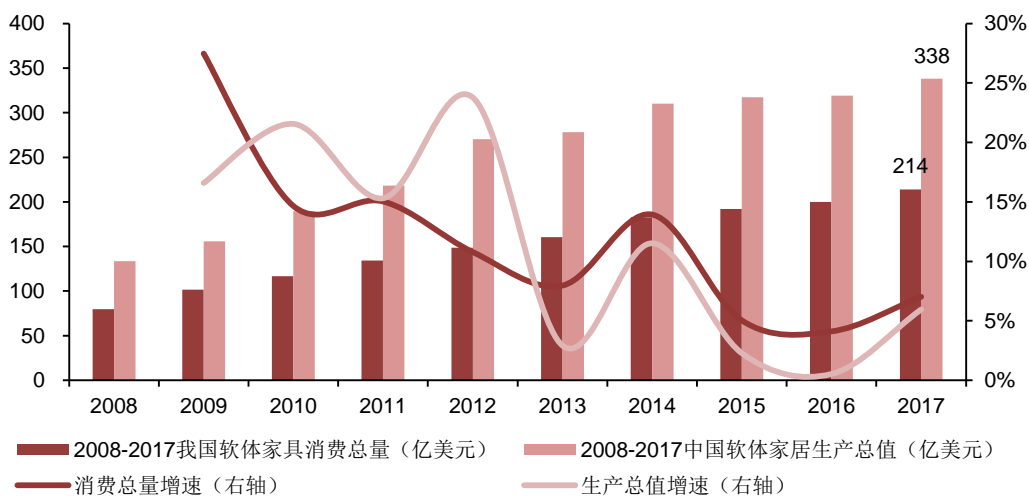
## 2 行业分析：行业集中较快，头部企业上升路径广阔

### 2.1 行业规模大、集中度高，竞争格局逐渐优化

我国软体家具消费生产均位居全球第一，市场广阔。国内现代软体家具产业正式起步于二十世纪 80 年代初，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。根据 CSIL 统计，我国软体家具年产值已由 2008 年的 134 亿美元增长至 2017 年的 338 亿美元，产值约占全球的 46%；我国软体家具的消费量由 2008 年的 80 亿美元增长至 2017 年的 214 亿美元，消费量约占全球的 31%，目前我国是全球最大的软体家具生产国和消费国。

居民消费能力提升，软体家具翻新频率加快，需求仍有增长潜力。2019 年我国城镇居民可支配收入达到 42358.8 元，增速稳定在 8% 左右，居民消费能力不断提升，对家用品的使用性能要求更高，预计随着居民可支配收入的增加，软体家具的翻新率有望提升。目前软体家居配套率已较高，增量主要来自新房和存量房更新需求。根据齐家网提供的数据，约有 50% 消费者认为在床垫破损后才需要更换，而床垫使用时间在 10 年以上的消费者占到了 19%，对比欧美国家床垫使用 3-5 年就会翻新的消费习惯，我们判断软体家具换新率有望伴随消费水平提升和消费者认知改变而持续增长，未来更新周期缩短是增量的重要贡献。

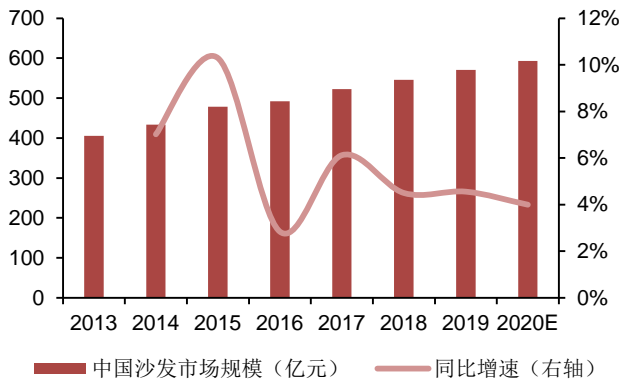
图 18：2008-2017 年我国软体家具消费和生产总量



数据来源：CSIL，前瞻产业研究院，西南证券整理

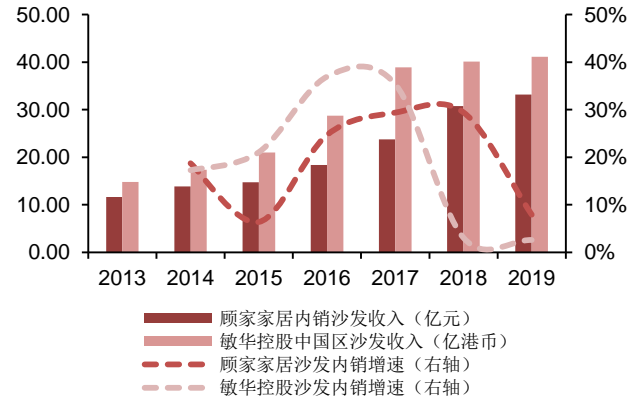
从沙发品类来看，中国沙发市场规模连续扩张，从 2013 年的 405 亿增长到 2019 年的约 570 亿。近年增速较为平稳，在 4% 左右，预计未来伴随城镇化进程推进，沙发市场规模仍将保持平稳增长。2019 年沙发品类两个龙头公司顾家和敏华在中国市场的销售收入分别约为 33 亿和 41 亿港元，近 5 年内销收入复合增速均约为 19%，增速明显高于行业均值，也反映了集中度加快的趋势。

图 19: 中国沙发市场规模



数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

图 20: 顾家和敏华沙发品类在中国的销售对比

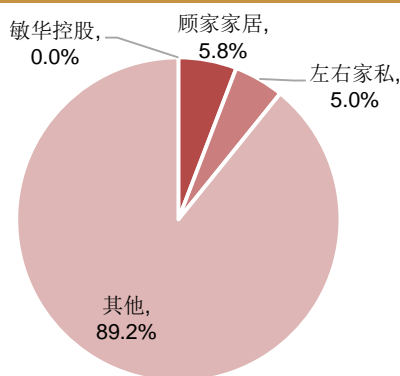


数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

区域性和中小品牌多, 行业较分散。低端软体家具制造门槛较低, 前期资本投入少, 导致中低端玩家参与者众多。且由于软体家具体积较大、长途运输成本较高, 因此软体家具企业有一定销售半径, 衍生出很多区域性和中小型品牌, 行业较为分散, 头部品牌的市占率较低, 难以实现全国渠道的深化布局。相比于软体家具发展较为成熟的美国, 中国软体家具行业集中度仍有较大提升空间。

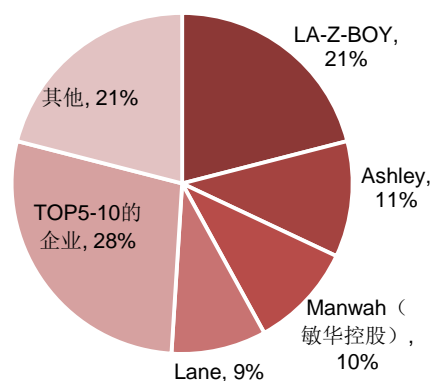
对比中美沙发行业的竞争格局, 美国沙发行业发展较成熟, 中国沙发行业集中度仍有提升空间。2017年美国沙发行业龙头品牌 LA-Z-BOY 份额达到 21%, 行业 CR4 达到 51%, CR10 达到 79%, 行业格局基本稳定。而中国沙发品牌 TOP3 市场份额约占 17.2% (左右家私市占率按 5% 估计)。美国沙发集中度高一是因为技术含量高的功能沙发在美国渗透率已经成熟, 而功能沙发的生产厂家和品牌很少; 二是美国家居渠道的垄断使小品牌没有生存空间。从这两点来看, 我国的集中度还有很大提升空间也需要一定的行业变革来激发。现在我们认为在电商化和物流便利下, 行业集中度提升有了坚实基础。

图 21: 2019 年中国沙发品牌市场份额



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

图 22: 2017 年美国沙发品牌市场份额

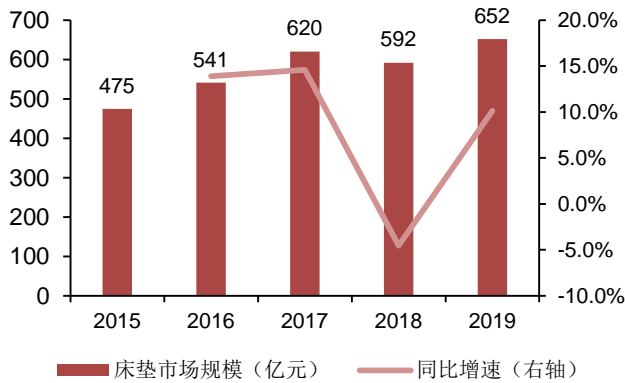


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

从床垫品类来看, 我国床垫消费市场广阔, 市场规模增速较快。2019 年床垫市场规模达到 652 亿, 同比增长 10.1%; 2015-2019 年市场规模复合增速达到 8.2%。2019 年床垫行业上市公司龙头顾家家居、喜临门、梦百合的床垫销售收入分别达到 19.5 亿、27.3 亿和 20.9 亿元, 2014-2019 年复合增长率分别为 47%, 22%和 24%, 均高于行业增速, 表明市场集

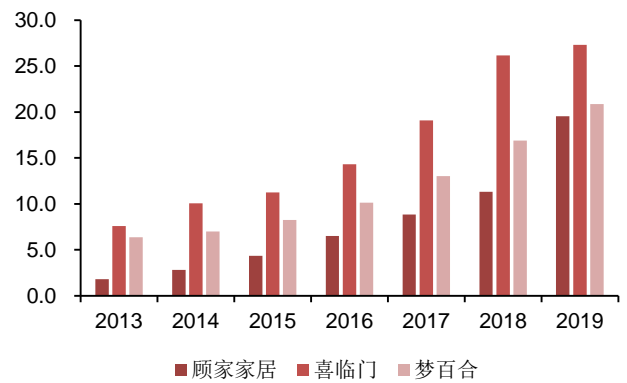
中度在较快提升。根据测算，2019年慕思、顾家家居、喜临门、梦百合的市占率分别为9.0%（估计值），3.0%，4.2%和3.2%，行业CR4约为19.4%。

图 23：2015-2019 年中国床垫市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

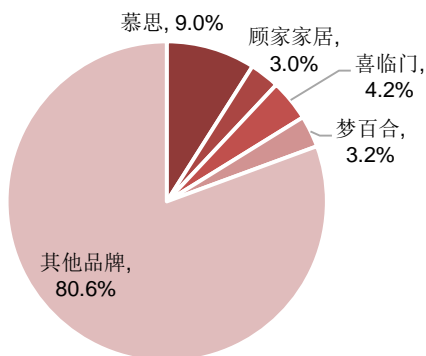
图 24：2019 年可比公司床垫收入对比 (亿元)



