

软体家居：乘东风，龙头峥嵘凸显



分析师 鞠兴海
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马远方
执业证书编号：S0680520090002
邮箱：mayuanfang@gszq.com

➤赛道长坡厚雪：中长期万亿市场，集中度提升逻辑顺畅

- 根据我们测算，2020年我国出厂口径沙发市场规模610亿（15-20年CAGR为5.3%）、床垫市场规模708亿（15-20年CAGR为7.9%）；中长期按每户1套沙发+2套床垫，行业终端空间超万亿。
- 集中度逐渐提升，龙头品牌效应持续凸显。2013-19年顾家、敏华、喜临门、梦百合市占率均有明显提高，CR4合计从4.76%→13.45%。

➤景气上行、格局优化：竣工景气周期，疫情加速洗牌，龙头线下高速扩张、线上聚集流量

- 20年底住宅在施工面积增长至65.56亿平（+4.44%）、亟待竣工，我们保守测算2021年住宅竣工面积增速有望超10%。
- 20年疫情加速洗牌，龙头线下高速扩张（顾家+304，梦百合+302，喜临门+643，敏华+1248），表现亮眼、线上抢占流量高峰（把握MCN趋势积极开展直播、短视频等引流）。

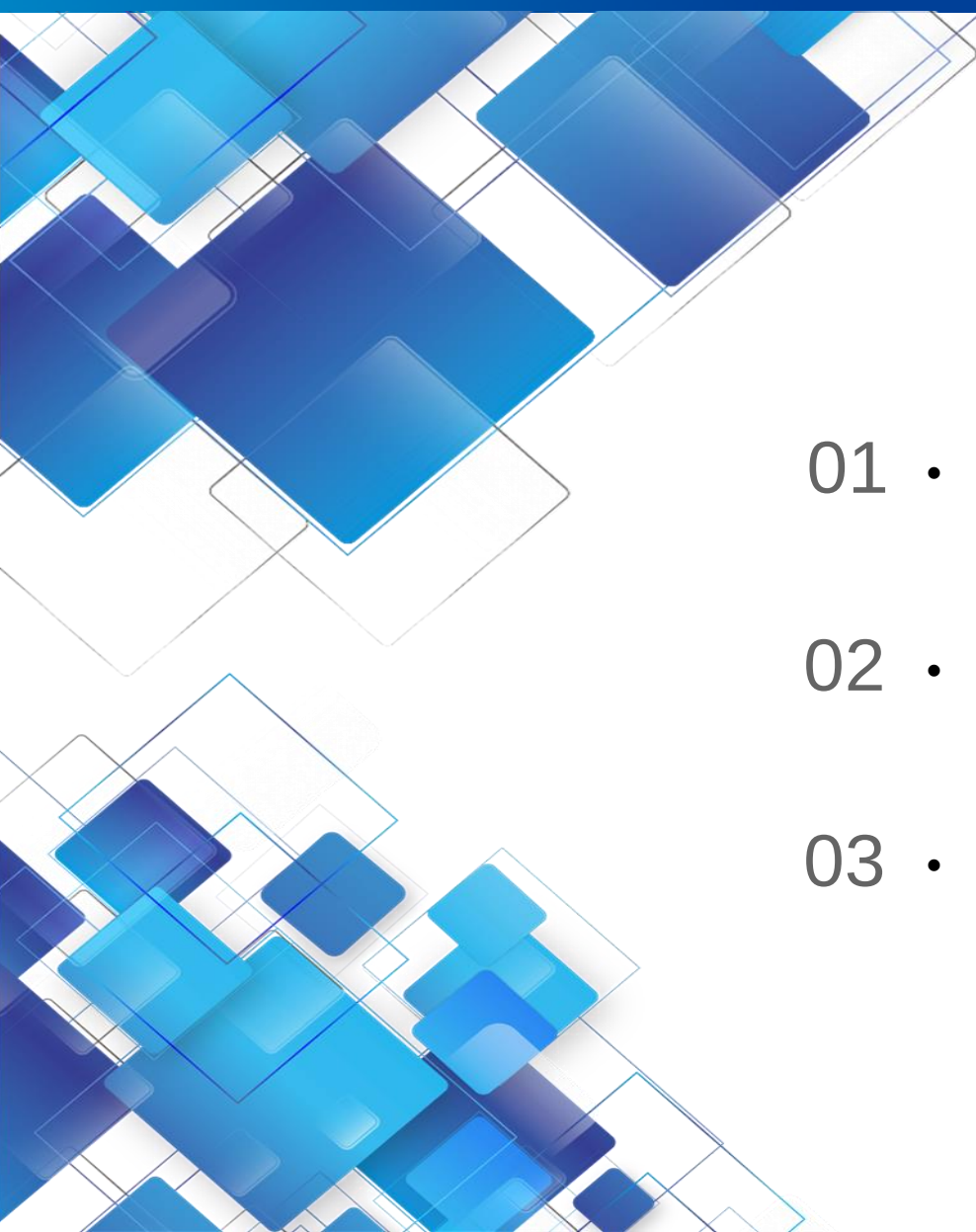
➤供应链优化、渠道深度整合（向渠道要价格、流量），龙头竞争壁垒不断加强

- **海外龙头对比：**成为品牌零售巨头，核心是1）依托供应链能力（供应链一体化、信息化赋能等）提高产品性价比和消费者购物体验；2）感知消费者变化、聚集流量，同时精准营销提高流量转化率。
- **家电行业对比：**家居产业链中渠道价值占比过高，向渠道要价格是目前让利终端空间最大的方向。伴随渠道改革、信息化打通，品牌商管理半径下沉，经销商职能预期弱化。

➤投资建议：龙头峥嵘凸显，长跑中定能完成行业整合

- **顾家家居：**大家居战略清晰，通过供应链整合与零售转型，品类融合效应增强，未来成长为家居行业的零售型平台公司可期，21年对应估值约30.8X。

➤风险提示：地产超预期下滑、贸易战加剧、原材料价格大幅上升



01 • 长坡厚雪、格局优化

02 • 海外龙头&家电行业对比

03 • 推荐效率改革领先的顾家家居

- **软体家居内销市场规模持续成长**：根据新房销售和二次装修套数，我们预测，2020年我国出厂口径沙发市场规模610亿（+2.6%，15-20年CAGR为5.3%）、床垫市场规模708亿（+6.4%，15-20年CAGR为7.9%），沙发+床垫构成主要软体家居市场，20年规模合计1318亿元（+4.7%）。
- 根据意大利米兰轻工业信息中心及我们测算（软体家居市场规模/人数），中国软体家居人均消费额约**18美元**，明显低于美国**(55美元)**、英国**(50美元)**、德国**(45美元)**。

图表1：沙发&床垫市场规模测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
住宅商品房销售面积（万平方米）	105188	112412	137540	144789	147929	150144	152396	154682	156229
	-9.10%	6.90%	22.40%	5.30%	2.20%	1.50%	1.50%	1.50%	1%
别墅、高档公寓销售面积（万平方米）	3047.35	3487.4	4470	4743.44	4418	3909.73	3675.15	3601.64	3529.61
	-16.10%	14.40%	28.20%	6.10%	-6.90%	-11.50%	-6%	-2%	-2%
住宅销售套数（万套）	1077	1153	1413	1487	1516	1534	1555	1577	1592
装修比例		80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
新装修套数（万套）		938	895	970	1144	1196	1217	1232	1248
存量房套数（万套）		22232	23254	24312	25406	26922	28456	30011	31588
软体沙发普及率		80.00%	80.30%	80.60%	80.80%	81.00%	81.20%	81.40%	81.60%
新装修沙发消费套数（万套）		751	718	782	925	969	989	1003	1019
存量房次换新比例		3.30%	3.00%	2.80%	2.80%	2.80%	2.60%	2.80%	2.80%
存量房沙发消费套数（万套）		734	698	681	711	754	740	840	884
沙发总消费套数		1484	1416	1463	1636	1723	1728	1843	1903
平均出厂单价（元）		3178	3247	3314	3376	3450	3528	3613	3702
市场规模（亿元）		472	460	485	552	594	610	666	704
			-2.50%	5.40%	14.00%	7.60%	2.60%	9.20%	5.80%
床垫普及率		80.00%	80.10%	80.20%	80.30%	80.40%	80.50%	80.60%	80.70%
新装修床垫消费套数（万套）		976	932	1011	1195	1250	1274	1291	1310
存量房床垫更换比率		8.50%	8.60%	8.70%	8.80%	8.90%	8.90%	9.10%	9.20%
存量房床垫消费套数（万套）		1890	2000	2115	2236	2396	2533	2731	2906
床垫总消费套数（万套）		2866	2932	3127	3430	3646	3807	4022	4216
平均出厂单价（元）		1690	1724	1757	1790	1825	1860	1896	1933
市场规模（亿元）		484	505	549	614	665	708	763	815
			4.30%	8.70%	11.80%	8.40%	6.40%	7.70%	6.80%

➤集中度逐渐提升，龙头品牌效应持续凸显。从竞争格局来看，2013-19年顾家市占率从2.13%→4.84%，敏华从1.73%→5.05%，喜临门从0.81%→3.00%，梦百合从0.1%→0.56%，CR4合计从4.76%→13.45%。

图表2：龙头公司市占率向上趋势明显

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
沙发	405	434	472	460	485	552	594
YOY	-	7.02%	8.79%	-2.54%	5.43%	13.81%	7.61%
床垫	400	434	484	505	549	614	665
YOY	13.64%	8.50%	11.52%	4.34%	8.71%	11.84%	8.31%
软体家居合计规模	805.43	867.88	956	965	1034	1166	1259
YOY	-	7.80%	10.20%	0.90%	7.20%	12.80%	8.00%
顾家家居							
内销收入	17.12	20.62	22.40	29.12	40.36	52.10	60.97
YOY		20.40%	8.66%	30.00%	38.60%	29.07%	17.03%
内销市占率	2.13%	2.38%	2.34%	3.02%	3.90%	4.47%	4.84%
敏华控股（以换算成人民币口径）							
内销收入	13.94	16.37	20.45	29.85	38.71	47.08	63.55
YOY	24.02%	17.43%	24.92%	45.97%	29.68%	21.62%	34.98%
内销市占率	1.73%	1.89%	2.14%	3.09%	3.74%	4.04%	5.05%
喜临门							
内销收入	6.49	8.38	11.37	15.90	24.79	31.3	37.79
YOY	14.18%	29.12%	35.68%	39.84%	55.91%	26.26%	20.73%
内销市占率	0.81%	0.97%	1.19%	1.65%	2.40%	2.68%	3.00%
梦百合							
内销收入	0.80	0.97	1.74	2.71	4.20	5.15	7.04
YOY		21.60%	79.50%	55.45%	55.16%	22.60%	36.82%
内销市占率	0.10%	0.11%	0.18%	0.28%	0.41%	0.44%	0.56%
CR4	4.76%	5.34%	5.85%	8.04%	10.45%	11.63%	13.45%

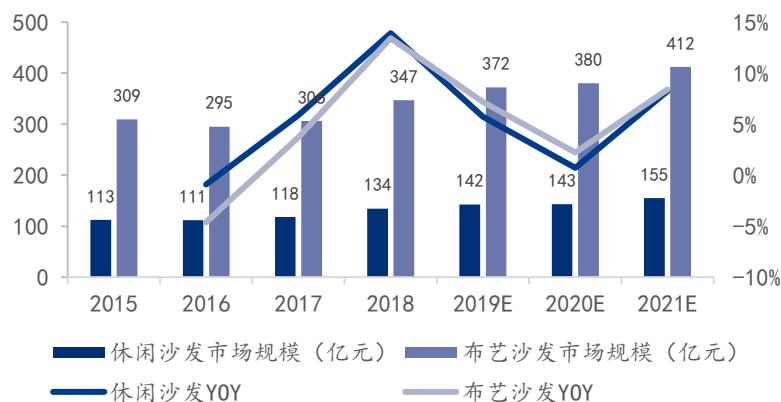
备注：市占率=内销收入/软体家居合计市场规模；敏华汇率以当期汇率（2019年为1：0.88，2018年为0.86，2017年为1：0.80，2016年为1：0.89，2015年为1：0.83，2014年为1：0.79，2013年为1：0.79）

传统沙发：竞争格局分散，市场广阔

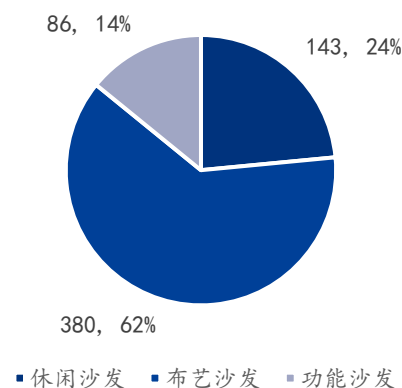
➤根据我们预测，2020年中国软体沙发市场**610**亿，分为休闲沙发（皮沙发）、布艺沙发和功能沙发，其中休闲沙发和布艺沙发分别占比约**62%**、**24%**。

➤中档沙发市场广阔，竞争格局分散，顾家休闲沙发约占**14%**，布艺沙发不足**2%**。

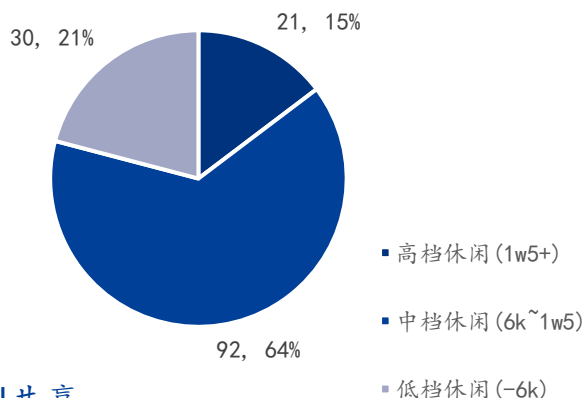
图表3：休闲、布艺沙发市场规模及增速



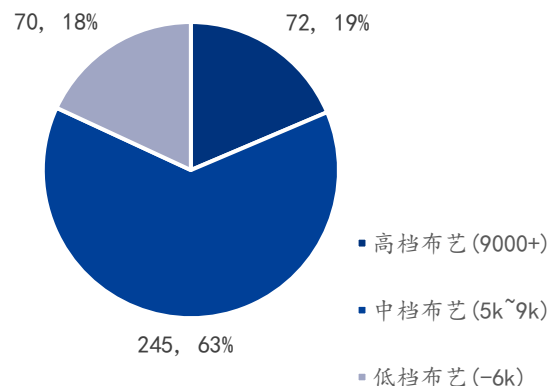
图表4：2020年沙发子品类市场份额（单位：亿元）



图表5：2020年布艺沙发市场规模及增速



图表6：2020年休闲沙发市场规模及增速

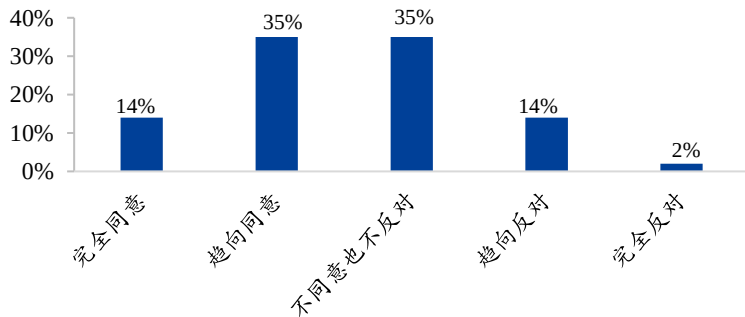


功能沙发：渗透率加速提升，格局集中

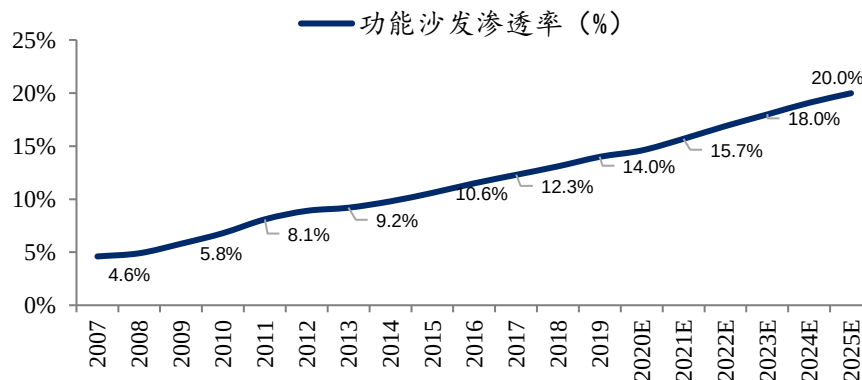
- 20年功能沙发市场约**86亿**，受益于消费升级和宅文化盛行，渗透率加速提升，预期未来行业增速可保持**10%**以上。
- 产品更重功能性，制造具技术壁垒，铁架和电机等核心零部件价值量占比较高（2电机+1铁架售价约500元），规模&技术优势促成龙头产品性价比明显领先、行业易集中，敏华市占率超**50%**。
- 敏华迈锐：全球功能沙发铁架业务市占率50%+，内供/外售比例是3/7。

图表7：近 50%城市消费者同意喜欢宅在家里

在非工作时间喜欢宅在家里而不愿意外出的人数占比



图表8：功能沙发渗透率有望加速提升

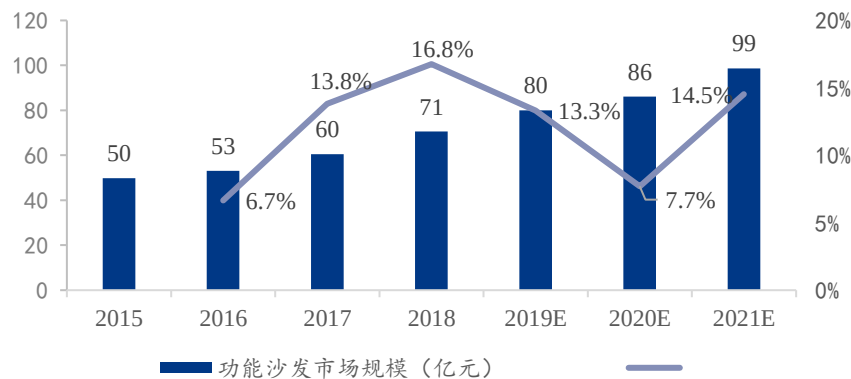


图表9：功能沙发市场品牌份额

中国大陆功能沙发生产商

排名	公司名称	市占率
1	敏华控股	50.10%
2	顾家家居	11.40%
3	喜临门家居	8.10%
4	左右家私	3.30%
5	富丽法雷尔家私	2.60%
TOP5		75.40%

图表10：功能沙发市场规模及增速



诚信|担当|包容|共赢

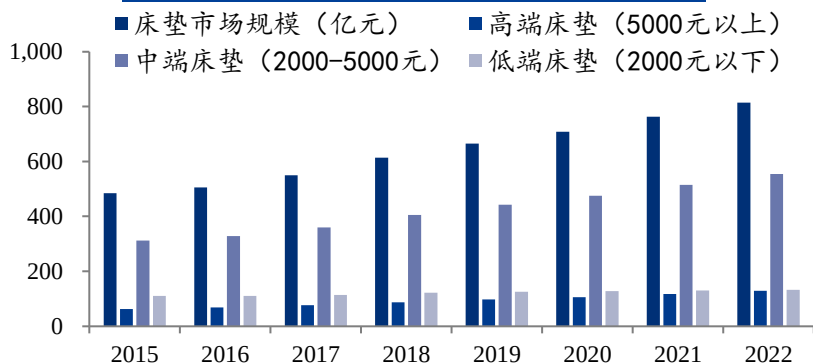
资料来源：MEC & Web Insight，敏华业绩发布会，国盛证券研究所

床垫：行业快速增长，竞争格局向好

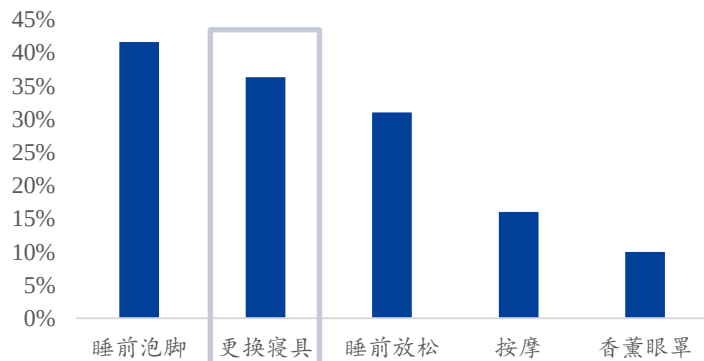
► 2020年中国床垫市场规模约700亿，行业增速超5%，成长空间可观

- 消费者由于睡眠困难，对床垫重视度提高；中金企信公布，中国床垫渗透率仅60%，明显低于发达国家85%。
- 床垫建议更换频率约5年，由于消费观念和居民收入差异，中国床垫更换频率5年以内仅占约15%，而美国约50%；对应中国人均床垫保有量仅约0.5张、美国则有约1.3-1.5张（源于《2021床垫新消费趋势报告》测算）。
- 我国竞争格局分散（我国CR4约15%，顾家、敏华均约1.6%），考虑产品标准化程度高，更易规模化生产，预期未来集中度提升逻辑顺畅（对标美国，舒达、席梦思、丝涟组成的“3S”合计市占率48%）。

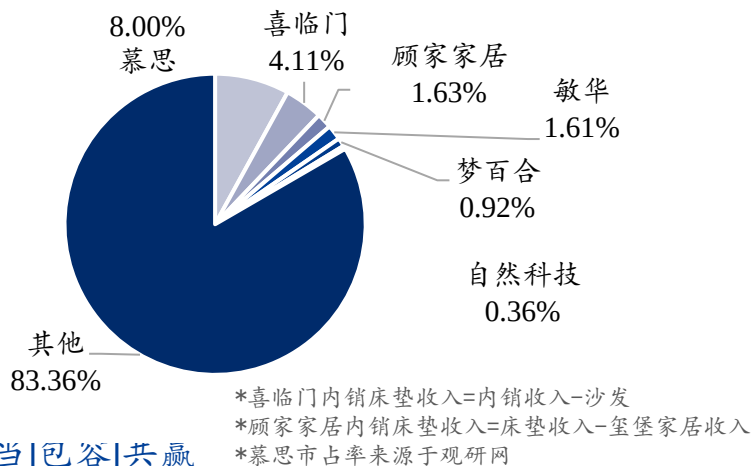
图表11：中国床垫市场规模及增速(亿元)



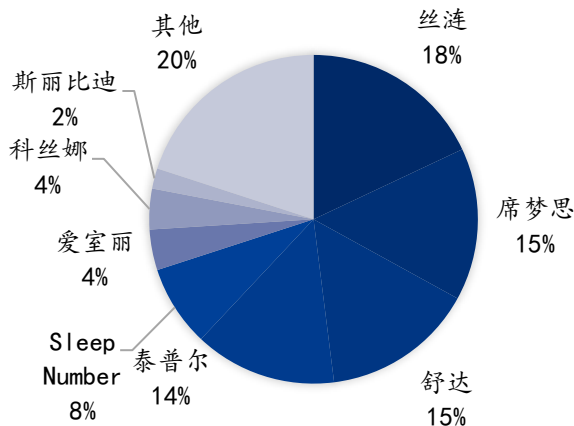
图表12：消费者解决睡眠问题方式占比



图表13：2019年中国床垫企业市占率

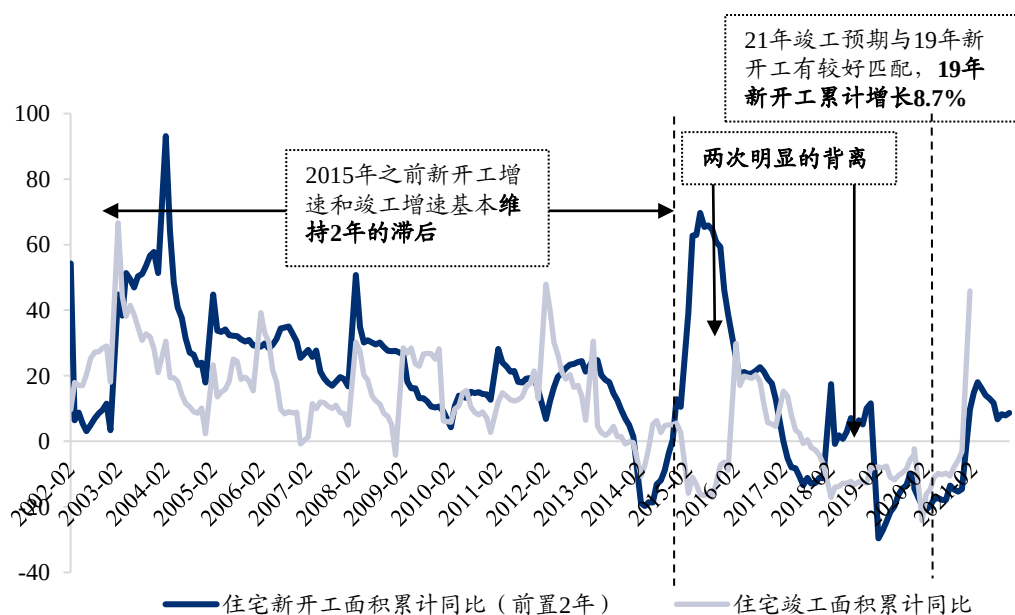


图表14：2020年美国床垫企业市占率

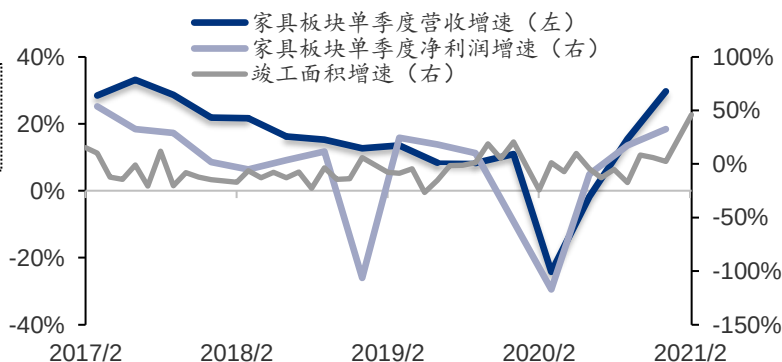


- 竣工景气周期，零售回暖，判断21年零售家居景气处于上升阶段，估值偏好回升
- 竣工景气：20年疫情拖累、竣工逻辑兑现延后，看多21年全年竣工景气
- 庞大的在施工面积亟待竣工：20年底住宅在施工面积增长至65.56亿平（+4.44%）、亟待竣工，竣工面积/施工面积（2年前）于20年下降至11.6%，我们保守按21年该比例维持在11.6%（实际向上的概率更大）测算，2021年住宅竣工面积有望达到7.28亿平（+10.5%）。
- 竣工 vs EPS：竣工面积增速与家具企业业绩增速密切相关，竣工景气对业绩表现有直接拉动作用。
- 新开工 vs PE：新开工面积与家具板块的月均PE（TTM）密切相关，经历2020年地产商去杠杆（刺激销售、谨慎拿地），21年新开工意愿有望复苏。

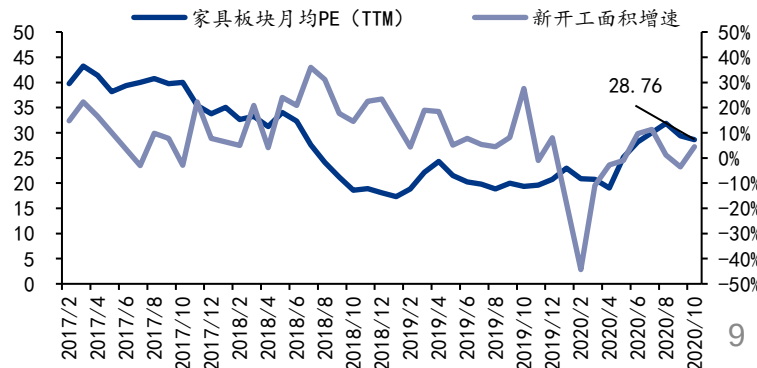
图表15：新开工面积（前置2年）vs竣工面积增速



图表16：竣工面积增速vs家具单季度收入/利润增速

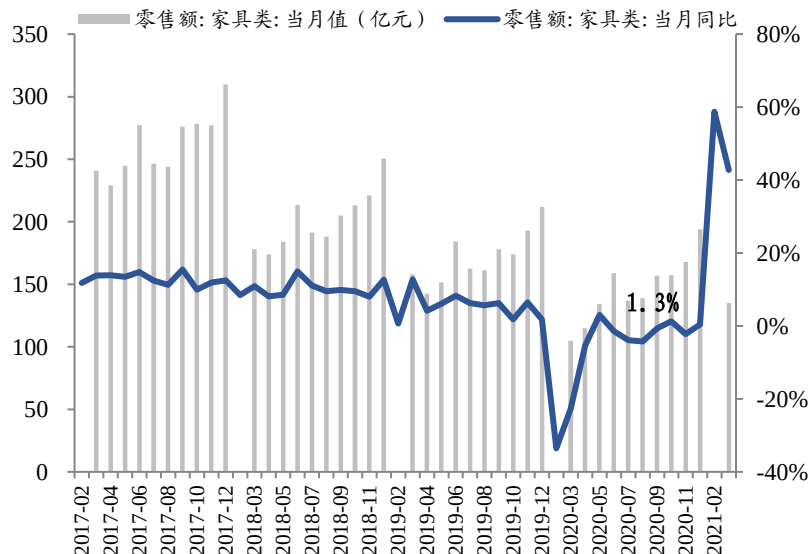


图表17：家居板块估值和住宅新开工面积拟合度较高

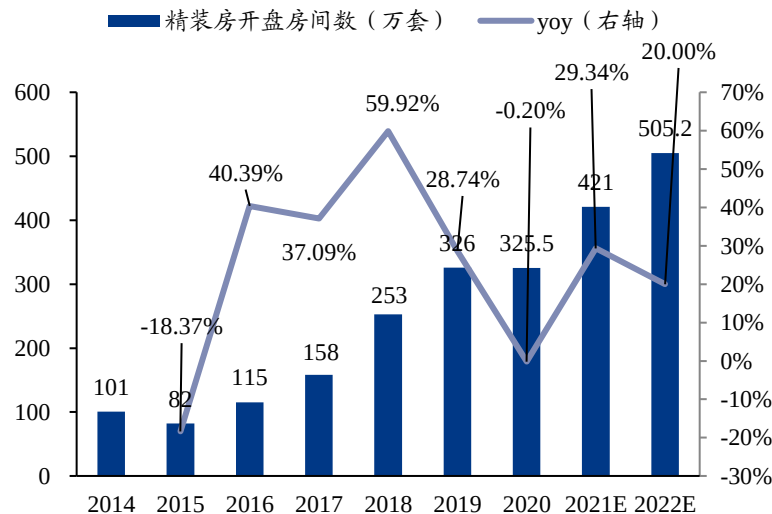


- 竣工景气周期，零售回暖，格局优化，判断21年零售家居景气上行，估值偏好回升
- 零售回暖：软体受精装影响较小，中长期维度零售需求仍将占据主导
 - 软体家居受精装影响较小，精装房配置率低（仅拎包入住等情形配置）；此外，根据奥维云网数据公布，19年提前完成精装修30%渗透率目标（达到32%，20年疫情下降低为30%）且一二线城市渗透率达约90%、70%，渗透率边际放缓。
 - 存量房规模累加带来可观的翻新需求；中长期维度，零售需求将占据约70%，其中翻新需求占比约50%。

图表18：零售家居回暖



图表19：精装房开盘套数



资料来源：奥维云网，Wind，国盛证券研究所

图表20：龙头家居公司开店节奏

公司	类别	2019	2020	2021年预计合计新开店数量
顾家家居	自有品牌门店	4543	4847	800-1000
敏华控股	总门店	2874	4122	800+
喜临门	喜临门（含喜眠）	2548	3140	800-1000
	M&D	399	450	
	夏图	53	53	
梦百合	总门店	646	948	800+
	直营店	121	181	
	加盟店	525	767	

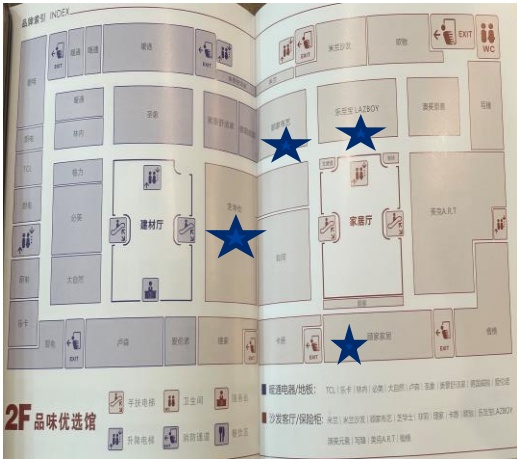
图表21：龙头家居公司线上营销策略

公司	线上打法
顾家家居	1、连续两年独家冠名赞助天猫双十一晚会、线下活动。 2、2020年上半年，通过“321购新家”结合促销活动进行线上“H5游戏”、热搜话题和抖音挑战赛造势。 3、在杭州、昆明、西安、无锡、宁波五地同步进行跨年直播活动，携手超模何穗为消费者送上新年礼物。 4、在天猫超级品牌日特邀奇葩说的辩论大咖、明星夫妻——程璐和思文、傅首尔和老刘，辩论话题“婚房装修，男女双方到底应该谁做主？” 5、推出温馨短片《都市夜归人》、自制微电影《爸爸的加油站》，发起话题#家是爱的加油站#，吸引大量网友参与。 6、抢占微信私域“热”流量，打造基于微信生态的数字化直播营销基地“顾家家居的直播间”，创造沉浸式消费体验。 7、在顾家家居直播间，举办品牌代言人邓超明星见面会、工厂签售会等优惠活动，在1个多月的短时间内，实现了30余场单城市直播活动。
敏华控股	1、2018年携手分众、天猫联合营销发布会，网易家居作为战略合作媒体，全程直播。 2、将功能沙发/单椅定位为时尚单品，联手明星代言，与其他网红品牌合作引流，邀请头部直播KOL带货，实现破圈。 3、2019年策划欢聚日举办“时尚咖”春夏大秀，并邀请明星小鬼，该活动同步直播虎牙、天猫等媒体，并在抖音、微信进行内容的二次传播发酵，大范围引爆话题。 4、制定了ALL IN短视频营销策略，发力抖音平台、通过品牌自制、线下门店员工共创、用户口碑分享、达人分享等形式，为站内引流。 5、携手抖音、今日头条微博等线上推广平台，以“我的宅家神器”挑战赛、“抖音K歌”挑战赛等活动，用优质的家居场景短视频内容输出，不断提升芝华仕功能沙发的品牌IP效应。
喜临门	1、邀请网红一同打造“线下专场严选日”淘宝直播活动。网红主播+优质产品+巨大折扣的组合大幅度拉动线上销售。 2、携手欧亚特家居开启520专场直播，实时数据显示本次直播活动3小时订单数超1000单，展示曝光量80000+。 3、联动百万级大咖网红“大聪薛子”直播，推出爆款“喜乐安康”床垫，以超值价换购。 4、在天猫、京东官方旗舰店开展店铺直播、总裁直播，连续多次与各平台头部主播深度合作，并与众多KOL发布短视频“种草”。同时，喜临门已着手布局抖音等其他渠道直播，打造全面且良性发展的电商业务模式。 5、2020年双十一，总裁直播带货创收1.38亿元，成交额位列家居行业品牌第一，并连续4年获得床垫类销售额第一。 6、联合薇娅进行直播，喜临门云朗椰棕乳胶双用床垫成为直播爆款，直播当日销售额3250万元，创造了家居产品直播销量的记录。 7、在2021年联合京东超级品牌日，打造#非常女子力#热点话题，主动为女性睡眠问题发声，深度对话杜若溪，聚焦职场女性睡眠需求，引发全网关注。
梦百合	1、梦百合董事长倪张根直播首秀开启家居线上“发布+带货”新模式 2、进驻天猫、京东、亚马逊等主流平台，结合天猫MLily旗舰店、天猫梦百合旗舰店等电商平台，全面打造国内市场线上线下融合的消费体验。 3、助力喜馬拉雅面向全国大学生举办国内首届校园播客大赛，与学生群体一起在声音的世界里，寻找“0压人生”。通过线上的“有声FUN映厅”以及线下的路演等多个维度发力，让品牌在年轻一代中得到了高质量的传播。

- 格局优化：20年疫情加速洗牌，龙头线下高速扩张、线上抢占流量高峰，集中趋势加速
- 20年龙头表现优异：20年我国家具零售额同比下滑7%，但顾家内生内销+25-30%，敏华上半财年+32%，喜临门Q3/Q4自主品牌零售+28%/61%，梦百合内销增长约15%，龙头展现出强大抗压能力。
 - 线下渠道运营：大量小品牌经销商门店营业不善、倒闭关店，腾出优质店面位置，被龙头逆势抢占。20年四大软体龙头门店数量均有增加（顾家+304，梦百合+302，喜临门+643，敏华+1248），表现亮眼。展望21年，龙头均计划加速开店，预计增加门店数量均超800家。渠道扩张加速，背后实质是格局优化、龙头品牌聚集流量能力提升，开店信心增强。
 - 线上品牌营销：家居行业线上线下一体化消费场景正在形成，龙头品牌把握MCN趋势积极开展直播、短视频等引流，对于流量把握更准确且资金实力更强，抢占消费者心智的同时蓄水订单池。

➤ 龙头对红星美凯龙、居然之家跟店率近100%，从当前红星美凯龙、居然之家等龙头家居商场店面分布来看，软体赛道龙头公司逐步实现“霸盘”，店面面积大且享有更优质位置。

图表22：红星美凯龙平面布置图



图表23：安乐乐居平面布置图

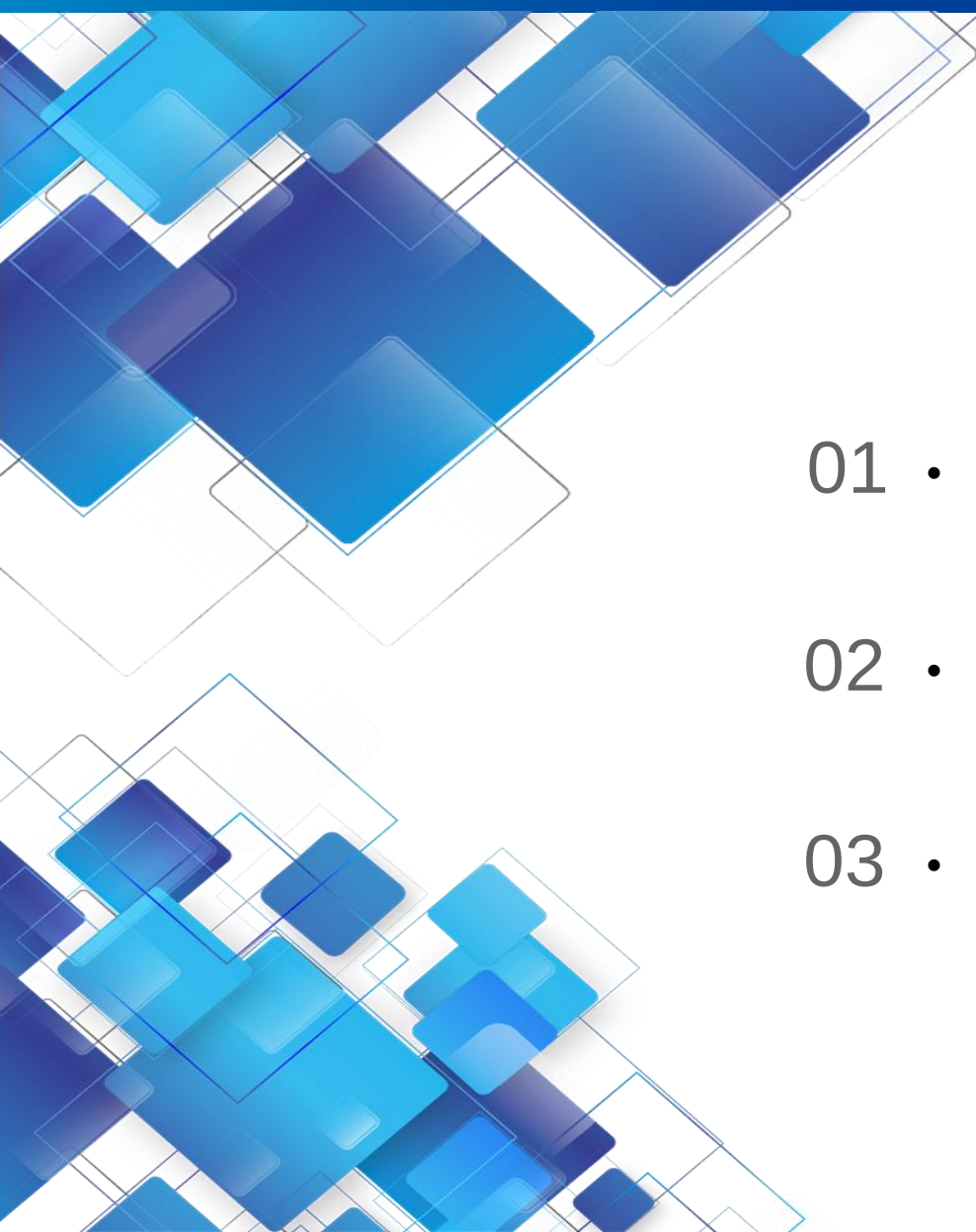


图表24：居然之家平面布置图



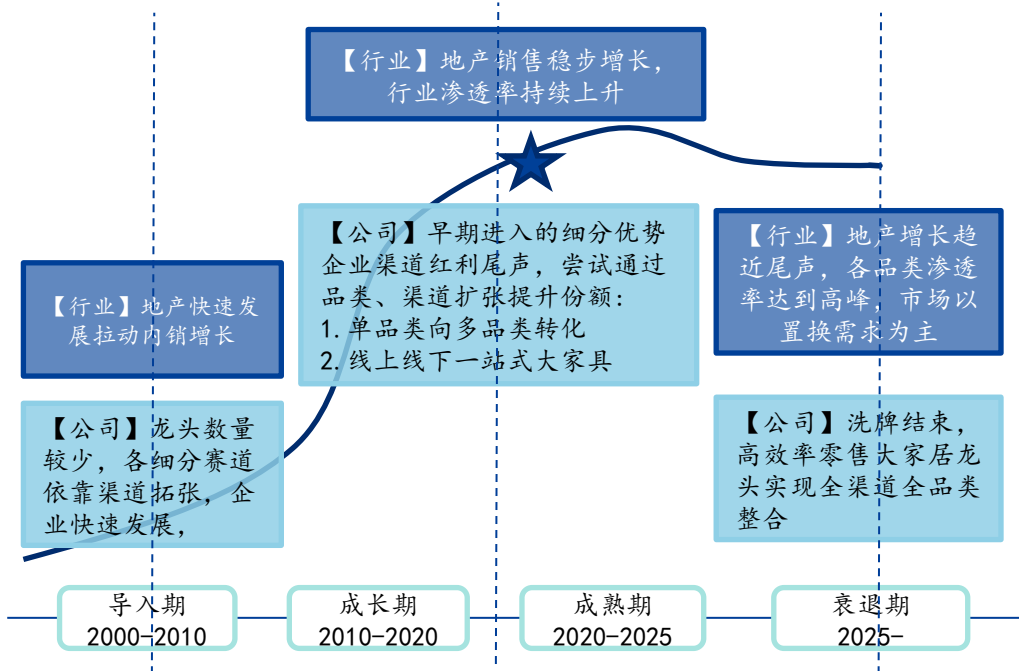
图表25：月星家居平面布置图



- 
- 01 • 长坡厚雪、格局优化
 - 02 • 海外龙头&家电行业对比
 - 03 • 推荐效率改革领先的顾家家居

- **行业瓶颈：**1) 地产红利消退；2) 龙头开店数量瓶颈，全国仅3000+县级市，单品类4000家门店基本完成对经济发展较为领先县级以上区域全覆盖；3) 渠道流量分化；4) 产品低频、非标。
- **从增量主导逐步转向存量竞争，家居投资逻辑从地产顺周期走向效率变革驱动。**当前家居公司渠道职能普遍由经销商把控，消费者触达较初级，目前尚未出现生产—供应链—零售深度整合的公司（大部分龙头家居公司掌控生产、供应链优势，但渠道整合尚处于初级阶段）。

图表26：地产&家居逐步进入下半场



图表27：主要家居公司均已完成县级以上区域的覆盖

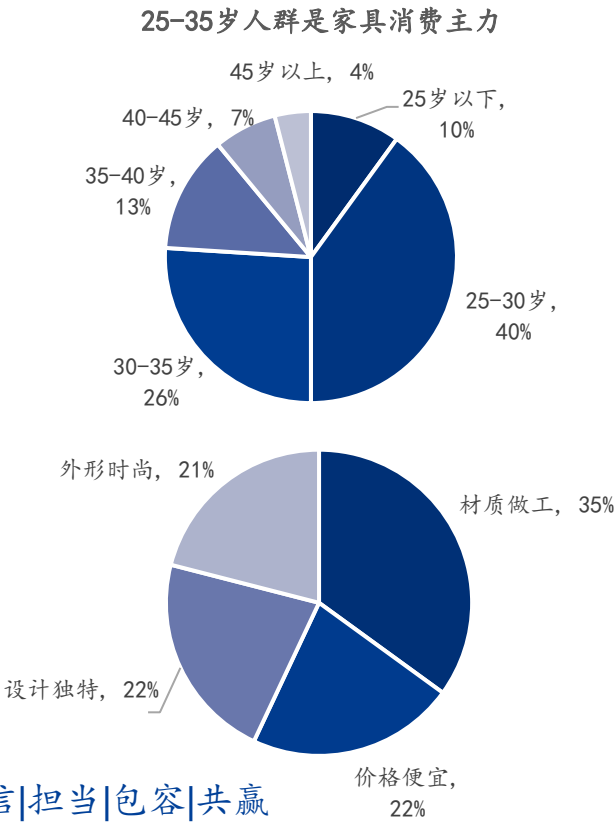
公司	类别	2017	2018	2019	2020
索菲亚	定制衣柜	2200	2600	2501	2719
	整体橱柜	720	822	845	1108
	定制木门	255	288	377	573
尚品宅配	直营店	85	101	177	232
	加盟店	1557	2100	2347	2238
欧派家居	橱柜（含欧铂丽）	2989	3211	3322	3335
	衣柜	1872	2113	2144	2124
	木门	634	825	985	1065
	卫浴	443	559	611	588
顾家家居	自有品牌门店	3266	4222	4543	4847
喜临门	喜临门（含喜眠）	1517	2020	2548	3140
	M&D	251	319	399	450
	夏图	39	48	53	53
敏华控股	分销-沙发	1839	2038	2208	2952
	分销-床类	430	576	666	1170

备注：敏华门店拆分为预估数据

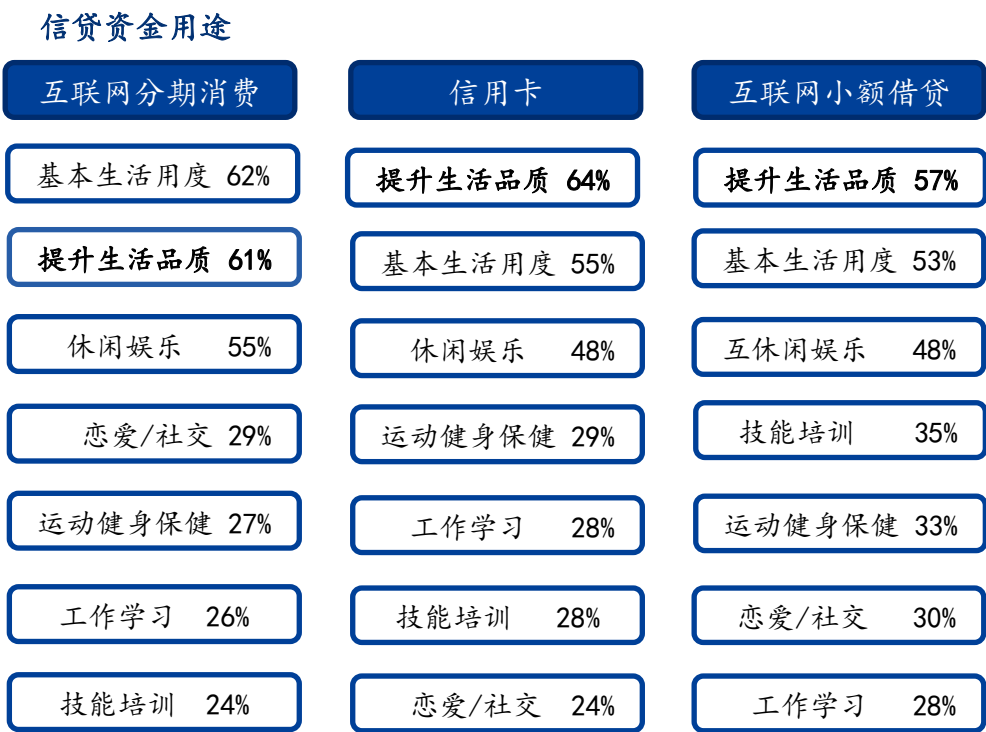
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

- 需求：客户年轻化，终端需求个性化、品质化、便捷化
- 客户年轻化：35岁以下客户占比达76%，其中25-30岁客户占比约40%。
 - 用户分层：5年一个消费代际，需要对消费群体进行更细致分层，并提供不同产品和服务。
 - 消费分级：刚需群体基数较大，追求产品品质和价格；新中产群体与改善性消费群体引领家居消费趋势变化。
 - 消费方案化：有消费能力，但没时间；有时间，但缺乏审美能力；两者均有，懒惰化。

图表28：消费者年龄结构年轻化，更加关注风格设计与外形



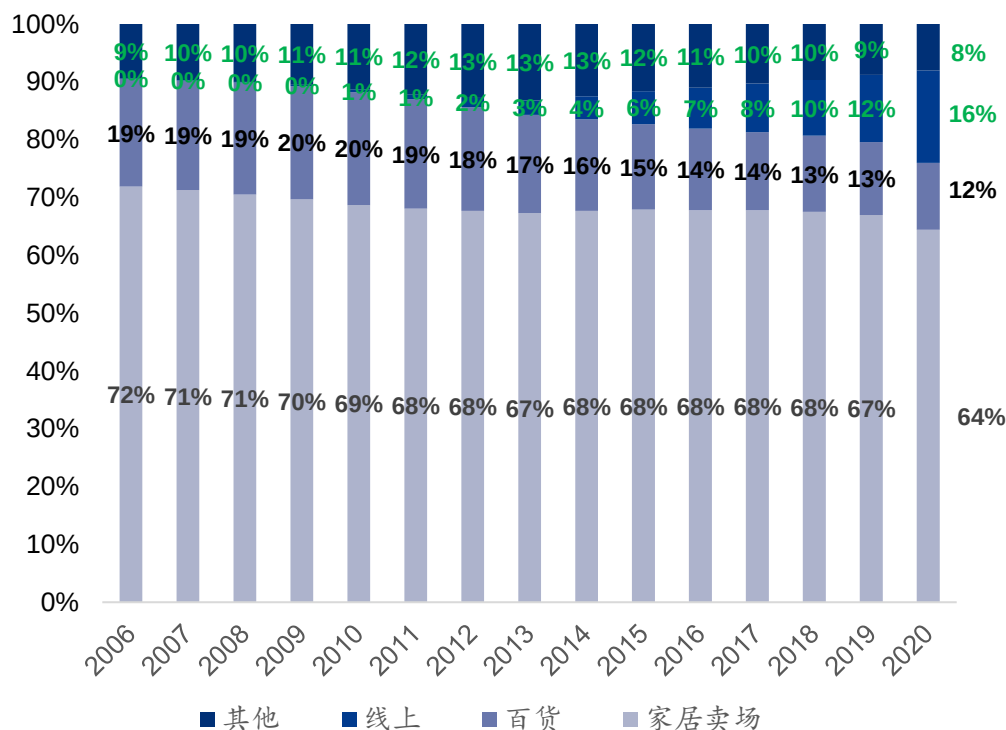
图表29：消费者终端需求品质化



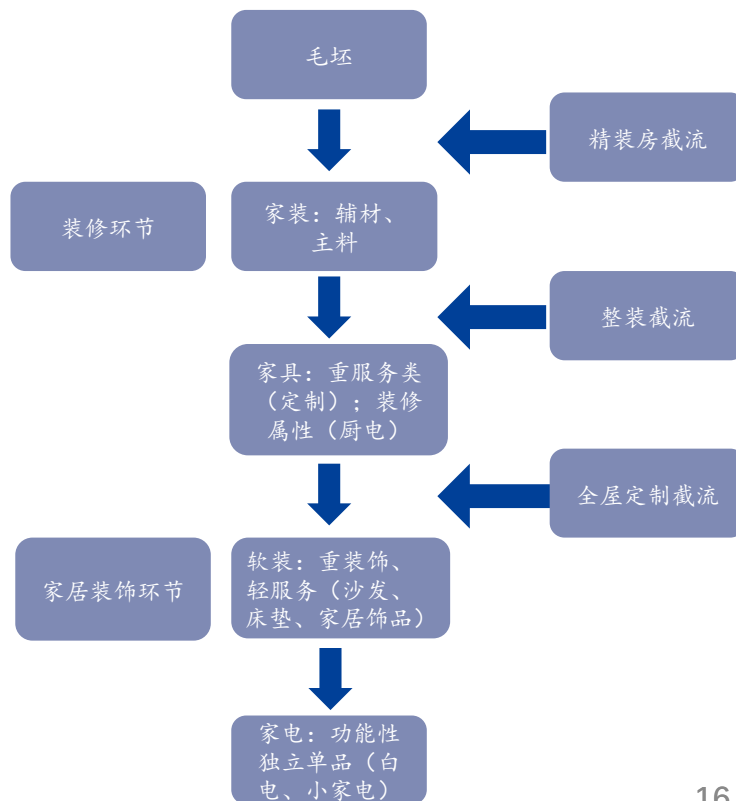
►渠道：渠道碎片化、扁平化，新渠道、新业态出现

- 渠道碎片化造成流量分散，销售模式转变：整装、全屋定制、社交电商、直播等陆续出现，线下卖货方式从货架模式变为主动推荐，线上信息丰富度和可互动性增强，对于流量把握和转化效率要求提高。
- 企业需具备更精细化渠道管理能力解决各渠道之间流量与利益冲突（组织架构+数字化+经销商管理）；家居行业成长路径拓展到多品类、多渠道、多品牌，增强产品、渠道端规模效应。

图表30：家居行业各渠道销售占比及变化(2014-2020)



图表31：家居产业链渠道碎片化，新渠道新业态出现



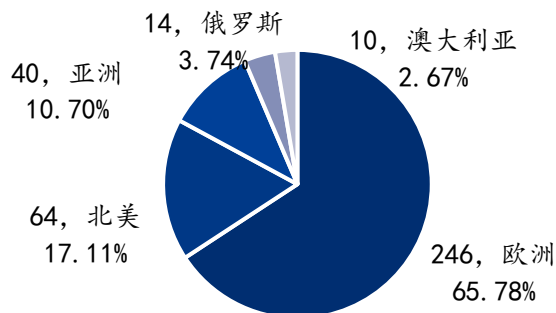
► 通过极致供应链把控，打造家具零售王国：精细化分工+全球化采购+高效物流

- **精细化分工**：由两家独立公司分工运营，英特宜家负责供应链管理(产品开发和供应)、宜家集团负责经营零售(445家宜家商场)。
- **全球化采购**：全球32个国家拥有46个贸易公司，负责寻找和协调最优供应商（2019年宜家拥有1300家供应商、遍布全球53个国家和地区），确保低成本、高质量。
- **高效物流**：借用大数据进行物流、配货规划，采取集中运输等手段建设扁平高效的物流网络。截至2019年，宜家在全球18个国家设有30个商场配送点，在16个国家设有51个顾客配送点。

► 门店经营效率大幅领先，零售运营能力突出

- **全球化门店布局**：2012-2020财年宜家全球直营店数量从298家增至445家，20财年门店客流量达8.25亿。
- **经营效率优异**：门店精细化管理（购物体验化、考核精细化），2019年坪效达3000+欧元/平米(近3万元)。

图表32：2019财年宜家销售门店分布



图表33：宜家全球采购前五大国家

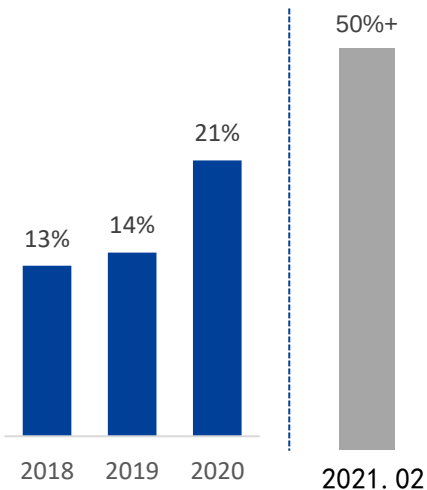
	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
中国	23%	25%	25%	26%
意大利	8%	7%	8%	8%
立陶宛	4%	4%	5%	5%
波兰	18%	18%	19%	18%
瑞典	6%	5%	5%	5%

图表34：门店数量&经营效率

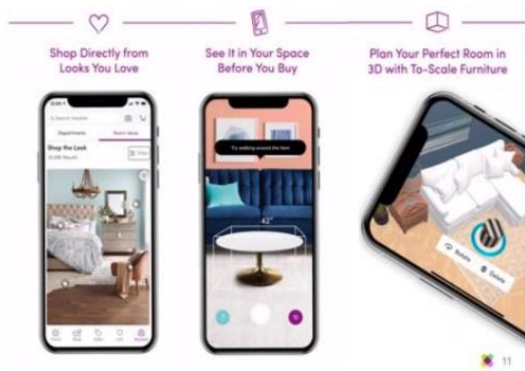
		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
直营店&特许经营店	全资直营店(家)	328	340	355	422	374
	特许经营店(家)	51	62	-	11	12
	平均单店面积	中国区多在4万平方米以上，其他国家在1.8万-2.8万平方米				
提货中心	提货中心数(家)	19	22	24		
	平均单店面积(平米)	1950	1950	-	-	-
	单店收入(百万欧元/家)	80.15	80.66	-	-	-
	坪效(欧元/平方米) (按2.8万单店面积计算)	3009.4	3040.8	-	-	-

- 深耕电商新零售，信息化提升供应链效率，2019年家具电商市占率第一（33.4%），20年活跃客户3120万
- 自建供应链：深度把握S2B2C链条建设，在全球共有15个仓库，7个中转仓和40个“最后一公里”运输站，2天内可覆盖美国95%的人口。
 - 库存管理：2020年供应商约16000家（收入占比均低于2%），商品SKU超过2200万，通过库存信息管理系统实现全球库存信息把控。
 - 线上虚拟化场景体验：开发3d View、VR家具、虚拟装修布局等功能，打破电商体验性较差的痛点。
 - 数据化精准营销：收集用户信息，运用大数据分析用户画像精准推荐；客户中复购3次以上用户从2015的30%提升至2020年的58%，客户粘性大幅提升。
 - 体验式消费：布局实体门店，2018年初试开设假日快闪店；2019年开设第一家线下永久店outlet店。

图表35：美国家庭类别 B2C 在线渗透率



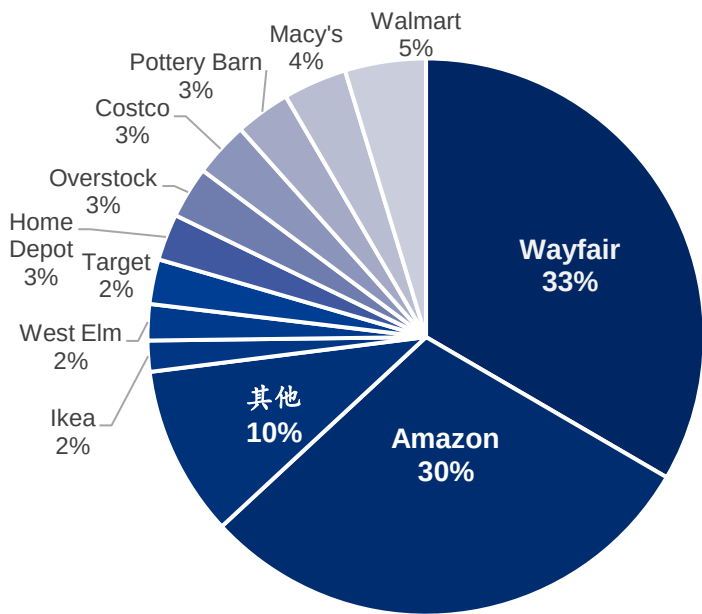
图表36：3D view、VR等功能展示



图表38：Wayfair 线下实体店



图表37：在线家居市场占比(2019)

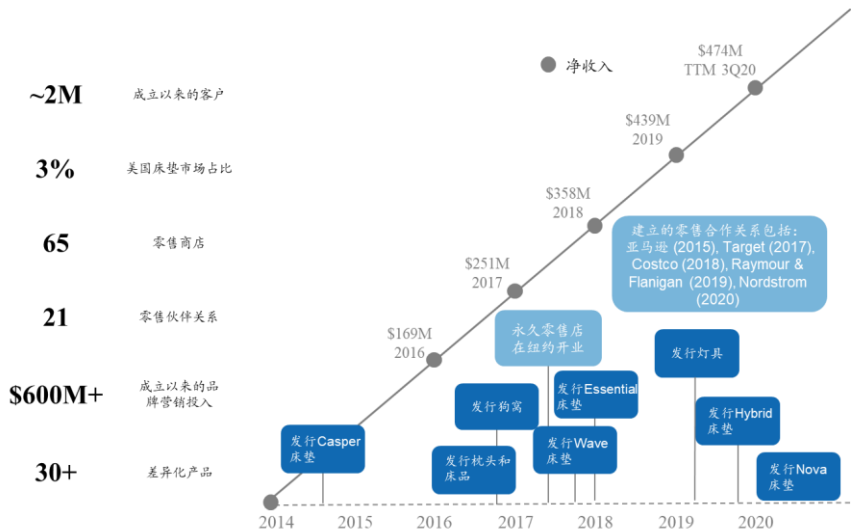


在线家居市场数据占比
Wayfair 33%，Amazon 29.7%，其他 9.9%，
Walmart 4.7%，其他平台均不到4%
Pottery Barn overstock 存货过多

- 超级产品战略，设计新颖，直击电商物流痛点，异军突起抢占份额
- **超级产品战略：**2014年推出了第一款“The Casper”床垫，该产品采用四层海绵叠加设计，最顶层为透气的海绵层、第二层为记忆棉、第三层为过渡面、第四层为支撑棉；此外，运输过程中将床垫压缩折叠后塞入只有迷你冰箱大小的盒子内，60秒内即可恢复原样，极大节约了物流成本，而且方便消费者进行DIY操作，迅速刷爆社交网络。2017-20Q3年公司营收从2.51亿美元增至4.39亿美元，CAGR达32.2%（20Q3达4.74亿美元）。2014年Casper成立，2018年在美国床垫市场市占率达3.2%，排名第7。
 - **从单品零售商往睡眠科技企业转变：**产品线增加枕头、床单、防潮羽绒被、床头柜等，此外成立了睡眠研究中心，2019年推出首款家具产品：Casper Glow，其灯光柔和度、亮度等均可通过手势或者APP控制。
- 线下通过体验式消费和特色营销，增强消费者忠诚度与购买欲
- **试睡服务：**100晚免费试睡，不满意上门免费退货；Nap Tour全美巡回旅行的卡车式移动睡眠箱，免费试睡。
 - **线下体验概念店：**在美国市场陆续推出19家快闪店和短租店；2018年7月Casper在纽约曼哈顿市中心开设了第一家永久性线下睡眠体验概念店—The Dreamery，截至2020Q3年Casper已拥有65家实体零售店。

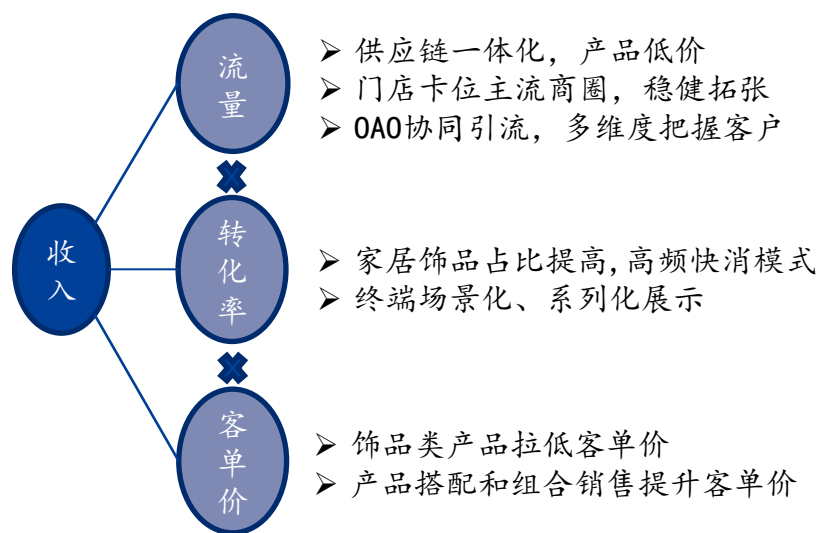
图表39：Casper发展历程

图表40：Casper 线下睡眠体验概念店

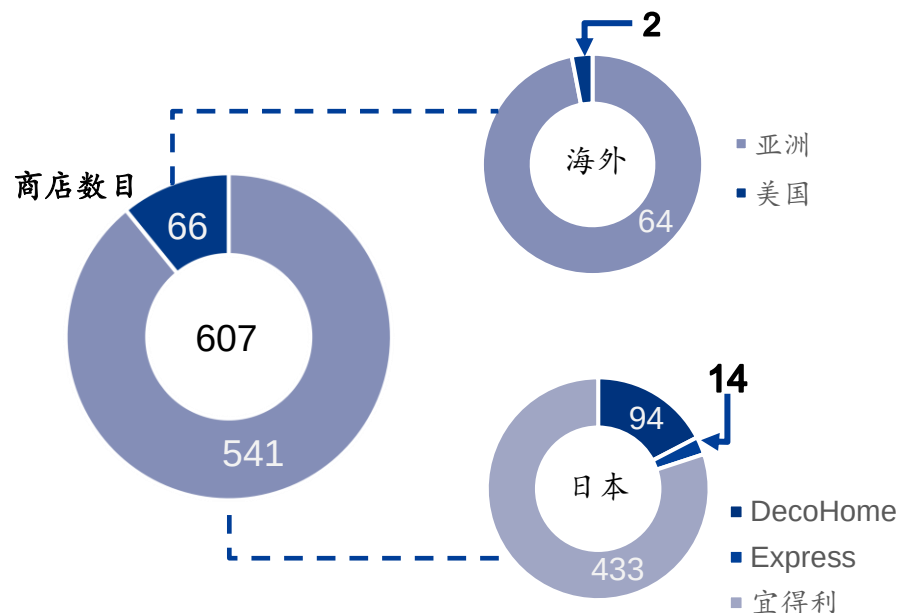


- 高频次一站式消费模式，提高客流转化率
 - 2019年收入构成中家具类占比仅约40%，60%为家居饰品类产品，包括餐具、床上用品、窗帘、地毯、装饰品等（19年家居饰品类产品占门店面积约25%，计划提升至40%）。收入和利润保持连续33年增长。
- 供应链一体化，“制造物流IT零售”战略形成高性价比产品
 - 低价著称，加价倍率不足2倍：1) 原材料：根据产品价格推算原料成本，全球采购；2) 生产：保持和18个国家和地区超740家厂商合作，集中在劳动力成本较低的东南亚中国等地区，海外生产比例超90%（每年减少5%产品不合格率）；3) 物流：引入自动化仓库管理，海内外自建物流、分离不同产品物流线路。
- O2O模式有效集采客户信息：线上为客户提供定制的促销通知和消息，并添加图像搜索功能；2019财年末NITORI app拥有540万客户，预期2020财年提升至900万+；目前公司拥有累计超4000万客户购买数据。

图表41：核心优势



图表42：截至2019年末的商店数量（家）



➤ 直营大店模式，卡位主流商圈，门店效率提高

- 选址在人流密集的购物中心地带，直营大店模式，全球扩张，目前国内541家店，海外66家店(亚洲64家、美国2家)，单店面积在4000平米以上，坪效约28万日元/平米（1.8万元），同店稳定增长。

图表43：宜得利渠道拆分

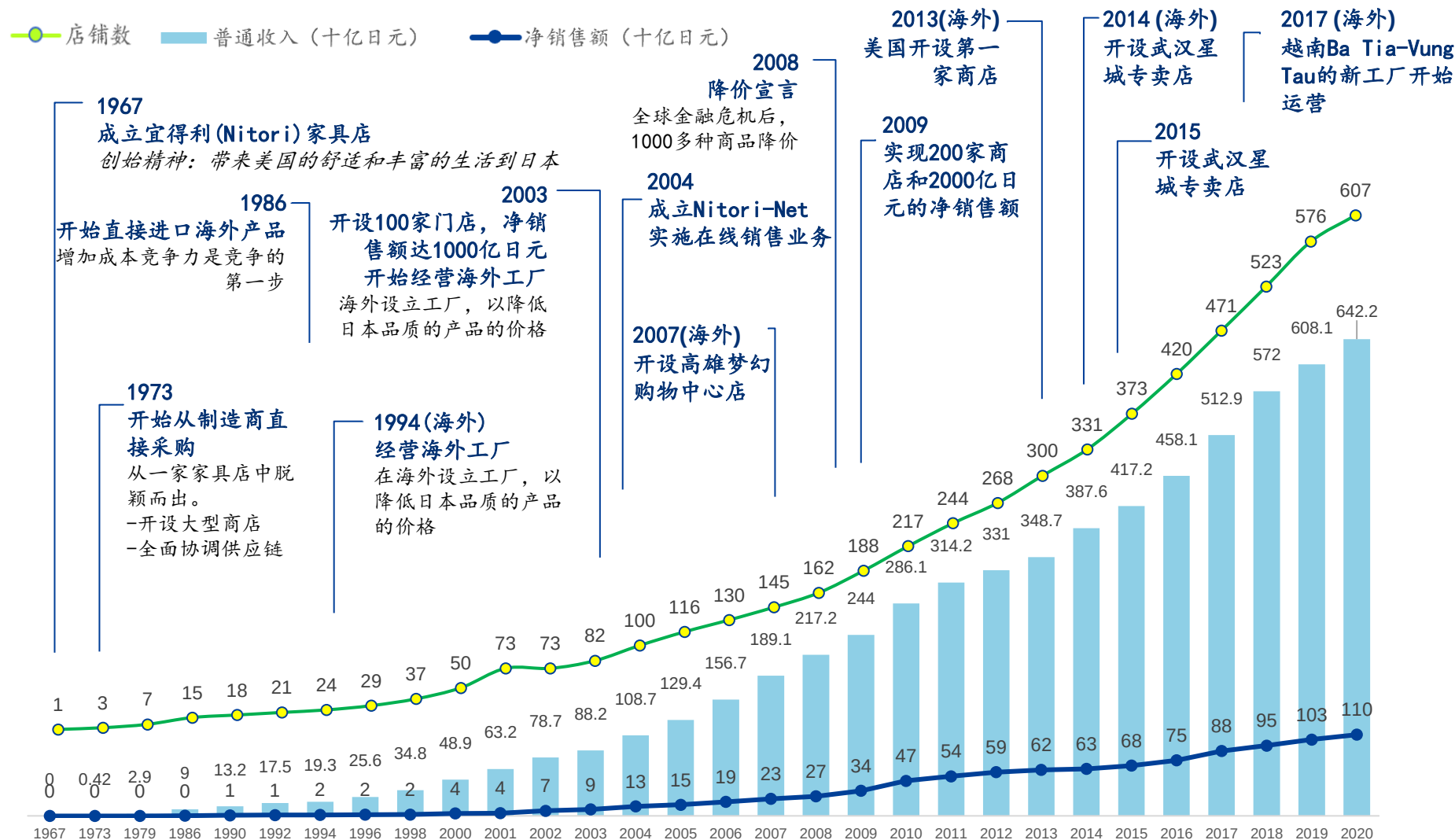
	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
营业收入(百万日元)	331,015	348,788	287,604	417,285	458,140	512,958	572,060	608,131
期末店铺数(家)	268	399	331	373	420	471	523	576
其中日本:	258	286	312	346	383	428	467	505
宜得利门店	254	278	295	317	344	377	405	427
Deco Home店	4	8	17	29	39	51	62	78
海外	10	14	19	27	37	43	56	71
台湾	10	——	17	20	24	27	27	31
中国大陆	——	——	——	2	8	11	24	37
美国	——	——	——	5	5	5	1	3
单店收入(百万日元/家)	1,235	1,163	1,171	1,119	1,091	1,089	1,094	1,056
总面积(平方米)	1,275,121	1,390,711	1,478,205	1,568,596	1,678,835	1,806,666	——	——
平均单店面积(平方米)	4,758	4,636	4,466	4,211	4,283	3,980	——	——
坪效(百万日元/平方米)	0.260	0.251	0.262	0.274	0.272	0.279	0.279	0.279

图表44：宜得利同店收入及客流量增速

	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
营业收入	1.70%	7.40%	1.80%	4.10%	0.10%	4.40%	1.60%	3.20%	5.50%	2.90%	2.70%
客流量	4.80%	16.20%	4.60%	-2.90%	-2.40%	-0.10%	-2.00%	2.00%	5.50%	4.80%	0.80%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表45：宜得利发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

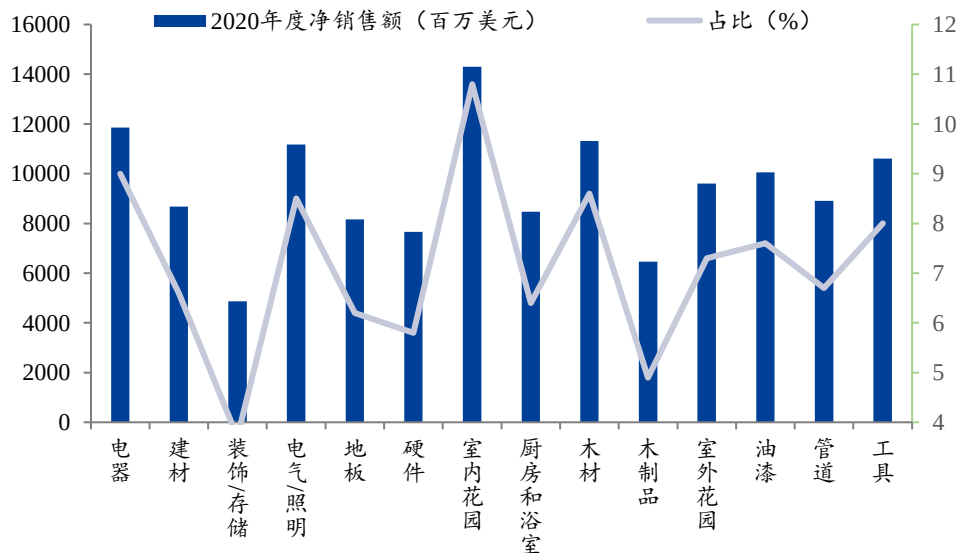
►领跑综合型家居零售巨头，多元化布局驱动业绩稳健成长

- 家得宝（Home Depot）成立于1978年，是全球第一大家居零售商。2020财年综合实现营收1321亿美元（+19.9%）、归母净利润128.66美元（+14.5%），市场份额约16.5%（Lowe's紧跟其后、占比11.2%）。

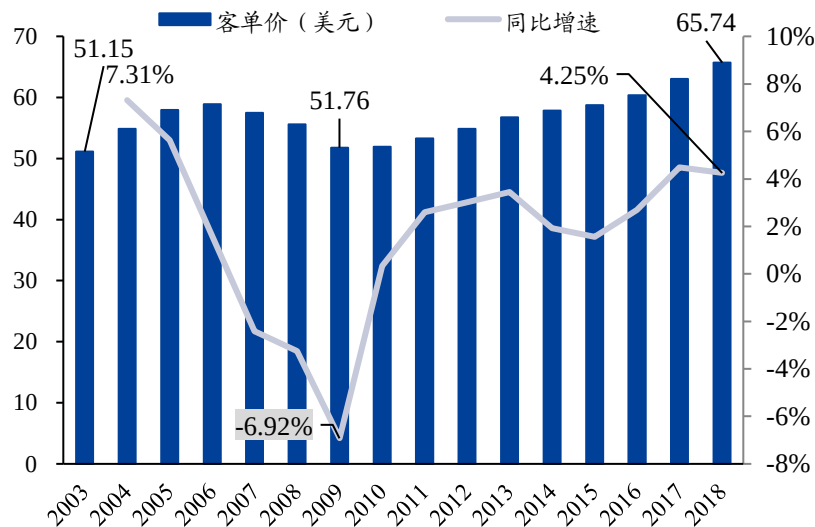
►多品类一站式消费，客单价稳步提高

- 业务布局涵盖从整装乃至后端的家电业务，为消费者打造一站式购齐和DIY体验；产品结构涵盖了家具、家电、建材等14类产品，且各类产品收入占比均不足10%，多元化业务布局驱动客单价稳步提升（2003-2018年客单价从51.2美元提升至65.74美元）。

图表46：家得宝产品结构



图表47：加快小型商店的发展



数据来源：公司公告，国盛证券研究所

► 高效大店模式提高坪效，强供应链服务能力

- **采购体系：**主要经营模式为买断自营，在全球35个国家近800家工厂采购30000-40000件商品，享受集采优势，也为公司性价比策略奠定基础。
- **物流体系：**2018年家得宝表示计划在未来五年投资12亿美元，打造“一条龙供应链”，重点投资于供应链的下游环节，将产品配送至客户家中或工作场所，可以实现隔天或者当天送达的配送能力。
- **门店模式：**仓储式家居超市，单个门店面积10.4万平方英尺（约9662平米），相比单品类店更容易做高坪效。截止2020财年，公司共拥有2296家门店，单店收入约在6249万美元，坪效高达554美元/平方英尺（3万+），高于竞争对手罗氏30%以上。

► O2O模式线上线下互通，渠道变革提高效率

- 公司2010年推出移动APP，完善线上购物相关配套设施，并于2014年宣布投资15亿美元数字化转型，一方面可将客户引流到就近门店；另一方面支持客户在线下单、上门配送货服务，且在1000多家门店中推出到店自提服务，强化线上线下融通。2020财年家得宝在线销售额同比增长86%，占总收入的14.4%。

图表48：家得宝线下渠道细项一览

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总共收入(百万美元)	74754	78812	83176	88519	94595	100904	108203	110225	132110
门店数目(家)	2256	2263	2269	2274	2278	2284	2287	2166	2296
单店收入(百万美元)	33.14	34.83	36.66	38.93	41.53	44.18	47.31	50.89	57.54
总面积(百万平方英尺)	235	236	236	237	237	237.4	237.7	238.1	238.6
单店面积(万平方英尺)	10.42	10.43	10.40	10.42	10.40	10.39	10.39	10.39	10.39
坪效(美元/平方英尺)	319	334	352	371	391	417	448	463	554

数据来源：Wind、公司年报，国盛证券研究所

➤ 信息化建设搭建较为完善，成品/定制融合成效显著

- 根据草根调研，全友销售增长主要依靠推进融合店、翻新、拓店或者推新实现单店坪效上升（没有新品增加和整改，常规增长10%+；如有新品推出和品类扩张，同店增速近20%）。
- 全国2000+经销商，3800+专卖店，主要布局县级城市；其中综合店3000家左右（成品/定制融合）。
- 业务分为成品、定制、橱柜和卫浴、软装，融合成效显著，其中定制板块（占比30%）增速较快，主要系，1）公司加大定制渠道的装修补贴力度；2）经销商粘性较强，二代接班学历素质高、经营意识强；3）总部19年专门投资建设定制厂房，前端生产能力较强。
- 多品类运营能力搭建-信息化建设：产品的点货、分厂、配送安装等流程实现信息化，进出货系统、收货系统全部并网运行；设计软件在酷家乐的基础上自主研发。

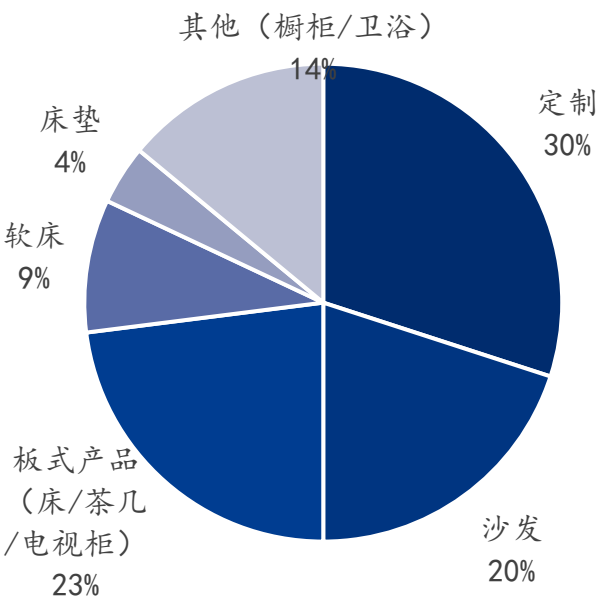
图表49：全友家居店态分布

	坪效	面积	数量
省会	1.5-2万元	400-500平	最少
地级市	1-1.5万元	3000平	
县级市	1w	1500-2000平	2000

图表50：成品/综合门店毛利率与客单价

	门店毛利	客单价
成品+定制（专卖店）	42%	4万
成品	33-35%	1万

图表51：全友家居店态分布



- **总结：**我们判断全球家居行业标杆公司往往离不开两点：**1、供应链建设；2、零售运营。**1) 成为品牌零售巨头，核心是依托供应链能力（自建上下游供应链、信息化建设等）提高产品性价比和消费者购物体验；2) 借助数据化、新零售运营等方式感知消费者、聚集流量，提高购物体验，同时精准营销提高流量转化率。
- **宜家：优质供应链+一站式多品类模式落地**
 - 全球供应链精细化管理，从设计、采购、运营、物流等环节严控成本，保障产品高性价比
 - 直营大店模式、一站式、场景化，调研市场，适应当地文化，贴近消费者，降低库存加快周转
- **Wayfair：新零售运营，科技赋能&体验式消费打开成长新空间**
 - 线上、线下体验式消费；数据化分析用户画像，精准营销，提高客户粘性
 - 自建供应链，2天内可达美国95%的人口；库存信息化把控，加快周转
- **Casper：新零售运营，创新产品&体验式消费**
 - 聚焦床垫单品，直击电商物流痛点，创新产品、设计新颖，聚集流量
 - 提供试睡服务并开设线下睡眠体验店，加强消费者触达
- **宜得利：品类融合，高频次场景消费**
 - 家居饰品占比提升，变家居消费为高频消费，“流量+转化率+客单价”保障收入稳定增长
 - 供应链一体化，“制造+物流+终端零售”精细化管理形成高性价比产品，受众广泛
 - 低价策略吸引客户购买，多样化门店与O2O协同引流，多样化产品组合搭配提升客单价
- **家得宝：综合零售代表**
 - 一站式大店消费，产品结构涵盖家具、家电、建材等14类产品，且各类产品收入占比均不足10%
 - 供应链精细化管理，全球采购、自建配送，成本控制能力强；O2O模式实现线上线下互通，数字化转型
- **全友：成品/定制融合先驱**
 - 信息化建设领先、设计软件在酷家乐的基础上自主研发，成品/定制融合效果显著

➤ 家电商业模式：分为三个阶段，与时代背景、经济特征、消费者需求变化有关

- **规模制造+规模分销阶段**：城镇化水平低、区域结构多元化、销售渠道单一，缺乏现代化物流与零售体系，如何将商品触达消费者是核心矛盾——价格优势（规模制造）+渠道扩张（深度分销）支撑龙头公司崛起。
- **规模/功能制造+高效零售**：城镇化水平提升、基础设施建设完善、销售渠道多元化；产品要求从单纯价格向功能偏移，终端价格带下移，品牌商深度整合渠道（向渠道要价格），渠道趋向高效、扁平化，品牌商对零售端介入加深。
- **强化产品+运营赋能**：产品要求从刚需向功能、个性偏移，需求洞察能力和产品迭代能力要求提高；同时流量碎片化且不断迁移，需要更灵活内部组织和外部合作来高效触达和聚集消费者。

性/价比视角=性能（功能+个性化）/价格

规模制造+深度分销



规模/功能制造+高效零售



强化产品+运营赋能

行业发展初期：区域结构多元、渠道单一
——向生产要价格、渠道加价倍率高

行业整合阶段：品牌制造领先、渠道高效扁平化
——向生产要功能、向渠道要价格

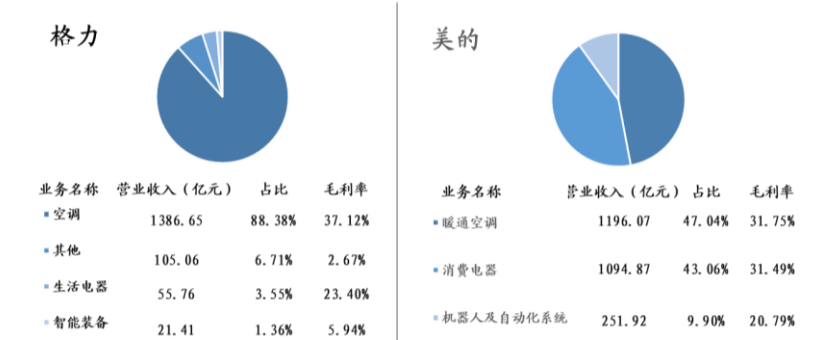
行业成熟阶段：需求个性化、渠道多元碎片化
——向生产要个性化、向渠道要流量

- 家电：垂直一体，分销、物流、营销等环节精细化分工，品牌力成为家电稀缺价值。
- 产品：单品类通过垂直一体化具有早期生产红利；多品类比拼中后台能力，多SKU效率更高、市场空间更大。
- 渠道：搭建信息化、物流等底层成长能力，以美的为例，2012-2019年数字化投入超百亿，推动前后端供应链优化。比如，建设美云销，实现代理商进销存管控及经销商的订货；推进扁平化管理、削减层级，全国设计超30个区域市场运营中心分管区域经销商，同时高效推动“T+3”业务模式变革改良以往压货模式。
- 品牌：大众品的品牌溢价可遇不可求（格力价格较美的高10%-15%），更多为产品背书引流（美的、海天）。

图表52：格力、美的财务数据对比

科目（亿元）	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2009-20年 CAGR	2009-14年 CAGR	2014-20年 CAGR
格力电器	营业收入	426	608	835	1001	1200	1400	1006	1101	1500	2000	1705	13.4%	26.9%	3.3%
	净利润	29	43	53	74	109	143	126	155	225	264	222	20.3%	37.6%	7.6%
	所有者权益	107	140	184	276	355	451	486	549	668	927	1120	24.3%	33.3%	17.2%
	总资产	515	656	852	1076	1337	1562	1617	1824	2150	2512	2830	16.6%	24.8%	10.2%
美的集团	营业收入	685	1103	1341	1027	1213	1423	1393	1598	2419	2618	2794	13.9%	15.7%	12.3%
	净利润	33	65	67	61	83	116	136	159	186	217	272	21.1%	28.6%	15.3%
	所有者权益	166	233	302	332	391	457	560	690	829	925	1075	20.1%	22.5%	18.1%
	总资产	521	775	926	877	969	1203	1288	1706	2481	2637	3020	19.2%	18.2%	20.1%

图表53：格力、美的产品结构对比



图表54：美的、海尔构筑了公司成长底层能力

公司	美的	海尔
数据系统	美云销	巨商汇（一级经销商/代理商）、易理货（乡镇网点）、e-store（服务商） 顺逛（社区店）
物流系统	安得物流	日日顺物流

➤ 海尔：以零售为导向，深化数字化变革，通过高端化、场景化销售模式助力弱势品类协同放量

- **产品高端化+场景化**：1) **高端化**：2006年成立高端品牌卡萨帝，吸取外资品牌的技术经验，推出双子云裳洗衣机、自由嵌入式冰箱、空新一体新风空调等差异化产品，业绩高速增长；2) **场景化**：2020年9月公司发布全球首个场景品牌——三翼鸟，为用户提供涵盖阳台、厨房、客厅、浴室、卧室等智慧家庭全场景定制化解决方案，满足消费者场景生活需求，厨电、空调等薄弱品类有望实现协同放量。
- **渠道改革，数字化赋能**：2019年上线海尔智家体验云平台，推动公司渠道由分销向零售转型，致力于将用户聚拢到海尔智家数字化平台；此外公司通过数字化赋能，已经现33000家线下门店的线上平台化；组织重构，订单管理系统和库存管理系统上线优化岗位，提高费用使用效率；公司“统仓统配”提升物流配送效率，通过监控终端库存情况，实现SKU精简以及杜绝渠道窜货。

图表55：卡萨帝高端化路线



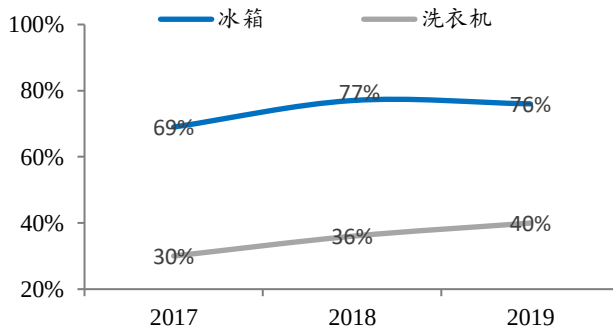
图表57：三翼鸟场景化销售



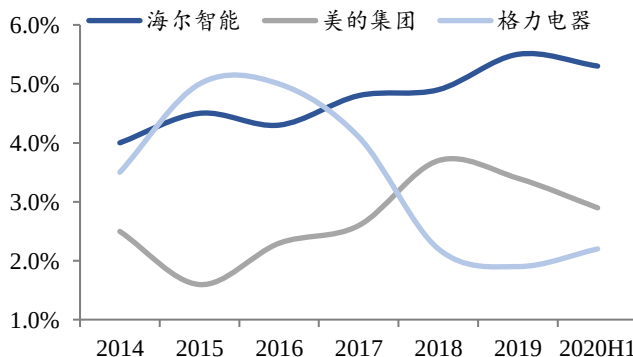
诚信|担当|包容|共赢

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表56：卡萨帝品牌10000元以上产品份额



图表58：海尔管理费用率明显高于格力、美的



➤家居VS家电：

- 相同点：1) 耐用消费品；2) 地产后周期属性；3) 渠道模式相似。
- 不同点：家电技术壁垒更高，标准化程度更高；家居注重体验化、个性化，渠道端占产业链价值高，零售属性更强。
- 客户需求多元化、生产非标、渠道分散且价值占比较高，是软体家居行业过去难出大市值公司的核心原因
- 需求端：消费者对产品的外观、材质、造型都有不同要求，产品价格带宽。
- 生产端：制造工艺和门槛相对较低，多SKU、非标品属性，导致规模效应和成本优势不明显。
- 渠道端：由于行业仍处分销阶段，集中度较低、品类融合不充分、门店所需展示面积较大，专卖店坪效较低；从产业链价值分配来看，家居渠道产业链价值较高（单位租金or单位人工费用较高）。

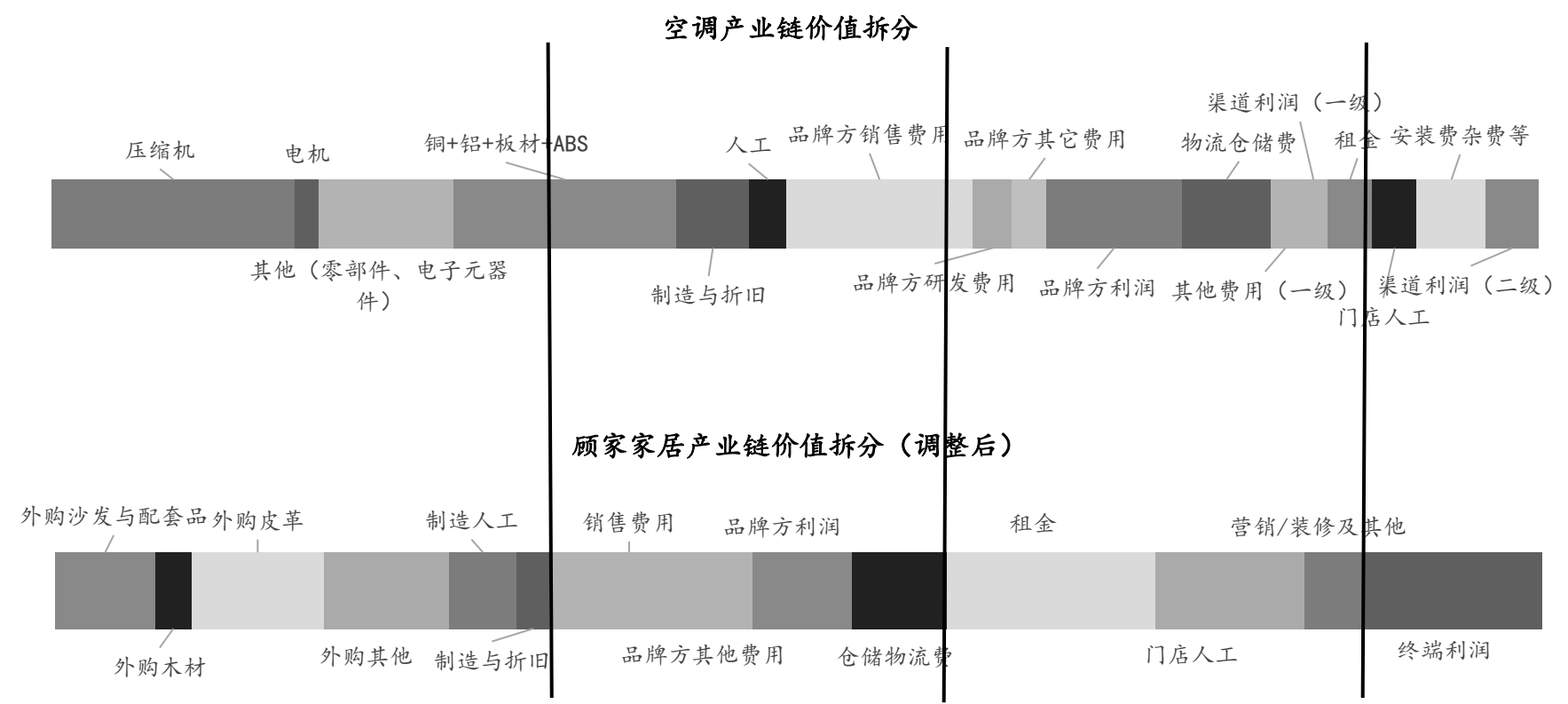
图表59：家电家具商业模式对比

商业模式对比		家电（白电）	软体家居		
			床垫	功能沙发	休闲沙发
产品属性	标品属性	4	3	2	1
	功能属性	4	2	3	1
供应链	规模效应	4	3	2	1
	制造门槛	4	1	3	2
	渠道价值	1	2	3	4

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 未来伴随渠道改革、信息化打通，品牌商管理半径下沉，经销商职能预期弱化，最终诞生强零售品牌巨头
- 家居产业链中渠道价值占比过高，向渠道要价格是目前让利终端空间最大的方向

图表60：价值链拆分：家居非标低频，渠道价值占比较高



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 启示：通过家电行业的发展对比，我们发现生产壁垒低、渠道碎片化并非不能解决，这类行业普遍变化相对较慢，通过供应链优化、渠道深度整合（向渠道要价格、效率），龙头的竞争壁垒可以不断加强，最终诞生大市值行业龙头。
- 供应链优化：要求有效解决生产自动化、产品数据化等，同时仓储、配送等环节实现精细化分工
 - 渠道深度整合：要求管理扁平化、有效解决品类和渠道矩阵式管理(投资、设计、生产、门店布设等多维度融合)。本质上是公司管理能力的比拼
 - 品类融合、多品牌有望驱动公司持续成长：单品类、单品牌公司成长易遇瓶颈，而目前主推品类扩张的企业、渠道等多仍独立，未实现设计、生产、渠道等多维度融合。我们预期，1) 多品类融合驱动客单值和坪效的提升，如顾家推进融合店在低线城市的扩张；2) 多品牌面向不同层级消费者可以提高门店天花板：推出高性价比的品牌/系列便于渠道快速下沉，如顾家的天禧系列、喜临门的喜眠分销店等。

图表61：低效分销与高效零售对比，以及对公司能力的要求

	低效分销	高效零售	对公司的要求
渠道层级	多级，产品加价倍率高	扁平化，产品加价倍率低	简化层级，减少大量冗余费用与不合理利润
品类	以单品扩张为主	强化品类扩张与协同，降低单位渠道成本。	清晰协调的内部组织
产业链	多级渠道存在大量冗余费用与不合理利润	打通产业链，走向“类直营”：将需求反馈与订单、生产制造、仓储物流配送全面打通。	管理下沉，将很多职能进行统一的统筹和管理，经销商职能弱化，厂商指导零售。
消费者触达	2B，远离消费者	2C，建立数据系统，打通渠道信息流，直面消费者	对IT系统持续投入，并对经销商有较强的控制力

图表62：多品类融合的定制坪效更高

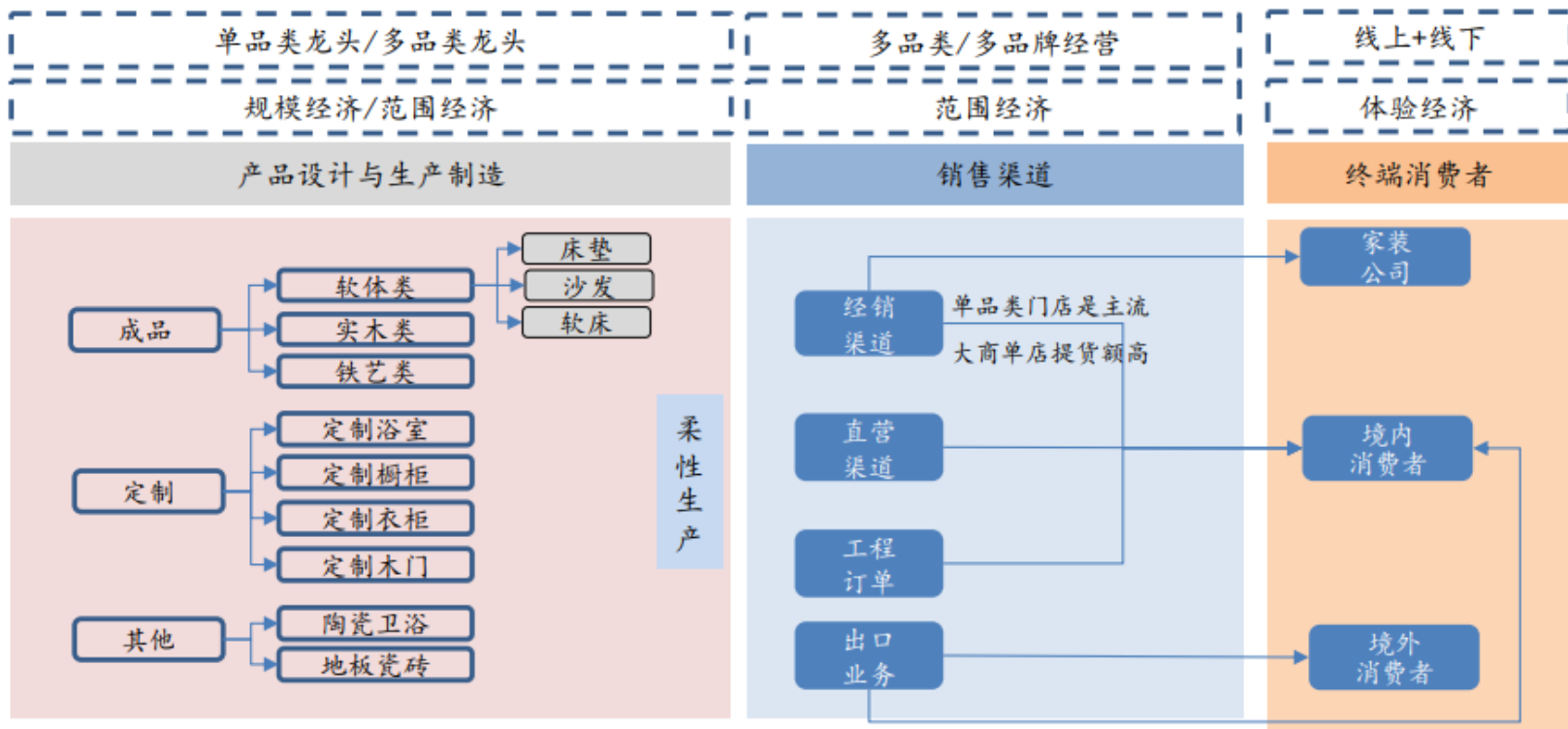
		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
顾家家居	总门店数	期末国内门店数量(个)	2882	3000	3,500	4,500	5,000
		有效国内门店数量(个)		2723	2941	3250	4000
		收入(百万元)	2,240	2,912	4,036	5,210	6,097
		单店收入(万元)	82	99	124	130	128
		坪效(万元/㎡)	0.41	0.50	0.62	0.65	0.64
敏华控股	总门店数	期末门店数量(个)	1645	1966	2399	2614	2874
		有效门店数量(个)	1543	1806	2183	2507	2744
		收入(百万港币)	2,454	3,362	4,831	5,489	6,955
		单店收入(万港币)	159	186	221	219	253
		坪效(万港币/㎡)	0.80	0.93	1.11	1.09	1.27
喜临门	喜临门自主品牌	期末门店数量(个)	988	1030	1,517	2,020	2,548
		有效门店数量(个)	-	1009	1274	1769	2284
		收入(百万元)	-	-	1,306	1,629	1,931
		单店收入(万元)	-	-	103	92	85
		坪效(万元/㎡)	-	-	0.73	0.66	0.60
梦百合	总门店数(含直营)	期末门店数量(个)	121	119	191	239	646
		有效门店数量(个)	121	120	155	215	443
		收入(百万元)	34	-	45	101	373
		单店收入(万元)	28	-	29	47	84
		坪效(万元/㎡)	0.20	-	0.21	0.34	0.60

他山之石：品类融合形成“范围经济”，享有估值溢价

➤范围经济是多品类规模经济的协同：产品设计与生产制造、销售渠道、品牌

- 设计、生产提高协同性，软床、床垫生产流程与沙发相通。
- 弱势单品可以借助强势单品品牌、渠道优势推广。
- 提供一站式的采购服务，提升消费者购物体验，客单价提高。

图表63：品类融合形成“范围经济”

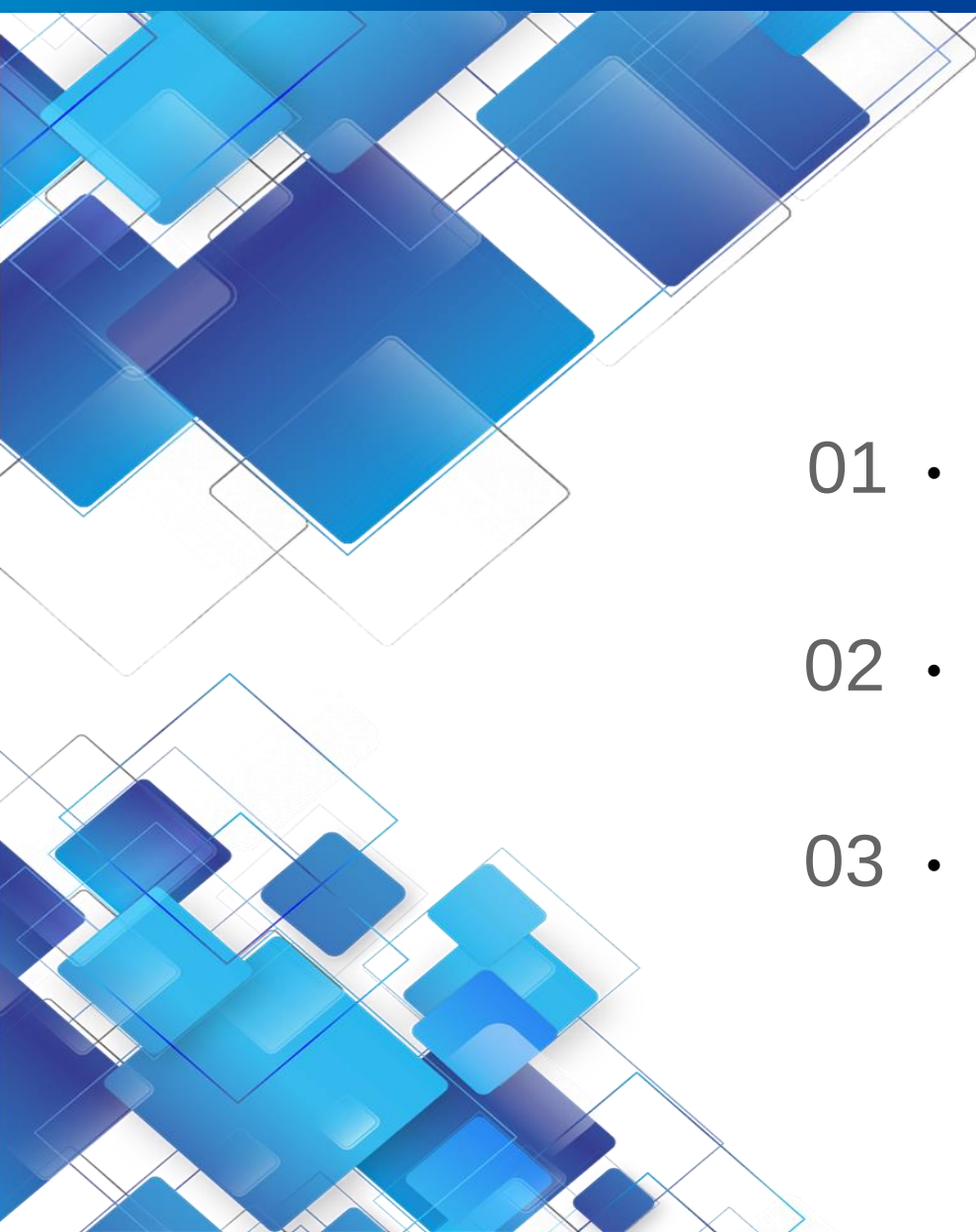


资料来源：国盛证券研究所

►综合品类品牌估值享有溢价，也有更强穿越周期的能力。家得宝PE多维持于20X+，宜得利、汉森近年来多高于30X，相比Lazboy等单品家居公司15-20X估值体系享有一定溢价。此外，家得宝、宜得利通过品类融合，实现业绩持续增长（2011年后均保持正增长）。

图表64：海外龙头估值体系对比

		FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
宜得利 (十亿日元)	收入	314.3	331	348.8	387.6	417.3	458.1	513	572.1	608.1	642.3
	yoy	9.80%	5.30%	5.40%	11.10%	7.70%	9.80%	11.97%	11.52%	6.31%	5.61%
	净利	30.8	33.5	35.8	38.4	41.5	47	60	64.2	68.2	71.4
	Yoy	29.30%	8.80%	6.70%	7.30%	7.90%	13.30%	27.74%	7.03%	6.17%	4.72%
	净利率	9.80%	10.10%	10.30%	9.90%	9.90%	10.30%	11.70%	11.21%	11.21%	11.12%
	ROE	22.00%	20.90%	18.60%	16.80%	14.80%	14.60%	15.20%	14.54%	13.63%	13.88%
	年均市值	409.00	375.60	377.80	513.10	837.70	913.50	1366.00	1973.30	1693.80	2225.90
	PE	13.6	11.2	10.6	13.3	20.2	19.4	22.8	30.7	24.8	31.2
汉森 (十亿韩元)	收入	709.30	783.20	1006.90	1325.00	1710.50	1934.50	2062.51	1928.46	1698.37	2067.47
	yoy	13.70%	10.40%	28.60%	31.60%	29.10%	13.10%	6.61%	-6.50%	-11.93%	21.73%
	净利	39.3	39.5	61.3	86.7	114.7	127.5	96.0	90.0	42.7	65.1
	yoy	34.10%	0.40%	55.40%	41.30%	32.30%	11.20%	-24.76%	-6.23%	-52.52%	52.32%
	净利率	5.50%	5.00%	6.10%	6.50%	6.70%	6.60%	4.65%	4.67%	2.52%	3.15%
	ROE	20.70%	18.90%	25.60%	28.80%	29.70%	26.10%	18.91%	15.66%	7.20%	10.00%
	年均市值	381.30	334.40	909.40	2070.10	4185.40	3597.80	3173.30	1188.20	1730.70	2053.40
	PE	9.8	8.7	14.8	23.9	36.5	28.2	33.1	13.2	40.5	31.6
家得宝 (亿美元)	收入	703.95	747.54	788.12	831.76	885.19	945.95	1009.04	1082.03	1102.25	1321.10
	yoy	3.53%	6.19%	5.43%	5.54%	6.42%	6.86%	6.67%	7.23%	1.87%	19.85%
	净利	38.83	45.35	53.85	63.45	70.09	79.57	86.30	111.21	112.42	128.66
	yoy	16.33%	16.79%	18.74%	17.83%	10.46%	13.53%	8.46%	28.86%	1.09%	14.45%
	净利率	5.52%	6.07%	6.83%	7.63%	7.92%	8.41%	8.55%	10.28%	10.20%	9.74%
	ROE	17.67%	21.70%	25.51%	43.00%	68.06%	110.97%	183.64%	593.54%	-592.17%	-360.78%
	年均市值	648.08	924.77	1159.53	1383.32	1676.77	1633.31	2213.23	1940.75	2281.92	2681.07
	PE	16.7	20.4	21.5	21.8	23.9	20.5	25.6	17.5	20.3	20.8
Wayfair (亿美元)	收入	-	6.01	9.16	13.19	22.50	33.80	47.21	67.79	91.27	141.45
	yoy	-	-	52.38%	44.02%	70.58%	50.25%	39.66%	43.60%	34.63%	54.98%
	净利	-	(0.21)	(0.16)	(1.48)	(0.77)	(1.94)	(2.45)	(5.04)	(9.85)	1.85
	yoy	-	-	26.22%	-853.64%	47.71%	-151.01%	-25.84%	-106.07%	-95.32%	118.79%
	净利率	-	-3.50%	-1.70%	-11.23%	-3.44%	-5.75%	-5.18%	-7.44%	-10.79%	1.31%
	ROE	-	-32.29%	-30.84%	-48.47%	-31.93%	-244.85%	506.14%	152.42%	104.28%	-15.52%
	年均市值	-	-	-	-	-	-	-	-	-	184.85
	PE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	99.9

- 
- 01 • 长坡厚雪、格局优化
 - 02 • 海外龙头&家电行业对比
 - 03 • 推荐效率改革领先的顾家家居

- 职业经理人管理体系，具备更加丰富的经销资源，以及更强的渠道管理能力
- **职业经理人体系：**公司大股东充分放权，先后从外界引入李东来、刘春新、李云海、廖强、欧亚非等具有丰富的家电、零售和家具等从业经历的职业经理队，管理水平高；其中，公司总裁李东来，历任广东美的电器股份有限公司副总裁、ATM集团首席执行官。
 - **青苗计划：**每年招聘100+管培生，总部统一培训，作为总部管理储备和经销商店长储备（现有管理层，区域经理级别往上主要源于“青苗计划”）。
 - **丰富经销资源：**渠道下沉较早，品牌知名度较高、利润稳定，经销商多且大商资源较丰富，经营能力领先。
 - **管理下沉：**率先建设区域零售中心和门店信息化分销系统，管理下沉、营销前置，高效支持经销商、营运效率更高、市场反馈更及时。

图表65：顾家职业经理人体系

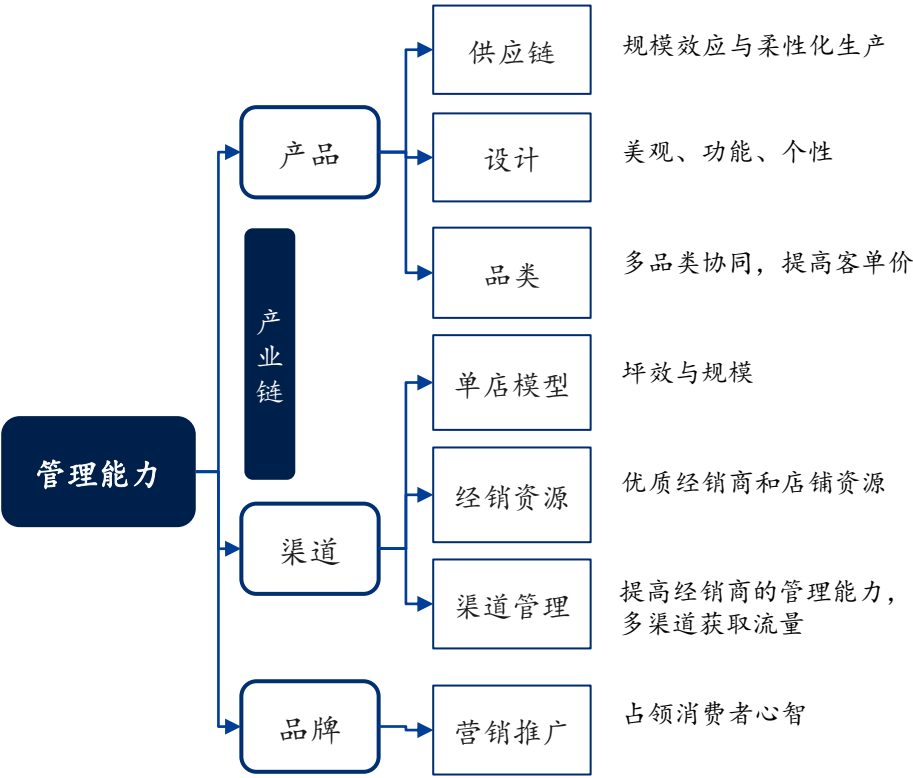
姓名	职位	履历
李东来	总裁	历任美的电器股份有限公司副总裁，AMT集团（上海企源科技有限公司）首席执行官
顾海龙	副总裁	历任海龙家私职员、顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理，现任浙江圣诺盟顾家海绵有限公司董事，TB Home Limited 董事
李云海	副总裁	历任美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团营运管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理
刘春新	副总裁、财务负责人	历任深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁
刘宏	副总裁	历任顾家工艺沙发制造有限公司销售总监、副总经理，杭州庄盛家具制造有限公司副总经理
吴汉	副总裁	历任顾家工艺沙发制造有限公司副总经理，顾家工艺沙发制造有限公司副总经理兼财务负责人
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
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

图表66：顾家区域零售中心

	建立区域零售中心前	区域零售中心落地后
产品	大区制，事业部分成南北两个大部门运行，产品比较统一，缺陷主要体现在SKU少、且产品的针对性较差	根据该省的消费能力、消费习惯去调整推出的产品
营销活动	由总部下发到大区去做，全国一年为2场大型营销活动	对区域做更有针对性的营销活动
渠道拓展	总部KA部门直接对接红星美凯龙、居然之家等全国连锁物业	零售运营中心可以更好地维护和物业的关系，对渠道的反映更加迅速
经销商维护	大区经理去督导经销商，人员年龄偏小、经验不足、难成体系	总部领导下放至各零售中心，对经销商的把控和管理效率都提高

➤多品类、多品牌共振：从品类来看，2020年公司沙发、软床及床垫、配套产品、定制分别占营收51%、18%、18%、4%。从品牌来看，围绕不同的消费群体需求，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“ROLFBENZ”、美式家居品牌“宽邸”和出口床垫品牌“玺堡”。

图表67：软体家居核心竞争要素



图表68：顾家门店拆分

年份	休闲沙发	布艺沙发	功能沙发	软床+床垫	定制
			(顾家+Lazboy)		
2017	1600+	600+	300+	900+	60+
2018	1700+	近800	400+	1100	近200
2019	1700+	900+	近500	1000+	300
2020	近2200	1000+	550	1000+	350
2021Q1	2200+	1100	560	1000	350

图表69：顾家休闲沙发-惠尚系列



- 产业链一体化：**公司通过持有圣诺盟公司40%的股份和金世缘6.53%的股份保证原材料供应；产能全球布局，国内拥有6个生产基地，海外布局越南、墨西哥、马来西亚等地；2020年11月已正式上线SAP系统，前后端效率提升可期。
- 产品性价比提升：**顾家/敏华沙发15-19年单价CAGR-1.6%/-3.1%，基于规模优势释放并让利终端和渠道，对中小品牌降维打击。

图表70：敏华&顾家产品价格、成本对比

		FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
敏华控股	套数（万套）	93.70	96.00	109.70	122.60	126.70
	收入（亿元）	57.53	61.98	64.71	73.90	74.51
	单套价格（元）	6139.81	6456.25	5898.81	6027.73	5880.82
	成本（亿元）	34.60	35.32	38.76	46.41	45.67
	单套成本（元）	3692.81	3678.68	3533.39	3785.42	3604.94
		2015	2016	2017	2018	2019
顾家家居	套数（万套）	56.94	73.53	100.07	138.96	156.57
	收入（亿元）	22.63	28.40	36.92	51.44	58.31
	单套价格（元）	3974.11	3862.19	3689.34	3701.78	3724.02
	单套价格（折算后）	5961.16	5793.29	5534.02	5552.68	5586.03
	成本（亿元）	13.31	16.76	23.46	33.55	39.40
	单套成本（元）	2337.01	2279.46	2344.21	2414.30	2516.32
	单套成本（折算后）	3505.51	3419.20	3516.31	3621.46	3774.48

注：敏华每六个座位为一套，顾家每四个座位为一套（按六座折算）

备注：市占率=内销收入/软体家居合计市场规模；敏华汇率以当期汇率（2019年为1：0.88，2018年为0.86，2017年为1：0.80，2016年为1：0.89，2015年为1：0.83，2014年为1：0.79，2013年为1：0.79）

►改革方向：管理扁平化+品类融合

- **区域零售运营中心改革+门店信息化系统持续推进，转型零售。**1) 全国共设16个区域零售中心（配置一般为总经理-大区负责人-督导，20+人），零售指挥前置，高效支持经销商、营运效率更高、市场反馈更及时，有较大的自主权和运营权。2) 目前公司持续推进门店信息化系统，预计21年可实现信息化系统全面使用。
- **培训体系健全：**店长分为7个阶层，导购分为9个阶层，每一个阶层设立对应培训班。
- **门店管理扁平化：**大部分城市由操盘手对接店长，店长完全独立运营，有营销和人事权利；较大经销商设立督导，协助新人培训、活动执行等工作，点对点对接。
- **品类融合效果显著：**预计未来年均定制+软体融合店开店目标300+。
- **成效：**开店放缓，但致力于内部调整、品类融合、门店改造，预期坪效提升

图表71：敏华、顾家单店营收对比

敏华控股（百万港元）	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021H1
沙发单店收入	1.51	1.63	1.6	1.56	0.97
单店收入换算(百万元)	1.27	1.38	1.35	1.32	0.81
床垫单店收入	0.63	1.08	1	0.86	0.68
单店收入换算(百万元)	0.53	0.91	0.84	0.73	0.57
顾家家居（百万元）	2016	2017	2018	2019	FY2020H1
单店收入	0.99	1.24	1.30	1.28	0.59

备注：敏华汇率以当期汇率（2019年为1: 0.88，2018年为0.86，2017年为1: 0.80，2016年为1: 0.89，2015年为1: 0.83，2014年为1: 0.79，2013年为1: 0.79）

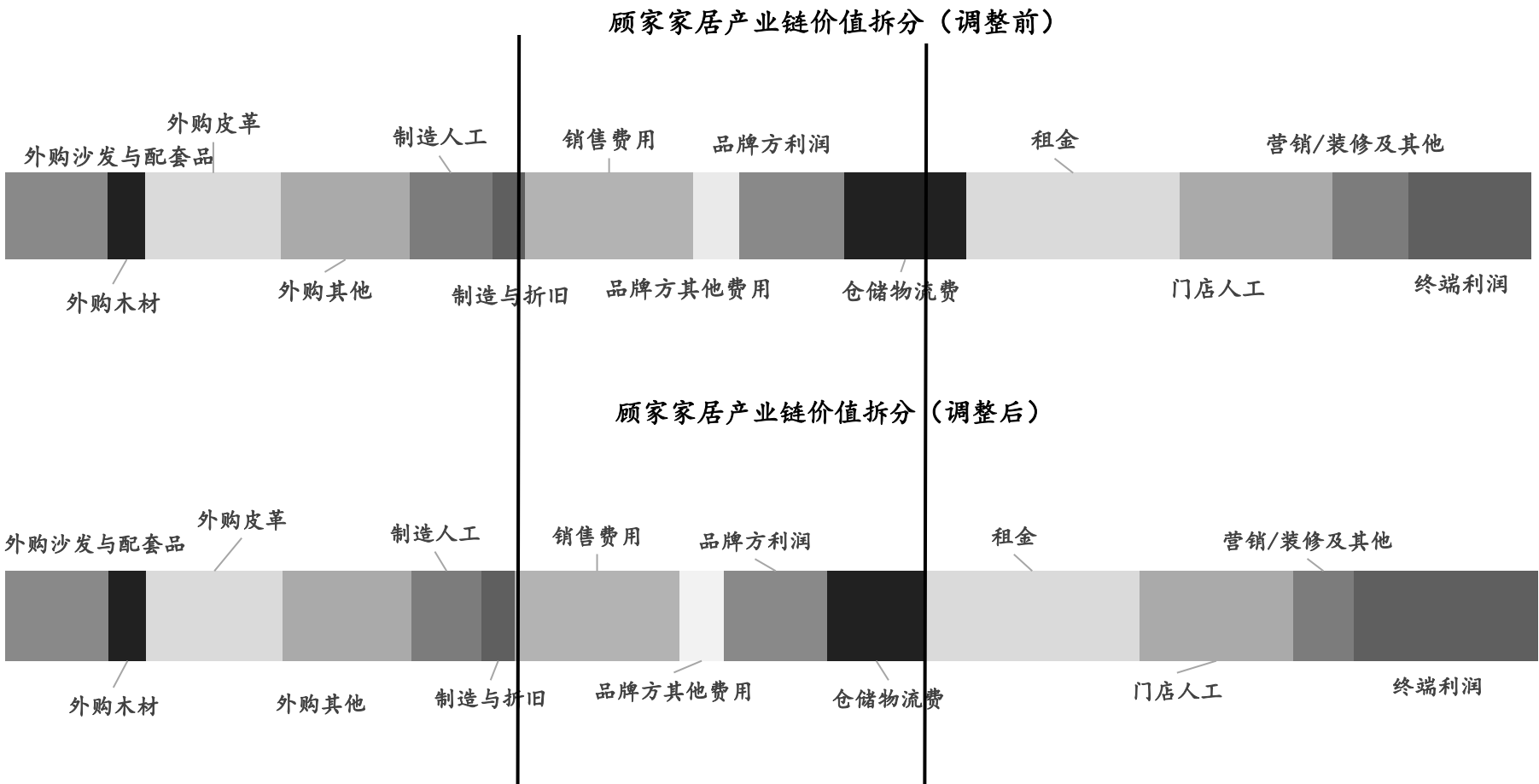
- 门店分布：根据公司业绩发布会说明，目前约50%门店分布在一二线城市。
- 单店模型：经销商普通沙发毛利率约43%，净利率约15%；床垫毛利率50%+；1000平以上大店毛利率约38%，净利率15%-20%。

图表72：顾家单店模型

单店模型	床垫毛利率更高，单店新店基本1年回本
面积	300-400平，大店1000平以上
租金	大概10万左右，2押1租，30万费用
装修	30w建筑材料+饰品，装修10w+
货品	25万，放置10-11套沙发，3-4套餐厅
其他	人工3+1个（1万月薪）
盈利能力	普通沙发门店毛利率43%、净利率15%；床垫门店毛利率50%+，大店约38%毛利率

资料来源：草根调研，公司公告，国盛证券研究所

图表73：顾家家居沙发单品价值链变化前后



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

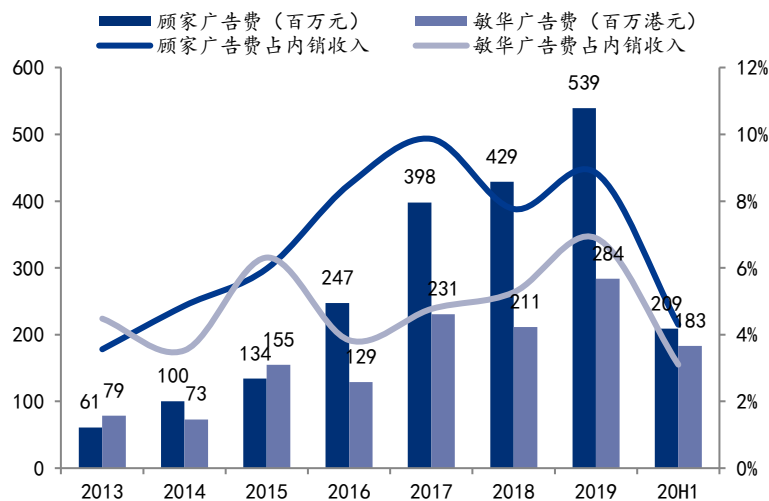
品牌端：转型新零售促品牌升级

- **传统渠道推广模式成熟：**展会、广告、代言、线下体验等传统渠道推广模式成熟，并连续两年冠名天猫双十一晚会，推出“超级品牌日”、“全民顾家日”等提高品牌知名度。
- **创意营销推动品牌年轻化：**1) **话题故事：**携手人民网发起“爱不延期”——疫情期间的“爱情故事”征集活动，话题阅读量超2.2亿次；2) **明星引流：**邀请明星夫妻傅首尔、老刘以及程璐、思文等开启“直播Battle”，以幽默、接地气的方式，将顾家家居的产品优势和体验感受多角度呈现；3) **跨界IP：**联合上美厂，借势大闹天宫经典IP，复刻真假美猴王剧情，上演一出“真假爸爸”的好戏，传递出顾家对待亲子关系的深思，进而凸显“注重家庭陪伴”的品牌价值观念；4) **创意活动：**2020年9月9日天猫聚划算筹划了成都千米长享字横幅“享多了”活动、西湖音乐节“享多了吧”快闪空间、千岛湖“顾的”音乐狂欢直播夜，乃至杭州地铁森林、全国17座城市的炫酷灯光秀等。

图表74：顾家新零售营销



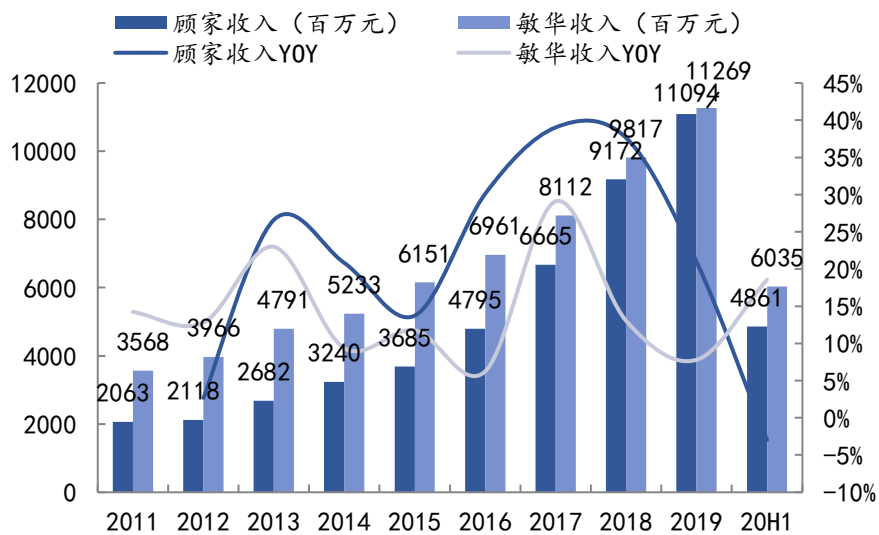
图表75：顾家持续广告投入



规模扩张渐入佳境，盈利弹性可期

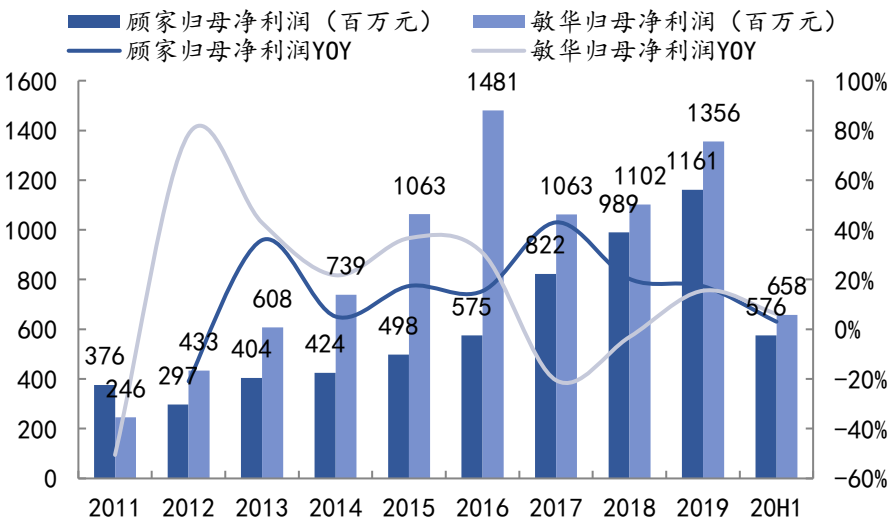
- **品类融合效果显现，国内成长进入快车道。**2011-2019年顾家家居收入年均增速23.0%（20年疫情下收入增速为14.2%），同期敏华年均增速达13.74%。目前来看，顾家家居区域零售中心和门店信息化变革初显成效，规模扩张渐入佳境；伴随传统优势品类休闲沙发的价格带拓宽以及高潜力品类功能沙发、床垫、定制快速放量，预计公司国内成长进入快车道。
- **短期盈利承压，轻装上阵看好盈利弹性。**2011-2019年顾家母净利润年复合增长率为15.2%，2020年顾家归母净利润8.5亿元，同比下降27.2%。主要系，1) **商誉减值**：并购企业运营能力不如顾家主体，疫情、反倾销等情况下计提商誉减值4.8亿元；2) **海运**：海外需求旺盛，疫情下效率较低，海运成本上升；3) **汇率**：人民币升值带来汇兑损失0.98亿元。若剔除商誉减值，2020年利润增速14.5%，多重干扰因素下顾家利润仍保持稳健成长，期待轻装上阵后利润弹性。

图表76：敏华顾家营业收入（按财年对比）



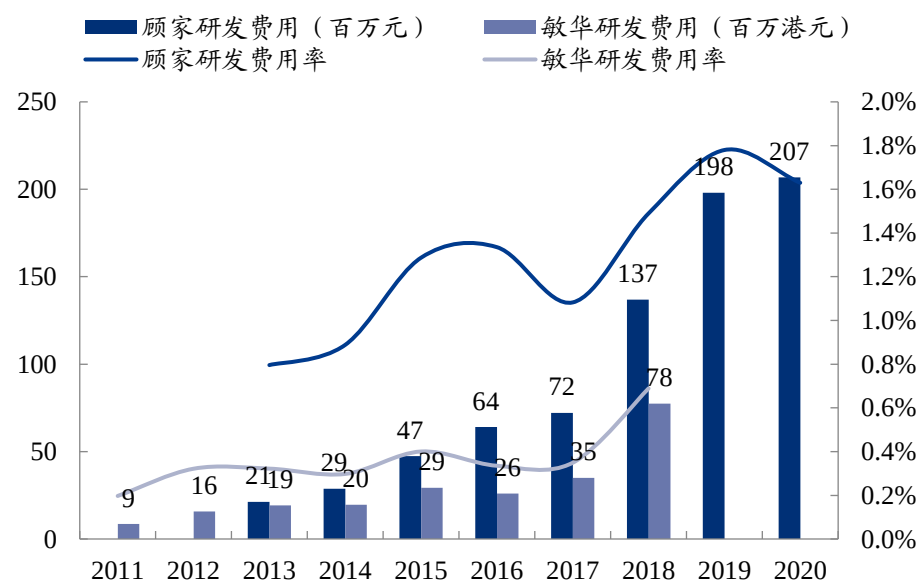
备注：敏华汇率以当期汇率（2019年为1: 0.88，2018年为0.86，2017年为1: 0.80，2016年为1: 0.89，2015年为1: 0.83，2014年为1: 0.79，2013年为1: 0.79）

图表77：敏华顾家净利润及增速对比（按财年对比）

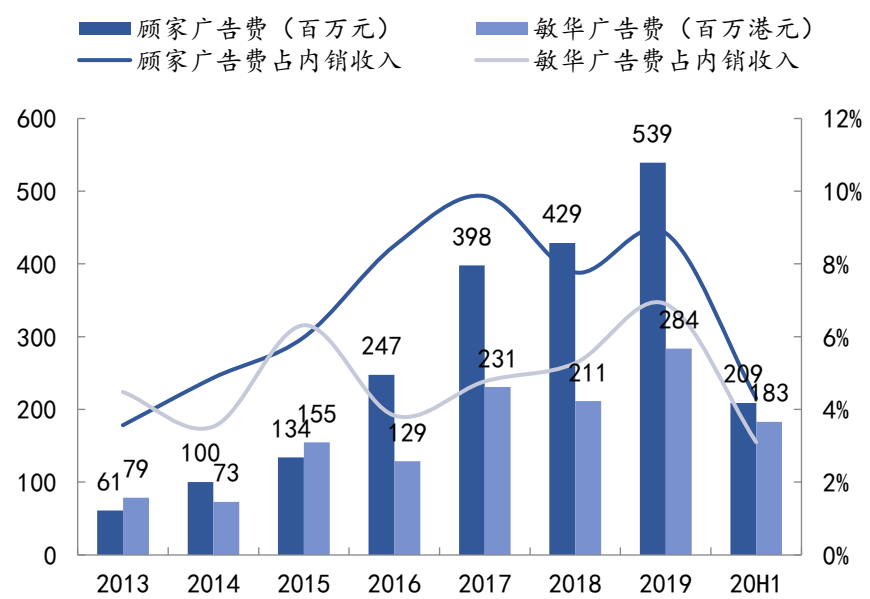


➤加大研发和营销费用支出，打造消费品牌形象。顾家注重工艺技术积累、设计研发、多SKU供应链管理，研发投入较多，全国所有产品线有2万+SKU，畅销200+SKU，对应2014-2020年研发费用率从0.89%提升至1.78%。此外，2013-2019年顾家广告费用占内销收入比例从3.56%提升至8.84%，同期敏华从4.48%提升至8.84%；依靠持续加大研发&销售费用投入，顾家产品力、品牌力稳步提升，消费品形象增强。

图表78：顾家&敏华研发费用及费率对比



图表79：顾家&敏华广告费用及占比对比

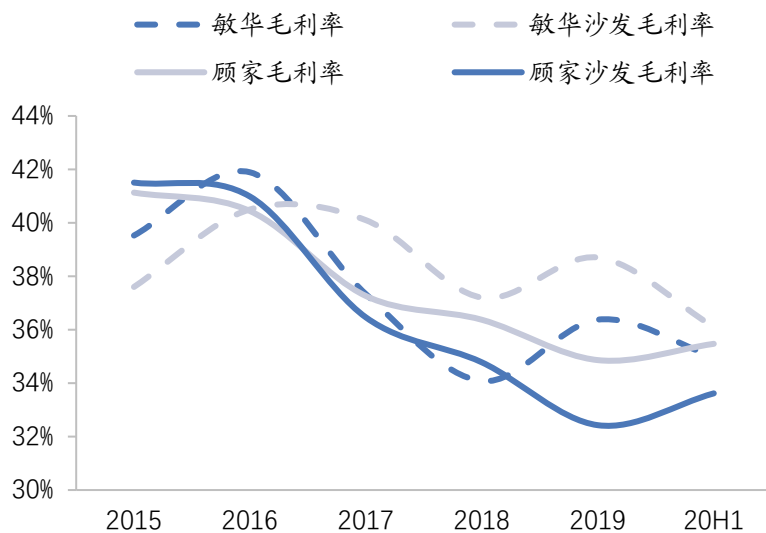


资料来源：Wind，国盛证券研究所

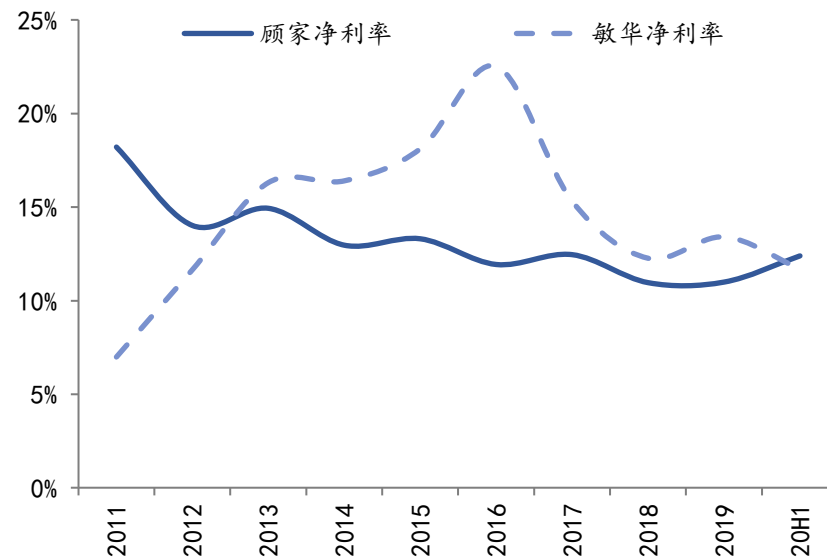
盈利能力触底回升，看好长期盈利稳定向上

- **毛利率企稳向上：**复盘近年利润率走势，2017年后顾家由于原材料价格、对美贸易战等影响，盈利能力小幅下滑。2019年毛利率下降1.51pct至34.9%，主要系并表导致产品结构变化、以及促销力度加大所致，20年疫情下逆势回升至35.3%；伴随原材料、海运、汇率等压制因素逐步褪去，短期利润率预期向上。
- **看好长期盈利稳定向上：**顾家通过生产制造端精益改善、新品类规模效应逐步体现，供应链系统持续建设、信息化建设对前中后台的提升，长期盈利能力有望稳定向上。

图表80：敏华VS顾家毛利率情况



图表81：敏华VS顾家净利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 大家居战略清晰，品类整合效应增强。看好床垫、功能、布艺、定制等多品类增长。**空白市场广阔，三级县城潜力较大，融合店态有望提升客单价。全国3000+县级市场布局仅半数有余，开店空间仍然很大。功能沙发、床垫、定制家居等高潜力品类加速发展，多品类融合效应增强，有望通过“多品牌、全品类、全渠道”的布局实现中长期的持续扩张。
- 沙发：**考虑20年疫情影响及新增产能逐步投放，预计21-23年沙发业务增长19%/15%/12%。其中布艺沙发预计年增长20%/18%/15%、功能沙发增长30%/25%/20%，休闲皮沙发增长15%/10%/8%。
- 软床及床垫业务：**床垫和沙发具有联动效应，预期21-23年增长31%/26%/23%。
- 配套品：**大家居战略下稳定发展，21-23年增长30%/30%/30%。
- 定制家居：**重点发展板块，加速开店，21-23年增长51%/45%/46%。

盈利预测：我们预计2021-23年实现营业收入163.6/196.7/234.2亿元,同比+29.2% /20.2% /19.1%，归母净利润16.7/20.1/24.5亿元，同比+95.2%/+20.6%/+20.6%，对应PE分别为30.8X、25.6X、20.9X。

诚信|担当|包容|共赢

图表82：顾家家居盈利预测（单位：百万元）

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,094	12,666	16,360	19,666	23,417
YoY	20.9%	14.2%	29.2%	20.2%	19.1%
沙发					
收入（百万元）	5,831	6,413	7,627	8,743	9,798
YoY(%)	13%	10%	19%	15%	12%
其中：布艺沙发	650	752	902	1,065	1,225
YoY(%)	23.5%	16%	20%	18%	15%
其中：功能沙发	1,300	1,440	1,872	2,340	2,808
YoY(%)	0%	11%	30%	25%	20%
其中：休闲沙发	3860	4220	4853	5338	5765
YoY(%)	5.9%	9%	15%	10%	8%
沙发毛利率	32.4%	33%	34%	34%	34%
软床及床垫					
收入（百万元）	1,952.8	2,338	3,053	3,844	4,710
YoY(%)	73%	20%	31%	26%	23%
其中：公司内生床垫收入	1,253	1,648	2,225	2,892	3,615
YoY(%)	17.5%	32%	35%	30%	25%
其中：外延提供床垫收入	700	690	828	952	1,095
YoY(%)		-1%	20%	15%	15%
软床及床垫毛利率	35.1%	36%	35%	36%	37%
配套产品					
收入（百万元）	1,906	2,225	2,892	3,760	4,888
YoY(%)	22%	17%	30%	30%	30%
配套产品毛利率	24.2%	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%
定制家具收入	343	456	690	998	1,454
YoY(%)	62%	33%	51.2%	44.8%	45.7%
其中：公司定制家具收入	214	356	570	854	1282
YoY(%)	60%	66%	60%	50%	50%
其中：公司外延定制家具收入	125	100	120	144	173
YoY(%)	60.0%	-20%	20%	20%	20%
定制家具毛利率	36%	36%	35%	35%	35%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 软体家居是值得长期布局的好赛道，短期内外销高景气、盈利修复，中长期格局优化，行业进入效率改革新阶段，拥有优秀管理层，通过搭建细致供应链、渠道深度整合叠加零售模式符合时代趋势的优质公司在长跑中定能完成行业整合。顾家家居大家居战略清晰，通过区域零售中心和信息化建设转型零售，品类融合效应增强，未来成长为家居行业的零售型平台公司可期。
- 从估值角度来看，顾家家居21年对应约30.8X，估值相较于欧派37.4X有明显折价，相较于其他可选消费品龙头估值合理，给予“买入”评级。

图表83：可比公司估值比较 (2021.5.17)

	总市值/亿元 (亿港币)	净利润/亿元(亿港币)		PE	
		2021E	2022E	2021E	2022E
顾家家居	513.48	16.7	20.1	30.75	25.55
敏华控股	637.48	24.1	30.3	26.45	21.04
欧派家居	956.50	25.6	30.4	37.36	31.46
喜临门	106.38	4.6	5.7	23.13	18.66
梦百合	104.21	6.3	8.5	16.54	12.26

备注：敏华控股、欧派家居、喜临门、梦百合采用Wind一致预期

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 地产超预期下滑：地产销售及竣工超预期下滑，带动家居销售下滑
- 贸易战加剧：贸易战加剧，软体家居公司海外收入受损
- 原材料价格大幅上升：原材料价格提升超预期，利润率下滑

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You