

所属行业

房地产

发布时间

2021年11月19日

顾家家居 (603816.SH)

“并购王”顾家的野望：规模冲刺与精品

宜家梦想

核心观点：

近年来，向零售端的持续转型和对规模的诉求是顾家家居较为显著的特征。为了实现冲刺规模的目标，公司通过股权激励等手段，强化公司核心团队和公司的利益联系，并设立了激励条件，以最大程度的发挥公司专业经理人团队的能力。

此外，公司大量通过并购等手段切入，打开单品类天花板，拓展了床垫、定制等业务，短期内快速增厚业绩，业务规模再上台阶。受益于品类的拓展的策略，公司的床垫业务和定制家居业务取得了长足的发展，逐渐成为公司业绩成长的重要动力，推动公司的整体业绩快速向上。

但从整体的持续性来看，公司近年的业绩增长来源中，外延收购的公司业绩普遍不如预期，在短期增厚业绩后，整体被收购的公司的业绩回落，并未推动业绩持续增长。公司的海外业务，由于连续受到美国贸易战的影响，整体规模保持平稳，内生-外销的营业收入增长趋于停滞。不过可喜的是，公司国内业务仍然保持了相对稳定的增长，营业收入从2018年的49.82亿元上升至2020年的68.85亿元，CAGR为17.56%，维持了较快的增长速度。未来随着公司的出口业务持续恢复，叠加公司大家居业务的持续推进，未来公司有望形成内销出口双轮驱动，推动公司的业绩持续提升。

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

周小龙

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级

长期以来，牢牢把握终端渠道，高坪效的宜家也一直是公司学习和追赶的榜样，公司也层喊出了建设“精品宜家”的口号。公司对于零售渠道的变革主要分为两个维度：渠道的宽度和深度。

深度方面，我们认为公司在零售渠道做出的改革更多的将渠道进一步的“本地化、数字化和精细化”。公司首先是完善信息化建设，通过大量获取消费者和业务的数据，以改善经营效益，指导公司设计合适的产品和精准营销。为了更加直接的贴近消费者，公司进行了组织变革，将组织结构调整为了“营销事业部——区域零售中心——经销商”，以减少内耗，更加精细化的对渠道进行管理。2019年顾家家居提出了“1+N+X”策略。1+N+X的中1是打造大店，开设大店有利于企业提升客单价和降低获客成本，也有利于不同品类之间的相互带单，以提升店面的坪效，人均营收和单店收入也取得了一定程度的提高，经营绩效有所提升。渠道宽度方面，公司通过门店的大幅拓展，以及电商渠道的开拓，推动公司业绩持续攀高。

然而在利润水平上，随着低毛利的海外业务的占比持续爬升，且产品价格带下行拉低毛利润率，叠加原材料价格的持续上升，公司的毛利润率持续下行。毛利润率从2018年的42.86%下滑至2020年的40.11%，整体毛利润率下滑较为明显。整体来看，当前内销和外销的毛利润率水平均为公司历史较低水平，未来利润率存在修复的可能。

展望未来，短期内随着竣工周期的到来和海外业务的持续恢复，公司短期业绩预计仍将维持中高度增长。从长期来看我们预计公司在强大的零售渠道和品牌的支持下，仍将在行业内保持龙头地位，市占率将逐渐提升。

目录

一、同心同德，股权一致聚人心.....	4
二、品类拓展：内生动力充足，激进并购成效不彰.....	5
1、沙发业务：沙发优势品类依旧强势，并购切入功能沙发市场，.....	5
2、床垫业务：爆款产品打开市场，海外业务命运多舛.....	8
3、配套品与定制：全屋化的自然延伸，大家居战略可期.....	10
4、外延并购成效不彰，内生增长动力充沛.....	12
三、向零售转型：精细化管理，渠道变革助推动业绩成长.....	12
1、渠道深度：向零售改革，渠道管理日趋精细化.....	13
1.1 贴近消费者，组织变革赋能经销商.....	13
1.2 大家居战略稳步推进，融合店比例持续提升.....	14
2、渠道广度：渠道持续下沉，持续强化电商渠道.....	15
2.1 开店维持积极，未来空间仍在.....	15
2.2 持续强化线上渠道，全民顾家日销售屡创新高.....	17
四、营业收入屡创新高，毛利润率长期下行趋势或将扭转.....	18
五、未来展望：外销持续向好，龙头市占率将持续提升.....	21
1、短期展望：竣工周期推动内销持续高增，出口高景气料将持续.....	21

“世界有宜家，中国有顾家”，在2018年11月27日的顾家经销商大会上，顾家家居的董事长顾江生曾喊出这样的口号，并表示，顾家的目标是“2018年做到百亿，2028年做到千亿”，公司对于规模的诉求较为明显。为实现规模的突破，公司在渠道拓展、资本市场等多个战场发动了一次次攻击。据统计，自公司2016年公司上市以来，公司的年报中共提到“进攻”17次，平均每年3.4次，公司锐意进取，冲刺规模的意图一览无余。从当前的结果来看，顾家家居积极冲刺规模推动公司业绩的节节升高。而为了更好的提升经营绩效，向宜家靠拢，公司亦提出了建设“精品宜家”，向零售转型的口号。为了理清公司的发展脉络和整体战略的成效，我们更多的将从品类和渠道进行拆分，判断公司经营成绩的优劣与其来源。

一、同心同德，股权一致聚人心

战事未开，人事先行。为了顺利地实现业绩上的突破，打进攻战是公司的主要战术。而打进攻战，则需要一只富有狼性和战斗力的团队。和家居行业普遍存在的家族企业成员对企业进行管理不同，公司在上市之前过市场化方式引进了包括青岛啤酒前董事长金志国、美的前高管李东来、海信科龙前副总裁刘春新等在内的一批职业经理人。公司对于职业经理人团队充分信任，给予其充分授权，充分放权，与管理层在战略上协同一致，在管理上分工明确，打造拥有“顾家”特色的人力资源体系。

此外，为了充分调动团队的积极性，公司在股权方面进行了一系列的动作，使公司上下齐心，同心同德，形成了特色鲜明的“充分授权，高度分享”的企业文化。整体来看，公司上市后先后进行了两次股权激励，股权激励丰厚，覆盖人群众多。2017年公司9月推出限制性股票期权激励计划，激励对象涵盖公司高管、中层管理人员、核心技术人员共计96人，股权激励相对较广。2019年9月，公司加大股权激励力度，启动股份回购计划，将以3亿-6亿元进行股权回购用以股权激励。为公司未来稳健发展，持续扩张提供了坚实的人才组织基础。

除了股权激励计划，2021年公司启动了员工持股计划，包含公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、核心骨干员工的25人参与了此次员工持股计划。持股计划完成之后，公司管理层和公司的利益绑定更加紧密，公司的管理层成员共同为公司的未来进行奋斗。

从公司股权激励和持股计划的影响来看，公司对于股权方面的一系列动作取得了较为显著的效果：

（1）首先公司积极的股权激励在一定程度上保证了公司管理层团队的相对稳定。截至2021年三季度，主管事务的董事长、总裁和副总裁的10人中，7人来自于2016年上市后的董监高团队，整体上公司的核心团队高度稳定。

（2）公司的股权激励计划立足长远，业绩考核目标长达三年。按照股权激励计划，公司2018、2019、2020年的净利润分别较2016年增长32%、52%和75%，股权激励的要求相对较高。除2020年由于减值未能完成目标以外，2018、2019年的同比增速分别为75.87%、

113.46%，均大幅超过预期目标，整体上股权激励对于公司的业绩成长起到了较强的推动作用。

在做好了内部团结的情况下，公司的进攻方向的选择则摆在了公司管理层的面前。经过公司管理层对于市场环境和公司内部环境的梳理，公司制定了大定制战略。公司通过布局全屋定制和孵化新业务，新增消费群，以实现公司的增长目标。整体来看，公司的扩张有两大方向：产品的扩张、渠道的拓展，下面将对两大方向进行较为详细的分析。

二、品类拓展：内生动力充足，激进并购成效不彰

作为软体家居企业，好的产品是公司赖以生存的生命线。对于顾家家居而言，由于单品类存在天花板，拓展品类是较好冲刺规模的方式。而对于上市后财大气粗的顾家家居而言，更是在品类拓展的路上一路狂奔，实现了营业收入的快速增长。因此我们在分析公司外拓策略的时候，将主要从品类拓展来进行分析。

1、沙发业务：沙发优势品类依旧强势，并购切入功能沙发市场，

从产品本身来说，公司做沙发起家，沙发业务仍然是公司的优势品类。截至2020年末，沙发业务的营业收入规模达64.13亿元，占公司总营业收入的50.63%，为公司的主要产品。公司在沙发领域已有多年的经营历史，得益于深厚的工艺技术积累和严格的品质管理，公司的沙发产品在市场上长期保持着较高的竞争实力。从细分品类来看，沙发可以分为皮艺沙发、布艺沙发和功能沙发。

公司做皮类沙发起家，2013年皮艺沙发的营业收入占沙发总收入的比例达到了85%，占据绝对多数。公司近年持续聚焦顾家工艺、睡眠中心品类，深耕深挖，提升产品力，精准定位丰富风格，打造“宽而薄”的产品策略；打造品牌、产品、店态一体化。

图表：公司的主要产品

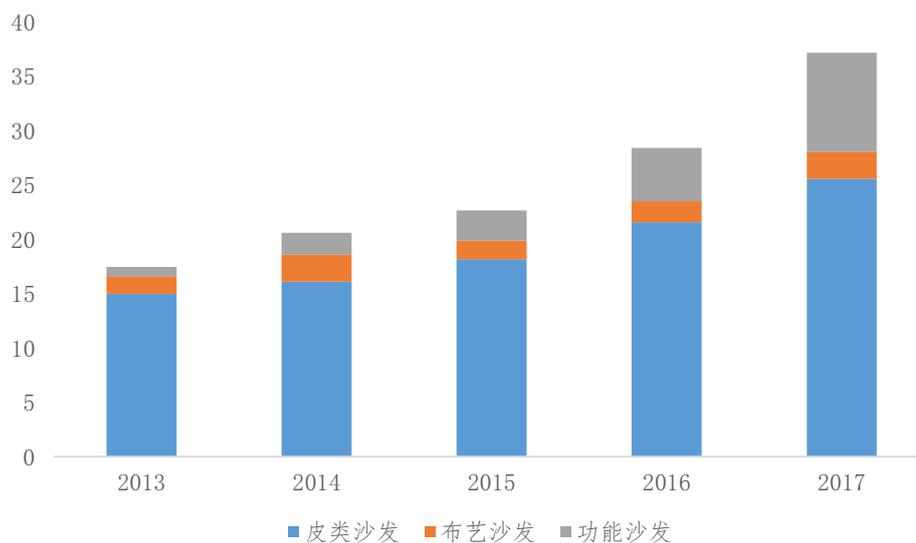


资料来源：亿翰智库、企业公告

公司亦积极出海并购,拓展欧洲等海外市场的同时,亦丰富公司的品牌布局和产品序列,强化公司的设计能力。2018年,公司收购 Rolf Benz AG&Co.KG 99.92%的股权以及 RB Management AG100% (以下简称“Rolf Benz”) 股权,支付对价约 3.12 亿元。从标的上来看,Rolf Benz 是德国知名度最高的家具品牌公司,标的公司销售额 80%以上为欧洲市场。尽管 Rolf Benz 负有盛名,但整体的经营绩效不佳。2016年,陷入困境的 Rolf Benz 出售旗下 Ruf-Betten 床具业务,2017年 Rolf Benz 的扣除非经常性损益后的净利润仅为 288.5 万欧元,同比下滑 23.21%。根据公司的营业收入测算,Rolf Benz 的净利润率仅为 3.71%,处于微利的状态。而在新主人来临后,受到德国家居需求低迷影响,Rolf Benz 的经营并未好转。根据 2019 年顾家家居对于年报问询函的回复,Rolf Benz 上半年利润完成情况即未达预期,恶化的经营情况并未扭转。2020年,顾家家居对 Rolf Benz 的商誉进行了大幅计提,承认了对于 Rolf Benz 收购的失利。

功能沙发方面,公司主要通过合作或收购国外品牌的方式拓展市场。2012年,公司通过和美国著名功能沙发品牌 La-Z-Boy 合作切入功能沙发业务。公司作为经销商并利用自身渠道使用 La-Z-Boy 品牌在国内销售功能沙发产品,推动公司功能沙发的快速发展。2013-2017年,功能沙发的营业收入规模从 0.84 亿元快速上升至 9.12 亿元,CAGR 高达 81.52%,在沙发总营业收入中所占比例也由 2013 年的 4.82%提升至 2018 年 H1 的 30.10%,占比大幅提升,沙发的品类日益多样化。

图表: 公司沙发的营业收入结构 (亿元)



资料来源: 亿翰智库、企业公告

除了和 La-Z-Boy 合作开辟功能沙发业务,公司亦通过并购等手段,抢占功能沙发的市场占有率。2018年,公司收购意大利家具标杆企业 Natuzzi,提升公司在空间设计、产品研

发与制造、终端零售管理等价值链上关键环节的竞争力的同时，也扩大了功能性沙发品牌的销售渠道。截至 2019 年末，根据欧睿国际的市场调研数据，顾家家居凭借其合作及并购的两个品牌（Natuzzi 和 La-z-boy）占据国内市场 11.4% 的市场份额，市场占有率较之以往上升明显。尽管如此，公司功能性沙发的市场占有率距离市场龙头敏华控股（接近 50%）仍有较大的差距，市场占有率相对较低。

此外公司并购的 Natuzzi 公司经营业绩增长缓慢，并未达到公司之前预设的目标。根据顾家家居的公告披露，此前公司用 6500 万欧元购买合资公司 51% 的股权，我们按照此前欧元/人民币 7 的汇率计算，合资公司估值高达 9.1 亿。考虑到合资公司 2017 年净利润仅为 2103 万元，市盈率高达 43 倍，预示了顾家对于 Natuzzi 未来较高的成长预期。整体来看，合资公司在顾家入主后，门店数量和净利润均有了一定程度的提升。但由于国内高端市场相对小众，整体推广效果不如预期。根据纳图兹家居的年报，截至 2020 年末，Natuzzi 旗下两个品牌 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 的门店数量分别增至 84 个和 172 个，较 2018 年末分别增长 37.70% 和 31.30%，增长较为稳健。从利润来看，2017 年末合资公司的净利润达 2103 万元，2020 年公司的净利润达 382 万欧元（折合人民币约 2826 万元），3 年 CAGR 仅 10.35%。相对于公司并购时付出的价格，合资公司的业绩成长明显不如预期。

图表：Natuzzi Trading Shanghai（合资公司）的业绩（单位：千欧元）

	2020	2019	2018
Revenue	62,023	52,714	13,836
Cost of sales	(37,414)	(33,754)	(8,197)
Other income and expenses, net	(413)	41	919
Selling expenses	(17,685)	(13,570)	(5,141)
Administrative expenses	(2,185)	(1,883)	(632)
Net finance income	864	1,194	350
Profit before tax	5,190	4,742	1,135
Income tax expense	(1,368)	(1,304)	(500)
Profit for the period	3,822	3,438	635

资料来源：亿翰智库、企业公告

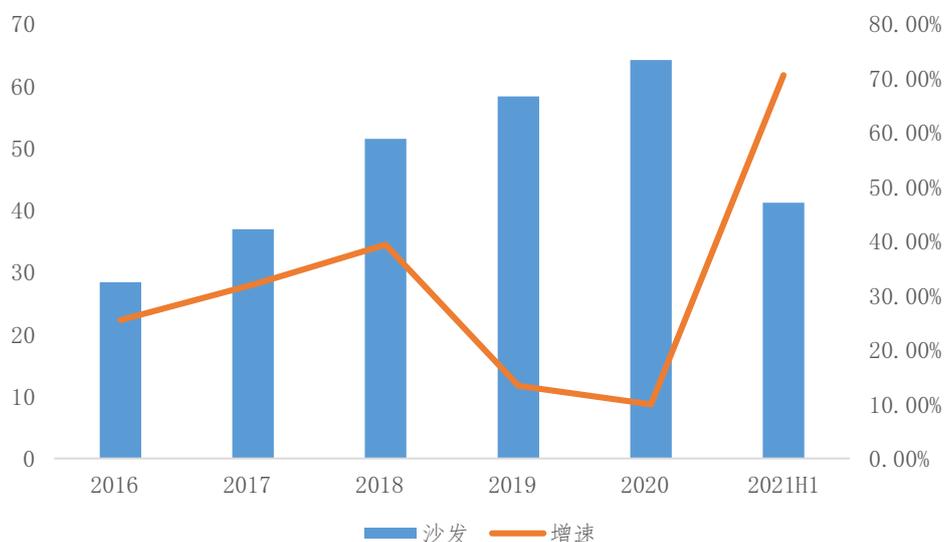
而对于沙发的其他品类，如布艺沙发，公司更多的采取内生增长的方式。2020 年，公司重新定位布艺缤纷系列产品，并逐渐培育形成了“缤纷”和“睿致”两大产品系。公司通过色彩和面料应用提升产品力，并推出新型面料定位更高端、更时尚，更独立化发展，终端产品力不断提升，并在深圳展会获金沙奖“最佳软体沙发”金奖。

整体来看，在 2018 年进行了一系列大规模并购后，受到贸易战和行业景气度下行的影响，沙发的营业收入增速随即回落，2019、2020 年的营业收入增速仅为 13.35% 和 9.98%，增速趋缓。2021 年上半年，随着海外贸易的恢复和产品价格带的丰富，叠加竣工的持续好转，2021 年上半年沙发的营业收入大增 70.5%，沙发业务重回高速增长的轨道。

但从利润水平来看，沙发业务的毛利润率呈现持续下滑趋势，从 2017 年的 36.46% 下滑至 2020 年的 32.56%，毛利润率下滑明显。我们认为公司沙发业务毛利润率下滑可能有以下几个原因：（1）新并购的公司的毛利润率水平相对较低，拉低了整体毛利润率的水平；（2）

贸易战使出口产品毛利率下滑；（3）产品结构调整，低毛利的布艺沙发的占比提升。

图表：沙发业务的规模及毛利润率（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

2、床垫业务：爆款产品打开市场，海外业务命运多舛

除了沙发业务，床垫业务也是公司重点发力的主要业务。自 2013 年公司床垫生产线试生产以来，依托公司完善的“直营+经销”渠道，公司床类产品销售收入快速增长，床垫业务取得了长足的成长。由于公司床垫业务切入较晚，且公司在床垫领域不论是渠道还是品牌知名度距离慕思等竞争对手均有较大差距，床垫业务的增速相对较慢，不如预期。

为了打开市场，打响市场知名度，公司在做了充分市场调研的情况下，找到了客户的三大痛点（软硬度、舒适度、价格）。在此基础上，公司仿效小米的极致性价比路线，走薄利多销的路子，公司在 2015 年推出了仅售 2999 元的顾家 1 号垫，价格相比于同类产品大幅度降低。顾家 1 号垫推出后，市场反响良好，销量和销售额均取得大幅度成长。2015 年，公司的床垫业务营业额突破 4 亿元，同比增长 53.90%。尽管公司使用爆款策略打开市场，但公司通过简化零售环节，减少销售费用，以及规模效应的逐步显现，仍然取得了较为可观的利润水平。公司的毛利率水平维持在 35%-38%之间，整体利润水平相对较好。

图表：爆款的顾家1号垫



资料来源：亿翰智库、公司官网

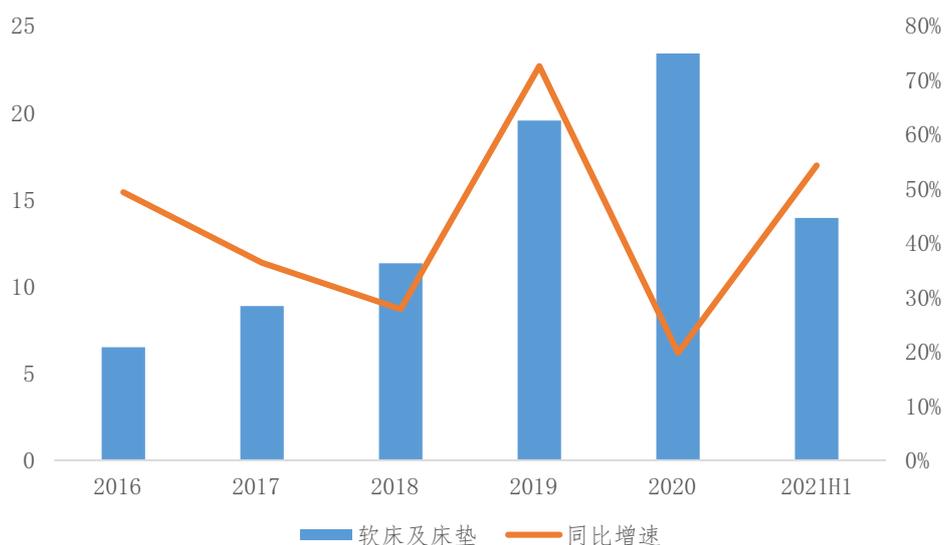
除了走性价比路线打开内销市场，公司亦积极通过并购等方式，拓展公司床垫业务的外销渠道。2018年，公司顺利收购玺堡家居51%股权，总作价8.32亿元，并设定对标的公司2019-2021年净利润的业绩目标为5500/6500/7500万。考虑到玺堡家居2017年的净利润仅为1595.21万元，整体收购标的的市盈率达到52倍市盈率。和Natuzzi类似，公司对于玺堡家居未来的增长抱有较高的信心。2019年，受到并表玺堡家居的影响，公司的床垫业务规模大增72.51%，实现了高速的成长。

好景不长，玺堡家居主营的对美出口业务则受到了中美贸易战和新冠疫情的连续冲击，业绩承压。2018年末，美国商务部对中国床垫生产公司启动了反倾销调查，2019年12月2日，玺堡家居国内公司被美国关税部门列明征收162.76%的床垫反倾销税，巨额的税率导致玺堡家居无法从国内出货。而公司此前并未在海外布局较多的工厂，无法满足出货的要求，导致公司的产能无法顺利衔接。此后公司将部分产能转移至马来西亚，产能有所恢复。但是2020年马来西亚又被美国商务部列入了床垫反倾销名录，并于2020年11月对玺堡家居的马来西亚公司列明征收42.92%的反倾销关税，至此玺堡家居面临国内国外基地都无法向美国市场直接出货的局面。考虑到美国反倾销政策具有一定的不可抗力的特点，公司在2021年10月份调整此前的业绩承诺，将此前原定于2020、2021年完成的业绩目标延后至2021、2022年，整体业绩成长远逊预期。

从整体业绩增速来看，公司的床垫业务在经历了2020年的低潮期后，随着公司在韩国、台湾等地工厂的陆续投产，公司出口的产能陆续恢复。2021年上半年，公司的床垫业务的销售收入恢复至13.92亿元，较2019年同期增长91.74%，床垫业务恢复明显。2021年顾家

签约杭州亚运会，成为 2022 年杭州亚运会官方床垫独家供应商。未来，公司将继续扩大中端床垫的市场份额，使用不同的技术、材质针对多种用户群体，设计更时尚、专业的睡眠产品，提升中端床垫产品竞争力。同时，继续推进高端床垫产品推广项目，保持高端床垫的市场份额，预计床垫业务将继续成为公司业绩增长的重要动力。

图表：软床及床垫的销售收入及增速（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

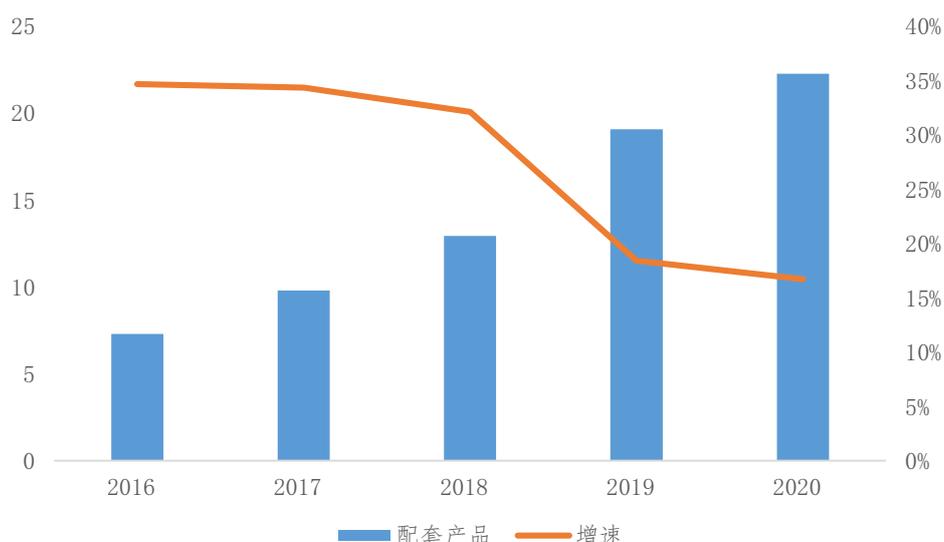
3、配套品与定制：全屋化的自然延伸，大家居战略可期

随着公司两大主营业务床垫和沙发业务的蓬勃发展，和沙发同在装修链的桌椅等配套品和定制家居业务也自然而然的进入了公司发展的视线。随着 90 后客户群体逐渐成为家居的主要客户。由于 90 后客户群体的生活节奏较快，且过去艰苦朴素的习惯逐渐退散，整体更加习惯于一站式购物以节省时间。为了顺应市场趋势，公司大力发展配套品业务和定制家居业务，以满足客户一站式购物的需求。

公司的配套产品指餐桌、茶几、床头柜、电视柜等。对于配套产品，主要由公司提供设计方案，由供应商制造完成。公司从外部采购配套产品，一方面，有利于公司发挥自身核心优势，专注于软体家具的生产；另一方面，公司按照自己的设计方案向配套品供应商定制并采购配套产品，有利于实现相关产品的一体化销售。

随着整体家具概念逐渐深入人心，2013 年公司成立了集成产品经营部，加大与主要产品相匹配的茶几、床头柜、餐桌、电视柜等配套产品的销售引导力度，并且通过研发设计提高了配套产品与沙发、软床、餐椅等产品的整体匹配美感，使得终端消费者对产品的成套采购量增加，从而促进了配套产品的销售。从整体的销售情况来看，配套产品的销售收入增长迅猛，配套产品的销售收入从 2017 年的 9.78 亿元上升至 2020 年的 22.24 亿元，CAGR 高达 31.5%，增速迅猛。

图表：配套产品的营业收入及增速（亿元）



资料来源: 亿翰智库、企业公告

相对而言，定制家居则是公司近年新切入的新业务，业务发展相对较晚。2018年，公司将定制业务作为公司战略业务进行发展，并投入较大资源进行产品设计以及信息系统开发。而在渠道拓展方面，公司主要有两种形式对渠道进行拓展：通过开立专门的定制家居门店和融合店。公司在专业发育顾家定制渠道的基础上，充分借力顾家现有优质软体经销商，加快“软体+定制”融合店发展。从全品类的角度，定制家居和软体可以相互引流，相互带单，整体的引流的水平接近30%，促进了定制家居业务和软体业务的协同发展。

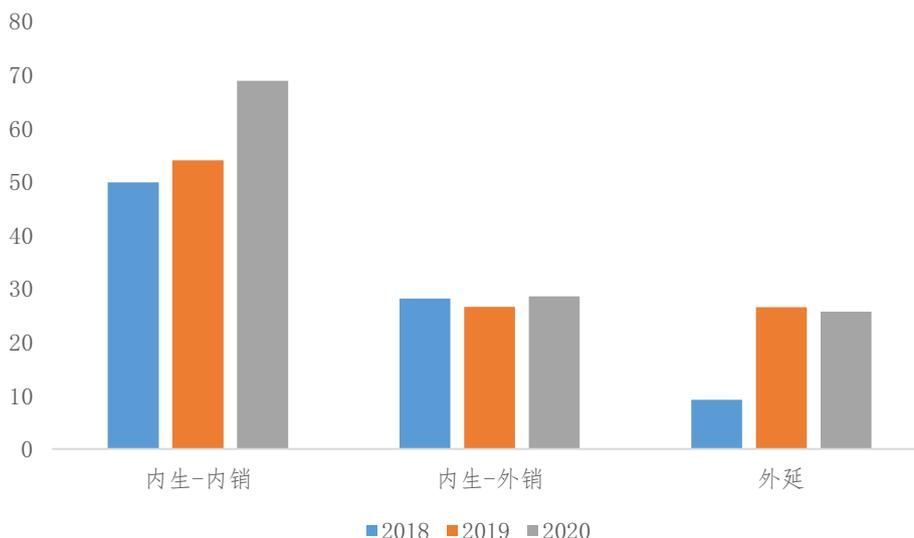
此外公司在2018年收购了全屋定制企业班尔奇，以更好的切入定制家居板块。班尔奇既是百安居中国收纳系统的全国指定供应商，也是红星美凯龙、居然之家等知名建材市场的合作伙伴，还是万科、世茂和绿城等全国大型地产集团的战略配套供应商，同时还是服务于多家国际家具采购巨头的出口加工商。截至2021年，班尔奇的销售网络已覆盖各省会及主要城市，终端店面数量达到600家。通过收购班尔奇，顾家家居快速实现了对定制家居的布局。然而和2018年的诸多收购类似，班尔奇的收购不如预期。2019年，公司2019年、2020年先后两次对收购班尔奇形成的商誉进行减值，整体发展逊于预期。

尽管如此，公司对于定制家居的布局仍然取得了一定的效果。公司的定制家居业务从2018年的2.12亿元快速上升至2020年的4.56亿元，实现了翻倍的增长。随着订单量的增加，定制业务的利润水平持续提高。定制业务的毛利润率从2018年的29.96%上升至2020年的35.76%。从整体的毛利润率水平来看，顾家家居的定制业务已达到了定制家居企业的平均水平，盈利水平明显提升。尽管公司的定制家居业务的规模相比于欧派家居等定制家居巨头仍然有较大的距离，此外公司的经销商仍然缺乏经营定制业务的经验，且融合店的经营模式和过去的门店存在一定的区别，跑通存在一定的难度。但考虑到公司庞大的渠道网络和推进大家居战略的决心，未来定制家居业务预计将成为公司未来业绩增长的重要动力。

4、外延并购成效不彰，内生增长动力充沛

整体来看，近年顾家家居为了快速扩充品类，实现规模的快速突破，在内生增长和外延两个维度狂飙猛进，进行了大量的并购和布局。由于外延并购部分对于公司业绩影响业绩较大，我们将公司近年的业绩成长来源分为内生增长（内销和外销）和外延并购两部分，以更好的分析公司的业绩增长的动力来源。

图表：公司业绩的各个来源的营业收入状况（亿元）



资料来源：亿翰智库、wind

从整体营业收入的增长动力来看，尽管外延并购在短期内快速的增厚了公司的业绩，但就如前文所述，公司近年的几笔大的并购（Natuzzi, 玺宝家居、班尔奇）均不如预期，外延的营业收入在 2019 年短期暴增后随即回落。公司仍然需要进一步加强对被收购公司的整合，以改善其经营业绩。而外销方面，近年受到中美贸易战的冲击，公司的外销业务持续承压，内生-外销的营业收入增长趋于停滞。不过可喜的是，公司国内业务的内生增长仍然保持了相对稳定的增长，营业收入从 2018 年的 49.82 亿元上升至 2020 年的 68.85 亿元，CAGR 为 17.56%，维持了较快的增长速度。未来随着公司的出口业务持续恢复，叠加公司大家居业务的持续推进，未来公司有望形成内销出口双轮驱动，推动公司的业绩持续提升。

三、向零售转型：精细化管理，渠道变革助推动业绩成长

国内业务内生增长的实现离不开公司对于渠道的精细化管理，渠道的管理和改善对于家居的发展至关重要。长期以来，牢牢把握终端渠道，高坪效的宜家也一直是公司学习和追赶的榜样，公司也喊出了建设“精品宜家”的口号。

而在客观上来讲，随着红星美凯龙等家居门店的自然客流逐渐减少，家居企业面临的压力明显上升，需要企业更加精准的把握消费者的特点，精准营销，更加贴近消费群体。此外

90后消费者逐渐成为家居行业的主流消费人群，由于90后客户群体的生活节奏较快，整体更加习惯于一站式购物以节省时间。以上家居行业的重重变化都无可避免的影响企业的未来发展，需要企业对渠道的管理进行变革。**整体来看，顾家家居主要在渠道的宽度和广度两个维度对渠道进行变革。**

1、渠道深度：向零售改革，渠道管理日趋精细化

1.1 贴近消费者，组织变革赋能经销商

随着自然客流的日益减少，为了更为精准的把握当前消费者的特点，更好的因应瞬息万变的形势，顾家家居提出了向零售端转型的口号，聚焦推动前、后台向零售转型。从目前国内家居行业目前的经营模式来看，由于家居产品的销售多由经销商来完成，软体家居企业并不直接掌握数据，通过所谓“用户思维”对企业经营指导更是无从谈起。为了更加及时准确的了解到市场的趋势变化，首要的工作便是获取客户的数据。

公司自2018年开始为门店搭建信息化系统，围绕门店系统、线上系统和售后服务系统进行大数据积累，形成用户画像，反馈动销情况和市场环境（未来交房户型、流行风格和消费趋势的洞察）。此外，公司积极切入线上渠道，实现线上线下一体化，打通顾家家居各产品经营部与互联网运营中心的流程。在获取了海量数据的情况下，公司针对当前的市场趋势，精准实现反向设计产品和精准营销，以加快前端门店周转和提升坪效。截至2021年三季度末，信息化系统的门店普及率已达到100%，整体信息化进程相对顺利。

另外信息化还有助于提升供应链管理效率，降低成本。以“移动物流信息平台项目”为例，该系统上线后，顾家家居实现了从原材料到产成品再到客户家里的主动型供应链管理模型，运输成本、运输效率和消费者满意度等指标均得到了一定程度的提升。

图表：移动物流信息平台项目改革的成效

指标	结果
运输效率	提升 10%-20%
运输成本	下降 5%-8%
产品准交率	提升 10%-25%
产品破损率	降低 30%-50%
消费者满意度	提升 20%-25%

资料来源：亿翰智库

而在组织环节，随着公司门店的日益增多，且不同区域市场差异巨大，公司总部在针对不同市场的反应往往较慢。此外，由于公司原有的体系为事业部机制，事业部为了争夺经销商资源竞争比较激烈，形成了一定程度的内耗。为了更加快速的对市场趋势形成反应，也为了减少内耗，公司进行组织变革。2018年公司将原有的“总部——事业部——经销商”的组

织结构调整“营销事业部——区域零售中心——经销商”，并将原有事业部并入区域零售中心。

组织变革后，区域零售中心主要负责统筹门店的开业、营销、产品的出样、售后以及对经销商供货等支持工作。从权限来看，顾家家居全国各区域零售运营中心有相当大的营销自主权，总部把决策权、人事权、资源使用权等全部下放到地方，区域零售运营中心可以结合区域市场的具体情况因地制宜、因城施策，快速反应目的是可以对区域市场的精耕细作。

目前区域零售中心建成了完善的巡店、到店督导、抽查以及惩罚措施体系，各地区销售人员将有效对门店实际经营情况进行监督，能够更敏锐的发现问题经销商。而在和经销商的业务协同上，区域零售运营中心从店面选址、店面装修方案、日常营销获客、新渠道拓展等多个方面给予经销商以全方位的赋能，以提升门店的坪效。

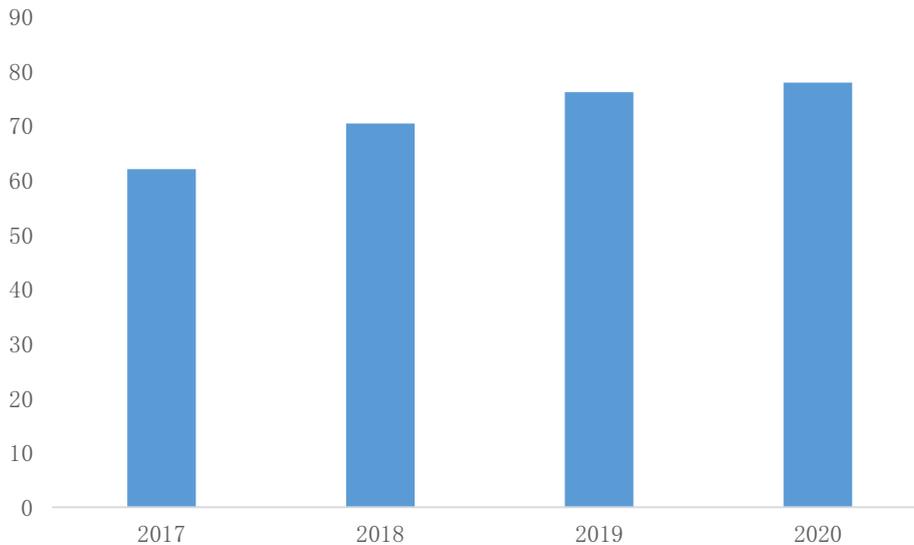
1.2 大家居战略稳步推进，融合店比例持续提升

2019年顾家家居提出了“1+N+X”策略。1+N+X的中1是打造大店，顾家在一二线城市推出顾家生活馆和超级旗舰店，构造打通一站式服务的卖场，涵盖顾家产品和日常家居产品，类似于精品宜家概念。从整体来看，打造大店是顾家实行大家居战略的重要手段，大家居战略并非不同产品的简单堆砌，其本质上是为了实现多种品类的融合以及品类之间的协同发展。随着获客成本的提升和终端竞争的持续加剧，开设大店有利于企业提升客单价和降低获客成本，也有利于不同品类之间的相互带单，以提升店面的坪效。

而在具体实施上，公司则主要借助现有优质软体经销商，加快“软体+定制”融合店发展。在部分省会城市、核心市场实施“K计划”进攻项目。和过去的门店开业相比，融合店的开业难度更大，主要是由于定制和软体风格差异较大，需要重新装修，此外两套系统之间存在一定的差异，对经销商的运营能力也提出了较高的要求。此外，公司进一步加强了对于经销商的管理，逐渐将经销商“投资、运营和服务”的功能分拆，实现“三商分离”，未来整体渠道将接近类直营的模式。整体来看，截止2021年三季度，公司大店+综合店占比接近35%，2020年底为20%，融合店比例持续升高，其中床、功能、定制高潜品类与传统休闲沙发1:1的配套全面推进，平均客单价显著提升。

整体来看，我们认为公司在零售渠道做出的改革更多的将渠道进一步的“本地化、数字化和精细化”。但和宜家相比，不论是制造环节的外包，还是供应链的控制以及渠道的形态（宜家均为连锁）均有较大的区别。宜家是一面伟大的旗帜，公司亦通过一系列措施逐步的向这个目标迈进，也推动了公司经销商门店的经营效率持续提高。从单店收入来看，公司的单店收入在2018年零售改革后，2年内上升了33.33%。公司的人均营业收入也从2018年的70.44万元上升至2020年的77.94万元，整体效率提升较为明显。

图表：人均创收稳步增加（万元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

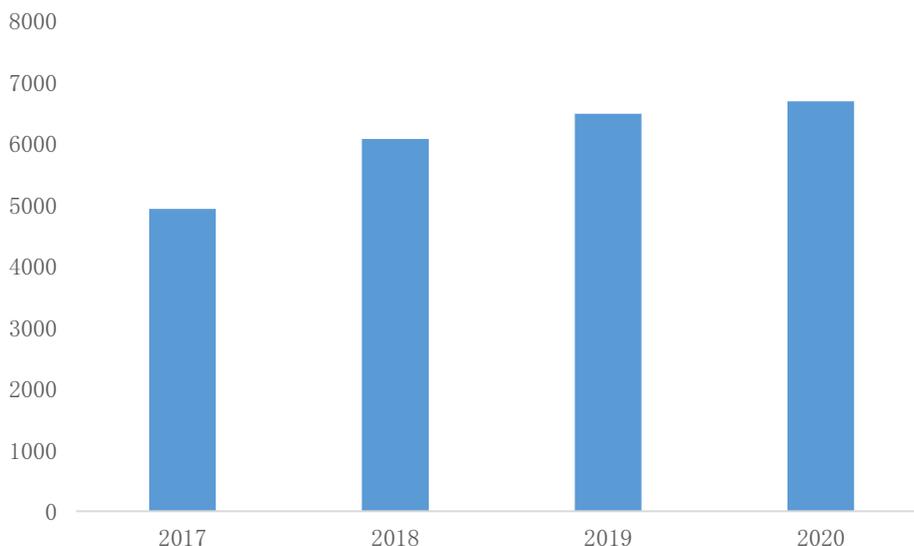
2、渠道广度：渠道持续下沉，持续强化电商渠道

2.1 开店维持积极，未来空间仍在

除了渠道的深度，顾家家居亦积极在渠道的广度上进行拓展，整体来看，主要是空间和场景两个维度进行渠道拓展。公司积极进行渠道的下沉，尤其是填补三四线城市空白。持续拓展空白城市渠道。在传统的红星美凯龙等家居门店之外，公司积极拓展新渠道，加强了与苏宁零售云、国美/苏宁电器商场、百安居的合作。

而在直营渠道方面，公司直营团队直接进驻物业小区进行推广。以 2020 年为例，公司 2020 年，杭州直营累计进驻 20 多个小区，覆盖客户群体近 2 万户，成交户数、项目小区占比、平均客单价显著提升。在公司积极的拓展下，公司的门店数量显著提升。门店数量从 2017 年的 4935 家上升至 2020 年的 6691 家，门店数量持续攀升。但随着行业景气度的下行，公司 2019 及 2020 年的开店增速有所放缓。我们预计随着竣工周期的到来，2021 年和 2022 年公司门店数量增速将重回快速增长的轨道。

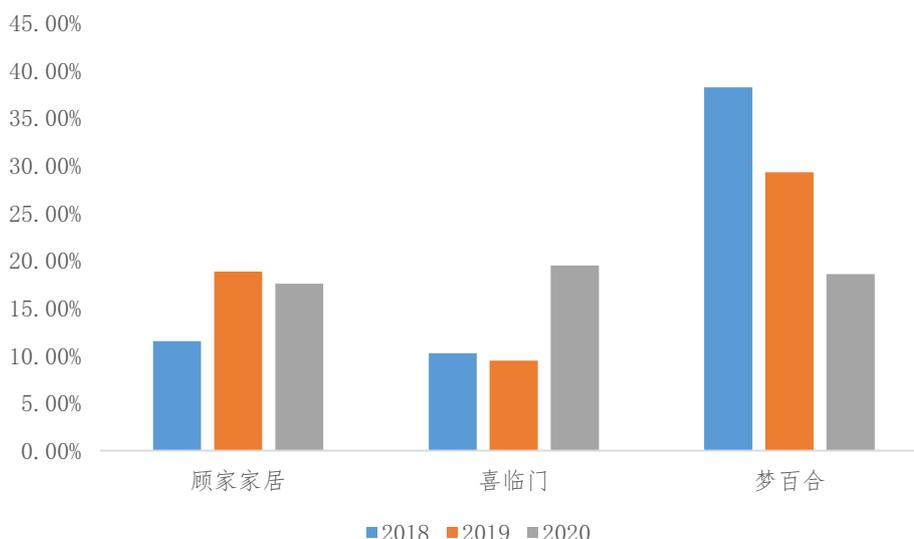
图表：顾家家居的门店数量持续攀升（家）



资料来源：亿翰智库、企业公告

门店数量节节攀升的同时，顾家家居门店的生存状况也相对较好。我们通过关店率（关店数量/前一年末总门店数量）来评估公司经销商的生存状况。整体来看，顾家家居的关店率近年整体处于相对较低的水平。即使是在受到 2020 年新冠疫情的冲击下，公司的关店率维持在 17.55%，低于喜临门和梦百合的同期水平，整体生存状况相对较好。具体拆分来看，其他品牌的关店率则相对较高，2020 年的关店率达到了 20.38%，且连续三年上行，公司仍然需要持续加强对于其他品牌的管理，改善其生存状况。公司的自有品牌关店率相对较低，2020 年关店率仅为 16.33%，低于公司的整体关店水平。考虑到公司的门店近年开店主要以自有品牌为主，整体的门店的生存状况仍然相对良好，未来开店动力仍然相对充足。按照浙商证券的预测，2021 年前三季度公司开店数量在 900 家以上，全年开店或超过 1000 家，公司的开店扩张仍然维持积极态势，驱动公司的内销业务的营业收入快速上升。

图表：家居企业 2018-2020 年关店率对比



资料来源：亿翰智库、企业公告

尽管公司的门店数量已经超过 6000 个，但多数集中于华东区域。截至 2019 年末，华东区域的营业收入占比超过 30%，而作为家居企业传统强势区域的华南地区的营业收入仅占 2.4%，占比明显偏低，未来开店仍然有较大的成长空间。

2.2 持续强化线上渠道，全民顾家日销售屡创新高

随着互联网、智能手机、线上交易的普及，人们的消费习惯、消费场景发生了巨大的变化。尤其是 2020 年新冠疫情爆发后，线上渠道逐渐崛起，成为家居企业不可忽视的一条重要渠道。顾家家居亦高度重视电商渠道，自 2014 年起就开始试水电商渠道，并不仅发布了适合 80、90 后的家具品牌“米檬”，还接连与家居电商平台美乐乐、齐家网合作。2015 年入驻天猫，顾家家居此后在 2018、2019 年连续两年冠名天猫双十一狂欢夜，打响公司品牌。此外，公司进一步强化线上线下联动，如在 2021 年的“816 全民顾家日”中，公司邀请到李佳琦与“甜歌王后”张韶涵，利用最近几年大火的直播带货的方式，向消费者推介打造向往生活必备的顾家时尚单品，推动“全民顾家日”的业绩再创新高。2021 年，公司的“全民顾家日”录得 40.56 亿元，同比增长 52.2%，取得了较快的增长。

图表：李佳琦在“全民顾家日”带货活动



资料来源：亿翰智库

四、营业收入屡创新高，毛利润率长期下行趋势或将扭转

随着公司品类拓展的持续进行和渠道改革的推进，公司的营业收入亦随之水涨船高。公司的营业收入从2017年的66.65亿元快速上升至2020年的126.66亿元，CAGR高达23.86%，营业收入维持了较快的成长速度。2021年前三季度，在内外销两旺的情况下，公司的营业收入高达54.77%，维持高增长。

由于公司的原材料主要以皮革、海绵、木材为主，供应商较多。2020年前五大供应商采购金额占年度采购总额10.20%，比例较低，公司由于整体的规模较大，议价权相对较强，公司在采购的环节具有一定的成本优势。叠加公司对于下游客户“先款后货”的模式，公司整体在产业链中相对较为强势，整体毛利润率相对较高。但从近年的毛利润率的趋势上来看，公司在品类的激进拓展留有后遗症，整体上毛利润率则持缓步下滑趋势，主营业务的毛利润率从2017的35.82%下滑至2020年的34.09%。

整体拆分来看，海外业务自贸易战以来毛利润率整体上保持稳定，维持在24%左右的水平，但由于公司海外业务和并购的持续拓展，海外业务的占比持续提升，拉低了公司整体的毛利润率水平。从长期的角度，我们认为公司毛利润率的持续下滑跟公司在贸易战的背景下**逆势布局海外市场有较为密切的关系**，低毛利率的海外业务的占比的上行拖累了整体毛利润率的水平。从公司年报中对于未来对于内销和外销的规划来看，我们认为外销占比提升的步伐或将趋缓。2020年，公司在经营计划中谈到外销业务“在保持客户整体稳定、业务稳健增长的前提下，提升价值链经营利润是首要目标”，可见公司优先的寻求利润水平的提高而非业务规模的提高。从2021年的外销占比来看，在外销恢复的情况下，公司外销所占比例达36.85%，低于2019年同期39.71%，整体占比略有下滑。考虑到公司短期内并没有大的海

外并购，预计公司毛利润率下滑的长期趋势或将部分扭转。

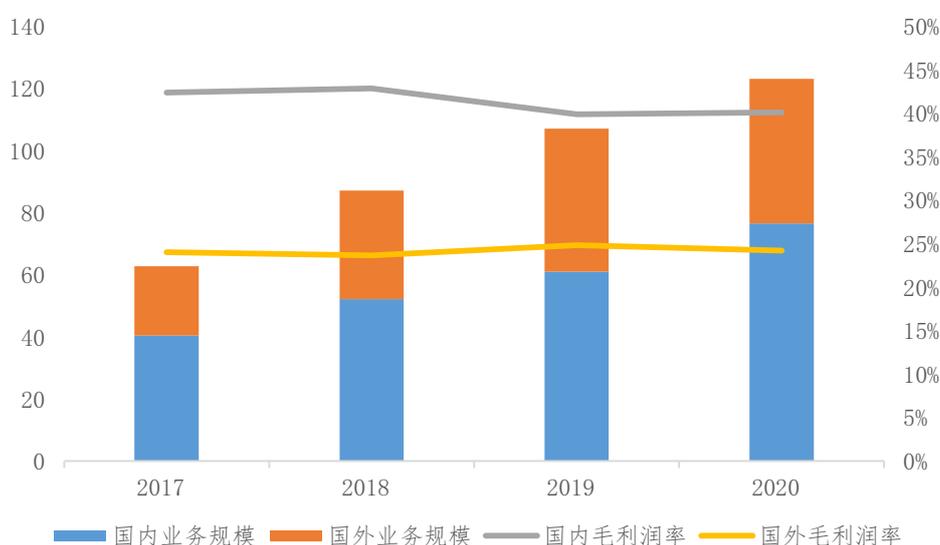
国内业务方面，毛利润率近年下滑较为明显。毛利润率从 2018 年的 42.86% 下滑至 2020 年的 40.11%，整体毛利润率下滑较为明显。我们认为，主要有以下几个原因：

(1) 促销套餐和中端系列使产品平均价格带持续下沉，以床垫业务为例，我们测算公司床垫平均售价从 2018 年的 2595 元/套下滑至 2020 年的 2501 元/套，整体价格出现小幅回落。

(2) 如我们之前所述，部分并购项目业绩不佳，而多数项目在 2019 年以后并表，拖累整体毛利润率水平。

(3) 产品结构调整，低毛利的产品如布艺、床垫等占比提升，拖累内销业务毛利润率水平。

图表：顾家家居的营业收入与毛利润率（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

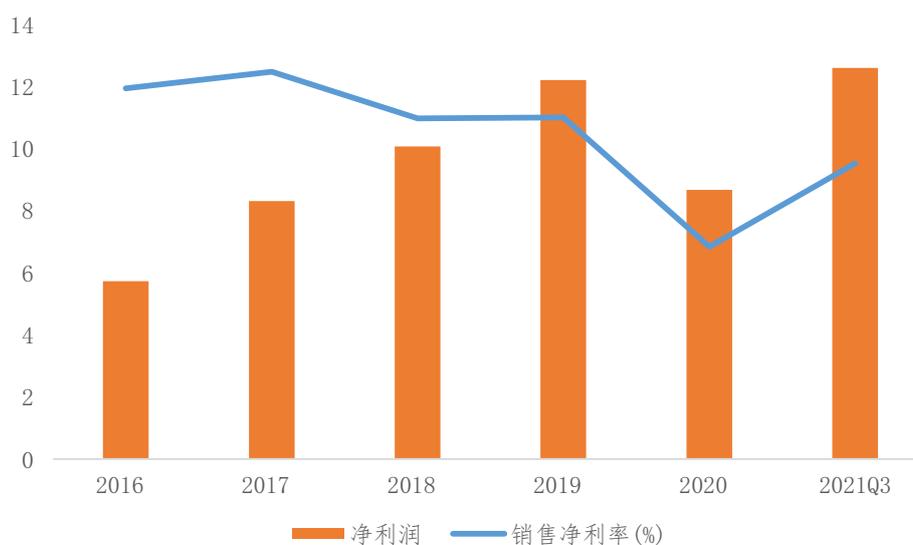
从 2021 年毛利润率的情况来看，由于受原材料涨价和海运价格上涨的影响，叠加毛利润率较低的外销业务毛利润率持续提升影响，2021 年上半年的毛利润率下滑至 28.9%，同比下滑 6.6 个百分点。剔除掉运输费用口径调整的影响，上半年毛利润率为 33.17%，同比下滑 2.3%，为公司上市以来同期的最低水平，利润率走向低点。

展望未来，随着公司原材料价格上涨趋势趋缓，预计原材料价格对公司影响将有所减弱。另外，公司在 10 月份对内销产品进行了 5-8% 的提价，预计将带动下半年内销业务的毛利润率水平。而从外销业务来看，由于海运费高企，且大客户提价存在滞后，2021H1 外销毛利润率仅为 19.41%，处于历史较低水平。随着未来供应链的逐渐恢复，未来毛利润率预计将有所恢复。整体来看，当前内销和外销的毛利润率水平均为公司历史较低水平，未来利润率存在修复的可能。

在费用端,由于公司的主要产品沙发、床垫等所占空间较大,仓储租赁费用较高。此外,公司产品体积大,易磨损的特点也决定了软体家居的运输费用较高。根据公司招股说明书的披露,运输费用和仓储租赁费分别占 1.63%和 4.54%,侵蚀了公司的利润空间,公司的期间费用率相对较高。从过去 3 年的情况来看,公司的期间费用率变化不大,2018-2020 年,公司的期间费用率整体维持在 24%左右。2021H1,剔除会计准则调整影响,公司的期间费用率降至 22.13%,主要系公司营业收入上升以及加强费用管控所致。

受到毛利率下滑的拖累,公司的净利润率整体上亦呈现下滑的趋势,从 2017 年的 12.47%一路下滑至 2021 年 Q3 的 9.52%。尽管公司净利润率水平呈现下行的趋势,但由于公司的品类拓展仍然在持续,营业收入快速提升,带动公司的净利润持续上行。2016-2019 年,公司的净利润从 5.72 亿元上升至 12.21 亿元,CAGR 达 28.74%,维持较快增长。2020 年,由于受到并购公司商誉减值的冲击,2020 年公司净利润回落至 8.67 亿元。2021 年前三季度,公司的净利润再度回升至 12.59 亿元,较 2019 年同期同比上升 30.05%,2021 年净利润有望再创新高。

图表:公司的净利润与净利率(亿元)

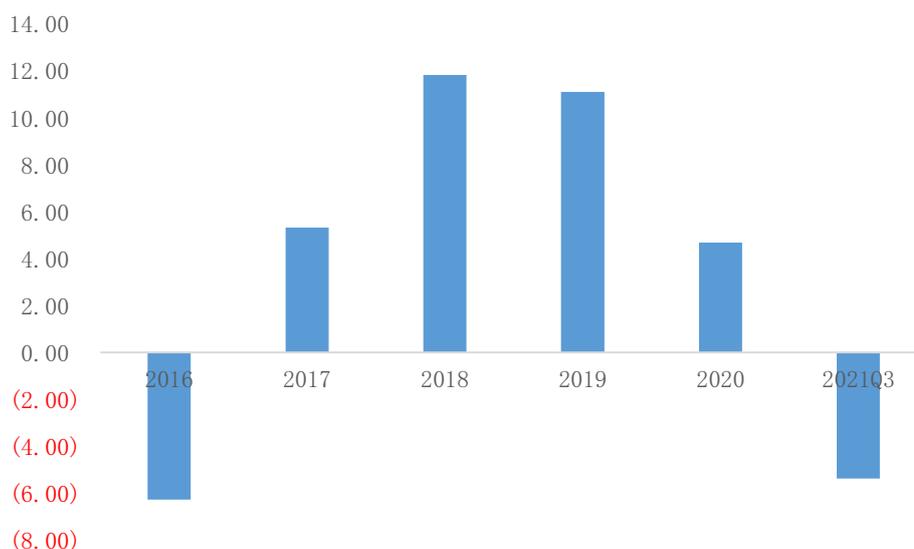


资料来源:亿翰智库、企业公告

从公司产品的销售模式来看,公司的业务模式的现金流状况相对较好。公司产品的销售则分为内销和外销两部分。内销方面,公司整体上采取“先款后货”的模式,顾家家居根据下设的经销商的订单安排原材料采购并生产,在收到经销商支付全部货款后发货,发货周期大约在 4 周左右。外销方面,客户下达采购订单并经公司外贸部门向客户确认订单详细情况后,公司对采取“前 TT”结算的多数境外 ODM 客户收取一定比例的定金(一般为 30%左右),公司按照客户订单要求组织生产,产品完工后将货物送至港口装船报关,产品最终以客户品牌对外销售。

在该模式下,公司的收现比和经营性现金流净额/净利润均长期维持在1以上,公司的营业收入和净利润均能带来充足的现金流。从公司自由现金流的角度来看,公司自2016年以来,除2021年和2016年企业自由现金流为负值外,其余年份的经营回款均能覆盖公司投资扩张的需求。其中,除2016年公司将部分上市所筹集的资金用于购买银行理财以外,公司2017-2019年公司的自由现金流整体上呈现上行趋势。2020年、2021年由于公司兴建华中(黄冈)第二制造基地项目等大型项目,以及受疫情和原材料价格上涨影响导致现金流偏紧,2020和2021年的自由现金流整体有所下滑,但整体现金流情况仍然相对较为健康。

图表: 顾家家居的企业自由现金流(亿元)



资料来源: 亿翰智库、企业公告

五、未来展望: 外销持续向好, 龙头市占率将持续提升

1、短期展望: 竣工周期推动内销持续高增, 出口高景气料将持续

由于中国消费者长期以来的形成的“装新房, 买家居”的特点, 顾家家居内销接近7成的客户来自于新房客户, 这也导致公司内销的业绩成长受到房地产竣工周期的影响较大。从当前的竣工的情况来看, 竣工方面, 2021年1-10月全国住宅竣工面积41415万平方米, 同比上涨16.90%, 整体竣工面积仍然高于2019、2018年同期水平, 为3年同期最高水平, 整体竣工面积居于高位。考虑到当前新开工和竣工剪刀差仍然相对较大, 预计仍将在短期支撑整体的家装需求。此外, 由于床垫和沙发均非精装修的必选品种, 因此受到精装修冲击相对较小, 公司更靠近消费者, 消费属性更强, 有利于公司塑造品牌竞争力。但从中期来看, 公司所经营业务仍然属于地产产业链的一环。随着地产进入至暗时刻, 尤其是部分房企在资金的压力下放缓竣工节奏, 内销的需求预计将阶段性的放缓。

外销方面, 顾家家居以ODM为主, 即根据市场需求或客户委托进行产品的设计研发, 并根据客户订单组织生产, 生产的产品以客户的品牌对外销售。从区域来看, 公司美国市场的

占比相对较高，公司外销受到美国房地产影响较大。从当前美国市场的表现来看，海外市场方面，根据美国经纪人协会的数据，美国二手房 10 月二手房挂牌中位价为 37.99 万美元/套，同比+8.57%，环比-0.03%；挂牌均价 71.03 万美元/套，同比+7.27%，环比+0.77%，价格保持相对平稳。单月新增挂牌房源量 37.80 万套，同比-2.33%，库存继续维持低位。从成交来看，10 月二手房从挂牌到交付需要 45 天，较 2020 年同期减少 8 天，较 9 月增加 2 天，成交速度略有放缓，但相比于 2019、2020 年，整体成交速度仍然相对较快，行业景气度仍然较好。利率方面，尽管近期 30 年抵押贷款固定利率上行至 3.1%，但仍然处于相对底部，预计仍将支撑 1-2 年的房地产景气，带动家居等相关需求。

从供给的角度来看，当前美国劳动力紧缺，积压订单激增。根据咨询公司 Smith Leonard 统计，8 月积压订单环比增加 3%，较 2020 年同期同比增加 81%，积压订单持续走高，供应链偏紧，预计其对于出口的需求会继续增加。而从出口的订单来看，1-10 月家具出口订单同比增长 35.50%，但整体上出口规模仍然居于历史高位，出口景气度相对较好，预计出口的高景气仍然将维持至 2022 年。从公司 2021 年前三季度的表现来看，公司的营业收入达到了 132.25 亿元，同比增速高达 54.77%，行业的景气度相对较好。但是值得注意的是，根据海关总署的数据，9 月家具制造业的数量指数为 97.1，自 7 月以来连续三个月低于 100，出口的数量较 2020 年同期有所下行，出口金额的上升或更多的由原材料价格上涨带来的涨价驱动，仍然需要密切观察公司外销业务利润水平的变化。

2、长期：大家居战略抬高企业天花板，渠道能力巩固龙头地位

我们认为，对于企业长期展望的核心仍然在于其核心竞争力。相对而言，顾家家居相对于其他品牌的核心竞争力在于：

- (1) **多品类协同发展，大家居战略抬高企业天花板。**在产品上，和敏华控股等竞争对手专注于单品不同，公司积极拓展品类，新品类如床垫、定制等在产品和业务的规模上均取得了长足的进步，推动了整体营业收入的快速成长。尽管专注于单品的策略短期较为稳健，但长期发展或存在天花板。在公司积极推行的大家居战略下，各个品类相互引流，相互带单，协同发展，有利于建立家居消费场景，提升终端门店的整体坪效。
- (2) **经销商门店众多，覆盖范围广，渠道能力强大。**从渠道来看，沙发、床垫等产品更为注重体验感，也更加个性化，并未纳入精装修的必选品类，因此线下渠道仍然是决定了企业未来发展的核心因素，得渠道者得天下。门店数量来看，截至 2020 年末，公司的门店数量高达 6691 家，在整个家居行业中仅次于欧派家居，在渠道的布局上领先于竞争对手。一般而言，渠道需要企业投入大量的时间与精力，且需要企业具有强大的组织给予支持方可茁壮成长，公司在渠道方面在行业内具有较为明显的优势，不易超越。
- (3) **公司具有较强的品牌力。**由于沙发和床垫均属于“高客单价，低频消费”的产品，企业要占据消费者心智不易，需耗费较长时间建立品牌。在顾家家居等头部企业逐渐建立起品牌的情况下，其品牌影响力预计亦将长期维持，其他品牌超越不易。

长期来看，公司在家居领域仍然具有较强的核心竞争力，地位较为稳固。随着头部企业的渠道和工厂逐渐完成全国化的布局，交通运输半径对龙头企业的阻碍亦在逐步消除，其将逐渐建立起对于中小品牌的优势，未来在行业内的龙头地位将逐渐凸显。而在大家居战略的带动下，公司的业绩成长亦将维持中高速增长。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

