

公司研究

行业新周期，战略转型铸造成长空间

——顾家家居（603816.SH）跟踪报告

要点

复盘能力圈：营销能力与组织能力领先。借助激进的营销投入，顾家家居把握了房地产成长的流量红利，在众多沙发公司中脱颖而出，2010年前后实现18亿收入规模。公司于2012年引进的职业经理人团队助其规模更上一个台阶；高管团队到位后调整组织结构，设置事业部制推动软体家居几个细分品类独立高效扩张，公司在此期间门店快速扩张，各个品类都有所突破。

浅谈顾家战略：坚持长期主义，提升全价值链主导能力。由于家居产品非标低频的属性，公司的成长离不开制造、品牌运营及渠道管理环环相扣的全产业链掌控。顾家家居通过管控并推动产业链的效率提升，逐步提升公司在全价值链的配比。

确立大家居战略，推动多品类运营：顾家确立了围绕全屋品类布局的战略方向，同时，由于消费仍然有品类品牌意识，公司同步推动单品类扩张及多品类融合的策略，选择一条难却正确的路。渠道环节，公司建立区域零售中心，组织层面支持多品类融合战略落实，并且将决策环节前置提升市场策略决策效率；制造环节，公司率先布局新品类产能，公司定制家居已经规划30亿产值的产能；后端制造与供应链全面为前端服务，从制造思维走向零售思维。

借助信息化打通全产业链，实现“端到端”运营，赋能全价值链提升效率。公司于2020年已经实现全域信息化，未来将提升用户思维，赋能零售战略。信息化运营对零售转型形成重要支撑，无论营销、生产或是供应链都实现效率提升，SKU精细化管理有所改善。

软件基础补足硬件能力，推动顾家家居“一盘货”。顾家家居于2019年开始仓配改革，公司增强对货品流转的管理并且提升渠道环节运营效率。公司于2020年已经实现干线物流的管理，未来将介入区域协同仓及“最后一公里”交付的管控，降低对经销商依赖的同时也减少经销商的资金占用。

跨界进入定制家居板块，未来几年成长确定性提升：顾家长期战略规划在未来有望逐步落地，份额有望快速提升，公司软体品类的地位将进一步提升。同时，扩张至定制是至关重要的一步。通过5年左右的准备，定制开始走向发展的快车道，大家居核心品类布局也在未来几年落实。

盈利预测、估值与评级：我们认可公司零售转型与供应链整合的战略，同时也坚信随着公司软体产品更进一步，定制家居快速发展，顾家家居未来的成长将稳健且持续。我们上调公司盈利预测21-23年净利润16.8/21.1/25.6亿元（分别上调1%/5%/10%），维持“买入”评级。

风险提示：供应链管理进展不佳，定制家居发展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.47%	26.90%	22.30%
净利润（百万元）	1,161	845	1,684	2,110	2,555
净利润增长率	17.37%	-27.19%	99.21%	25.26%	21.13%
EPS（元）	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.66%	12.54%	21.92%	24.46%	26.81%
P/E	41	59	30	24	20
P/B	8.1	7.5	6.5	5.8	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-09

买入（维持）

当前价：81.20元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.32
总市值(亿元)	513.42
一年最低/最高(元)	42.10/91.20
近3月换手率	22.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.96	7.11	45.31
绝对	2.93	12.45	79.17

资料来源：Wind

核心观点

我们在 2020 年 5 月发布的家居行业报告《裂变与重生，寻找家居行业千亿市值公司的成长路径》（后文简称“行业报告”）中就国内家居市场得出几个结论：1) 家居行业跟随地产扩张的贝塔时代基本结束；2) 由于家居产品的个性化，制造端规模效应不够显著以及渠道服务费用重，单品类公司的门店天花板不高；3) 在渠道分散的背景下，家居公司需要建立更多元的能力才可以应对市场的变化。

家居行业的特性导致家居公司很难快速扩张，尤其在地产贝塔结束的时代。家居公司的持续成长离不开公司从制造、品牌营销及渠道环环相扣的全产业链管控，通过多品类运营实现面对单消费者的销售范围扩大实现持续成长。由于前后端管理难度较大且劳动密集度较高，公司需要追求持续成长力而不是短期爆发，股价的驱动力也应有相应变化。

顾家家居净利润主要来自于国内市场，本文围绕国内市场顾家家居的战略及成长展开。我们坚定看好家居板块成长新周期顾家家居的战略能力以及强大的组织体系落实战略的战术能力。由于顾家的起步品类是天花板较低的休闲沙发，市场也没有见证顾家单品类成长的单边行情，既对其未来增长的持续性与确定性存在担忧，也对起成长路径存在担忧。本篇报告我们结合对家居产业的特性以及公司管理层的战略方向，旨在回答这两个问题：

- 1) 顾家家居成长的持续性来自于布局家居场景核心两大产品：软体及定制，坚定走向大家居，从多品类及多品牌的矩阵去满足消费者需求，在战术方面采用更加灵活的组织架构，包括区域零售中心的落地。同时，公司提升软硬件能力主导全价值链效率升级，增强“端到端”的管控，推动顾家家居“一盘货”；
- 2) 我们认为顾家未来 5 年增长确定性较强，行业整合拐点，新品类放量伊始。公司坚定迎合市场总体消费分级但需求两极化的特征，通过覆盖新渠道和新人群实现收入规模扩张，挤压中小品牌实现市占率提升。同时，我们认为顾家家居的定制起量后将迎来收入和利润快速扩张期，这也与定制产品客单值较高、起量快有关。

盈利预测与投资建议

我们认可公司零售转型与供应链整合的战略，同时也坚信随着公司软体产品更进一步，定制家居快速发展，顾家家居未来的成长将稳健且持续。我们上调公司 2021-23 年净利润预测至 16.8/21.1/25.6 亿元（分别上调 1%/5%/10%），维持“买入”评级。

目 录

1、复盘能力圈：营销策略激进，组织能力领先	5
1.1、起势靠流量，激进营销助公司一马当先.....	5
1.2、确立职业经理人团队，强化组织体系.....	6
2、坚持长期主义，提升全价值链主导能力	7
2.1、确立多品类与多品牌战略，组织架构调整提升品类协同.....	8
2.2、借助信息化解决发展痛点，主导全价值链效率升级.....	10
3、再论未来 5 年，顾家家居的成长确定性	14
3.1、顾家核心品类软体家居：产品消费升级，行业步入整合.....	14
3.2、跨界进入定制家居领域，踏上大家居征程.....	16
4、盈利预测	18
5、风险分析	18

图目录

图 1: 顾家家居成长历程复盘	5
图 2: 顾家收入及增长情况	5
图 3: 顾家家居渠道稳步扩张	5
图 4: 顾家家居产能	6
图 5: 运营资本使用效率持续提升	6
图 6: 人均创收持续增长	6
图 7: 顾家家居组织架构 (2018 年前)	7
图 8: 顾家家居股权结构	7
图 9: 地产后周期产品属性分析	7
图 10: 顾家陆续完成全品类布局 (2020 年门店情况)	8
图 11: 顾家家居各个品类收入情况 (单位: 百万元)	8
图 12: 核心品类坪效对比	8
图 13: 顾家家居组织架构 (2018 年调整后)	9
图 14: 顾家家居 2018H2 后内销逐步恢复快速增长	9
图 15: Natuzzi (纳图兹) 收入 (亿元)	10
图 16: 顾家家居系列沙发价格对比 (均价, 元)	10
图 17: 顾家家居搭建信息体系	10
图 18: 顾家家居库存周转天数持续下降	11
图 19: 顾家家居信息化推进情况	11
图 20: 制造端的数字化升级	11
图 21: 制造环节对人工依赖逐步降低	12
图 22: 沙发制造人工占比降低显著	12
图 23: 渠道端效率提升模型, 分工完善离不开信息化工具及仓配	13
图 24: 美的集团一盘货: 推动全价值链综合优化	13
图 25: 通过全价值链运营, 提升公司端占全链条比例	14
图 26: 敏华内销收入情况	15
图 27: 顾家内销收入情况	15
图 28: 沙发市场按价格带拆分 (出厂口径, 亿元)	15
图 29: 沙发品牌价格带定位	15
图 30: 顾家家居定制家居	16
图 31: 定制家居公司与家居行业股价对比	17
图 32: 定制家居上市公司成长节奏分析	17

表目录

表 1: 顾家家居渠道策略 “1+N+X”	9
表 2: 定制家居与软体家居产品属性比较	18

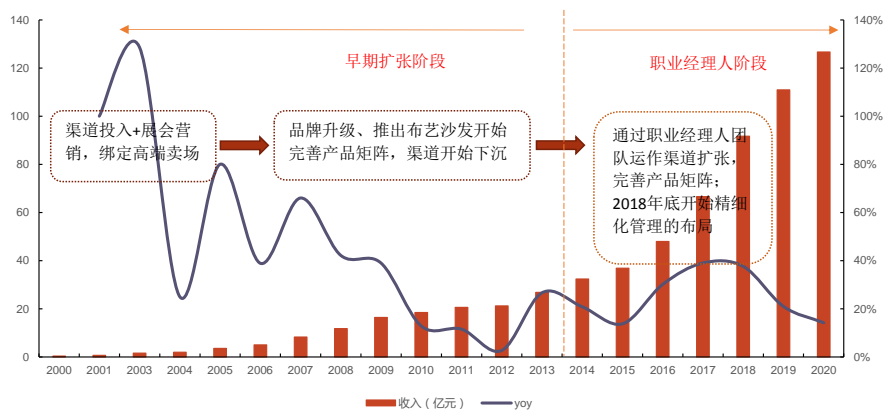
1、复盘能力圈：营销策略激进，组织能力领先

顾家家居在家居行业扩张期通过激进的营销及渠道布局，成为全国软体家居龙头；并且从 2010 年左右开始扩充品类，目前已经成为家居行业中产品线最长的公司之一。2020 年公司实现收入 126.7 亿元，归母净利润 13.3 亿元（剔除当年商誉减值影响）。

1.1、起势靠流量，激进营销助公司一马当先

复盘顾家的成长历程，我们会发现公司的成长偏向于营销驱动且重视品牌价值。所以顾家在地产发展阶段享受行业红利，并且凭借执行力扩大市场完成渠道早期的快速布局。并且，公司具有领先行业的战略眼光，较早布局软体其他品类，从皮沙发拓展到软床和布艺沙发。于 2012 年引入职业经理人团队后，也迎来了公司现代化组织运营的发展阶段。

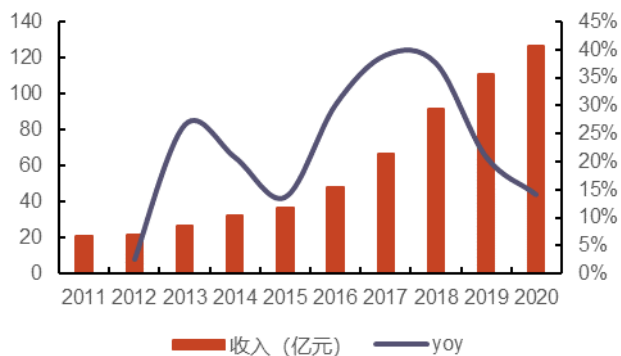
图 1：顾家家居成长历程复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：2011 年前数据根据调研推算

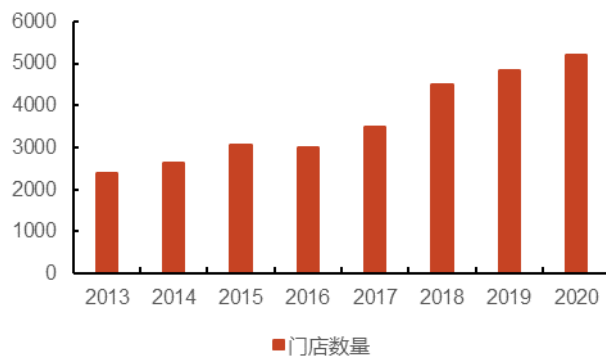
公司凭借着声势浩大的营销和高效的渠道扩张在较多沙发公司中脱颖而出。顾家通过快速扩充经销商队伍，实现顺地产周期扩张；同时，2014 年开始推出顾家品牌日，并且每个季度都推出一次大型购物节，扩大市场影响力。

图 2：顾家收入及增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：顾家家居渠道稳步扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所

同时，公司借助资本市场融资大规模扩容现有产能，满足销售品类和区域需求，未来有望形成国内多地及越南、墨西哥的产能布局，多产地就近服务市场。

图 4：顾家家居产能

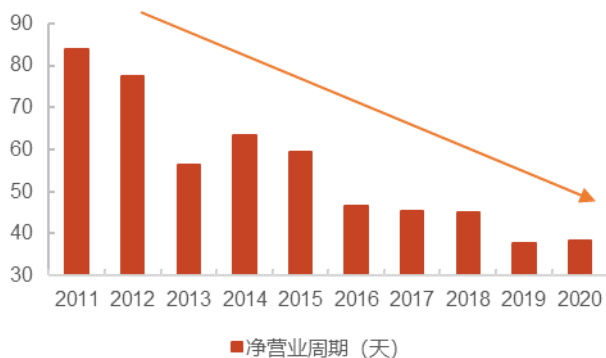


资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：产能为公司已经在布局的产能，黄冈与越南将陆续投产，较难判断准确的建成时间

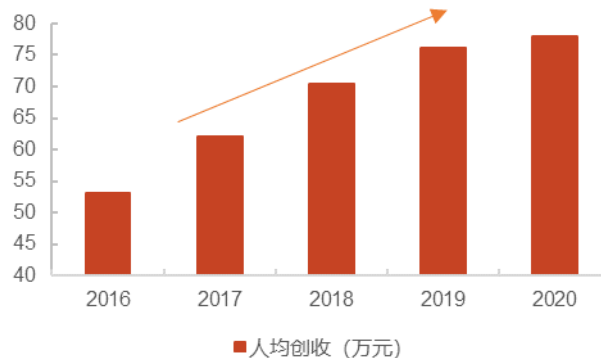
根据行业报告，在产业发展的第一阶段，顾家家居收入快速扩张的同时，经营质量也稳步改善。

图 5：运营资本使用效率持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：人均创收持续增长



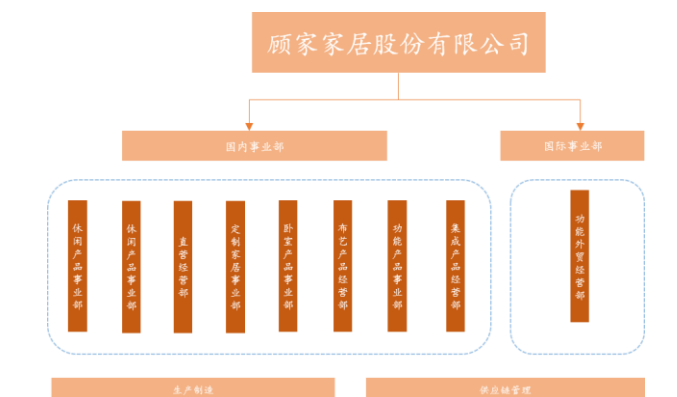
资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、确立职业经理人团队，强化组织体系

顾家家居组织力优秀，战略执行力强。公司业务持续扩张核心离不开管理层和公司组织体系。顾家是家族企业+职业经理人的组织模式，且实际控制人充分放权于职业经理人团队，职业经理人团队大多来自美的集团，对企业从战略到执行都较为前瞻。顾家家居对高管充分激励，总裁李东来截至 2021 年 3 月 27 日直接或间接持有公司股份 2.11%，且根据公告，此后 3 个月仍将通过二级市场增持。

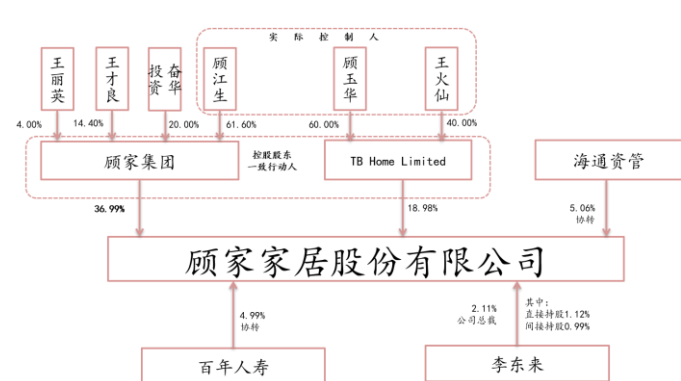
事业部制管理，权责分明。顾家从 2012 年开始转型职业经理人制度后，通过自主放权的品类事业部架构实现了公司初期的发展。在扁平的组织架构下，各个事业部对市场反应更快，团队执行力更强。

图 7：顾家家居组织架构 (2018 年前)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：顾家家居股权结构



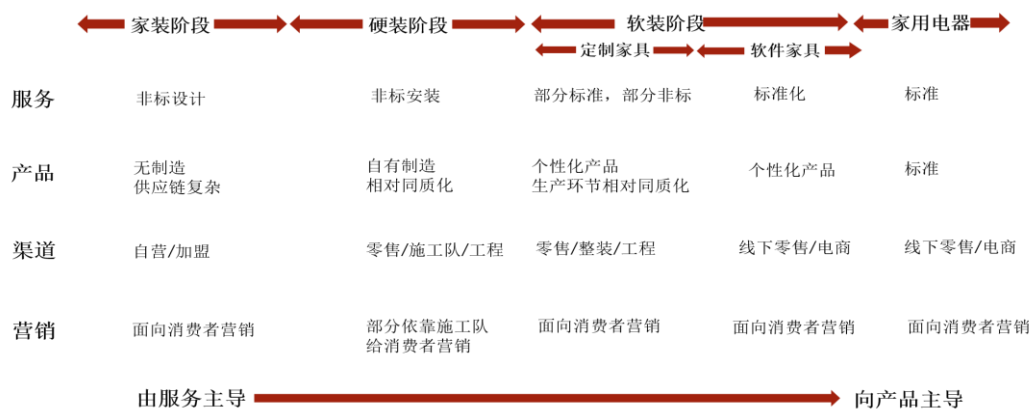
资料来源：Wind，光大证券研究所绘制
注：股权结构截止于 2021 年 3 月 27 日

2、坚持长期主义，提升全价值链主导能力

跟随地产流量红利成长的家居品牌们捕捉到了行业的早期红利，然而在经历 2017 年后地产的下行压力后，家居行业也遇到比较明显的成长瓶颈。由于地产大周期结束，家居行业从增量市场开始走向存量，简单的靠资金绑定经销商来扩张版图较难实现品牌持续性发展，品牌的增长再也不是靠单一要素驱动。

首先，我们是这么理解家居产品的属性的：地产后周期产品需求主要来自于家装，整体偏个性化服务性强。相较于其他消费品，家居产品是低频非标为主，功能性较低，原材料可获得性强，这也导致家居行业的整合难度较大。消费者决策中个人审美偏好较重，单个产品也因此很难迎合所有人，也因此单品类成长天花板不高。

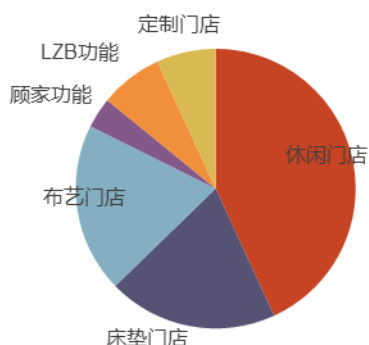
图 9：地产后周期产品属性分析



资料来源：光大证券研究所绘制

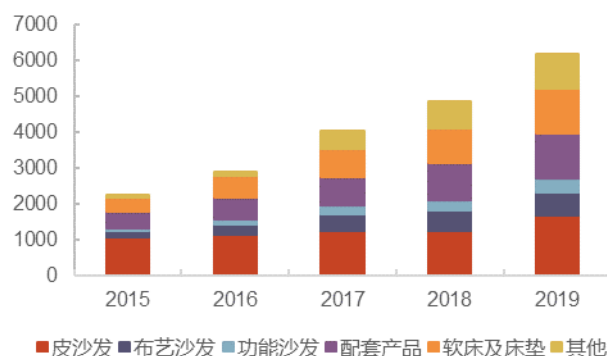
在家居行业发展新周期，各个品类格局尚未稳定，仍有提升空间，顾家家居发展仍聚焦于规模扩张，核心驱动力是品类的扩张，同时纵向扩充品牌迎合更多消费者需求。与此同时，公司通过提升对全价值链的控制能力也更好控制成本，实现品类间的协同发展。

图 10: 顾家陆续完成全品类布局 (2020 年门店数量)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 顾家家居各个品类收入情况 (单位: 百万元)

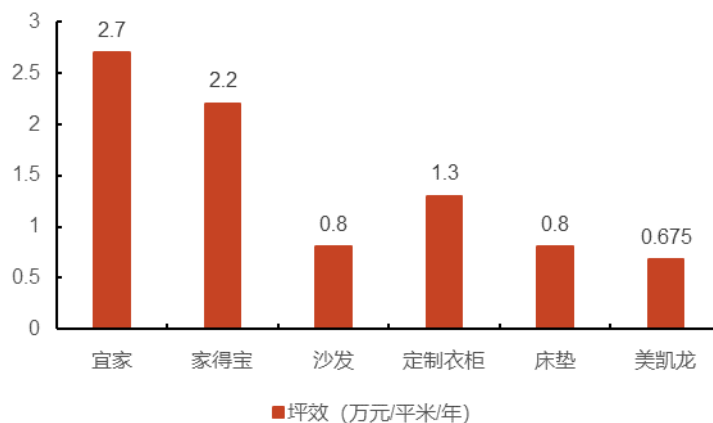
资料来源: Wind, 光大证券研究所
注: 所有品类收入为公司内销且不含并购。

2.1、确立多品类与多品牌战略, 组织架构调整提升品类协同

在相同收入体量下, 顾家家居覆盖的品类较多, 这也给很多投资者带来困扰, 我们认为这与公司的基因以及发展战略有关。顾家家居早期业务聚焦皮沙发, 由于皮沙发单品天花板不高, 公司较早开始扩张相近品类, 2010 年前后扩张至布艺沙发, 床及床垫等其他软体品类和柜类, 这也反映公司管理层对于家居品类的思考比较前瞻。

顾家早期品类中休闲沙发具有较强设计性, 生产端门槛不高, 行业集中度较低, 全球范围都很难看到高市占率的公司。由于休闲沙发的成长容易遇到瓶颈, 所以我们看到顾家持续拓宽并完善品类布局, 从沙发到软体及覆盖全屋家居产品, 持续性迭代迎合市场需求。由于品类复杂, 生产及渠道管理难度较大, 更多需要公司战略方面的坚定及组织层面的执行。

图 12: 核心品类坪效对比



资料来源: 光大证券研究所测算

注: 1) 家得宝是 2010 年左右天津店铺数据, 目前已经退出中国 2) 本图比较各个单品类和多品类零售的坪效情况; 3) 所有坪效情况依据 2019 年收入及门店情况推算

顾家家居在组织方面做出调整，以推动品类融合。由于消费者原有的品类意识较强，需要空间解决方案的意识较弱，目前仍然需要品牌方推荐才能更好地实现品类融合。顾家推出区域零售中心，按照区域划分职能部门，向综合家居零售运营商迈进：

➢ **单品专业度与多品类协同并行。**独立运作单品类门店，塑造品牌专业度；同时通过大家居门店的方式运营，针对城市层级及市场竞争情况匹配门店设置，提出“1+N+X”门店规划。随着顾家多品类运营能力提升，场景化陈设有效改善消费者体验。此外，顾家逐步管控门店装修、陈列、销售等，从而保证消费者体验的一致性。

表 1：顾家家居渠道策略“1+N+X”

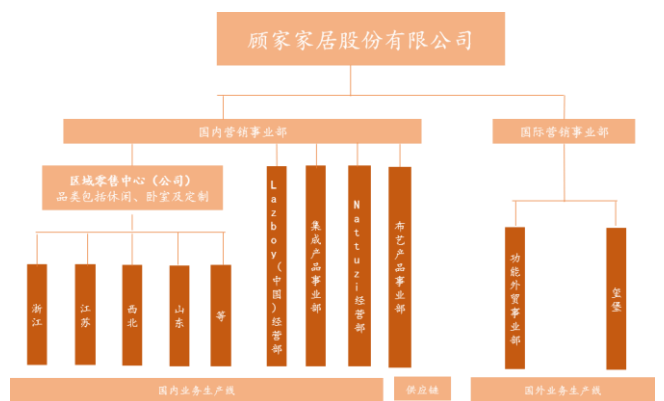
店铺类型	面积 (m ²)	品类	单店收入	坪效	开店节奏
1					
一二线城市	800~5000	柜体、集成产品、软体、窗帘、灯具及生活高频消费小物	5000 万~1 亿	1~2 万	每年约 75 家
三四线城市	800~2000	柜体、软体、窗帘、晾衣架等	3000 万~5000 万	1.2~2 万	每年约 75 家
N	200-600	柜体、软体或晾衣架	100~200 万	约 5000	~300
X	社区店为主，对传统门店流量的补充				

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

注：1) 一二线城市中的大店超过 3000 m²的是顾家生活馆，其他普遍形态是大店，生活馆的开店节奏每年 10 家内；2) 三四线城市的大店主要是指三级市场大店；

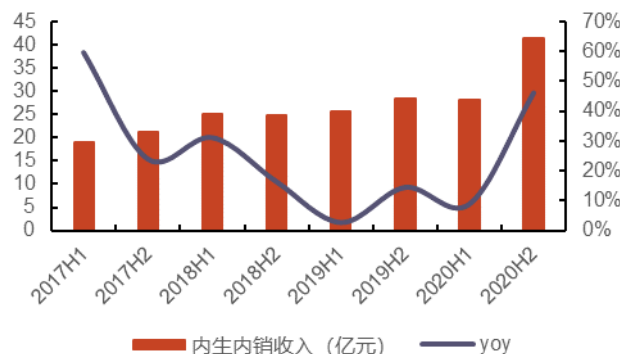
➢ **组织架构配合业务线合并，增强品类协同能力。**顾家得以跻身于家居头部公司与过去充分放权的事业部制度息息相关。随着公司布局的品类逐步全面，品类间的协同也成为组织架构变革中重要一环。配合业务线合并，组织架构自 2018 年 8-9 月开始调整，陆续将软床、床垫、沙发事业部合并，由副总裁欧亚非统一负责，有效增强各个区域内品类协同，提升渠道端规模效应；自公司推出区域零售中心以来，内销增速逐步回升。

图 13：顾家家居组织架构（2018 年调整后）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 14：顾家家居 2018H2 后内销逐步恢复快速增长



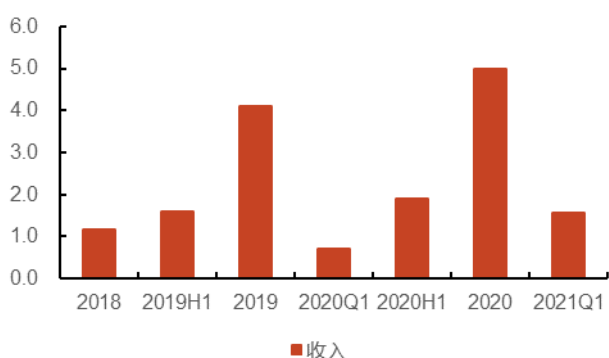
资料来源：公司公告，光大证券研究所
注：收入不包括并购公司并表

➤ **决策权前置，提高决策效率及市场竞争灵活度。**公司在组织流程上也给予渠道端更大的市场战术主导权，提高了决策效率同时也降低了总部因对当地市场不够了解而干扰战术的风险。公司给予区域零售中心充分自由度。

应对消费者分层的状况，公司搭建品牌矩阵，拓宽消费者群体：顾家家居主品牌逐步受到市场的认可，公司开始搭建品牌矩阵，拓宽消费者群体。2018 年顾家家居购买 Natuzzi 纳图兹（上海）51%的股权，开启国内市场高端品牌布局之路，2020 年年中 Natuzzi Edition 开始由顾家职业经理人团队管理，步入发展快通道。2021Q1 收入同比增长超 100%，净利润翻 4 倍。

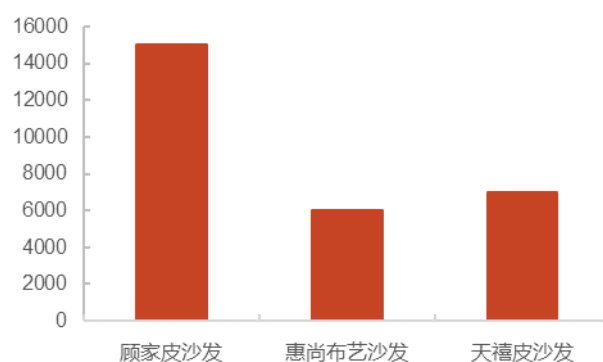
同时，顾家 2018 年推出惠尚及天禧系列，价格低于主品牌约 30%，迎合低线市场消费者需求，加快部分弱势区域周转。

图 15: Natuzzi (纳图兹) 收入 (亿元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 16: 顾家家居系列沙发价格对比 (均价, 元)

资料来源：淘数据，光大证券研究所
注：所有价格为 2020 年电商零售价

2.2、借助信息化解决发展痛点，主导全价值链效率升级

家居行业现代化发展较晚，生产制造、销售及供应链相互独立，这也导致家居产业链存在几方面痛点：1) 家居产品需求淡旺季差异较大，产业链的制造供应与需求较难匹配；2) 下游销售借助经销商完成，渠道管理涉及大量经销商博弈，很难完成消费者洞察；3) 家居制造内部大多为“采买”关系，随着公司 SKU 的增多，前后端反馈机制不通顺，组织效率也存在问题。

我们认为，社会基础设施的进步为工业制造业升级提供软硬件背景。家居公司在此背景下实现信息流与产品流的统一，打通全产业链，全面实现“以销定产”，完成“端到端”运营。信息体系不仅仅帮助公司提升中台能力，满足终端需求，而且赋能入每一个品类及部门，优化消费场景，提升消费转化率。