数据来源：各公司公告，西南证券整理

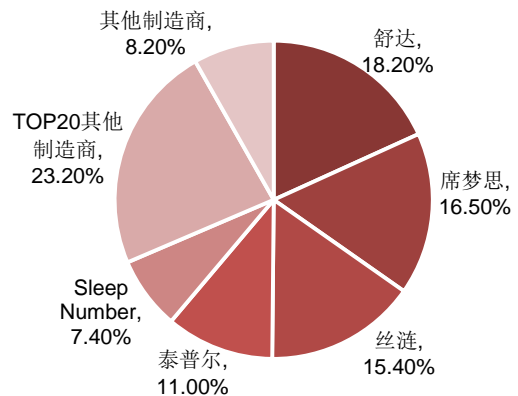
参考美国床垫行业变革，我们判断床垫龙头壁垒的形成主要取决于品牌矩阵的扩张和线下渠道的积累。美国的床垫竞争格局比沙发品类更加集中，舒达、席梦思、丝涟三大品牌占据约50%的市场份额，TOP5品牌市占率接近70%。床垫的行业集中度较高主要是由于床垫的规格较为固定，标准化程度更高，材料和加工工艺更简单，规模效应更强。头部床垫企业主要通过产品研发能力确立品牌优势，并通过收购其他床垫品牌扩充品牌矩阵，例如席梦思和丝涟由于经营问题分别在2008年和2013年被泰普尔和舒达收购，龙头品牌整合加速了行业集中进程。渠道方面，美国头部品牌线下渠道积累深厚，电商品牌切入线下渠道困难，但随着电商成本逐渐提升，电商品牌份额被龙头挤压。整体来看，品牌和渠道的优势需要较长时间积累，难以在短期内被竞品超越。

图 25：2019 年中国床垫品牌市场份额



数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：2018 年美国床垫品牌市场份额



数据来源：亿欧家居，西南证券整理

目前来看，国内软体家具行业玩家众多，市场竞争较为充分，行业格局逐渐优化。近年软体家具企业加快品牌力和渠道力的升级，一方面加速进行品牌合作和并购，扩充产品矩阵；另一方面加强渠道下沉和扩张力度，扩大品牌影响力。我们判断未来龙头对行业整合的进度将加快，行业格局进一步优化。

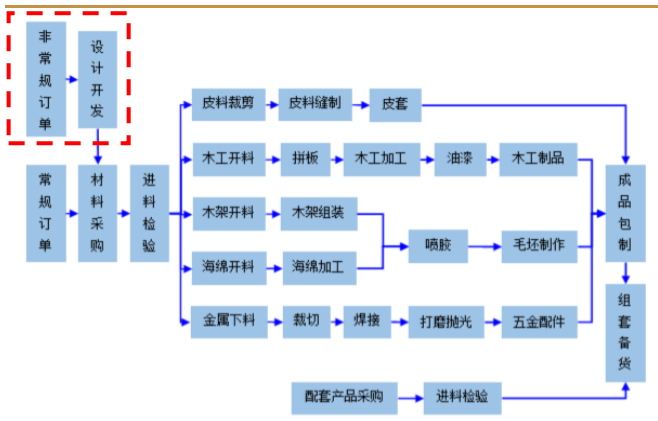


## 2.2 物流升级、渠道变革，为行业集中提供土壤

我们认为软体家具行业市场集中度的提升，既跟产品属性有关，也跟未来渠道变革方式密不可分。具体而言，标准化程度高、渠道壁垒高的产品更有可能在存量博弈市场中加快集中度提升。

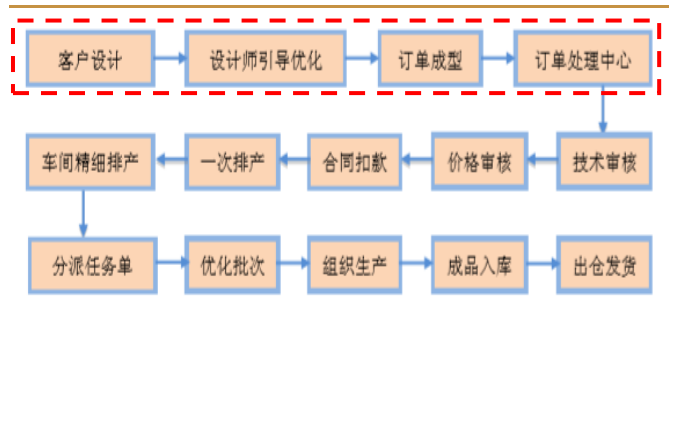
软体家具标准化程度高，龙头品牌认可度有望伴随消费升级不断提升。生产流程上，软体家具标准化程度较高，头部品牌可以通过有效优化 SKU 数量，在充分满足消费者需求的同时提高生产效率。对比顾家的软体家具和欧派的定制家居的生产流程，软体家具在形成订单之前的设计流程更短，需设计的订单占比更低，标准化程度更高。从消费者需求来看，沙发对客厅装修风格影响较大，龙头企业产品更新更快，能够灵活调整 SKU 以适配最新户型和消费者偏好；消费者对床垫功能性要求更高，而外观和规格比较固定，头部企业能够有效控制 SKU 形成规模效应，降低床垫成本和售价。因此在消费升级的背景下，消费者购买力提升会优先选择头部品牌，行业将进一步向头部品牌集中。

图 27：顾家家居沙发、软床、餐椅生产流程



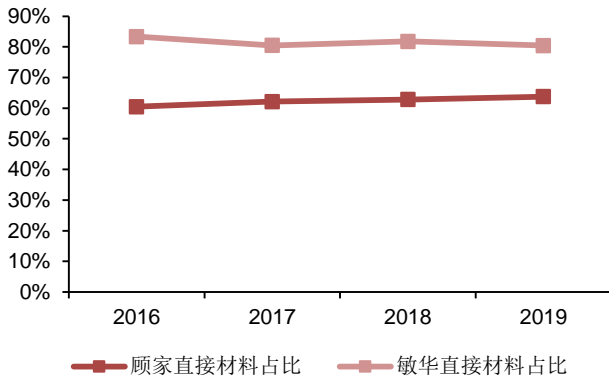
数据来源：顾家家居招股说明书，西南证券整理

图 28：欧派家居自行生产定制家居主要流程

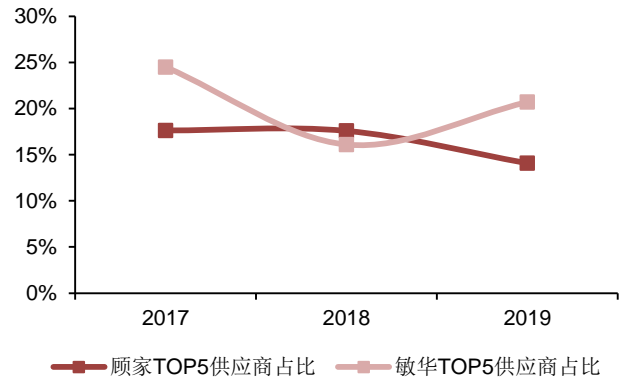


数据来源：欧派家居招股说明书，西南证券整理

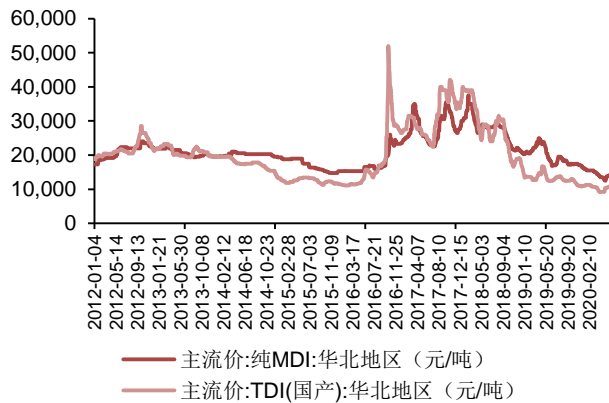
头部企业成本控制能力较强，规模效应逐渐形成。由于软体家具的产品属性较为标准化，适合规模化生产，人工成本和制造费用占比较低，直接材料构成制造成本的主要部分。2019 年顾家和敏华的直接材料占比分别达到 63.8% 和 80.4%，原材料价格波动对企业利润的影响较大。而头部企业对上游供应商的议价能力更强，可以通过集中采购和全球性采购降低原材料成本，具有较强成本优势。2017-2018 年软体家具主要原材料海绵（聚氨酯）、皮革、木材的价格在高位波动，软体家具企业生产成本提高，毛利率承压；成本控制能力弱的中小企业经营压力较大，有被淘汰的风险。目前皮革、木制品、海绵等价格从高位回落，处于历史较低位置，预计原材料成本企稳后，头部企业盈利能力将得到提升。

**图 29: 顾家和敏华直接材料占生产成本比**


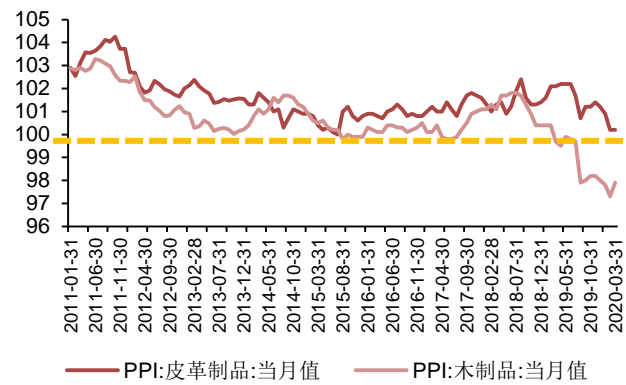
数据来源: 各公司年报, 西南证券整理

**图 30: 顾家和敏华 TOP5 供应商采购额占比**


数据来源: 各公司年报, 西南证券整理

**图 31: 聚氨酯材料价格走势**


数据来源: Wind, 西南证券整理

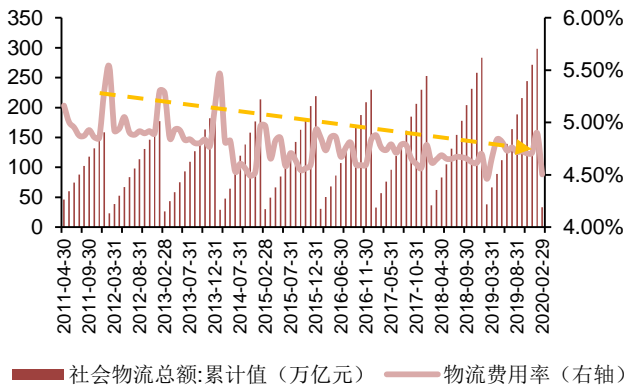
**图 32: 皮革制品和木制品价格指数**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**物流成本下降, 电商渗透率提升, 头部软体家具品牌率先受益。**软体家具由于体积较大、运输成本较高, 具有一定的销售半径。过去大件物品长途运输能力弱, 在考量运输成本后全国性品牌在价格上难以与区域性品牌和中小品牌竞争。但 2013 年后我国物流行业逐渐发展成熟, 物流业突破远距离限制, 规模效应显现, 物流费用有下降趋势, 2013-2019 年社会物流费用率从 5.2% 左右下降至 4.7%。因此软体家具企业的运输成本大幅降低, 全国性品牌有机会将产品送达各区域, 在品牌知名度, 产品品质、功能性和实用性加持下, 产品的辐射半径明显扩张。

此外, 随着软体家具电商渗透率逐渐提升, 全国性品牌的销售半径进一步扩大。根据前瞻产业研究院统计, 2014-2019 年建材家居行业电商销售额不断提升, 电商渗透率从 2.9% 增长至 8.5%。在线上 and 线下渠道逐渐融合的背景下, 全国性软体家具品牌更有能力在各大购物节等营销节点集中投入营销费用, 增加曝光度, 扩大品牌效应; 同时凭借强大供应链能力和渠道服务能力, 实现全国流量的转化和产品供应, 把持住线上流量入口。区域性品牌受到资金成本、品牌知名度、渠道范围和落地服务能力限制, 天花板逐渐显现, 特别是当前电商投放成本高企下, 小企业做线上的优势逐渐式微。运输成本降低和电商渗透率提升的双重利好因素下, 头部软体家具品牌率先受益。

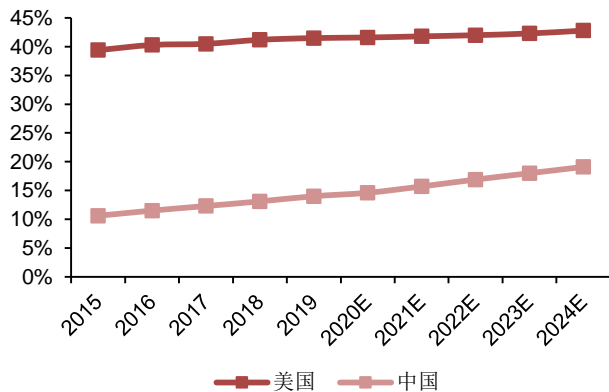
图 33: 近年社会物流费用率有下降趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

**功能沙发异军突起, 龙头率先突围。**功能沙发在我国尚处于引入初期, 消费者对功能沙发的认知程度和品牌知名度都较低。根据敏华控股 2020 财年业绩简报披露, 2019 年我国功能沙发渗透率约为 14%, 而美国功能沙发市场相对成熟, 渗透率约为 41.5%。与美国市场相比, 我国功能沙发渗透率提升空间依然较大。

图 35: 中美功能沙发渗透率对比

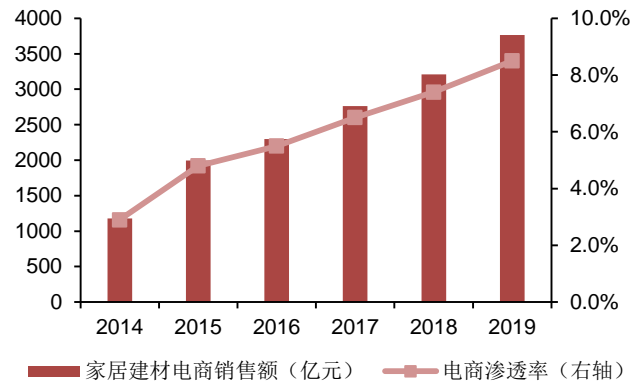


数据来源: 敏华控股 2020 财年业绩简报, 西南证券整理

**我们认为功能沙发的渗透率较低主要有三个原因:** 1) 功能沙发价格偏高, 对价格敏感的消费者接受程度低; 2) 过去功能沙发的设计量感较重, 不匹配年轻人审美和住房装修风格; 3) 功能沙发体积较大, 在小户型中难以安排摆放空间。未来随着企业逐步完善产品设计、居民消费水平提高和消费者对功能沙发功能性、舒适性的认可度提升, 我国功能沙发渗透率有望持续提升。

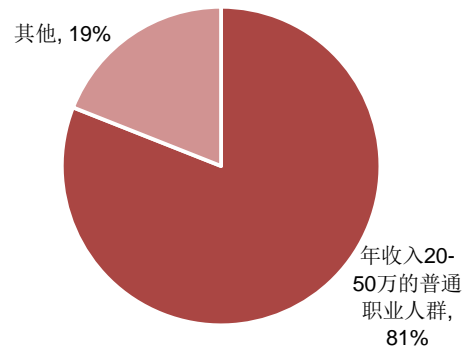
目前功能沙发厂商的供给已经逐渐靠近消费者能力和需求, **价格方面**, 根据芝华仕天猫旗舰店数据, 芝华仕品牌布艺单椅最低挂牌价格在 1549 左右, 整体功能沙发及单椅的价格带主要在 1 万元以下, 价格已经在普通职业居民可承受范围内; **外观方面**, 各品牌普遍开始采用科技布面料, 开发小体积功能单椅, 降低原材料成本的同时提高设计感, 外观设计越发年轻化, 适配现有户型。 **居民消费能力方面**, 根据 LA-Z-BOY 乐至宝发布的《2019 中国沙发舒适健康白皮书》显示, 年收入在 20-50 万之间的普通职业人群, 拥有功能沙发或计划购买的占比 81%; 年收入在 10 万元以下的普通职业人群表示由于尚未组建家庭或收入不稳定

图 34: 2014-2019 年建材家居行业电商销售额及渗透率



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

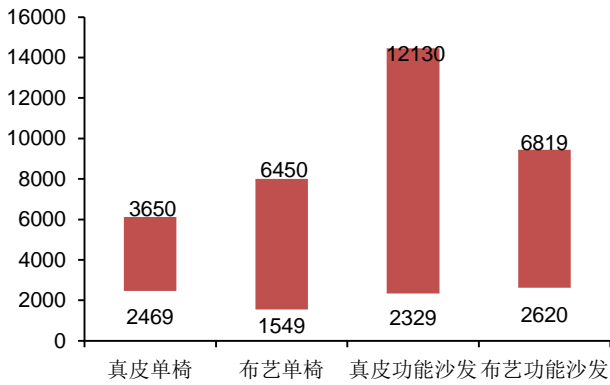
图 36: 有意向购买功能沙发人群中不同年收入占比



数据来源: LA-Z-BOY 《2019 中国沙发舒适健康白皮书》, 西南证券整理

因素，希望在 30 岁之后再购买，证实了消费升级可以有效推动功能沙发渗透率提升的逻辑。2019 年我国城镇居民人均可支配收入突破 4 万元，同比增速稳定在 8% 左右，居民收入水平和购买力稳定提升。预计伴随居民消费能力提升，功能沙发渗透率有望进一步提升。

图 37：功能单椅和功能沙发价格带



数据来源：芝华仕天猫旗舰店，西南证券整理

图 38：顾家科技布功能沙发设计感与功能性兼备

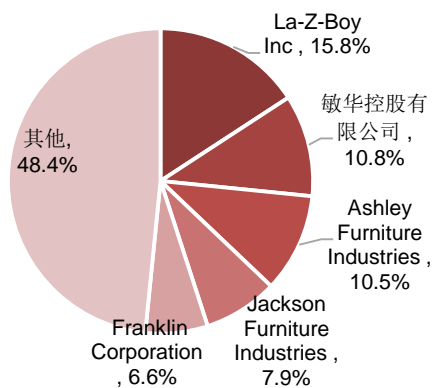


数据来源：顾家家居天猫旗舰店，西南证券整理

**功能沙发生产壁垒高，渗透率提升后龙头率先受益。**与普通沙发相比，功能沙发的制造需要增加电动沙发架和电机的生产，结构复杂、成本较高。例如电动沙发架对钢材的耐久性要求极高，进口功能沙发铁架要在 245kg 的实验中要达到 10 万次的无折损要求；电机也是决定功能性沙发的使用寿命的主要指标之一。行业进入壁垒较高，新进入功能沙发企业难以快速实现功能沙发的自主生产，因此随着功能沙发的渗透率提升，目前行业内有功能沙发业务的龙头率先受益。

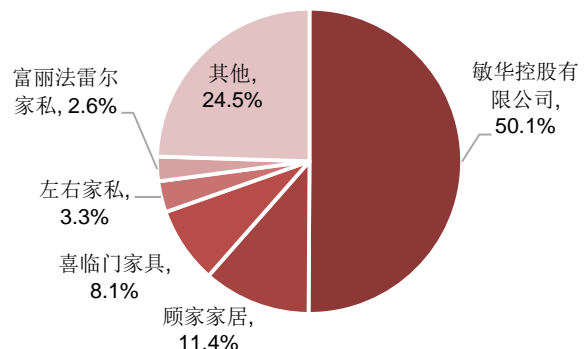
从竞争格局来看，功能沙发竞争格局较集中。美国功能沙发生产商中 La-Z-Boy 市占率最高，达到 15.8%，功能沙发 CR5 达到 51.6%。国内功能沙发龙头敏华控股占据绝对优势，占有 50.1% 的市场份额，顾家家居占 11.4% 的市场份额位居第二，其中 Natuzzi 和 La-Z-Boy 两个品牌分别贡献了 5.8% 和 5.6% 的市场份额，收购及合作品牌为顾家打开功能沙发市场发挥了重要作用。整体来看，功能沙发的份额依然在向头部集中，CR5 从 2017 年的 63.8% 上升为 2019 年的 75.5%。知名度高、产品力强的功能沙发品牌有限，功能沙发市场规模扩大后现有品牌受益较为明显。预计功能沙发需求爆发后将直接利好目前有功能沙发业务的龙头企业，加速行业集中度提升。

图 39：2019 年美国市场各功能沙发生产商市场份额



数据来源：敏华控股 2020 财年业绩简报，西南证券整理

图 40：2019 年国内市场各功能沙发生产商市场份额

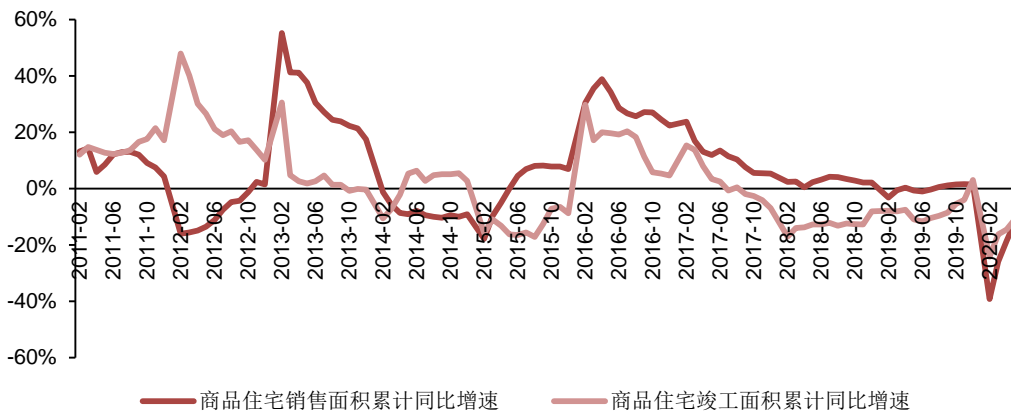


数据来源：敏华控股 2020 财年业绩简报，西南证券整理

## 2.3 竣工回暖趋势不改，零售能力成就龙头优势

**竣工回暖下游需求逐渐复苏，支撑市场容量扩张。**2019年下半年开始，商品住宅竣工增速企稳回升，2019年8月竣工增速首转正，竣工增速与销售增速的剪刀差逐渐收敛。2020年6月全国商品住宅竣工面积为3905.4万平方米，同比下滑4.6%；上半年全国商品住宅竣工面积同比增速为-9.8%，降幅明显收窄，竣工如期改善，进一步证实竣工回暖趋势不改。虽然受疫情影响一二月房地产建设大部分停工，上半年楼盘交付情况不及预期，但随着疫情影响逐渐消退，房企复工复产加速工程进度，全年来看竣工增速将回到疫情前的轨道上。由于家居消费偏刚需和理性，既不会出现报复性消费，也不会因为疫情带来需求萎缩，因此竣工回暖带来下游行业需求释放确定性较强。对于每套新增住宅，沙发的配套率接近100%，床垫配套率可达到100%-200%，竣工增速对软体家具销售增速的拉动作用将较为显著。

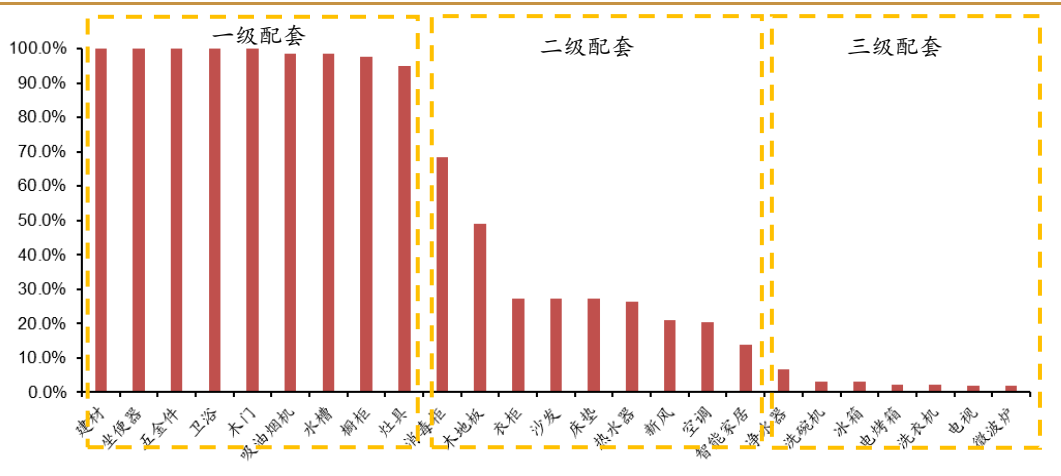
图 41：房地产竣工和销售增速收敛



数据来源：Wind、西南证券整理

**精装房影响有限，零售渠道依然是品牌核心竞争力。**2017年以来精装房渗透率快速提升，精装房对零售需求的分流加剧，给零售家居市场带来了一定冲击。但与瓷砖、木门、地板、橱柜等品类相比，软体家具在精装房中的配套率较低，较为乐观地估算，软体家具配套率接近二级配套品类的配套率，约为27%，软体家具受精装分流影响有限；消费者自己装修时沙发和床垫几乎是必选配置，零售端需求韧性较强，因此未来软体家具企业竞争最终将归于零售端竞争。由于软体家具仍有一定体验属性，消费频次较低，零售渠道为品牌带来的营销和销售效用仍处于边际递增过程中，因此零售渠道依然是软体家具品牌的核心竞争力。龙头企业终端渠道完善，电商营销能力和流量转化力强，产品附加值更高，有望在竞争中脱颖而出。

图 42: 各品类精装配套率情况



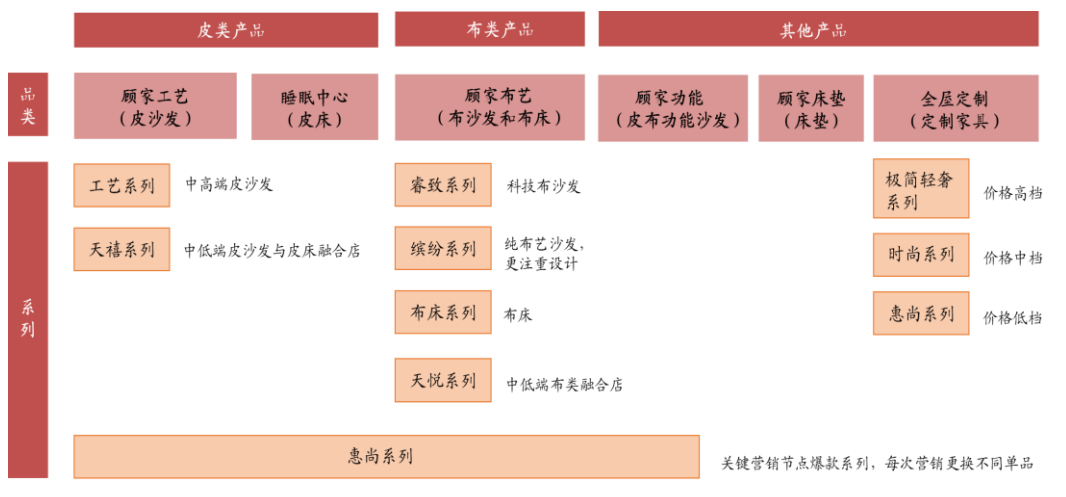
数据来源: 亿欧家居、西南证券整理

### 3 公司分析: 内生外延同步扩张, 大家居格局逐渐形成

#### 3.1 产品力: 核心品类优势稳固, 大家居产品矩阵完备

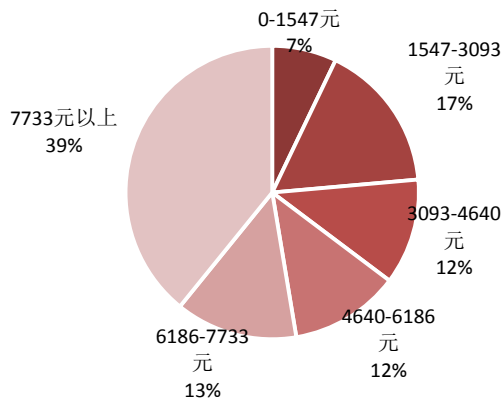
公司以沙发品类为核心, 横向瞄准大家居, 拓展起床垫、定制和红木家具等全屋业务, 多品类逐步融合。我们认为公司产品核心竞争力在于: 1) 核心品类包括沙发、软床和床垫等, 品类优势突出, 定位软体中高端, 在行业中具备定价权; 2) 大家居布局逐步完成, 形成公司独有的“定制+软体一体化”产品体系, 销售的连带效用逐渐体现。本部分和 3.2 主要介绍公司内销情况。

图 43: 顾家品牌产品系列

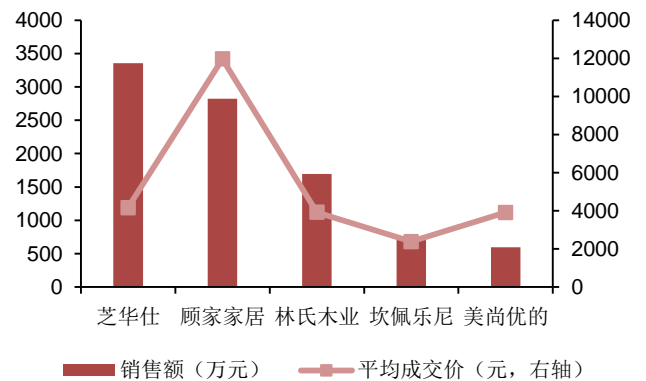


数据来源: 公司官网、西南证券整理

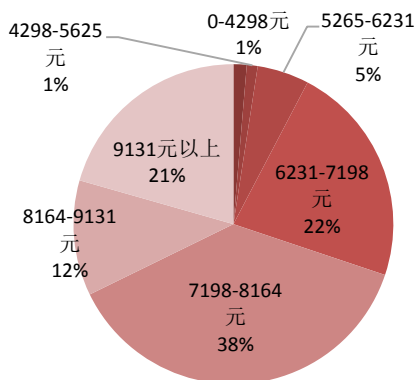
**沙发软床定位中高端，具备定价权。**公司沙发产品主要有皮类、布艺和功能沙发，软床产品主要有皮床和布床，风格主打现代简约，产品定位偏中高端。根据淘数据统计，公司皮沙发品类单月成交均价在 7733 元以上的中高端产品占比最高，皮床 70% 以上产品位于 7198 元以上的中高端价格带，可以看到即使在疫情后公司线上促销活动增多，核心品类调性仍能保持中高端不变。横向来看，公司皮沙发单月平均成交价格位居行业第一，销售额也处于行业较高位置，皮床的成交均价和销售额均位于行业前列，公司核心品类在中高端产品中份额突出，竞争优势较明显，具备一定用户基础。整体来看，公司沙发和软床品类定位明晰，品牌力较强，具备定价优势，有进行价格带调整的主动权。

**图 44：顾家天猫旗舰店中皮沙发各价格带销售额占比**


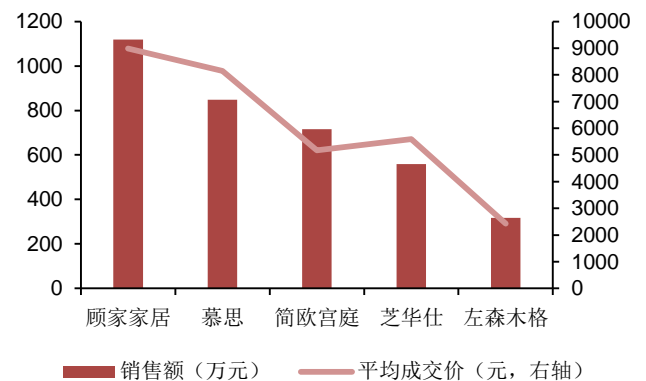
数据来源：淘数据，西南证券整理

**图 45：淘宝各皮沙发品牌单月平均成交价格及销售额**


数据来源：淘数据，西南证券整理

**图 46：顾家天猫旗舰店中皮床各价格带销售额占比**


数据来源：淘数据，西南证券整理

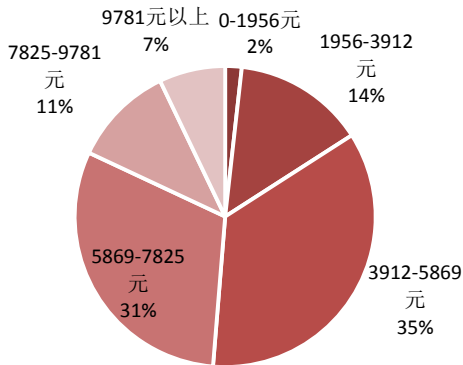
**图 47：淘宝各皮床品牌单月平均成交价格及销售额**


数据来源：淘数据，西南证券整理

**优势品类价格带下探，中低端份额有望提升。**根据淘宝销售数据来看，林氏木业等中低端成品家具品牌表现不俗，伴随电商渗透率提升销售额不断增长。为迎合线上消费能力，公司在战略上扩张价格带区间，精准覆盖更多潜在消费群体，逐步推出中低端产品系列，并区别化运营线上线下品类，以在保持中高端调性的基础上提高中低端份额。目前公司对价格相对较低的布艺沙发实行精细化运营，按不同市场等级区分产品定位，产品进一步下沉。根据淘数据显示，顾家布艺各价格带的销售量占比较为均衡，销量占比最高的价格区间在中端 3912-5869 元，销量占比约为 35%；价格区间在中高端 5869-7825 元之间的产品销量占比 31%，价格带在守住中高端的基础上用新系列进行价格下探。2019 年公司推出中低端产品“天禧”系列，主要销售中低端皮沙发、皮床和床垫。店面以软体融合店形式为主，开店成

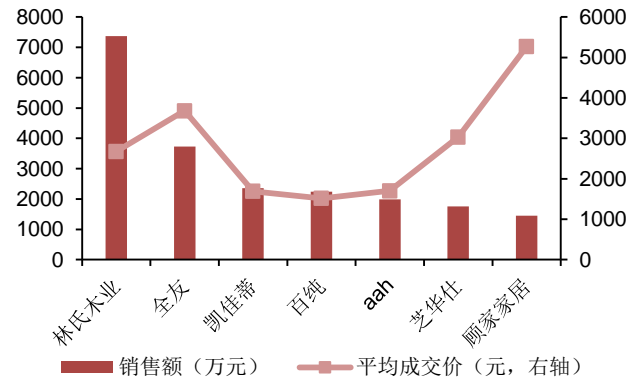
本较顾家功能和睡眠中心店更低，目前天禧系列已经开始在中低端物业和未进驻城市推广。预计未来伴随公司中低端产品系列规模扩张，中低端供应链打通，产品价格整体向中低端下探后，市场份额将出现更明显提升。

图 48：顾家天猫旗舰店中布艺沙发各价格带销售额占比



数据来源：淘数据，西南证券整理

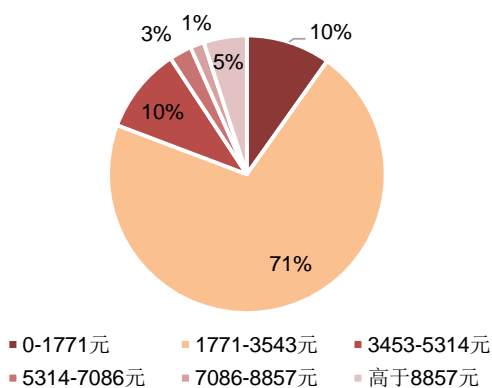
图 49：淘宝各布艺品牌单月销售额及平均成交价



数据来源：淘数据，西南证券整理

**床垫品类聚焦 SKU，集中营销打造爆款。**爆款床垫产品最大限度地利用了全球采购的成本优势并压缩不必要的营销费用，尽管终端利润偏薄，但减少了门店销售人员的营销压力，同时销量的迅速增长使整体利润依旧可观。继 2015 年公司推出顾家“1 号垫”获得成功，目前床垫的爆款战略仍在延续。根据淘数据统计，2020 年 5 月顾家床垫品类 1771-3543 元价格区间内销售额占比最大，达到 71%，而天猫旗舰店销量数据也显示，床垫的累计销量主要集中在该价格区间内的两款床垫上。我们认为床垫产品打造爆款是公司聚焦 SKU，扩大规模优势的体现。爆款营销使床垫产品线更加集中，降低了生产成本，缩短了生产周期。未来随着公司逐步整合全球的原材料供应和外延收购品牌的工艺技术，规模化优势有望继续扩大。

图 50：顾家天猫旗舰店中床垫各价格带销售额占比



数据来源：淘数据，西南证券整理

图 51：顾家天猫旗舰店床垫销量前三 (截至 2020.06.18)



数据来源：顾家家居天猫旗舰店，西南证券整理

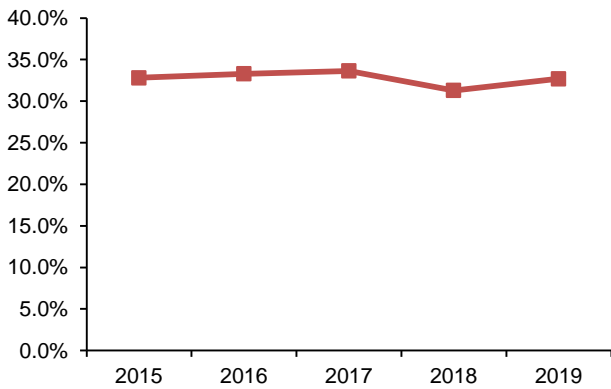
**大家居产品布局完善，定制家居产能扩张。**公司紧跟全屋定制的消费趋势，定制家居产能不断扩张。2018 年公司收购全屋定制品牌班尔奇，向定制家居进军，班尔奇拥有工业 4.0 智能化板式家具生产设备流水线，成为公司业务的有效补充。公司 2018 和 2019 年分别筹建华中（黄冈）基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目和顾家定制智能家



居制造项目，定制家居的计划产能分别达到 400 万方和 1000 万方。预计项目达产后能帮助公司打开定制家居市场，降低生产成本，为后续订单增长提供有效支持。

**集成产品的配套销售率较高，定制家居与软体家具的业态不断融合。**在大家居产品战略下，客厅类产品配套规模增长幅度较大，2015-2019 年集成产品与沙发产品的营业收入比值较高，整体高于 30%，集成产品有效促进客单价提升。在集成的新品开发方面，板式床、按摩椅、衣帽架、儿童床、小件类产品由于定位准确，作为软体产品的附加补位，也取得了较好的增长。整体来看，公司借助软体家具已经具有的渠道能力和品牌优势，形成全屋融合的大家居门店业态，软体为定制及大家居引流的效果较为明显。目前公司在大家居定位上与定制品牌形成了区别化的竞争，主要优势在于公司沙发 SKU 更多，而沙发对全屋装修风格的调节较为重要，公司的软体+定制融合模式可以更好地满足用户的多元需求；且公司软体与定制产能均在不断扩张，自建产能有利于全屋产品风格的统一和控制成本。长期来看，伴随公司软体和定制业务融合度的加深，公司客单价和门店坪效有望持续向上。

图 52：顾家集成产品与沙发产品收入比值



数据来源：Wind，西南证券整理

图 53：顾家杭州 2000 平方米融合店



数据来源：卫浴头条网，西南证券整理

### 3.2 渠道力：“1+N+X”渠道模式，构建渠道结构性势能

公司以“1+N+X”的渠道模式为基本原则，加快布局速度，进一步构建渠道结构性势能。其中，“1”代表地方标志性大店、“N”代表传统卖场单品类店、“X”代表电商、地产样板间和商超等新渠道。三种渠道同步扩张，形成公司独有的渠道优势。

**打造地方标杆性大店，形成示范效应，提高客单价。**公司着力打造千平大店和软体定制融合店，打造顾家大家居的品牌形象，同时对提高客单价具有重要意义。公司大店具有三种不同店态：1) 顾家生活店，门店面积在 5000 平方米左右，除了提供包含公司全品类全系列的一站式生活解决方案外，还有餐具、水杯等生活用品及咖啡店、读书区、花艺手工等休闲业态，以消费者需求为中心实现了多业态的整合；2) 三级市场 2500 平方米大店，主要在县级城市分布，对标在三级市场具备优势的中端品牌；3) 软体定制融合店，门店面积在 750 平方米以上，提供软体和定制的一站式服务，充分借力顾家现有优质软体经销商，加快“软体+定制”融合店发展。

大家居融合店的塑造，有利于公司形成“一站式生活方式解决方案供应商”的品牌形象，有效提升了门店坪效和客单价。多品类融合店相比于单品类店对空间利用更充分，沙发床类

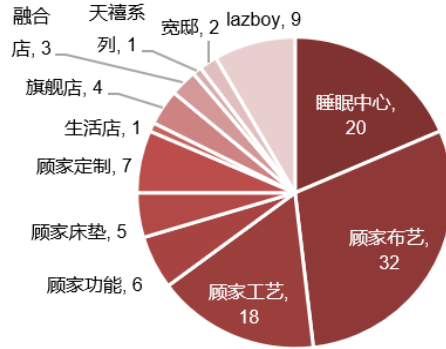
等在地面上陈设的产品和定制柜体等靠墙面陈列的产品分别利用了门店不同的陈列区域，减少空间浪费；同时按居住场景成套展示产品，有助于提升坪效和客单价。根据草根调研了解，同样面积的融合店比单品类店坪效高 60%左右，主要由于客单价约提升 70%，因此融合店态对客单价和坪效拉动作用较为明显。

图 54：杭州顾家生活体验馆



数据来源：大众点评，西南证券整理

图 55：顾家杭州各品类门店数量



数据来源：公司官网，西南证券整理

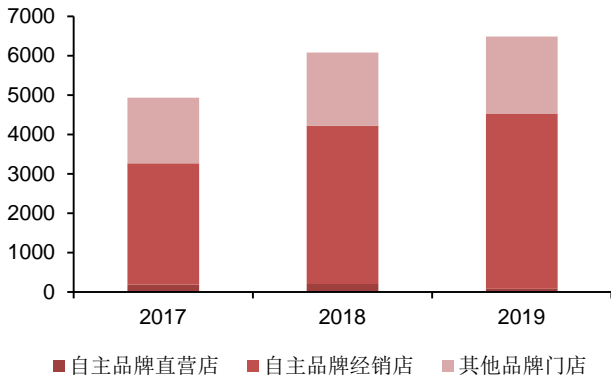
**家居卖场具备拿店优势，加快渠道下沉。**公司与家居物业公司的合作较为紧密，和中小品牌相比，公司在红星美凯龙和居然之家等大型家居卖场具备拿店优势，具有在卖场 1 号位或 2 号位开设门店的优先权。尤其是在三四线城市，卖场门店较为有限的情况下，公司可以保证在新开物业 100%跟进，有助于加强中低端城市渠道布局，抢占三级市场。2018 年 2 月 26 日和 4 月 27 日，公司两次通过对外投资间接持有居然之家约 1.6%的股权，保证了品牌与物业间的合作优先地位。

表 7：顾家家居间接持股居然之家投资详情

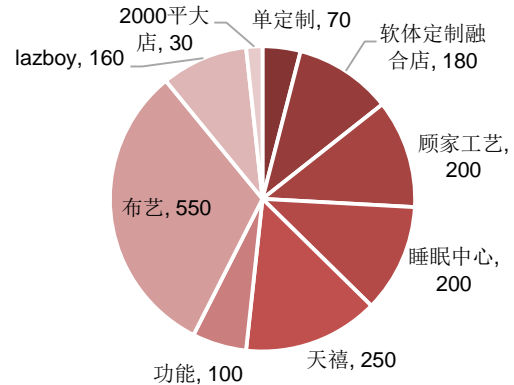
日期	直接投资标的	投资金额 (亿元)	资金来源	持有直接投资标的 财产份额	间接持有居然之家 股份比例
2018.2.26	黄冈约瑟广胜壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.98	自筹资金	99.0%	0.5447%
2018.4.27	上海云锋五新投资中心（有限合伙）	4.00	自筹资金	22.01%	1.1004%
合计	-	5.98	-	-	1.6451%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**多品类多系列提高门店天花板，扩大开店空间。**截至 2019 年底公司拥有 6486 家品牌专卖店，为软体家居行业中门店数量最多、覆盖面最广的龙头。其中自主品牌专卖店和经销店有 4518 家，其他品牌门店为 1968 家，多品牌多系列运营提升了公司门店数量天花板。例如顾家布艺下辖睿致、缤纷、布床三个产品系列，每个系列拥有 600-700 家开店空间，以杭州为例，公司布艺系列门店数量也占比最高，主要由于产品系列丰富提升开店空间；顾家功能目前只有 200 家门店，随着功能沙发的渗透率提升仍有较大开店空间；睡眠中心与其他床类竞品相比门店数量尚未达到饱和；新推出的天禧、天悦两大中低端产品系列未来在三级市场和一二级市场较弱势的物业也具备较大扩张潜力。公司的多品类多系列产品布局提高了线下门店数量的天花板，目前公司开店节奏依然能保持省会城市、地级市、县城及市辖区新店数量的均衡，可兼顾销量和盈利能力提升。

**图 56: 顾家家居门店数量**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**图 57: 公司 2020 年新开店规划**


数据来源: 调研数据, 西南证券整理

横向比较各软体家具品牌, 顾家门店数量最多, 覆盖面最广。渠道上公司与竞品形成错位竞争。敏华(芝华仕)门店主要分布在一二线城市, 分为芝华仕头等舱沙发贵族系列(真皮)、时尚系列(科技布)、都市系列(休闲真皮)、芝华仕智能床、芝华仕五星床垫、宜居布艺六大类门店, 门店总数约为 2600 家, 整体覆盖面比公司稍窄。慕思渠道分布较广泛, 在全球专卖店数量在 4800 家以上, 门店数量仅次于顾家, 但门店增速有所放缓。左右家私在几个重点城市竞争力较强, 而在其他城市经销商实力偏弱, 难与头部品牌形成竞争。全友家居门店主要分布在三四线城市, 尤其在县城渠道网络较为完善, 北上广深等一线城市分布较少。公司渠道在地域上分布广泛, 门店店态上中高端与中低端门店、单品类与融合品类门店均有布局, 且仍在一二线城市和三四线城市同步扩张, 能较好满足消费者多元需求。

**表 8: 各软体品牌专卖店数量**

	全球专卖店数量	出口国家
顾家家居	6000+	120+
敏华控股	2614 (仅国内)	约 100
慕思	4800+	20+
左右家私	2900+	300+
全友家居	3000+ (仅国内)	-

数据来源: 各公司官网, 新浪家居, 西南证券整理

经销商信息化管理逐渐成熟, 终端管控能力提高。上市以来公司不断建设并推广信息化系统管理, 以实现掌握终端动销、库存和周转情况, 及时对终端消费变化做出反应。2016 年公司上市募投项目中“信息化系统建设项目”投资金额为 6977 万元, 项目拟全面完善公司 ERP 系统和营销管理平台等信息系统, 2018 年零售管理平台即实现对少部分经销商推广使用。目前公司信息管理系统逐渐成熟, 已实现对大部分经销商实行订单数据在系统录入, 并激励导购主动报单, 以降低经销商的抵触心理。信息化系统打通后, 公司对经销商控制能力增强, 可以根据订单情况监督经销商下单备货和维持合理库存, 以指导工厂安排生产和及时调整营销战略。信息化管理有助于公司实现与定制家居企业类似的“以销售指导生产”, 加快生产商对产品动销、消费偏好和产品意见的反馈速度, 向以消费者为中心的企业转型; 同时提高门店周转效率, 减少不良竞争, 维持公司经销系统高效、可持续发展。

电商渠道抓住重要营销节点，形成品牌效应。公司在电商营销方面主要在 816 全民顾家日、双十一、超级品牌日等关键营销节点进行大规模促销和宣传活动，以集中营销火力形成品牌效应。2019 年起公司在重要的销售节点推广惠尚系列产品，致力于打造爆款推升销量，提高品牌效应。根据草根调研，惠尚系列在 2020 上半年电商营销活动期间贡献了较高的销售额，有效拉动中低端产品销售，营销效果较明显。2018 年与 2019 年公司连续冠名天猫双十一狂欢夜晚会，在晚会宣传期和晚会直播期间进行大量广告投放，针对年轻消费群体进行精准营销。根据雪球网数据，2019 年双十一当天，顾家家居全渠道零售录单总额破 7.5 亿元，仅当天录单总额约占顾家 2019 年前三季度收入的 9.7%，宣传效果和销售引流效果都较为显著。整体来看，公司对电商渠道愈发重视，线上线下产品形成区隔，既保护了现有经销商，也提升了线上产品供应链实力。目前逐渐在关键营销节点销售领先主要竞品，品牌效应突显，也符合电商渗透率提升的行业趋势。未来随着电商营销成本持续提升，中小品牌受营销资金限制促销活动力度减弱，头部品牌资金实力更强将优先受益，线上壁垒逐渐加深。

图 58：天猫 2019 双十一销售额排名



数据来源：天猫网，西南证券整理

图 59：双十一顾家新潮电梯媒体广告投放



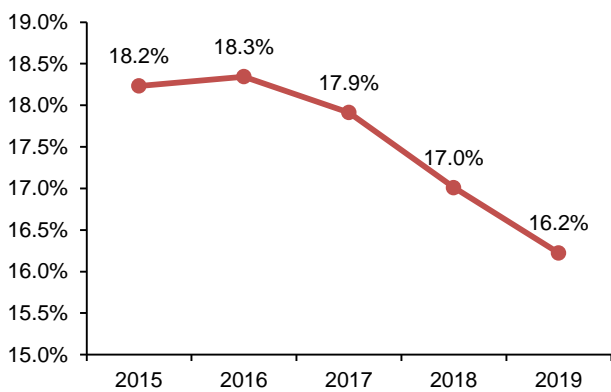
数据来源：界面，西南证券整理

拥抱新渠道，多平台创新销售模式。公司除了稳步推进传统门店和电商渠道扩张之外，也创新性地开拓地产和商超等新渠道，寻求与不同业态的整合，向大家居战略靠近。公司地产新渠道样板间销售模式逐步完善，目前已与恒大、万科、碧桂园、绿城、世茂、龙湖、富力等地产总部建立合作关系。与地产商合作有助于公司将流量入口前置，先入为主地提升潜在用户对公司品牌的认可度，从而提升转化率；新渠道方面，加强了与苏宁零售云、国美/苏宁电器商场、百安居的合作，形成“家电+家居”，“家居建材超市+软体家居”等跨品类整合新店态，借助家电及建材商场在三四线城市已有的渠道优势，实现渠道快速下沉。跨品类融合店从消费者的需求出发，提供更加全面的品类供应和一站式服务，能够有效提升品牌口碑和知名度。

### 3.3 制造力：全球产能布局完备，制造能力突出

2015 年来公司制造能力稳步提升，制造费用占成本比重呈下降趋势，生产成本控制效果较好。主要由于：1) 产能布局逐渐完备，自产比率提高，缩短运输时间，降低外购成本；2) 制造效率提升，供应链管理逐渐完善，生产成本得到控制。

**产能扩张循序渐进，全球产能布局逐渐形成。**目前公司国内产能主要分布于浙江杭州、河北深州和湖北黄冈，共有软体家具计划产能 385 万标准套，定制家居计划产能 1400 万方；2019 年公司收购品牌玺堡家居在泉州、惠州和临沂三地的工厂也逐步建成投产，全国产能布局完备，有效支持公司业务扩张，缓解了产能不足的问题。2015-2019 年公司外购成本占生产成本比从 18.2% 下降至 16.2%，自产比例提高，成本控制效果较为显著。同时公司逐步布局海外产能，以降低人工成本和外销的关税成本，2019 年公司在越南布局“年产 45 万标准套软体家具产品项目”，预计达产后可实现年营业收入约 19 亿元人民币，同时马来西亚和墨西哥工厂也开工建厂，预计建成达产后公司外销成本将进一步降低，全球化产能布局逐渐形成。

**图 60: 公司外购成本占生产成本比**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 61: 顾家国内产能分布**


数据来源：公司公告，西南证券整理

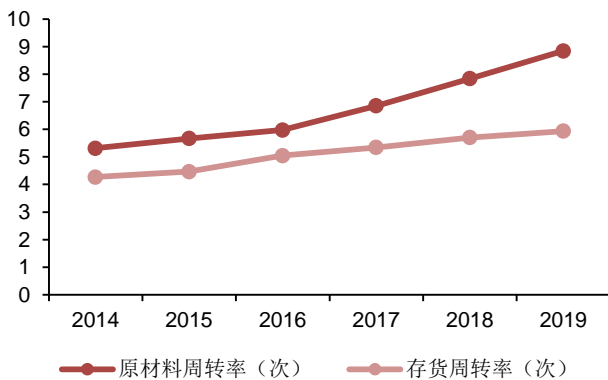
**表 9: 顾家家居全球产能扩张项目**

项目名称	主营产品	计划产能 (万套)	开工时间	预计投产时间	预计达纲时间
<b>国内产能</b>					
顾家定制智能家居制造项目	定制家居	1000 万方	2019Q3	2021Q1	2026
嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目	软体家具	80	2017.9	2022Q3	2024
华中(黄冈)基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目	60 万标准套软体及 400 万方定制家居	60 万套 +400 万方	2018.7	2019 年底	2022 年
江东 (97 万标准套软体家具募投项目)	沙发 55 万标准套, 餐椅 15 万标准套, 软床 18 万标准套, 床垫 9 万标准套	97		2018 年底	2021
浙江杭州下沙工厂	软体家具	48 万	已达产	-	-
河北深州工厂	软体家具	100 万	已达产	-	-
<b>海外产能</b>					
越南基地年产 45 万标准套软体家具产品项目	软体家具	45	一期: 2020Q1 二期: 2020Q3	一期: 2020Q4 二期: 2021 年底	2024
马来西亚工厂	软体家具			2019.3	
墨西哥制造基地华富山一期	软体家具		2019.11	2020.07	

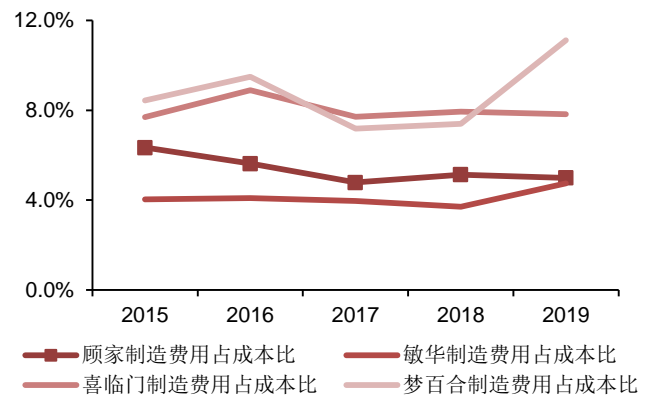
数据来源：公司公告，西南证券整理

**制造效率逐步提升，供应链管理持续优化。**公司通过优化采购数额与采购时间，提高原材料与生产衔接的准时程度，减少产品和原材料在库时间。2014-2019 年公司原材料周转率从 5.3 次上升至 8.8 次，库存周转率从 4.3 次上升至 5.9 次，原材料及存货周转率均不断提升。目前公司一线城市部分经销商已实现零库存，客户下单后以销定产，依然能够满足客户在规定时间内配送安装的要求，后端“采购-生产-配送”的流程较为顺畅。预计公司 2019 年牵手华为深度构建数字化供应链后，供应链效率有望进一步提升。

与行业竞争对手相比，公司制造费用占生产成本比较低，2019 年公司制造费用占生产成本比约为 5%，与敏华较为接近，整体低于行业平均水平。2015-2019 年公司制造费用占生产成本比有下降趋势，主要由于公司持续推进精益生产，制造效率稳步提升。预计未来在公司减人增效调控和自动化程度提升背景下，制造成本将保持较低水平。

**图 62：顾家原材料及存货周转率**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 63：可比公司制造费用占生产成本比**


数据来源：各公司年报，西南证券整理

### 3.4 外延收购：品牌“走出去”+“引进来”，发挥协同效应

公司 2018 年大举进行外延收购，以“走出去”和“引进来”两个战略构建品牌版图，其中并购项目 6 个。公司一方面引进国外知名品牌，丰富内销产品品类及价格带；另一方面收购外销品牌，扩大海外产能，吸收先进设计工艺，降低关税成本。

**表 10：顾家家居收购品牌收入业绩情况**

投资标的	商誉 (亿元)	2019H1 收入 (万元)	2019H1 EBITDA (万元)	业绩承诺
纳图兹	3.6	16059.9	1460.9	-
玺堡家居	2.5	25588.5	3039.2	2019-2021 年合计净利润 1.75 亿元
优先家居	1.0	20472.2	4728.9	-
RolfBenz 及 RB Management	0.5	25393.3	247.7	-
班尔奇	0.3	5407.1	100.2	-
卡文家居	0.4	7703.7	233.1	2018 年净利润为正数
合计	8.3			

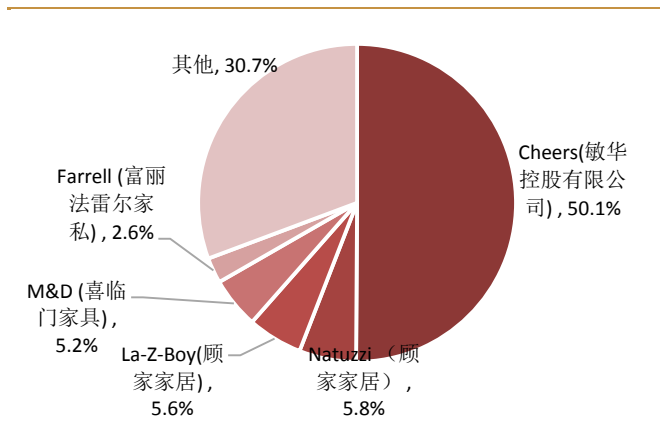
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 内销品牌“引进来”：

纳图兹主要经营 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 两个品牌的家居产品在大中国区内的零售网络。纳图兹是意大利顶尖的家具生产商之一，主要产品有皮沙发、功能沙发、睡床及餐桌等软体及配套家具，品牌定位中高端，与公司产品风格及品类较为契合。其中，纳图兹功能沙发在中国功能沙发品牌市占率约为 5.8%，位居第二名，收购纳图兹有效扩张了公司功能沙发业务收入。纳图兹目前在国内有 100 多家店，经营情况较好，基本在一二线主流物业最好的位置，盈利能力较强。

班尔奇主要从事全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品的销售，实现了全屋定制的高度覆盖；产品设计偏轻奢简约，符合年轻人的审美和消费趋势。班尔奇拥有世界领先的工业 4.0 高智能化板式家具生产设备流水线，可以运用最新的信息化技术，实现个性化定制家居从设计到工业化生产的高效无缝对接。目前班尔奇的销售网络已覆盖三十个省市自治区的省会及主要城市，终端店面数量达到 600 余家。收购班尔奇有助于公司扩展中高端全屋定制业务，扩大定制家居产能。

图 64：以品牌计算的国内各功能沙发市占率



数据来源：敏华控股 2020 财年业绩快报，西南证券整理

图 65：班尔奇工业 4.0 生产流水线



数据来源：新浪家居，西南证券整理

卡文家居主要经营“宽邸”品牌家居产品的销售，收入主要来源于经销和电商销售。宽邸品牌主要走现代美式简约风路线，与公司产品风格融合度较高，美式家具品类为公司对标竞品提供更多竞争力。宽邸与顾家强强联合后，拥有三大生产基地，11 大厂区，分布于越南、东莞、广州，厂区面积合计 400 万平方米，截至 2019 年 7 月宽邸品牌在全国拥有超过 200 家门店，零售能力较强。

### 外销品牌“走出去”：

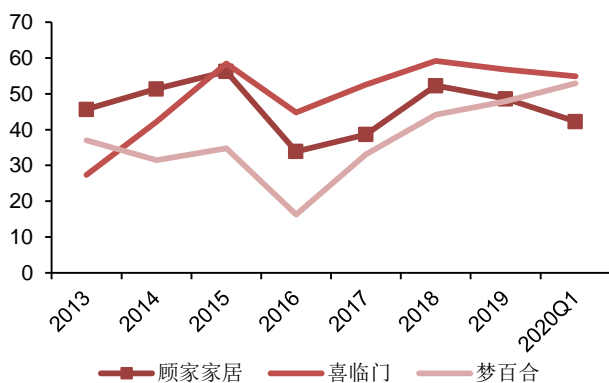
玺堡家居主要经营床垫和乳胶枕头的生产销售，产品主要销往美国市场，拥有 50 万平方米生产基地。玺堡家居海外工厂位于马来西亚，为公司提供了海外生产线，能够有效降低公司出口美国床垫的关税成本，利于公司提高床垫外销收入及利润率；玺堡在国内泉州、惠州、临沂拥有三处工厂，国内床垫及枕头产能逐步提升，未来公司有望与顾家自有品牌生产工艺和设计进行整合，进一步提升床垫产品竞争力。

优先家居主要经营定制沙发家具，产品主要销往英国，拥有超过 60 万平方米的生产基地。优先家居产品定位于中高端市场，目前销售情况较好，大客户战略执行较为成功。

Rolf Benz 主要经营以欧洲为主要市场的沙发及其他客餐厅、卧室家具，作为德国顶级沙发品牌，以质量、功能和设计闻名，定位偏高端奢侈，是欧洲知名度较高的精品家具品牌。Rolf Benz 生产线位于欧洲，收购后尚未在国内开店，未来有机会借助其优秀的海外供应链，扩张公司海外产能，扩大欧洲业务。

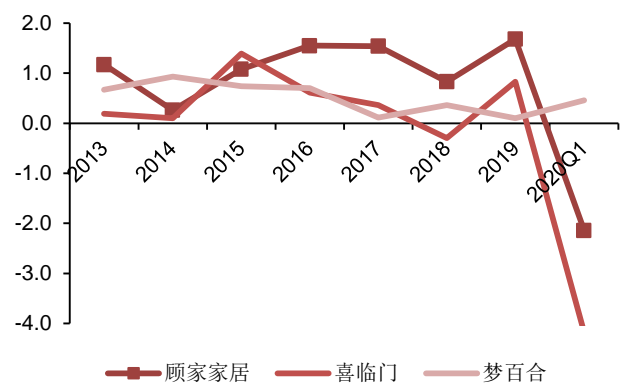
整体来看，收购增加了公司负债和现金流压力，但总体可控。2018 年公司进行频繁收购后，资产负债率有所增加，2018 年资产负债率约为 52.3%，同比提高 13.7pp，但在可比公司中资产负债率仍处于较合理水平；2019 年及 2020 年 Q1 公司资产负债率有所下降，偿债压力得到有效控制。2018 年公司现金满足投资比率约为 0.83，略低于 1 的健康水位，但在 2019 年公司优先保证现金流策略下该指标回升较快，2019 年达到 1.68，在可比公司中处于较高水平。整体来看收购为公司带来的偿债和现金流压力总体可控，预计未来收购品牌逐渐整合发挥协同作用后将为公司带来较稳定的投资回报。

图 66: 可比公司资产负债率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 67: 可比公司现金满足投资比率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3.5 管理端: 职业经理人管理高效, 营销结构逐步下沉

我们认为, 高效的职业经理人制度和灵活的组织架构是公司最为核心的优势之一。主要原因有: 1) 公司职业经理人制度和事业部制度已发展成熟, 保证了公司规模和品类持续扩张时保持良好的管理效率。2) 组织架构可以为战略目标提供支持, 成立区域零售公司后管理权逐层下放, 使零售能力成为现有品类增长的有效抓手。

**职业经理人管理高效, 董事会充分放权。**2012 年起公司通过市场化方式引进了一批优秀的职业经理人, 董事会充分放权, 目前公司已摆脱家族企业的管理模式, 形成了现代化的管理体系, 是家居企业中较少实现完全职业化管理的公司之一。职业经理人制度是公司运营机制的重要组成部分, 在现代化运作改革下, 股份公司只负责战略、风险防范和监控、企业文化和主要干部的管理, 而业务的经营权限逐层下放, 缩短经营业务的决策层级, 决策更加快速高效, 因此当公司规模和体量继续扩大时仍能保持较高经营效率。

**核心高管持股比例高, 看好公司长期发展。**公司总裁李东来持股比例较高, 目前持股比例为 1.91%, 且随着增持计划的推进该持股比例仍将有提升。2019 年 12 月 5 日公司发布公告, 计划在公告日一年内, 向公司董事兼高级管理人员李东来先生或其参与设立的有限合伙企业、信托计划及资管计划增持金额不低于人民币 10,000 万元, 不超过人民币 20,000 万元



的股份。增持计划展现了高管对公司业绩长期发展的信心和对公司投资价值的认同，管理人与公司共享收益、共担损失，利于公司降低管理风险。

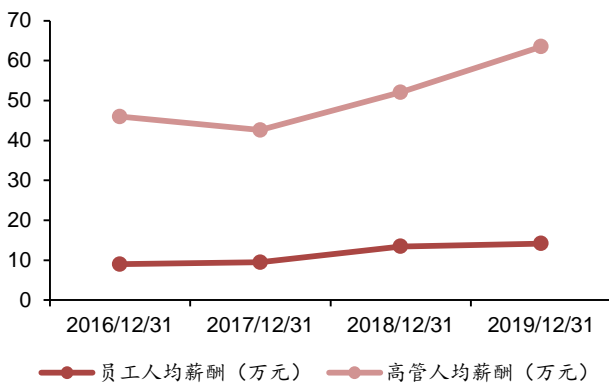
**表 11：核心高管持股变化情况**

姓名	职务	日期	持股数量 (万股)	占股本总额比例	持股变动原因
李东来	总裁、董事	2017.09.28	411.9	1%	股权激励
		2019.05.28	576.6	0.96%	资本公积转增股本
		2020.05.27	1149.6	1.91%	通过私募基金间接增持

数据来源：公司公告，西南证券整理

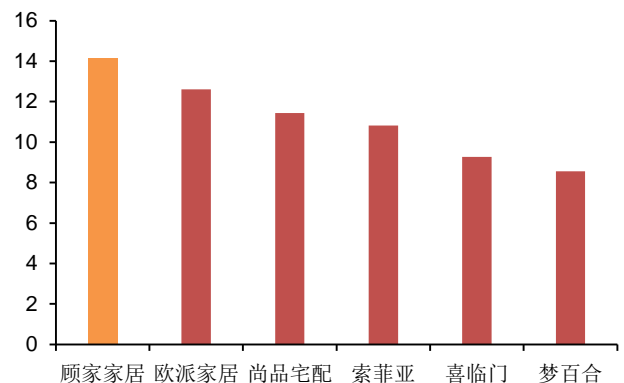
**绩效导向奖励充分，提升员工积极性。**公司对员工培养和激励机制较为完善，建立了覆盖全体员工的多方面的培训体系，坚持绩效导向的薪酬政策，充分发挥薪酬的激励性。纵向来看，公司员工薪酬水平增长较快，人均薪酬 2016-2019 年复合增速达到 16.4%；横向对比来看，公司薪酬体系具备充分的外部竞争性，人均职工薪酬水平位于行业前列，能够有效提升员工积极性。

**图 68：顾家家居员工及高管人均薪酬**



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 69：顾家与可比公司人均职工薪酬对比 (万元)**

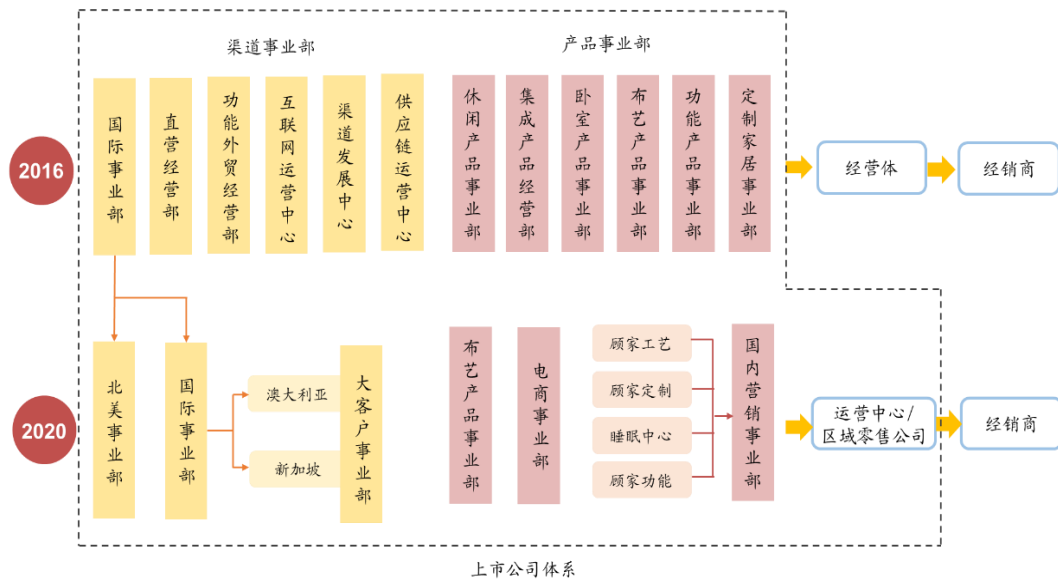


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**组织结构上，建立事业部制度，管理层级逐渐接近零售端。**根据公司招股说明书，2016 年公司已建立较为完善的事业部制度，包含休闲产品、卧室产品、功能产品等产品事业部，国际事业部、直营经营部、渠道发展中心等渠道事业部，及各类职能事业部。各事业部相对独立地进行管理与业务运营，事业部负责人具备充分管理权，有利于发挥管理人员积极性。管理权逐步下放到各事业部可以减轻高管处理繁杂事务的压力，集中精力管理公司发展战略、风险防范及企业文化，同时有利于公司培养后备人才；随着公司逐渐扩张品类，分条线管理有利于公司在各品类深耕，提升单品类专业化程度。

上市以来公司营销结构调整较为频繁，但整体调整目标是**业务管理部门逐渐向零售端靠近，公司管理人员逐渐从后端职能管理转型前端销售管理**，从而减少经营业务的管理层级，管理架构日趋完善。

图 70: 公司事业部结构调整



数据来源: 公司招股说明书, 调研数据、西南证券整理

**成立区域运营中心和零售公司, 终端决策因地制宜。**从 2018 年开始, 公司将原有的顾家工艺和睡眠中心合并成国内营销事业部, 2020 年又将顾家定制、顾家功能两个产品条线纳入国内营销事业部中, 提高品类间协同能力; 同时成立 20 多个运营中心, 负责区域中小经销商的管理, 使决策流程前置, 更贴近终端经销门店与消费者, 及时为经销商提供业务指导和培训支持。

2019 年公司开始合并一些运营中心, 进而成立多家零售公司。零售公司是对原本运营中心的组织架构再次升级, 总部原本负责职能工作的人员逐步深入零售公司参与销售管理, 由公司分配给各零售公司制定比例的费用, 由零售公司自行分配、自负盈亏。零售公司的成立赋予终端决策灵活权, 因地制宜, 调整产品和营销打法; 同时为门店搭建信息化系统, 精准掌握终端零售情况, 并将仓储物流配送等环节标准化, 提升服务标准化能力, 逐渐从制造型向零售型家居企业转型。零售中心打通后, 可以充分收集当地销售数据, 实现根据区域情况配置资源, 以对市场进行高效反馈, 精细投放资源。整体来看公司对零售端管控能力增加, 零售终端能够更快响应公司营销战略, 预计在零售公司管理下终端业绩提升将更加显著。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 精装房政策将持续推进, 精装房渗透率将稳步提升, 预计 2020-2022 年精装房渗透率分别为 36%、40%、42%。软体家具的精装配套率保持稳定, 预计 2020-2022 年软体精装配套率稳定在现有水平 20% 不变。

假设 2: 软体家具市场规模将稳定增长, 预计 2020-2022 年沙发市场规模增速稳定在 3-5%, 床垫市场规模增速区间为 5%-10%。

假设 3: 公司维持渠道优势, 拓店步伐稳健, 2020-2022 年净开店数量分别为 600 家、500 家、400 家。

表 12: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	11,093.6	12,279.7	14,400.5	17,184.9
	增速	20.9%	10.7%	17.3%	19.3%
	成本	7,226.2	8,111.3	9,588.1	11,519.6
	毛利率	34.9%	33.9%	33.4%	33.0%
沙发产品	收入	5,830.8	6451.0	7579.0	9077.0
	增速	13.3%	11%	17%	20%
	成本	3,939.8	4,354.4	5153.7	6263.2
	毛利率	32.4%	33%	32%	31%
床类产品	收入	1,952.8	2145.0	2556.4	3098.0
	增速	72.5%	9.8%	19.2%	21.2%
	成本	1,268.4	1,372.8	1,661.7	2,013.7
	毛利率	35.1%	36%	35%	35%
集成产品	收入	1906.2	2134.9	2519.2	3023.1
	增速	18.4%	12%	18%	20%
	成本	1445.1	1601.2	1914.6	2297.5
	毛利率	24.2%	25%	24%	24%
定制产品	收入	343.0	394.5	473.3	568.0
	增速	61.7%	15%	20%	20%
	成本	220.3	244.6	288.7	340.8
	毛利率	35.8%	38%	39%	40%
信息技术服务	收入	405.3	466.1	550.0	659.9
	增速	22.0%	15%	18%	20%
	成本	50.1	55.9	66.0	79.2
	毛利率	87.6%	88%	88%	88%
红木家具	收入	143.2	150.4	157.9	165.8

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	-9.4%	5%	5%	5%
	成本	107.0	111.3	113.7	116.0
	毛利率	25.3%	26%	28%	30%
其他	收入	512.3	537.9	564.8	593.0
	增速	-12.2%	5%	5%	5%
	成本	352.6	371.1	389.7	409.2
	毛利率	31.2%	31%	31%	31%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取欧派家居、尚品宅配和曲美家居作为可比公司, 可比公司均为布局全屋大家居行业头部公司, 和公司战略及主营业务有较高相似性, 股价具有较高可比性。可比公司 2020 年平均 PE 为 26 倍, 考虑到顾家所属软体赛道竞争格局更优, 在产品、渠道及管理等方面壁垒较高, 给予一定估值溢价, 公司 2020 年目标 PE 32 倍, 目标价 68.8 元, 维持“买入”评级。

表 13: 可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603833.SH	欧派家居	89.59	3.46	4.10	4.76	26.18	22.13	19.06
300616.SZ	尚品宅配	63.1	2.82	3.26	3.70	23.21	20.06	17.69
603818.SH	曲美家居	10.1	0.34	0.54	0.65	29.66	18.57	15.34
平均值						<b>26.35</b>	<b>20.25</b>	<b>17.36</b>
603816.SH	顾家家居	57.2	2.15	2.53	3.04	26.6	22.97	19.07

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

市场竞争加剧的风险; 中美贸易摩擦加剧的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 公司业务整合情况不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11093.59	12279.69	14400.52	17184.87	净利润	1220.45	1335.61	1572.09	1896.06
营业成本	7226.20	8111.32	9588.06	11519.63	折旧与摊销	207.23	225.18	271.81	323.86
营业税金及附加	79.20	100.96	114.84	118.58	财务费用	104.37	109.64	106.92	89.90
销售费用	2073.16	2234.90	2563.29	2972.98	资产减值损失	-8.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	292.23	343.83	388.81	446.81	经营营运资本变动	936.54	-96.31	222.46	302.31
财务费用	104.37	109.64	106.92	89.90	其他	-336.46	-117.44	-141.58	-152.87
资产减值损失	-8.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	2124.14	1456.68	2031.70	2459.25
投资收益	139.63	106.00	128.00	140.00	资本支出	-958.73	-1110.00	-1060.00	-1010.00
公允价值变动损益	17.88	11.44	13.59	12.87	其他	1263.75	57.44	78.59	87.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	305.02	-1052.56	-981.41	-922.13
<b>营业利润</b>	1291.87	1496.47	1780.17	2189.85	短期借款	166.84	229.16	-300.87	-215.25
其他非经营损益	230.30	196.32	201.62	204.63	长期借款	-592.79	-100.00	-50.00	-50.00
<b>利润总额</b>	1522.17	1692.79	1981.80	2394.49	股权融资	53.44	0.00	0.00	0.00
所得税	301.71	357.18	409.71	498.43	支付股利	0.00	-290.28	-270.74	-285.93
净利润	1220.45	1335.61	1572.09	1896.06	其他	-673.17	-990.94	-46.92	-49.90
少数股东损益	59.29	34.90	46.31	58.86	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1045.68	-1152.06	-668.53	-601.09
归属母公司股东净利润	1161.16	1300.72	1525.78	1837.19	<b>现金流量净额</b>	1382.77	-747.94	381.75	936.03
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2958.28	2210.34	2592.09	3528.12	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1195.88	1328.06	1584.16	1877.14	销售收入增长率	20.95%	10.69%	17.27%	19.34%
存货	1266.11	1486.75	1732.44	2092.45	营业利润增长率	11.53%	15.84%	18.96%	23.01%
其他流动资产	693.17	714.58	752.87	803.14	净利润增长率	21.25%	9.44%	17.71%	20.61%
长期股权投资	238.82	263.82	291.82	321.82	EBITDA 增长率	20.87%	14.21%	17.89%	20.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2295.99	3257.11	4121.61	4884.05	毛利率	34.86%	33.95%	33.42%	32.97%
无形资产和开发支出	1582.06	1520.36	1458.66	1396.96	三费率	22.26%	21.89%	21.24%	20.42%
其他非流动资产	2029.68	2050.07	2070.47	2090.87	净利率	11.00%	10.88%	10.92%	11.03%
<b>资产总计</b>	12259.99	12831.10	14604.12	16994.56	ROE	19.37%	19.90%	19.62%	19.71%
短期借款	286.96	516.13	215.25	0.00	ROA	9.95%	10.41%	10.76%	11.16%
应付和预收款项	3240.30	3439.30	4070.15	4903.49	ROIC	23.69%	24.31%	24.03%	25.39%
长期借款	474.47	374.47	324.47	274.47	EBITDA/销售收入	14.45%	14.91%	14.99%	15.15%
其他负债	1957.70	1790.58	1982.26	2194.50	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	5959.43	6120.47	6592.13	7372.45	总资产周转率	0.97	0.98	1.05	1.09
股本	601.81	604.14	604.14	604.14	固定资产周转率	6.70	5.78	5.34	5.20
资本公积	2204.64	2202.31	2202.31	2202.31	应收账款周转率	11.41	11.59	11.81	11.84
留存收益	2903.51	3913.95	5168.99	6720.25	存货周转率	5.93	5.88	5.94	6.01
归属母公司股东权益	5906.18	6281.37	7536.41	9087.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.04%	—	—	—
少数股东权益	394.37	429.27	475.58	534.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	6300.55	6710.64	8011.99	9622.11	资产负债率	48.61%	47.70%	45.14%	43.38%
负债和股东权益合计	12259.99	12831.10	14604.12	16994.56	带息债务/总负债	26.82%	28.23%	20.88%	15.08%
					流动比率	1.36	1.23	1.30	1.40
					速动比率	1.08	0.91	0.96	1.05
					股利支付率	0.00%	22.32%	17.74%	15.56%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.92	2.15	2.53	3.04
					每股净资产	9.78	10.40	12.48	15.04
					每股经营现金	3.52	2.41	3.36	4.07
					每股股利	0.00	0.48	0.45	0.47
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1603.47	1831.29	2158.91	2603.61					
PE	29.76	26.56	22.65	18.81					
PB	5.85	5.50	4.58	3.80					
PS	3.11	2.81	2.40	2.01					
EV/EBITDA	19.34	17.29	14.31	11.39					
股息率	0.00%	0.84%	0.78%	0.83%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn