

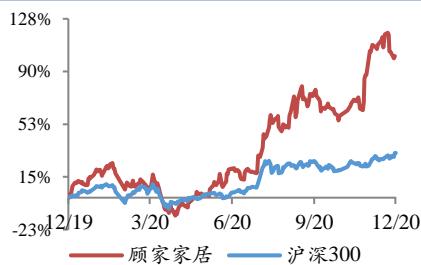
软体龙头主动求变，先进管理助力大家居战略

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-12-02

收盘价（元）	76.65
近12个月最高/最低（元）	83.00/33.98
总股本（百万股）	632
流通股本（百万股）	623
流通股比例（%）	98.49
总市值（亿元）	485
流通市值（亿元）	477

公司价格与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 内外销双轮驱动，业绩持续较快增长，向综合家居服务商迈进。

顾家从事沙发经营四十余载，2010年起陆续推出了软床、床垫、集成配套、定制家具和红木家具等新品类，愿景是成为世界领先的综合家居服务商。公司在行业内较早引入优秀的职业经理人团队，重视人才梯队建设和组织能力的提升，上市后适时推出股权激励计划且提前完成激励目标。依托内外销双轮驱动，顾家于16-19三年实现收入利润双翻倍，业绩持续较快增长，盈利能力平稳波动。

● 软体家居行业产销齐升，龙头内外销整合空间大。

我国软体家居产销齐升，是世界第一产销和出口大国。估算得到2019年国内最大的两家沙发企业顾家和敏华的市占率仅10%和13%，床垫行业龙头的市场份额也较低。龙头通过全国产能布局、渠道铺设以及品牌建设不断巩固护城河，市场份额有望持续提升。

● 竞争力强化：聚焦供应链优化、渠道下沉、品类扩张和品牌建设。

供应链管理优化，加强信息化建设，海内外产能布局巩固制造壁垒。内销市场开店和同店增长空间充足。“1+N+X”店态布局已初步构建，大力转型数字化零售，探索迭代大家居业态；优势品类拓价格带，新品类迅速扩张；坚定投入品牌营销，品牌知名度持续提升。外销市场公司聚焦八个主要国家，前置化营销，持续深耕核心大客户，拓展培育小客户。

● 投资建议。

预计公司2020-2022年分别实现营收130.81/161.95/200.07亿元，同比增长17.9%/23.8%/23.5%，实现归母净利润13.60/17.23/21.58亿元，同比增长17.1%/26.7%/25.2%。2020年12月1日收盘价76.65元对应PE为35.65X/28.14X/22.47X。

行业层面短期受益于竣工回暖以及疫情之后装修需求的递延，且软体家居流量入口受精装修和整装分流影响较小；长期看龙头整合空间大且内外销均有整合提速的趋势。公司层面顾家的软体家居龙头地位稳固，经过2019年对外延资产的整合以及内销渠道的变革，经营重回上升轨道。顾家的经营管理团队战略清晰且执行力强，我们预计其有望通过生产制造端的精益改善、信息化建设对前中后的提升、内部组织能力的持续深化以及经销渠道的变革成长壮大，长期看其迈向综合家居运营商的愿景可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示。

家居内外销复苏不达预期；渠道下沉不达预期；新品类扩张不达预期；零售转型效果不达预期。

主要财务指标	单位:百万元			
	2019	2020	2021	2022
营业收入	11094	13081	16195	20007
收入同比 (%)	20.9%	17.9%	23.8%	23.5%
归属母公司净利润	1161	1360	1723	2158
净利润同比 (%)	17.4%	17.1%	26.7%	25.2%
毛利率 (%)	34.9%	35.3%	35.3%	35.3%
ROE (%)	19.7%	21.4%	23.7%	22.9%
每股收益 (元)	1.84	2.15	2.72	3.41
P/E	41.75	35.65	28.14	22.47
P/B	8.21	7.65	6.67	5.15
EV/EBITDA	31.49	28.01	22.84	18.42

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 四十载磨砺，软体家居龙头地位稳固	6
1.1 历史：四十载磨砺，沙发龙头致力于成为综合家居运营商	6
1.2 管理：职业经理人行业经验丰富，干部年轻化	8
1.3 成长：内外销双轮驱动，三年实现收入利润双翻倍	11
2 软体家居行业产销齐升，龙头内外销提份额	13
2.1 我国软体家居产销齐升，是世界第一产销和出口大国	13
2.2 中国沙发市场集中度低，功能沙发市场潜力大	14
2.3 床垫市场潜力大，头部品牌内外销提份额	17
3. 内外销竞争力持续强化，成长动能充足	18
3.1 持续优化供应链管理，海内外布局领先	18
3.2 内销：构建渠道结构性势能，数字化升级向零售转型	21
3.3 品牌营销持续发力，优势品类拓价格带，新品类快速发展	24
3.4 外销：坚定大客户战略，产品策略明晰，营销前置	26
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 盈利预测的核心假设	28
4.2 盈利预测与投资建议	30
风险提示：	30
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 顾家家居产品及品牌矩阵	6
图表 2 顾家家居发展历程	7
图表 3 顾家家居各品类营业收入占比 (2019)	8
图表 4 顾家家居历年分品类营业收入占比 (2015-2019)	8
图表 5 2019 年各品类营业收入占比	8
图表 6 顾家家居历年营业收入占比	8
图表 7 顾家家居股权结构 (截至 2020 年 11 月 16 日)	9
图表 8 顾家居股现任管理层	9
图表 9 顾家家居股权激励对象	10
图表 10 顾家家居股股权激励考核目标	10
图表 11 顾家家居历年营业收入及同比增速	11
图表 12 顾家家居历年归母净利润及同比增速	11
图表 13 顾家家居历年 ROE (加权) (%)	11
图表 14 顾家家居历年的毛利率、净利率和期间费用率	11
图表 15 顾家家居销售费用率下降	12
图表 16 顾家家居管理费用率上升	12
图表 17 顾家家居广告费用率有所上升	12
图表 18 顾家家居研发费用率持续上升	12
图表 19 内销外销及占比	13
图表 20 顾家家居内外销毛利率	13
图表 21 世界主要软体家居消费国消费占比 (2017)	13
图表 22 世界主要软体家居生产国产值占比 (2017)	13
图表 23 中国软体家居产值及消费额	14
图表 24 中国软体家居出口量和同比增速	14
图表 25 中国历年的沙发市场规模	15
图表 26 美国沙发市场集中度高 (2017)	15
图表 27 中国沙发市场集中度低 (2019) (估算)	15
图表 28 中国历年的沙发出口规模 (2009-2018)	16
图表 29 中美两国功能沙发占整体沙发市场的份额	16
图表 30 美国沙发市场规模及功能沙发占比	17
图表 31 中国沙发市场规模及功能沙发占比	17
图表 32 中美床垫渗透率对比	17
图表 33 中美消费者 5 年内床垫更换比例对比	17
图表 34 中国历年来床垫、寝具及类似品的出口金额及变化	18
图表 35 顾家家居成本构成 (2019)	19
图表 36 顾家家居原材料采购额构成 (2018H)	19
图表 37 顾家家居向圣诺盟海绵采购情况 (2015-2018H)	19
图表 38 顾家家居产能布局	20
图表 39 顾家家居历年运输费用率走势 (2013-2019)	21

图表 40 顾家家居供应链管理四个方面 (2020)	21
图表 41 顾家家居自有品牌线下渠道持续扩张 (2012-2019)	22
图表 42 顾家家居其他品牌专卖店数 (2017-2019)	22
图表 43 顾家家居“1+N+X”的店态布局.....	23
图表 44 顾家家居存货周转天数持续下降.....	24
图表 45 顾家家居双十一战况 (2019-2020)	24
图表 46 顾家家居持续发力品牌营销	25
图表 47 顾家家居广告宣传投入持续增长 (2013-2019)	25
图表 48 顾家家居新品类扩张策略.....	26
图表 49 顾家家居外销产品策略	27
图表 50 中国家具及其零件出口金额及走势	27
图表 51 美国新建住房销售回暖	28
图表 52 美国成屋签约销售回暖	28
图表 53 顾家家居盈利预测	29

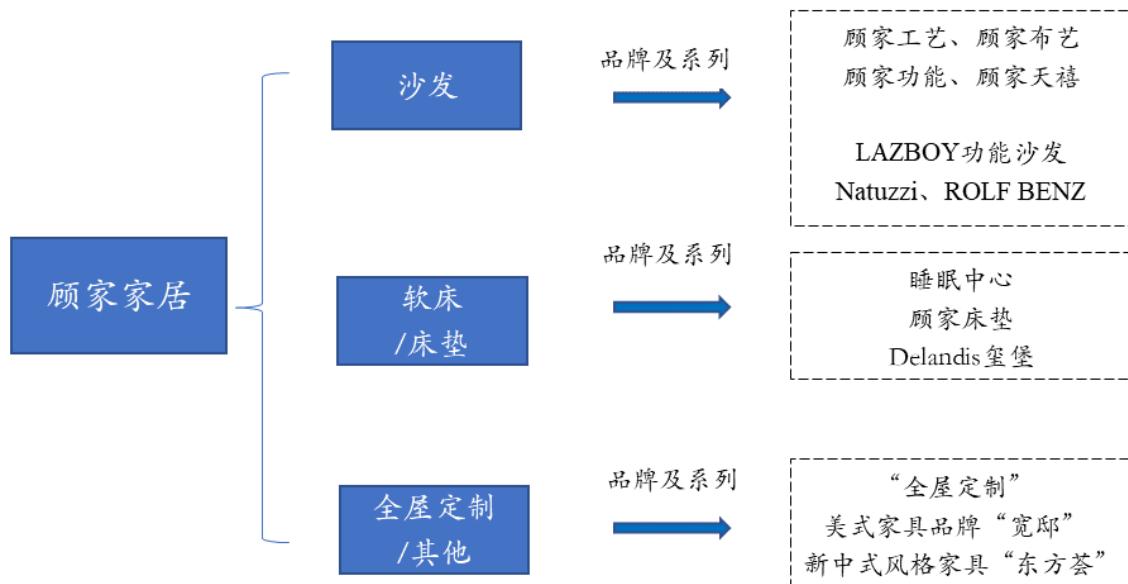
1 四十载磨砺，软体家居龙头地位稳固

顾家家居最早的历史可以追溯至 1982 年的顾家工坊，创立 40 载公司共拥有 6000 多家品牌专卖店，产品远销 120 多个国家和地区，是国内软体家居龙头。

围绕不同的消费群体需求，公司拥有丰富的产品和品牌矩阵，目前共有包括“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”和“顾家天禧”在内的七大顾家品牌系列。此外，公司还拥有新中式风格家具自有品牌“东方荟”，功能沙发合作品牌“LAZBOY”，以及近年来收购的意大利“Natuzzi”、德国“ROLF BENZ”、美式家居品牌“宽邸”和出口床垫品牌“Delandis 奎堡”。

以“家”为原点，顾家为用户提供一站式全生命周期服务，创立了行业首个家居服务品牌“顾家关爱”。

图表 1 顾家家居产品及品牌矩阵



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 历史：四十载磨砺，沙发龙头致力于成为综合家居运营商

顾家家居是由 1982 年创立的顾家工坊发展演变而来。公司从作坊式的手工沙发工厂，经过品牌创立、产能扩张、渠道下沉和品类拓展，愿景是成为世界领先的综合家居运营商。

起步阶段（1982-2004）：公司创立，传承沙发制作工艺。顾家工坊于 1982 年在江苏

南通创建，传承自天台手工技艺，积累沙发制作工艺，创立“休闲”系列产品。1996年，杭州海龙家私有限公司成立。2000年，顾家首次参加中国国际家具展览会（上海），力求打开外销通路。2003年，浙江顾家工艺沙发制造有限公司成立，“顾家工艺”品牌创立，“因为顾家 所以爱家”的品牌主张确立。

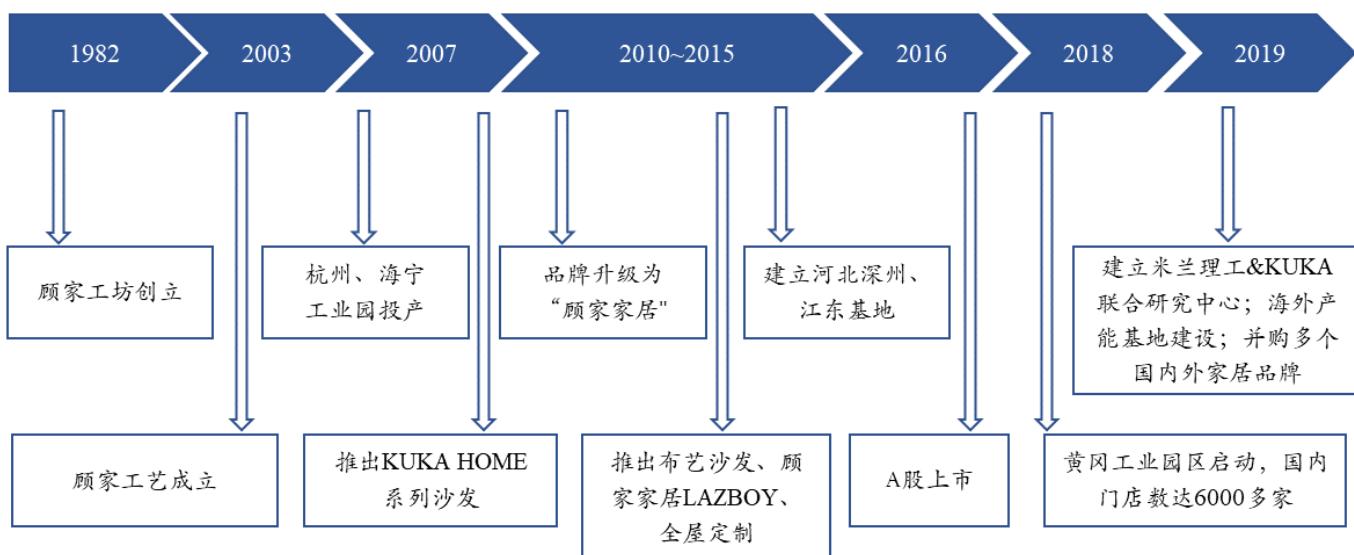
产能扩张阶段（2005-2009）：浙江两大工厂建立，产能迅速扩张。2005年杭州下沙18万m²沙发工业园竣工投产，2006年浙江海宁新工业园竣工投产，公司产能迅速扩张。2007年，公司成功推出高端全皮系列沙发“KUKA HOME”。

品类扩张阶段（2010-2015）：品牌升级，品类延伸。2010年，“顾家工艺”品牌成功升级为“顾家家居”，同年公司推出软床（睡眠中心）系列产品。2012年KUKA HOME顾家家居股份有限公司成立，引入现任总裁李东来先生为代表的职业经理人团队，同年推出布艺系列沙发并与美国顶级功能沙发品牌LAZBOY联合推出全新功能沙发品牌“顾家家居LAZBOY”。2015年，公司推出“全屋定制”系列产品。

此外，2012年顾家新建河北深州和江东基地，进一步扩大产能。2014年，顾家成功创立816全民顾家日。发展至今，816已经成为顾家全年重要的大促窗口期之一。

上市成长阶段（2016-至今）：海外生产、研究基地建立，并购多个海外品牌，国内渠道加速下沉。公司于2016年上市，此后顾家并购了多个国内外家居品牌，同时在越南、墨西哥和马来西亚等地布局海外产能，并成立米兰理工&KUKA联合研究中心。在大陆市场，顾家线上线下并肩作战，线下门店数量合计达到6000多家，顾家生活馆、三级市场大店等店态持续创新升级。

图表 2 顾家家居发展历程

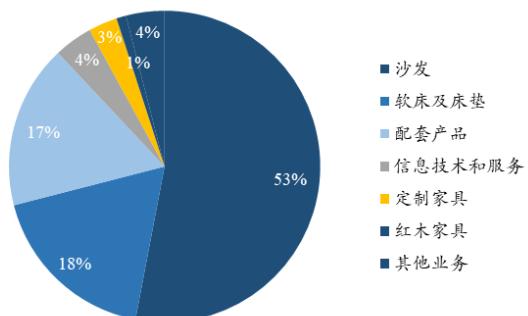


资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司拥有近40年的沙发生产经营经验，沙发业务一直是公司收入占比最高的业务。截至2019年，其沙发营收占比为53%。2010年起，顾家相继推出了软床、床垫、集成配套产品、定制家具和红木家具等其他业务。截至2019年，软床及床垫/集成配套产品/定

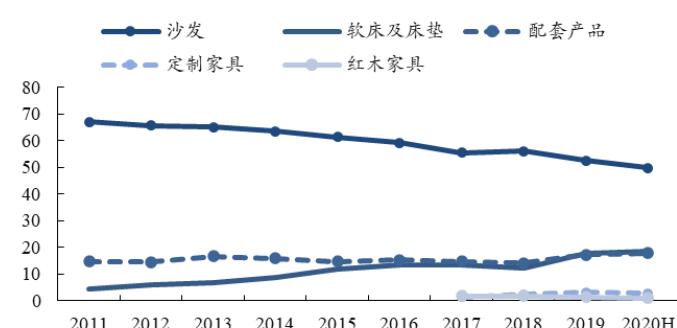
制家具/红木家具的营收占比分别为 18%/17%/3%/1%。从 2011 年到 2020 年上半年，公司沙发的营收占比从 66.98%降至 49.67%，软床及床垫的营收占比从 4.32%提升至 18.57%；配套产品的营收占比则从 14.61%提升至 17.83%。

图表 3 顾家家居各品类营业收入占比 (2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

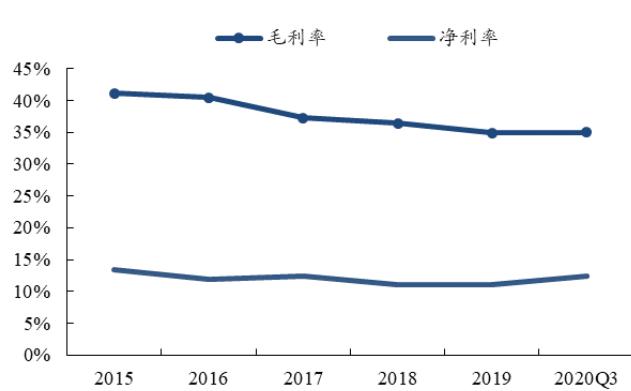
图表 4 顾家家居历年分品类营业收入占比 (2015-2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

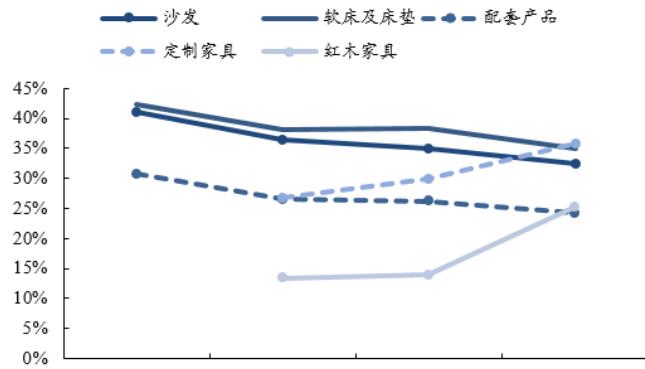
受到内外销收入结构改变、渠道向低线城市下沉过程中价格下探等方面的影响，公司近年来整体毛利率有所下行，但受益于费用管控的效果较好，净利率整体保持平稳。具体到各品类，沙发、软床及床垫以及配套产品的毛利率有所下行，但定制、红木家具的毛利率提升较快。2019 年，沙发/软床及床垫/配套产品/定制家具/红木家具的毛利率分别为 32.43%/35.05%/24.19%/35.77%/25.29%。除集成配套产品之外，主要产品均为公司自主生产。

图表 5 2019 年各品类营业收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 顾家家居历年营业收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

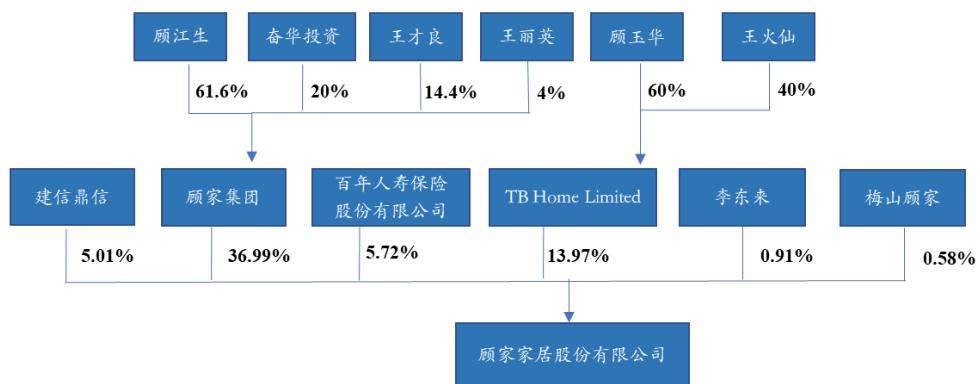
1.2 管理：职业经理人行业经验丰富，干部年轻化

截止 2020 年 11 月 16 日，顾家集团持有顾家家居 36.99%的股份，TB Home Limited 持有 13.97%的股份，梅山顾家持有 0.58%的股份。其中，顾江生先生持有顾家集团 61.6%的股权，顾玉华先生和王火仙女士分别持有 TB Home 60%和 40%的股权，顾玉华与王火仙系夫妻关系，顾江生系顾玉华、王火仙之子，故顾家集团与 TB Home 构成一致行动人，而梅山顾家是顾家集团的全资子公司。

顾家是家居行业内较早引入职业经理人的公司，早在 2012 年就引进了以董事兼总裁李东来先生为首的职业经理人团队。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，上市公司层面的管理交由职业经理人团队完成。

李东来先生曾担任过广东美的电器股份有限公司副总裁，其余顾家的高管也拥有丰富的家电、零售和家居等行业的经营经验。截至 2020 年三季度末，李东来直接持有顾家家居 0.91% 的股份，根据 2020 年半年度末双睿汇银投资持股数，推算出李东来间接持有约 0.71% 的股份，推算出其合计持有顾家家居约 1.62% 的股份，充分展现了顾家股东对职业经理人的高度信任与充分激励。

图表 7 顾家家居股权结构（截至 2020 年 11 月 16 日）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 顾家居股现任管理层

姓名	职位	重点履历介绍
李东来	总裁	历任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
顾海龙	副总裁	现任浙江圣诺盟顾家海绵有限公司董事,TB Home Limited 董事
李云海	副总裁	历任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
刘春新	副总裁,财务负责人	历任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
刘宏	副总裁	历任顾家工艺沙发制造有限公司销售总监,副总经理,杭州庄盛家具制造有限公司副总经理
王威	副总裁	历任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
吴汉	副总裁	历任浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理,浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理兼财务负责人.现任杭州红星美凯龙环球家居有限公司监事
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理,青岛海尔空调事业部本部本部长助理兼华南,西南大区总监
欧亚非	副总裁	历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,目前担任顾家家居国内营销事业部总经理.
陈邦灯	董事会秘书	历任天台县人民医院外科主治医师,财通证券营业部总经理,顾家家居投资证券管理中心总监

资料来源：公司公告，华安证券研究所

顾家历来重视对人才梯队的培养。据了解，顾家中层经理级平均年龄 33 岁，总监级管理层平均年龄 38 岁，人力层面执行了 8 年针对性届生招聘的“青苗计划”，坚持进行分层分级的人才培养，不断完善激励制度和新老交替制度，力求打造出一个极具活力和

张力的高能组织。

2017 年，顾家第一次实施股权激励，该激励计划拟授予的股票数量为 1873.10 万股，占当时公司股本总额的 4.54%，其中首次授予 1593.10 万股，约占当时公司股本总额的 3.86%。首次授予部分涉及的激励对象共计 100 人，为当时在公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员。其中，李东来获授的股票数量为 411.9 万股，占股权激励股票总数的 21.99%，占当时总股本的 1%。

图表 9 顾家家居股权激励对象

姓名	职务	授予的股票数量（万股）	占总授予的股票数量的比例	占当时股本总额的比例
李东来	总裁、董事	411.9	21.99%	1.00%
吴汉	副总裁	70	3.74%	0.17%
董汉有	副总裁、董事会秘书	38	2.03%	0.09%
李云海	副总裁	63	3.36%	0.15%
刘春新	副总裁、财务负责人	57.5	3.07%	0.14%
刘宏	副总裁	38	2.03%	0.09%
中层管理人员、技术人员		914.7	48.83%	2.22%
预留		280	14.95%	0.68%
合计		1873.1	100.00%	4.54%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

该股权激励计划的解除限售考核指标有两部分，分年度对公司营业收入增长率、及净利润增长率进行考核，业绩考核目标以 2016 年业绩为基数，2018 年至 2020 年的目标营业收入增长率分别不低于 44%、73%、107%；净利润增长率不低于 32%、52%、75%。

2016 年顾家的营业收入和净利润分别为 47.95 亿元和 5.72 亿元，而公司 2018 年和 2019 年的营业收入分别为 91.72 亿元和 110.94 亿元，净利润分别为 10.07 亿元和 12.20 亿元。2019 年的收入和净利润对应 2016 年的增长率分别为 131.37%、113.29%，已提前完成 2020 年的激励目标。

图表 10 顾家家居股股权激励考核目标

考核目标达成值	2018年比2016年增长率	2019年比2016年增长率	2020年比2016年增长率
营业收入增长率	44%	73%	107%
净利润增长率	32%	52%	75%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

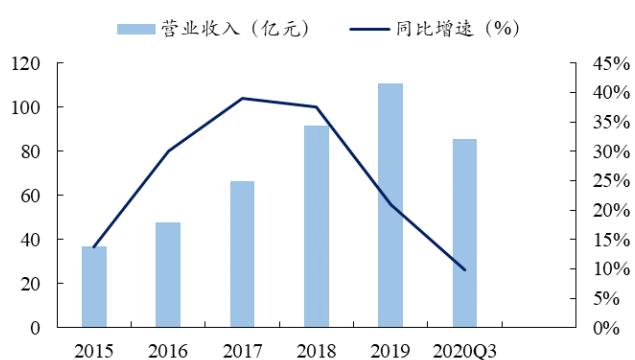
2019 年，公司为启动股份回购计划为未来进行股权激励做准备。截至 2020 年 9 月，本届回购期限届满，实际回购股份共计 10,879,264 股，占当时公司总股本的 1.72%，回购金额累计 4.21 亿元，最高成交价为 48.60 元/股，最低成交价为 32.49 元/股，均价为 38.70 元/股。

1.3 成长：内外销双轮驱动，三年实现收入利润双翻倍

顾家三年成功实现营收翻倍。顾家家居 2016 年的营业收入为 47.95 亿元，截止 2019 年，营业收入达到了 110.9 亿元，CAGR 高达 32.26%，成功实现三年收入翻倍。2019 年尽管受到贸易关税以及地产下行的影响，但公司凭借内外销双轮驱动，当年收入依然获得了同比 20.95% 的较好增长。2020 年前三季度，公司共实现收入 85.45 亿元，同比增长 9.90%，疫情之下仍能取得接近双位数的增长，充分展现了公司较强的抗风险能力和较好的成长韧性。

三年归母净利润实现翻倍，未来增长依然动力十足。公司归母净利润从 2012 年的 2.97 亿元增长到 2019 年的 11.61 亿元，CAGR 高达 21.50%。其中，2016 至 2019 年公司实现了三年利润翻倍。2020 年前三季度，公司实现了归母净利润 10.10 亿元，同比增长 10.10% 的好成绩。伴随传统优势品类皮沙发的价格带拓宽以及新品类的快速放量，预计公司未来三年仍然能保持中高速增长。

图表 11 顾家家居历年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

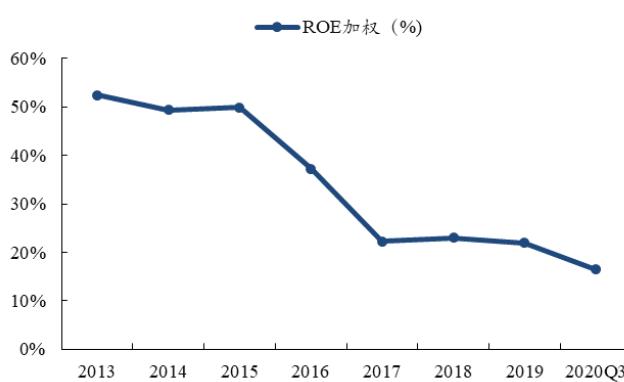
图表 12 顾家家居历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

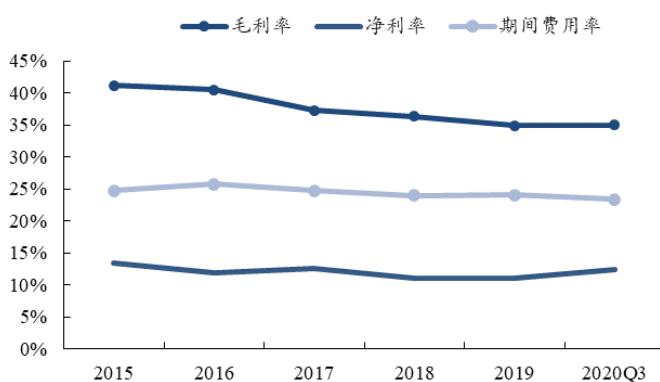
盈利能力表现平稳，ROE（加权）维持在 21%-23%。2017 年至 2019 年，顾家家居上市后连续三年的 ROE 分别为 22.26%、22.96% 和 21.98%。近年来毛利率受收入结构调整影响呈下行走势，但净利率保持稳定。

图表 13 顾家家居历年 ROE（加权） (%)



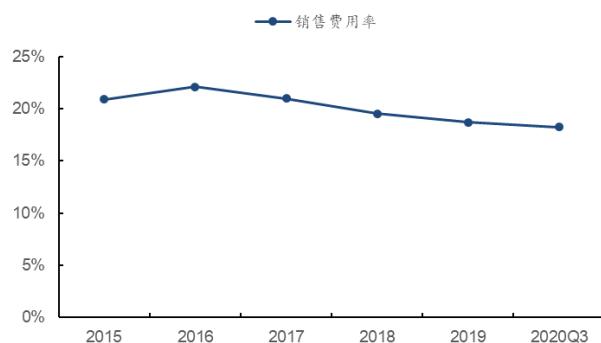
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 顾家家居历年的毛利率、净利率和期间费用率

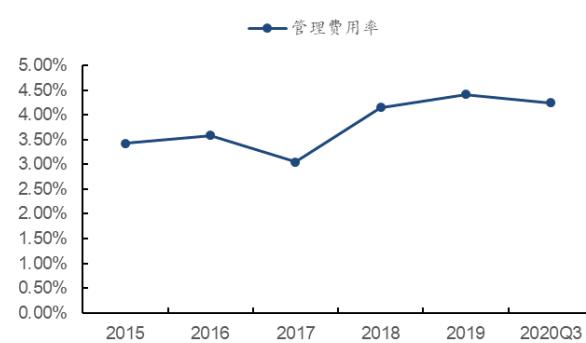


资料来源：公司公告，华安证券研究所

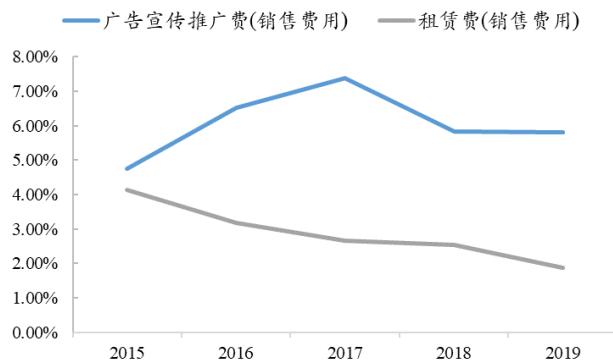
期间费用率保持平稳波动，其中销售费用率下降，管理费用率有所上升。顾家家居的销售费用率从2015年的20.89%下降至2019年的18.69%。管理费用率则从2015年3.4%提升至2019年的4.42%。具体分析得到其销售费用率下降的主要原因是租赁费率和其他销售费用率的下降。管理费用率上升的主要原因是隶属于管理费用的工资薪酬费用率提升以及研发费用率的提升。

图表 15 顾家家居销售费用率下降


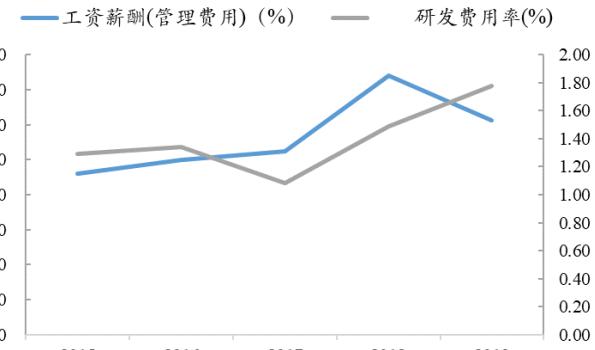
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 顾家家居管理费用率上升


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 顾家家居广告费用率有所上升


资料来源：公司公告，华安证券研究所

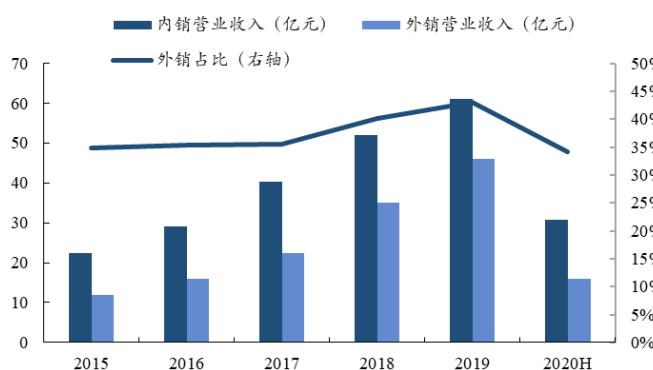
图表 18 顾家家居研发费用率持续上升


资料来源：公司公告，华安证券研究所

内外销双轮驱动收入增长，外销占比伴随海外收购稳中有升。内销方面，2015年的内销金额为22.40亿元，2019年的内销金额增长到了60.97亿元。外销方面，2015年的外销金额为12.00亿元，而2019年的外销金额提高到了46.08亿元。公司外销占比从2015年的34.89%提升至2019年的43.04%。

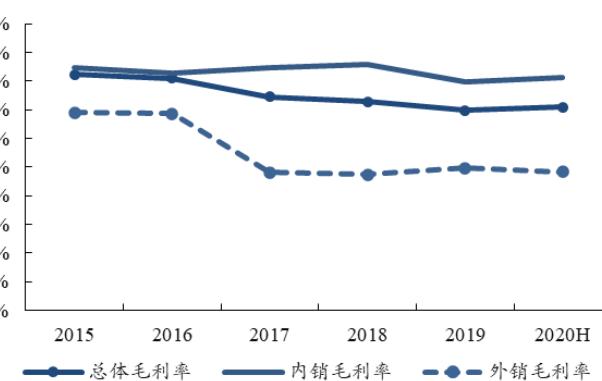
毛利率方面，受原材料涨价以及人民币升值等因素影响，2017年顾家的外销毛利率有显著下滑，但此后外销毛利率稳中有升，2019年的外销毛利率提升至24.8%。另一方面，公司的内销毛利率明显高于外销毛利率，除2019年外，内销毛利率均高于40%，由此可见，公司近年来综合毛利率下滑的主要原因是毛利率较低的外销占比扩大。不过，2020年上半年，受海外疫情影响，顾家的外销占比出现较大幅度的下滑。伴随疫情缓解及海外家居消费需求爆发，预计公司今年全年的外销收入有望与去年接近持平。由于公司从2019年下半年开始停止海外收购，我们预计未来内销的增长有望快于外销。

图表 19 内销外销及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 顾家家居内外销毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

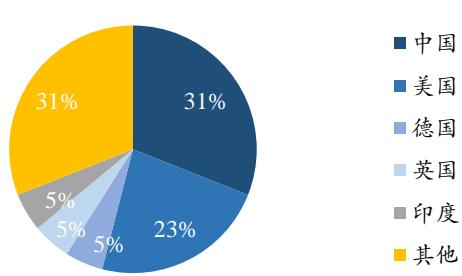
2 软体家居行业产销齐升，龙头内外销提份额

2.1 我国软体家居产销齐升，是世界第一产销和出口大国

中国是世界最大的软体家居生产国和消费国。全球软体家居行业的工业化生产始于20世纪初的欧洲。进入20世纪90年代，国内软体家居市场需求不断扩大。根据意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）于2018发布的《UPHOLSTERED FURNITURE: WORLD MARKET OUTLOOK 2019》，全球软体家居消费约占家居行业的16%，中国是最大的生产国和消费国。

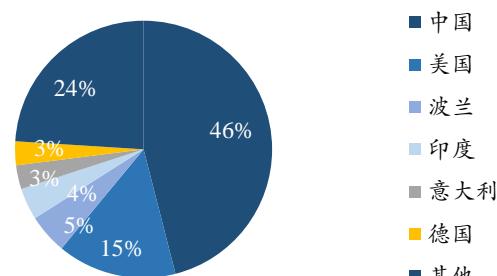
2017年全球软体家居消费量达696亿美元，中国、美国、德国、英国、印度是全球主要的软体家居消费国，分别占全球的31%、23%、5%、5%、5%。2017年全球软体家居生产总值约为737亿美元，中国、美国、波兰、印度、意大利和德国是全球主要的软体家居生产国，分别占全球的46%、15%、5%、4%、3%和3%。

图表 21 世界主要软体家居消费国消费占比（2017）



资料来源：CSIL，华安证券研究所

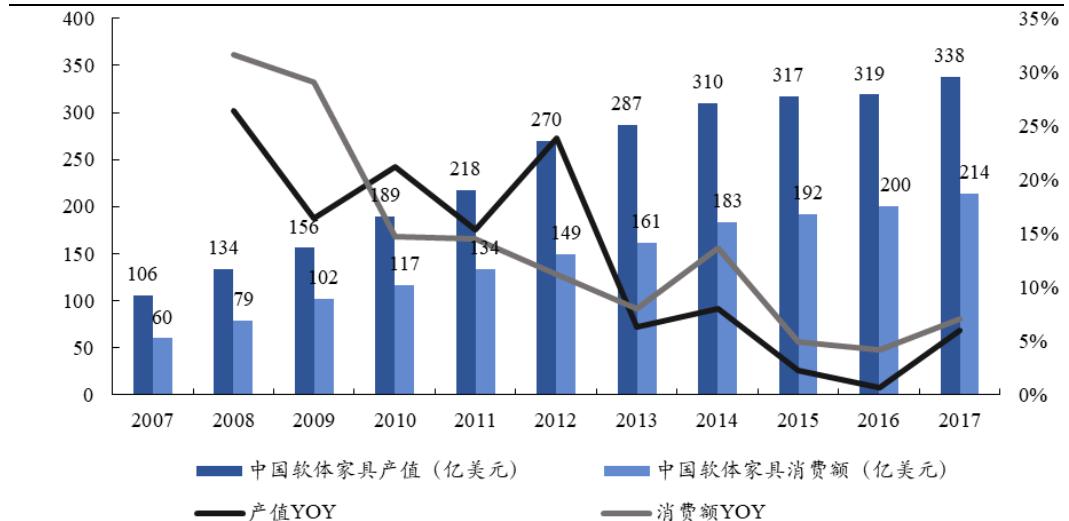
图表 22 世界主要软体家居生产国产值占比（2017）



资料来源：CSIL，华安证券研究所

中国软体家居产销量齐升。根据CSIL统计，国内软体家居消费额由2007年的60亿美元增长至2017年的214亿美元，年复合增长率13.48%。而中国软体家居产值由2007年的106亿美元增长至2017年的338亿美元，年复合增长率为12.30%。

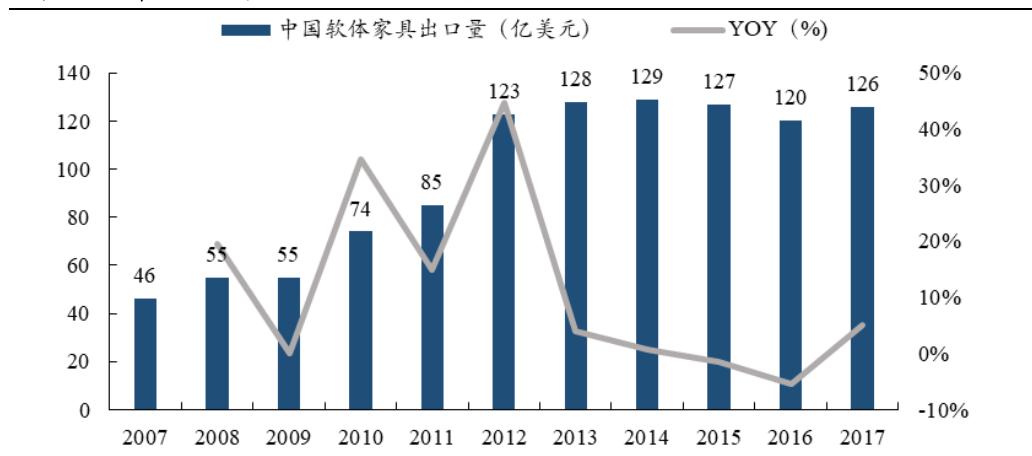
图表 23 中国软体家居产值及消费额



资料来源：公司公告，CSIL，华安证券研究所

根据 CSIL，我国也是全球最大的软体家具出口国。我国软体家具出口额由 2008 年的 55 亿美元增长至 2017 年的 126 亿美元。2017 年，国内软体家具出口额占国内软体家具产值的 37%。

图表 24 中国软体家居出口量和同比增速



资料来源：公司公告，CSIL，华安证券研究所

2.2 中国沙发市场集中度低，功能沙发市场潜力大

根据博泰家具的招股书，我国沙发产业正式起步于 20 世纪 80 年代初。随着居民消费水平和人均 GDP 的提升，国内沙发市场规模持续扩大。根据中国产业信息网公布的数据，2018 年我国沙发行业收入为 545.74 亿元，近九年 CAGR 为 9.58%，沙发内销市场呈现出持续增长的趋势。另根据敏华控股 2019 年年报中引用的数据，2019 年国内沙发市场零售额增长 4.2%，我们估计 2019 年国内沙发市场的规模大概在 568.66 亿元。

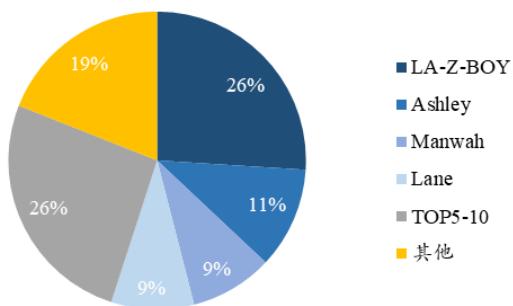
图表 25 中国历年的沙发市场规模



资料来源：博泰家具招股书，产业信息网，敏华控股公告，华安证券研究所

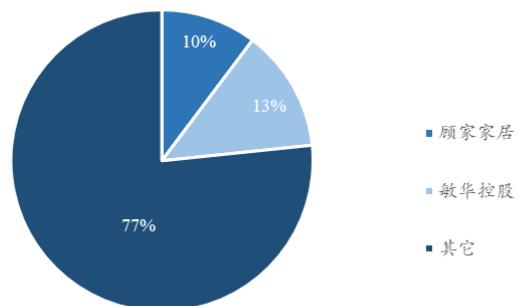
我国沙发市场行业集中度低，相比美国等成熟市场，龙头的市占率仍有很大的提升空间。根据前述市场规模的估计，我们估算得到 2019 年国内最大的两家沙发企业顾家和敏华的市占率仅 10% 和 13%，而早在 2017 年，美国沙发市场的 CR4 就超过了 50%。相比成熟市场，国内沙发品牌多，市场集中度低，行业竞争激烈但龙头整合空间大。

图表 26 美国沙发市场集中度高（2017）



资料来源：CSIL，华安证券研究所

图表 27 中国沙发市场集中度低（2019）（估算）



资料来源：博泰家具招股书，产业信息网，敏华控股公告，公司公告，华安证券研究所

另外，根据博泰家具招股书，我国是全球沙发市场最主要的出口国。根据 UN Comtrade 贸易数据统计，2018 年我国对应沙发的主要产品项目“带软垫的木框架坐具”出口金额为 87.84 亿美元，同比增长了 7%。2009-2018 年期间，沙发出口金额 CAGR 为 10.3%。

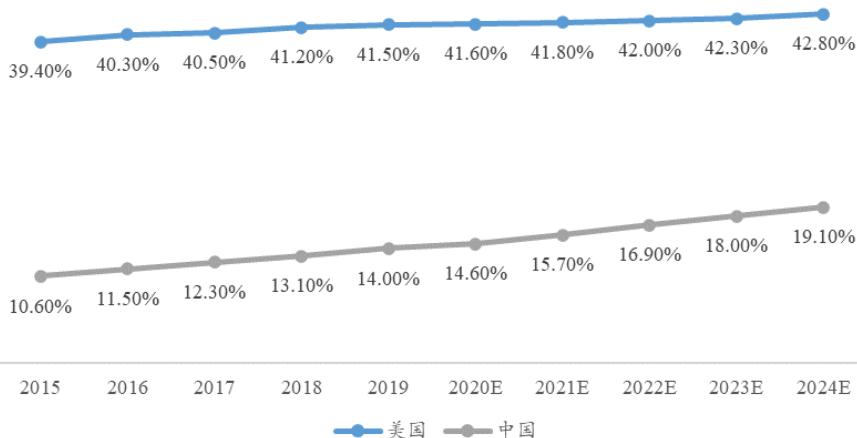
图表 28 中国历年的沙发出口规模 (2009-2018)



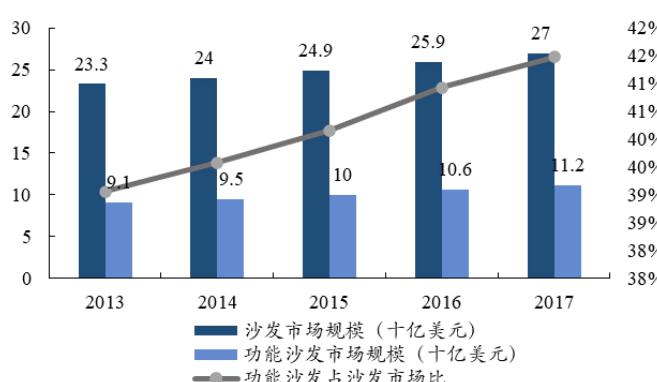
资料来源：博泰家具招股书，产业信息网，华安证券研究所

此外，功能沙发目前在国内的渗透率还很低，仍属小众品种。但伴随市场教育以及居民消费水平的提升，近年来国内功能沙发市场的增速显著快于沙发市场的整体增速。根据敏华控股公告内的行业数据，2019年中国功能沙发仅占国内整体沙发市场的14.00%，而美国功能沙发的市场占比达41.50%。预计到2024年，中美两国功能沙发市场的渗透率将达到19.10%和42.80%。

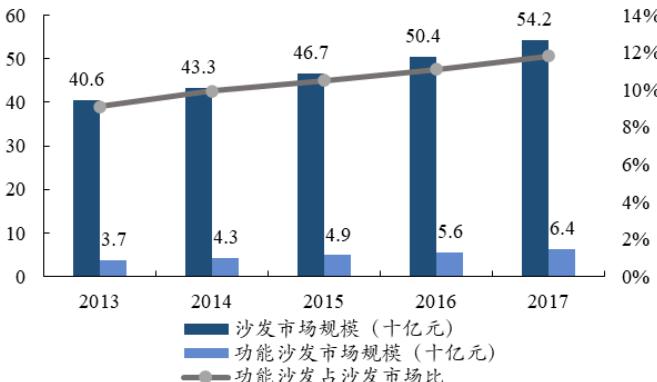
图表 29 中美两国功能沙发占整体沙发市场的份额



资料来源：敏华控股公告，沙利文，华安证券研究所

图表 30 美国沙发市场规模及功能沙发占比


资料来源：凯迪股份招股书，华安证券研究所

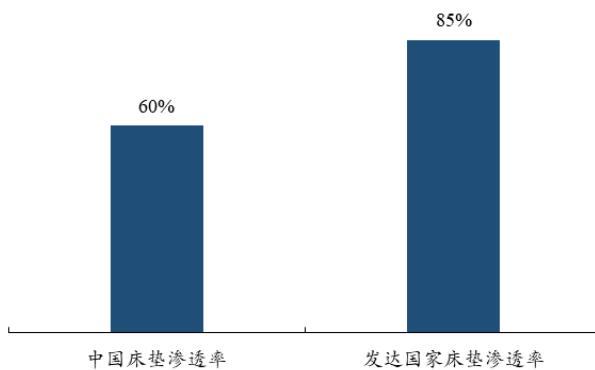
图表 31 中国沙发市场规模及功能沙发占比


资料来源：凯迪股份招股书，华安证券研究所

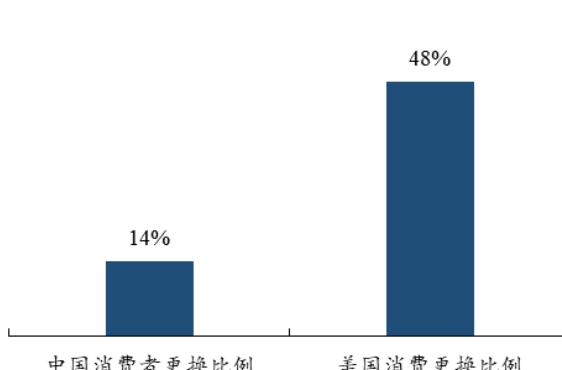
2.3 床垫市场潜力大，头部品牌内外销提份额

中国床垫生产规模和消费规模齐增，是世界上最大的床垫生产和消费国家之一。根据喜临门的公告，2019 年国内床垫总产值达 98.82 亿美元，近 5 年来增长 45%，复合增长率为 7.71%。同时，国内床垫市场需求平稳增长，2019 年床垫消费总额达 83.42 亿美元，近 5 年来增长 39%，复合增长率为 6.81%。

未来国内床垫消费量的增长既有望来自于品类渗透率的提升，也有望来自于床垫更新周期的缩短。根据 CSIL 数据显示，发达国家的床垫渗透率达到 85%，而中国的床垫渗透率仅 60%。我国 2017 年每百人消费量仅 4.8 张，同期美国为 12.7 张。另根据 Furniture today 的市场调查，中国消费者 5 年以内更换床垫的比例仅有 14%，而美国消费者 5 年内更新床垫占比能达到 48%。

图表 32 中美床垫渗透率对比


资料来源：中国产业信息网，欧睿数据库，华安证券研究所

图表 33 中美消费者 5 年内床垫更换比例对比


资料来源：欧睿数据库，华安证券研究所

内销市场的竞争格局方面，我国床垫市场头部品牌的市占率较低，行业尚处龙头整合期。根据 Euromonitor 统计，美国床垫行业市场集中度 CR4 达到 73%，而中国床垫行业 CR4 仅 15% 左右。其中，慕思是国内床垫市场上占有率最高的品牌，估计其市场份额在 8% 左右。其他市场份额较高的企业包括喜临门、顾家家居、梦百合、敏华控股等，还有

部分外资品牌在国内市场也比较受欢迎。参考海外市场，以及床垫品类在生产制造和品牌效应等方面的特点，我们认为龙头企业通过全国产能布局、渠道铺设以及品牌建设不断强化自身优势，未来床垫市场的集中度有望大幅提升。

外销方面，中国是全球床垫出口的第一大国，约占全球床垫出口总量的 30%。但是受中美贸易摩擦以及美国对我国床垫企业启动反倾销调查的影响，国内床垫出口面临不小的压力。2018 年 4 月，美国宣布对涉及约 500 亿美元的中国对美国出口商品加征 25% 关税，其中包括记忆棉床垫等家具制品。

2019 年 10 月，美国商务部对中国床垫反倾销调查做出裁定，除梦百合获得了 57.03% 的反倾销税率外，包括喜临门和敏华控股在内的 36 家企业征收 162.76% 的单独税率反倾销税。除此之外，上述名单之外的其他企业统一征收 1731.75% 的高额反倾销税率。**巨额税率使得国内没有海外产能的中小床垫企业生存艰难。**受此影响，2019 年美国进口中国家具的数据下降了 28%，中国 2019 年床垫、寝具及类似品的全国出口金额也出现了增长几乎停滞的现象。

2020 年 10 月 28 日，美国国际贸易委员会 (ITC) 又公布了对柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南等 7 国的进口床垫反倾销税调查的初步裁定，对应的初裁税率分别为 252.74%、2.61%、42.92%、13.65%、572.56%-763.28%、20.03%、190.79%-989.90%。不过，该项调查还停留在初裁阶段，须通过 ITC 和美国商务部的最终裁定方能最终实施。11 月起初裁税率将进行征收，若终裁税率下降，则前期多征收的部分可以返还。

图表 34 中国历年来床垫、寝具及类似品的出口金额及变化



资料来源：海关总署，华安证券研究所

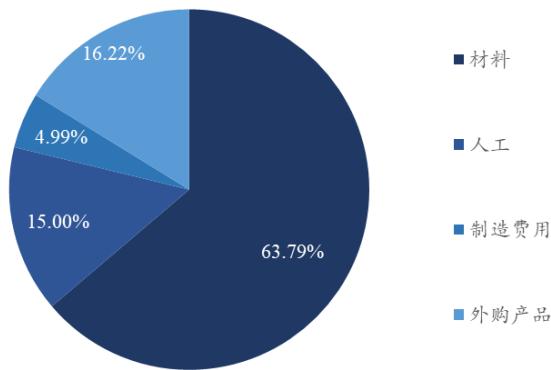
3. 内外销竞争力持续强化，成长动能充足

3.1 持续优化供应链管理，海内外布局领先

顾家的采购模式以集中采购为主，同时对重要供应商采取战略合作或入股等方式绑

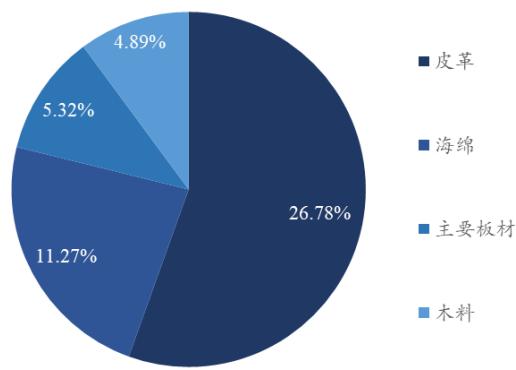
定合作关系。软体家居的主要原材料包括牛皮、海绵、木材、面料布、重要部件等，2019年，材料成本占公司营业成本的63.79%，其中我们看2018年1-6月的数据，皮革/海绵/主要板材/木材分别占采购额的26.78%/11.27%/5.32%/4.89%。按此推算皮革和海绵大约每年能占公司营业成本的17%和7%，若原材料价格发生大幅波动，将会对公司的盈利能力产生一定影响。

图表 35 顾家家居成本构成 (2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

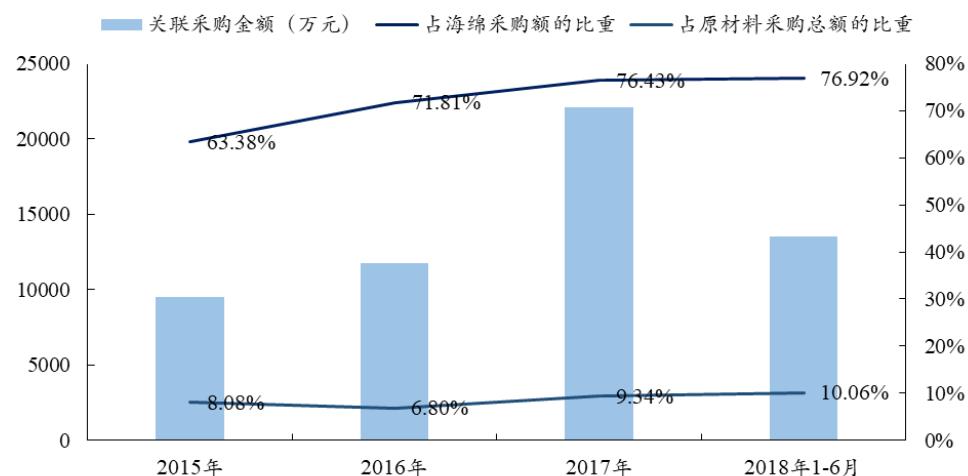
图表 36 顾家家居原材料采购额构成 (2018H)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

针对原材料采购，公司实行统一采购、分散使用的运作模式，主要原材料均有2-3家主力供应商，在供应能力和材料质量上具备优势且与公司合作时间较长。海绵作为软体家具重要的填充材料，主要用于坐垫、扶手、靠背等部位，其品质决定了产品的柔软度和舒适度。且海绵密度低，单位质量的体积较大，仓储及物流成本较高。公司入股了其最大的海绵供应商圣诺盟海绵40%的股权，每年从其采购的海绵按采购额比重大约在76%左右，约占到原材料采购的10%。

图表 37 顾家家居向圣诺盟海绵采购情况 (2015-2018H)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

生产模式方面，顾家以自制为主，外协为辅。沙发、床类产品等主打产品基本全部自制，外协主要是为了缓解产能不足时候的矛盾。集成产品基本为外协生产，主要包括

茶几、电视柜、餐桌等。2019年外购产品的成本占总营业成本的16.22%，且公司成立了专门的配套产品设计研发团队，有利于实现相关产品的一体化销售，确保消费者购买软体家具产品整体设计风格的协调统一，满足消费者一站式采购需求。采购方面，顾家会定期对集成产品供应商进行评估、甄选和淘汰，选定集成产品供应商后采用定制化采购模式，由公司提供设计方案，集成产品供应商按照公司提出的款式形象、技术参数、材料品质等要求进行生产并向公司供货。

产能方面，为满足公司业务扩张需求同时减轻中美贸易摩擦的影响，顾家近年来陆续通过募投和自筹资金扩建产能，稳步推进海内外生产基地的布局。

1) **国内产能布局：**2005年杭州下沙沙发工业园竣工投产，2006年浙江海宁新工业园启用，2012年新建河北深州、江东基地（IPO募投项目），产能进一步扩大。2018年，顾家发行可转债募投80万套软体家居（嘉兴基地），该项目于2017年正式动工。此外，2018年公司还自筹资金不超过15.1亿元人民币投资建设华中（黄冈）基地的年产60万标准套软体及400万方定制家居产品项目。2019年，公司又自筹资金10.07亿元投资建设1000万方顾家定制智能家居制造项目（江东基地）。

截至2020年6月底，嘉兴工厂、黄冈基地和定制工厂稳步推进，工程进度分别为79.60%、38.00%、25.00%。

2) **海外产能布局：**2019年5月6日，美国宣布自2019年5月10日起将2,000亿美元中国输美商品加征关税，税率由10%提高至25%。针对中美贸易摩擦，公司在行业内比较迅速积极地布局了越南、马来西亚和墨西哥等海外生产基地，以降低中美贸易摩擦对公司的影响并致力于获得更大外销出口份额。2018年，公司收购了在马来西亚拥有工厂的以床垫出口为主的家居公司泉州堡垒家居。此外，顾家在墨西哥还具备一定的产能储备，预计于2020年实现墨西哥工厂投产。

2019年和2020年，顾家相继公告投资建设越南45万套和50万套生产基地，预计今年能覆盖一定海外产能。不过，马来西亚工厂面临床垫第二轮反倾销裁决，此后产能或有所收缩转至其他两处海外基地。预计2020年越南和墨西哥基本能覆盖对美业务的30%-40%，未来越南产能满产、墨西哥加大产能后，预计能够覆盖对美出口的70%。

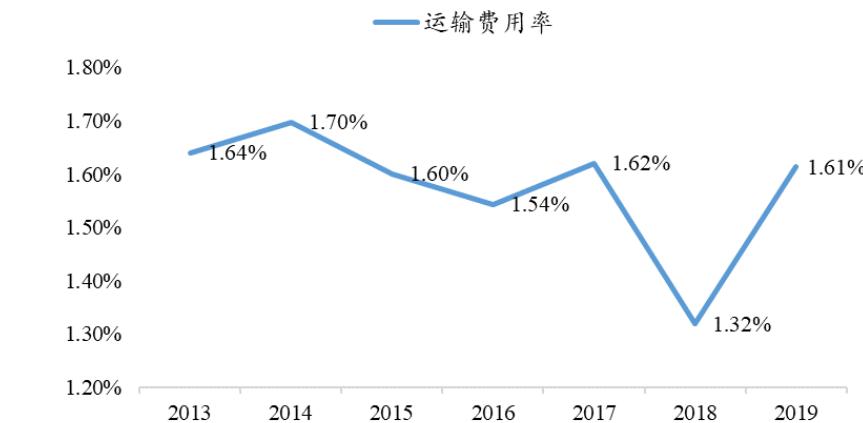
图表 38 顾家家居产能布局

国内外生产基地		生产产品	年产能	预计投产时间
国内	浙江杭州下沙生产基地	软体家具	100万套	已投产
	河北深州生产基地	软体家具	48万套	已投产
	江东基地	软体家具	97万套	已投产
	黄冈生产基地	软体家具；定制家具	60万套；400万方	已投产
	嘉兴生产基地	软体家具	80万套	预计在2021年底前达纲，达纲时预计实现产能60万标准套软体家具
	顾家定制智能家居制造项目	定制家具	1000万方	一期预计在2020年年底竣工，2021年Q1投产，预计在2026年底前达纲
国外	越南生产基地	软体家具	45万套	一期2020年Q4；二期2021年底
	越南生产基地	软体家具	50万套	2022年Q1
	马来西亚生产基地	堡垒家居		已投产（反倾销后或转移至墨西哥）
	墨西哥制造基地	软体家具		2020年

资料来源：公司官网，转债说明书、招股说明书等公司公告，华安证券研究所

软体家居的体积大，运输半径较短，伴随公司全国四地产能布局的完善，预计公司的交付效率和单位运输成本有望得到下降，同时也为公司实现全国范围内更广覆盖提供了有力支持。

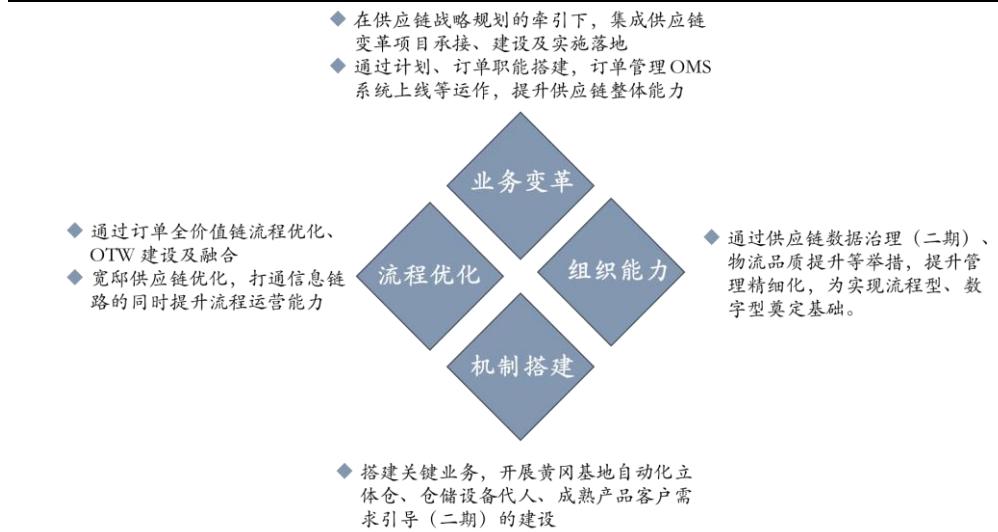
图表 39 顾家家居历年运输费用率走势（2013-2019）



资料来源：Wind，华安证券研究所

另外，围绕提升供应链的战略目标，顾家牵手华为，未来有望在供应链中台，供应链数字化、服务化方面进行深度研究与构建。根据中国网科学的报道，华为针对顾家家居的现有业务流程架构进行了补充规划，为顾家制定了“113”变革方案——即导入一个业务体系，搭建一个ICT平台，落实三个层次，通过集成高效的供应链管理平台，全方位打通计划、订单、制造、采购、销售回款、销售付款等供应链内端到端流程。

图表 40 顾家家居供应链管理四个方面（2020）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 内销：构建渠道结构性势能，数字化升级向零售转型

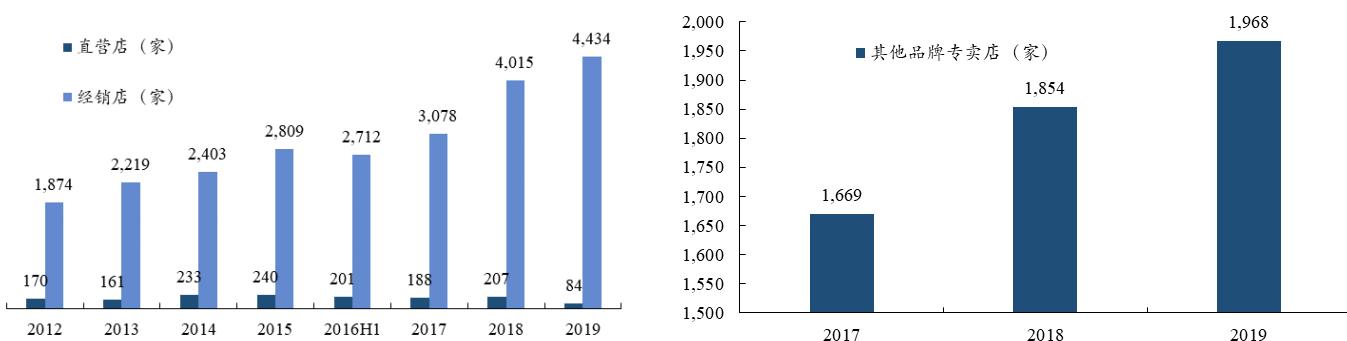
公司下游主要是通过直营店、经销商、线上渠道、ODM客户等将产品销售给终端消

费者。其中，内销市场以直营、经销和线上渠道销售为主，经销渠道占绝大部分销售比例。

对于成品家居而言，工程和整装渠道对企业的影响较小，最主要的销售渠道仍然是以红星美凯龙、居然之家为首的传统家居卖场。伴随家居卖场向低线城市下沉，龙头也会跟随开店以抢占低线市场的份额。

截至 2019 年底，顾家的自有品牌经销商数量从 2012 年末的 1874 家增加到了 4434 家。其他品牌的门店数也从 2017 年的 1669 家扩大到了 2019 年的 1968 家，2019 年公司合计门店数达 6076 家。今年上半年受疫情影响，公司净开店数量有限，但预计未来两三年仍是公司加速开店，抢夺三级城市有利门店位置和优质经销商资源的扩张期。

图表 41 顾家家居自有品牌线下渠道持续扩张 (2012-2019) 图表 42 顾家家居其他品牌专卖店数 (2017-2019)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

未来线下渠道的发展主要依赖开店的驱动和同店的增长。

- 1) 开店：我们估计目前顾家一二线城市的收入占比或仍超过三四五线城市占比，对比定制家居企业一二线占比 30% 左右的比例，未来顾家在三四五线城市的收入占比仍有较大的提升空间。开店的业态主要包括单品类专业店以及大店：例如 2020 年开始，顾家提出充分借力现有优质软体经销商，加快“软体+定制”的融合店发展；2020 年 4 月推出“顾家天禧”，天禧作为顾家体系内唯一一个实现全品类、全系列、全覆盖的品牌，致力于聚焦年轻消费群体，打造极致性价比的产品。今年天禧已连续推出多款新品，对于顾家推进三级市场下沉具有重要意义。

目前顾家已经初步实现了“1+N+X”的店态布局：

- a. “1”代表大店业态，主要分为生活馆、一二线市场融合大店和三级市场大店三种业态。目前生活馆有两家，分别在杭州（直营）和济南（经销）。一二线市场融合大店和三级市场大店均融合了多个品类，产品结构与对应层级的城市相匹配。
- b. “N”代表了数量最多的单品类专业店，新的品类比如布艺、功能沙发和床垫、定制门店均有很大的开店空间。
- c. “X”代表了新渠道探索，包括苏宁易购、云店、社区店、整装、拎包入住等新兴渠道。

图表 43 顾家家居“1+N+X”的店态布局

1	大店业态：主要分为生活馆、一二级市场融合大店、三级市场大店。目前生活馆有两家，分别在杭州（直营）和济南（经销）。一二级市场融合大店和三级市场大店均融合了多个品类，产品结构与对应层级的城市相匹配	
N	数量最多的单品类专业店，这方面新的品类比如布艺、功能沙发和床垫、定制门店均有很大的开店空间	
X	新渠道探索，包括苏宁易购、云店、社区店、整装、拎包入住等新兴渠道	

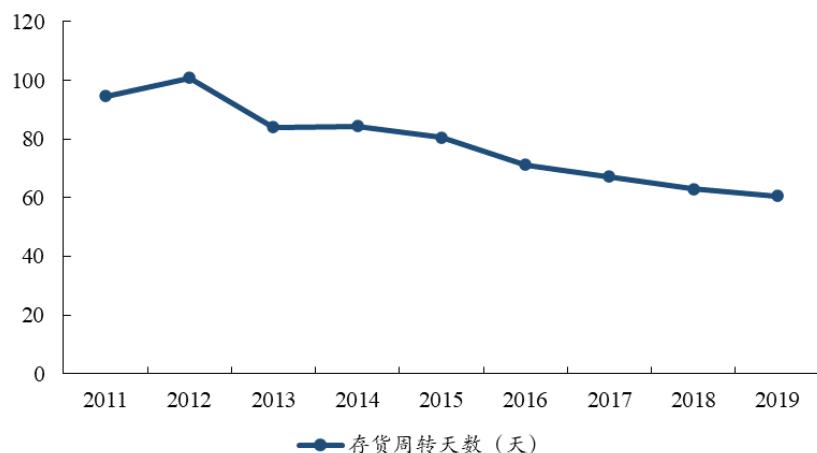
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) 同店方面：未来线下渠道的运营将越来越注重“精耕细作式”的发展，信息化建设将起到关键作用。顾家近年来推动零售数字化转型，在门店上线用户营销信息化系统，运营会员系统。目前用户营销信息系统已实现全国联网，总部能及时掌握终端动销、库存和周转情况。我们看到公司的存货周转天数已经从2011年的94.62天下滑至2019年的60.49天。此外，公司未来会采取灵活的方式来减轻经销商在仓储、物流、售后等环节的运营压力，今年已启动试点赋能业务。

另外，同店的增长也离不开渠道的精细化管理。2018年开始，顾家在组织架构方面进行调整，持续完善区域零售中心体系建设，即在全国设立了十多个区域零售中心，将原先各产品事业部的职能统一划归到区域零售中心进行综合运营，将决策流程前置。这样既可以因城施策，也能够更好地贴近终端经销门店与消费者，以及更敏锐地察觉到潜在问题经销商。

此外，顾家还有优化渠道和经销商的分层分级管理体系，对应有星火计划、长江计划和大树计划。大树计划希望培养出年收入1个亿以上的经销商，长江计划希望把经销商从夫妻老婆店的状态赋能其往职业化方向转型；星火计划是从经销商中培养优秀的种子选手。

图表 44 顾家家居存货周转天数持续下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

线上渠道方面，公司从 2018 年起连续两年冠名双十一天猫晚会，不仅获得了较好的销售战绩，也使得公司的品牌曝光度持续提升。2019 年公司电商运营中心通过绩效调整、培训组织、氛围打造、团队优化等措施，零售接单及批发收入均有所增长，当年双十一取得了销售额 23.6 亿同比增长 60% 以上的好成绩。目前公司已逐步理顺线上发展战略，包括独立化发展、价值链一体化以及专业化发展。2020 年双十一，顾家又取得了 34.48 亿元，同比增长 46.1% 的好成绩。目前公司内销市场的线上销售占比仍然较低，预计未来线上渠道的销售占比有望达到行业平均水平。

图表 45 顾家家居双十一战况 (2019-2020)

	双十一销售额 (亿元)	YOY	品类增长情况
2019	23.60	60.00%	
2020	34.48	46.10%	顾家全屋定制同比增长151%，NATUZZI EDITIONS 同比增长141%，顾家功能同比增长107%，顾家布艺同比增长56%，顾家床垫同比增长53%，大店平均零售332万/店，同比增长69%

资料来源：证券时报网，今日家具，华安证券研究所

3.3 品牌营销持续发力，优势品类拓价格带，新品类快速发展

顾家家居从成立之初就坚定投入品牌营销，品牌影响力快速提升。一方面，积极参加国内外各类展会以扩大品牌知名度，展示顾家的产品设计；举办品牌公益活动，树立品牌形象和社会责任感。另一方面，在线上线下投入充足的广告资源，例如在机场安检框、高铁 LED 屏幕以及电梯等场所投入广告，连续两年冠名天猫双十一晚会等。2012 年，顾家签约张学友，暖男形象完美诠释了顾家“幸福的依靠”的品牌形象；2016 年，顾家又携手邓超践行其年轻化、时尚化的品牌战略。

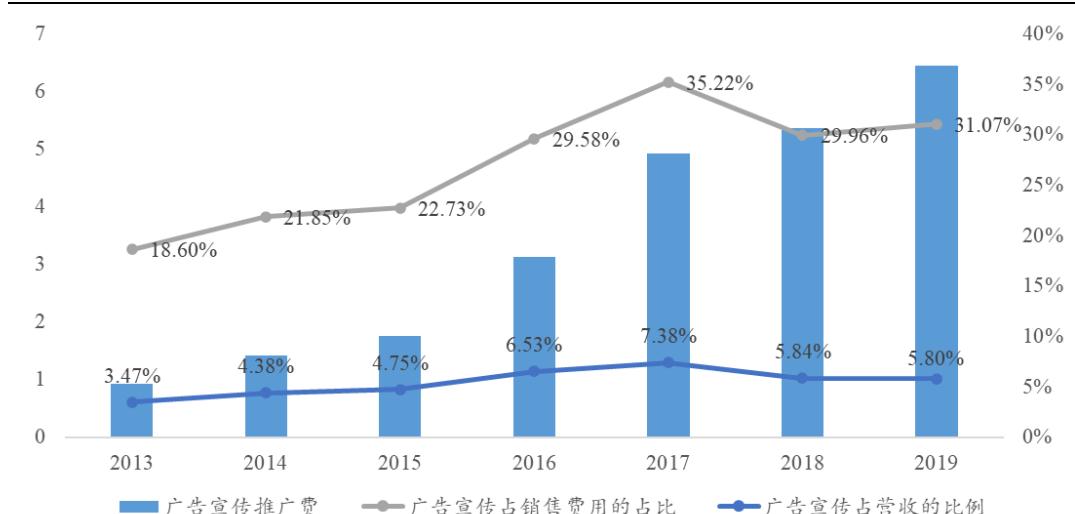
从具体投入来看，顾家的广告宣传费用在销售费用中所占的比例持续提升。2019年公司的广告宣传费用为6.44亿元，广告费用占销售费用的比例高达31.07%，占营收的比例高达5.80%。

图表 46 顾家家居持续发力品牌营销

顾家家居品牌营销矩阵	
积极参加海内外各类展会	国际性的展会为顾家赢得海外市场建立海外知名度起到巨大作用。顾家发展之初积极在国内外参会各类展会，提升知名度。同时也设立海外专卖店，在纽约时代广场等海外地标进行品牌宣传。
线下广告投放	机场安检框、高铁站LED屏幕广告投放、通过新潮传媒投放电梯广告等
品牌公益活动	顾家通过公益活动不仅宣传了自己的品牌设计理念，也建立了企业的责任感，树立品牌形象。
加大线上营销力度，创办顾家特色品牌日	举办816等独特的“超级品牌日”，连续两年冠名天猫双十一晚会

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 47 顾家家居广告宣传投入持续增长（2013-2019）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

产品方面，顾家以皮沙发起家，至今产品矩阵已从软体走向全屋。目前公司的产品囊括皮沙发、功能沙发、布艺沙发、集成配套产品、软床及床垫、全屋定制和红木成品家居等，能够充分满足消费者除硬装之外的家装一站式采购需求。

具体看品类扩张空间，目前在顾家现有的4000多家自有品牌门店里，皮沙发顾家有2000多家门店，布艺沙发、软床及床垫的门店数约1000家左右，而顾家功能、顾家定制、红木家居的门店数相对较少，皮沙发仍有渠道下沉的空间，而新品类的开店空间巨大。

品类扩张策略方面，传统优势品类如皮沙发将在渠道下沉的过程中增加更具性价比的产品以抢占三级市场。而功能沙发、布艺沙发、集成配套产品、软床及床垫以及全屋定制和红木成品家居等新品类的收入基数较低，公司通过开发有差异化和性价比的产品

来打开市场，例如全屋定制推出的“环保 7 号”主打板材，布艺推出睿致和缤纷系列快上快下，床垫推出“睡眠 1 号”等爆款吸引客流。同时，新品类的开拓也多会依托优势品类的优质经销商资源，例如今年公司就鼓励有实力的软体经销商增加全屋定制品类。

图表 48 顾家家居新品类扩张策略

品类	开发市场策略
功能沙发	现代类风格新款产品快速上市，抢占市场
布艺沙发	睿致和缤纷系列快上快下，提升终端产品力
软床	通过产品舒适度升级、优化床垫产品矩阵，打造差异化竞争优势，提升产品的综合竞争力
床垫	打造高端床垫陈列专区，体现床垫专业性，推出“睡眠 1 号”等爆款吸引客流
全屋定制	成立青少年房、五金功能件、环保 7 号产品提升专项推广项目小组，新开门型以补充门型工艺矩阵，丰富产品和价格段

资料来源：公司公告，华安证券研究所

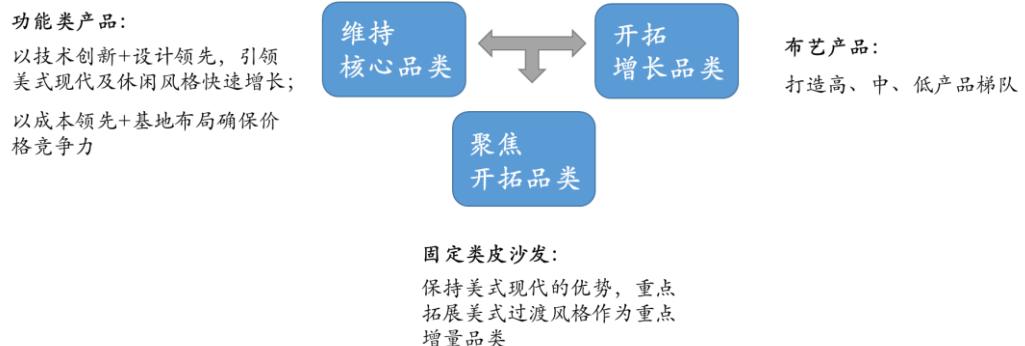
3.4 外销：坚定大客户战略，产品策略明晰，营销前置

顾家目前在外销市场主要为大客户提供 ODM 代工业务，聚焦美国、加拿大、英国、法国、澳大利亚、新西兰、日本和韩国这八个国家，其中美国市场的占比大约过半。公司深耕核心大客户，建立大客户保障机制，确保针对大客户能够快速反应和解决问题。近年来顾家积极推进与 Costco、Sofamart、Macys 等客户的深度合作，开拓 Haverty、Flexsteel、R&F 等潜力大客户。坚持大客户战略的同时，顾家也将关注小客户的培训，促进小客户向大客户的转变。

顾家外销市场的策略是维持核心品类（功能）、聚焦开拓品类（皮沙发）和开拓增长品类（布艺）。产品研发设计方面，公司组建了庞大的设计研发中心并定期派设计师赴国外交流学习，常年与中国美术学院等高校开展学术研讨，并与日本 Nendo 设计工作室、米兰理工大学、猎狐家具研发院等展开合作，2019 年顾家成立海外首个研发基地——米兰设计研究中心。此外，通过外销市场的营销前置，公司未来有望设计出更多更加贴合海外消费者需求的产品，以更好地服务海外大客户。另外，内销市场运用的线上数字化展厅等形式也有望运用至外销市场获客。

与此同时，今年 11 月公司公告将以自有资金 500 万美元投资设立全资子公司香港杉泉进出口有限公司，作为公司跨境 B2C 综合运营中心的主体。同时，顾家计划在巩固欧美等成熟市场的同时，对于东南亚部分国家尝试以加盟性质推动自有品牌建设和销售，对于香港、东盟、澳大利亚、印度等市场，以直营店、加盟独立店和店中店形式发展市场。

图表 49 顾家家居外销产品策略



资料来源：公司公告，华安证券研究所

外销在今年下半年迎来了行业层面的回暖。一方面，国内家居出口激增。根据国家海关总署数据显示，2020 年 1-10 月全国家具及其零件累计出口金额 3,099.30 亿元，同比增长 7.9%。且 10 月单月的出口额同比增长 28.01%，保持了连续 4 个月出口金额单月同比增长超过 25% 的记录。外销订单快速增长主要是因为海外消费者居家办公期间出现了较多家居消费需求。

图表 50 中国家具及其零件出口金额及走势



资料来源：海关总署，华安证券研究所

另一方面，数据显示美国地产景气度在近期显著回升。2020 年 9 月，美国成屋签约销售指数同比增加 20.48。从 2020 年 7 月开始，美国新建住房销售单月增速连续 4 个月超过 40%。美国是顾家最大的海外销售市场，其地产回暖带动的家具需求增长将有利于带动公司出口销售。

图表 51 美国新建住房销售回暖



资料来源：美国商务部，华安证券研究所

图表 52 美国成屋签约销售回暖



资料来源：全美地产经纪商协会，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测的核心假设

我们结合软体家居行业和公司的发展情况，做出以下假设：

- 1) **沙发：**目前公司皮类沙发的门店数量较多，未来布艺和功能沙发的门店有望继续往三四线下沉。2020年上半年受疫情影响，沙发收入同比下降，预计2020年全年收入有望与去年持平，假设2020/2021/2022年的收入增速分别为-0.31%/10%/10%。毛利率方面，我们预计随着布艺和功能沙发以及产品往低线城市下沉，沙发毛利率将有所下行，但规模扩大带来的采购优势有望弥补上述毛利率下行的趋势，预计2020-2022年毛利率分别为33.00%/33.00%/33.00%。
- 2) **配套品：**公司配套品设有专门的产品团队，但整体销售以搭配沙发销售为主，生产方式主要是外协。不过未来毛利率或因让利促销等因素维持相对较低的水平，预计2020/2021/2022年的收入增速分别为29.62%/25.00%/25.00%，毛利率分别为25.21%/25.00%/25.00%。
- 3) **软床及床垫：**软床及床垫品类市场空间大，是公司新品类发展的重点之一，预计未来有望持续快速发展。假设2020/2021/2022年收入增速分别为59.23%/50.00%/40.00%，毛利率因规模效应和价格带下沉带来的影响有望互相抵消，预计分别为35.00%/34.90%/34.70%。
- 4) **定制家居：**公司定制家居业务以环保板材为特色，该业务的产能持续扩张，且2020年开始公司鼓励有实力的软体经销商加开定制门店，预计2020/2021/2022年收入增速分别为17.06%/50.00%/50.00%，毛利率分别为34.14%/34.00%/34.00%。

图表 53 顾家家居盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
沙发									
收入	20.58	22.63	28.40	36.92	51.44	58.31	58.13	63.94	70.34
YOY		9.96%	25.50%	30.00%	39.33%	13.36%	-0.31%	10%	10%
成本	11.94	13.24	16.76	23.46	33.51	39.40	38.80	42.84	47.13
毛利	8.63	9.39	11.64	13.46	17.94	18.91	19.33	21.10	23.21
毛利率(%)	41.96	41.50	40.98	36.46	34.87	32.43	33.26	33.00	33.00
业务收入比例(%)	63.51	61.41	59.23	55.40	56.08	52.56	44.44	39.48	35.16
配套产品									
收入	5.15	5.41	7.28	9.78	12.92	19.06	24.71	30.88	38.60
YOY		5.05%	34.57%	34.34%	32.11%	47.52%	29.62%	25.00%	25.00%
成本	3.63	3.79	5.04	7.19	9.54	14.45	18.48	23.16	28.95
毛利	1.52	1.62	2.24	2.60	3.39	4.61	6.23	7.72	9.65
毛利率(%)	29.54	29.90	30.76	26.54	26.20	24.19	25.21	25.00	25.00
业务收入比例(%)	15.91	14.68	15.19	14.68	14.09	17.18	18.89	19.07	19.29
软床及床垫									
收入	2.83	4.35	6.50	8.86	11.32	19.53	31.10	46.65	65.31
YOY		53.71%	49.43%	36.31%	27.77%	72.53%	59.23%	50.00%	40.00%
成本	1.64	2.47	3.74	5.47	6.99	12.68	20.21	30.37	42.64
毛利	1.19	1.88	2.76	3.39	4.33	6.84	10.88	16.28	22.66
毛利率(%)	42.14	43.23	42.41	38.22	38.23	35.05	35.00	34.90	34.70
业务收入比例(%)	8.73	11.82	13.55	13.29	12.34	17.6	23.77	28.80	32.64
定制家具									
收入				0.86	2.12	3.43	4.02	6.02	9.03
YOY					146.51%	61.79%	17.06%	50.00%	50.00%
成本				0.63	1.49	2.20	2.64	3.97	5.96
毛利				0.23	0.64	1.23	1.37	2.05	3.07
毛利率(%)				26.86	29.96	35.77	34.14	34.00	34.00
业务收入比例(%)				1.29	2.31	3.09	3.07	3.72	4.52
信息技术服务									
收入				1.74	3.32	4.05	7.17	9.32	11.65
YOY					90.80%	21.99%	76.99%	30.00%	25.00%
成本				0.12	0.42	0.50	0.86	1.12	1.40
毛利				1.63	2.90	3.55	6.31	8.20	10.25
毛利率(%)				93.34	87.31	87.63	88.02	88.00	88.00
业务收入比例(%)				2.61	3.62	3.65	5.48	5.75	5.82
红木家具									
收入				1.13	1.58	1.43	1.21	1.15	1.15
YOY					39.82%	-9.49%	-15.38%	-5.00%	0.00%
成本				0.98	1.36	1.07	0.94	0.87	0.87
毛利				0.15	0.22	0.36	0.27	0.28	0.28
毛利率(%)				13.46	13.95	25.29	22.52	24	24
业务收入比例(%)				1.69	1.72	1.29	0.92	0.71	0.57
其他主营业务									
收入			0.66	0.76	1.21	1.23	1.20	1.20	1.20
				15.15%	59.21%	1.65%	-2.44%	0.00%	0.00%
成本			0.53	0.54	0.92	0.99	1.04	1.03	1.03
毛利			0.13	0.22	0.29	0.24	0.16	0.17	0.17
毛利率(%)			19.56	28.92	24.22	19.32	13.67	14.00	14.00
业务收入比例(%)			1.39	1.14	1.32	1.11	0.92	0.74	0.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 年分别实现营收 130.81/161.95/200.07 亿元，同比增长 17.9%/23.8%/23.5%，实现归母净利润 13.60/17.23/21.58 亿元，同比增长 17.1%/26.7%/25.2%。2020 年 12 月 1 日收盘价 76.65 元对应 PE 为 35.65X/28.14X/22.47X。

行业层面短期受益于竣工回暖以及疫情之后装修需求的递延，且软体家居流量入口受精装修和整装分流影响较小；长期看龙头整合空间大且内外销均有整合提速的趋势。
公司层面顾家的软体家居龙头地位稳固，经过 2019 年对外延资产的整合以及内销渠道的变革，经营重回上升轨道。顾家的经营管理团队战略清晰且执行力强，我们预计其有望通过生产制造端的精益改善、信息化建设对前中后的提升、内部组织能力的持续深化以及经销渠道的变革成长壮大，长期看其迈向综合家居运营商的愿景可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- 家居内外销复苏不达预期；
- 公司渠道下沉不达预期；
- 公司新品类扩张不达预期；
- 零售转型效果不达预期；

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	6113	9129	9846	10785	营业收入	11094	13081	16195	20007
现金	2958	5916	5962	6008	营业成本	7226	8469	10476	12938
应收账款	1012	1239	1515	1879	营业税金及附加	79	101	122	152
其他应收款	146	183	223	277	销售费用	2073	2485	3085	3821
预付账款	55	64	79	98	管理费用	292	353	437	540
存货	1266	1551	1891	2347	财务费用	104	104	93	40
其他流动资产	676	176	176	176	资产减值损失	-8	-5	-5	-5
非流动资产	6147	6600	7286	7994	公允价值变动收益	-18	-25	-30	-35
长期投资	239	39	39	39	投资净收益	140	157	194	240
固定资产	1854	2254	2654	3054	营业利润	1292	1512	1914	2390
无形资产	755	955	1110	1280	营业外收入	240	300	400	500
其他非流动资产	3299	3353	3483	3621	营业外支出	10	20	48	50
资产总计	12260	15729	17132	18779	利润总额	1522	1792	2266	2840
流动负债	4498	8291	8696	8095	所得税	302	378	468	591
短期借款	287	3276	2619	645	净利润	1220	1414	1798	2249
应付账款	1280	1435	1802	2214	少数股东损益	59	54	75	91
其他流动负债	2931	3580	4275	5236	归属母公司净利润	1161	1360	1723	2158
非流动负债	1462	650	650	650	EBITDA	1432	1637	1977	2341
长期借款	474	499	499	499	EPS (元)	1.84	2.15	2.72	3.41
其他非流动负债	987	150	150	150					
负债合计	5959	8941	9345	8745					
少数股东权益	394	448	523	614					
股本	602	622	622	622					
资本公积	2205	1962	1962	1962					
留存收益	3100	3757	4679	6837					
归属母公司股东权	5906	6341	7263	9421					
负债和股东权益	12260	15729	17132	18779					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	2124	1615	2000	2339	成长能力				
净利润	1161	1360	1723	2158	营业收入	20.9%	17.9%	23.8%	23.5%
折旧摊销	207	226	227	226	营业利润	11.5%	17.0%	26.6%	24.9%
财务费用	122	135	153	100	归属于母公司净利	17.4%	17.1%	26.7%	25.2%
投资损失	-140	-157	-194	-240	获利能力				
营运资金变动	648	296	392	480	毛利率 (%)	34.9%	35.3%	35.3%	35.3%
其他经营现金流	638	820	1031	1291	净利率 (%)	10.5%	10.4%	10.6%	10.8%
投资活动现金流	305	225	-343	-218	ROE (%)	19.7%	21.4%	23.7%	22.9%
资本支出	-756	-697	-558	-483	ROIC (%)	11.9%	10.2%	12.4%	14.6%
长期投资	484	750	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	577	172	214	265	资产负债率 (%)	48.6%	56.8%	54.6%	46.6%
筹资活动现金流	-1046	1117	-1610	-2074	净负债比率 (%)	94.6%	131.7%	120.0%	87.1%
短期借款	167	2989	-657	-1974	流动比率	1.36	1.10	1.13	1.33
长期借款	-593	25	0	0	速动比率	1.07	0.91	0.91	1.03
普通股增加	172	20	0	0	营运能力				
资本公积增加	-118	-243	0	0	总资产周转率	0.90	0.83	0.95	1.07
其他筹资现金流	-673	-1675	-953	-100	应收账款周转率	10.96	10.56	10.69	10.65
现金净增加额	1383	2957	46	46	应付账款周转率	5.65	5.90	5.81	5.84
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.84	2.15	2.72	3.41
					每股经营现金流	3.36	2.55	3.16	3.70
					每股净资产	9.34	10.03	11.49	14.90
					估值比率				
					P/E	41.75	35.65	28.14	22.47
					P/B	8.21	7.65	6.67	5.15
					EV/EBITDA	31.49	28.01	22.84	18.42

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具和日用品板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。