图 17: 顾家家居搭建信息体系



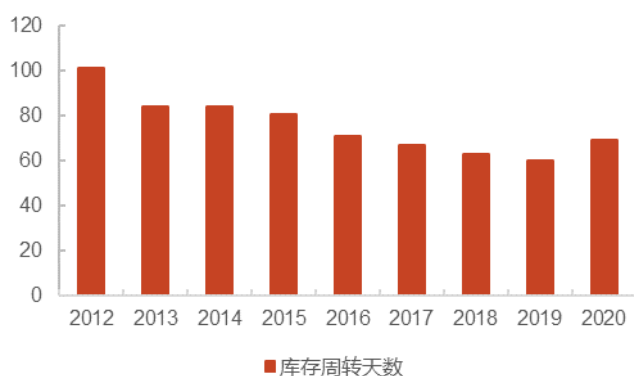
信息化系统介入产业链所有环节，全价值链效率提升↑

资料来源：公司公告，光大证券研究所

顾家家居借助信息化运营赋能全产业链，形成信息流闭环，提升全价值链效率。

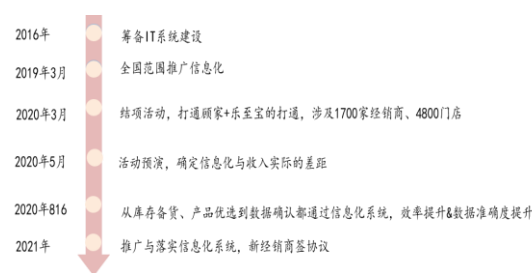
1) 形成对前端零售转型的重要支撑：从客户订单、经销商订单、产品交付及售后服务完成统一，可以有效反馈供应链，消费者需求响应程度提升。并且随着对消费者理解加深，在产品设计及 SKU 精细化管理方面都将对后端提供支持；2) 后端从制造、供应链协调、原材料准备及成品库存方面都有实现效率提升。从指标来看，公司近年的库存周转天数持续下降，营业成本中人工占比降低。

图 18：顾家家居库存周转天数持续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：顾家家居信息化推进情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

顾家家居通过零售分销系统将原来体系内部比较分散的孤岛打通，形成网状效应，提升“端到端”的全价值链效率，降低制造及销售成本，提高对终端需求的预测与响应能力。

➢ **借助信息化体系，提升终端管控能力。**借助信息化工具提升公司总部对消费者的理解，而后可以在产品端实现 SKU 优化，包括经典款、爆款的库存准备，提升终端转化率。同时，渠道管控能力也借助信息加强，减少与经销商的博弈；并且配合区域零售中心完成渠道端的零售转型增加总部调度，分解渠道环节，实现渠道规模效应提升。

➢ **提升制造效率，供应链能力改善。**公司与华为合作提升生产环节的信息化水平及局部自动化改造，也因此生产效率得以提升，对终端需求的满足程度有一定提升。同时，公司也将系统接入上游供应商，在物料准备和工厂生产环节提高反应速度，减少库存压力。

图 20：制造端的数字化升级



资料来源：混沌大学，光大证券研究所

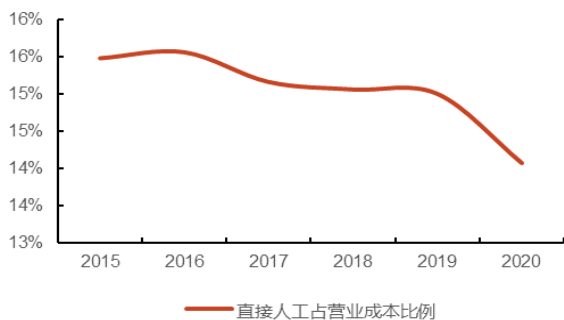
软件基础上补足硬件能力，推动顾家家居“一盘货”。家居产品由于多元、体积较大且涉及的装修环节不同，占用经销商较多精力且价值配比较高；顾家家居于2019年开始仓配改革，进一步从基础设施方面为公司零售转型及品类扩张提供重要支撑：

- 配送：2020年开始承担经销商干线物流，由公司招标统一管理，最后一公里配送仍然由经销商完成，但是后续也有望通过与头部物流公司合作覆盖，打通产品流程的信息覆盖，降低经销商压力的同时也提升公司对渠道全环节的掌控力。
- 仓储：全国云罗密布着各种仓库，由当地经销商管理。每个仓库都是孤岛效应，信息不透明且滞后，且经销商规模效应有限，仓储价值链成本高，造成较大资源浪费。顾家根据人口密度设置中心仓，辐射周围区域。

顾家家居通过统仓统配提升渠道端运营能力，实现了全流程公司端控货。过去货物由公司发至经销商仓库再由经销商送货；仓配改革改变了渠道物流交付方式，也提升了公司对于产品流的掌控力。协同中心仓的出现改变了渠道物流的交付方式，降低渠道端对经销商的依赖，也减少对经销商的资金占用。

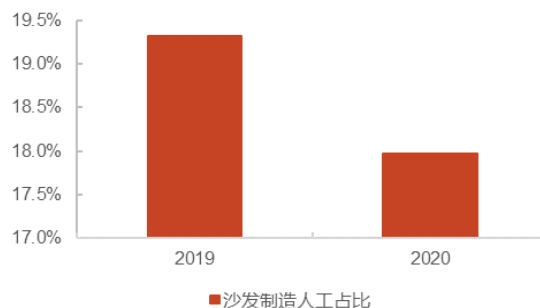
制造环节效率提升，对人工依赖度降低。家居生产重度依赖人工，尤其是沙发这种不规则的产品；但是可以通过智能设备在部分生产环节减少人工参与。同时，智能设备的海量数据可以提升部分生产环节效率，逐步实现数据运营及数据预测，减少人工在决策中的干预。

图 21：制造环节对人工依赖逐步降低



资料来源：公司年报，光大证券研究所

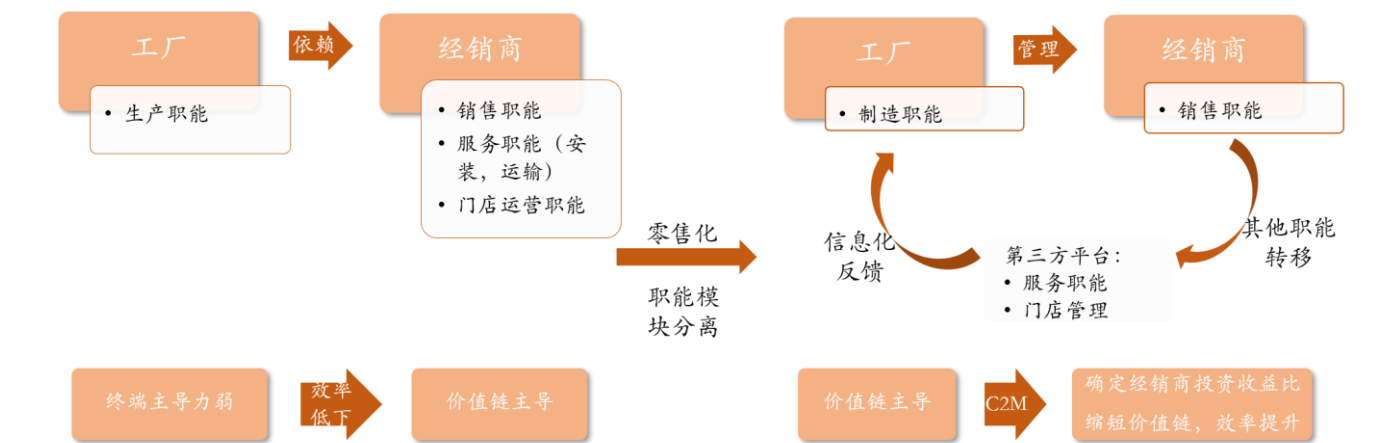
图 22：沙发制造人工占比降低显著



资料来源：公司年报，光大证券研究所

借助信息化工具及仓配基础设施推进渠道端效率革命,顾家家居将进一步完善渠道端专业化分工,减弱对经销商的依赖,实现价值链效率提升;包括推进门店统一施工,门店开业周期缩短,单位人员费用下降,人均开店效率提升。随着消费者数据库的完善,公司有望提升数据化能力,在部分环节落实 C2B。

图 23: 渠道端效率提升模型, 分工完善离不开信息化工具及仓配

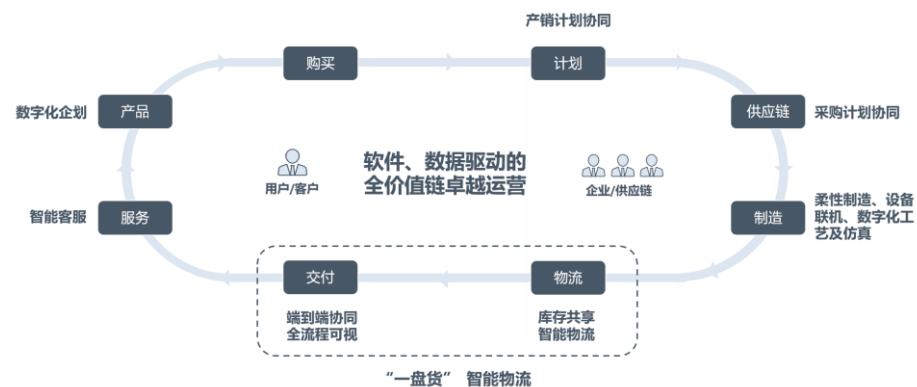


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

由于基础设施建设与互联网的发展,消费者获取商品的途径更加多样便捷,不应为低效渠道环节带来的冗余加价买单。新基础设施改变消费者的生活方式的同时也在逐渐改造上游产业链,消费品中已经有非常多卓越的公司借助信息化的手段提升自身效率同时也加强对消费者的理解,比如安踏、美的。家居可能是被改造最晚的消费品行业。头部公司在全国渠道布局完成及核心品类步入稳定增长期的同时开始借助外部工具提高自身能力,这也意味着市占率会出现一轮快速集中;同时,真正的竞争刚刚拉开序幕。

参考美的集团,基础设施方面,2013-20 年信息化投入累计约 80 亿元,实现生产端至渠道端打通,全面监控生产、动销及库存;同时,安得物流及统仓统配发展迅速,提升产品交付的管控及效率。

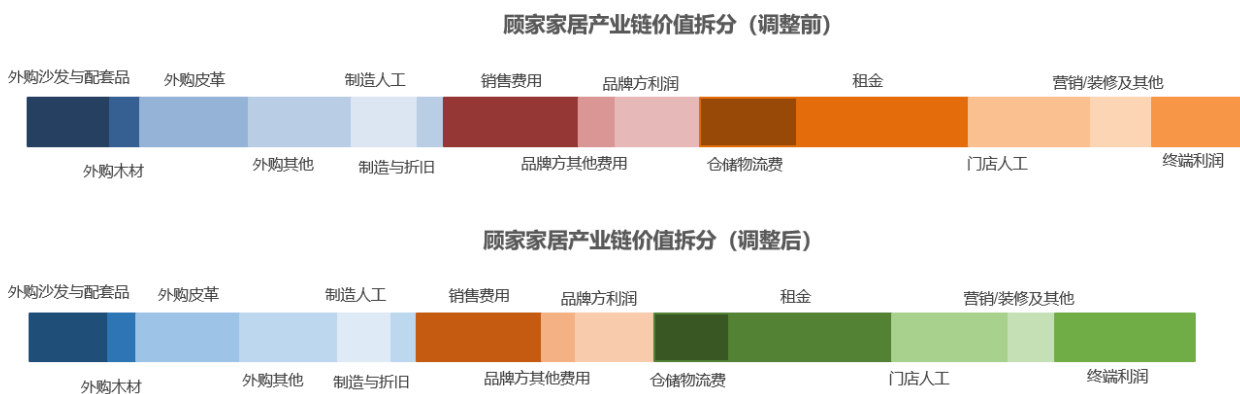
图 24: 美的集团一盘货: 推动全价值链综合优化



资料来源: 美的集团公告, 光大证券研究所

从供应链走向价值链，品类扩张及大家居落地进展加快。不仅仅是信息化，而是信息工具深入价值链体系中去改造各个环节。无论是家居空间内产品的一致性还是各种类型消费需求的满足，顾家家居都有能力实现，在此过程中，全产业链的周转效率提升，同时价值链收缩有利于增加消费者剩余。

图 25：通过全价值链运营，提升公司端占全链条比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、再论未来 5 年，顾家家居的成长确定性

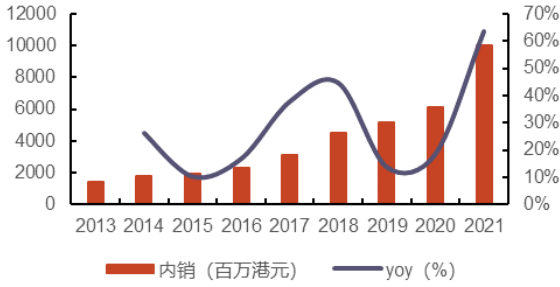
在家居行业经历了地产需求下滑、中美贸易摩擦及新冠疫情重重考验的背景下，龙头公司从生产、品牌营销至渠道管理全方面的逆势布局已经具备领先行业其他公司发展的能力。我们认为行业步入整合期，也意味着真正意义上的竞争拉开序幕。

我们认为，顾家家居的战略目标与组织能力可以支持公司持续复利成长；并且公司现在无论是信息化还有仓配服方面的筹备都是为了持续性的成长积蓄实力，从品类及渠道扩张来看，顾家家居的成长确定性较高。

3.1、顾家核心品类软体家居：产品消费升级，行业步入整合

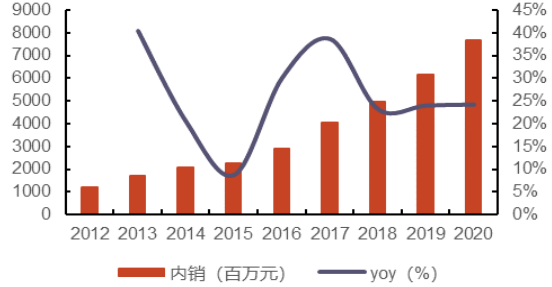
国内疫情得控以来，软体家居呈现“小牛市”的特征，尤其是头部公司顾家家居、敏华控股内销增速较快，无论是线下开店、单店表现或是电商渠道都增长显著。我们认为疫情提升消费者对家居产品舒适度的需求，促进产品消费升级，体现在消费者更加偏好更舒适的功能沙发及对床垫的要求提升。

图 26: 敏华内销收入情况



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所
注: 敏华年份为财年, 是以当年 Q2 至第二年 Q1 为一个完整财年, 2021 财年截至 2021Q1

图 27: 顾家内销收入情况



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所
注: 顾家内销为内生发展部分, 未纳入并购项目。

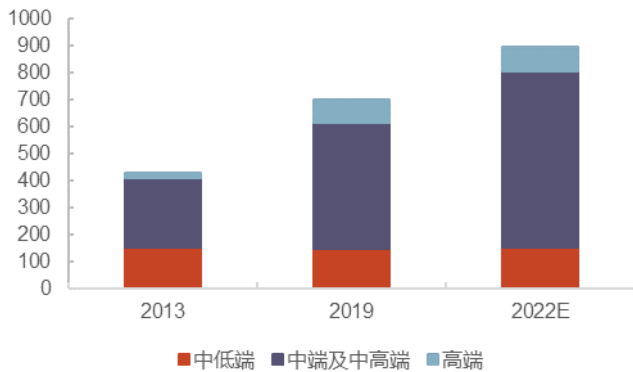
怎么理解软体家居这个品类?

- 软体家居主要指沙发和床垫，消费品属性强，流量变化对其影响较小：软体家居装修属性较弱，服务依赖度低。在疫情的影响下，消费者对家居生活要求提高，软体家居更换频率提升；根据我们的渠道草根调研，一线城市超过 50% 的消费者是因为更替需求购买沙发。
- 低客单值导致线下渠道坪效低，迎来电商发展红利。软体家居线下坪效较低，且不太需要服务内容电商已经出现，家居品牌与消费者在线上的沟通能力远胜于图文时代，电商渠道也成为了新增长点。
- 沙发生产端工业化低，管理难度较大，小工厂体量天花板低：沙发对人工依赖度较高，小工厂很难规模化；且体积较大运输半径有限。大公司在管理及工厂布局方面天然有优势。

顾家家居在品牌策略方面布局领先行业，并且在新渠道和新品类方面也积极部署。顾家起步品类是休闲沙发，此品类个性化较重，需求分散，能做成全国性品牌并保持头部的市场地位实属不易。所以，顾家家居就软体家居布局床及床垫和功能沙发，我们认为在未来配合供应链的完善及新渠道营销有望保持快速发展。

考虑消费分层，拓宽价格带多品牌战略全面覆盖消费者。以沙发为例，我们推断从 2013 年发展至 2019 年，定位中低端的产品市场并没有出现大幅增长，而中端及高端市场增长显著，消费分层明显；沙发品牌如顾家、芝华仕皆因定位中高端市场而成长显著。

图 28: 沙发市场按价格带拆分 (出厂口径, 亿元)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所测算

图 29: 沙发品牌价格带定位



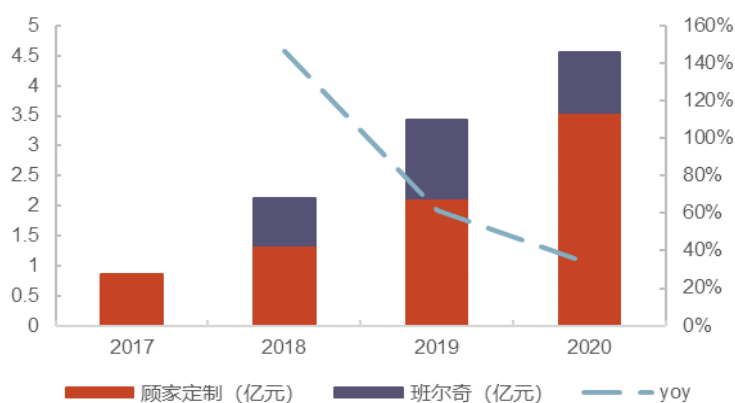
资料来源: 各公司官网, 光大证券研究所

3.2、 跨界进入定制家居领域，踏上大家居征程

顾家家居 2016 年成立顾家定制，开始定制家居产业的生产及销售，核心区域为杭州。而 2016 年前后也是定制家居快速发展的时期，头部公司如索菲亚、欧派家居都达到 30%~40% 的收入增长。顾家家居虽然当时主业仍为软体产品，但是已经在为未来的品类扩张做准备。

2020 年顾家家居定制家居收入为 4.56 亿元，同比 2019 年增长 32.9%，其中顾家定制收入 3.56 亿元，同比增长 67.1%，未来公司将以自有品牌为主导发展定制家居品类。

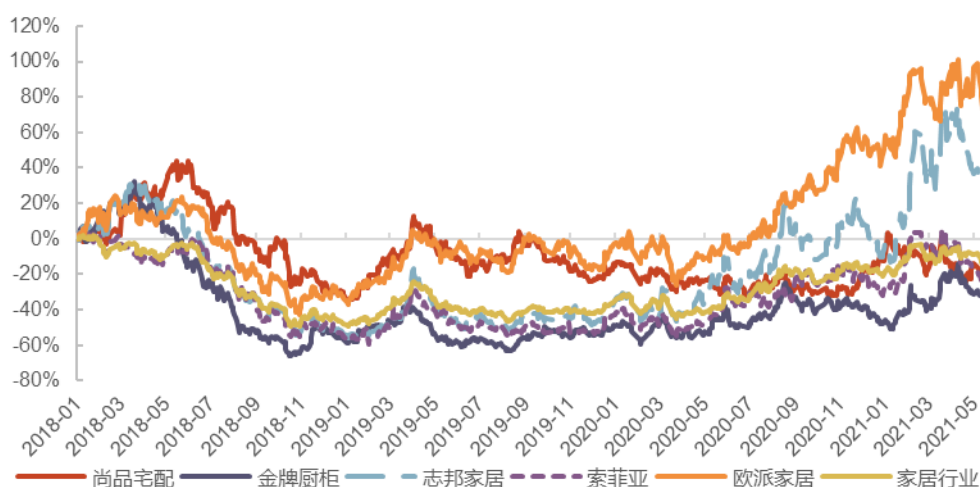
图 30：顾家家居定制家居



资料来源：公司公告，光大证券研究所

扩张进入定制家居领域是至关重要的一步，也意味着顾家核心品类的布局完成。由于定制家居购买客单价较高，定制衣柜终端客单值平均可达 2 万~3 万，定制橱柜约有 1 万，占家装支出比例较高，是较为核心的品类；并且定制家居可支撑客厅、卧室、厨房及阳台多个区域的设计框架，定调整体设计风格，是消费者一站式购买不可缺少的一个产品。并且，目前家居上市公司收入增速较快的大多都是以定制家居为主要业务也可以证明这一点。

图 31：定制家居公司与家居行业股价对比

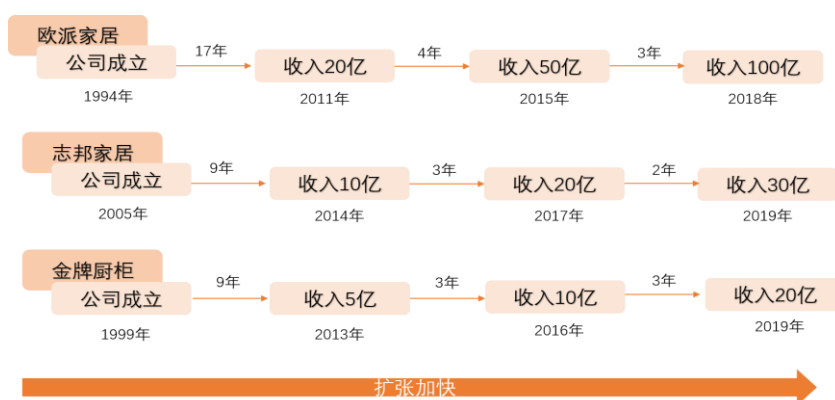


资料来源：Wind，光大证券研究所
 注：日期截至 2021 年 6 月 9 日

怎么理解定制家居这个品类？定制家居是工业化改造最成功的家居品类，通过软件与现代化工厂实现衣柜定制生产，减少价值链成品库存压力。也是家居品类中实现 C2B 的品类：

- **定制家居行业本身仍然是成长性行业**，替代成品家居提升消费者家居环境舒适度和空间利用水平，渗透率仍然有提升空间；
- **定制家居公司的成长节奏先慢后快**：早期储备产能、规划渠道及需要时间试错来提升安装交付能力，起步较慢，但是后续在渠道端及工厂端放量较快；

图 32：定制家居上市公司成长节奏分析



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为，顾家家居的定制家居“跨界”扩张成功的可能性比较高，原因包括：

- 公司先行将产能准备到位，预计 2021 年底黄冈及江东工厂共具备支持 30 亿收入的定制家居产能，可以充分支持公司后续的发展；

- 公司已经证明过品类扩张及多品类运营能力,从组织及渠道积累方面都有能力支持新品类扩张。顾家在新品类布艺沙发及床垫两个品类方面,都是从单品独立运营扩张,包括独立招商和独立开店,也有品类间的融合店。
- 定制家居板块的发展需要大规模制造、产品整体性设计以及建立渠道体系完成产品交付安装。定制家居与软体家居的差异在于需要经销商落地服务、生产端更依赖于机器设备及空间设计。

表 2: 定制家居与软体家居产品属性比较

类别	生产	产品特点	设计	交付
定制家居	机器大规模生产,自动化程度高	非标,板材,可折叠	侧重于空间性设计	产品交付、安装服务
软体家居	沙发依赖手工,床垫自动化	非标,抛货,不可折叠或压缩	产品设计	产品交付

资料来源:光大证券研究所整理

4、盈利预测

顾家家居在经历了 2017 年的终端需求滑坡危机后快速调整战略与组织,2019 年开始落实区域零售中心以实现稳健的成长。目前,公司的信息化能力已经得到大幅提升,仓储物流、渠道标准化管理等都帮助公司提升全价值链的管理能力。公司治理方面已经过渡至职业经理人模式,家族对顾家家居的干预减少,我们认为现代化组织模式可以保证公司长期稳定发展。

我们认可公司零售转型与供应链整合的战略,同时也坚信随着公司软体产品更进一步,定制家居快速发展,顾家家居未来的成长将稳健且持续。我们上文论证了定制家居品类后续扩张加速的可能性较高,并且顾家在软体品类上也在持续发力,高端产品线如 NATTUZI 的扩张加速可能性较高,我们上调公司 2021-23 年盈利预测 21-23 年净利润 16.8/21.1/25.6 亿元(分别上调 1%/5%/10%),维持“买入”评级。

5、风险分析

供应链管理改善不及预期: 顾家家居多品类整合离不开供应链能力的从 0 到 1,如果后端供应链体系没有如期改善,那么渠道扩张也容易出现瓶颈。

定制家居品类扩张不顺利: 定制家居是家居行业发展非常重要的品类,支撑消费者购买家居用品的主要场景,这也是顾家扩张的重要一步,如果扩张不顺利会影响公司的股价以及未来其他的品类扩张预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业成本	7,226	8,206	10,235	13,008	15,909
折旧和摊销	166	210	142	166	191
税金及附加	79	67	84	107	131
销售费用	2,073	2,494	2,956	3,670	4,440
管理费用	292	297	366	464	567
研发费用	198	207	272	337	417
财务费用	104	132	37	80	113
投资收益	140	192	166	179	173
营业利润	1,292	1,036	2,196	2,801	3,407
利润总额	1,522	1,195	2,391	2,978	3,592
所得税	302	328	657	818	987
净利润	1,220	867	1,734	2,160	2,605
少数股东损益	59	21	50	50	50
归属母公司净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
EPS(按最新股本计)	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,124	2,180	832	1,516	3,002
净利润	1,161	845	1,684	2,110	2,555
折旧摊销	166	210	142	166	191
净营运资金增加	-495	-102	1,721	1,778	859
其他	1,292	1,227	-2,715	-2,537	-603
投资活动产生现金流	305	-1,444	583	-546	-427
净资本支出	-756	-1,075	-500	-500	-500
长期投资变化	239	18	0	0	0
其他资产变化	822	-387	1,083	-46	73
融资活动现金流	-1,046	-1,364	317	98	-1,450
股本变化	172	31	0	0	0
债务净变化	-93	-1,191	1,093	1,346	312
无息负债变化	563	1,166	-444	292	1,297
净现金流	1,383	-720	1,732	1,069	1,124

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.9%	35.2%	35.6%	35.5%	35.5%
EBITDA 率	13.3%	17.7%	14.0%	14.3%	14.4%
EBIT 率	11.4%	15.7%	13.1%	13.5%	13.7%
税前净利润率	13.7%	9.4%	15.0%	14.8%	14.6%
归母净利润率	10.5%	6.7%	10.6%	10.5%	10.4%
ROA	10.0%	6.6%	11.8%	12.5%	13.1%
ROE (摊薄)	19.7%	12.5%	21.9%	24.5%	26.8%
经营性 ROIC	18.3%	24.4%	19.0%	19.5%	21.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	46%	45%	47%	49%
流动比率	1.36	1.18	1.32	1.33	1.35
速动比率	1.08	0.83	0.98	1.00	1.00
归母权益/有息债务	3.07	9.19	4.21	2.72	2.74
有形资产/有息债务	5.42	15.84	7.27	5.02	5.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,260	13,038	14,681	17,311	19,876
货币资金	2,958	2,241	3,973	5,042	6,166
交易性金融资产	493	765	200	400	500
应收帐款	1,012	1,108	1,513	1,921	2,349
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	146	112	0	0	0
存货	1,266	1,871	2,043	2,602	3,182
其他流动资产	183	173	173	173	173
流动资产合计	6,113	6,360	7,997	10,267	12,523
其他权益工具	1,766	1,735	1,735	1,735	1,735
长期股权投资	239	18	18	18	18
固定资产	1,854	1,854	2,100	2,341	2,571
在建工程	442	442	519	577	620
无形资产	755	733	719	704	690
商誉	827	343	343	343	343
其他非流动资产	11	862	862	862	862
非流动资产合计	6,147	6,678	6,684	7,044	7,353
总负债	5,959	5,934	6,583	8,221	9,830
短期借款	287	233	1,326	2,672	2,985
应付账款	1,280	1,489	1,835	2,346	2,861
应付票据	29	54	67	86	105
预收账款	1,492	0	1,069	678	1,244
其他流动负债	0	210	210	210	210
流动负债合计	4,498	5,405	6,054	7,692	9,301
长期借款	474	400	400	400	400
应付债券	837	0	0	0	0
其他非流动负债	21	129	129	129	129
非流动负债合计	1,462	529	529	529	529
股东权益	6,301	7,104	8,098	9,090	10,046
股本	602	632	632	632	632
公积金	2,596	3,815	3,815	3,815	3,815
未分配利润	2,512	2,689	3,633	4,575	5,481
归属母公司权益	5,906	6,740	7,684	8,626	9,532
少数股东权益	394	364	414	464	514

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.69%	19.69%	18.60%	18.20%	18.00%
管理费用率	2.63%	2.34%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用率	0.94%	1.04%	0.23%	0.39%	0.46%
研发费用率	1.78%	1.63%	1.71%	1.67%	1.69%
所得税率	20%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	1.17	1.85	2.61	2.96
每股经营现金流	3.53	3.45	1.32	2.40	4.75
每股净资产	9.81	10.66	12.15	13.64	15.07
每股销售收入	18.43	20.03	25.13	31.89	39.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	41	59	30	24	20
PB	8.1	7.5	6.5	5.8	5.3
EV/EBITDA	34.7	23.6	23.6	18.7	15.2
股息率	1.3%	1.5%	2.3%	3.3%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE