

顾家家居 (603816.SH) 白电视角看家居，安踏视角看顾家

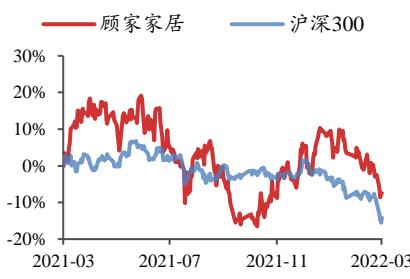
2022 年 03 月 10 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/10
当前股价(元)	65.01
一年最高最低(元)	86.00/57.71
总市值(亿元)	411.01
流通市值(亿元)	411.01
总股本(亿股)	6.32
流通股本(亿股)	6.32
近 3 个月换手率(%)	31.44

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《公司信息更新报告-业绩符合预期，大家居整合助力成长》-2022.1.14
- 《公司信息更新报告-Q3 业绩靓丽，继续向大家居龙头迈进》-2021.10.30
- 《公司信息更新报告-2021H1 业绩靓丽，品类融合&渠道提效红利显现》-2021.8.31

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

●核心竞争力全面向上：零售管理能力+供应链效率提升，向大家居整合迈进
 下沉式组织有利于品类、渠道协同，组织架构变革激发活力；区域零售中心、仓配服试点分解经销商职能，带来产业链价值重新分配、提升渠道效率；大家居品类整合，卧室、功能、定制高潜品类放量，大店模式下销售场景化、套餐化，提高连带销售比例；电商业务提为一级部门，线上线下协同发展；纵向拓宽品牌价格带，定位延伸拓展；数字化营销中心全面赋能经销商，信息化提升供应链效率。我们预测 2022 年 1-2 月订单整体同比增长约 20%（内销增长约 20-25%，外销增长约 15-20%）。考虑汇兑风险及原材料价格等不确定因素，小幅下调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 16.85/20.52/24.96 亿元（原为 16.93/21.14/25.67 亿元），对应 EPS 为 2.67/3.25/3.95 元，当前股价对应 PE 为 24.1/19.8/16.3 倍，核心竞争力全面向上，进一步向大家居迈进，看好未来增长空间，维持“买入”评级。

●类比白电：软体龙头构筑核心优势是品类、品牌拓展和渠道变革提效

对比成熟的白电行业，国内软体家居行业仍处于稳健扩容阶段，渗透率和集中度均有较大的提升空间。参考白电龙头的发展，我们认为品类、品牌拓展和渠道变革是软体龙头构筑核心优势的关键举措，品类上以强势产品为流量入口，延伸至其他产品的销售，构建大家居生态链；品牌上构建高中低多层次品牌矩阵，且预计消费升级下高端品类/品牌是龙头未来差异化竞争重点；渠道变革上供应链向用户贴近，持续提升终端把控力，同时逐步推进全球化，寻求海外增量。

●对比安踏：DTC 转型重构人货场，渠道、产品、品牌合力提升经营效率

安踏战略转型带来业绩与估值的双升得益于：DTC 转型重塑“人货场”，渠道经营提效成果显著，重构对门店和人员的激励机制、打通线上线下，实现库存共享，升级改造门店、开设大店，促进同店增长；践行“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略，通过多次外延收购拓展品牌矩阵。从安踏零售升级的角度看顾家家居，组织架构下沉式改革、区域零售中心设立、进行仓配服试点，解构经销商职能，重塑“人货场”，带来的结果是店效、坪效回升，同时渠道加价率下降、周转率提升，运营效率改善，渠道更加聚焦品类融合，综合店、大店占比增加提升客单价。

●风险提示：家居行业需求回暖不及预期，原材料大幅上涨，汇率大幅波动。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,094	12,666	17,998	21,598	25,922
YOY(%)	20.9	14.2	42.1	20.0	20.0
归母净利润(百万元)	1,161	845	1,685	2,052	2,496
YOY(%)	17.4	-27.2	99.3	21.8	21.6
毛利率(%)	34.9	35.2	34.9	35.1	35.3
净利率(%)	10.5	6.7	9.4	9.5	9.6
ROE(%)	19.4	12.2	20.8	21.6	21.9
EPS(摊薄/元)	1.84	1.34	2.67	3.25	3.95
P/E(倍)	35.0	48.0	24.1	19.8	16.3
P/B(倍)	7.3	6.0	5.1	4.4	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 对比成熟的白电行业，软体家居行业仍处于稳健扩容阶段.....	4
2、 对比白电龙头，软体龙头构筑竞争力的举措也是：品类、品牌拓展和渠道变革.....	6
2.1、 多品类、品牌覆盖，产品高端化趋势	6
2.1.1、 白电龙头美的：品类、品牌拓展贯穿发展始终	6
2.1.2、 软体龙头积极推进多品类、多品牌策略.....	7
2.1.3、 拓宽价格带是白电和家居产品共同的发展趋势.....	9
2.1.4、 家电、软体家居皆向套系化、场景化销售趋势发展.....	9
2.2、 渠道变革：提升销售终端把控力、全球化	10
2.2.1、 渠道变革上突出“人”的重要性，提升销售终端把控力	10
2.2.2、 软体龙头也是通过产能布局、收购迈向全球化.....	12
3、 顾家家居：零售管理能力+供应链效率提升，推动向大家居整合迈进	12
3.1、 组织架构变革激发活力，下沉式组织有利于各区域品类、渠道协同	12
3.2、 线下渠道聚焦零售，逐步实现 DTC	15
3.3、 大家居整合，卧室、功能、定制高潜品类放量.....	17
3.4、 线上业务提到一级部门，线上线下协同发展.....	20
3.5、 纵向拓展品牌价格带	21
3.6、 数字化营销中心赋能经销商，信息化改造提升供应链效率	22
4、 对比安踏：DTC 转型、多品牌运营战略促进业绩腾飞.....	23
4.1、 回顾安踏：服装批发、品牌零售转型、多品牌运营、主品牌升级四阶段战略升级	23
4.2、 DTC 渠道改革驱动安踏主品牌店效可持续提升.....	24
4.2.1、 凭借较强的渠道管控力顺利推动 DTC 转型	24
4.2.2、 回看顾家家居，DTC 转型重塑“人货场”、提升经营效率、	27
4.3、 建立多品牌运营架构	28
4.3.1、 安踏集团践行“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略	28
4.3.2、 回看顾家家居，构建多品类、多品牌、全渠道运营	29
4.4、 总结：以安踏为鉴，再看顾家家居竞争力全面提升	30
5、 发布经销商增持股份计划，绑定利益彰显发展信心	30
6、 2022 年展望：内销外销协同发力，持续推进大家居品类融合	30
7、 盈利预测与投资建议	31
8、 风险提示	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1： 国内白电行业零售规模较大但增速放缓	4
图 2： 国内空调、冰箱和洗衣机每百户保有量增速放缓.....	4
图 3： 全球软体家具产销量稳步提升（亿美元）	5
图 4： 中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56%.....	5
图 5： 2020 年中国沙发行业 CR4 约 28%.....	5
图 6： 2020 年中国床垫行业 CR5 约 26%.....	5
图 7： 扩品类下，软体龙头主打品类营收占比整体呈下降趋势	8
图 8： 海尔智家“三翼鸟”生态场景品牌战略推出提升单个客户价值	10

图 9: 2021 年 11 月 26 日公司发布 29800 全屋定制套餐.....	10
图 10: 2022 年 2 月 19 日公司发布新一代全屋定制套餐.....	10
图 11: 组织架构变革增强品类协同, 提升渠道端规模效应	13
图 12: 区域零售中心剥离经销商职能	16
图 13: 区域零售中心有望带来公司产业链价值重新分配.....	17
图 14: 品类丰富度更高, 更具发展大家居优势	18
图 15: 定制家居业务开始放量	19
图 16: 内销床垫收入稳步增长	20
图 17: 功能沙发 2019 年后开始逐渐放量	20
图 18: 线上渠道收入重回高速增长	21
图 19: 顾家家居纵向拉开价格带	21
图 20: 信息化系统提升全价值链效率	23
图 21: 信息化、数字化能力提升存货周转率	23
图 22: 以华南区看安踏 DTC 转型后的渠道架构	25
图 23: DTC 大幅提升安踏大货毛利率	25
图 24: DTC 大幅提升安踏平均月店效 (单位: 万元)	25
图 25: 安踏品牌借鉴 FILA 实现“人”的重构	26
图 26: DTC 实现线上线下商品互通、仓配一体化, 重构“货”	26
图 27: 安踏上海南京东路首个十代店, 门店形象改善、消费体验提升	27
图 28: 大店、综合店占比提升	28
图 29: DTC 转型带动店效提升	28
图 30: 三大平台与三大事业群为安踏集团多品牌战略提供支持	29
 表 1: 纵观美的的发展历程, 品类和品牌拓展贯穿始终.....	7
表 2: 软体龙头积极推进多品类、多品牌策略	8
表 3: 公司团队背景在公司迈向大家居、多品类发展中发挥重要作用	14
表 4: 股权激励充分, 核心管理团队与公司利益充分绑定	15
表 5: 2017 年股权激励目标超额完成	15
表 6: 公司进行定制家具产能扩张	19
表 7: 公司通过外延并购, 拓展产品风格定位	22
表 8: 安踏品牌渠道战略经历两次重大沿革	24
表 9: 从商品生命周期的七个环节看改造后库存周转效率得到提升	27

1、对比成熟的白电行业，软体家居行业仍处于稳健扩容阶段

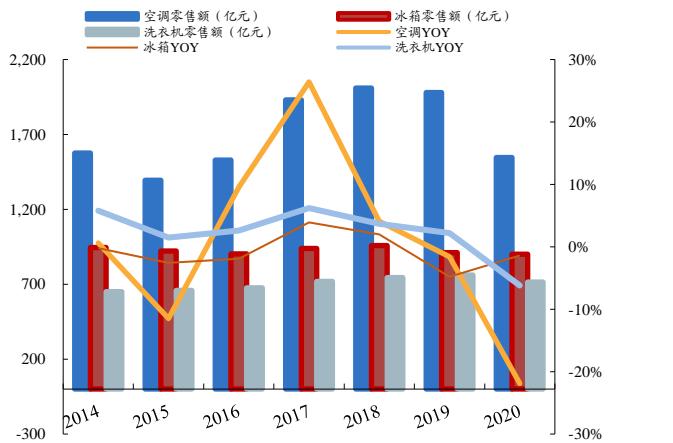
我们认为国内白电行业发展已较为成熟，体现在：

(1) 行业规模较大，但整体增速放缓。据奥维云网数据，2014-2019 年中国空调/冰箱/洗衣机市场零售额规模分别由 1575/946/650 亿元提升至 1979/912/761 亿元，CAGR 分别为 4.67%/-0.73%/3.28%。2020 年白电行业受疫情影响较大，空调/冰箱/洗衣机零售额规模分别为 1545/900/714 亿元，同比-21.9%/-1.4%/-6.2%。

(2) 行业渗透率较高，每百户居民保有量增速放缓。据国家统计局数据，我国空调/冰箱/洗衣机 2019 年每百户保有量分别为 115.6/100.9/96 台，同比增长 5.8%/2%/2.3%；2020 年每百户保有量分别 117.7/101.8/96.7 台，同比增长 1.8%/0.89%/0.73%。近两年低增速表明白电行业市场空间趋于饱和，刚需已基本得到满足，更新需求有望成为未来主要驱动力。

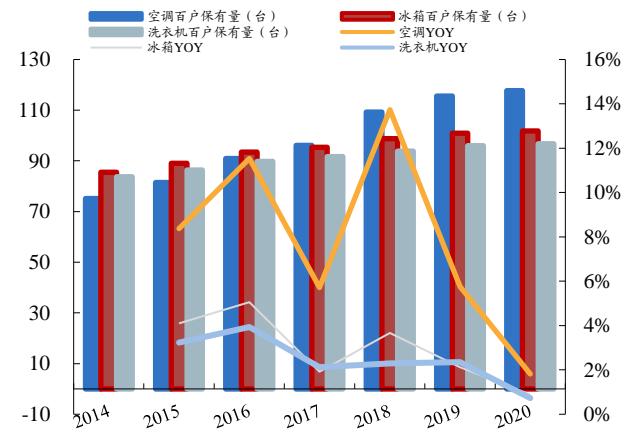
(3) 行业集中度较高，寡头格局稳定。奥维云网数据显示，2020 年空调、冰箱、洗衣机的线下 CR5 分别为 90.37%/78.99%/78.61%，线上 CR5 分别为 87.67%/77.18%/81.55%，集中度较高。其中，格力、美的和海尔品牌表现强势，格力在空调市场份额领先，海尔在冰箱、洗衣机市场份额领先，美的在空调、冰箱、洗衣机市场份额均处于靠前位置，寡头格局稳定。

图1：国内白电行业零售规模较大但增速放缓



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

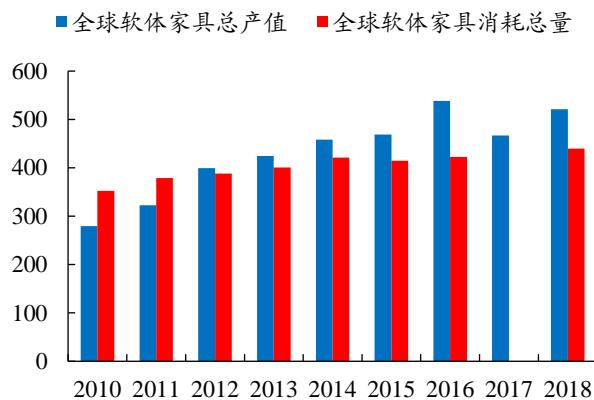
图2：国内空调、冰箱和洗衣机每百户保有量增速放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

对比白电行业，国内软体家居行业仍处于稳健扩容阶段，渗透率和集中度均有较大的提升空间：

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

图3：全球软体家具产销量稳步提升（亿美元）


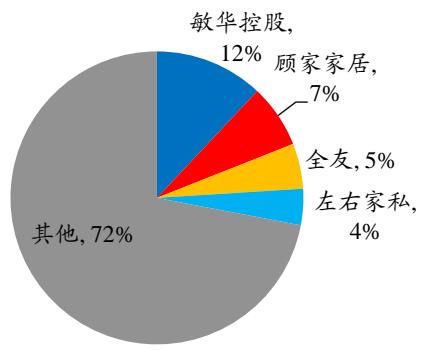
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图4：中国软体家具产值 2011-2018 年 CAGR 为 9.56%

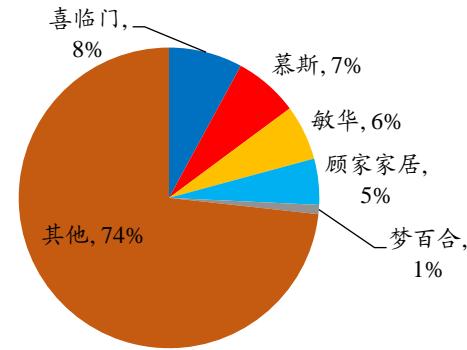

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

(2) 行业渗透率仍有较大提升空间。沙发方面，据立鼎产业研究网，2017年我国软体沙发渗透率为80%，预计之后按1%的增速增长。其中，2019年功能沙发渗透率仅为4.4%（源自敏华控股公告），参考美国功能沙发47.8%的渗透率提升空间较大。床垫方面，CSIL数据显示，2020年国内床垫渗透率约60%，较美国85%的使用率存在较大差距，床垫市场也具备较大的拓展空间。

(3) 行业集中度较低，竞争格局分散。我国软体家居市场格局较分散，集中度提升空间大。软体家居行业由于运输半径受限、行业起步较晚、资金和技术门槛相对较低等原因，集中度仍较低。据中国产业信息网，2018年我国沙发行业和床垫行业CR4分别为12.1%和17.5%，沙发龙头敏华控股及床垫龙头慕思市占率分别为4.1%和8.0%。而美国软体家居市场，沙发行业CR4约50%，床垫行业CR4超过60%。因此对标美国市场，我国软体家居行业集中度提升空间较大。

图5：2020年中国沙发行业 CR4 约 28%


■敏华控股 ■顾家家居 ■全友 ■左右家私 ■其他

图6：2020年中国床垫行业 CR5 约 26%


■喜临门 ■慕斯 ■敏华 ■顾家家居 ■梦百合 ■其他

数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

对比白电，我们认为家居产品的非标准化程度较高，这导致家居企业难以在制造端实现白电那样的规模效应，龙头相对中小企业的制造优势不够明显。其中，产品非标程度较高来自两点，一是消费者在家具的功能、设计、用料等方面有个性化的需求，二是家居行业门槛较低，中小企业众多，而家居产品所对应的国家标准或行业标准相对较少。产品端的非标准化使得企业在制造端难以统一生产，规模效应有限，龙头相对中小企业的制造优势不够突出。但是随着家居龙头企业信息化、数字化转型，供应链提效，设计、下单、拆单系统升级，柔性生产能力提升，同时，在拓展下沉市场时，龙头企业具有更强的品牌力、营销能力以及资金实力，近几年推出更年轻化、价格更具性价比的产品拓宽价格带，套系化销售占比高，在下沉渠道布局方面更具优势，未来家居行业集中度提高驱动力较强。

2、对比白电龙头，软体龙头构筑竞争力的举措也是：品类、品牌拓展和渠道变革

2.1、多品类、品牌覆盖，产品高端化趋势

2.1.1、白电龙头美的：品类、品牌拓展贯穿发展始终

回顾白电行业的发展，拓品类、品牌是白电龙头提升市场份额的核心举措，一方面是因为消费者需求多样化，多品类覆盖的策略利于实现广泛而深入的用户覆盖，实现规模的快速扩张；另一方面是因为相比中小企业，龙头企业拥有较强的产品研发、供应链管理能力及品牌势能，从优势品类向外拓展的能力较强。

以美的举例，公司目前已成为多品类多品牌的科技集团。品类上，为消费者提供了全面且具备良好竞争力的产品组合，除了空调、冰箱、洗衣机等主要品类之外，公司还覆盖了烟灶消等厨房大电、微波炉等厨房小电，以及吸尘器、扫地机器人等清洁小家电，为消费者提供了全面且具备良好竞争力的产品组合。品牌上，面向消费分层推出多品牌组合。其中，主品牌美的、小天鹅定位大众消费者，均价较低；华凌、布谷主要吸引90后年轻消费者；COLMO等品牌定位高端市场，瞄准精英人士；东芝（TOSHIBA）等则主要针对海外市场。

纵观美的的发展历程，品类和品牌拓展贯穿始终。2000年之前，白电行业处于卖方市场阶段，此时家电市场整体供不应求，美的的主要进行相关性较强的品类拓展，家电的产品线不断拓宽。而2000年之后，白电市场转为买方市场，美的的品类拓展呈现两个方向，一是通过收购国内品牌等方式继续优化白电结构，二是通过收购国内外品牌加速全球化布局，并匹配相应的产能布局，此时非相关性的品类拓展明显增强，在稳住C端基本盘时发力B端业务，不断探索新的增长极。在家用空调品类上，通过搭建全面的品牌矩阵，美的2020年实现线上线下份额34%/35%，同比分别提升4pct/6pct（据奥维云网），显著提升了公司在该细分市场的竞争力。

表1：纵观美的的发展历程，品类和品牌拓展贯穿始终

时间	涉及产品品类	相关事件
1980	风扇	开始自主生产电扇
1984	空调	购买设备技术进军空调业
1989	空调	美的和香港兴伟制冷厂、香港西达公司合资成立顺得美威
		空调设备厂，扩张空调产能
1992	电机	成立威灵控股进入电机领域
1994	电饭煲	同日本三洋合作成立电饭煲公司，引入模糊逻辑电脑电饭煲
		项目
1995	压缩机	同美芝合资生产压缩机
1999	商用空调、微波炉、饮水机	同东芝、三洋合作，生产商用空调、微波炉、饮水机
2000	洗碗机	同意大利梅洛尼合作，生产洗碗机
2001	微波炉	同三洋合作生产磁控管、变压器，进入微波炉领域
2003	汽车	收购客车企业，进入汽车业
2004	冰箱	收购华凌 42.4% 股份，成为第一大股东，获得华凌 80 万台冰箱产能
2004	洗衣机、冰箱	收购荣事达 50.5% 股份，2008 年实现全资控股，获得荣事达洗衣机与冰箱产能
2005	吸尘器	收购江苏春华，进入吸尘器领域
2005	照明电器	成立美的照明
2008	洗衣机	收购小天鹅，扩充洗衣机产能，优化白电布局
2010	照明电器	并购贵雅照明为美智光电
2011	空调	收购拉美空调业务
2015	机器人	同日本安川电机合资机器人公司
2016	吸尘器	并购 Eureka，扩充吸尘器产能
2016	中央空调	收购意大利中央空调企业
2017	机器人	收购库卡机器人
2017	安全芯片	自主研发智慧家居安全芯片
2017	互联网服务	自主研发智慧家居大数据平台、物联网 WIFI
2018	洗衣机	美的发行 A 股换股吸收合并小天鹅
2018	电饭煲	美的集团与韩国酷晨成立合资公司

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、软体龙头积极推进多品类、多品牌策略

家居行业目前处于增量市场阶段，和白电龙头类似，软体龙头也在积极推进多品类、多品牌策略，构建大家居生态。软体龙头品类延伸的核心目的在于提升客单

值，以强势产品为流量入口，延伸至其他产品的销售，构建大家居生态链。从品牌运营角度看，品牌竞争是对消费者心智的竞争，通过主品牌-副品牌/母公司-子品牌构建差异化的品牌形象，有效占领各细分市场，提升整体市占率。

整体上看，家居企业以相关多元化拓展品类，可分为两个方向，一是优势品类配套品的拓展，如顾家主打皮质休闲沙发，将客厅空间品类拓展至茶几、电视柜等配套产品；喜临门以床垫为核心，挖掘卧室更深入空间，品类向软床及配套品拓展。二是向大家居方向迈进，产品全面覆盖客厅、卧室、厨房等，如顾家将空间延伸至卧室，开发床垫及床具产品；喜临门产品向客厅延伸，打入沙发市场；敏华控股同时覆盖功能沙发、非功能沙发、智能床、床垫等多个品类。

表2：软体龙头积极推进多品类、多品牌策略

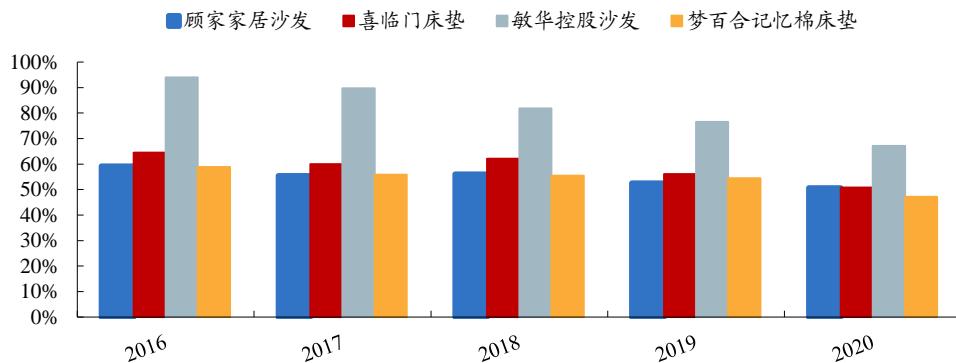
软体龙头公司	主打品类	品类扩展	主要品牌
顾家家居	皮制休闲沙发	床垫及软床、集成产品、红木家具、定制家具、餐桌等	顾家家居、La-Z-Boy、堡堡家居、班尔奇、ROLFBENZ、Natuzzi 等
喜临门	床垫及软床	沙发	喜临门、法诗曼、SLEEMON 等
敏华控股	功能沙发	床垫、按摩椅、配套产品、小件等	芝华仕、伯爵·美家、伯恩·名家、尼科莱蒂等
梦百合	记忆绵床垫及枕头	电动床、沙发	Mlily、MAXCOLCHIN、COMOTEX 等

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

从产品/品牌上看，为满足不同消费群体的需求，龙头公司在产品基础功能之外挖掘差异性需求，推出多风格、多层次的产品系列或品牌，全面覆盖高中低端细分市场，如顾家家居旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列；喜临门旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜眠”及“可尚”，以及意大利沙发品牌“Chateau d'Ax”、“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”等。

从营收占比上，扩品类下，软体龙头主打品类营收占比整体呈下降趋势。2016-2020年，顾家家居沙发营收占比下降8.60pct至50.63%，喜临门床垫营收占比下降13.74pct至50.77%，梦百合记忆棉床垫营收占比下降11.69pct至47.18%；FY2016-FY2020，敏华控股沙发营收占比下降26.78pct至67.15%，下降幅度较大。

图7：扩品类下，软体龙头主打品类营收占比整体呈下降趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.3、拓宽价格带是白电和家居产品共同的发展趋势

家电行业正经历产品向高端化、向上拓宽价格带的阶段，打造高端品牌/产品利于享受消费升级的红利。我国城镇居民可支配收入增加带来消费层级的逐步提升，2019年城镇居民人均可支配收入已达42359元，且2010-2019年的CAGR达9.3%，保持稳健增长；同时2010-2018年中国资产破1000万的高净值人群数量CAGR为18.8%，中高端消费群体在持续扩容。另外，高端品牌/产品往往具备更高的溢价能力，利于提升企业盈利能力。

（1）白电：存量市场下，高端化成为龙头持续发展的重要支撑

在国内白电市场趋于饱和的背景下，随着人均可支配收入提升，逐步转向存量替换市场，高端化替换成了行业增长的重要驱动力量。

海尔：海尔前瞻性布局高端市场，早在2006年就打造卡萨帝品牌（Casarte），定位国际高端家电品牌。卡萨帝拥有包括冰箱、洗衣机、空调、冷柜、冰吧、酒柜、厨电、热水器、电视、生活家电、水吧、智能家居、智能门锁等在内的全产品线。卡萨帝不断实现颠覆式创新，产品不断引领行业：2007年推出全球第一款法式对开门冰箱，引领世界高端冰箱趋势；推出双滚筒设计的双子云裳洗衣机，引领行业从混洗时代进入分区洗时代；卡萨帝于2017年推出的“空气洗”，开创了继水洗、干洗之后的第三种洗护方式，引领行业趋势。

美的：2018年推出高端品牌COLMO，发力高端市场。COLMO定位高端的AI科技家电品牌，依托硅谷未来技术中心为前沿科技研究阵地，将图像识别、声纹识别、语音交互、深度学习等AI核心技术与家电产品相融合，构建完整的解决方案。目前，该品牌已推出BLANC、TURING两大套系，涉及起居、洗护、厨房、卫浴四大场景，产品包括冰箱、烟机、灶具、热水器、净/饮水机等。

（2）白电行业亦有拓宽价格带趋势。白电行业在2014年以前经历厂商打价格战阶段，各公司纷纷推出性价比产品，尤其家电下乡、以旧换新以及家电惠民补贴政策后，龙头公司凭借成本、品牌优势抢占下沉市场，2014年后随着居民消费升级，家电行业逐步向高端产品升级。目前家居行业下沉市场空间较大，随着家具家装下乡的推行，家居龙头公司信息化、数字化转型，供应链提效，设计、下单、拆单系统升级，柔性生产能力提升，同时，在拓展下沉市场时，龙头公司具有更强的品牌力、营销能力以及资金实力，近几年推出更年轻化、价格更具性价比的产品拓宽价格带，套系化销售占比高，在下沉渠道布局方面更具优势。

2.1.4、家电、软体家居皆向套系化、场景化销售趋势发展

家电行业呈现套系化、场景化销售发展趋势，龙头公司加速布局套系化产品。以海尔智家为例，公司推出了新的生态场景品牌“三翼鸟”，通过高端品牌、场景品牌、生态品牌三级品牌的三级战略实现生态品牌战略的落地，其中场景品牌三翼鸟带来高用户价值，带来成套方案的落地、成套的收入、场景的收入，为用户提供定制化成套的产品解决方案，场景化销售提高成为提高客单值的有效战略。

图8：海尔智家“三翼鸟”生态场景品牌战略推出提升单个客户价值


资料来源：公司公告、开源证券研究所

软体行业套系化销售不断升级，整家定制成为新趋势。家居行业新消费时代，一体化设计、一站式购齐、一揽子搞定、最终实现多品类集成的一体化解决方案是大势所趋。随着地产数据周期性波动，家居行业由房地产主要驱动增长的模式结束，进入到以用户需求为驱动的新增长时代。行业消费群体、消费理念发生改变，根据消费端变革灵活转型的公司有望抓住新时期家居行业的机会。欧派家居、索菲亚、顾家家居率先等家居龙头率先布局“整家定制”。

图9：2021年11月26日公司发布29800全屋定制套餐


资料来源：顾家家居官方公众号

图10：2022年2月19日公司发布新一代全屋定制套餐


资料来源：顾家家居官方公众号

2.2、渠道变革：提升销售终端把控力、全球化

2.2.1、渠道变革上突出“人”的重要性，提升销售终端把控力

零售行业的本质离不开“货、场、人”三个元素，在增量市场，商品流通往往遵循“货—>场—>人”或“场—>货—>人”，“人”的重要性处于流通轨迹的底层。随着物质条件丰富，消费者需求开始细分，在科技发展的支撑下商品流通轨迹转向“人—>货—>场”，“人”的重要性随之提升。因此，我们认为在当下消费升级、需求多样化的时代，渠道变革的方向是供应链不断向用户靠近。

(1) 白电近年来的渠道变革，以扁平化趋势为主

国内白电市场线下增速放缓，企业加强线上市场开拓。在线上层级更少营销提效

带来的倒逼压力下，以及中台数字化转型带来的运营能力支撑下，渠道扁平化成为龙头企业的必然选择，从客户的赋能提效，到用户的交互留存，渠道端定位由大规模压货向新零售运营服务转型成为龙头企业的不二之选。具体来看，美的、格力早期依托代理商体系扩张，近年来转型精简渠道层级；海尔则自创小微模式，较早地推进渠道扁平化管理。

美的：2017 年前渠道变革历经代理多层分销、渠道下沉、发力线上渠道等阶段，2017 年后公司大力推动渠道扁平化，提升了渠道效率和把控力。由于层层分销的传统渠道加价率较高，苏宁零售开始采取的品牌直采、工厂直供的方式开始倒逼美的缩减渠道层级。2017 年公司取消二级经销商，并推动一级经销商的职能转向运营商，层级变为“美的集团—商务中心—代理商—零售商—消费者”。同时美云销的网批模式实现了终端同厂商的直接对接，节省了中间环节代理商的加价，提升了渠道效率和把控力。

格力：逐步实现渠道扁平化，2021 年取消省代、降低开店门槛、减少经销商库存。2020 年疫情后，格力加速推动以“格力董明珠店”为核心的新零售渠道变革，对渠道层级进行削减。一方面，2019 年网络分销商城“格力董明珠店”上线，让格力专营店直接从微店“格力董明珠店”分销平台提货。另一方面，将区域销售公司职能调整，剥离压货收货等销售职能，赋予运营和服务的新担当，提供市场、品牌维护和物流、售后等。

海尔：相较于格力、美的最初选择代理商分销快速扩展渠道，海尔受集团人单合一商业模式的影响，渠道端采用更扁平化的小微模式。公司通过 42 家小微公司对区县级经销商直接进行管理，并赋予次级专营的授权权，从而区县级经销商可以聘用次级经销商，将海尔专卖店体系的销售网络扩展至乡镇级。公司去除代理层级，放权小微，通过自挣自花的模式，充分发挥出小微的自主能动性。

（2）借鉴白电，我们认为软体渠道变革方向是提升销售终端把控力

在渠道进化上，和白电一样，软体也面临着“人”在零售中愈发重要的大背景。参考“走在前面”的白电行业，我们预判软体行业的渠道变革方向是突出“人”的重要性，提升销售终端把控力，主要体现在两方面：

①扩大对消费者的触达。相较于成熟的白电行业，软体家居行业尚处于稳健扩容阶段，存量需求仍有较大的开发空间，因此软体龙头当前普遍加速全渠道布局，快速扩张经销门店，构建渠道密度优势。例如，顾家家居采取“1+N+X”战略，在打造大店的同时渗透弱势区域，紧跟红星美凯龙等家居卖场，2020 年末公司已拥有 6691 家终端门店，领先软体行业。喜临门近年来也加速门店扩张，2020 年末合计拥有终端门店 3643 家，未来 3-5 年公司计划每年新开 800-1000 家。

②实现内部精细化管理，前置营销职能。随着品类和渠道拓展，家居企业在品类整合和渠道管理上的压力也逐渐出现，依靠外延粗放式发展已不可持续，内部精细化提效率成为新的渠道红利。顾家家居在渠道精细化管理上走在前列，2018 年开始着手零售改革，聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统，一方面将事业部营销职能前置融合至区域零售中心，统一营销活动，同时提升与经销商沟通效率，加强终端管理；另一方面围绕门店、线上、售后服务系统进行大数据积累，形成用户画像，推动精准营销。另外，敏华控股近年也强化门店的数字化建设，推行 CRM 系统，实时分析终端销售指标，助力经销商针对性地提升经营效率。

2.2.2、软体龙头也是通过产能布局、收购迈向全球化

(1) 美的从 OEM 切入，发力收购谋求海外转型升级

中国白电龙头拥有优秀的盈利能力、现金流、产品力与商业模式，产能优势显著，全球 70%的家电产能位于中国，鲜有竞争对手。但另一方面，目前我国白电市场逐步转向存量市场，因此海外扩张成为龙头共识。

出海战略上，美的集团以 OEM 代工切入，按照“三步走”战略拓展全球化布局：

第一步：OEM 代工。美的集团同国外企业进行合作，以获得企业技术和 OEM 订单，在 OEM 代工环节，公司共和 18 家全球零售企业和世界十大知名品牌合作，推动公司规模的快速增长；

第二步：合资合作。美的集团通过参股、成立合资公司等方式开拓海外市场，以外资企业的先进技术和成熟体系来降低海外扩张风险；

第三步：投资并购，创建自有品牌。美的集团在海外建立生产基地，创建运营自有品牌，由 OEM 逐渐转向 OBM。2016 年收购东芝白电业务 80.1% 的股权，加速海外自有品牌布局。美的当前 OBM 战略主要为立足东南亚市场、积极开拓欧美高端。新建首个全资海外基地泰国空调基地、扩建印度基地、拓展埃及冰洗、洗碗机、热水器本地制造。同时借疫情机会迅速拓展欧美市场并发力线上，2020H1 美的已实现美国线上全品类 TOP10。

(2) 软体龙头也是通过产能布局、收购完成出海

在国内家居品牌竞争日益激烈的情况下，家居龙头积极谋求海外发展。2020 年顾家家居外销收入占比约为 40%，外销已成为部分家居龙头重要的收入来源。

和美的类似，目前家居龙头出海主要有两方面的布局：

①建设海外制造基地，增强持续供货能力。为拓展海外市场，顾家家居在越南、马来西亚、德国、墨西哥均设有制造基地，喜临门在泰国建立了生产基地，敏华通过收购越南工厂布局越南产能。海外产能的布局利于发挥生产地区的比较优势，节约公司成本，同时避免国际贸易摩擦影响，增强企业持续供货能力。

②收购国内外知名品牌，快速打入空白市场。龙头公司凭借较强的资金实力，在出海中常采用收购方式快速打入空白市场。顾家家居 2018 年收购国内外知名品牌，包括意大利 Natuzzi，德国“ROLF BENZ”，出口床垫“Delandis 堡堡”，快速打入欧美市场。喜临门 2017 年与意大利著名沙发品牌夏图公司达成战略合作，收购嘉兴米兰映像 51% 股权；通过本次收购，公司不仅完善了国内高端沙发的布局，也可依托米兰映象原有的品牌知名度持续拓展海内外客群。敏华控股 2016 年收购 HOME，布局欧洲市场；同时公司正在协商收购华达利，若收购成功有望进一步提升海外市场竞争力。

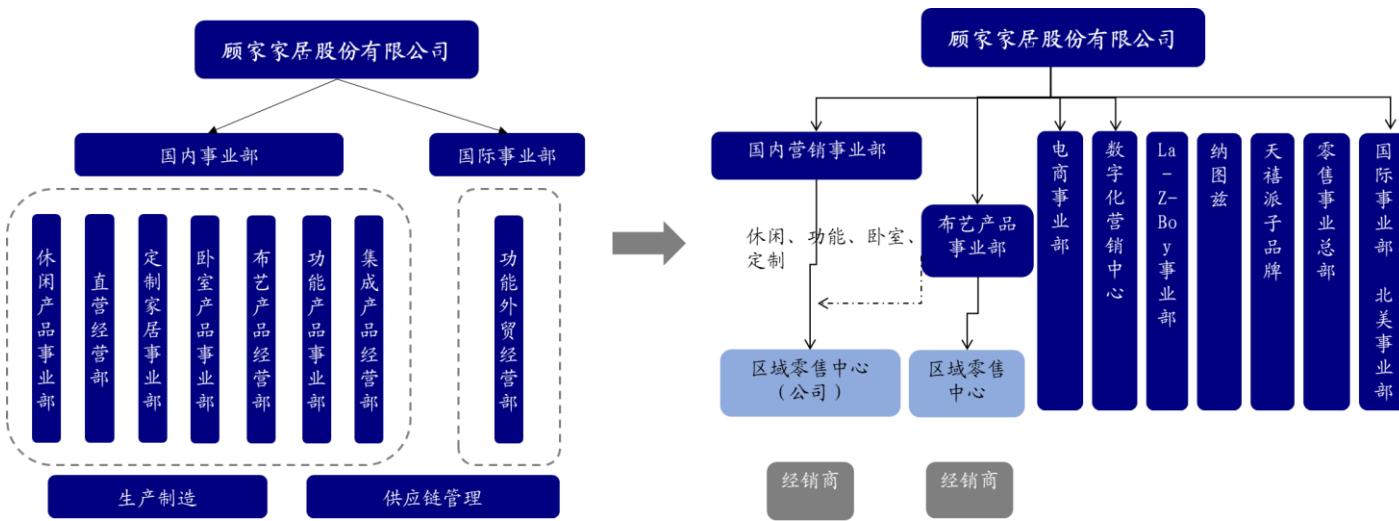
3、顾家家居：零售管理能力+供应链效率提升，推动向大家居整合迈进

3.1、组织架构变革激发活力，下沉式组织有利于各区域品类、渠道协同

2018 年前采取独立品类事业部制运营，为顺应多品类发展提供更有效的组织管理支持。2018 年之前公司根据不同产品采取独立的品类事业部制运营，下设休闲产品、定制家居、卧室品类等事业部，各品类事业部作为独立单位承担考核并享受激励，形成赛马机制，更好地适应品类多样化的市场趋势，推动顾家家居新品种的崛起。

2018 年进行组织架构变革，由事业部制向区域零售中心转型，提升渠道端协同效应，进一步迈向大家居。2018 年前事业部制度为品类拓展做出巨大贡献，但由于各事业部间招商开店、营销活动、产品体系等方面相互割裂，公司整体协同难度加大；此外，经营不同品类的经销商需与多个产品事业部对接，沟通成本不断增加。2018 年公司进行组织架构变革，将软床、床垫、沙发等事业部合并，根据区域划分 16 个营销中心，将决策权、公司资源、考核指标等下放至区域营销中心，利于不同品类之间相互引流、有效增强各个区域内品类协同、降低经销商沟通成本、提升渠道端规模效应。

图11：组织架构变革增强品类协同，提升渠道端规模效应



资料来源：公司公告、开源证券研究所

率先引入职业经理人制度，管理团队背景对迈向大家居、多品类发展发挥重要作用。2012 年，公司采用职业经理人制度，聘请了一批优秀的职业经理人，将家电龙头美的、海信等的运营管理经验引入公司。其中，公司总裁为李东来总，曾任美的冰箱事业部总裁、空调事业部总裁，管理与业务运营经验丰富。副总裁李云海、廖强、欧亚非也均来自于美的。自引入职业经理人团队后，公司大股东充分放权，以李东来总为首的管理团队也展现了出色的管理能力。2012 年后，公司显著加大营销投入，加速品类拓展进展，公司营收和净利润增长也由此进入快车道。

持续升级组织结构、保持组织活力，建设完善的人才培养机制。公司持续进行组织架构升级，2021 年 10 月对管理队伍进行优化，岗位变动超过 1/3，同时推动高管轮岗，加深管理团队对公司经营系统的理解，为激发组织活力提供强大的动力。着重培养年轻干部，从 2012 年公司开始实施“青苗计划”招募优秀的应届大学毕业生，人才素质快速提升，为门店店长、区域零售中心负责人提供强大的人才储备。

表3：公司团队背景在公司迈向大家居、多品类发展中发挥重要作用

姓名	职务	履历	出生年份
李东来	总裁	历任美的空调销售公司营销管理科科长、空调事业部营运发展部总监、冰箱事业部总裁、空调事业部总裁，广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT；集团(上海企源科技有限公司)首席执行官。	1974
顾海龙	副总裁	历任杭州海龙家私有限公司职员、浙江顾家工艺沙发制造有限公司副总经理、杭州庄盛家具制造有限公司副总经理。	1976
李云海	副总裁	历任中国光大银行武汉分行科员，美的集团空调事业部营运发展部总监，美的集团制冷家电集团运营管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理。	1974
刘春新	副总裁 /财务负责人	历任海信科龙电器股份有限公司副总裁，2007年8月8日起担任海信科龙电器股份有限公司董事。	1969
刘宏	副总裁	历任重庆富安百货销售课课长，浙江银泰百货营业部总监，总经理助理，海龙家私业务经理，顾家工艺销售总监，副总经理，庄盛家具副总经理。	1967
吴汉	副总裁	历任中国农业银行浙江省分行营业部职员，科长，国际部总经理助理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理兼财务负责人。	1969
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理，青岛海尔空调事业本部本部长助理兼华南，西南大区总监，深圳中建担保集团总裁，宁波奇帅电器总经理，顾家家居股份有限公司国内营销总部总经理，休闲产品事业部联席总经理。	1976
欧亚非	副总裁	曾任美的空调事业部培训经理，美的冰箱事业部营运管理部总监，美的空调事业部国内营销公司管理部总监，美的制冷家电集团区域销售公司总经理，顾家家居股份有限公司软床经营部总经理，卧室产品事业部总经理	1979
陈邦灯	董秘	历任财通证券股份有限公司营业部总经理，顾家家居投资证券管理中心总监	1977

资料来源：公司公告、开源证券研究所

激励充分，核心管理团队与公司利益充分绑定。2017年，公司对高管以及中层、核心技术人员在内的100人进行股权激励，授予1593.1万股限制性股票，授予的价格为每股26.70元（当日收盘价为51.16元/股），限售期为15/27/39个月（解除限售比例30%/30%/40%），目前已经全部完成业绩目标并解锁。2021年6月12日顾家家居公布新一期员工持股计划，计划筹集资金总额不超5亿元，参加对象为公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、核心骨干员工，总人数不超过25人，存续期72个月，锁定期为12个月。

表4：股权激励充分，核心管理团队与公司利益充分绑定

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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表5：2017 年股权激励目标超额完成

	2018 年/2016 年	2019 年/2016 年	2020 年/2016 年
营收增速（目标）	44%	73%	107%
营收增速（实际）	91.30%	131.38%	164.18%
净利润增速（目标）	32%	52%	75%
净利润增速（实际）	72.05%	101.92%	47.02%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

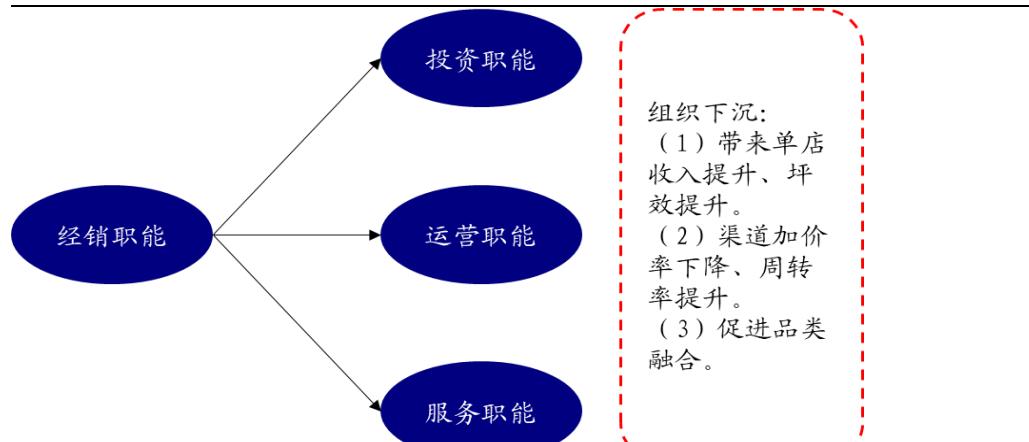
前后两期经销商增持股份计划绑定核心经销商，强化长期发展信心。2022 年 3 月 3 日，公司发布部分经销商增持公司股份计划（二期），增持主体为公司经销商参与认购的上海迎水投资管理有限公司的私募基金，增持股份种类为公司无限售流通 A 股股份，资金来源为自有资金及自筹资金，增持金额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元，预计在公告披露后的 6 个月内完成增持。在此前首期经销商增持股份计划于 2020 年 3 月完成，增持主体同为上海迎水投资管理有限公司，增持金额为 1.02 亿元。一期、二期经销商增持股份计划，充分彰显了公司经销商对公司长期发展的信心，同时深度绑定利益，对经销商形成充分、有效的激励。

3.2、线下渠道聚焦零售，逐步实现 DTC

2018 年下半年开始成立区域零售中心。做区域零售中心的初衷是把总部市场职能下沉，将管理重心下移，更多资源投入到前端销售，使营销策略更加适应市场。区域零售中心区别于经销商的一级总代理商，不涉及到经销商对总部的打款环节，其核心是行使并细化服务经销商的职能，参与渠道的运营和开发。

区域零售中心分解经销商的运营职能。(1) 渠道部，负责招商和开店；(2) 市场部：负责营销活动的方案输出，营销活动、促销活动、IP 的落地，大型活动由总部确定方向，市场部负责细化、落地；(3) 产品部：根据各个城市畅销款式、每个楼盘的不同款式，为每个门店产品进行调查和数据反馈；(4) 售后服务部：处理售后问题，协助解决客户投诉；(5) 销售部：分为工艺+布艺、功能、睡眠中心三个领域，派出销售督导负责对接每个门店，工作职责包括库存管理、销售监督等；(6) 零售赋能部：负责终端产品和新的营销手段，推广新零售，包括企业微信，钉钉等形式；(7) 其他部门：财务、人事、培训等部门。

图12: 区域零售中心剥离经销商职能



资料来源：公司公告、开源证券研究所

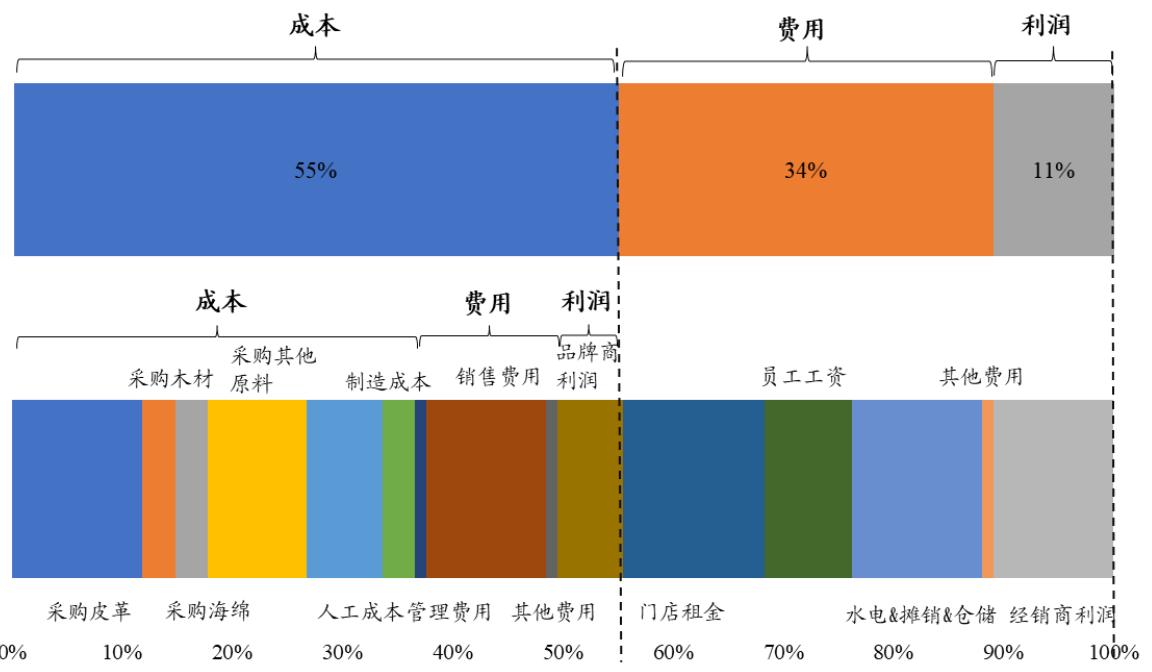
试点仓配服项目，进一步解构经销商职能。仓配服项目已在浙江、江苏等地建立试点，终端仓储和配送由公司和第三方物流合作，将所有产品统一纳入中心仓储，帮助经销商进行专业化的最后一公里配送。

(1) 仓配服促使经销商集中精力到前端运营。公司对经销商收取 5%的仓配服费用，剥离经销商服务商职能，利于降低成本并促使经销商集中精力到前端运营；

(2) 仓配服项目利于解决家居行业季节性问题。以区域零售中心为中心与第三方合作轻资产运营仓库，经销商可不用备货，旺季前公司先发货到中心仓，旺季到来时公司到经销商当地进行送货、安装，经销商只需销售现货，对仓库需求较小，有利于提升效率，同时更加利于公司做大型促销和厂购；

(3) 建立中心仓有利于降低运费成本。建立中心仓之前由公司发货并由汽车运输到各个经销商，再由经销商发货给客户，运输分散、运输费用较高，建立中心仓后公司可根据库存提前做预判，统一发货至中心仓，并通过火车运输，降低运输成本。

图13：区域零售中心有望带来公司产业链价值重新分配



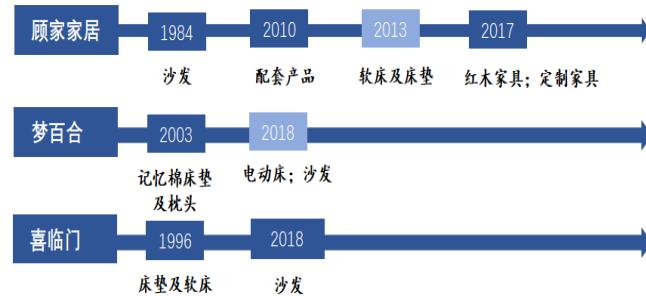
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、大家居整合，卧室、功能、定制高潜品类放量

公司进行大家居品类整合，卧室、功能、定制高潜品类逐步放量。分品类来看，截至2020年，沙发的销售收入占比降低到50%，其中功能沙发占比10%以上；三大高潜品类中，软床及床垫收入占比提升至18%，配套产品收入占比提升至17%，定制家居收入占比逐步提升到4%。2018-2020年，沙发复合增速达到20%，其中布艺沙发复合增速45%，功能沙发复合增速16%（功能沙发内销2019、2020年增速分别为17%、30%），休闲沙发复合增速19%；软床+床垫复合增速38%；配套产品（茶几、餐桌椅、电视柜等等）复合增速21%；定制家具（以定制衣柜为主）复合增速74%。

（一）在推行大店模式的情况下，区域零售中心对各品类的销售进行场景化、套餐化的发展，提高连带销售比例。约60-70%购买沙发的客户会购买餐桌椅；配套品占沙发收入约30-40%；大约40%购买沙发的客户会购买床垫；床垫对床架的连带率约为100%；床对床头柜的连带率约为100%。

图14：品类丰富度更高，更具发展大家居优势



资料来源：各公司公告、开源证券研究所

（二）提升单品类在各自领域的竞争力。（1）功能沙发从产品、渠道、供应链三方面提升竞争力。对产品进行优化，推出现代极简、轻奢风格以迎合消费者需求；在渠道方面，开功能专卖店以及在休闲沙发门店开设功能沙发专区；供应链一体化方面，增加自制铁架占比来提升规模效应。（2）定制家居迅速补齐短板，利用公司原有软体经销商资源开设渠道融合店；服务环节上，聘请定制家居行业内优秀设计师、销售人员；向经销商输送青苗计划；产能进一步释放，定制交付期逐步缩短；终端服务上，降低安装出错率。

（1）定制：定制家居迅速补齐短板，进入快速放量阶段。2016年公司开始布局定制家居，2016年至2020年，公司定制家居业务从0.23亿增长至4.56亿，定制业务在内销业务占比提升至6%。2021年公司定制收入规模约6-7亿元，公司定制2022年目标增速达到50%，预计约为10亿元左右的规模，未来1-2年定制预计持续高速增长。

渠道方面：公司利用自身软体经销商资源拓展定制业务，目前80%的软体经销商开定制家居的店。

服务环节：提高安装成功率，一次安装成功率由70%提升至2021年90%左右，接近定制产品一线品牌，同时缩短交付时间；设计上，设计系统可以实现一键下单，设计人才方面，从行业内聘请优秀的设计师。

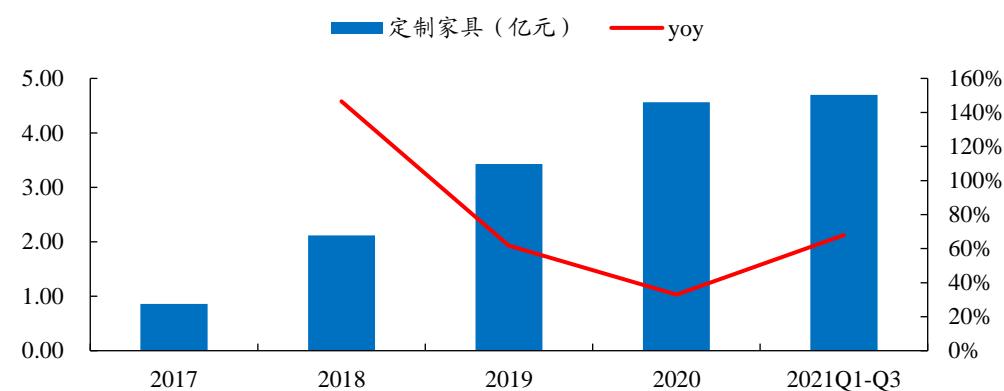
赋能经销商：公司推出蒲公英计划，聘请设计师到经销商门店，帮助经销商门店培养团队、设计及下单；公司实行点将计划，由公司派遣专门的培训师帮助经销商做销售活动；区域零售中心负责日常的产品联动、促销管理。

定价及套餐：推出和定制行业价格相对标的套餐，现在主推的爆款套餐是22平方的全屋套餐（定制+家具，一个客厅、一个餐厅加两个卧室）。

表6：公司进行定制家具产能扩张

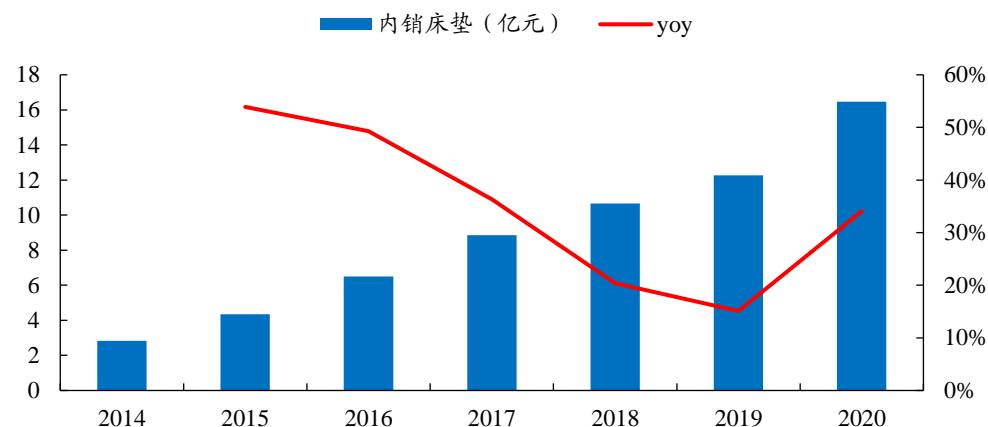
日期	项目	投资额	计划产能	投产时间	预计达纲时间
2018年1月31日	华中（黄冈）基地 年产60万标准套软体及400万方定制家居产品	15.06亿元人民币	60万标准套软体家具及400万方定制家居产品	2019	2022年底
2019年5月16日	杭州定制智能家居制造项目	10亿元人民币	年产1000万方定制家居产品	2020	2026年底
2020年12月11日	华中（黄冈）第二制造基地项目	10亿元人民币	12万标准套产品和500万方定制家居产品	2022Q1	--
2021年9月11日	100万套软体家居及配套产业项目	24.96亿元人民币	100万套软体家居及配套产业项目	2023年底	--

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图15：定制家居业务开始放量


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 床垫：产品向高端延伸，主打深度睡眠、提升床垫产品力，提高连带销售率。2019、2020年软床及床垫收入分别为19.53、23.38亿元，同比增长72.51%、19.72%。2014年开始推出的顾家一号垫，2个月时间全国销量突破10万张，起步时顾家家居床垫主打性价比为主，后续推出顾家一号垫深睡版、3D版均以性价比策略为主，2019年公司成立床垫产品中台之后，产品向高端转型，在高性价比产品的基础上，逐步推出iDeep系列等高端款床垫。顾家家居在床垫产品上逐渐升级产品力，在营销上，建立深度睡眠的品牌定位，同时更多与大学、医院等公立客户合作进行推广，同时成为杭州2022年第19届亚运会官方床垫独家供应商，为品牌推广提供催化剂。目前iDeep品牌正在进行独立门店试点，未来随着公司对床垫产品加大投入力度，床垫销售有望持续快速放量，发挥高潜类产品对整体的带动作用。

图16：内销床垫收入稳步增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 功能产品：产品、渠道、供应链全面升级，自主品牌产品快速放量。2012年顾家家居开始与美国“La-Z-Boy”品牌联合推出功能沙发“顾家家居 La-Z-Boy”，功能沙发收入2012年为0.23亿元，截至2020年增长至14.40亿元，CAGR为198.25%。产品方面，持续进行优化，基于现代功能沙发的理念，推出极简轻奢风格产品以迎合消费者需求；渠道方面，公司刚推出功能产品时是，现在开功能专卖店+休闲门店功能专区；供应链方面，推进供应链一体化，加大功能产品研发力度，提升铁架自制占比，未来伴随对功能产品投入增加，电机自给率同样亦将提高，降低生产成本，规模效应有望持续推动功能产品收入快速增长。

图17：功能沙发2019年后开始逐渐放量

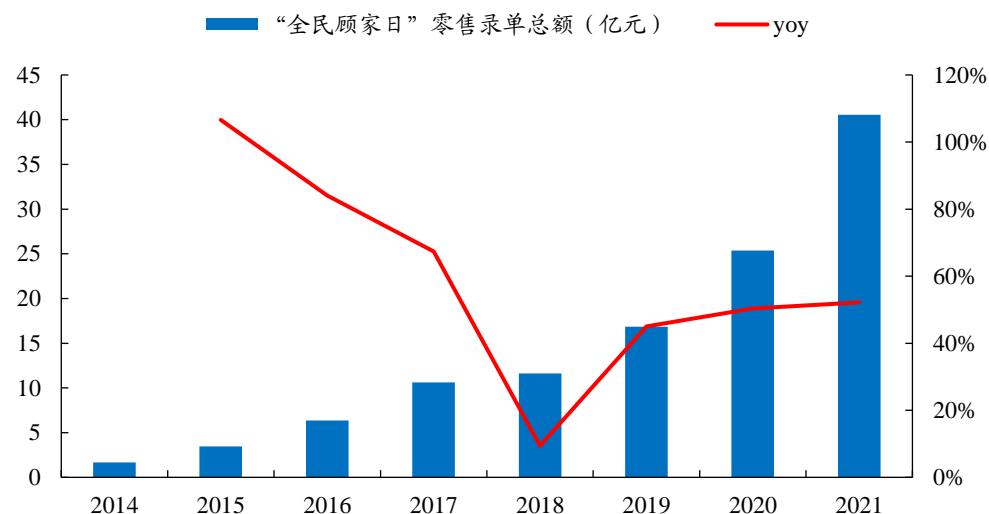

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、线上业务提到一级部门，线上线下协同发展

设立电商一级部门，提升电商渠道战略地位，线上线下协同发展可期。2020年下半年之前公司采取线上线下一体化战略，受公司战略影响、且为保护线下经销商利益公司采取线上线下同款同价。2020年7月公司加大电商渠道重视，将电商提升

为一级部门并单独研发产品线，一方面先通过低价产品进行突破，另一方面推出较多线上专属款式，持续强化线上运营，如：公司多年冠名双十一晚会、邀请主播参与直播带货、推出限时线上优惠券等活动。公司持续投入下，线上成交有望大幅提升、电商渠道发展可期。

图18：线上渠道收入重回高速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.5、纵向拓展品牌价格带

公司纵向推出更具性价比的天禧派子品牌、惠尚系列，纵向拉开品牌价格带。推出惠尚系列，零售价格比现价降低 20-30%，公司在低线城市增加惠尚 SKU，加快原有业绩较差门店的周转；2019 年成立天禧派子品牌，在天禧派商业模式经过充分调整之后销量快速增长，天禧派价格比顾家便宜 30%-50%，与顾家客户充分错位，抢占同价格带其他竞争对手市场份额。

图19：顾家家居纵向拉开价格带



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

通过外延并购，拓展产品风格定位和销售渠道。2018年，公司积极开展外延并购，实现了对产品风格和销售渠道的拓展。2018年2月，公司收购德国高端精品软体家具品牌Rolf Benz，从而在丰富了高端产品线的同时也打开了深耕欧洲市场的入口。此外，2018年公司收购国内外知名家具品牌意大利“Natuzzi”、出口床垫品牌玺堡，进一步拓展产品矩阵。

表7：公司通过外延并购，拓展产品风格定位

时间	收购标的	投资额	股权比例	公司介绍	收购目的
2018年5月	Rolf Benz			Rolf Benz 定位高端精品路线，是转角沙发的经典制造者，旗下拥有“RolfBenz”“hülsa sofa”和“freistil”三大品牌系列。Rolf Benz 销售额 80%以上为欧洲市场，所有沙发产品均由公司自有的两家位于德国纳戈尔德的工厂生产	未来公司有望借助其知名品牌深耕欧洲市场
	AG & Co.KG 以及 RB Management	4,156.5 万欧元	99.92%;		
	Management	元	RB Management AG 100%		
	AG				
2018年7月	Ntuzzi	6500 万欧元	51%	意大利顶级沙发品牌，内销为主，2018 年与其签订协议	拓宽产品矩阵
2018年11月	玺堡	4.24 亿人民币	51%	成立合资公司在中国市场进行 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 两个品牌的推广和产品销售。	拓宽产品矩阵以及外销市场

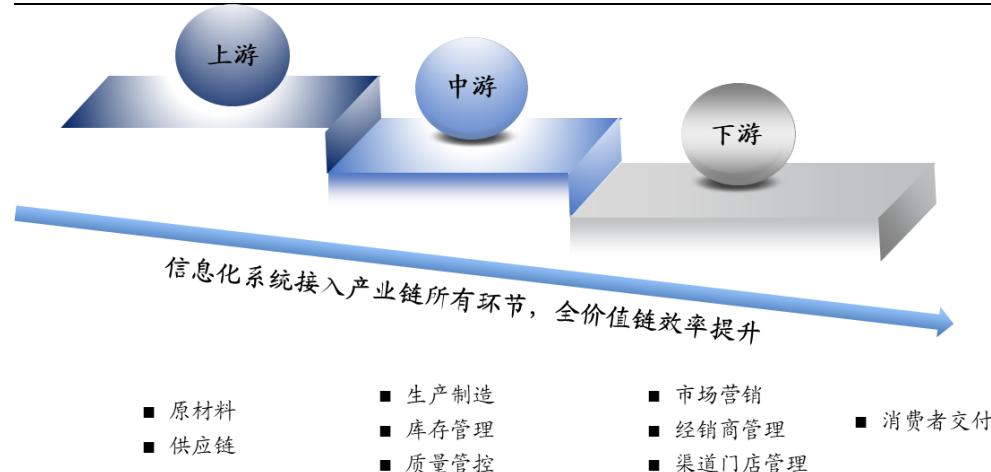
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.6、数字化营销中心赋能经销商，信息化改造提升供应链效率

成立数字化营销中心，从获客到成交全过程赋能经销商。2020年公司信息化全面打通，2021年数字化营销中心成立，数字化团队包括三大功能，即云、管、台。云：数字化媒体方面进行投放，包括抖音、企业微信号等视频，做厚潜客池，一方面有利于品牌的曝光，另一方面将部分转为潜客；管：即第三种流量来源管道，公司总部建立系统、搭建流量管道，帮助经销商做营销，如在抖音上进行投放，以此提升运营的质量，流量自动转给线下的门店，并持续跟踪转换率；台：通过“三加一”小程序，“三”指的是顾家图集、设计图、用户实景图以及视频，“一”指微博会，即线下团购搬到线上，小程序为私域建设提供了重要流量入口，保持从客户接触顾家信息到成交持续与客户进行互动，“台”赋能所有门店店长、导购，促使销售效率提高。

信息化改造提升经销商运营效率。经销商库存全可视化，经销商的经营业务数据分析，实现销售额、毛利、业绩、进店量、客单值等数据的分析、管理，同时可以大大缩短经销商备货周期。

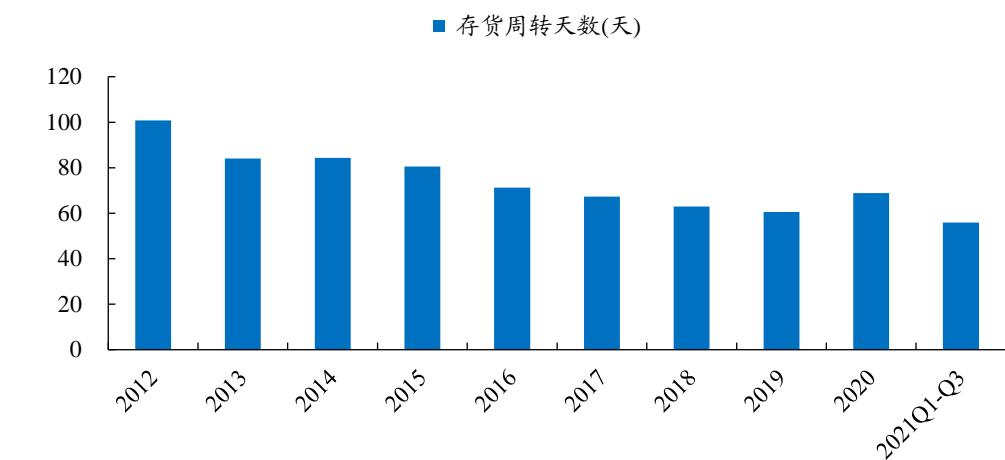
图20: 信息化系统提升全价值链效率



资料来源：公司公告、开源证券研究所

基于信息化、数字化能力，公司供应链有明显提升。人工成本优化，海绵的切割由机器运行，沙发单套生产的人工成本下降，工厂模块化流水线生产，保障了毛利率稳定；交期不断缩短，定制家居交期由 45 天缩短至 30 天左右；消费趋势的把握以及 SKU 运营效率大大提高，2021 年新品销售占比有所增加，单品贡献率更高；库存管理水平提升，存货周转天数持续减少。

图21: 信息化、数字化能力提升存货周转率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、对比安踏：DTC 转型、多品牌运营战略促进业绩腾飞

4.1、回顾安踏：服装批发、品牌零售转型、多品牌运营、主品牌升级四阶段战略升级

安踏战略逻辑的变迁带来业绩与估值的双升，渠道上的 DTC 转型、品牌上的多品牌运营是业绩腾飞的主要驱动因素。总体来看，安踏体育的发展可以分为四个阶

段，分别是服装批发、品牌零售转型、多品牌运营、主品牌升级的战略升维。截至2020年底，营收自2007年上市时的31.9亿元增长至356.1亿元，CAGR为20.5%，净利润自2007年5.4亿元提升至55.7亿元，CAGR为19.7%，总市值自2007年174.7亿元提升至2,796亿元，CAGR为23.8%。

1991-2007年：服装制造出身，迅速品牌化。公司1991年成立，在进行OEM业务的基础上逐步建立全国销售网络，前瞻性地销售自有品牌产品，并因此度过1997年东南亚金融危机带来的海外订单锐减危机，之后通过广告投放+奥运赞助等方式迅速扩大品牌影响力。

2011-2013年：从品牌批发模式转向品牌零售导向。在2008年在北京奥运的激发下，运动品牌大量备货、积极扩店，最终导致过度扩张、存货过剩堆积。公司凭借对市场的敏锐度，通过砍单、谨慎拓店、以工厂店和折扣店处理库存的方式，早于一众品牌度过行业库存危机并于2013年正式提出向品牌零售转型。

2016-2018年：孵化新品牌，多品牌运营。2009年收购FILA后，围绕产品/渠道/营销重塑FILA运动时尚的品牌定位，目前FILA已经10年持续增长，成为坚实的第二增长曲线，2016年合资运营迪桑特，2017年合资运营可隆体育并收购Kingkow，2018年提出“单聚焦、多品牌、全渠道”战略和以消费者为核心的价值零售理念。

2020-2021年：主品牌升级，专业引领品牌向上。2020年8月公司提出主品牌的DTC转型，将原本线下分销商运营的门店（3500家门店，约占35%）转型直营化，并于2021年7月发布主品牌五年战略及赢领计划，将主品牌定位“科技引领的大众专业运动”的新国货，正式开始主品牌的重塑。

4.2、DTC渠道改革驱动安踏主品牌店效可持续提升

安踏品牌前瞻性布局DTC转型，目前线下渠道为直营+电商+少量精选优质经销商的混合经营模式，安踏主品牌经历从批发—零售—全渠道的战略转型。（1）向零售商转型：2011-2013年集团逐渐加强零售端的精细化管理；（2）向全渠道迈步：我们认为2018年围绕消费者体验提出的价值零售可视作DTC转型的前身，2020年8月宣布DTC转型目的在于通过提升直营占比，更好地推进分级分群切入中高线市场的全渠道战略。安踏将经销商收回直营的主要原因是经销商能力与配合度不高导致直面消费者推进不畅，店效增长受限。

表8：安踏品牌渠道战略经历两次重大沿革

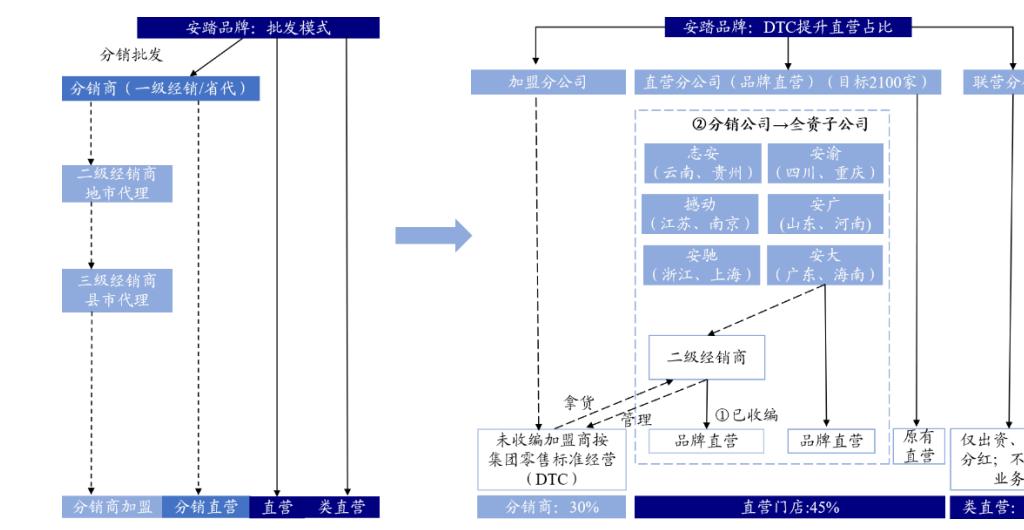
时间	渠道战略	内容	目的	月店效
2011年	零售管理精细化	多次强调要“重店效增长高于规模”	批发商转向零 售商	10万+
2013年	从批发转型零售	实行单店订货、以考核零售指标代替出货量、提供订货和门店陈列指导、店员培训		
2018年	提出价值零售	围绕消费者需求，以商品、数据、渠道融合、文化与团队价值提升零售的体验价值	零售转向全渠 道零售	25万+
2020.08	DTC渠道转型	与现有业务协同，实现集团赋能；打通“人、货、场”，提升运营效率；渠道架构更精简、高效并增加大店投入		27万+

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2.1、凭借较强的渠道管控力顺利推动DTC转型

安踏凭借较强的渠道管控力顺利推动 DTC 转型。2020 年 8 月公司宣布将 3500 家门店收回直营，其中 60%（2100 家门店）改为品牌直营，40%（1400 家门店）由优质加盟商按品牌零售标准运营，主要涉及包括长春、长沙、成都、重庆、昆明、南京、上海、武汉、西安 9 个市及广东、浙江 2 个省的 11 个经销商。

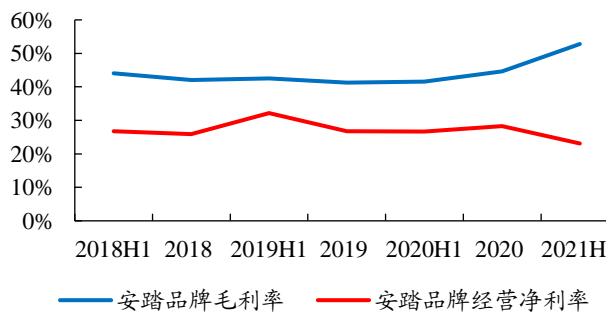
图22：以华南区看安踏 DTC 转型后的渠道架构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

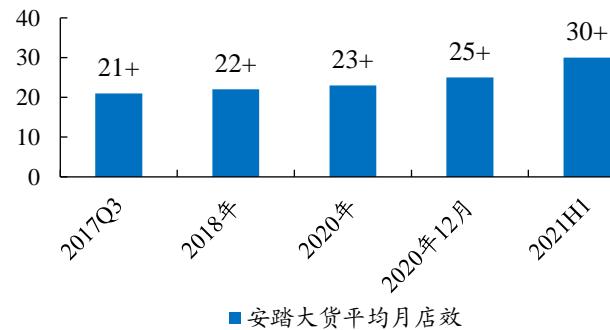
DTC 转型的渠道经营提效已有成效。从零售指标看，2021 年 DTC 体系内自营和经销门店季度收盘时售罄率分别可达 79-80%、76-77%；折扣分别为 76-77 折、74-75 折；从经营结果看，店效明显提升、渠道融合加速及毛利率提高。（1）2021 上半年 DTC 业务收入为 37.03 亿元（占比为 35%），线下流水占比超 40%，毛利率大幅增长；（2）平均单店店效超 30 万元，高于同期批发门店效及 2019 年同期；（3）货品的打通加速了线上线下渠道融合，2021 年上半年 O2O 流水增长超 1.5 倍，店效提升和渠道融合大幅提升安踏主品牌毛利率，较 2020 年同期上升 11.2pct 至 52.82%，DTC 转型效果明显。

图23：DTC 大幅提升安踏大货毛利率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：DTC 大幅提升安踏平均月店效（单位：万元）



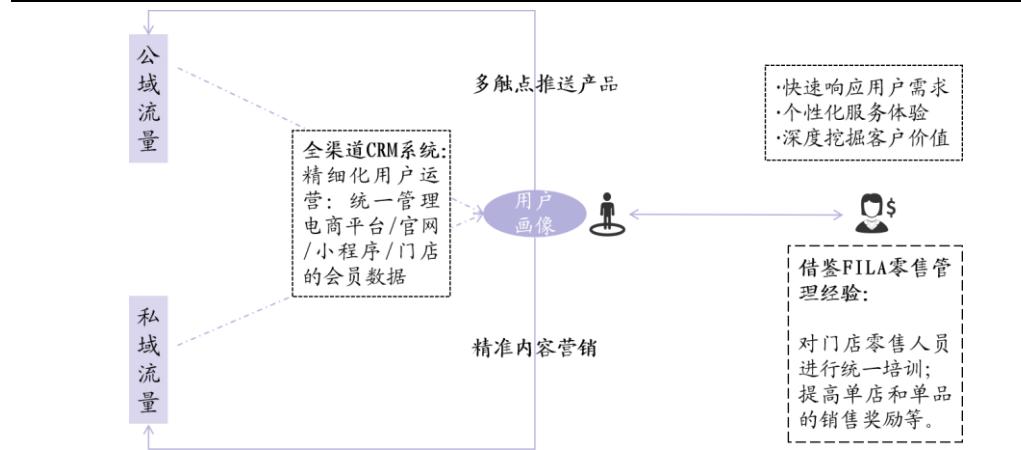
数据来源：公司公告、开源证券研究所

“人”的重构，既包括消费者运营，也包括内部人员管理。

消费者：关注消费者的消费行为习惯变化与迭代，以全渠道 CRM 会员营销系统

精细化管理会员数据，并通过精准营销提高消费群体的购买单价及复购率。内部人员：DTC 后对门店人员进行培训以提升执行力，并提高单店和单品的销售奖励以激励终端零售人员提升销售业绩，例如提出“50 万年薪店长”方案。

图25：安踏品牌借鉴 FILA 实现“人”的重构



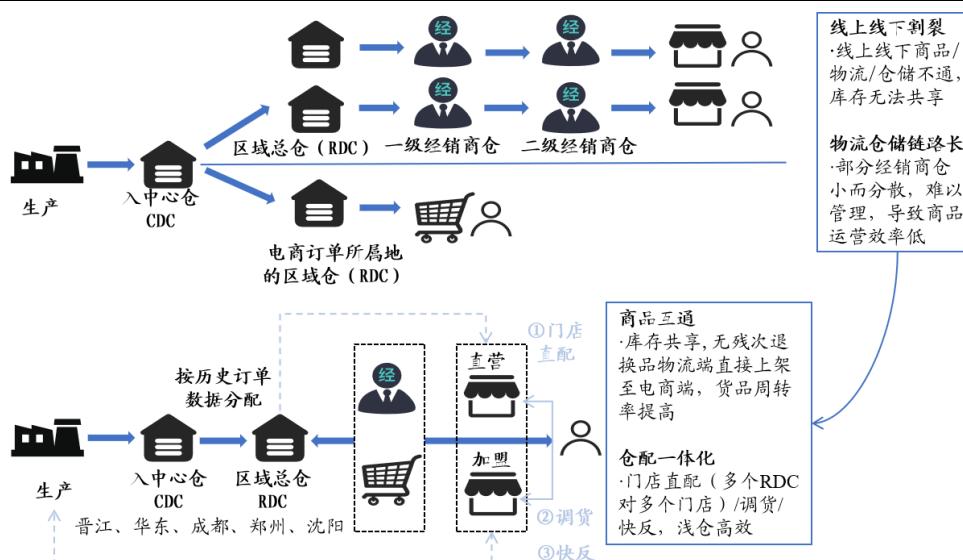
资料来源：公司公告、开源证券研究所

“货”的重构，打通线上和线下渠道，实现库存共享。不同于批发模式下电商与线下订单/物流割裂，DTC 体系下直营/加盟门店、电商库存均在同一订单系统中，各渠道业务人员可以明确剩余库存，而实物库存根据历史订单提前分布在各 RDC 中，消费者下单后，后台算法会将该订单分配给最近的 RDC 进行发货。

最关键的“货通”实现后，对全链路货的重塑大有裨益：（1）商品企划：DTC 一方面通过线上（公域+私域）、线下（智慧门店）直接掌握 Z 世代商品偏好，另一方面通过小单快反模式实现产品测试，以优化联名等商品企划决策，提升新品售罄率。

（2）订货：DTC 后精准下探分销和加盟门店，补充高端产品至门店，提升件单价，拓宽货品宽度，并形成街铺/购物中心/商超/电商/奥特莱斯的分级分渠道组货机制，明确各渠道不同产品的比例，提高铺货准确率。

图26：DTC 实现线上线下商品互通、仓配一体化，重构“货”



资料来源：百胜软件官网、开源证券研究所

（3）仓配周转：DTC 模式全渠道库存共享，实现门店直发/调货，调货频率和货

品调动更精准，叠加快反/O2O 模式，派单时间缩短，库存周转提效，可以达到浅仓高效目标。据我们估算，批发模式下 8 季库存需 12-15 月周转，而直营模式下周转最长仅 9 个月，库存周转提升对资金回笼、货品整合均有改善，可以有效提升店效。

表9：从商品生命周期的七个环节看改造后库存周转效率得到提升

对比	安踏 DTC 改造后	安踏 DTC 改造前	FILA
订货	性别、故事包装、仓款结构方面精准下探分销和加盟门店，DTC 门店完全执行	分销模式下分销公司无法下探托管门店外的门店商品组合，相邻地域经销商订货差距大	总部以大区定额采买，分出的指标一致，终端货品宽度较宽
到货/分货/上货	(1) 物流园门店直配，周转加快	经历经销商仓，10-15 天到店	7 天时间直配到店
	(2) 门店调货	从集团采买后考核各经销商，KPI 指标之一为售罄率，从其他分公司购销需要 10-15 天到店且价格与期货价格相同，但从缺货到购销到货可能面临折扣降低，经销商不愿调配	以五大战区进行考核，各战区有各自的商品体系，统一调配战区内分公司，货源更广，14 天大调拨，7 天小调拨
销售/规定			FILA 快反到店速度快，按战略考核，战区可要求门店再下快反单
	(3) 快反	快反 15 天到店再售卖影响考核指标	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

“场”的重构：加速升级改造门店形象、开设大店、注重消费者体验感，促进同店增长；统一营销节奏，进行市场培育和品牌传播。

(1) DTC 加速门店形象改造将促进同店增长，例如八代店升级智慧门店后同店增长 22%，并且一般国际品牌门店形象迭代时间需要 3-4 年，而安踏只需 1-2 年，九代首店至十代店首店开业仅历时一年半。(2) 进一步整合同商圈内的多家店铺，转而开设大店，随着多品牌的成功，集团在购物中心的话语权提升，我们观察到安踏大货在购物中心已经逐步掌握位置更好、面积更大的店铺。(3) DTC 进一步改善零售呈现，门店布局突显产品故事及精神、产品陈列增强故事性，全方位提升消费者在终端零售店的购物体验。(4) 线上、线下终端在负责产品销售外，还需要配合市场热点传播新产品卖点方面、定期组织和消费者互动方面（线下快闪店互动），DTC 可以统一营销和互动节奏，深化产品和品牌记忆，实现拓新、固客。

图27：安踏上海南京东路首个十代店，门店形象改善、消费体验提升



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2.2、回看顾家家居，DTC 转型重塑“人货场”、提升经营效率、

组织架构下沉式改革、区域零售中心设立、进行仓配服试点，解构经销商职能，推动从批发到零售的商业模式升级。公司 2019 年进行组织，将软床、床垫、沙发等事业部合并，根据区域划分 16 个营销中心，将决策权、公司资源、考核指标等下放至区域零售中心，区域零售中心解构经销商职能，使得经销商聚焦于零售，将经销商转变为投资商，仓配服试点推行，端仓储和配送由公司和第三方物流合作，将所有产品统一纳入中心仓储，帮助经销商进行专业化的最后一公里配送，进一步解构经销商仓储职能，重新分配价值链条，提升了渠道效率。

DTC 转型重塑“人货场”、提升经营效率。组织下沉、剥离经销商职能有效地促进了“人货场”的重构：

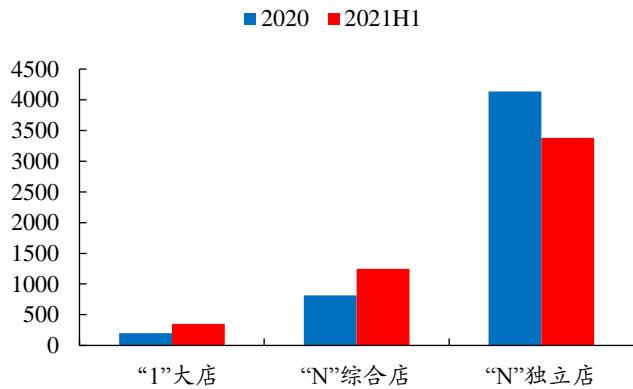
(1) 对“人”的重构，由区域零售中心从培训、营销、售后等各个方面赋能经销商，使得店面人员聚焦于零售，同时权力、资源、考核指标下放到区域零售中心，由零售中心自负盈亏、自主制定激励目标，进一步促进了对人员的激励。

(2) 对“货”的重构，仓配服项目以区域零售中心为中心与第三方合作轻资产运营仓库，经销商可不用备货，解决了家居行业的季节性问题，有利于提升效率，同时更加利于公司做大型促销和厂购，建立中心仓后公司可根据库存提前做预判，统一发货至中心仓，并通过火车取代汽车运输，降低运输成本。

(3) 对“场”的重构，融合店、大店占比提升，门店形象改造、升级，多品类融合促进连带率提升，从而促进同店增长。

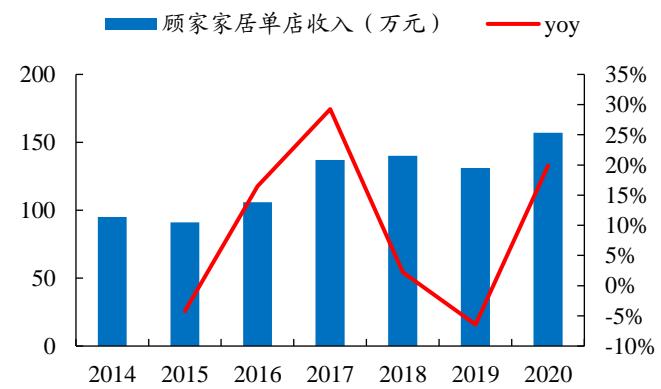
DTC 重塑“人货场”带来的结果是店效、坪效回升，同时渠道加价率下降、周转率提升，运营效率改善，渠道更加聚焦品类融合，综合店、大店占比增加提升客单价。

图28：大店、综合店占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：DTC 转型带动店效提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、建立多品牌运营架构

4.3.1、安踏集团践行“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略

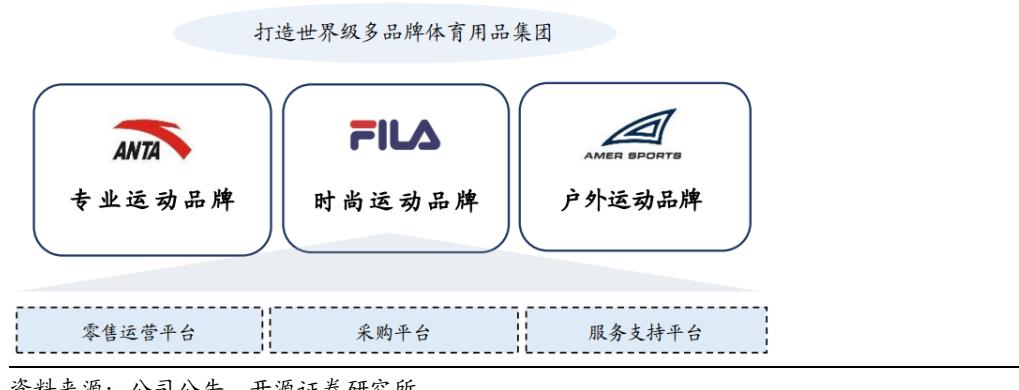
通过多次战略性外延收购拥有了相对完善的品牌矩阵，实现了从时尚运动到专业运动，从大众到高端市场的全面覆盖。单聚焦：坚持深耕聚焦运动鞋服市场；多品

牌：目前集团拥有 13 个品牌；**全渠道：**全面布局街铺、商场、百货公司、奥特莱斯及电商平台等渠道。公司目前品牌涵盖包括面向大众市场的专业运动品牌安踏、定位中高端运动时尚的 FILA、高端运动品牌 DESCENTE、韩国户外品牌 Kolon、童装品牌 Kingkow, SPRANDI, 以及 Amer 旗下的高端专业户外品牌始祖鸟、SOLOMON、WILSON 等。

集团具有高效的运营管理能力以及精准的品牌定位能力，坚持差异化布局，逐步确立了各品牌在目标市场的竞争优势。主品牌安踏自创始以来定位于“高性价比的大众品牌”，深耕二三线城市，选择性避开与行业内“双强”品牌耐克、阿迪达斯的正面竞争，在提供优质产品的同时，以相对较低的价格赢得了大量中低端市场消费者的青睐。FILA 品牌的腾飞同样受益于安踏精准的战略定位与差异化的竞争路线。2009 年，安踏收购 FILA 后，重新审视其品牌定位，选择了相对空白的高端运动时尚赛道，使 FILA 品牌获得了先发优势，近年来维持高速增长，成为了安踏集团强有力的新增长引擎。

安踏业务组织进行了重新梳理打造，为集团的多品牌战略提供持续助力。根据各个品牌在不同领域的属性，集团建立了三大事业群以支持各品牌的发展。同时，公司还建立了零售运营、采购平台、服务支持三大平台，为每个事业群提供最大化的赋能与支持，让每个事业群得到充分的发展。

图30：三大平台与三大事业群为安踏集团多品牌战略提供支持



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3.2、回看顾家家居，构建多品类、多品牌、全渠道运营

(1) 纵向拓展品牌价格带，精准定位，树立在各自目标市场的竞争力。推出更具性价比的天禧派子品牌、惠尚系列，天禧派价格比顾家便宜 30%-50%，与顾家客户充分错位，抢占同价格带其他竞争对手市场份额，在低线城市增加惠尚 SKU，加快原有业绩较差门店的周转，收购德国高端精品软体家具品牌 Rolf Benz，丰富了高端产品线。

(2) 横向拓宽产品矩阵，发力卧室、功能、定制三大高潜品类，促进品类融合、加速大家居发展进程。

(3) 设立电商一级部门，提升电商渠道战略地位，线上线下渠道协同发展，加大电商渠道重视，单独研发电商产品线，一方面先通过低价产品进行突破，另一方面推出较多线上专属款式，持续强化线上运营。

4.4、总结：以安踏为鉴，再看顾家家居竞争力全面提升

回顾安踏竞争力升级之路，安踏从渠道、品牌、产品发力取得重大突破。渠道方面，安踏开启 DTC 改革，主要解决经销商能力与配合度不高导致直面消费者推进不畅、店效增长受限的痛点，2020 年 8 月提出收回 3500 家门店收回直营，其中 60%（2100 家门店）改为品牌直营，40%（1400 家门店）由优质加盟商按品牌零售标准运营，加大了集团赋能，打通“人、货、场”，使渠道架构更精简，进一步提升了渠道运营效率，并且加速渠道融合，店效明显得到提升；从品牌方面来看，安踏集团践行“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略，通过多次战略性外延收购拥有了相对完善的品牌矩阵，实现了从时尚运动到专业运动，从大众到高端市场的全面覆盖；产品方面，强化研发投入，提升产品科技含量，推出国旗系列重塑产品认知，通过双奥营销带动国旗款出圈，以尖货和冠军店切入中高线市场，实现价格带的拓宽。

对比安踏，顾家家居在推动 DTC 转型方面，在组织架构上进行下沉式变革，渠道上，通过设立区域零售中心、试点仓配服逐步分解经销商运营职能，使得经销商更加聚焦于零售，成立数字化营销中心，从获客到成交全过程赋能经销商，提高渠道运营效率；在产品方面，推行大店模式，通过区域零售中心对各品类的销售进行场景化、套餐化的发展，提高连带销售比例；品牌方面，纵向推出更具性价比的天禧派子品牌、惠尚系列，纵向拉开品牌价格带，通过外延并购，拓展产品风格定位和销售渠道。顾家家居从渠道、品牌、产品全方位发力，核心竞争力全面提升，在软体家居行业渗透率、集中度不断提升的背景下，继续向大家居龙头迈进。

5、发布经销商增持股份计划，绑定利益彰显发展信心

前后两期经销商增持股份计划绑定核心经销商，强化长期发展信心。2022 年 3 月 3 日，公司发布部分经销商增持公司股份计划（二期），公司经销商拟通过增持公司股票，分享公司发展成果，实现公司长远发展与经销商利益的结合，增持主体为公司经销商参与认购的上海迎水投资管理有限公司的私募基金，增持股份种类为公司无限售流通 A 股股份，资金来源为自有资金及自筹资金，增持金额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元，预计在公告披露后的 6 个月内完成增持。在此前首期经销商增持股份计划于 2020 年 3 月完成，增持主体同为上海迎水投资管理有限公司，增持金额为 1.02 亿元。一期、二期经销商增持股份计划，充分彰显了公司经销商对公司长期发展的信心，同时深度绑定利益，对经销商形成充分、有效的激励。

6、2022 年展望：内销外销协同发力，持续推进大家居品类融合

2022 年公司收入和利润目标增速为 20%，预计内销增速偏高，其中功能沙发、定制、床垫高潜品类增速比较快，休闲品类稳定增长，预计外销增速略低，主要以沙发为主，休闲和功能保持均衡。我们预测 2022 年 1-2 月订单整体同比增长约 20%（内销增长约 20-25%，外销增长约 15-20%）。2022 年公司将继续推进渠道下沉，发力功能、定制、床垫三大高潜品类，加快拓店速度，预计 2022 年新开店 800-1000 家，在快速扩门店同时，大店占比提升推动连带销售比例提高、拓品类提高客单值、区域零售中心建设提升运营效率，预计 2022 年店效同比提升，凸显大家居龙头超越行业的增长空间。

内销方面，休闲品类稳定增长，功能、定制、床垫三大高潜品类继续发力。

沙发：重点推进终端店态的陈列和管理。设立单独的店态管理中心管理全国所有的门店，定位群体性价比市场，品牌营销方面偏年轻化，在抖音等平台方面的投入具有持续性。功能沙发方面，当前注重规模扩张，目前顾家功能沙发体量较小，未来增长空间较大，功能单椅由于使用场景较多，未来亦有较大增长空间，功能沙发利润率有望在规模效应后提升。

定制：定制家居当前目标主要为做大规模，随着规模效应增强，未来利润率提升可期。经营方向以环保板材为抓手，以母婴、孕婴家庭为目标客群，用差异化突破市场规模；渠道方面，推动单独定制门店开店，并鼓励原有软体的经销商做定制家居；产能方面，拥有 20 亿左右产值的产能作为储备，视订单需求情况有序释放。未来重点抓住存量房市场、对存量需求进行前瞻性布局，研发设计中心方面计划研发激活消费能力的产品，研发产品中台中休闲、布艺、功能、定制均独立，进而加大对产品的研发能力，布局不同渠道触达客户，线上线下、私域公域协同，做厚潜客池。

大店：未来公司继续增加大店、融合店数量，重点提升点单店净利率。进一步赋能终端销售并规范化终端销售方式，包括为消费者顾家图册展示、建立顾客微信等；数字化转型赋能终端，利用酷家乐打通软体和定制，工具叠加带来更高的效率；进行产品迭代升级在、增加套餐融合比例，研发方面设计多维度给予大店提升支持。

外销方面，2022 年重点提升盈利能力。2022 年预计外销在高基数情况下稳定增长，公司预计将重点放在提升盈利能力上，加强内部对利润率的考核。在提升盈利能力方面，公司 2022 年将采取措施：(1) 调整外销组织架构，优化产品、供应链、研发等各环节，提升生产人效和管理效率，提升大客户的份额；(2)优化海外产能布局，越南、墨西哥 2022 年产能预计将进一步释放，通过产能外移规避关税，提升生产效率节省成本。

7、盈利预测与投资建议

公司核心竞争力的全面提升，体现在：组织架构方面，下沉式组织有效提高各区域品类协同，提升渠道端协同效应；区域零售中心分解经销商的运营职能，试点仓配服项目进一步赋能经销门店，有望带来公司产业链价值重新分配、提升渠道效率；进行大家居品类整合，卧室、功能、定制高潜品类逐步放量，在推行大店模式的情况下，对各品类的销售进行场景化、套餐化的发展，提高连带销售比例；转变线上策略，将电商业务提到一级部门，线上线下协同发展；纵向推出更具性价比的天禧派子品牌、惠尚系列，进行定位延伸拓展；数字化营销中心从获客到成交全过程赋能经销商，基于信息化、数字化能力，供应链有明显提升。2022 年公司收入和利润目标增速为 20%，预计内销增速偏高，其中功能沙发、定制、床垫高潜品类增速比较快，休闲品类稳定增长，预计外销增速略低，主要以沙发为主，休闲和功能保持均衡，根据预测，公司 2022 年 1-2 月订单整体同比增长约 20%，内销订单同比增长约 20-25%，外销订单同比增长约 15-20%。考虑汇兑风险及原材料价格等不确定因素，小幅下调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 16.85/20.52/24.96 亿元(原为 16.93/21.14/25.67 亿元)，对应 EPS 为 2.67/3.25/3.95 元，当前股价对应 PE 为 24.1/19.8/16.3 倍，核心竞争力全面向上，进一步向大家居迈进，看好未来增长空间，维持“买入”评级。

8、风险提示

家居行业需求回暖不及预期，原材料大幅上涨，汇率大幅波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6113	6360	10396	9398	14749	营业收入	11094	12666	17998	21598	25922
现金	2958	2241	4574	3680	7016	营业成本	7226	8206	11717	14024	16772
应收票据及应收账款	1012	1109	1905	1712	2629	营业税金及附加	79	67	142	158	179
其他应收款	146	112	255	185	343	营业费用	2073	2494	3465	4104	4925
预付账款	55	89	116	129	165	管理费用	292	297	432	540	648
存货	1266	1871	2608	2753	3659	研发费用	198	207	288	346	415
其他流动资产	676	938	938	938	938	财务费用	104	132	52	43	35
非流动资产	6147	6678	7572	8033	8622	资产减值损失	-8	-502	0	0	0
长期投资	239	18	-194	-406	-619	其他收益	31	86	0	0	0
固定资产	1854	2691	3662	4230	4897	公允价值变动收益	18	5	6	7	9
无形资产	755	733	825	927	1041	投资净收益	140	192	129	179	209
其他非流动资产	3299	3237	3280	3283	3302	资产处置收益	-2	0	0	0	0
资产总计	12260	13038	17968	17431	23371	营业利润	1292	1036	2037	2570	3166
流动负债	4498	5405	9060	7045	11027	营业外收入	240	175	192	196	201
短期借款	287	233	233	233	233	营业外支出	10	17	13	14	14
应付票据及应付账款	1309	1543	2528	2345	3483	利润总额	1522	1195	2216	2752	3354
其他流动负债	2902	3629	6298	4467	7311	所得税	302	328	488	640	776
非流动负债	1462	529	595	585	593	净利润	1220	867	1728	2113	2578
长期借款	1311	400	466	456	464	少数股东损益	59	21	43	61	82
其他非流动负债	150	129	129	129	129	归母净利润	1161	845	1685	2052	2496
负债合计	5959	5934	9655	7629	11620	EBITDA	1745	1421	2417	3005	3638
少数股东权益	394	364	407	468	550	EPS(元)	1.84	1.34	2.67	3.25	3.95
股本	602	632	632	632	632	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2205	3424	3424	3424	3424	成长能力					
留存收益	2904	3080	3877	4832	5923	营业收入(%)	20.9	14.2	42.1	20.0	20.0
归属母公司股东权益	5906	6740	7906	9334	11201	营业利润(%)	11.5	-19.8	96.6	26.2	23.2
负债和股东权益	12260	13038	17968	17431	23371	归属于母公司净利润(%)	17.4	-27.2	99.3	21.8	21.6
						盈利能力					
						毛利率(%)	34.9	35.2	34.9	35.1	35.3
						净利率(%)	10.5	6.7	9.4	9.5	9.6
						ROE(%)	19.4	12.2	20.8	21.6	21.9
						ROIC(%)	15.7	11.3	19.1	20.0	20.4
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
经营活动现金流	2124	2180	3857	379	4740	资产负债率(%)	48.6	45.5	53.7	43.8	49.7
净利润	1220	867	1728	2113	2578	净负债比率(%)	-16.1	-20.7	-44.8	-28.7	-51.9
折旧摊销	207	253	274	347	416	流动比率	1.4	1.2	1.1	1.3	1.3
财务费用	104	132	52	43	35	速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
投资损失	-140	-192	-129	-179	-209	营运能力					
营运资金变动	588	625	1936	-1938	1929	总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
其他经营现金流	144	496	-6	-7	-9	应收账款周转率	11.4	11.9	11.9	11.9	11.9
投资活动现金流	305	-1444	-1034	-622	-786	应付账款周转率	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8
资本支出	761	1078	1106	673	801	每股指标(元)					
长期投资	494	84	212	212	213	每股收益(最新摊薄)	1.84	1.34	2.67	3.25	3.95
其他投资现金流	1559	-282	283	263	227	每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	3.45	6.10	0.60	7.50
筹资活动现金流	-1046	-1364	-489	-651	-617	每股净资产(最新摊薄)	8.83	10.66	12.51	14.76	17.72
短期借款	167	-54	0	0	0	估值比率					
长期借款	-534	-911	65	-10	9	P/E	35.0	48.0	24.1	19.8	16.3
普通股增加	172	31	0	0	0	P/B	7.3	6.0	5.1	4.4	3.6
资本公积增加	-118	1220	0	0	0	EV/EBITDA	22.6	27.3	15.1	12.5	9.4
其他筹资现金流	-732	-1649	-554	-641	-626						
现金净增加额	1383	-720	2333	-894	3336						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

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

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

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

西安

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