

家具行业深度研究报告

好赛道，好赛马——解析顾家家居的床垫业务

推荐（维持）

- 我国床垫市场消费规模居全球首位。据 ISPA，中国床垫消费总额从 2002 年的 6.8 亿美元增长到 2017 年的 93.1 亿美元，CAGR 达 17.77%。房地产投资更新需求的推动、城镇化率的提高和消费升级的作用，促进行业长期保持健康自然增长。预计未来 5 年床垫市场销售额将达 900 亿，未来 5 年 CAGR 近 6%。
- 目前我国床垫行业 CR5 仅 16%，未来行业集中度有望进一步提升。床垫产品的差异化较小的特征决定其适合规模化生产，天然有利于行业集中；渠道建设筑成行业竞争护城河：第一，渠道对产品的加价多，渠道有更强的议价权。第二，各公司销售费用占营业收入比例均约为 22%，营销成本大，渠道建设投入多。第三，相比于美国，美国床垫行业巨头注重渠道建设。如 Tempur Sealy，其产品覆盖全球 100 多个国家，其营销网络主要包括零售、直营以及第三方经销商，截至 2015 年初，Tempur Sealy 在全球的零售网点已经达到 32300 个，在北美地区的门店数量超过 20000 家。从美国经验来看，成熟的床垫市场集中度很高，行业中的百年老店必然是深耕渠道、积淀多年的老牌企业。内资企业由于渠道优势和价格优势竞争优于外资企业。主流厂商为中高端路线的慕思、全覆盖的喜临门、功能床垫为主的梦百合、中低端路线的穗宝。**对标美国**，我国床垫行业处于成长期前期，未来 5 年料将继续分享行业红利，拉开品牌竞争的序幕，距离行业大规模整合并确立巨头还有很长的路要走。**生产端来看**，床垫行业自动化程度高，规模化优势明显，毛利率水平在 30% 以上，原材料占成本比例高，受海绵原料 TDI、MDI 价格影响较大。
- 顾家家居床垫依托公司渠道布局，借力顾家品牌，充分享受行业红利，竞争优势明显：**渠道方面**，依托于公司软体家具业务覆盖全国的销售网络，近 6000 家品牌店分布于全国部分省份的营销网络已经渗透到乡镇级别。顾家家居沙发的渠道已完成下沉，床垫开始铺货后将迎来大幅增长；线上渠道稳居第三，与恒大的合作打开了工程渠道的增长点。短期来看，在三四线城市的渠道布局可充分受益于本轮棚改货币化。**产品和品牌方面**，产品定位清晰，主打性价比；品质优良，有严格的质量管理和工艺技术优势；床垫将借助顾家优质品牌，充分放量。**产能方面**，IPO、可转债等募资方式助力公司布局华东/嘉兴/华中生产基地，产能增长进入快车道。五大生产基地 917 万套设计产能保证公司业务持续拓展。同时华东、华中、华北的全国布局将有效降低公司运输成本，提升经销商的盈利能力，同时缩短回货周期，提升客户满意度。行业目前处于成长期前期，未来 5 年有望继续分享行业快速增长的红利，公司良好的渠道、产品和品牌能充分助力。
- **风险提示**：房地产行业增速不达预期；原材料价格大幅波动；汇率波动；渠道下沉不达预期。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.87
总市值(亿元)	3,967.15	0.66
流通市值(亿元)	2,493.95	0.57

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.1	9.14	-18.87
相对表现	-6.93	-15.67	-24.18



相关研究报告

《品牌家居的白银时代系列报告（一）：以往鉴来，观 90 年代日本展望中国品牌家居白银时代》
2019-03-17

《【华创轻工】木门行业深度研究报告：千亿木门市场引百舸争流，品牌、渠道、产品铸龙头优势》
2019-03-18

《家具品牌家居的白银时代系列报告（二）：千亿橱柜市场能否诞生千亿市值公司？》
2019-03-24

目录

一、好赛道：床垫行业红利明显，百舸争流.....	5
（一）床垫产品以弹簧床垫为主.....	5
（二）我国床垫市场广阔，增长迅速.....	6
（三）竞争格局：行业集中度低，渠道成核心胜负手.....	7
1、行业趋势：向行业龙头集中.....	7
2、竞争现状：本土品牌渠道优势明显.....	8
3、对标美国，行业成熟任重道远.....	10
（四）生产端：自动化程度高，规模化优势明显.....	13
1、行业毛利率净利率水平较高，盈利能力强.....	13
2、生产自动化程度高.....	13
3、利润受 TDI、MDI 价格影响较大.....	14
二、好赛马：顾家依托公司渠道布局，进入床垫行业近 5 年维持高增长.....	16
（一）床类业务逐年提高.....	16
（二）渠道优势是核心竞争力.....	17
1、线下布局：门店覆盖全国，二三线城市有望发力.....	18
2、线上布局：稳居前三，先发优势.....	20
3、打开工程领域渠道的增长点.....	20
（三）产品和品牌建立护城河.....	21
1、产品定位清晰，主打性价比.....	21
2、产品品质优良，品牌口碑出众.....	21
（四）产能投资为业务拓展保驾护航.....	22
三、风险提示.....	23

图表目录

图表 1	五大床垫类型.....	5
图表 2	功能性床垫在美国发展迅速（单位：百万美元）.....	5
图表 3	各种材质的床垫知名品牌覆盖率.....	6
图表 4	我国床垫市场消费增长迅速.....	6
图表 5	我国床垫市场未来有巨大市场空间.....	7
图表 6	Tempur sealy 门店数量.....	7
图表 7	Select Comfort 门店数量.....	7
图表 8	美国床垫市场集中度.....	8
图表 9	中国床垫市场集中度(2014).....	8
图表 10	内、外资渠道布局（2014）.....	8
图表 11	渠道地区分布.....	9
图表 12	各品牌收入规模（亿元）.....	9
图表 13	企业经营情况比较（2014）.....	10
图表 14	喜临门、梦百合、顾家床垫（软床）收入.....	10
图表 15	喜临门、梦百合、顾家门店数.....	10
图表 16	美国床垫行业发展阶段.....	11
图表 17	美国床垫行业渗透率变化.....	12
图表 18	我国床垫行业渗透率变化.....	12
图表 19	床垫（软床）业务毛利率情况.....	13
图表 20	喜临门、梦百合净利率情况.....	13
图表 21	喜临门、梦百合 ROE 情况.....	13
图表 22	喜临门营业成本拆分.....	14
图表 23	梦百合营业成本拆分.....	14
图表 24	生产人员人均产出（万元）.....	14
图表 25	固定资产/总资产.....	14
图表 26	喜临门采购原材料拆分（2011）.....	15
图表 27	梦百合采购原材料拆分（2016）.....	15
图表 28	顾家床垫收入.....	16
图表 29	重要性因素分析.....	17
图表 30	不同渠道营业收入占比（万元）.....	17
图表 31	顾家境内门店.....	18
图表 32	公司经销门店分布覆盖全国.....	19

图表 33	公司坪效（元/平方米）	20
图表 34	顾家电子商务发展迅速	20
图表 35	2016 年与 2017 年天猫双十一期间住宅家具品牌销量 TOP10	20
图表 36	顾家家居荣誉	22
图表 37	顾家产能扩张情况	23
图表 38	顾家家居产能布局	23

一、好赛道：床垫行业红利明显，百舸争流

（一）床垫产品以弹簧床垫为主

随着物质文明和技术工艺的不断进步，现代人们使用的床垫种类逐渐趋向多元化，按材质的不同，市面上常见的床垫主要有五类：海绵床垫、棕垫、弹簧床垫、乳胶床垫、记忆棉床垫。**弹簧床垫是国内最为常用的床垫，也是最传统的床垫，2014年弹簧床垫的市场份额为85%以上。**一般由面料、填充物和弹簧支撑层三部分组成，其中起决定性作用的是弹簧支撑层。优质床垫就是要通过不同特性的弹簧、填充物层叠组合，达到柔软体感和坚实承托的平衡。

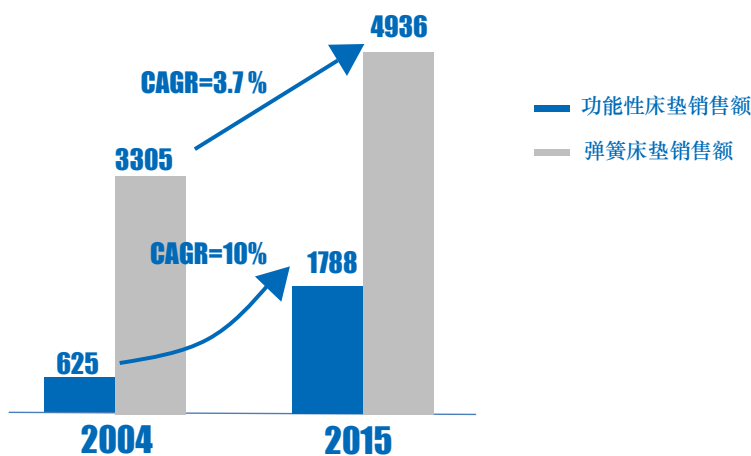
记忆棉床垫是目前在发达国家新兴的功能床垫。有着极为敏感的温度感知，能够很好塑造人体的身体轮廓。能够很好的贴合人的脊椎，使人的脊椎不易变形。在美国自2004年至2015年CAGR10%，远超过弹簧床垫的3.7%。因其原材料价格较高，采用新技术，价格较为昂贵，在我国尚处于引入期。

图表 1 五大床垫类型



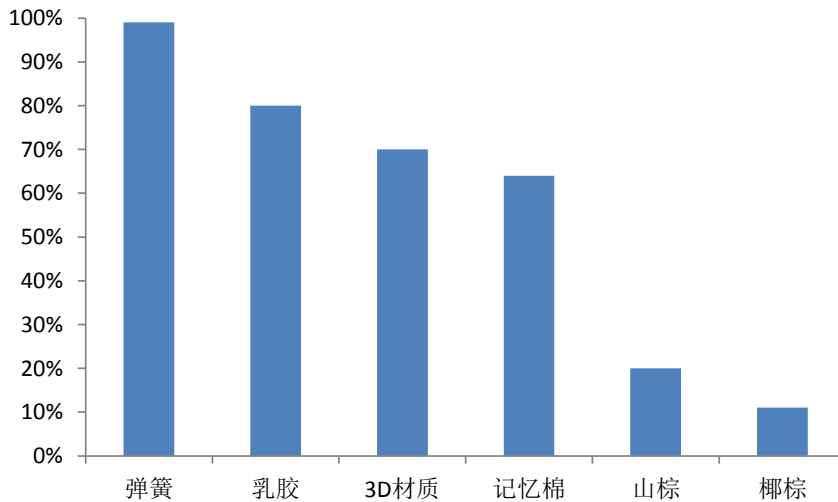
资料来源：中商产业研究院，华创证券

图表 2 功能性床垫在美国发展迅速（单位：百万美元）



资料来源：ISPA，华创证券

图表 3 各种材质的床垫知名品牌覆盖率

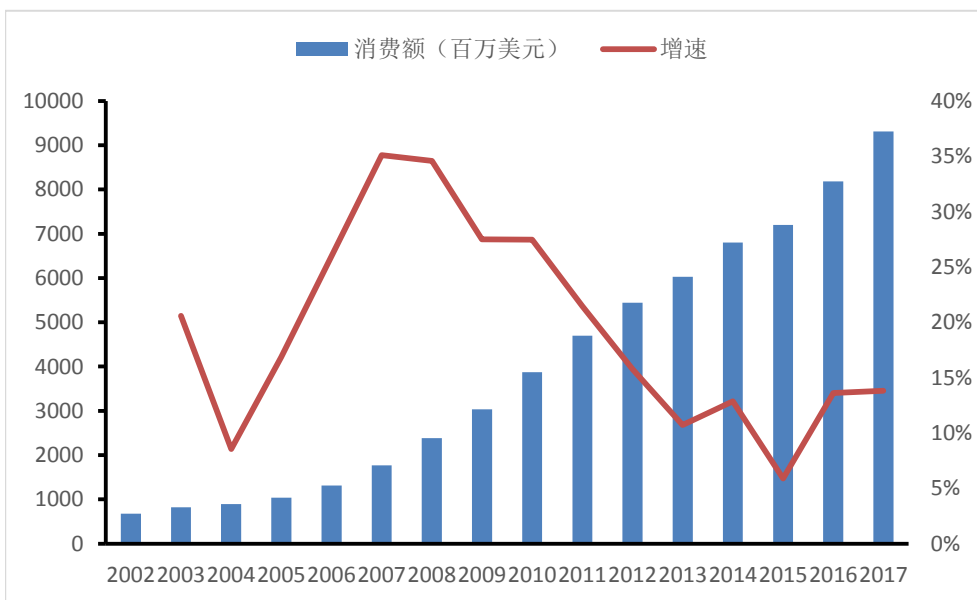


资料来源：中商产业研究院，华创证券

(二) 我国床垫市场广阔，增长迅速

我国床垫市场消费规模居全球首位。据 ISPA，中国床垫消费总额从 2002 年的 6.8 亿美元增长到 2017 年的 93.1 亿美元，CAGR 达 17.77%，已经超越美国成为全球最大的床垫消费市场。

图表 4 我国床垫市场消费增长迅速



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

经估算，未来 5 年床垫市场销售额将达 900 亿，未来 5 年复合增长率近 6%。床垫的需求来源为旧床垫的更新需求和新销售住宅的新增需求。假设床垫更换周期为 10 年，每间住宅面积 100 平方米，需 2 个床垫。假设未来 5 年床垫价格有所提升，由于房地产投资更新需求的推动、城镇化率的提高和消费升级的作用，促进行业长期保持健康自然增长。

图表 5 我国床垫市场未来有巨大市场空间

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
商品房住宅销售面积（万平方米）	98467.5	115722.7	105187.8	112412.3	137539.9	144788.8	147929.0	155325.5	163091.7	171246.3	179808.6	188799.1
商品房住宅销售面积增速	2.0%	17.5%	-9.1%	6.9%	22.4%	5.3%	2.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
更新需求（万张）	474.0	595.6	676.4	991.8	1108.5	1402.7	1185.6	1723.7	1867.5	1930.6	1969.4	2314.5
新增需求（万张）	1969.4	2314.5	2103.8	2248.2	2750.8	2895.8	2958.6	3106.5	3261.8	3424.9	3596.2	3776.0
总需求（万张）	2443.4	2910.0	2780.2	3240.0	3859.3	4298.5	4144.2	4830.2	5129.4	5355.5	5565.5	6090.4
单价	1404.7	1273.4	1507.5	1396.7	1332.2	1300.0	1300.0	1400.0	1400.0	1500.0	1500.0	1500.0
床垫消费额（亿元）	343.2	370.6	419.1	452.5	514.1	558.8	538.7	676.2	718.1	803.3	834.8	913.6

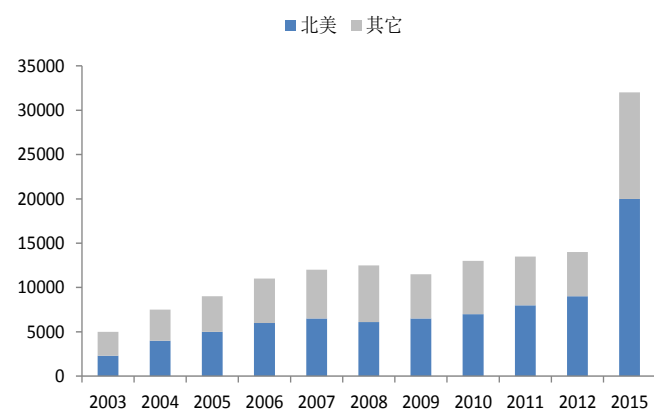
资料来源：Wind，华创证券

（三）竞争格局：行业集中度低，渠道成核心胜负手

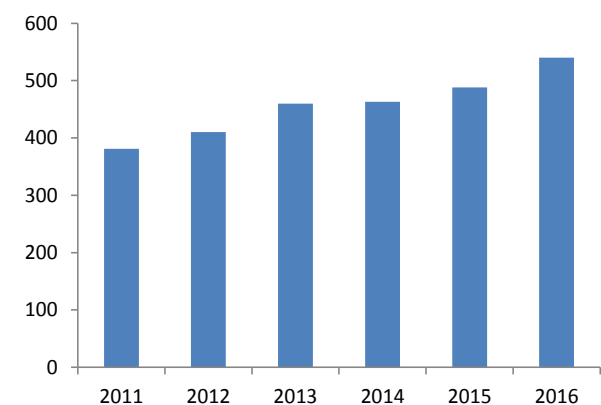
1、行业趋势：向行业龙头集中

床垫产品的天然特性决定了行业集中度能够提升到一个相对较高的水平。第一，床垫为差异化较小的产品，标准化程度很高，适合规模化生产，大企业对于原材料有更强的议价能力，提升生产效率，将有效降低成本，具有成本优势，形成壁垒；第二，床垫产品的创新主要包括材料和结构等，床垫行业普遍的研发投入较低，占营业收入的 1%-2%，因此品牌不需要高度细分，成熟情况下行业的集中度理论上较高。

床垫行业的竞争护城河，主要来源于渠道的建设，“得渠道者得天下”。第一，渠道对产品的加价多，渠道有更强的议价权。以全国销售额/全国销售量作为床垫市场均价，以公司床垫营业收入/公司床垫销售量作为床垫出厂均价，得到 2017 年市场均价约 804 元，而喜临门或梦百合的出厂均价约 600 元，可得渠道加价均为 30%。第二，各公司销售费用占营业收入比例均约为 22%，营销成本大，渠道建设投入多。第三，相比于美国，美国床垫行业巨头注重渠道建设。如 Tempur Sealy，其产品覆盖全球 100 多个国家，其行销网络主要包括零售、直营以及第三方经销商，截至 2015 年初，Tempur Sealy 在全球的零售网点已经达到 32300 个，在北美地区的门店数量超过 20000 家；同时美国也十分重视线上的营销。如以互联网直销为特征的 Casper，2014 年成立，通过线上渠道的经营，2015 年在美国的销售额也达 1 亿美元。

图表 6 Tempur sealy 门店数量


资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

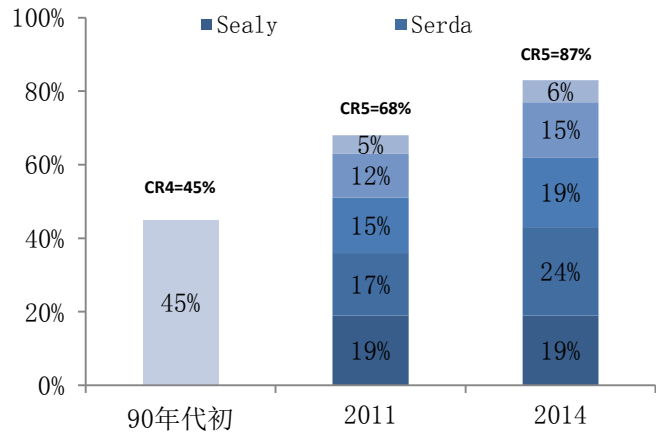
图表 7 Select Comfort 门店数量


资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

从成熟的美国市场来看，床垫市场具有集中的趋势。从上世纪 90 年代开始，美国床垫行业集中度逐年上升，从 90 年代初的 CR4 的 45% 增长到 2014 年 CR5 达到 87%，而我国 2014 年床垫行业集中度 CR5 仅为 12%。此外，美国床垫行业的集中化过程还伴随着企业间的并购，床垫品牌巨头强强整合。2008 年金融危机，Simmons 被控股 Serta 的阿瑞斯资产管理公司与加拿大安略教师退休基金会收购，与 Serta 成为同一控制下的品牌集团；2012 年 Sealy 接受

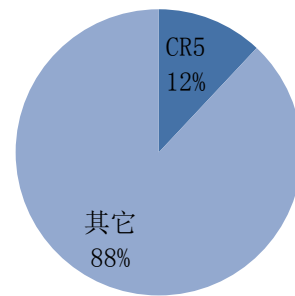
Tempur 的收购，合并后公司整体更名为 Tempur Sealy 国际公司。至此，美国床垫行业形成“席梦思+舒达”、“丝涟+泰普尔”的两大品牌集团，是美国家具集中度最高的子行业。

图表 8 美国床垫市场集中度



资料来源：CSIL，华创证券

图表 9 中国床垫市场集中度(2014)

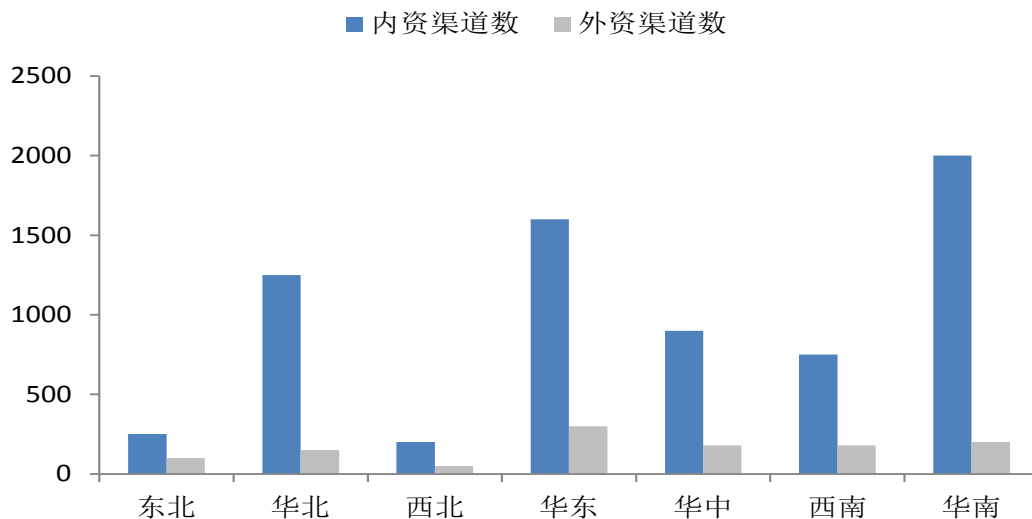


资料来源：泛家居网，华创证券

2、竞争现状：本土品牌渠道优势明显

内资与外资：内资具有渠道优势和价格优势。**渠道方面**，内资品牌 2014 年内资品牌渠道总数达到了 7775 个，而外资品牌仅有 879 个。在**市场业绩方面**，内资品牌在 2014 年实现了 68.52 亿元，是外资品牌的 4 倍有余。**价格方面**，内资品牌价格 600 元到上万元不等，1000-8000 元居多；外资品牌价格 5000-30000 元，远高于内资品牌。

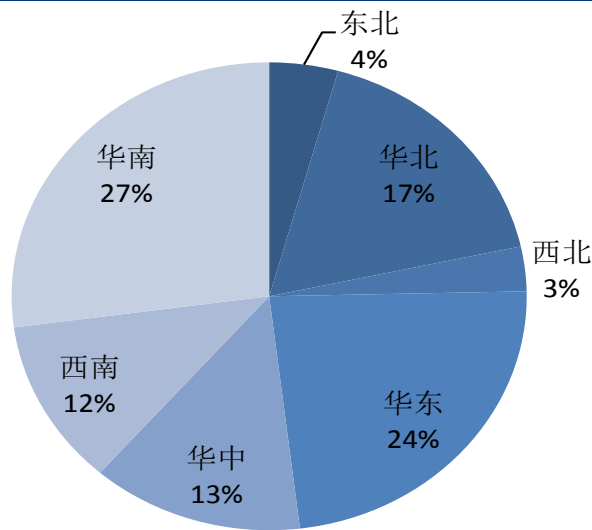
图表 10 内、外资渠道布局（2014）



资料来源：泛家居网，华创证券

渠道布局：零售为主，区域性明显。华东、华南等经济发达地区消费能力强，销售网点多，二者合计占 50% 以上。此外，东北、华北及西南地区形成区域性品牌，如重庆地区品牌玮兰和湖南地区品牌晚安，区域性品牌在各自区域内渗透性强，客户认知度高，龙头企业对于这些区域的渗透存在一定壁垒。

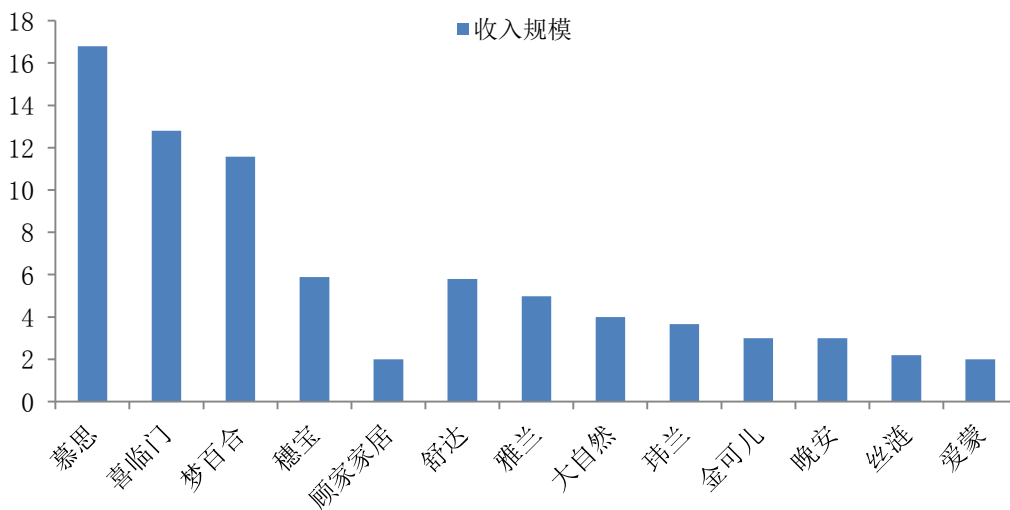
图表 11 渠道地区分布



资料来源：泛家居网，华创证券

内资企业：差异化竞争。从收入规模来看，慕思、喜临门、梦百合和穗宝是目前行业内的主流企业。慕思定位为中高端产品，主要价格为 2199-21498 元，爆款产品价格为 4299 元；喜临门产品覆盖范围较广，主要价格区间 1299-12888 元，爆款产品价格要为 2299 元；穗宝为中低端路线，主要价格区间为 1000-4000 元，爆款产品价格为 1799 元；顾家家居则进入较晚，产品定位为中端产品，价格区间主要为 2000-4000 元，爆款产品价格为 3899 元。

图表 12 各品牌收入规模（亿元）



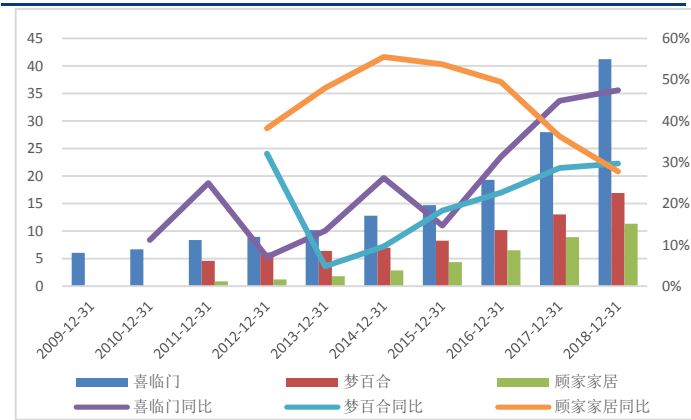
资料来源：泛家居网，华创证券

图表 13 企业经营情况比较 (2014)

公司	成立时间	收入规模	门店数量	渠道构成	产能 (万张)	所在地	公司背景	主要价格区间	产品定位	爆款	爆款线上销量
慕思	2004年	16.8亿	3700	零售、电商、酒店、出口	-	广东	内资	2199-12498	中高端	经典版, 4299	20923
喜临门	1996年	12.8亿	967	零售、酒店、电商、出口	260	浙江	内资	1299-12888	全覆盖	云朗系列, 2299	50000
梦百合	2003年	11.58亿	145	零售、电商、酒店、出口	150	江苏	内资	2000-13000	中端		
穗宝	1971年	5.88亿	1630	零售、电商、酒店、出口	70	广东	内资	1000-4000	中低端	堪培拉, 1799	33586
顾家家居	2014年	2亿	3000	零售、电商、工程、出口	-	浙江	内资	2000-4000	中端	1号垫, 3899	34768
舒达	2008年	5.8亿	424	零售、出口、酒店	-	广东	外资	5000-30000	高端		
雅兰	1997年	4.98亿	987	零售、电商、酒店、出口、工程	38	广东	内资				
大自然	1990年	4亿	480	零售、酒店、工程、电商	30	贵州	内资				
玮兰	1995年	3.66亿	432	零售、酒店、电商	25	重庆	内资				
金可儿	2000年	3亿	96	零售、酒店、电商、出口	20	上海	外资				
晚安	1997年	3亿	595	零售、出口	15	湖南	内资				
丝涟	2008年	2.2亿	195	零售、酒店、出口	-	上海	外资	6000-30000	高端		
爱蒙	2004年	2亿	400	零售、出口	40	广东	外资				

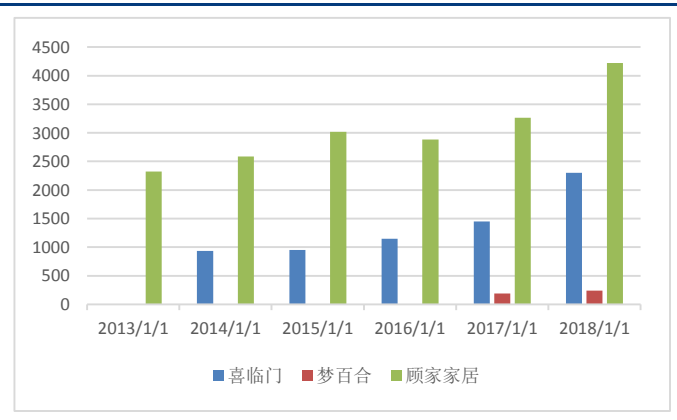
资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

图表 14 喜临门、梦百合、顾家床垫 (软床) 收入



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 15 喜临门、梦百合、顾家门店数



资料来源: 公司公告, 华创证券

3、对标美国，行业成熟任重道远

美国床垫行业经过 5 个阶段的发展实现了现在的产业集中。从 1865 年制造出第一张床垫开始，经历了萌芽期（1865-1915）、幼稚期（1915-1940）、成长期（1940-1965）、变革期（1965-1990）、成熟期（1990 至今）。

萌芽期，价格竞争时代。行业刚刚兴起，Simmons 和 Sealy 在此时期成立。行业发展初期，产品单一，制作简单，同质化的产品主要依靠价格竞争。

1915 年进入质量竞争时代。1) 随着经济的发展和房地产的 10% 的平均增长率，消费者对床垫在质和量上的需求都大幅增加，床垫行业复合增长率 10%。GDP 渗透率和可支配收入占比（床垫消费额/居民可支配收入）均上升，行业处于上扬状态。2) 此期间行业协会成立，制定了行业标准。3) 床垫种类得到丰富，开始机械化生产。

1940 年进入品牌竞争时代，为行业转型阶段。此时行业增速下降至 6%，渗透率也在此时到达最高点并开始下行。失去了幼稚期巨额的行业红利，企业进入了品牌竞争的初级阶段。现在的床垫销量最高的公司 Serda 即诞生于 1940 年。

1965 年进入了变革期，依靠品牌和资本，正式开始了稳定期的行业整合。80 年代在美国企业界席卷而来的杠杆收购

和股权收购波及到了床垫行业。大部分时间里，家庭控股企业和顶级制造商 simmons 多次易手，20 世纪 80 年代末，成为业内首个全国性员工持股公司。而在其中的二十年来，内部冲突和诉讼消耗了 sealy。至 1990 年，CR4 已经达到 45%，行业巨头已经确立。

1990 年进入成熟期，行业巨头稳定发展。由于人口红利的缺失和房地产增速的下降，渗透率保持稳定，行业稳定发展。此阶段的整合主要依靠资本和技术。2008 年金融危机，Simmons 被控股 Serta 的阿瑞斯资产管理公司与加拿大安略教师退休基金会收购，与舒达成为同一控制下的品牌集团；2012 年 Sealy 接受 Tempur 的收购，合并后公司整体更名为泰普尔丝涟国际公司。至此，美国床垫行业形成“席梦思+舒达”、“丝涟+泰普尔”的两大品牌集团，2014 年 CR5 达到 87%。

美国床垫行业发展的规律：1) **政治经济环境动荡是行业整合的加速器。**纵观美国整个床垫行业整合历史，大萧条和二战以及朝鲜战争的爆发加速了行业整合，使行业迅速洗牌。据 ISPA 统计，1927-1929 年间，床垫企业共有 838 家，产值达 1.2 亿美元。大萧条开始之后，企业数目锐减到原来的一半，产值骤降至 5900 万美元。行业迅速洗牌，落后产能淘汰，优质企业份额提升。2) **政治经济稳定时期，经历“分享行业红利-品牌竞争-资本介入竞争-巨头确立-行业稳定发展”的过程。**在行业爆发期（渗透率增长时），企业先分享行业的红利，在行业逐渐稳定（渗透率转折时），企业开始展开品牌竞争。在行业进一步冷却（渗透率下降时），资本力量介入，行业巨头确定，随后行业进入成熟期，行业稳定发展，行业聚焦主要依靠资本和技术，几大巨头份额进一步上升。

图表 16 美国床垫行业发展阶段

	1865	1915	1933	1940	1950	1965	1990	2014
	萌芽期		幼稚期		成长期		成熟期	
阶段特点	价格竞争		质量竞争		品牌竞争		资本+品牌	
增长动力	工业化		经济发展和房地产		经济发展和房地产		经济发展和房地产	
GDP渗透率	-		↗		↘		→	
可支配收入占比	-		↗		↘		→	
房地产行业固定资产投资增速中枢	-		10%		19%		9%	
床垫行业增速	-		14%		6%		4%	

资料来源: Bedtimes, Wind, 华创证券

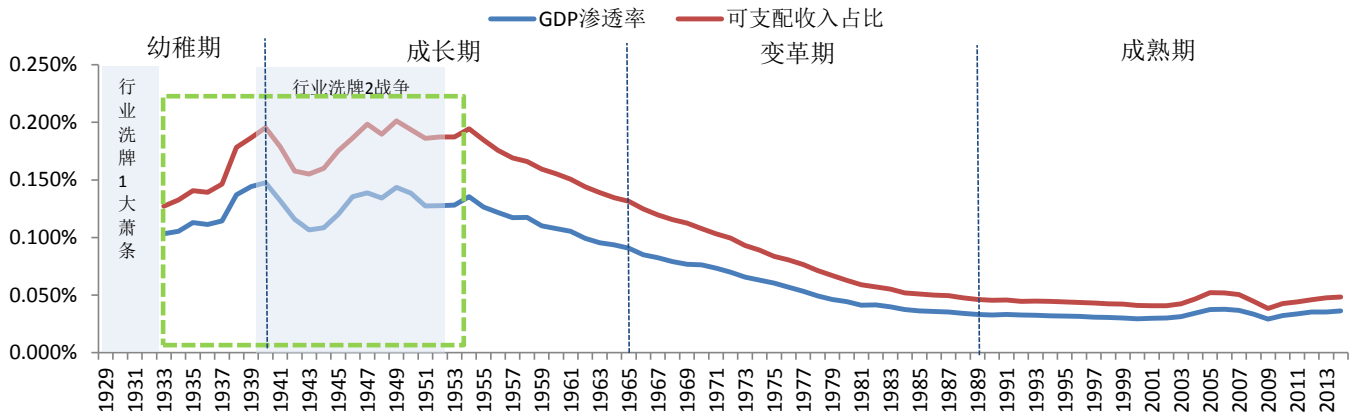
我国目前处于成长期前期，未来 5 年还将享受行业红利，进行较温和的品牌竞争，距离行业集中还有很长的路要走。没有政治经济动荡的加速器，我国床垫行业平稳发展。

80 年代-萌芽期：我国床垫业起步于 20 世纪 80 年代初期，这一时期我国引进了大量国外的、规格不等的弹簧软床垫生产，初步构建了我国软垫行业的发展基础和市场雏形。

90 年代-幼稚期：中国家具协会软垫家具专业委员会于 1991 年成立行业规范化发展，至 90 年代末期，我国从国外引进的生产线数量已接近上百条，规模以上企业已经有六七百家，喜临门、穗宝等品牌企业陆续成立。

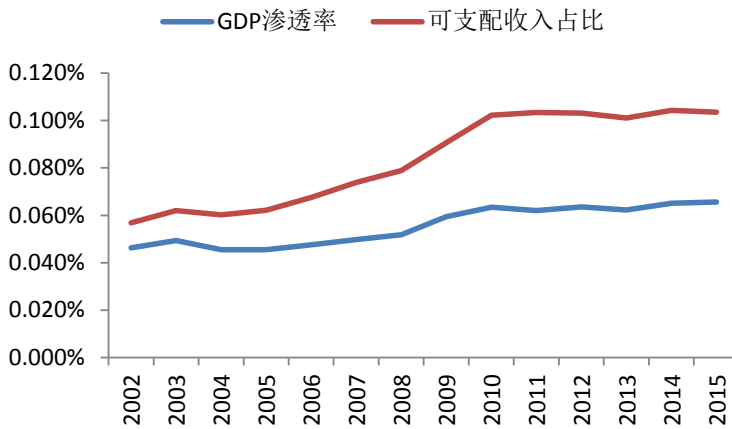
20 世纪初至 2016 年-成长期早期：此期间我国床垫行业复合增长率接近 20%，渗透率也不断提高，2010 年开始，行业增速下降，渗透率持平。对比美国，我国床垫行业现在处于行业成长期的前期，预计未来 5 年内床垫行业增速 10%，渗透率仍持平或小幅上扬，将继续分享行业红利，拉开品牌竞争的序幕。距离行业大规模整合并确立巨头还有很长的路要走。

图表 17 美国床垫行业渗透率变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 我国床垫行业渗透率变化



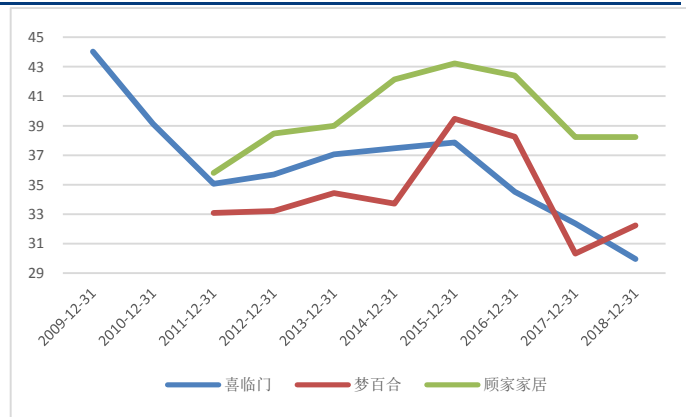
资料来源: 前瞻产业研究院, 华创证券

(四) 生产端：自动化程度高，规模化优势明显

1、行业毛利率净利率水平较高，盈利能力强

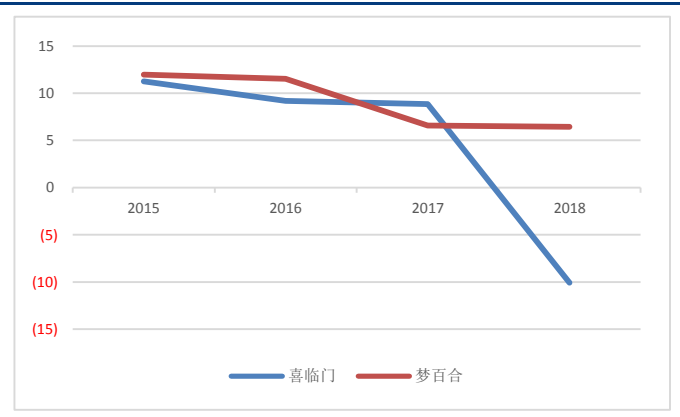
喜临门、梦百合、顾家家居的床垫（软床）业务毛利率在 30%以上，喜临门、梦百合净利率基本在 6%以上。ROE 在 10%以上，床垫业务盈利能力较强。

图表 19 床垫（软床）业务毛利率情况



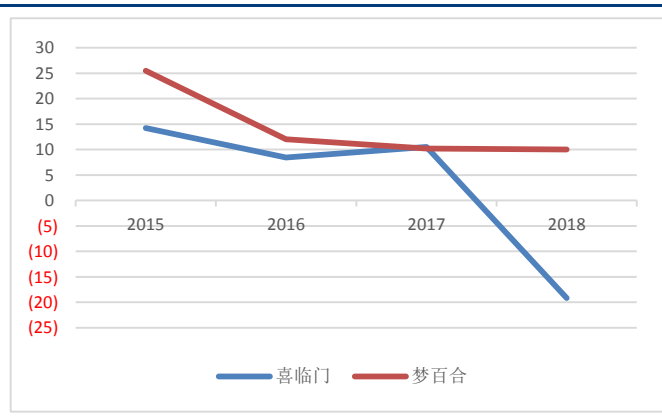
资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 喜临门、梦百合净利率情况



资料来源：公司公告，华创证券

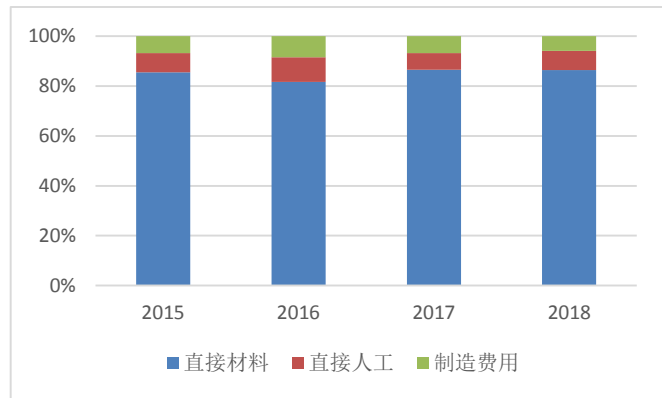
图表 21 喜临门、梦百合 ROE 情况



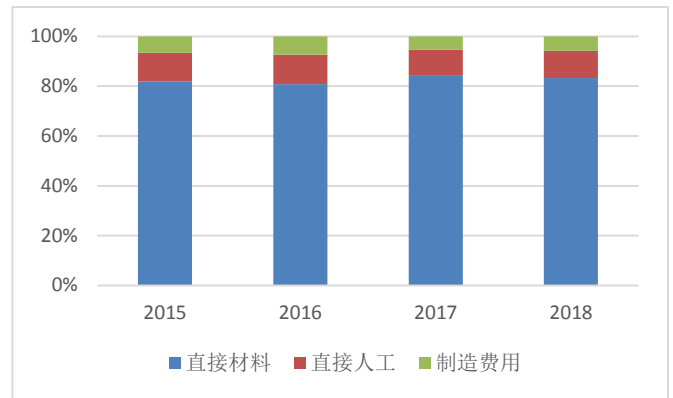
资料来源：公司公告，华创证券

2、生产自动化程度高

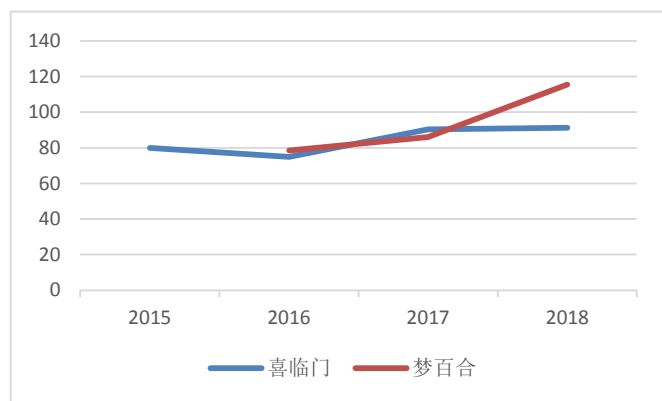
喜临门和梦百合的直接材料在原材料中占比均在 80%以上，人工成本 10%左右。生产人员人均产出近年来随着公司规模的扩大显著提升，2018 年喜临门 91 万元/人，梦百合 116 万元/人。两公司固定资产占总资产比例约 20%。

图表 22 喜临门营业成本拆分


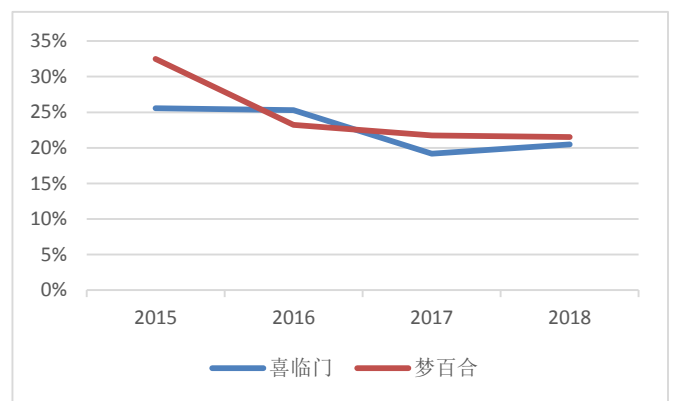
资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 梦百合营业成本拆分


资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 生产人员人均产出 (万元)


资料来源：公司公告，华创证券

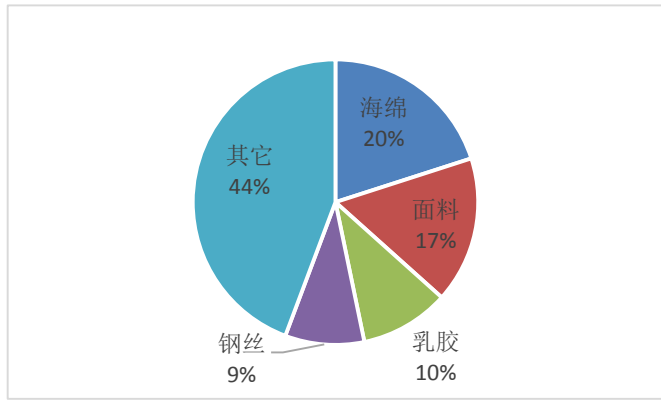
图表 25 固定资产/总资产


资料来源：公司公告，华创证券

3、利润受 TDI、MDI 价格影响较大

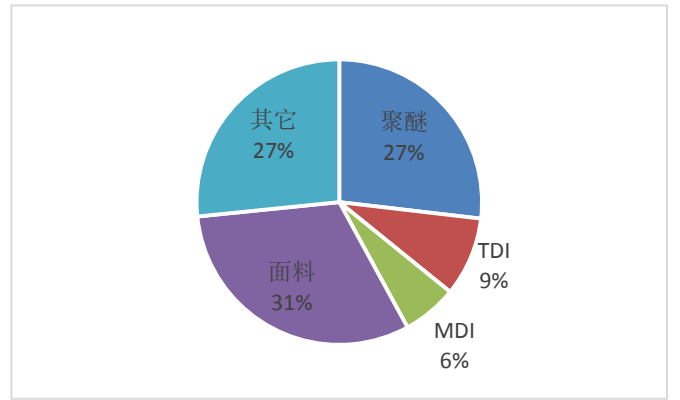
床垫的主要原材料包括海绵、面料和钢丝等，喜临门采购海绵、面料及钢丝的金额占当年采购总额的比例均超过 40%。海绵的主要原料为石化加工过程产生的衍生品聚醚和 TDI、MDI 等，其价格会导致公司原材料成本相应波动；梦百合海绵原料（聚醚和 TDI、MDI）占比 42%。面料的主要原料为化纤原料等，化纤原料价格的波动会影响到面料的采购价格。

图表 26 喜临门采购原材料拆分 (2011)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 27 梦百合采购原材料拆分 (2016)



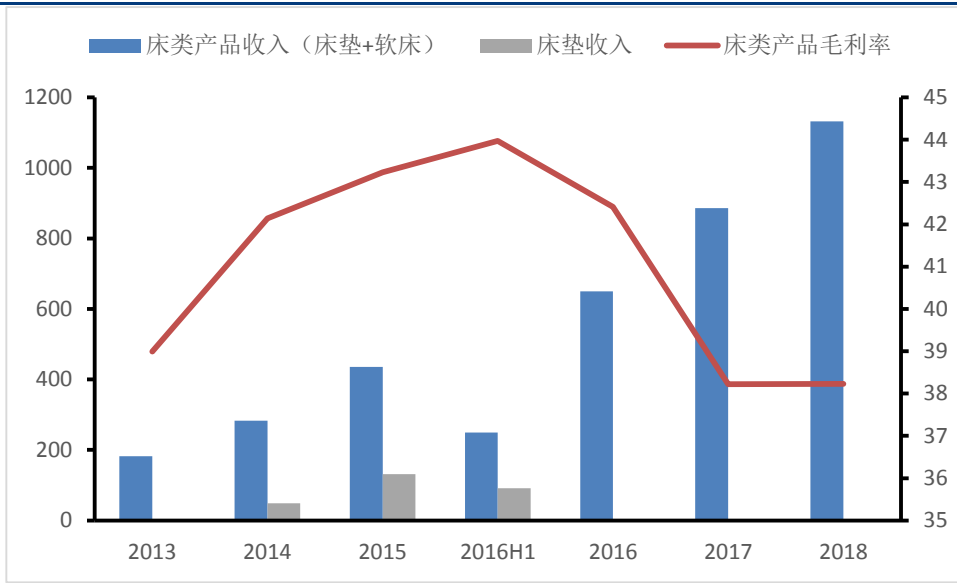
资料来源: 公司公告, 华创证券

二、好赛马：顾家依托公司渠道布局，进入床垫行业近 5 年维持高增长

（一）床类业务逐年提高

公司从 2014 年开始经营床垫业务，体量逐年提高，预计目前收入已突破 2 亿元。床类产品毛利率较高，约 41%。公司床类产品收入逐年提高，年增长率平均在 45%，2018 年同比增长为 28%。

图表 28 顾家床垫收入



资料来源：Wind，华创证券

从床垫行业公司的利润表入手，可以得到：在业务的扩张上，渠道、产品、品质、品牌等业务量影响最大；在成本的控制上，原材料和销售费用占比最大，分别约为 36% 和 22%。由于原材料行业钢材、面料、TDI 等行业竞争充分，暂忽略其影响。可以得到影响床垫行业收益的核心是渠道，产品、品牌、存货周转率、产能等也有一定影响。

图表 29 重要性因素分析



资料来源: Wind, 华创证券

(二) 渠道优势是核心竞争力

公司在国内的主要渠道是经销, 电子商务占比逐年提高。在国内收入中, 经销占比 72%, 直营占比 22%, 电子商务虽仅占到 4%, 但占比逐年提高。

图表 30 不同渠道营业收入占比 (万元)

区域	模式	2016年1-6月		2015年		2014年		2013年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	特许经销	85,740.56	45.62%	154,266.80	44.84%	142,874.09	46.65%	124,246.78	48.55%
	直营	27,056.47	14.40%	57,877.40	16.82%	53,952.18	17.61%	42,975.20	16.79%
	电子商务	4,589.31	2.44%	8,369.71	2.43%	6,226.44	2.03%	3,302.01	1.29%
	厂家直销	1,978.98	1.05%	3,514.39	1.02%	2,356.96	0.77%	233.75	0.09%
	装修收入		0.00%	-	-	764.73	0.25%	478.44	0.19%
	小计	119,365.32	63.51%	224,028.29	65.11%	206,174.39	67.31%	171,236.17	66.91%
境外	ODM	64,536.10	34.34%	110,083.05	31.99%	91,549.50	29.89%	73,868.56	28.86%
	直营	2,206.12	1.17%	5,170.81	1.50%	3,698.06	1.21%	6,212.40	2.43%
	经销	1,833.05	0.98%	4,789.80	1.39%	4,867.97	1.59%	4,602.18	1.80%
	小计	68,575.27	36.49%	120,043.65	34.89%	100,115.53	32.69%	84,683.13	33.09%
合计		187,940.59	100.00%	344,071.94	100.00%	306,289.92	100.00%	255,919.30	100.00%

资料来源: 招股说明书, 华创证券

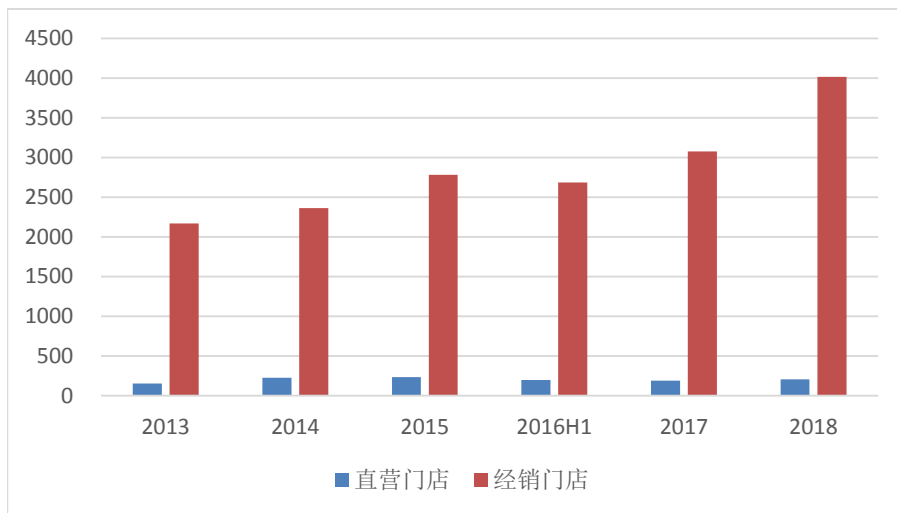
1、线下布局：门店覆盖全国，二三线城市有望发力

渠道有很强的先发优势，公司的床垫销售有望依托于公司软体家具业务覆盖全国的销售网络。公司采取了软体家具行业主流的“直营+经销”的销售模式开拓市场。公司稳固发展直营渠道，大力拓展经销渠道，全面把控核心商圈的优质店面资源，不断延伸销售网络覆盖纵深，形成了明显的营销网络优势。顾家家居近 6000 家品牌店分布于全国除西藏外的全部省、直辖市、自治区，部分省份的营销网络已经渗透到乡镇级别，建立了面向全国的多层次营销网络，提高了公司盈利能力和品牌知名度。在床垫行业中门店数量最高。目前顾家沙发渠道下沉已完善，但床垫业务尚未从一二线开始下沉，一旦开始铺货，床垫业绩收入成长可期。

公司境内直营门店主要分布于北京、上海、杭州、武汉、南京等经济发达、人口众多、消费者购买能力强的一、二线城市；5 家境外直营门店全部位于香港。截至 2018 年，直营门店共 207 家。

公司经销网络覆盖全国，在二三线城市下沉，建立了多层次经销网络。截至 2018 年 12 月公司境内经销门店 4015 家，分布在全国 30 个省、直辖市及自治区国内经销门店在全国均有布局，在华东、华南等发达地区相对较多。随着城镇化率的提高和二三线城市的发展和消费升级，公司将首先受益。

图表 31 顾家境内门店



资料来源:公司公告, 华创证券

经营体模式降本增效。公司于 2013 年下半年开始分别在部分地区试点“经营体”销售模式。即由原来的“顾家家居→各单个经销商”变更为“顾家家居→经营体→各单个经销商”。截至 2016 年 6 月 30 日，共有河南顾家、江苏顾家和吉林顾家三家经营体成立并开始经营。整合了经销商资源、订单资源，提高了经营管理效率和配送效率。

在三四线城市的渠道布局可充分受益于本轮棚改货币化。在消费升级的大背景下，三四线城市正在全面、大范围受益于本轮棚改货币化，居民消费潜在货币、房票的强刺激下，消费力更值得期待。

棚户改造是指国家拆除居民危楼、老旧住房的工程，资金补贴住户，资金来源包括 PSL 或者直接货币化安置方案。2017 年货币化安置（直接补发现金）去库存超过 3 亿平方米，2018 年仍将计划进行棚户改造 580 万套。本轮大规模棚改，对于国内的消费也产生了两大深刻影响：1) 首先，棚户改造的目标之一是去除三四线城市住房库存，因此全国棚户改造中，三四线城市的占比高达 87%。2) 其次，初步估算 2017 年棚改货币化安置的比例高达 60%，“真金白银”直接刺激了居民消费，尤其是体现在汽车、黄金珠宝、奢侈品等可选消费品上。顾家作为定位中端、面向大众的全国性品牌，和竞争对手相比渠道的下沉更加充分，3-4 线的渠道布局充分，未来两年将更加充分受益于三四线消费潜力的释放。

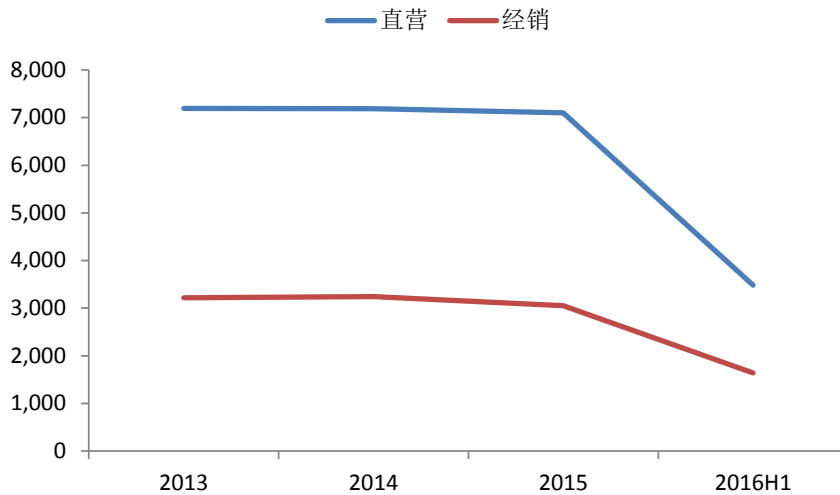
图表 32 公司经销门店分布覆盖全国

项目	所属区域	所在省市	数量 (家)
境内	华北 12%	北京	41
		天津	59
		河北	348
		山西	137
		内蒙古	82
	东北 6%	辽宁	195
		吉林	74
		黑龙江	89
	华东 40%	山东	444
		江苏	661
		安徽	370
		浙江	548
		福建	124
		上海	169
	华中 20%	湖北	331
		湖南	281
		河南	352
		江西	180
	华南 5%	广东	203
		广西	49
		海南	13
	西南 10%	四川	274
		云南	111
		贵州	112
		重庆	105
	西北 7%	宁夏	105
		新疆	39
		青海	18
陕西		188	
	甘肃	59	
	小计		5761
境外	小计		306
合计			6067

资料来源: Wind, 华创证券

公司坪效基本稳定。直营门店坪效约 7100 元/平方米, 经销门店坪效约 3200 元/平方米。公司直营门店坪效高于经销门店, 主要是门店所在城市不同所致。公司直营门店布局于具有战略地位的一线城市和部分二线城市。而经销店基本布局于二三线城市。随着公司推行渠道下沉战略, 经销门店逐步向三四线城市布局。城市经济发展水平不同, 软体家具消费能力不同, 进而导致坪效不同。

图表 33 公司坪效 (元/平方米)

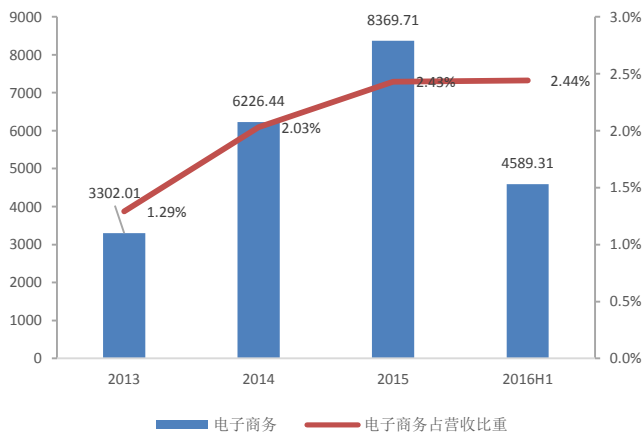


资料来源: 招股说明书, 华创证券

2、线上布局: 稳居前三, 先发优势

线上渠道有很强的先发优势, 公司的线上销售规模在同行中居前列。顾家家居在双十一期间, 销售量居家具品牌中 2016 年和 2017 年均稳居第三。天猫官方旗舰店粉丝数 228 万。

图表 34 顾家电子商务发展迅速



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 35 2016 年与 2017 年天猫双十一期间住宅家具品牌销量 TOP10

	2017	2016
1	林氏木业	林氏木业
2	全友家居	全友家居
3	顾家家居	顾家家居
4	喜临门 (新进)	雅兰
5	芝华仕	华日家居
6	雅兰	多喜爱
7	左右 (左右)	芝华仕
8	卫诗理	拉菲曼尼
9	华日家居	光明家具
10	多喜爱	卫诗理

资料来源: 招股说明书, 华创证券

3、打开工程领域渠道的增长点

与恒大展开合作, 为公司在零售之外, 打开工程领域的增长点。2017 年 6 月, 公告与恒大材料签署战略合作协议, 2017 年 5 月以自有资金向苏州工业园区睿灿投资企业 (有限合伙) 投资 5 亿元, 用于认购恒大地产新增注册资本。

目前房地产行业正进入地产 3.0 的时代，拎包入住将成为未来精装房的标准，公司近年积极扩张产品种类，包括沙发、床垫、桌椅及配套产品等，与恒大展开合作，借助恒大的平台，将为公司零售之外，打开工程领域的增长点。

（三）产品和品牌建立护城河

1、产品定位清晰，主打性价比

顾家家居产品定位清晰，主打性价比，目前顾家家居的床垫绝大多数集中于 1000~4000 元区间内，同类产品价格低于慕思。

2、产品品质优良，品牌口碑出众

严格的质量管理和工艺技术优势。公司自成立以来始终高度重视产品的品质管理，建立了严格的产品质量控制体系。公司经过多年的行业经验积累，在总结和挖掘传统工艺技术优势的基础上，认真汲取国内外优秀的加工制造技术。公司通过引进世界先进的加工制造设备、培养和招募手工技艺精湛的专业员工、制定完整的手工艺技术标准，成功研制开发了一批娴熟、高效的软体家具加工制造技术。公司在产品内部结构设计、新材料开发与应用、工艺品质管理研究、人体工程学研究等领域处于行业先进水平，为生产高品质软体家具产品提供了有力的技术保障。

品牌优势。作为国内首屈一指的软体家具运营商，公司系中国家具协会副理事长单位、浙江省家具行业协会副理事长单位。公司注重塑造“顾家家居”的品牌内涵，通过多样方式开展宣传，形成了较高的品牌知名度。2016 年至今，公司荣获中国电子商务协会数字服务中心颁发的“年度家居行业影响力品牌 NO.1”、“年度沙发行业排行 NO.1”及“年度床垫类产品排行 NO.1”、网易新闻和网易家居联合颁发的“中国家居行业标杆企业”、中国家具销售商联合会颁发的“中国家具连续 5 年畅销冠军·金鸡奖”、新浪家居评定的“2015 年度影响力品牌”、中国电子商务协会数字服务中心颁发的“年度沙发行业排名 NO.1”、2018（第三届）中国家居产业创新峰会颁发的“2018 影响行业新设计品牌”等荣誉。

图表 36 顾家家居荣誉

获奖时间	所获奖项	颁发/评定单位
2018年	2018年尖峰设计亚太客厅家具类优胜奖	中国（广州/上海）国际家具博览会、美国家具设计协会
2018年	2018 年度最时尚品牌	搜狐家居
2018年	网友最喜爱产品	搜狐家居
2018年	2018 家居行业品牌影响力奖	网易家居
2018年	2018 年度影响力品牌	新浪家居
2018年	2018 年度消费者信赖品牌	新浪家居
2018年	2018 影响中国生活方式家居产品榜新国货产品	腾讯家居
2018年	2018 年度中国家居产业品牌大奖设计创新奖	腾讯家居
2018年	年度城市家具影响力品牌奖	今日头条
2018年	2018 年度最受用户关注家居品牌	今日头条
2018年	2018影响行业新设计品牌	2018（第三届）中国家居产业创新峰会
2017年	年度营销创新大奖	中国电子商务协会数字服务中心
2017年	年度沙发行业排名NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
2017年	年度家居行业影响力品牌NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
2017年	创意互动奖	高铁传媒研究院
2017年	中国品牌年度大奖NO.1（沙发行业）	世界品牌实验室与世界企业家集团
2017年	2017中国500最具价值品牌	世界品牌实验室与世界企业家集团
2016年	年度家居行业影响力品牌NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
2016年	中国500最具价值品牌	世界品牌实验室与世界企业家集团
2016年	年度沙发行业排行NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
2016年	年度床垫类产品排行NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
2016年	中国家居行业标杆企业	网易新闻、网易家居
2016年	中国家具连续5年畅销冠军·金鸡奖	中国家具销售商联合会
2016年	2015年度影响力品牌	新浪家居
2015年	2015年度浙江省家具行业质量与标准重视奖	浙江省家具行业协会、浙江省家具与五金研究所
2015年	第21届中国国际家具展览会（中国家具展品创新奖）-客厅家具-金奖	中国家具协会
2015年	第34届国际名家具(东莞)展览会-最具创意设计大奖-金奖	国际名家具（东莞）展览会组委会
2015年	家居行业领军企业	中国电子商务协会数字服务中心、杭州市电子商务协会
2015年	2014年度缔造中国家具消费者品牌最具竞争力品牌	2014第六届中国家具行业创新高峰论坛组委会、2014第六届中国家具行业年度创新金牌榜颁奖典礼组委会
2015年	2014年度浙江省家具行业质量重视奖	浙江省家具行业协会、浙江省家具与五金研究所
2015年	浙江省著名商标	浙江省工商行政管理局
2015年	2014年度金鼎奖	新浪家居
2015年	2014年度最具影响力品牌	新浪家居
2015年	2014年度杭州出口名牌	杭州市商务委员会
2015年	第三十五届中国（广州）国际家具博览会外观设计奖（组合产品）铜奖	中国（广州）国际家具博览会组委会
2014年	使用在第20类家具、沙发、茶几商品上的“顾家KUKA”注册商标被认定为“驰名商标”	国家工商行政管理总局商标评审委员会
2014年	第32届国际名家具(东莞)展览会卧室家具系列金奖	国际家具（东莞）展览会组委会
2014年	第31届国际名家具(东莞)展览会软体家具系列金奖	国际家具（东莞）展览会组委会
2014年	2014中国家具产品创新奖	中国家具协会
2013年	浙江名牌产品	浙江省质量技术监督局
2013年	中国家具行业2013年度优秀企业	中国家具协会
2013年	最受网友欢迎品牌	中国建筑装饰协会、齐家网、百度网
2012年	中国家居业（11-12） 双年总评榜十大家具品牌	全国工商联家具装饰业商会
2010年	浙江名牌产品	浙江省质量技术监督局
2010年	商标国际战略品牌之星	杭州市工商行政管理局
2008年	浙江出口名牌	浙江省对外贸易经济合作厅
2008年	浙江省著名商标	浙江省工商行政管理局
2007年	2007-2008中国最具流行魅力家具品牌	中国流行色协会
2006年	中国名牌产品	国家质量监督检验检疫总局
2006年	中国家居业十大品牌	国工商联家具装饰业商会、中国家居业总裁论坛组委会
2005年	杭州名牌产品	杭州市名牌战略推进委员会
2005年	中国家具装饰业2004年度优秀品牌	国工商联家具装饰业商会

资料来源：公司公告，华创证券

参与多项行业或国家标准起草。近年来，公司积极参与行业或国家标准的起草工作。其中，公司作为主要起草单位，参与起草了《家具绿色设计评价规范》(GB/T26694-2011)、《软体家具床垫和沙发抗引燃特性的评定第1部分:引燃的香烟》(GB17927.1-2011)、《软体家具床垫和沙发抗引燃特性的评定第2部分:模拟火柴火焰》(GB17927.1-2011)、《玻璃家具安全技术要求》(GB28008.1-2011)等多项国家标准，以及《软体家具手动折叠沙发》(QB/T4462-2013)等行业标准。公司作为第一起草人，参与起草了《软体家具沙发》(QB/T1952.1-2012)行业标准。

（四）产能投资为业务拓展保驾护航

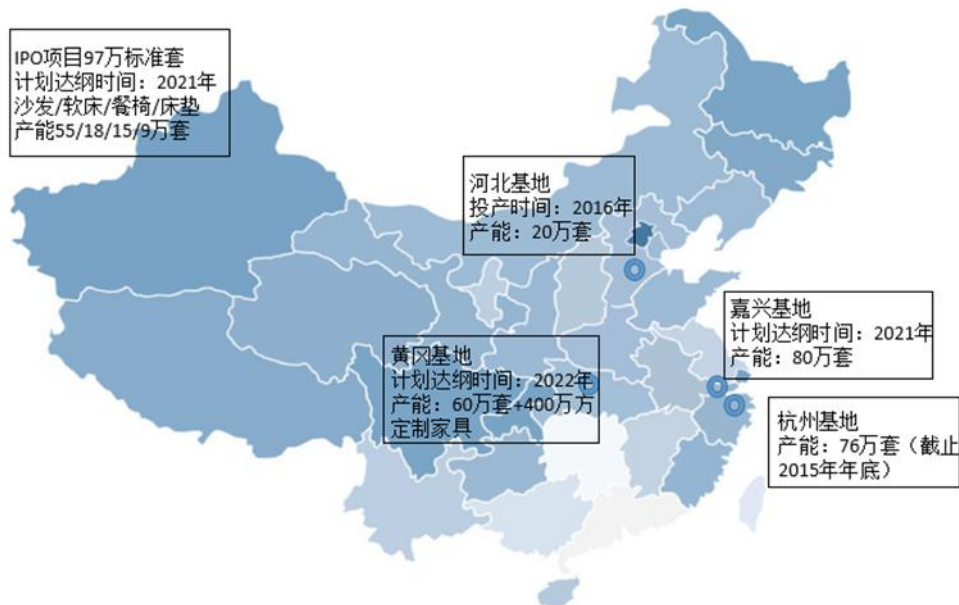
IPO、可转债等募资方式助力公司布局江东/嘉兴/华中生产基地，产能增长进入快车道。当前公司共有三个生产基地，两个位于杭州（杭州下沙、杭州江东），一个位于河北深州。公司通过IPO募资，计划在杭州江东基地建设年产97万标准套软体家具生产项目。2017年公司计划以发行可转债的方式募资在嘉兴建设年产80万标准套的软体家具项目。此外，公司还在华中地区投资建设生产基地，计划建设年产60万套软体家具项目和400万方定制家具项目。

图表 37 顾家产能扩张情况

项目名称	竣工时期	计划达纲时期	设计产能	总投资	收益情况	资金来源	目前建设情况
年产 97 万标准套软体家具生产项目（江东基地）	2018 年	2021 年	沙发/软床/餐椅/床垫：55/18/15/9 万标准套	11.79 亿元	计划实现年收入 34.3 亿元，净利润 5.2 亿元，税后投资回收期 5.95 年（含建设期）	IPO	现已完工，部分产能开始投产
年产 80 万标准套软体家具项目（一期，嘉兴基地）	2018 年年底	2021 年年底	一期计划实现年产能 55 万标准套，二期计划实现年产能 25 万标准套	13.81 亿元	计划实现年收入 29 亿元，税后投资回收期 6.35 年	可转债	预计 2018 年年底竣工
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	2019 年年底	2022 年	年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品	15 亿元	计划实现年收入 30 亿元		进入图纸设计期，2018 年 6 月开工

资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 顾家家居产能布局



资料来源：公司公告，华创证券

三、风险提示

房地产行业增速不达预期；原材料价格大幅波动；汇率波动；渠道下沉不达预期。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500