

顾家家居 (603816.SH) 软体家具龙头峥嵘已现，大家居战略引领未来

2020 年 10 月 23 日

——公司首次覆盖报告

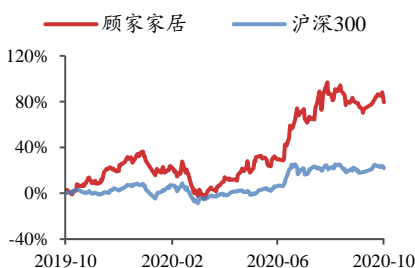
投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2020/10/23
当前股价(元)	62.32
一年最高最低(元)	69.85/33.80
总市值(亿元)	394.12
流通市值(亿元)	387.49
总股本(亿股)	6.32
流通股本(亿股)	6.22
近 3 个月换手率(%)	31.61

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 公司为国内软体家具行业龙头，护城河稳固，首次覆盖给予“买入”评级

公司以沙发起家，逐步成长为国内软体家居龙头，并在此基础上向全屋延伸，践行大家居战略。我们认为软体家具属于家居行业中的优质赛道，并且短期有望受到国内外需求催化，长期看产品、渠道、管理、供应链构筑稳固护城河。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 13.17/15.77/18.44 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.49/2.92 元，当前股价对应 PE 分别为 30.6/25.6/21.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：软体家具属于家居行业中的优质赛道，短期海内外均有需求催化

2017 年中国已跃居软体家具世界第一大产销国，国内沙发和床垫市场规模均呈稳步增长趋势。未来，消费升级有望带动市场规模继续稳步提升，包括单价、更新频率、功能性品类份额提升等。同时，我国软体家具行业龙头竞争格局基本稳定，但集中度提升仍有较大空间。功能性品类占比提升，龙头品类、渠道优势进一步显现都有望带动行业集中度继续提升。短期看，国内竣工缺口具有较强的回补需求，美国在降息等刺激政策的带动下地产市场火热，有望带动家居后续增长。

● 产品品类和定位不断延伸，拓宽受众群；渠道改革提升效率，并且继续下沉

公司近年通过品类和定位延伸的战略，为沙发业务的发展注入持续增长的活力。一方面功能沙发、布艺沙发不断发展，另一方面推出惠尚、千禧等高性价比系列。此外，公司在沙发的优势基础上向全屋延伸，发展床类产品、定制家居等。渠道方面，公司采用“1+n+x”战略，通过大店提升坪效的同时继续向低线城市下沉。同时，推进区域零售中心和信息化建设等渠道改革策略，提升渠道运营的效率。

● 采用职业经理人制管理效率领先；产能逐步扩张，供应链优势显著

公司采用职业经理人制度，从家电行业引入了包括李东来在内的优秀高管。公司大股东充分放权，并且激励充分，从而使公司管理效率领先。供应链方面，公司产能稳步扩张，国内嘉兴、黄冈、定制智能工厂均按计划推进中，海外越南、马来西亚、墨西哥均已有产能落地，未来有望进一步提升交付能力并带来业绩弹性。

● 风险提示：家居行业需求回暖不及预期，原材料大幅上涨，汇率大幅波动

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,172	11,094	12,477	14,978	17,507
YOY(%)	37.6	20.9	12.5	20.0	16.9
归母净利润(百万元)	989	1,161	1,317	1,577	1,844
YOY(%)	20.3	17.4	13.4	19.8	16.9
毛利率(%)	36.4	34.9	35.7	36.1	36.2
净利率(%)	10.8	10.5	10.6	10.5	10.5
ROE(%)	20.1	19.4	19.3	20.3	20.6
EPS(摊薄/元)	1.56	1.84	2.08	2.49	2.92
P/E(倍)	40.7	34.7	30.6	25.6	21.9
P/B(倍)	9.3	7.2	6.5	5.6	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、国内软体家居龙头，开启大家居新篇章	5
1.1、收入规模稳步增长，费用率呈下行趋势	6
1.2、全品类扩张成效显著，外销占比逐渐提升	7
1.3、股权结构较集中，引入外部投资者优化股权结构	8
2、处于家居行业中的优质赛道，短期海内外均有需求催化	8
2.1、软体家具市场规模稳步提升，中国已跃居最大的产销国	8
2.2、消费升级有望推动我国软体家具市场规模稳步提升	10
2.3、软体家居行业竞争格局逐步稳定，而集中度仍有较大提升空间	12
2.3.1、软体家居行业品牌梯队形成，龙头企业定位呈现差异化	12
2.3.2、沙发行业、床垫行业市场集中度有较大提升空间	13
2.4、短期催化：国内竣工有望回暖，美国房地产销售数据亮眼	15
3、核心竞争力：产品+渠道+管理+供应链构筑护城河	16
3.1、产品：纵向拓展优势品类受众群，横向开拓大家居产品矩阵	16
3.1.1、优势品类：丰富产品体系拓展目标人群，扩大市场份额	16
3.1.2、新拓品类：从客厅延伸至卧室，进而迈向大家居	20
3.2、渠道：“1+N+X”多元布局，渠道改革提升效率	23
3.3、管理：采用职业经理人制度，激励机制完善	27
3.4、供应链：产能布局日臻完善，系统优化提升效率	28
4、盈利预测与投资建议	30
4.1、关键假设	30
4.2、盈利预测	30
5、风险提示	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1：凭借沙发起家，逐步发展为国内软体家具行业领军企业	5
图 2：2015 年-2019 年公司收入规模稳步增长	6
图 3：2015 年-2019 年公司归母净利润持续增长	6
图 4：公司费用投入的规模效应逐渐显现	6
图 5：公司销售毛利率趋缓，净利率回升	6
图 6：床类产品和集成产品占比逐渐提升	7
图 7：公司主要品类毛利率略有下滑	7
图 8：2018-2019 年外销收入占比持续提升	7
图 9：内销毛利率趋缓，外销毛利率企稳	7
图 10：公司股权结构集中，2020 年引入外部投资者优化股权结构	8
图 11：软体家具主要品类为沙发、软床及床垫	9
图 12：全球软体家具产销量稳步提升（单位：亿美元）	9
图 13：中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56%	9
图 14：2017 年内中国软体家具产值占比达 47%	10
图 15：中国超越美国成为第一大软体家具消费国	10
图 16：中国沙发市场规模稳步提升（单位：亿元）	10

图 17: 中国床垫市场规模提升 (单位: 亿元)	10
图 18: 城镇居民可支配收入稳步提升 (单位: 元)	11
图 19: 中国高净值人群数量稳步增长 (单位: 万人)	11
图 20: 沙发购置预算仍有较大提升空间	11
图 21: 家具更换频率有望加快	11
图 22: 消费者对沙发的功能需求有望提升	12
图 23: 75%的 90 后人群睡眠质量差	12
图 24: 2018 年中国沙发行业 CR4 约 12.1%	13
图 25: 2018 年中国床垫行业 CR4 约 17.5%	13
图 26: 中美市场功能沙发渗透率差距较大	14
图 27: 我国功能沙发竞争格局集中	14
图 28: 国内地产销售韧性整体较强	15
图 29: 竣工缺口有望逐步回补	15
图 30: 2020Q2 起美国房地产市场销售数据亮眼	16
图 31: 2020Q2 起美国房地产市场火热	16
图 32: 公司沙发业务收入稳步提升	16
图 33: 沙发收入占比有所下降, 但仍为主要收入来源	16
图 34: 公司沙发收入与敏华控股差距逐渐缩小 (亿元)	17
图 35: 公司沙发平均单价低于敏华控股 (单价: 元/套)	17
图 36: La-Z-Boy 和 Natuzzi 国内市占率仅次于芝华士	18
图 37: La-Z-Boy 功能沙发产品力领先	18
图 38: 顾家布艺推出 2020 款概念新品“印象之光”	19
图 39: 2020 何穗联名新品采用全新仿生科技布面料	19
图 40: 2019 年公司推出高性价比的顾家惠尚系列	19
图 41: 2020 年公司推出惠尚 2.0 系列	19
图 42: 公司软床及床垫收入稳步增长	20
图 43: 公司软床及床垫收入占比持续提升	20
图 44: 公司软床及床垫毛利稳步增长	21
图 45: 公司软床及床垫收入毛利占比持续提升	21
图 46: 2015 年公司打造爆款顾家一号垫	21
图 47: 公司软床及床垫毛利率处于较高水平	21
图 48: 公司定制家具快速增长	22
图 49: 定制家具业务盈利能力持续增强	22
图 50: 公司门店数量持续增长 (单位: 家)	23
图 51: 公司门店数量远高于同行 (单位: 家)	23
图 52: 顾家家居生活馆位于浙江杭州	24
图 53: 顾家家居品类丰富度更高, 更具发展大家居优势	24
图 54: 顾家家居在华东以外区域仍有较大下沉空间	25
图 55: 公司仍处在较快开店的阶段	25
图 56: 2018 年, 公司开始着手进行零售改革, 聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统	25
图 57: 公司销售费用率领先行业	26
图 58: 公司广告宣传费逐年提升	26
图 59: 公司 2018 年起连续两年冠名天猫双十一狂欢夜	26
图 60: “全民顾家日”活动影响力逐年提升	26
图 61: 公司核心产品产销率始终维持高位	29

图 62: 公司产能利用率处于高位	29
图 63: 公司海绵主要向参股公司圣诺盟采购	30
图 64: 公司存货周转率逐年提升	30
表 1: 我国软体家居行业已逐渐形成三级梯队	12
表 2: 软体家居行业龙头企业差异化定位, 具备不同业务优势	13
表 3: 龙头品牌品类拓展优势逐渐显现	14
表 4: 龙头企业更容易实现软体家具产品定制化	15
表 5: 公司沙发品类日趋多元发展, 功能沙发收入占比持续提升	17
表 6: 2018 年 3 月公司收购 Natuzzi 的 51% 股权	18
表 7: 公司通过外延并购, 拓展产品风格定位	20
表 8: 2018 年, 公司收购玺堡家居进军海外床垫市场	22
表 9: 2020 年玺堡业绩承诺的净利润目标为 0.65 亿元以上	22
表 10: 公司进行定制家具产能扩张	23
表 11: 2012 年公司引入职业经理人团队	27
表 12: 公司股权激励充分, 核心管理团队与公司利益充分绑定	28
表 13: 公司产能稳步扩张, 产能布局日臻完善	28
表 14: 美国对床垫发起反倾销调查	29
表 15: 部分软体家居行业估值情况: 公司为行业龙头有望享受估值溢价	30

1、国内软体家居龙头，开启大家居新篇章

顾家家居以沙发起家，逐步成长为国内软体家居龙头。公司专业从事客厅及卧室中高档软体家居产品研发、生产与销售，并逐渐向大家居延伸。

1) 家族式作坊（1982年-1999年）：顾家工坊于1982年在江苏南通创立，此阶段顾家为自产自销的家族式沙发工厂，将传统沙发工艺应用于沙发的生产制造。经过十余年的发展，在1996年成立杭州海龙家私有限公司正式开始企业化运营。

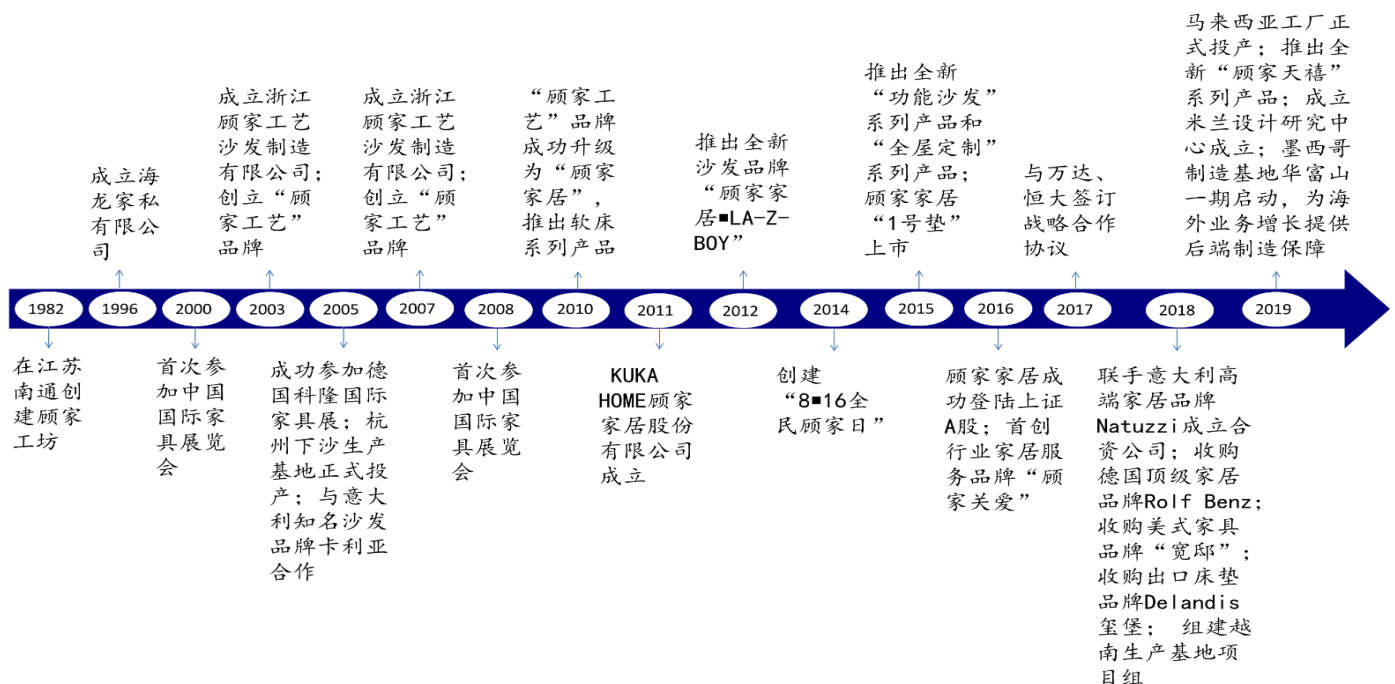
2) 从区域走向国际（2000年-2005年）：公司于2000年借助中国国际家具展览会走向国际市场。2003年创立“顾家工艺”品牌，将“因为顾家，所以爱家”的品牌理念推广全国。2005年，顾家工艺杭州下沙18万m²沙发工业园正式竣工投产，成为亚太地区最大沙发制造商之一，同年公司首次成功参加德国科隆国际家具展。

3) 塑造品牌，深耕市场（2006年-2010年）：2007年KUKAHOME荷兰品牌专卖店开业，拉开品牌国际化序幕，并于2008年首次登陆美国拉斯维加斯国际家具展。另外，公司注重SKU和产品结构的完善，2007年成功推出高端全皮系列沙发“KUKAHOME”，2010年“顾家工艺”品牌成功升级为“顾家家居”。

4) 丰富产品品类，扩展品牌矩阵（2011年-2015年）：2012年推出全新布艺系列沙发，与美国功能沙发品牌LA-Z-BOY联合推出全新功能沙发品牌“顾家家居LA-Z-BOY”。2015年推出“功能沙发”系列产品和“全屋定制”系列产品。

5) 借力资本市场，加速业务扩张（2016年起）：2016年公司上市。2017年与万达、恒大签订战略合作协议，拓展工程渠道。在品牌扩充方面，2018年成功收购出口床垫品牌“Delandis 玺堡”、美式家具品牌“宽邸”、德国顶级家居品牌Rolf Benz，并联手意大利高端家居品牌Natuzzi成立合资公司。2019年推出全新“顾家天禧”系列产品，并于在米兰设立首个海外研发基地，在墨西哥及马来西亚成立生产基地。

图1：凭借沙发起家，逐步发展为国内软体家具行业领军企业



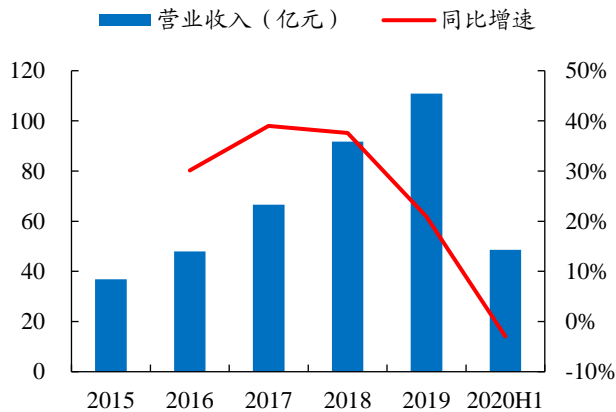
资料来源：公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1.1、收入规模稳步增长，费用率呈下行趋势

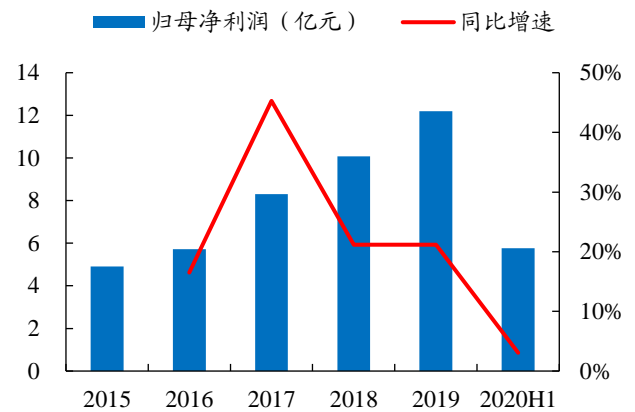
公司业绩持续稳健增长，2020H1 疫情冲击下表现出较强韧性。2015-2019 年，公司营业收入从 36.85 亿元增长至 110.94 亿元，CAGR 达 31.72%；归母净利润从 4.91 亿元增长至 12.20 亿元，CAGR 达 25.5%。2020H1，在国内和海外疫情的接连冲击下，公司营收和净利润增长表现出较强的韧性。其中 2020Q2，公司收入同比增长 0.91%，归母净利润同比增长 2.23%，增速均已转正。

图2：2015 年-2019 年公司收入规模稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2015 年-2019 年公司归母净利润持续增长

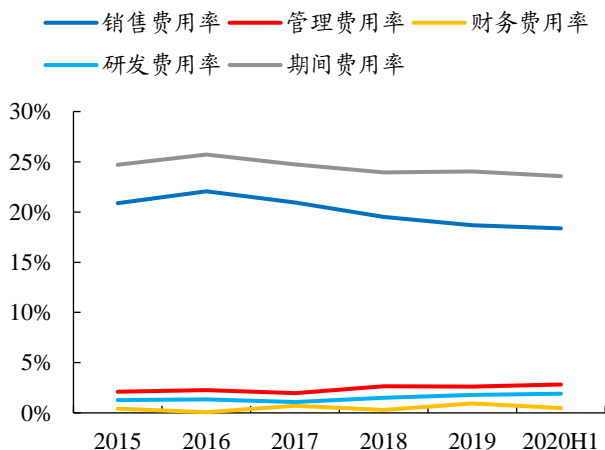


数据来源：公司公告、开源证券研究所

费用端规模效应逐渐显现，销售费用率逐步下行。由于公司仍处于品牌建设和渠道、品类扩张阶段，因此销售费用投入保持较快的增长。2019 年，公司销售费用达到 20.73 亿元，同比增长 15.9%。但受益于收入规模的快速提升，公司销售费用投入的规模效应逐渐显现，销售费用率逐年下行。2019 年，公司销售费用率同比下降 0.81pct 至 18.69%。在此带动下，公司整体期间费用率也呈下行趋势。

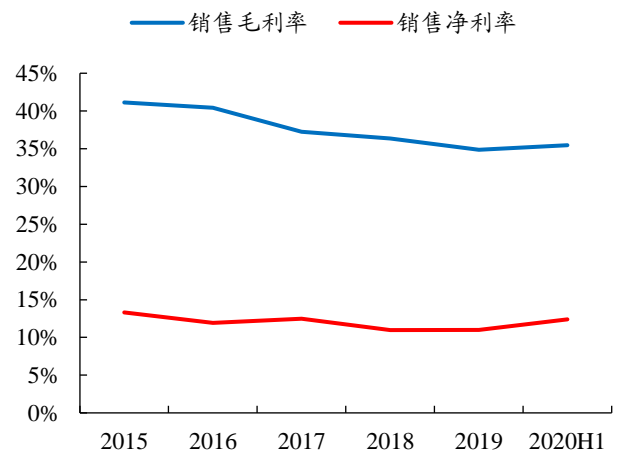
销售毛利率有所下降，净利率水平回升。由于并购和产品结构调整，毛利率较低的布艺沙发以及外贸功能沙发比例提升。另外，高性价比的惠尚系列和天禧系列的推出也对毛利率造成一定的影响。2019 年，公司毛利率下降至 34.9%。但受益于公司的控费能力，公司降本增效成果显著，2019 年净利率维持稳定，同比提升 0.03pct。

图4：公司费用投入的规模效应逐渐显现



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司销售毛利率趋缓，净利率回升



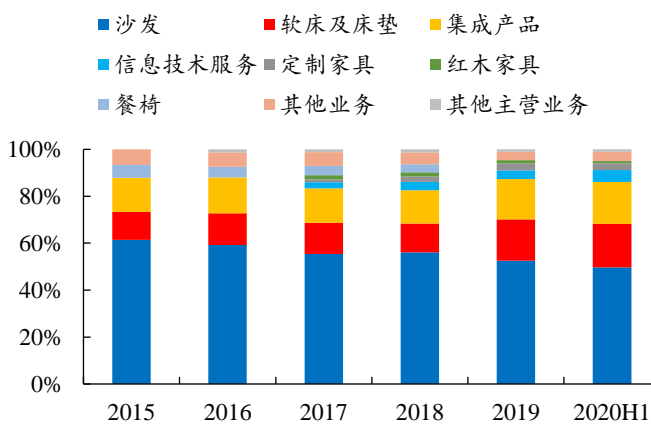
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、全品类扩张成效显著，外销占比逐渐提升

公司品类扩张初显成效，床类产品及配套产品占比逐渐提升。沙发业务为公司的主要收入来源。但伴随品类拓展，沙发收入占比从2015年的61.4%下降至2020H1的49.7%，而软床及床垫/集成产品的收入占比则分别从2015年的11.8%/14.7%上升至2020H1的18.6%/17.8%。此外，公司于2017年开始逐步拓展信息技术服务、定制家具和红木家具等业务，2020H1收入占比分别为5.15%/2.77%/0.95%。

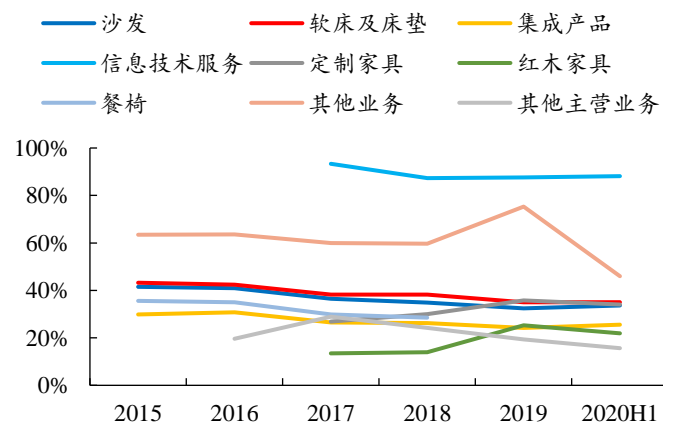
盈利能力方面，2020H1沙发和床类产品毛利率为33.62%和35.02%，同比下降2.69pct/7.62pct，主要系产品结构调整，高性价比产品占比提升，以及受贸易摩擦影响和海外疫情影响，出口产品毛利率降低。新增品类规模效应逐步显现，盈利能力增强，集成产品和定制家具2020H1毛利率为25.55%/34.07%，同比提升3.41pct/3.37pct。

图6：床类产品和集成产品占比逐渐提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

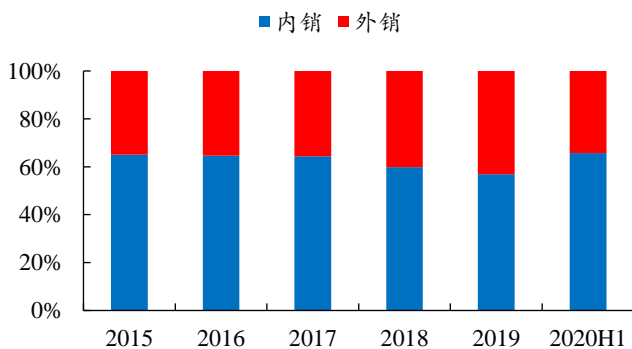
图7：公司主要品类毛利率略有下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

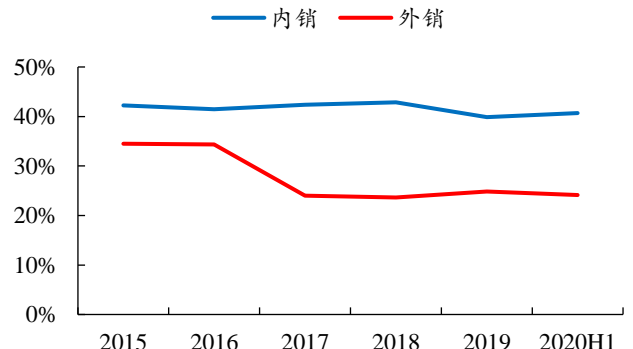
分区域看，公司2017年后国家战略和大客户战略取得良好效果，2018年收购玺堡等外销品牌，外销占比加速提升。2019年公司外销占比同比提升3.4pct至41.5%。2020H1因海外疫情爆发，家居门店停业，外销占比阶段性下滑。在盈利能力方面，国内业务以自主品牌的销售为主，毛利率显著高于国外业务。但2019年由于产品和渠道结构调整等原因，内销毛利率同比下降3.0pct至39.9%。而外销毛利率在2017年由于原材料涨价、汇兑影响等原因出现较大幅度下滑，2018年后又受到贸易摩擦影响，2019年公司外销毛利率已经出现企稳趋势。

图8：2018-2019年外销收入占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：内销毛利率趋缓，外销毛利率企稳

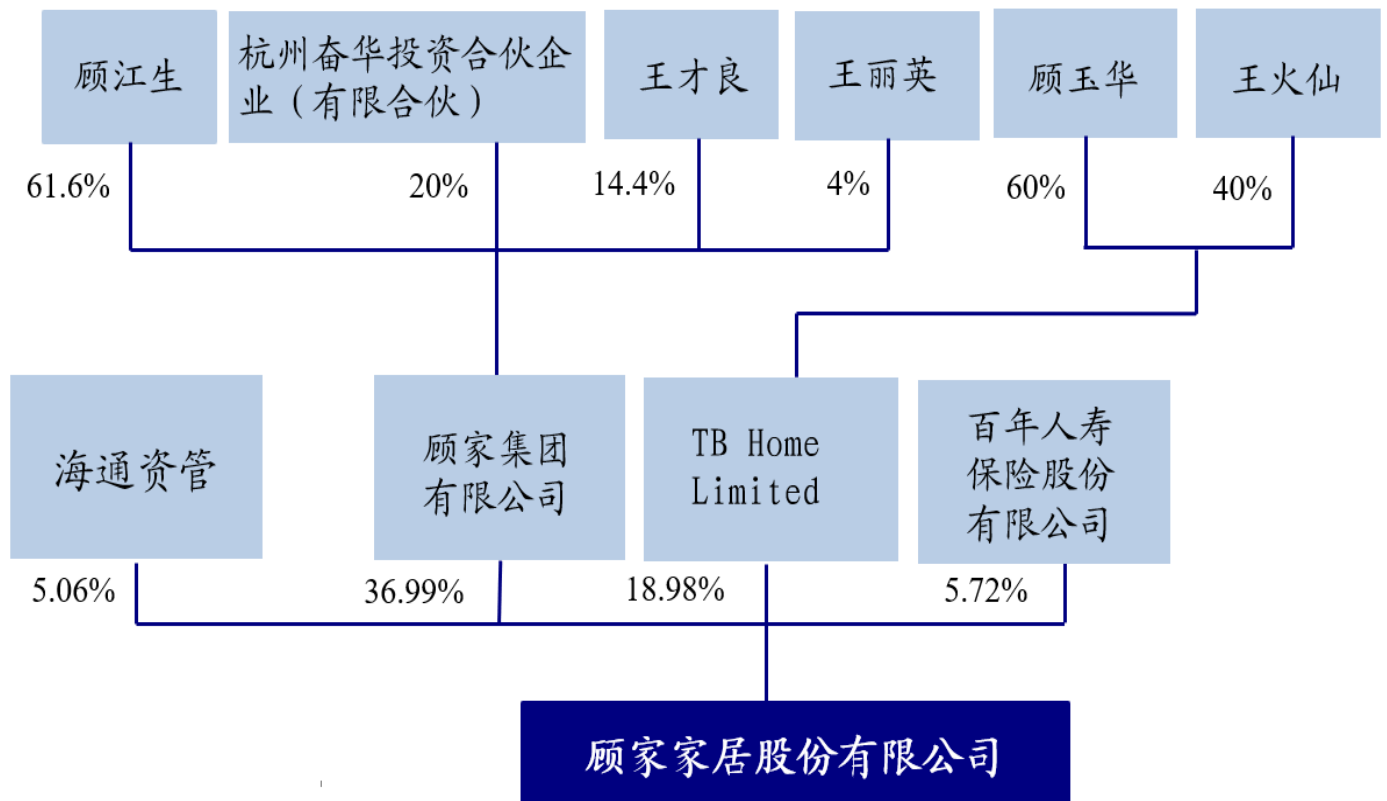


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、股权结构较集中，引入外部投资者优化股权结构

公司股权结构集中，2020 年引入外部投资者优化股权结构。截至 2020 年 9 月，公司实际控制人为董事长顾江生先生与其父母顾玉华先生和王火仙女士，三人分别持有公司股权的 22.79%、11.39%和 7.59%，合计持有公司股份 41.77%，公司股权较为集中。2020 年 6 月，为优化公司股权结构，公司引入外部投资者。TB Home Limited 将其持有的顾家家居 3616 万股转让给百年人寿保险股份有限公司，转让价格为 40.518 元/股，转让后百年人寿保险持有顾家家居 5.72%的股份。

图10：公司股权结构集中，2020 年引入外部投资者优化股权结构



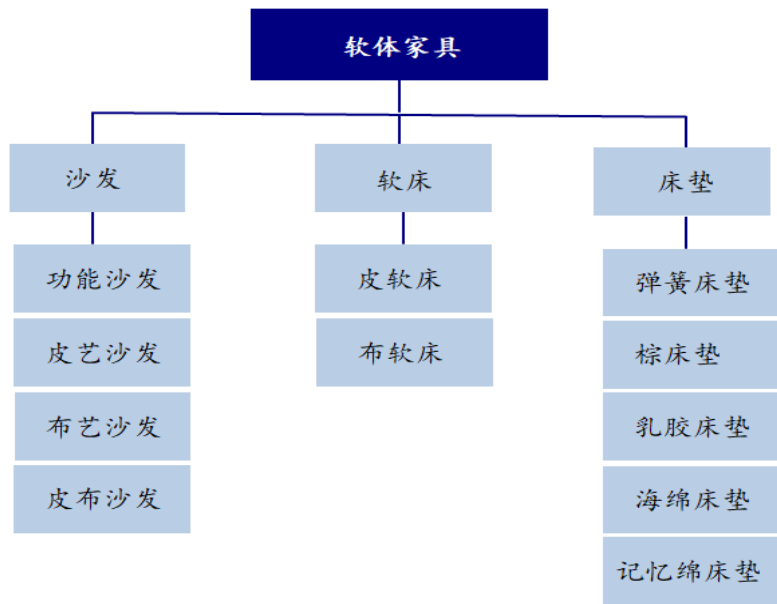
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2、处于家居行业中的优质赛道，短期海内外均有需求催化

2.1、软体家具市场规模稳步提升，中国已跃居最大的产销国

软体家居主要指以海绵、织物为主体的家具。软体家具的制造工艺主要依靠手工工艺，主要工序包括钉内架、打底布、粘海绵、裁外套到最后的扣工工序。软体家居主要品类包括沙发、软床和床垫。沙发涵盖功能沙发和传统沙发，传统包括皮质沙发、布艺沙发和皮布沙发。软床涵盖皮床和布床，在床垫品类方面，既包括弹簧床垫、棕垫和海绵床垫等传统品类，也包括乳胶床垫和记忆绵床垫等新兴品类。

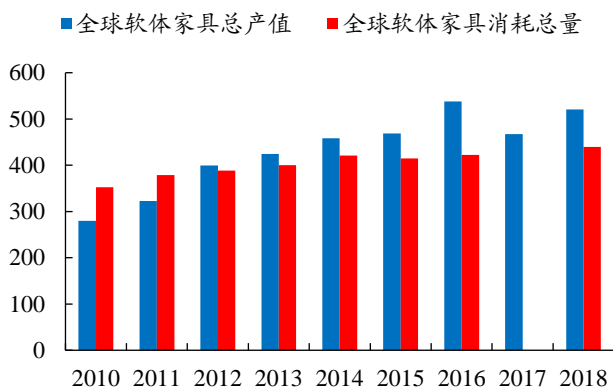
图11: 软体家具主要品类为沙发、软床及床垫



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

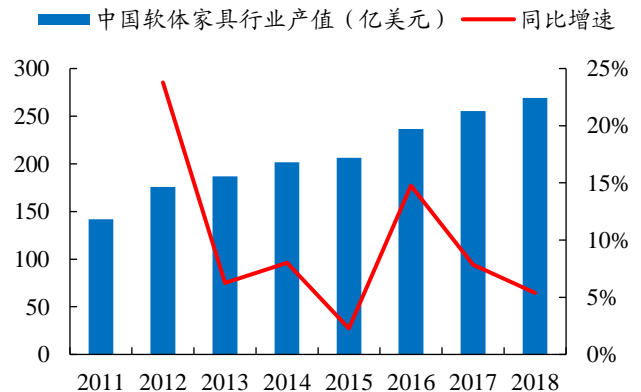
全球软体家具产销量稳步提升，中国市场增速高于全球市场增速。根据前瞻产业研究院，全球软体家具产值从2011年的322.61亿美元增长至2018年的520.85亿美元，年均复合增速为7.08%。中国软体家具行业由于发达国家产能转移及本土企业规模的扩张，产值从2011年的141.95亿美元增长至2018年的269.02亿美元，CAGR为9.56%，略高于全球软体家具产值增速。

图12: 全球软体家具产销量稳步提升 (单位: 亿美元)



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

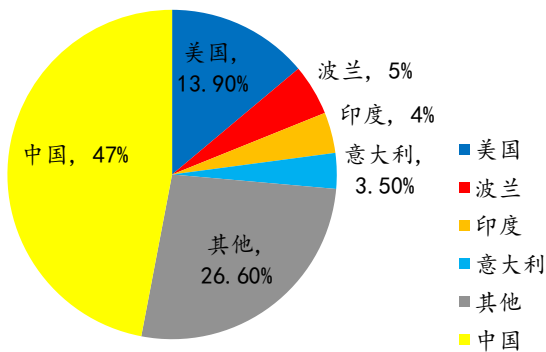
图13: 中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56%



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

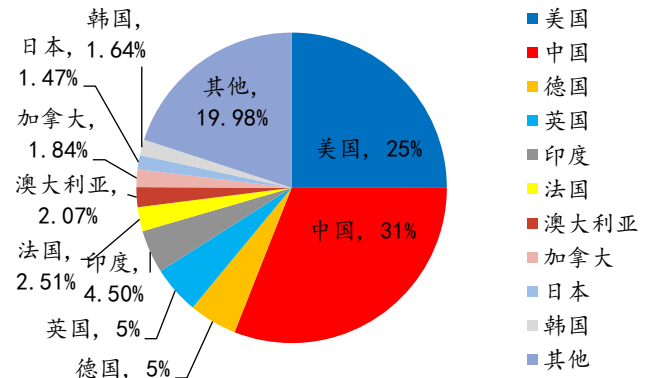
2017 年中国已超越美国，跃居世界第一大生产国和消费国。发达国家软体家居行业起步较早，已处于成熟阶段，消费量占比前十的国家中，大部分为发达国家。发展中国家引入软体家居较晚，但由于人口基数较大以及人均收入的提升，发展中国家逐步成为软体家具的新兴市场，2017 年中国软体家具消费总量占全球的 31%，超越美国成为第一大软体家具消费国。同时，受益于发展中国家的劳动力及成本优势，软体家居产业逐步向发展中国家转移。2017 年我国软体家居产值约占全球 47%，与印度两国合计占全球产值超过 50%。

图14: 2017 年内中国软体家具产值占比达 47%



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

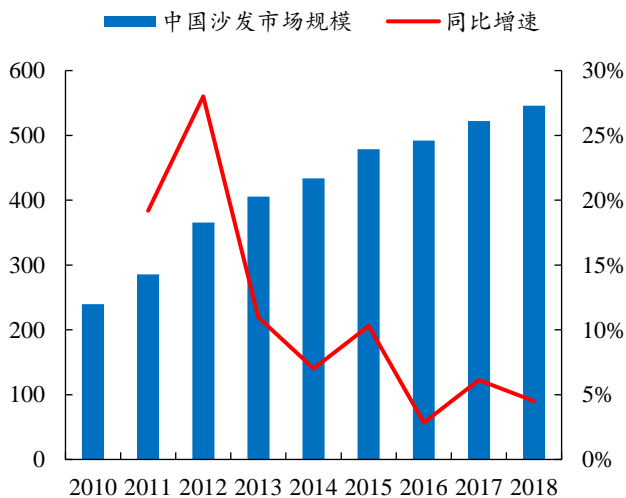
图15: 中国超越美国成为第一大软体家具消费国



数据来源: 家具迷、前瞻产业研究院、开源证券研究所

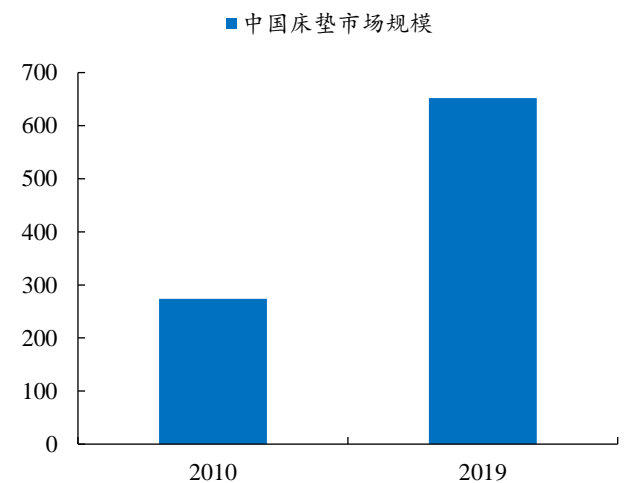
分品类看, 我国沙发和床垫市场规模均持续稳健增长。受益于软体家具渗透率提升和房地产市场持续发展, 我国沙发市场规模从 2010 年的 285.48 亿元增长至 2018 年的 545.74 亿元, CAGR 为 10.84%。其中, 沙发市场仍以传统沙发为主, 功能沙发的市场份额仅为 14%, 未来仍有较大潜力。而 2010 年-2019 年我国床垫市场规模也从 274 亿元增长至 652 亿元, CAGR 为 10.11%。

图16: 中国沙发市场规模稳步提升 (单位: 亿元)



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图17: 中国床垫市场规模提升 (单位: 亿元)

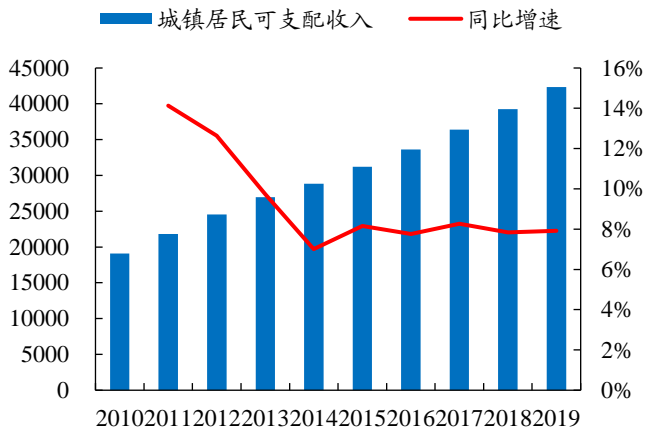


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

2.2、消费升级有望推动我国软体家具市场规模稳步提升

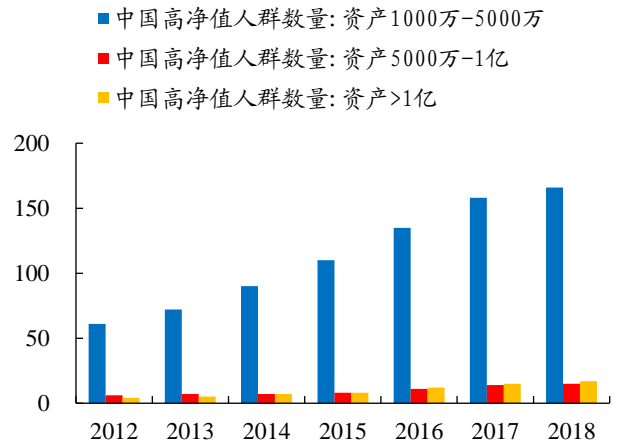
我国居民收入持续提升, 消费升级的红利仍在释放。伴随我国城镇居民可支配收入增加, 消费层级也逐步提升。2019 年, 我国城镇居民的人均可支配收入已达到 42359 元, 2010-2019 年的复合增速达 9.3%, 并且 2015 年至今的同比增速仍维持在 8% 左右。同时, 2010 年-2018 年中国拥有资产超过 1000 万的高净值人群数量年均复合增速为 18.77%, 中高端消费群体也在持续扩容。

图18: 城镇居民可支配收入稳步提升 (单位: 元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 中国高净值人群数量稳步增长 (单位: 万人)



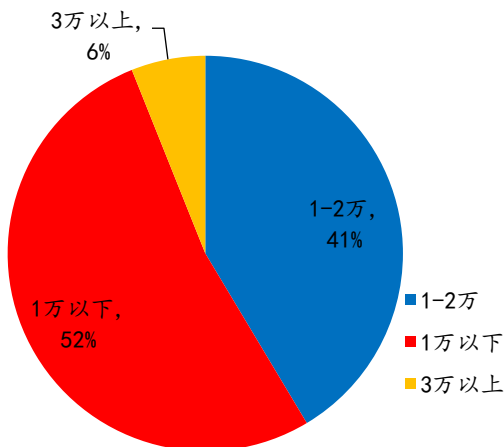
数据来源: Wind、开源证券研究所

而消费升级的红利释放有望继续推动软体家具市场规模增长:

1) 价: 消费升级下消费者对软体家居购置预算有望增加。以沙发为例, 根据泛家居网 2019 年的调研数据, 超过一半的消费者仅愿意花费 1 万以下购买沙发, 而预算在 3 万以上的消费者仅占 6%。而伴随居民可支配收入的提升, 消费者有望更多的考虑软体家具产品的舒适度和品牌力。并且, 与发达国家相比, 我国软体家具的消费潜力还有较高挖掘空间。以功能沙发为例, 根据前瞻产业研究院, 2018 年我国功能沙发渗透率预计为 13.1%, 而美国功能沙发渗透率则已高达 40.9%。

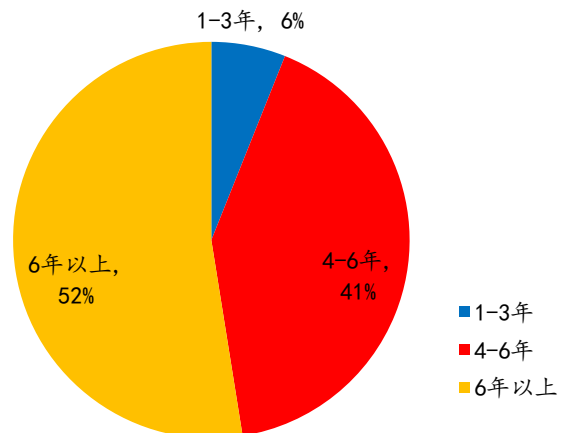
2) 量: 消费升级下软体家居的更新频率有望提升。受消费水平和传统文化制约, 2019 年我国 6 年以上才更换家具的消费者抽样占比高达 52%。以床垫为例, 中国消费者在 5 年内更换床垫的比例仅 14%, 而美国消费者这一比例则高达 48%。此外, 消费升级也将带来更多功能化需求, 比如据调查约 75% 的 90 后人群睡眠质量较差, 对床有更高的舒适度需求, 而对沙发的功能则从“坐”升级为“躺、睡及朋友聚会”。

图20: 沙发购置预算仍有较大提升空间



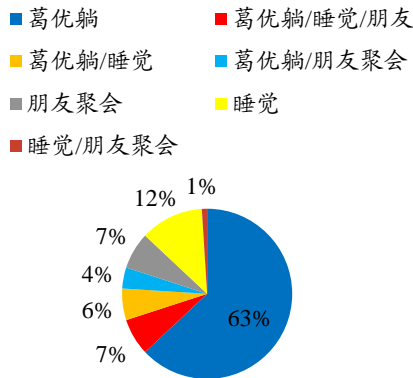
数据来源: 泛家居网、开源证券研究所

图21: 家具更换频率有望加快



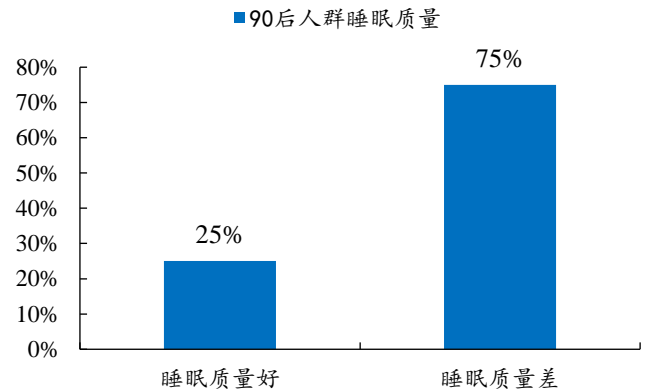
数据来源: 泛家居网、开源证券研究所

图22: 消费者对沙发的功能需求有望提升



数据来源: 泛家居网、开源证券研究所

图23: 75%的90后人群睡眠质量差



数据来源: 新思界网、开源证券研究所

2.3、软体家居行业竞争格局逐步稳定，而集中度仍有较大提升空间

2.3.1、软体家居行业品牌梯队形成，龙头企业定位呈现差异化

我国软体家居行业品牌梯队已逐渐形成，但整体仍呈现“大行业、小公司”的特征。经过多年发展，我国软体家居行业已逐渐形成三级梯队，第一梯队为行业内的龙头企业，包括顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合等上市公司。第二梯队为行业知名企业，包括深圳市左右家私、全友家私等知名企业。第三梯队为众多中小企业。由于我国幅员辽阔，软体家具运输半径有限、行业起步较晚，发展尚不成熟等原因，行业内龙头企业份额仍较低，中小企业占据大部分市场份额，行业集中度有待提升。

表1: 我国软体家居行业已逐渐形成三级梯队

梯队	企业名称	行业地位
第一梯队	顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合	龙头企业
第二梯队	深圳市左右家私、全友家私、宜华生活、北京爱依瑞斯家居用品、深圳兴利家居、深圳天诚家具、深圳市远超家具等	知名企业
第三梯队	安徽省圣飞宇珑软体家具、临泉县澜欧软体家具、鹤山市雅瑶海马软体家具、济南今喜软体家具、米歇尔沙发软体家具、安徽金方软体家具等	中小企业

资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

龙头企业差异化定位，具备不同业务优势。

1) 顾家家居优势单品为皮制休闲沙发，在此基础上逐步向功能沙发和布艺沙发拓展，并借助沙发渠道优势，开辟床垫及软床、茶几、电视柜等配套产品。此外，顾家家居将空间延伸至全屋，发展大家居店，品类扩张速度与质量引领行业。

2) 敏华控股为国内领先的功能沙发企业，旗下芝华仕品牌驰名中外，根据弗若斯特沙利文数据，2019年，敏华控股国内功能沙发市占率约50.1%。

3) 喜临门以床垫及软床为主营业务，深耕酒店工程业务，与喜来登、希尔顿、万豪等酒店集团以及恒大、龙湖等地产商形成良好战略合作关系。

4) 梦百合为国内首家提出“0压”概念的家居制造商，主要品类为记忆绵床垫、

记忆绵枕为公司重点深耕品类，逐步布局电动床、软体沙发及沙发床。

表2: 软体家居行业龙头企业差异化定位，具备不同业务优势

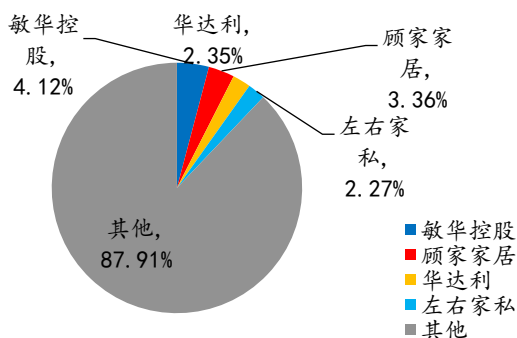
公司	成立时间	优势品类	主要品牌	业务优势
顾家家居	1982 年	皮艺沙发	LA-Z-BOY; 玺堡家居; 宽邸家居; 班尔奇; Rolf-benz; Natuzzi 等	国内皮类沙发龙头，立足皮类沙发，将产品线拓展至功能沙发和布艺沙发，并将品类横向拓展至床具、配套产品、红木家具、定制家具等。通过收购国内外知名品牌拓宽销售渠道及布局大家居战略
敏华控股	2004 年	功能沙发	芝华仕, 伯爵·美家, 伯恩·名家, 尼科莱蒂等	国内功能沙发龙头，其功能沙发在中国市场的市占率约 50.1%。除专注沙发及床具产品的生产和销售之外，也向高铁、连锁影院及其他商业客户生产及销售座椅
喜临门	1996 年	床垫及软床	喜临门, 法诗曼, SLEEMON 等	公司主营业务包括民用家具业务和酒店家具业务两大类，民用家具业务主要是销售以床垫、软床为主的中高档卧室家具，酒店家具业务主要是向星级酒店或大型公建项目提供室内家具及装修配套的木制品。
梦百合	2003 年	记忆棉床垫	Mlily; MAXCOLCHIN; COMOTEX 等	国内领先的记忆棉家具生产商，主要产品为记忆绵床垫、记忆绵枕、沙发、电动床等，收入以外销为主，直接或间接为境外记忆绵家居品牌商、境外贸易商以及境外家具大卖场自主品牌等企业提供 ODM 产品

资料来源：各公司公告，开源证券研究所

2.3.2、沙发行业、床垫行业市场集中度有较大提升空间

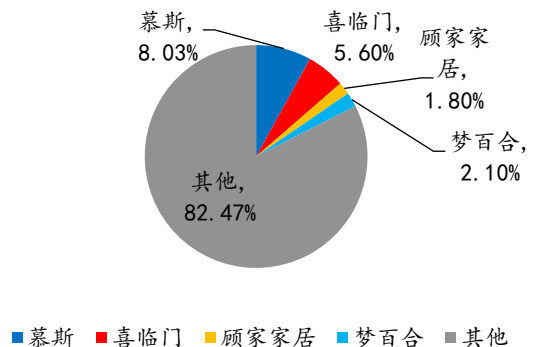
我国软体家居市场格局较分散，集中度提升空间大。软体家居行业由于运输半径受限、行业起步较晚、资金和技术门槛相对较低等原因，集中度仍较低。根据中国产业信息网，2018 年我国沙发行业和床垫行业 CR4 分别为 12.1%和 17.5%。床垫龙头慕斯及沙发龙头敏华控股市占率分别仅为 8.0%和 4.1%。而美国软体家居市场，沙发行业 CR4 约 50%，床垫行业 CR4 超过 60%。因此参考美国软体家居市场，伴随我国软体家居市场的日益发展和居民消费水平提升，行业集中度的提升仍有较大空间。

图24: 2018 年中国沙发行业 CR4 约 12.1%



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图25: 2018 年中国床垫行业 CR4 约 17.5%



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

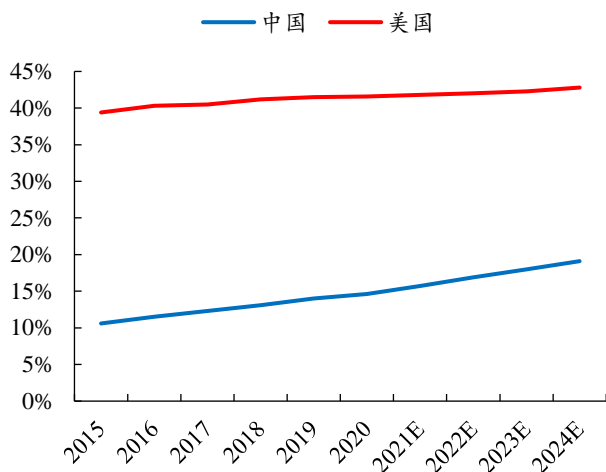
软体家居行业集中度提升的驱动力如下：

（1）功能性产品占比提升

我国功能沙发和功能床垫的渗透率正逐渐提升。根据敏华控股公司公告，2019年中国功能沙发渗透率仅 14.0%，相较于美国的 41.6%，仍有较大的提升空间，预计至 2024 年有望提升至 19.1%。同时，在床垫行业中，近年伴随消费者对睡眠质量要求的提升，功能性智能床垫的市场份额也在快速提升。

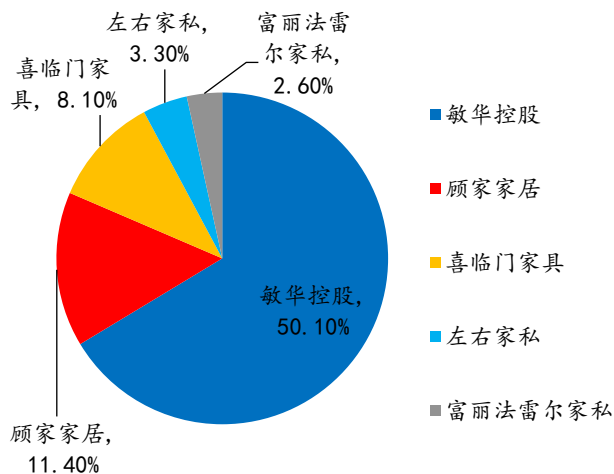
功能性品类可类比家电行业，相对而言拥有更高的行业集中度。软体家居不同品类集中度差异较大。传统品类由于进入门槛低，功能性上同质化，消费者在购买选择时更重设计而轻品牌，因此行业集中度提升难度较大，众多中小企业占据下沉市场。而功能性品类则与家电行业相似，具备一定的技术壁垒，消费者更重功能，在购买时会更倾向于信任大品牌。如功能沙发，国内市场集中度较高，2019 年敏华控股功能沙发在中国市场的市占率为 50.1%，而沙发行业整体的 CR4 还不到 20%。

图26：中美市场功能沙发渗透率差距较大



数据来源：敏华控股公司公告、开源证券研究所

图27：我国功能沙发竞争格局集中



数据来源：敏华控股公司公告、开源证券研究所

（2）龙头品牌品类拓展优势逐渐显现

产品矩阵多样化将拓宽客户群体覆盖面，加速集中度提升。过去由于沙发等品类设计的个性化以及品类的单一，产品受众面较小。丰富 SKU 和产品矩阵有助于满足更多消费者的需求，覆盖的客户群体更广。另外，伴随消费群体年轻化，快时尚成为主要消费方式，年轻消费群体喜爱风格多变，扩充及更新 SKU 适应多变的客户需求。相较于普通企业而言，龙头企业更容易实现产品矩阵的扩张，提升市场份额。

表3：龙头品牌品类拓展优势逐渐显现

公司	主打品类	品类拓展
顾家家居	皮制休闲沙发	床垫及软床、集成产品、红木家具、定制家具、餐桌等
敏华控股	功能沙发	床垫、按摩椅、配套产品、小件等
喜临门	床垫及软床	沙发
梦百合	记忆绵床垫及枕头	电动床、沙发

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

相较于普通企业，龙头企业更容易扩充 SKU:

1) **供应链规模效应**。SKU 增加会加大对供应链运营和成本管控的要求。龙头企业产销量更大，并在原材料采购方面拥有议价权，更易于降低成本，产生规模效应。

2) **存货周转率更高**。产品系列的增加容易难以保证所有系列的销量，容易造成库存积压。龙头企业凭借领先的渠道和产能布局，存货周转率较高。

3) **掌握终端数据**。扩充 SKU 需要精准把握消费者需求，龙头企业能够掌握更多终端销售数据，根据数据反馈开发匹配客户需求的新品。

表4: 龙头企业更容易实现软体家具产品定制化

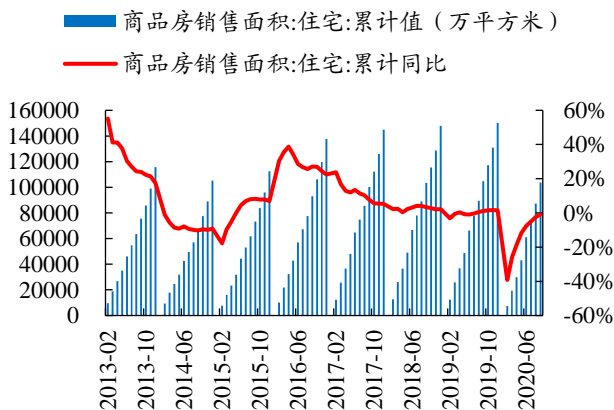
扩充 SKU 给软体家居制造商带来的挑战	龙头企业优势
采购和生产成本增加	规模效应
库存积压	存货周转率更高
品类、风格和尺寸的多样化	掌握终端数据

资料来源：齐家网、开源证券研究所

2.4、短期催化：国内竣工有望回暖，美国房地产销售数据亮眼

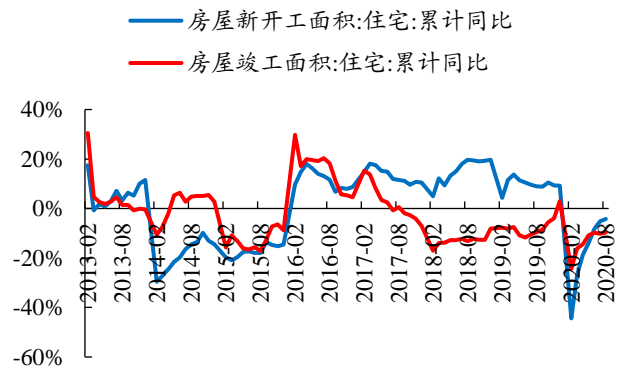
国内地产销售韧性整体较强，竣工缺口有望逐步回补。2016 年后，地产销售增速下滑影响下游家居需求逐步走低。但 2019 年后住宅销售还是展现出较强的韧性，2019H2 销售增速有所回升，疫情后整体恢复速度也较快。同时，2017 年后由于期房占比提升、地产商融资收紧等原因，住宅新开工和竣工增速出现了超过两年时间的剪刀差。但由于新开工住宅普遍 3 年就有刚性的交房需求，因此这一缺口有较强的回补预期。而房屋竣工交房回暖将直接拉动后周期的家居需求。

图28: 国内地产销售韧性整体较强



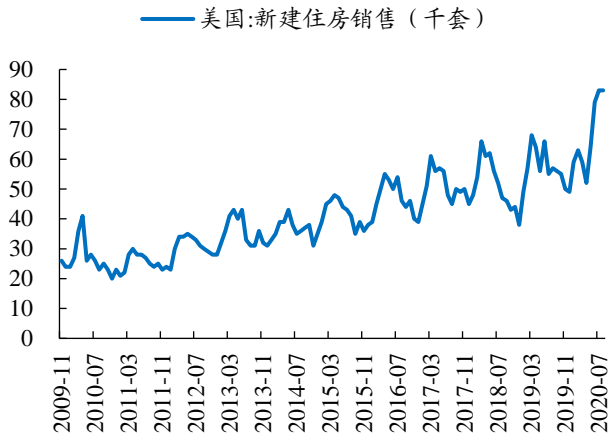
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29: 竣工缺口有望逐步回补



数据来源：Wind、开源证券研究所

美国房地产销售数据亮眼，有望带动美国市场家居需求。疫情后，美国采用降息等措施刺激经济，抵押贷款利率持续走低，带动美国房地产销售火热。2020 年 8 月，美国新屋销售当月值再创新高，同比增速高达 46%。同时，占据主要份额的成屋销售数据也持续走高，2020 年 8 月，美国成屋销售折年数（季调值）创下近十年高点。地产销售的持续增长有望带动后续美国市场的家居需求。美国市场是我国软体家具行业的主要出口国，包括顾家家居在内的我国软体家具公司都有望直接受益。

图30：2020Q2起美国房地产市场销售数据亮眼


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2020Q2起美国房地产市场火热


数据来源：Wind、开源证券研究所

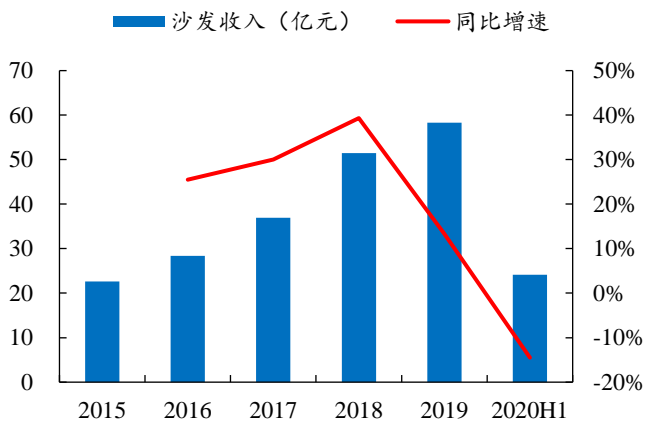
3、核心竞争力：产品+渠道+管理+供应链构筑护城河

3.1、产品：纵向拓展优势品类受众群，横向开拓大家居产品矩阵

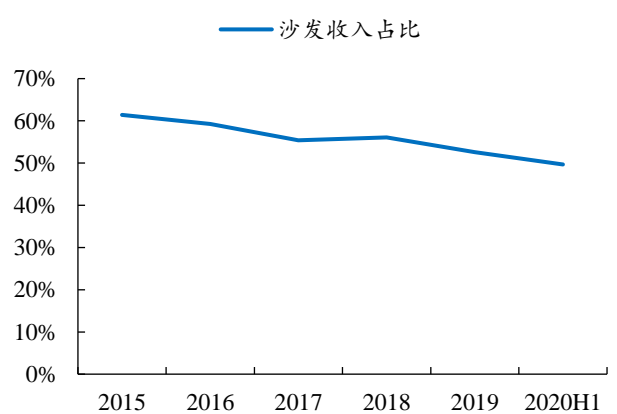
公司主营品类为沙发，在此基础上积极拓展配套品类和其他软体品类。公司聚焦客厅空间，将品类拓展至茶几、电视柜等配套产品。随后将空间延伸至卧室，开发床垫及床具产品。公司产品已覆盖客厅、卧室、餐厅、儿童产品、全屋定制、生活家居等系列，旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列。

3.1.1、优势品类：丰富产品体系拓展目标人群，扩大市场份额

沙发为公司传统优势品类，仍为主要收入来源。沙发是顾家家居的传统优势品类，收入规模持续保持稳健增长。2019年，公司沙发收入达58.31亿元，同比增长13.35%，2014-2019年复合增速达21%。2019年增速有所下降主要系2018年由于收购外延品牌等原因使基数较高。此外，近年由于积极向大家居方向拓展，公司沙发收入占比呈下降趋势，但2019年沙发收入占比达到53%，仍为公司主要收入来源。

图32：公司沙发业务收入稳步提升


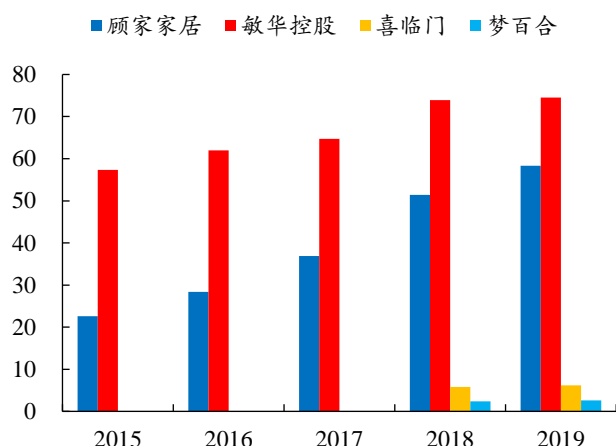
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：沙发收入占比有所下降，但仍为主要收入来源


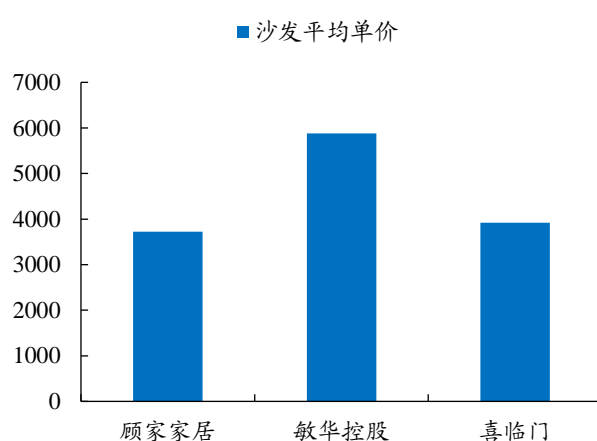
数据来源：Wind、开源证券研究所

行业横向对比，公司与敏华控股在沙发收入规模上的差距逐渐缩小。通过近年快速的内生增长和积极的外延并购，顾家家居的沙发收入规模与敏华控股间的差距已逐渐缩小。2016 财年，敏华控股的沙发收入约为公司 2015 年沙发收入的 2.5 倍，而到 2020 财年已仅为公司 2019 年沙发收入的 1.3 倍。

由于核心品类差异，公司沙发平均单价与敏华控股仍有一定差异。由于敏华控股的沙发品类主要为功能沙发，而公司虽然功能沙发份额提升较快，但仍以休闲沙发为主，因此在沙发平均出厂价上仍与敏华控股较明显的差距，而与喜临门较为接近。2019 年，公司沙发平均出厂价约为 3724 元/套，而敏华控股为 5881 元/套。

图34: 公司沙发收入与敏华控股差距逐渐缩小（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所（敏华控股 2015 年数据为 2016 财年即 2015.3-2016.3，以此类推）

图35: 公司沙发平均单价低于敏华控股（单价：元/套）


数据来源：Wind、开源证券研究所（顾家家居、喜临门为 2019 年报数据；敏华控股为 2020 财年数据）

近年通过品类和定位延伸的战略，公司为沙发业务的发展注入持续增长的活力。

（1）品类延伸

公司沙发品类日趋多元发展，功能沙发收入占比持续提升。顾家家居以皮类沙发起家，并于 2012 年开始拓展功能沙发和布艺沙发，至 2013 年时公司皮类沙发收入仍约占到沙发总收入的 86%。但于 2012 年和美国知名功能沙发品牌 La-Z-Boy 达成合作后，公司功能沙发品类进入快速发展阶段。2017 年，公司功能沙发收入达 9.12 亿元，占沙发总收入的比重上升至 24.7%。而布艺沙发收入规模于 2015 年后整体也呈现出上升趋势，2018H1 公司布艺沙发收入达到沙发总收入的 7.8%。

表5: 公司沙发品类日趋多元发展，功能沙发收入占比持续提升

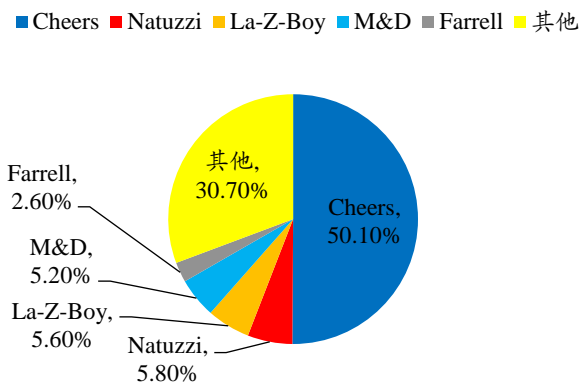
	2018H1	2017	2016	2015	2014	2013
皮类沙发收入（亿元）	13.31	25.33	21.54	18.15	16.08	14.97
收入占比	62.10%	68.60%	75.90%	80.20%	78.15%	85.87%
YoY		17.60%	18.68%	12.87%	7.41%	
毛利率	34.68%	37.80%	42.23%	42.77%	43.52%	42.34%
布艺沙发收入（亿元）	1.68	2.48	1.95	1.72	2.47	1.62
收入占比	7.80%	6.70%	6.90%	7.60%	12.00%	9.29%
YoY		27.18%	13.37%	-30.36%	52.47%	
毛利率	32.66%	34.61%	40.38%	39.38%	38.55%	37.86%
功能沙发收入（亿元）	6.45	9.12	4.9	2.76	2.03	0.84

	2018H1	2017	2016	2015	2014	2013
收入占比	30.10%	24.70%	17.30%	12.20%	9.87%	4.82%
YoY		86.12%	77.54%	35.96%	141.67%	
毛利率	28.77%	33.23%	35.73%	34.44%	33.68%	33.42%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司功能沙发的发展主要以自有品牌和外延品牌双轮驱动。2012 年，公司与美国知名品牌 La-Z-Boy 达成合作，以授权贴牌生产和直接进口购入的两种形式在国内进行 La-Z-Boy 品牌功能沙发的销售。2018 年 3 月，公司以 6500 万欧元的价格收购了意大利高端品牌 Natuzzi 的 51% 股权，进一步拓展功能沙发品牌和销售渠道。根据敏华控股的公司公告，2019 年 La-Z-Boy 和 Natuzzi 两个品牌在国内功能沙发市场的占有率分别为 5.60% 及 5.80%，仅次于排名第首位的芝华士。此外，借助两个品牌在功能沙发上的研发技术以及渠道管理经验，自有品牌 KUKA 功能沙发也正快速发展。

图36: La-Z-Boy 和 Natuzzi 国内市占率仅次于芝华士



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37: La-Z-Boy 功能沙发产品力领先



资料来源：La-Z-Boy 公众号

表6: 2018 年 3 月公司收购 Natuzzi 的 51% 股权

时间	收购标的	投资额	股权比例	公司介绍	收购目的
2018 年 3 月	纳图兹贸易（上海）有限公司	6,500 万欧元	51%	Natuzzi 是意大利规模最大的家具上市公司，也是最知名的意式生活方式品牌	通过与 Natuzzi 建立合资公司将有助于增加高端品牌 Natuzzi Italia 和中高端品牌 Natuzzi Editions，完善公司产品矩阵。收购 Natuzzi 有助于借助其渠道提升公司功能沙发收入

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司布艺沙发以出色的设计和研发能力占据市场。在设计上，公司于 2018 年推出顾家布艺 2020 战略并签约国际超模何穗为“顾家布艺时尚官”，进而与国际时尚潮流接轨，并逐渐培育形成“缤纷”和“睿致”两大系列布艺沙发产品。2020 年，“缤纷”新增北欧风格，而“睿致”则推出了何穗联名款并主打意式风格。在研发上，公司积极对布料等环节进行创新。如 2020 年 9 月，公司推出了新型生态科技面料——仿生超纤布，并和上游制造商恒业科技签订了战略合作协议。

图38: 顾家布艺推出 2020 款概念新品“印象之光”



资料来源: 顾家布艺公众号

图39: 2020 何穗联名新品采用全新仿生科技布面料



资料来源: 顾家布艺公众号

(2) 定位延伸

公司近年通过新拓产品体系和并购外延品牌，进行定位延伸拓展。

1) 推出惠尚/千禧等高效价比系列，向下延伸价格带。2019 年“816 全民顾家日”，公司推出高性价比的顾家惠尚系列。2020 年，公司进一步推出瞄准下沉市场的千禧系列。通过推出高性价比系列产品，公司有效实现了价格带的下探，在原有中高端价格带的基础上，实现了对腰部市场的覆盖。考虑到与渠道进一步下沉相配合，“惠尚”和“千禧”等高效价比系列有望继续成为公司近年发力的重心。

图40: 2019 年公司推出高性价比的顾家惠尚系列



资料来源: 公司公众号

图41: 2020 年公司推出惠尚 2.0 系列



资料来源: 公司公众号

2) 通过外延并购，拓展产品风格定位和销售渠道。2018 年，公司积极开展外延并购，实现了对产品风格和销售渠道的拓展。2018 年 2 月，公司收购德国高端精品软体家具品牌 Rolf Benz，从而在丰富了高端产品线的同时也打开了深耕欧洲市场的入口。此外，2018 年公司以 5100 万元收购了宁波卡文家居（持有宽邸家居 100%股

权) 51%的股权。宽邸家居以年轻人为主要客群, 致力于用标配的价格让年轻人享受到高配的产品, 收购宽邸有助于公司开发年轻客户群, 并完善美式风格产品系列。

表7: 公司通过外延并购, 拓展产品风格定位

时间	收购标的	投资额	股权比例	公司介绍	收购目的
2018年2月	Rolf Benz AG & Co.KG 以及 RB Management AG	4,156.5 万欧元	Rolf Benz AG & Co.KG 99.92%; RB Management AG 100%	Rolf Benz 定位高端精品路线, 是转角沙发的经典制造者, 旗下拥有“RolfBenz”“hülsta sofa”和“freistil”三大品牌系列。Rolf Benz 销售额 80%以上为欧洲市场, 所有沙发产品均由公司自有的两家位于德国纳戈尔德的工厂生产	未来公司有望借助其知名品牌深耕欧洲市场
2018年9月	宽邸家居	--	--	宽邸家居以年轻人为主要客群, 致力于用标配的价格让年轻人享受到高配的产品	收购宽邸家居品牌将助力顾家家居开发年轻客户群, 并完善美式风格产品系列

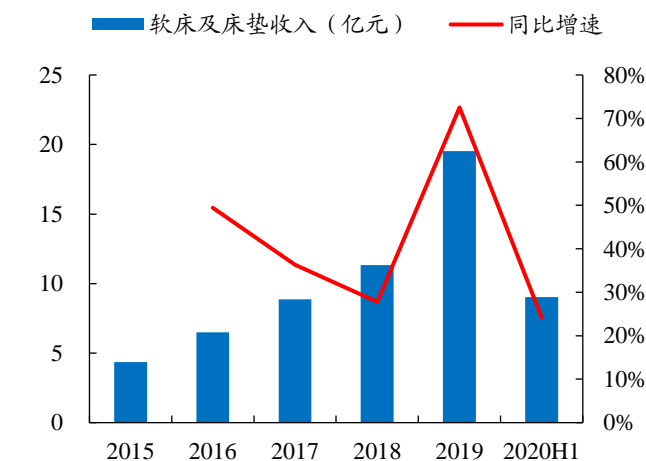
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.2、新拓品类: 从客厅延伸至卧室, 进而迈向大家居

(1) 由沙发切入床垫领域, 业务空间从客厅延伸至卧室

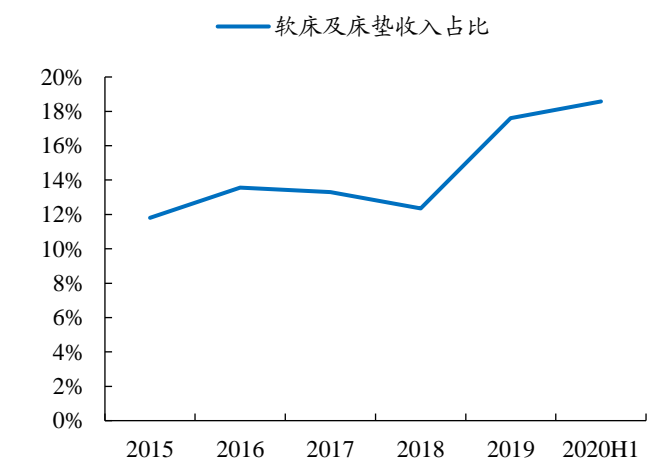
内外销双轮驱动, 软床及床垫业务收入和毛利占比持续提升。2010年, 公司更名为“顾家家居”, 正式开始产品线延伸, 软床从而成为公司收入增长的重要引擎。2014年, 公司软床收入达到 2.34 亿元。同年, 公司战略新品床垫实现规模化量产和销售, 并表现出了较好的增长爆发力。2015年, 公司床垫收入即达到 1.31 亿元, 占床类产品总收入的 30%。2018年, 公司收购玺堡 51%的股权, 进军海外床垫市场, 实现床类产品的内外销双轮驱动。2019年, 公司床类产品收入达到 19.53 亿元, 同比增长 72.5%, 收入和毛利占比分别提升至 17.6%和 17.7%。

图42: 公司软床及床垫收入稳步增长



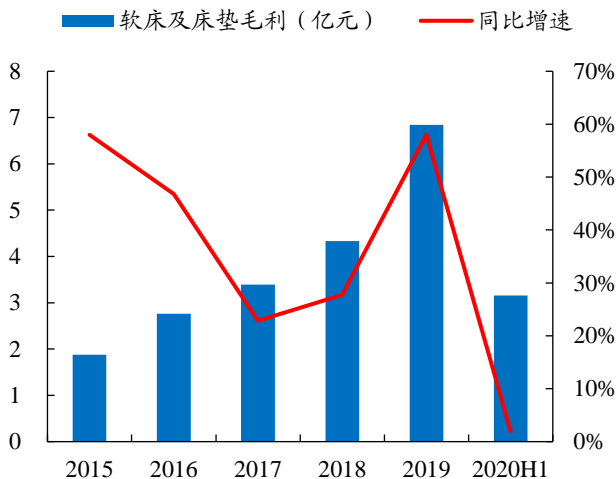
数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 公司软床及床垫收入占比持续提升



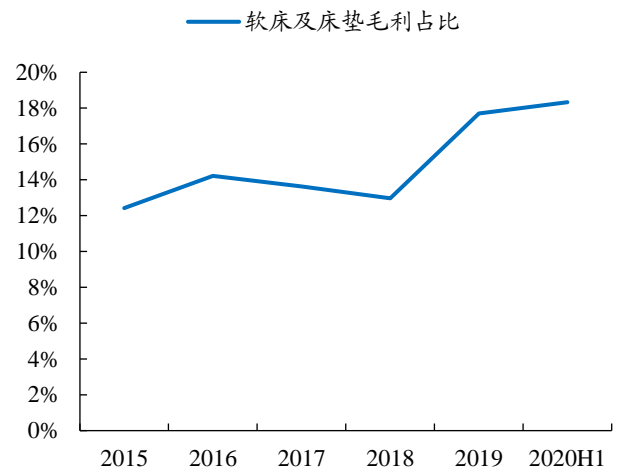
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44：公司软床及床垫毛利稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：公司软床及床垫收入毛利占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

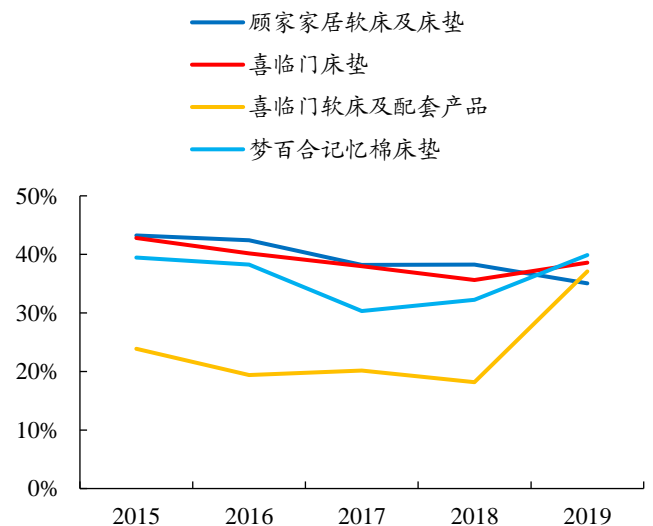
内销：以爆款策略切入市场，毛利率仍处于较高水平。相较于喜临门、梦百合等以床垫为主的软体家居品牌，顾家家居进入床垫领域较晚。2015年，公司最终以定价2999元的爆款1号垫打开市场（当时进口品牌零售价格1.2万-1.4万元左右，国内一线品牌在6千-8千元）。在此基础上，公司逐步进行产品迭代，继续以性价比优势占领市场（如2016年公司推出售价6999元的3D床垫，当时3D床垫市场均价在1.5万元左右）。但虽然公司以性价比抢占市场，然而公司内销的软床及床垫的毛利率仍处于较高水平（2019年整体毛利率下降主要系外销玺堡收入大幅提升）。并且，公司于2019年报中提出未来要借助全球资源，重点提升中高端床垫产品的竞争力。

图46：2015年公司打造爆款顾家一号垫



资料来源：公司官网

图47：公司软床及床垫毛利率处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

外销：收购玺堡家居进军海外床垫市场。2018年11月，公司以4.24亿元收购玺堡家居51%的股权。玺堡家居为国内床垫出口领军企业，产品主要销往美国，其在全球80多个国家拥有专卖店。公司收购玺堡一方面能够弥补床垫出口领域的不足。另一方面，玺堡家居的海绵及乳胶生产线可完善公司床垫产业链布局，并且其海外生产基地可提高公司应对贸易摩擦和美国反倾销政策的抗风险能力。公司收购玺堡

的业绩承诺为 2019-2021 年净利润分别达到 0.55 亿元、0.65 亿元和 0.75 亿元。2019 年，玺堡营业收入为 8.06 亿元，净利润达 0.64 亿元，净利润达到业绩承诺目标。

表8：2018 年，公司收购玺堡家居进军海外床垫市场

时间	收购标的	投资额	股权比例	公司介绍	收购目的
2018 年 11 月	泉州玺堡家居科技有限公司	42,429 万元	51%	玺堡家居为国内床垫出口领军企业，产品主要销往美国市场	发展床垫外销业务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表9：2020 年玺堡业绩承诺的净利润目标为 0.65 亿元以上

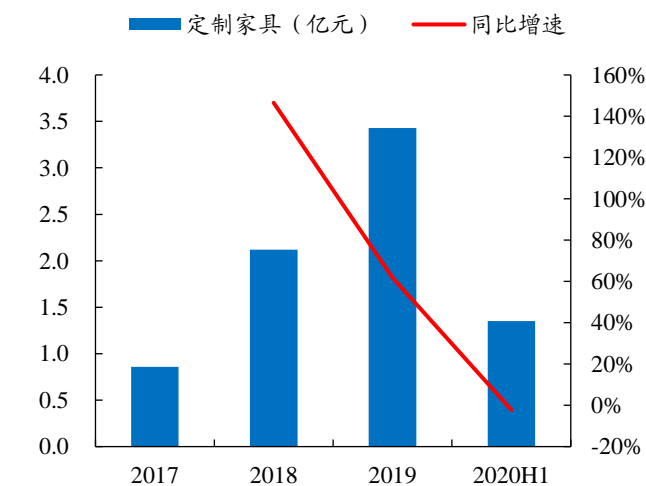
年度	营业收入	净利润
2019 年	10 亿元以上	0.55 亿元以上
2020 年	11 亿元以上	0.65 亿元以上
2021 年	12 亿元以上	0.75 亿元以上

数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）从软体延展至全屋定制，聚焦大家居战略

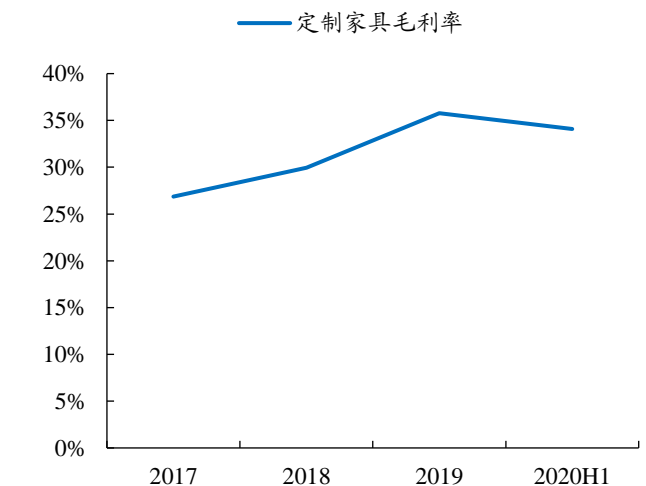
公司定制家居逐步发展，收入规模和盈利能力稳步提升。由于定制家具处于装修链的中端，软体家具处于装修链的末端，往装修链上方延伸有助于强化品类的引流能力和带单能力。2016 年，公司开始进军定制家居行业。2017 年至 2019 年，公司定制家居业务收入从 0.86 亿元增长至 3.43 亿元，年均复合增速高达 99.7%。但整体看公司定制家具业务仍处于前期发展阶段，2020H1 该业务收入占比仅为 2.77%。然而，虽然公司定制业务体量不大，但盈利能力稳步提升，利率从 2017 年的 26.86% 提升至 2019 年的 34.07%，已接近一线品牌水平，体现出较强的品牌溢价。

图48：公司定制家具快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：定制家具业务盈利能力持续增强



数据来源：Wind、开源证券研究所

从战略上看，公司以外延并购切入定制家居行业，产能建设打开增长空间：

2018 年 1 月，收购班尔奇，补充大家居战略全屋定制模块。班尔奇为国内第一家引进世界领先的工业 4.0 高智能化板式家居生产设备流水线的企业，销售网络已覆盖各省会及主要城市，截至 2018 年底，班尔奇终端店面数量达到 450 余家。是红星

美凯龙、居然之家、喜盈门等知名建材市场的合作伙伴，也是万科、世贸和绿城等知名地产集团的战略配套供应商。通过收购班尔奇，公司较快的实现定制家居布局。

伴随业务布局，公司积极进行定制家居产能建设为长期发展蓄力。2018年，公司投资15.06亿元建设华中（黄冈）基地，计划产能含400万方定制家居产品，预计2020年底达纲。2019年5月，公司继续投资10亿元在杭州建设定制智能家居制造项目，计划产能含1000万方定制家居产品，预计2020Q1投产，2026年底达纲。

表10：公司进行定制家具产能扩张

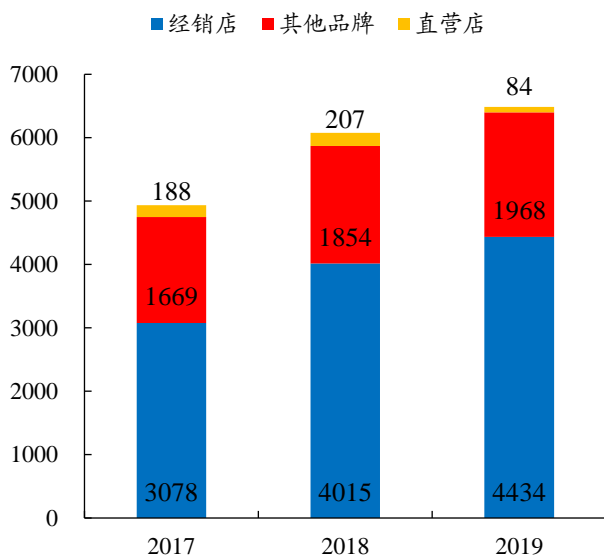
日期	项目	投资额	计划产能	预计投产时间	预计达纲时间
2018年1月31日	华中（黄冈）基地年产60万标准套软体家具及400万方定制家居产品	15.06亿元人民币	60万标准套软体家具及400万方定制家居产品	2019年底	2022年底
2019年5月16日	杭州定制智能家居制造项目	10亿元人民币	年产1000万方定制家居产品	2020Q1	2026年底

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、渠道：“1+N+X”多元布局，渠道改革提升效率

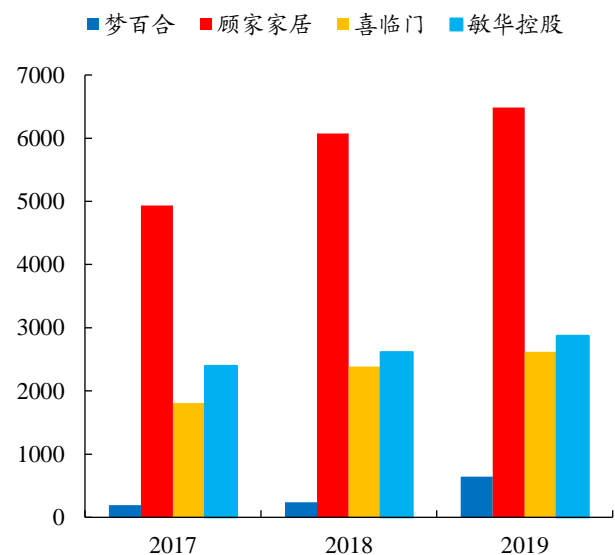
2019年，公司门店总数已达到6486家，显著高于业内竞争对手，已经具备较强的渠道规模优势。因此，未来公司渠道战略有望从快速扩张阶段过渡至以下三个方面：①完善“1+N+X”的多元化布局，实现店态全面升级并继续下沉；②推进区域零售中心和信息化建设等渠道改革策略，优化渠道扩张过程中出现的问题；③继续发力线上渠道，把握线上红利。

图50：公司门店数量持续增长（单位：家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：公司门店数量远高于同行（单位：家）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

（1）完善“1+N+X”的多元化布局，实现店态全面升级并继续下沉

“1+N+X”战略中，“1”代表在一二线城市推出的顾家生活馆和超级旗舰店、三四线城市的三级市场大店；“N”代表传统卖场的单品门店如红星、居然之家；“X”代表社区店、街边店及样板房等多样门店形式。

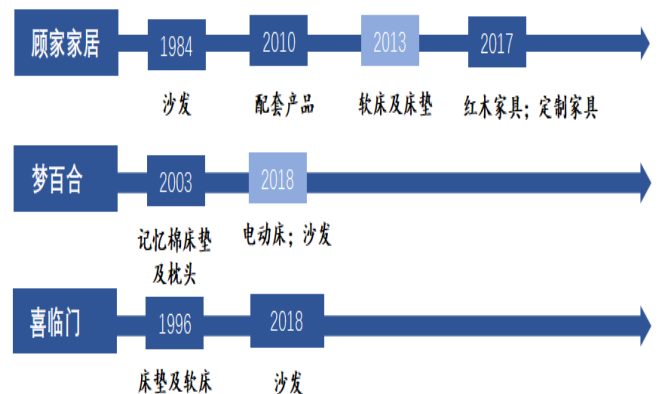
打造大店有助于整合大家居战略并提升坪效，从而实现店面全面升级。顾家家居大店主要包括顾家生活馆、软体定制融合店和三级市场大店三种店态。其中，顾家生活馆涵盖成品家具、定制家具、配套家具以及小家电等多品类，不仅布局自主品牌的产品，也包含协同家居生活的配套产品。软体定制融合店以空间设计为主，空间涵盖客厅、卧室、餐厅，与三级市场大店有类似之处，部分由原有的三级市场旗舰店升级。而三级市场大店则是针对低线城市租金成本低、新房装修多的特点推出的大家居店。在大家居品类布局领先并逐渐成熟以及核心城市开店速度下降的背景下，通过融合店、大店等形式提升坪效将成为公司下一阶段内销增长的重点之一。

图52：顾家家居生活馆位于浙江杭州



资料来源：大众点评

图53：顾家家居品类丰富度更高，更具发展大家居优势



资料来源：各公司公告、开源证券研究所

渗透弱势区域、拓展新渠道、配合高性价比新品，“N+X”渠道下沉仍有空间。

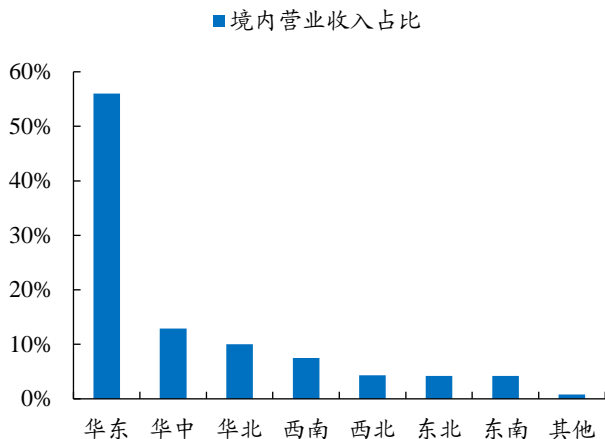
1) 渗透弱势区域。虽然公司合计门店数量已经超过 6000 家，但从收入层面看仍存在较严重的区域不平衡问题。2019 年，华东区域收入占境内营业收入的 56%。而其他各大区域年营业收入均不足 10 亿，因此仍存在较大的渠道渗透空间。

2) 拓展新渠道。2018 年，公司间接持有居然之家 1.65% 股权，与苏宁易购打造“苏宁零售云&顾家家居联合门店”，为新渠道拓展打下基础。2019 年公司持续进驻新物业，拓展新渠道（百货商场、百安居、苏宁、商超等），进驻空白城市百余个。

2) 配合高性价比新品。过去由于公司的产品定位中高端，产品定位与一二线城市更为匹配。但 2019 年后，公司接连推出“惠尚”、“千禧”等高性价比系列产品，能够有效助力公司渠道下沉的策略。

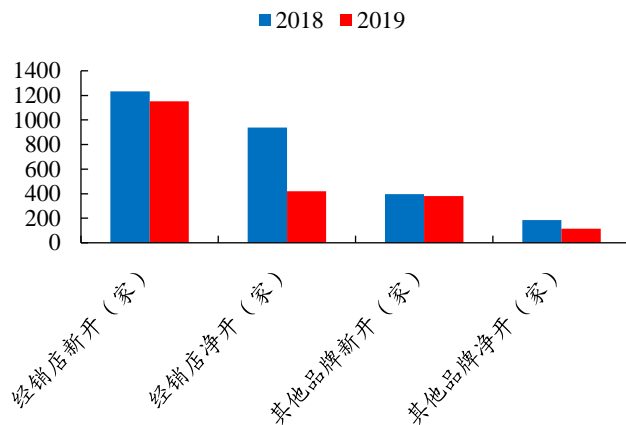
从近年的数据，也可以看出公司仍处在较快渠道下沉的阶段。2018-2019 年，公司经销店分开净开店 937 家和 419 家，其他品牌分别净开店 185 家和 114 家。

图54：顾家家居在华东以外区域仍有较大下沉空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图55：公司仍处在较快开店阶段



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 推进区域零售中心和渠道信息化建设，优化渠道管理

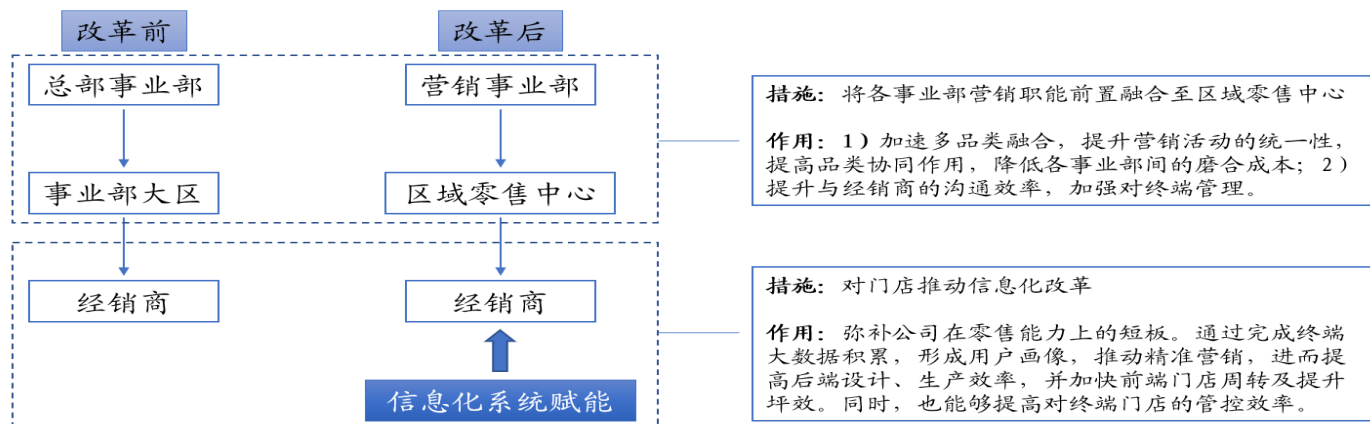
伴随渠道和品类拓展，顾家家居在品类整合和渠道管理上的压力也逐渐出现。因此2018年，公司开始着手进行零售改革，聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统。在依靠外延粗放式发展后，内部精细化提效率有望带来下一阶段的渠道红利。

1) 区域零售中心：组织结构上把“总部事业部—事业部大区—经销商”调整为“营销事业部—区域零售中心—经销商”，即将各事业部营销职能前置融合至区域零售中心，进而一方面加速多品类融合，提升营销活动的统一性，提高品类协同作用，降低各事业部间的磨合成本，另一方面提升与经销商的沟通效率，加强对终端管理。

2) 信息化改革：即通过信息化升级将区域零售中心的运行效率最大化。公司将围绕门店系统、线上系统和售后服务系统进行大数据积累，形成用户画像，推动精准营销，进而提高后端设计、生产效率，并加快前端门店周转及提升坪效。同时，也能够提高区域零售中心对终端门店的管控效率。

从改革落实进度上看，区域零售中心已对经销商重合程度较高的沙发、床类实行整合，并将逐步纳入功能沙发、定制产品等品类。而截至2019年底，信息化系统已经覆盖65%以上的终端门店，到2020年底预计能够对95%的终端门店实行覆盖。

图56：2018年，公司开始着手进行零售改革，聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统

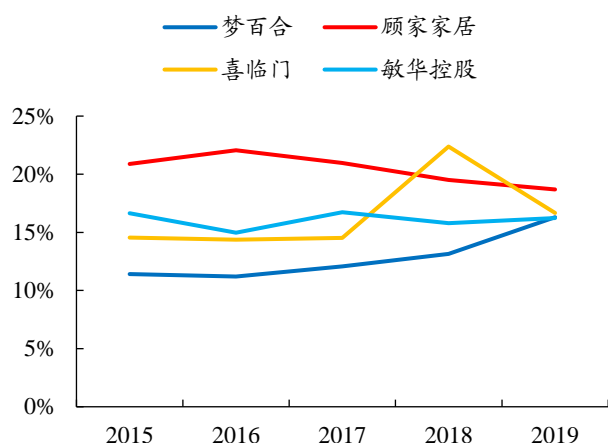


资料来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 注重营销构筑流量优势，积极拥抱线上渠道

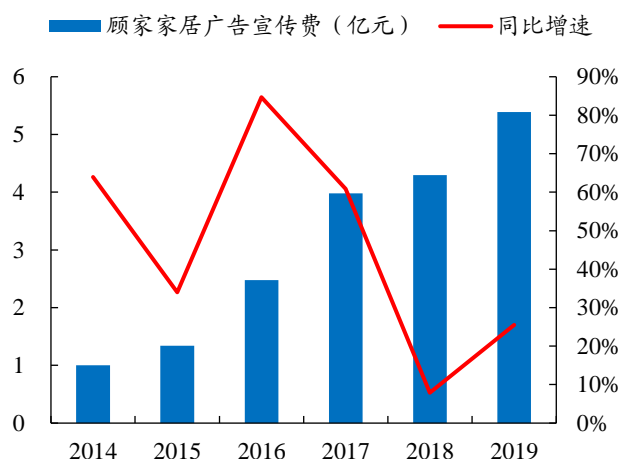
顾家家居销售费用投入持续领先行业，打造领先品牌力。自 2011 年 11 月成功中标“2012 年中央电视台黄金资源广告”起，顾家家居就持续进行较大力度的销售费用投入用于品牌建设，2012 年至 2019 年销售费率始终维持在 18% 以上，明显高于行业内梦百合、敏华控股等竞争对手。至 2019 年，公司销售费用中的广告宣传费已达到 5.4 亿元，同比增速仍达到 25.5%。持续的广告宣传费用也对公司的品牌力打造起到了显著的效果。2019 年，公司荣获品牌联盟颁发的“2019 中国品牌节建国 70 周年 70 中国品牌”、“2019 中国品牌节华谱奖”等奖项。

图57：公司销售费用率领先行业



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：公司广告宣传费逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

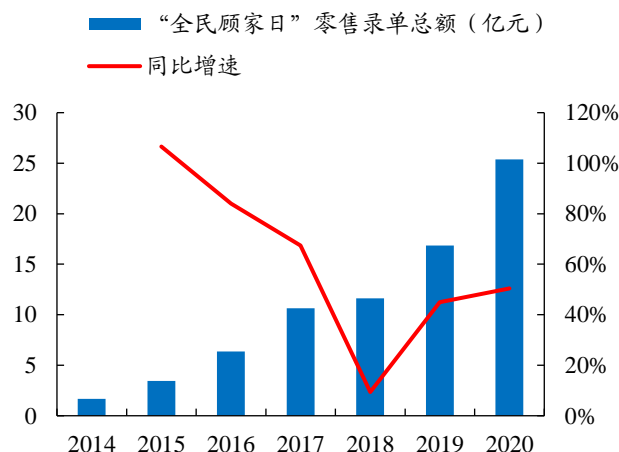
在领先品牌力带来流量优势的基础上，积极拥抱线上渠道。2018 年-2019 年，公司连续两年冠名天猫双十一狂欢夜，有效提升线上渠道品牌知名度。同时，传统营销活动“全民顾家日”也更加注重线上和线下的互动营销。如 2020 年“全民顾家日”，公司一方面在微信朋友圈等热门 APP 上积极投放广告，另一方面迎合线上直播热潮，邀请淘宝顶流主播 kiki 和“乘风破浪的姐姐”钟丽缇等开启线上直播营销。在线上渠道的带动下，公司 2019-2020 年“全民顾家日”零售录单总额重回较快增长。

图59：公司 2018 年起连续两年冠名天猫双十一狂欢夜



资料来源：新浪家居

图60：“全民顾家日”活动影响力逐年提升



数据来源：新浪家居、开源证券研究所

3.3、管理：采用职业经理人制度，激励机制完善

公司股东充分放权，引入职业经理人，优化管理结构。2012 年，公司采用职业经理人制度，从家电行业中聘请了包括一批优秀、年富力强的职业经理人，将家电龙头美的、海信等的运营管理经验引入公司。其中，公司总裁为李东来总，曾任美的冰箱事业部总裁、空调事业部总裁，管理与业务运营经验丰富。副总裁李云海、廖强、欧亚非也均来自于美的。自引入职业经理人团队后，公司大股东充分放权，以李东来总为首的管理团队也展现了出色的管理能力。2012 年后，公司显著加大营销投入，加速品类拓展进展，公司营收和净利润增长也由此进入快车道。

表11：2012 年公司引入职业经理人团队

姓名	职务	履历	出生年份
李东来	总裁	历任美的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。	1974
顾海龙	副总裁	历任杭州海龙家私有限公司职员、浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理、杭州庄盛家具制造有限公司副总经理。	1976
李云海	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。	1974
刘春新	副总裁 /财务负责人	历任海信科龙电器股份有限公司副总裁，2007 年 8 月 8 日起担任海信科龙电器股份有限公司董事。	1969
刘宏	副总裁	历任重庆富安百货销售课课长，浙江银泰百货营业部总监，总经理助理，海龙家私业务经理，顾家工艺销售总监，副总经理，庄盛家具副总经理。	1967
王威	副总裁	历任州海龙家私有限公司销售员，浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理，杭州庄盛家具制造有限公司副总经理。	1969
吴汉	副总裁	历任中国农业银行浙江省分行营业部职员，科长，国际部总经理助理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理兼财务负责人。	1969
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理，青岛海尔空调事业本部本部长助理兼华南，西南大区总监，深圳中建担保集团总裁，宁波奇帅电器总经理，顾家家居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。	1976
欧亚非	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	1979
陈邦灯	董秘	历任财通证券股份有限公司营业部总经理，顾家家居投资证券管理中心总监	1977

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司股权激励充分，核心管理团队与公司利益充分绑定。2017 年，公司对包括李东来、吴汉、李云海、刘春新、刘宏等高管以及中层、核心技术人员在内的 100 人进行股权激励，业绩考核目标为以 2016 年为基数，2018/2019/2020 年营收增长率均达到 44%/73%/107%；净利润增长率均达 32%/52%/75%。此外，2019 年 12 月公司公告，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拟增持公司股票 1 亿-2 亿元。截至 2020 年 8 月 27 日，李东来直接或间接持有公司总股本的 1.92%。

表12: 公司股权激励充分，核心管理团队与公司利益充分绑定

时间	股权激励对象	人数	股份份数	股份份数/总股本	授予价格	业绩要求
2017年	董事、高管、中层、核心技术人员	100人	1873.1万股	4.54%	26.70元/股	以2016年为基数，2018/2019/2020年营收增长率均达到44%/73%/107%；净利润增长率均达32%/52%/75%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、供应链：产能布局日臻完善，系统优化提升效率

公司产能稳步扩张，产能布局日臻完善。公司于国内主要有6个生产制造工厂，其中，杭州下沙、杭州江东和河北深州工厂已完工投产，嘉兴、黄冈以及杭州钱塘新区的定制智能工厂正处于建设期中。公司于海外主要有三处规划中的生产制造工厂。其中，越南工厂一期预计于2020Q4投产；马来西亚工厂在有序推进中，主要用于为玺堡供应床垫产能；而墨西哥工厂预计也将于2020年逐步投产。

表13: 公司产能稳步扩张，产能布局日臻完善

	地点	产能	预计投产时间	预计达纲时间	2020H1公告进度
国内	杭州下沙	48万套软体家具	已达产	/	/
	杭州江东	97万套软体家具（55万套沙发，15万套餐椅，18万套软床，9万套床垫）	已达产	/	/
	杭州钱塘新区	1000万方定制家居产品	2021Q1	2026	25%
	嘉兴	80万套软体家具	/	2022年9月	79.6%
	黄冈	60万套软体家具，400万方定制家居产品	2019年底	2022年12月	38%
	河北深州	30万套软体家具	已达产	/	/
海外	越南	45万套软体家具	2020Q4（一期）；2021年底（二期）	2024	40%
	马来西亚	主要为玺堡床垫产能	/	/	/
	墨西哥	软体家具	/	/	/

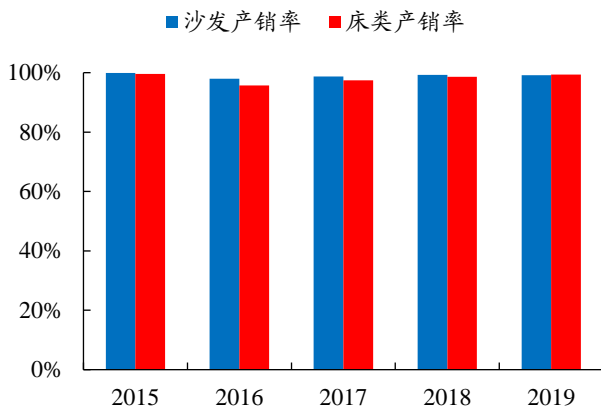
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司国内产能稳步扩张，能够缓解产能紧张、提高交付效率。

1) 产能利用率接近饱和，产能扩张有望带来业绩弹性释放。公司上市以来，沙发、床类产品等核心产品产销率以及产能利用率始终均维持在95%以上。因此，新产能在投放后预计能够较快的带来业绩弹性释放。

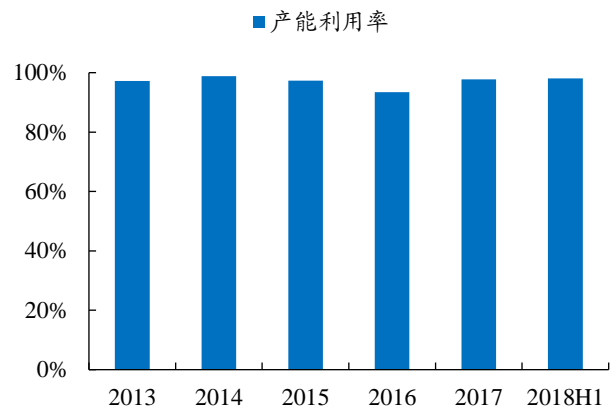
2) 产能全国化布局，有效提高交付效率。软体家具由于体积较大，对于物流运输具有较高的要求。公司黄冈基地在全部投产后有望成为公司在国内的第二大运营中心，覆盖北方和中部地区，有效提高交付效率。

图61: 公司核心产品产销率始终维持高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图62: 公司产能利用率处于高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

前瞻海外产能布局, 提升交付能力的同时能够抵御贸易摩擦风险。公司海外产能正在逐步落地, 越南、墨西哥、马来西亚工厂均已有产能投产, 将逐步承接北美市场需求。海外产能布局一方面能提升对北美市场的交付能力, 如墨西哥工厂对美国市场的交付周期仅需4周左右, 而从国内发货需要12-14周。另一方面, 近年中国和美国间的贸易摩擦比较频繁, 包括关税、反倾销调查等接连出现, 通过在海外布局产能规避贸易摩擦风险的必要性也在日益提升。

表14: 美国对床垫发起反倾销调查

时间	反倾销进度
2018年10月	美国商务部宣布对进口自中国的床垫发起反倾销立案调查
2019年5月28日	美国商务部公告了对中国出口的床垫反倾销调查初裁结果
2019年10月18日	美国公布对中国反倾销税率裁定结果, 恒康家居获得了57.03%的反倾销税率, 其他36家征收单独税率的企业, 核定反倾销税率为162.76%, 比初裁结果的74.65%翻了将近一倍; 除名单之外的其他企业, 则统一征收1731.75%的反倾销税率。而此前, 中国床垫税率为38%。
2019年12月16日	美国商务部和美国国际贸易委员会发布了对进口自中国的床垫反倾销调查终裁结果
2020年3月31日	七家床垫制造商和两个工会向美国商务部提出从柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其、越南、中国等八国所进口的床垫存在不公平贸易现象, 申请对上述前七个国家进口床垫征收反倾销税, 对中国进口床垫征收反补贴税。
2020年8月31日	美国商务部宣布对进口自中国的床垫作出反补贴肯定性初裁, 初步裁定, 强制应诉企业梦百合、Kewei Furniture Co., Ltd.、宁波明辉寝具、际诺思以及中国其他生产商/出口商的补贴率均为97.78%。据美方统计, 2019年美国自中国进口涉案产品约1.66亿美元。

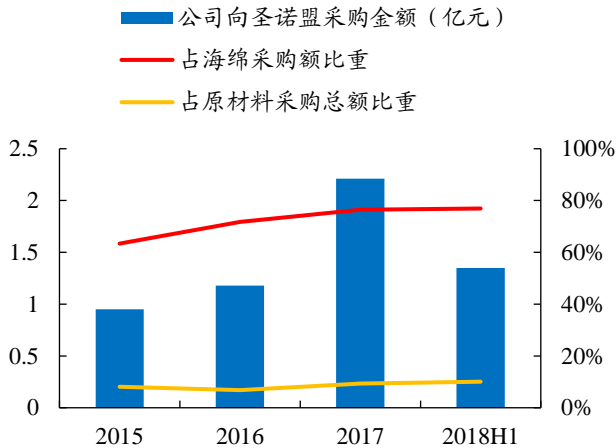
资料来源: 美国商务部网站、新浪家居、开源证券研究所

除产能扩张外, 公司通过整合上游产业链、优化供应链系统进一步提升效率

1) 整合上游产业链。2018H1, 公司约80%的海绵采购自参股40%的圣诺盟, 约占原材料采购总额的10%。此外, 公司收购玺堡, 将进一步丰富公司在上游海绵、乳胶等原材料产能的储备。

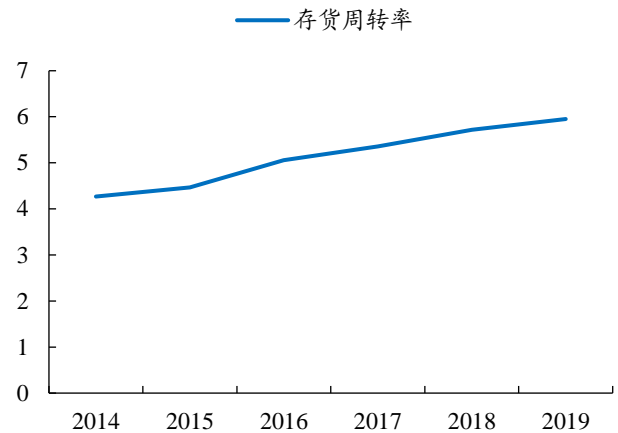
2) 优化供应链系统。至 2019 年底, 公司与锐特信息合作, 接连上线了 WMS 仓储管理系统项目、MPS 项目和 OMS 订单管理系统, 成功实现集成产品主计划协同、采购管理、回货管理与一体化仓储管理的智慧供应链管理体系。在供应链效率不断提升下, 公司存货周转率也呈现逐年稳步提升的趋势。

图63: 公司海绵主要向参股公司圣诺盟采购



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图64: 公司存货周转率逐年提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

- 1) 国内竣工逐步回暖带来家居消费需求回升, 公司每年的净开店数量仍保持稳定, 线上渠道拓展顺利; 国外疫情不出现超预期恶化, 家居消费逐渐回暖。
- 2) 分品类看, 沙发由于基数较大, 预计稳中有升; 床类产品维持较快增长。
- 3) 盈利能力上, 考虑到公司品类拓展已基本完成, 外销毛利率已处于较低水平, 未来规模效应将逐渐体现, 因此未来毛利率继续下行的空间有限。我们预计毛利率有望逐渐回升, 2020-2022 年毛利率假设为 35.7%/36.1%/36.2%。

4.2、盈利预测

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 13.17/15.77/18.44 亿元, 对应 EPS 为 2.08/2.49/2.92 元, 当前股价对应 PE 分别为 30.6/25.6/21.9 倍。

考虑到顾家家居为国内软体家具行业龙头, 床类产品和软体家具领域有广阔的发展空间, 有望享受估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

表15: 部分软体家居行业估值情况: 公司为行业龙头有望享受估值溢价

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
梦百合	31.31	25.65	41.66	29.38	22.24	28.0	22.1	15.3	12.3
敏华控股	10.660	20.11	20.11	20.11	20.11	24.7	22.2	18.4	15.5
平均		22.88	30.89	24.75	21.18	26.4	22.1	16.8	13.9
顾家家居	62.32	17.37	13.39	19.79	16.94	34.7	30.6	25.6	21.9

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2020/10/23, 除顾家家居外, 其他公司均使用 Wind 一致预期)

5、风险提示

家居行业需求回暖不及预期，原材料大幅上涨，汇率大幅波动，海外市场疫情反复波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4943	6113	6478	7912	8784
现金	1592	2958	2962	3712	4198
应收票据及应收账款	932	1012	1175	1450	1618
其他应收款	144	146	181	212	247
预付账款	43	55	55	77	77
存货	1162	1266	1430	1786	1967
其他流动资产	1069	676	676	676	676
非流动资产	5557	6147	6437	6969	7474
长期投资	290	239	197	155	112
固定资产	1458	1854	2116	2574	3002
无形资产	688	755	850	966	1098
其他非流动资产	3120	3299	3273	3274	3262
资产总计	10500	12260	12915	14881	16258
流动负债	3594	4498	4700	5845	6170
短期借款	120	287	287	287	287
应付票据及应付账款	1014	1309	1270	1806	1784
其他流动负债	2460	2902	3143	3752	4099
非流动负债	1895	1462	1247	1060	863
长期借款	1846	1311	1097	909	712
其他非流动负债	49	150	150	150	150
负债合计	5489	5959	5947	6904	7032
少数股东权益	333	394	418	456	507
股本	430	602	632	632	632
资本公积	2323	2205	2205	2205	2205
留存收益	2156	2904	3559	4346	5263
归属母公司股东权益	4678	5906	6549	7521	8719
负债和股东权益	10500	12260	12915	14881	16258

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1010	2124	1363	2196	1973
净利润	1007	1220	1341	1615	1895
折旧摊销	143	207	183	223	271
财务费用	25	104	20	22	2
投资损失	-106	-140	-61	-96	-101
营运资金变动	-182	588	-107	439	-85
其他经营现金流	123	144	-12	-7	-9
投资活动现金流	-1985	305	-400	-652	-667
资本支出	717	761	332	574	548
长期投资	-1374	494	42	43	42
其他投资现金流	-2641	1559	-26	-35	-76
筹资活动现金流	1587	-1046	-960	-794	-820
短期借款	89	167	0	0	0
长期借款	1846	-534	-214	-188	-197
普通股增加	2	172	31	0	0
资本公积增加	-89	-118	0	0	0
其他筹资现金流	-261	-732	-776	-606	-623
现金净增加额	652	1383	3	750	487

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9172	11094	12477	14978	17507
营业成本	5836	7226	8023	9569	11168
营业税金及附加	82	79	113	132	148
营业费用	1789	2073	2402	2936	3372
管理费用	244	292	372	424	486
研发费用	137	198	102	153	224
财务费用	25	104	20	22	2
资产减值损失	17	-8	0	0	0
其他收益	11	31	0	0	0
公允价值变动收益	-1	18	12	7	9
投资净收益	106	140	61	96	101
资产处置收益	-0	-2	0	0	0
营业利润	1158	1292	1518	1845	2217
营业外收入	178	240	186	195	200
营业外支出	17	10	13	12	13
利润总额	1318	1522	1692	2027	2403
所得税	312	302	351	412	508
净利润	1007	1220	1341	1615	1895
少数股东损益	17	59	24	38	51
归母净利润	989	1161	1317	1577	1844
EBITDA	1543	1745	1843	2201	2599
EPS(元)	1.56	1.84	2.08	2.49	2.92

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	20.9	12.5	20.0	16.9
营业利润(%)	38.6	11.5	17.5	21.5	20.2
归属于母公司净利润(%)	20.3	17.4	13.4	19.8	16.9
获利能力					
毛利率(%)	36.4	34.9	35.7	36.1	36.2
净利率(%)	10.8	10.5	10.6	10.5	10.5
ROE(%)	20.1	19.4	19.3	20.3	20.6
ROIC(%)	15.9	15.7	16.0	17.5	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	52.3	48.6	46.1	46.4	43.3
净负债比率(%)	8.7	-16.1	-18.5	-27.7	-31.1
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	13.5	11.4	11.4	11.4	11.4
应付账款周转率	6.7	6.2	6.2	6.2	6.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.84	2.08	2.49	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	3.36	2.16	3.47	3.12
每股净资产(最新摊薄)	6.88	8.82	9.79	11.33	13.22
估值比率					
P/E	40.7	34.7	30.6	25.6	21.9
P/B	9.3	7.2	6.5	5.6	4.8
EV/EBITDA	26.5	22.5	21.1	17.3	14.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn