



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持（首次）

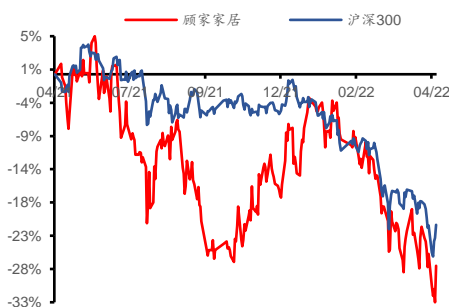
行业：轻工制造
日期：2022年5月1日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001

基本数据

最新收盘价（元）	58.20
12mth A 股价格区间（元）	54.00-84.63
总股本（百万股）	632.22
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	367.95

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

坚定深化变革品类融合，龙头大家居稳步向前

■ 主要观点

深耕软体家居 40 载，逐步走向综合家居运营商

顾家家居作为国内软体家居龙头企业，以沙发作为起点，拓展到布艺沙发、功能沙发、软床、床垫、配套产品以及家装定制化产品，致力于成为以“家”为中心的专业领导者。公司成长能力优异，营收利润稳定增长，内外销需求景气度持续，全球化产能布局不断推进。在家族企业协同一致、控制力强的同时，引入了资深职业经理人团队，开展强有力的股权激励计划。职业经理人团队履职顾家后，开启了一系列改革，组成事业部制架构体系，使得各产品线专注于自身领域，帮助顾家各品类形成差异化优势。

赛道优势高增长延续，品牌集中度提升未来可期

软体家居行业两极分化显著，整体行业健康积极发展，行业景气度较高。虽然在宏观上整体家居行业形势承压，但从市场空间来看，龙头企业能更有机会获取整合红利。从生产端来看，相对于定制家居而言，成品家居的标准化程度更高，更易因龙头企业成本优势提升行业集中度，从工厂端形成规模经济。从需求端来看，境外家具的需求缺口带来生产地替代，使得中国软体家居的外贸增长能够受益于疫情后中国仍然维持制造生产的强大供应链能力。

完善产品矩阵+多品类协同发展：打造龙头大家居企业

公司坚持从“单品-空间-生活方式”的全品类生活家居矩阵覆盖。高端品牌：沙发类产品始终是顾家营收核心行业领先，在中国沙发消费升级的背景下，顾家家居着力部署国内功能沙发与高端沙发市场，与知名品牌 La-Z-Boy 及 NATUZZI 达成合作。中低端品牌：推出年轻时尚品牌“天禧派”以增强下沉市场，进一步完善了产品矩阵的中低端系列，使顾家向年轻化和时尚化迈进。高潜品类：中国床垫行业渗透率仍然偏低，公司差异化战略推动床垫业务业绩快速上升。坚定定制+软体融合：自 2016 年布局定制家具以来营收保持高速增长，计划快速扩大定制家居门店，在 2022 年突破 1000 家全屋定制门店。重磅发布“新一代全屋定制+”战略升级，推出全自制不拼凑的 49800 全屋套餐，将定制产品将匹配配套品进一步实现销售一体化战略。

构建多元化的渠道体系，内外销齐驱并进

公司积极推进“1+N+X”渠道发展模式，渠道深化将助力内销收入持续增长。开展渠道变革，形成多个区域零售中心，以实现营销职能和渠道管理职能的前置，强化终端渠道资源的协同作用，坚定向零售转型。结合各国消费国家的市场情况，制定了详尽的国际化战略规划。并通过强化出口业务管理，通过提升管理效率、制造效率、供应链效率等方式改善出口业务盈利能力。创新营销模式，聚焦小红书、淘宝、抖音等平台，推出“为向往而 ZAO 超级品牌日”、“816 全民顾家日”、“向往的生活，在顾家全新口号”等品牌营销活动，发力打造消费者品牌。

数字化的信息系统搭建赋能公司全方位运营

公司持续经历着数字化的经营变革，从零售数字化开始，通过信息化系统赋能到每个门店。与多品牌联合，加速企业数字化转型和战略升级。建设全流程信息化，将原有体系中生产制造、销售和供应链三端的壁垒打破，实现信息流和产品流的统一，提升“端到端”的产业链效率。

■ 投资建议

我们预计 22-24 年公司将分别实现营业收入 227.71/275.83/329.33 亿元，同比增长 24.15%/21.13%/19.40%；归母净利润 20.75/25.43/31.06 亿元，同比增长 24.64%/22.58%/22.13%。当前市值对应 22-24 年 PE 分别为 17.74X/14.47X/11.85X。顾家家居是我国消费品家具龙头企业，有较强的品牌力、产品力。后疫情时代背景下，客户需求修复，海外需求景气度提升，加之中低端年轻品牌天禧派对下沉市场的派发力，促进公司传统布艺沙发的营业收入增长。此外，企业与美国功能沙发市占率领先的公司 Lazboy 合作，我们看好功能沙发的外贸发展。在软床及床垫方面，企业在墨西哥新建基地，促进中低端市场的渗透。定制家具上，顾家布局定制和软体融合的内贸发展，立足差异化模式，有望迎来新的业绩增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格上涨风险、市场竞争加剧风险、地产景气度不达预期风险、疫情反复的风险

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18342	22771	27583	32933
年增长率	44.8%	24.1%	21.1%	19.4%
归母净利润	1664	2075	2543	3106
年增长率	96.9%	24.6%	22.6%	22.1%
每股收益（元）	2.65	3.28	4.02	4.91
市盈率（X）	29.12	17.74	14.47	11.85
市净率（X）	6.08	3.65	2.91	2.34

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 04 月 29 日收盘价）

目 录

1 风雨四十载，铸就软体家居龙头.....	5
1.1 深耕软体家居赛道，逐步走向综合家居运营商	5
1.2 内外销持续景气，营收利润稳健增长	6
1.3 公司组织体系科学，股权激励计划充分	8
1.4 突破产能桎梏，推进全球化布局	11
2 软体家居赛道优势高增长延续，品牌集中度提升未来可期	13
2.1 软体家居行业两极分化显著，龙头企业加速发展拓品类战略坚定.....	13
2.2 软体家居龙头企业规模化生产能力更胜一筹，提升行业集中度壁垒	13
2.3 疫情后中国产能恢复高效及美国地产景气度提升助力软体家居外销出口增长	14
3 完善产品矩阵+多品类协同发展，品类品牌双延伸.....	15
3.1 沙发业务行业领先，发力功能产品着眼下沉市场	15
3.2 高潜品类床垫发展迅猛，差异化销售战略推动市场份额提升	18
3.3 坚定定制+软体融合，助力向“综合家居零售运营商”转型	20
4 构建多元化的渠道体系，内外销齐驱并进.....	21
4.1 1+N+X 多元化渠道体系助力内销收入持续增长	21
4.2 海外需求景气不减，稳步实施国际化战略规划	22
4.3 创新营销模式，打造消费者品牌	24
5 数字化的信息系统搭建赋能公司全方位运营	26
5.1 以零售数字化为开端，积极推进数字化营销	26
5.2 多品牌联合，加速企业数字化转型和战略升级	26
5.3 建设全流程信息化，有望提升公司全产业链效率	28
6 盈利预测与投资建议.....	29
6.1 盈利预测	29
6.2 投资建议	30
7 风险提示：	31

图

图 1 顾家家居创立以来不断丰富旗下产品品类.....	5
图 2 顾家家居历史沿革.....	6
图 3 顾家家居营业收入及增长（百万元，%）	6
图 4 顾家家居归母净利润及增长（百万元，%）	6
图 5 顾家家居各品类营业收入（百万元）	7
图 6 顾家家居各品类毛利率（%）	7
图 7 顾家家具销售费用及其营收占比（百万元，%）	8
图 8 顾家家居持续重视研发投入（百万元，%）	8
图 9 顾家内外销需求景气度持续（百万元）	8
图 10 顾家家居股权结构稳定（截至 2022.3.31）	9

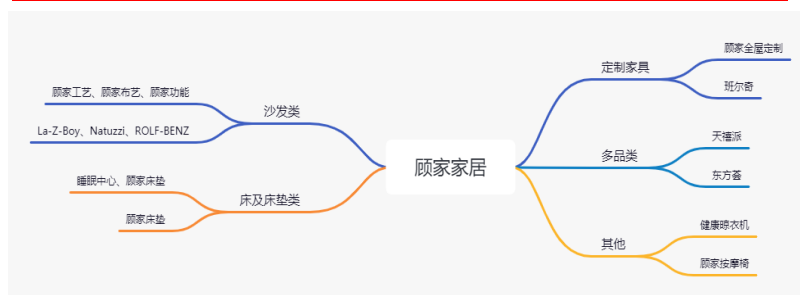
图 13 软体家居龙头企业营收&增速（百万元，%）	13
图 14 软体家居龙头企业营收&增速（百万元，%）	13
图 15 软体家居龙头企业顾家家居沙发、软床、餐椅生产流程	14
图 16 美国房地产市场保持高景气度	15
图 17 疫情后中国家具出口有一定程度恢复（万美元，%）	15
图 18 顾家家具沙发分类图	15
图 19 2015 年至 2021 年顾家家居沙发营业收入及增速（百万元，%）	15
图 20 国内沙发市场规模呈现逐年递增（亿元，%）	16
图 21 由 2020 年中国沙发市场竞争格局可见整体市场份额较为分散	16
图 22 功能沙发市场规模及渗透率逐年递增（亿元，%） ..	16
图 23 美国功能沙发品牌 La-Z-Boy 拥有 7 大全球专利	17
图 24 意大利高端家具上市公司 NATUZZI	17
图 25 顾家家居轻时尚品牌天禧派主打年轻风格	18
图 26 我国软体家具消费规模保持稳定增长（亿美元） ...	18
图 27 我国城镇化进程持续推进（%）	19
图 28 顾家床垫—护脊专家	19
图 29 顾家家居软床及床垫营收高速发展（百万元，%） ..	19
图 30 2020 年定制家居龙头企业市占率（%）	20
图 31 2016 年至 2020 年定制家具市场规模（亿元）	20
图 32 顾家定制家具—赛孚系列	21
图 33 2017 年至 2021 年家具出口额（百万美元）	23
图 34 2016~2021 年美国家居进口额（百万美元）	23
图 35 美国家具需求在 2026 年之前保持增长趋势（%） ...	23
图 36 中国为美国家具用品市场最大参与者	23
图 37 各软体家居企业出口均呈现逐年增长的态势（万美元，%）	24
图 38 顾家家居结合官 V 合作精准引流新浪微博	25
图 39 顾家家居在小红书平台缔造多个热门 IP	25
图 40 顾家家居以零售数字化与业务紧密相连	26
图 41 顾家家居通过公域数字化营销引流至线下门店	26
图 42 顾家家居近年来存货周转天数持续下降（天）	28
表	
表 1 2021 年高管持股变动情况	9
表 2 2017 年限制性股票激励计划对象名单及实际授予登记情况	10
表 3 顾家家居不断推进海内外产能布局	11
表 4 顾家主要床垫企业定位及价格分布	19
表 5 顾家家居从多维度进行品牌营销宣传活动	25
表 6 顾家数字化转型品牌联合情况梳理	28

1 风雨四十载，铸就软体家居龙头

1.1 深耕软体家居赛道，逐步走向综合家居运营商

顾家集团致力于成为以“家”为中心的专业领导者。软家具行业龙头企业顾家家居的历史最早可追溯至 1982 年的顾家工坊，以沙发作为起点，拓展到布艺沙发、功能沙发、软床、床垫、配套产品以及家装定制化产品，深耕赛道 40 载。公司产品远销世界 120 余个国家和地区，拥有 6000 多家品牌专卖店。顾家家居旗下目前可分为八大产品系列：“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“健康晾衣机”、“顾家按摩椅”。为了进一步满足不同消费群体的需求，深化产品矩阵，合作品牌美国功能沙发“LAZBOY”，收购意大利高端家具品牌“Natuzzi”，德国高端家具品牌“ROLF BENZ”，出口床垫品牌“Delandis 玺堡”，美式家具品牌“宽邸”，创建当代设计师家具品牌 KUKA HOME、独立轻时尚品牌“天禧派”，以及新中式风格的家具品牌“东方荟”。同时，顾家坚持以用户为中心，围绕用户需求持续创新，并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”，为用户提供一站式周期服务。

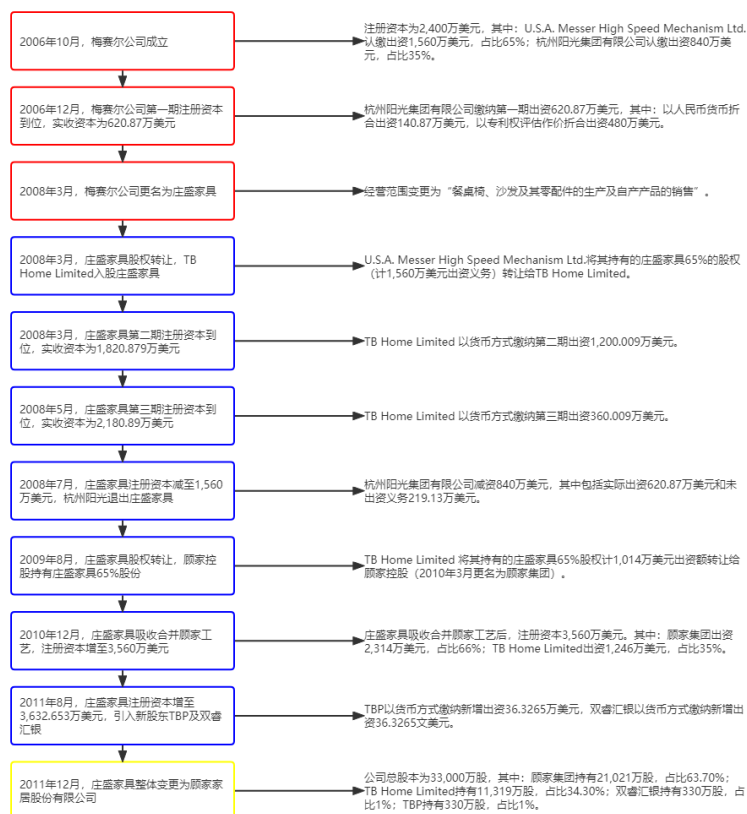
图 1 顾家家居创立以来不断丰富旗下产品品类



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司历史沿革可分为三个阶段：第一阶段，2006 年梅赛尔公司设立，于 2008 年更名为庄盛家具并变更经营范围为“餐桌椅、沙发及其零配件的生产及自产产品的销售”；第二阶段，TB Home Limited 收购庄盛家具，庄盛家具减资、股权转让、吸收合并顾家工艺及新股东增资；第三阶段，庄盛家具于 2011 年整体变更为顾家家居。此后，顾家家居引进了职业经理人李东来团队，并成功实现上市完成资本扩张。

图 2 顾家家居历史沿革

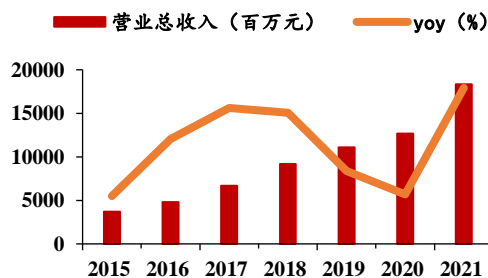


资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 内外销持续景气，营收利润稳健增长

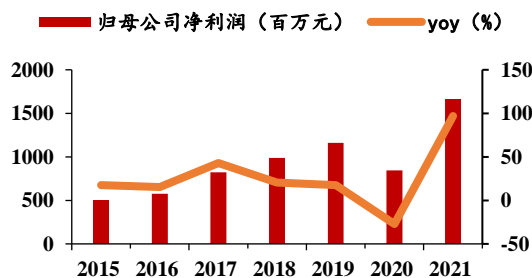
公司营收增速较快，成长能力较为优异。2021年，公司实现营业收入183.42亿元，同比增长44.81%，2015-2021年，公司总营收由36.85亿元快速增至183.41亿元，CAGR达25.77%。2021年公司实现归母净利润16.64亿元，同比增长96.87%，2015-2021年，公司归母净利润由4.98亿元增至16.64亿元，CAGR 18.80%。

图 3 顾家家居营业收入及增长（百万元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

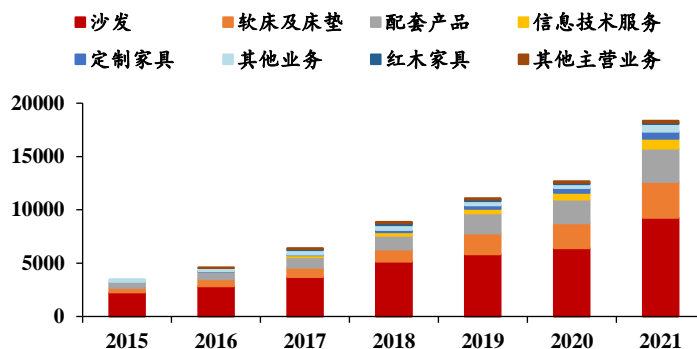
图 4 顾家家居归母净利润及增长（百万元，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

分产品来看，公司营业收入以沙发、软床及床垫、配套产品为主，定制家居业务拓展较快。2021 年公司沙发、软床及床垫、配套产品业务营收分别占总营收 50.53%、18.20%和 17.12%，营收同比增长分别为 44.51%、42.75%、41.13%。

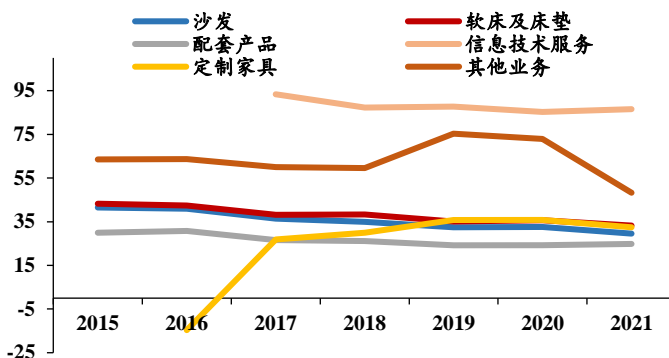
图 5 顾家家居各品类营业收入（百万元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司毛利率较为稳定，近年维持在 30%~40% 左右水平。2021 年，公司主营产品中沙发、软床及床垫、配套产品、定制家居毛利率分别为 29.54%、33.22%、24.81%、32.43%，公司主营中信息技术服务毛利率最高，达到 86.56%。公司于 2017 年开发了“库佳家居零售管理云服务平台”，该平台提供零售运营、营销管理、供应链管理、大数据决策支持等多项服务。信息技术服务收入来源即为公司向经销商收取该云服务平台使用服务费。

图 6 顾家家居各品类毛利率（%）

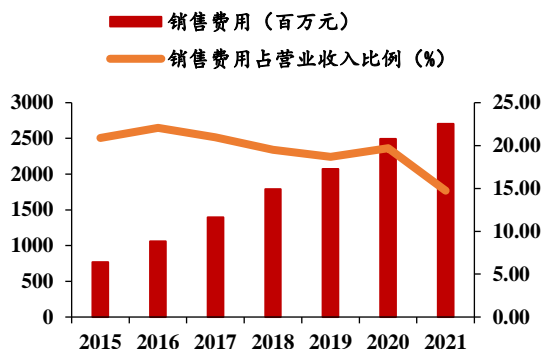


资料来源：Wind，上海证券研究所

公司营业收入与销售费用呈现高举高打现象。在费用率方面，近年公司销售费用占营收的比例维持在 20% 上下，但在 2021 年有所下降。2021 年公司销售费用达 27.03 亿元，同比增长 47.71%，占公司营收 14.74%。此外，顾家持续重视研发，研发费用投入及费用率均高于行业平均水平，2018 年到 2021 年研发

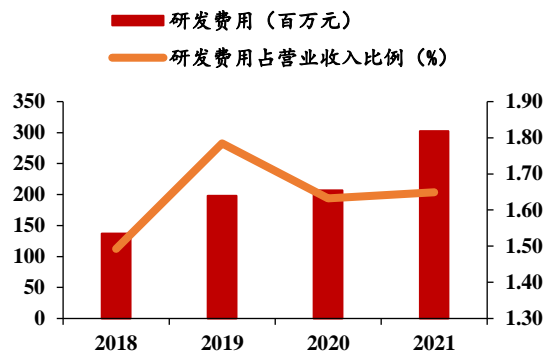
投入从 1.37 亿元提高至 3.02 亿元，为实现产品快速迭代升级、满足客户日益增长变换的消费需求奠定基础。

图 7 顾家家具销售费用及其营收占比（百万元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

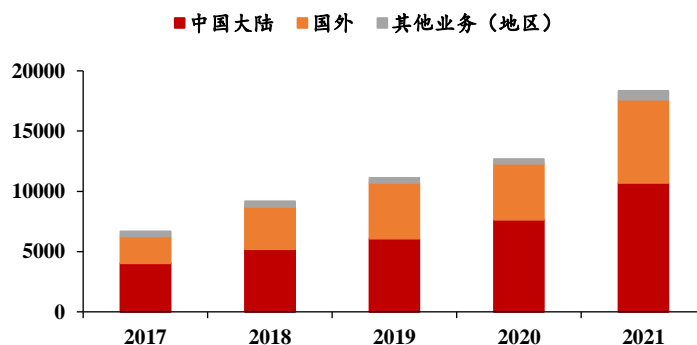
图 8 顾家家居持续重视研发投入（百万元，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

内外销需求景气度持续，中国为主要市场。自国内疫情得控以来，中国家具市场逐渐升温回暖，加之公司近年积极向零售化转型，公司内销增速持续向好。2017-2021 年，公司内销收入由 40.36 亿元增至 107.12 亿元，CAGR 达 21.55%，2021 年同比增长 40.05%。外销方面，公司全球化的供应链布局助推公司发展海外市场，2017-2021 年公司外销收入从 22.33 亿增至 69.18 亿元，CAGR 达 25.37%，2021 年同比增长 48.68%。

图 9 顾家内外销需求景气度持续（百万元）

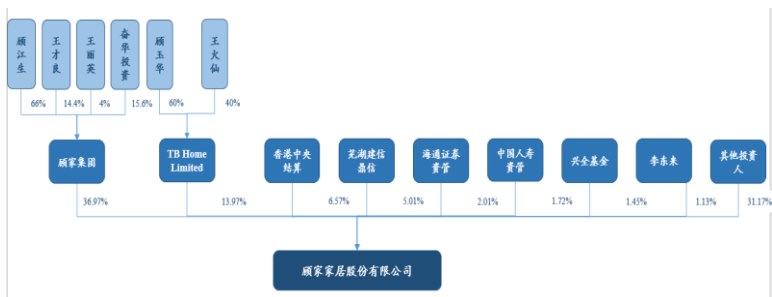


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 公司组织体系科学，股权激励计划充分

家族企业协同一致，控制力强。顾家家居实际控制人为顾江生、顾玉华、王火仙。顾玉华与王火仙系夫妻关系，顾江生系顾玉华、王火仙之子。顾江生先生持有顾家集团 66% 的股权，顾玉华先生和王火仙女士分别持有 TB Home 60% 和 40% 的股权。顾家集团持有顾家家居 36.97% 的股份（包括集团持有 28.7% 及集团非公开发行可交换公司债券质押专户所持 8.27% 合计），TB Home Limited 持有 13.97% 的股份，公司股权结构稳定。

图 10 顾家家居股权结构稳定（截至 2022.3.31）



资料来源：Wind，上海证券研究所

引入职业经理人团队，优化管理团队建设。顾家家居自 2012 年来引入以李东来为首的资深职业经理人团队，李东来曾任美的副总裁、AMT 集团首席执行官，具有丰富的经营管理经验。团队成员多来自于美的，目前团队磨合多年，管理风格成熟稳重，能够适应多变的市场环境。顾家充分信任职业经理人团队的能力，给予其较大的权限及具有行业竞争力的薪酬和股权。李东来团队履职顾家后，大股东与管理层在战略上协同一致，将原有的家族企业经营模式进行调整转变，公司治理效率和质量明显提升；此外，实施“青苗计划”招募优秀应届大学生，提高员工整体素养；并给予管理层与中层技术人才高额股权激励。这一系列改革举措成功使得顾家家居 2016 至 2019 年实现了三年利润翻倍。据公司 2021 年 7 月 31 日公告，李东来再度新增持股 0.95%，合计持有公司 3.31% 的股份，体现了顾家对公司高管层的信任肯定和充分激励。

表 1 2021 年高管持股变动情况

姓名	职务	期初持股数	期末持股数	报告期股份 增减变动量	增减变 动原因
李东来	董事、 总裁	5,766,600	7,145,084	1,378,484	二级市 场增持
欧亚非	副总裁	926,500	1,803,000	876,500	二级市 场增持

资料来源：公司公告，上海证券研究所

组织架构再升级。2018 年下半年顾家对组织架构进行调整，陆续将软床、床垫、沙发、定制事业部合并，由副总裁欧亚非进行统一管理，有效增强品类之间的协同。推行区域零售运营中心改革，营销运营体系全面下沉，形成多个区域零售中心。2019 年逐步建立“1+N+X”的渠道发展模式，以实现营销职能和渠道管理职能的前置，强化终端渠道资源的协同作用。顾家成功从制造

型向零售型家居企业转型，实现了市场高效反馈、精准投放资源、终端灵活决策。2021 年顾家完成了历史上最大一次组织变革。整体上，公司结构已形成“价值中心、赋能中心、服务中心”三大中心架构，价值中心由“产品中台事业部、营销前台事业部、品牌/业务价值一体化事业部”三部分组成，结构更加清晰。转型升级后的组织架构能够统合顾家产能、内部管理、营销渠道的优质资源，进行灵活配置。

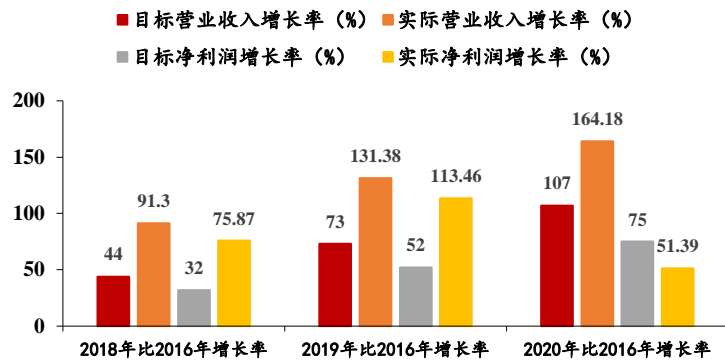
强有力的股权激励计划。顾家家居最早于 2017 年开展第一次股权激励计划，激励总数为 1873.10 万股，占当时总股本比例 4.54%，激励对象涵盖公司高管、中层管理人员、核心技术人员共计 100 人，股权激励相对较广。2019 年 9 月，公司加大股权激励力度，启动股份回购计划，累计回购 1,087.93 万股，占总股本 1.72%用以股权激励。为公司未来稳健发展，持续扩张提供了坚实的人才组织基础。后续于 2021 年 6 月开启员工持股计划，通过大宗交易的方式受让公司回购专用证券账户中的股票 10,879,264 股，占公司总股本的 1.72%。激励对象包括公司董事，高管，技术骨干在内共 25 人。强有力的股权激励计划进一步提升了团队凝聚力，将高管层与公司利益深度绑定，一定程度上助推了年营收与净利润利润的增长。

表 2 2017 年限制性股票激励计划对象名单及实际授予登记情况

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占公告日股本总额的比例 (%)
李东来	总裁、董事	411.9	21.99	1.00
吴汉	副总裁	70	3.74	0.17
董汉有	副总裁、董事会秘书	38	2.03	0.09
李云海	副总裁	63	3.36	0.15
刘春新	副总裁、财务负责人	57.5	3.07	0.14
刘宏	副总裁	38	2.03	0.09
中层管理人员、核心技术(业务)人员 (94 人)		914.7	48.83	2.22
预留		280	14.95	0.68
合计		1873.1	100.00	4.54

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 11 2017 年股票激励计划目标与成效



资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.4 突破产能桎梏，推进全球化布局

加大投资，扩大国内软体产能优势。公司目前已建成投产的国内生产基地，分布在华中黄冈、浙江杭州、河北深州、浙江嘉兴等地，在建的有杭州钱塘新增 100 万套软体家居及配套产业项目、华中（黄冈）第二制造基地、西南生产基地。产能布局基本覆盖华东、华中、华北、西南地区。2021 年 8 月顾家与重庆江津区政府签订投资协议，拟建设顾家家居西南生产基地，预计于 2023 年底竣工投产。这一生产基地的布局是顾家西南地区市场拓展的重要一步，一方面缩短了订货周期，加快了供货速度，有利于提升客户满意度；另一方面，有利于扩大产能弹性、增加面向市场的产品款式，使消费者有更多的选择空间，更好地满足不同消费者的个人偏好。

积极推进全球化产能布局。公司于 2020 年底宣告建设越南生产基地，建设面积 21 万平方米，达产期四年，达产率分别为 23%、47%、76%及 100%，达纲时预计实现年产能 50 万标准套家具产品。这是公司积极应对中美贸易摩擦的举措，积极在越南等地布局海外生产基地，持续推进大客户策略，能够优化出口产品结构，提升外贸供应链体系。

表 3 顾家家居不断推进海内外产能布局

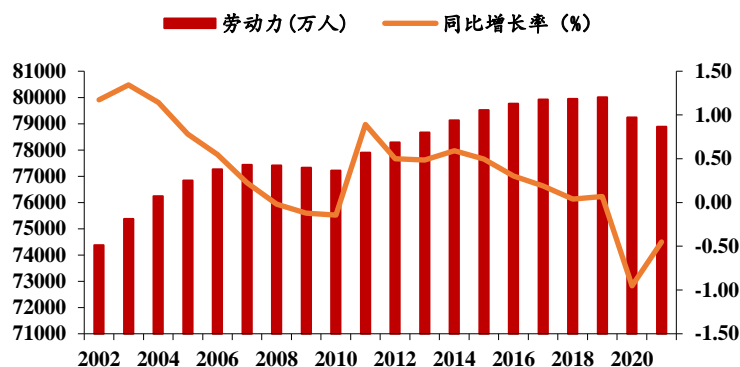
	生产基地	定制年产能 (万方)	软体年产能 (万套)	预计投产时间
国内	华中（黄冈）基地	400	60	已投产，2022 年达纲
	浙江杭州钱塘生产基地		100	2023 年底一期工程竣工投产，后续工程依市场需求决定建设时间
	浙江杭州定制家具生产基地	1000		已投产，2026 年达纲
	西南生产基地			2023 年年底前工程竣工投产

	华中（黄冈）第二制造基地	500	12	2022 年一季度先期工程竣工投产，后续工程依市场需求决定建设时间
	河北深州生产基地		100	已投产
	浙江杭州下沙生产基地		45	已投产
	浙江杭州江东生产基地		97	已投产
	浙江嘉兴王江泾生产基地		80	2022 年 9 月底前达纲
国外	越南基地		45	2024 年底前达纲
	越南基地（扩建）		50	2025 年底前达纲
	墨西哥基地		100	2023 年中一期工程竣工投产，后续工程依市场需求决定建设时间

资料来源：公司公告，上海证券研究所

随人口红利递减，产能应向发展中国家转移。软体家具制造业属于劳动密集型产业，我国人口红利逐年递减，劳动力成本优势随之削减，产能向拥有劳动力价格优势和充足原材料资源的发展中国家转移也能够有效降低成本。公司持续深耕北美市场，在墨西哥新建生产基地，发力高端软体沙发、高端智能功能沙发、高端床垫等家具产业链产品的生产，以更好适应境外消费者的需求。

图 12 近 20 年中国劳动力人口变动趋势（万人，%）



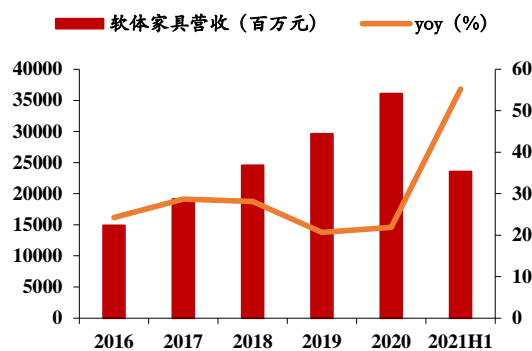
资料来源：世界银行，上海证券研究所

2 软体家居赛道优势高增长延续，品牌集中度提升未来可期

2.1 软体家居行业两极分化显著，龙头企业加速发展拓品类战略坚定

软体家居行业在近几年开始呈现出两极分化的态势。以敏华控股、顾家家居、喜临门以及梦百合四家软体家居企业为例，敏华控股的企业营收及增速都远高于行业其他竞争者，而其他企业整体营收也呈现出稳健增长的形势，整体行业健康积极发展，行业景气度较高。由于头部企业的增长速度优于中小企业，品牌集中度会逐渐向头部企业靠拢。从整个行业大的趋势来看，软体家居企业的业态逐渐趋同化，都在由单一品类向全品类进行拓展。例如顾家家居与敏华控股拓展了床垫品类，喜临门及梦百合拓展了沙发品类，品类延展为消费者提供了一站式的装修可能性，客单价有效提高的同时也能更容易的产生平拍效应。虽然在宏观上整体家居行业形势承压，但从市场空间来看，龙头企业能更有机会获取整合红利。

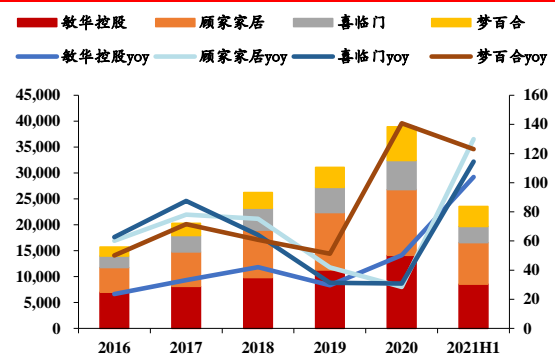
图 13 软体家居龙头企业营收&增速（百万元，%）



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

注：软体家居企业选取敏华控股、顾家家居、喜临门、梦百合

图 14 软体家居龙头企业营收&增速（百万元，%）



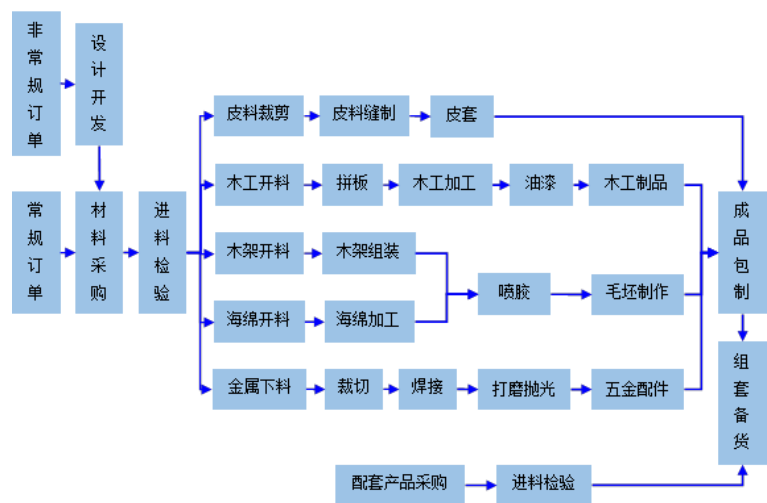
资料来源：各公司公告，上海证券研究所

2.2 软体家居龙头企业规模化生产能力更胜一筹，提升行业集中度壁垒

从生产端来看，相对于定制家居而言，成品家居的标准化程度更高，更易因龙头企业成本优势提升行业集中度，从工厂端形成规模经济。由顾家家居主营品类生产流程可知，沙发、软床及餐椅基本使用的为同一套生产流程，床垫品类稍有区别但整体仍

是从原材料到成品的步步加工递进，因此软体家居企业标准化的生产流程为其向智能化生产模式探索改造奠定了基础。龙头企业通过对生产厂区进行信息化、自动化、智能化的改造，在提高生产效率的同时增加了工艺的柔性，从而实现规模化生产和定制化生产的兼容，也为软体家具行业带来生产技术壁垒。参考慕思股份的招股说明书，企业的智能化和规模化制造水平，直接影响到产品的生产成本，是稳定的产品质量和娴熟的制造工艺的可靠保障，由于从传统制造模式到现代化“智造”模式的转变需要投入大量的研发成本和设备成本，对于生产链的大规模投入也为软体家居行业集中度提升带来了资金壁垒。

图 15 软体家居龙头企业顾家家居沙发、软床、餐椅生产流程



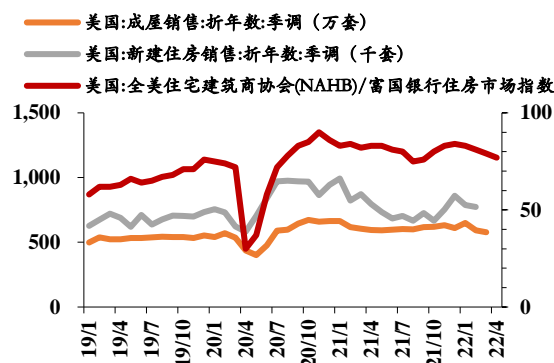
资料来源：顾家家居招股说明书，上海证券研究所

2.3 疫情后中国产能恢复高效及美国地产景气度提升助力

软体家居外销出口增长

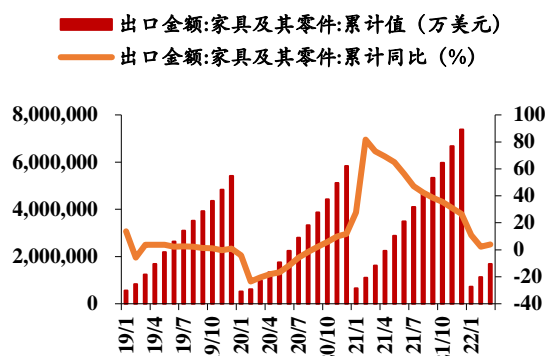
美国地产景气度持续，国内疫情有常态化趋势。由 2020 年以来美国成屋销售及新建住房销售的数据可见，虽然在 2021 年上半年数据保持在较高位置，在下半年数据有所回落，但 2022 年初房屋销售又开启了稳健增长态势。从趋势来看，美国地产高景气度所带动的家具需求增加将在短期内继续维持在一个较高水平。全球性疫情影响其他家居制造国家生产状态，境外家具的需求缺口所带来的生产被中国软体家居替代，软体家居企业有望从出口中获得收益。但 2022 年春节后，中国各省疫情反复，尤其 3 月上海疫情爆发给各家居企业生产带来影响。国内疫情大范围扩散致使管控趋严，使得国内内陆运输量短时间内显著下降。

图 16 美国房地产市场保持高景气度



资料来源：wind，上海证券研究所

图 17 疫情后中国家具出口有一定程度恢复（万美元，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

3 完善产品矩阵+多品类协同发展，品类品牌双延伸

3.1 沙发业务行业领先，发力功能产品着眼下沉市场

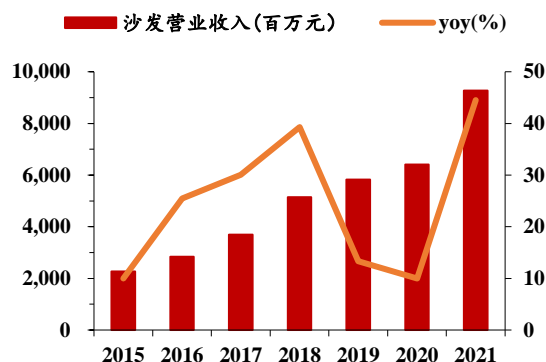
从近 5 年营业收入来看，沙发类产品始终是顾家营收核心。2021 年公司沙发业务的营业收入规模已达 92.67 亿元，同比增长 44.51%，占主营业务收入比例约为 50.53%。公司在沙发领域经营多年，得益于其优秀的原创设计研发以及严格的品质管理，公司沙发产品在市场上一直保持了较高的竞争力并且沙发业绩也保持稳步增长。目前公司沙发可细分为皮沙发、布艺沙发以及功能沙发等三种品类。

图 18 顾家家具沙发分类图



资料来源：顾家淘宝旗舰店，上海证券研究所

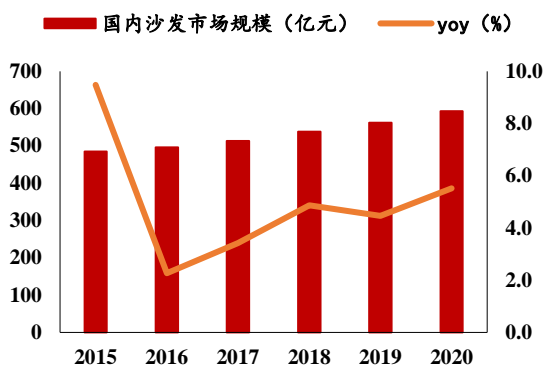
图 19 2015 年至 2021 年顾家家居沙发营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

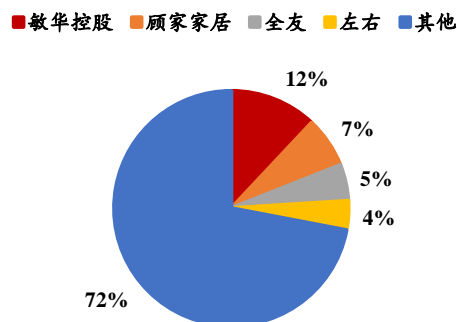
我国沙发市场规模逐年扩大，2020 年国内沙发市场规模已达到 593 亿元。作为居民普及率最高的家具产品之一，虽然目前沙发市场份额较为分散，但随着龙头企业不断整合渠道以及产品布局，沙发市场的集中度将大大上升。

图 20 国内沙发市场规模呈现逐年递增（亿元，%）



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

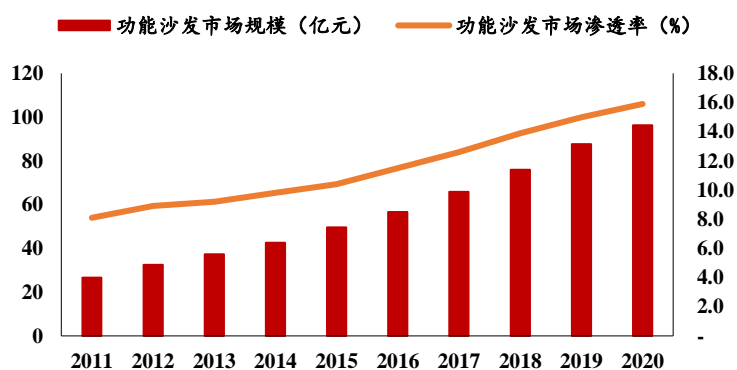
图 21 由 2020 年中国沙发市场竞争格局可见整体市场份额较为分散



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

国内功能沙发渗透率低，仍处于红利期。根据 2020 年沙利文出具的功能沙发市场调研报告显示，国内功能沙发零售量大幅增长 18.6%，零售额增长 11.6%，远高于整体沙发市场增速。然而，国内 2020 年一二线城市功能沙发渗透率也仅为 22% 左右，三四线城市数据则更低。这意味着国内功能沙发市场仍处于低渗透、高增长和红利期。国内凭借广大的人口量级，在未来十年，功能沙发市场仍存较大开发空间。

图 22 功能沙发市场规模及渗透率逐年递增（亿元，%）



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

在中国沙发消费升级的背景下，顾家家居着力部署国内功能沙发市场，与美国品牌 La-Z-Boy 战略联合，推出合资产品。La-Z-Boy 作为美国第二大住宅家具制造商以及功能沙发开拓者，凭借将品牌与功能沙发“绑定”奠定其基础的品牌力，依赖 La-Z-Boy

在功能沙发上的前沿技术与创新能力快速抢占市场。此外，尽管新冠流行使 La-Z-Boy 的美国制造工厂关闭，La-Z-Boy 仍然能维持较高的营业利润率，在 2021 年其营业销售率达 7.9%。对于顾家来说，由于公司在短时间内在功能沙发方面无法自生较大突破，与功能沙发开拓者 La-Z-Boy 合作有效的帮助公司打开在功能沙发市场的局面，抢占市场份额。同时，La-Z-Boy 的产品主要是中高端产品，也有利于顾家进一步的完善在整个沙发市场的布局。

除了 La-Z-Boy 外，公司在 2018 年与意大利家具企业 Natuzzi 在大中国区成立合资公司。在此次合作中，Natuzzi 将 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 商标的永久和独家经销许可授权顾家。Natuzzi 作为全球家具市场里十分有影响力的家具上市公司，多次获得国际奖项，在国际上有很大的知名度。此外，NATUZZI 专卖店遍布全球，与具有一定声望的国际设计师开始进行产品合作。此次合作拓展了顾家品牌体系高端以及中高端的两个系列，不仅提升了公司在空间设计、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，也进一步的扩大了沙发的销售渠道，借助 Natuzzi 的知名度可以更好的打开海外市场。

图 23 美国功能沙发品牌 La-Z-Boy 拥有 7 大全球专利



资料来源：La-Z-Boy 官网，上海证券研究所

图 24 意大利高端家具上市公司 NATUZZI



资料来源：NATUZZI 官网，上海证券研究所

发力下沉市场，年轻时尚品牌补充顾家产品矩阵。为了提高公司整个沙发市场布局，顾家顺应市场发展，在 2020 年推出年轻时尚品牌“天禧派”以增强下沉市场，在年轻化品牌的同时打造极致性价比产品。天禧派主要围绕“轻时尚”，定位在三四线城市。“天禧派”的推出进一步完善了产品矩阵的中低端系列，使顾家向年轻化和时尚化迈进。

图 25 顾家家居轻时尚品牌天禧派主打年轻风格

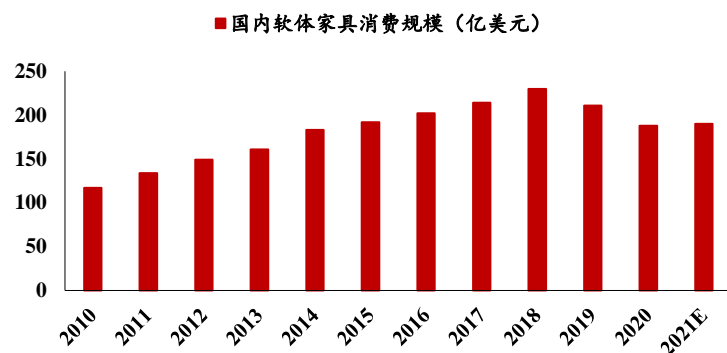


资料来源：天禧派淘宝官方旗舰店，上海证券研究所

3.2 高潜品类床垫发展迅猛，差异化销售战略推动市场份额提升

在 2010 年到 2019 年期间，全球软体家具的消费规模由 539 亿美元增长至 704 亿美元，年均复合增长率为 2.71%。此外，受益于近 10 年国内经济持续增长以及居民人均收入提高，中国成为全球最大的软体家具生产国家以及消费国家。然而，床垫市场的市场份额较为分散，CR5 仅为 15.99%。同时，我国床垫行业的渗透率仍然偏低仅为 60%，与发达国家 85% 的行业渗透率相比仍存较大向上空间。

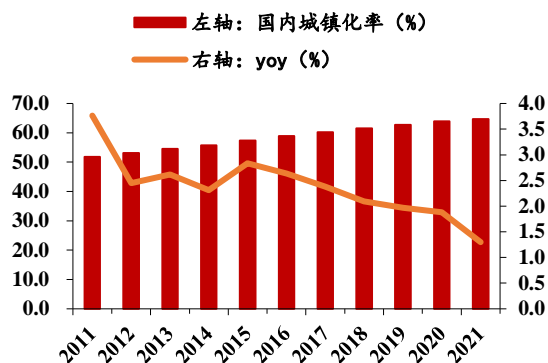
图 26 我国软体家具消费规模保持稳定增长（亿美元）



资料来源：CSIL，上海证券研究所

城镇化进程使床垫产品迎来更多消费群体，顾家差异化战略推动床垫业务高速发展。城镇化的推动吸引年轻群体适应城市的生活方式，改变对床垫产品的观念。从国内床垫市场来看，顾家家居占有的市场份额持续与慕思，喜临门，梦百合位列前四名，但这几个软体家居企业的产品多在中高端消费领域竞争。顾家通过推出年轻系列“天禧派”以及惠尚、惠致系列可以进一步的下沉市场，避免直接与专业床垫头部企业竞争，转向与中小型软家居企业竞争中低端市场。

图 27 我国城镇化进程持续推进 (%)



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

表 4 顾家主要床垫企业定位及价格分布

品牌	定位	主流产品系列	价格区间 (千元)
顾家家居	中高端	睡眠中心	4-10
	中端及中低端	顾家床垫、顾家惠尚、顾家惠致、天禧派	2-4
喜临门	中高端及高端	净眠、爱尔娜	4-20
	中端及中低端	法诗曼、布拉诺、喜眠	2-4
梦百合	中端、中低端	0 压系列、记忆棉床垫	2-6
慕思寝具	中高端及高端	慕思歌蒂娅、慕思凯奇	4-20

资料来源：各企业官网及年报，天猫店铺，上海证券研究所

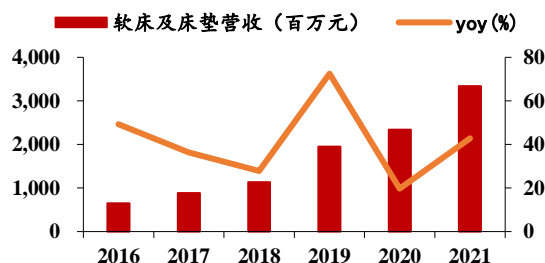
顾家家居床垫产品竞争力强劲，匹配精细化销售渠道发展迅猛。2011 年时软床系列产品营收为 0.89 亿元，到 2021 年软床及床垫收入已达 33.38 亿元。床垫产品有较大的产品粘性，因此，在市场上，品牌以及品牌的口碑对于产品销售有很大的影响。在床品类业务上，公司战略性的进攻中低端市场。2015 年推出热门床垫“1 号床垫”，在当年高价床垫中，以 2999 元的高性价比价格受到众多消费者的青睐，极大提升顾家床垫品牌知名度。公司在 2018 年收购出口床垫品牌 Delandis “玺堡”，进一步丰富公司床垫产品序列，完善床垫产品出口布局。受收购玺堡家居的影响，公司在 2019 年床垫规模大幅增加，床垫产品营收同比增长达 72.53%。2020 年受美国反倾销税影响，增速相较 2019 年较为低迷。2020 年年底推出的护脊专家系列床垫，通过科学的将 mini 簧和乳胶组合，再搭配上整网弹簧的强支撑力，可以有效减轻腰部、背部及脊椎的压力，达到双重护脊的效果。2021 年 3 月顾家家居正式成为“杭州 2022 年第 19 届亚运会官方床垫独家供应商”，进一步打开顾家床垫知名度。

图 28 顾家床垫—护脊专家



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 29 顾家家居软床及床垫营收高速发展 (百万元, %)



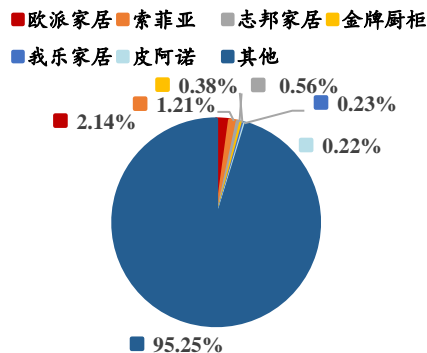
资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 坚定定制+软体融合，助力向“综合家居零售运营

商”转型

现有的竞争格局使得定制家居行业集中度仍有较大提升空间。随着家居行业渠道变革以及消费者对定制家具消费意识的觉醒，从消费角度来看，定制化模式生产更加贴合消费者对个性消费和品质消费的需求。近年来，定制家居市场规模稳步增长，从 2016 年的 1982 亿元增长至 2020 年的 3811 亿元。此外，各家居企业以及专业定制家居企业比如顾家、敏华、欧派都在增强一体化布局，通过优秀的设计以及销售渠道，定制家居在家居行业中的市占率有望得到较大提升。目前定制家居行业市场基数小，市场集中度低，行业整体呈现“大行业，小公司”的结构。2020 年定制家居行业六家龙头企业市占率仅占整个中国家具制造业的 4.75%，其中占比最高的欧派家居市占率为 2.14%，几乎约等于其他定制家居企业市占率总和。

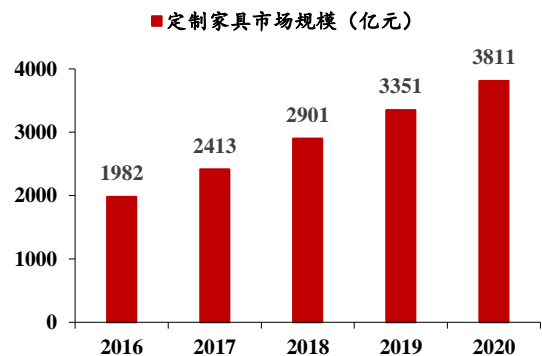
图 30 2020 年定制家居龙头企业市占率 (%)



资料来源：公司公告，上海证券研究所

注：定制家居企业选取欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌橱柜、我乐家居、皮阿诺

图 31 2016 年至 2020 年定制家具市场规模 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

软体和定制融合发展成为顾家未来发展的核心要点。顾家自 2016 年开始布局定制家具，在 2018 年通过收购全屋定制班尔奇快速实现了对定制家居的布局。2017 年定制家居营收仅为 0.86 亿元，到 2021 年，顾家家居定制家居收入达 6.6 亿元，同时毛利率稳定提升，公司定制家居营收保持高速增长。2020 年公司主要围绕“顾家+”的商品矩阵，通过供应链整合优质资源，以家具品类为核心，致力于为用户提供高颜值、高性价比的全屋软装解决方案。顾家全屋定制赛孚系列以合意式轻奢与现代极简风格，结合进口 UV 高光工艺和巴斯蒂姆高端收纳系统等设计获得了最佳软体沙发金沙奖优秀奖。

图 32 顾家定制家具—赛孚系列



资料来源：顾家 2020 年报，上海证券研究所

虽然公司切入定制家居市场时间短暂，但其全屋融合趋势优势逐步凸显。2021“816”期间，公司全屋定制同比增长 115%。此外，公司在 2021 年度经销商大会中提出了“千店计划”，快速扩大定制家居门店，在 2022 年突破 1000 家全屋定制门店。同时，顾家全屋定制重磅发布“新一代全屋定制+”战略升级，以软体柜类双专业，推出全自制不拼凑的 49800 全屋套餐，为消费者带来环保+、颜值+、收纳+、品质+、体验+、服务+的一站式全屋家居空间解决方案。在这样的大背景下，“定制+软体融合”是大势所趋。相信随着公司庞大、精细的渠道网络深入，以及大家居战略的持续推进，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 构建多元化的渠道体系，内外销齐驱并进

4.1 1+N+X 多元化渠道体系助力内销收入持续增长

顾家积极推进“1+N+X”渠道战略，渠道深化将助力内销收入持续增长。

“1”为顾家生活、品类势能店以及打造多品类组合的大家居融合店模式，融合订单的效果逐渐体现；

“N”为现有门店体系中的主力系列单店，包括家居卖场中的单品店和成品家具综合店；

“X”为顾家对于渠道无限可能模式的探索，包括电商、社交平台、短视频流量、与苏宁合作等新零售渠道，顺应渠道碎片化趋势，发挥公司从制造型企业到零售型企业的转型动力。

积极布局“1”、全面升级“N”、鼓励探索“X”：抓住行业发展和整合期机遇，通过空白商场进驻、重装扩面、优化位置、升级势能店巩固顾家工艺、顾家布艺的渠道领先优势；大力推广卧室品类睡眠中心、布艺软床系列势能店，建立专业的睡眠渠道体系；快

速提升高潜品类顾家功能、顾家定制的渠道数量；加速品类势能店、融合大店的布局，建立顾家品牌渠道的结构性优势。通过统一渠道规划、精益渠道布局、调整渠道结构、完善渠道矩阵、提升渠道质量来构建渠道整体优势、促进零售增长，实现顾家品牌市场领先。从渠道融合运行成果来看，2021 年上半年杭州直营升级店态、主推软体+定制融合、进驻小区，成交户数、项目小区占比、平均客单价有显著提升。

电商业务组织重新定位，拉通全价值链协同。助力电商业务发展，产品、市场等专业组织匹配专业能力发育，抓住后疫情阶段的行业机遇，订货和出货均保持了高速增长。同时，在做好用户服务，提升用户口碑基础上，对拼多多、抖音等新渠道加快布局，全力抓住互联网新的机会窗口。公司继续完善场景打造和升级空间/店态，强化服务体验和社群运营，致力于提供高颜值、高性价比的全屋解决方案，持续为用户创造价值。同时积极探索用户型、数字型、全屋型新零售的商业模式。

开展渠道变革，坚定向零售转型。公司自 2018 年开始渠道变革，形成多个区域零售中心，以实现营销职能和渠道管理职能的前置，强化终端渠道资源的协同作用。家居行业在传统上主要采取渠道批发模式，由企业工厂负责制造环节，经销商通过采购进行货物批发并自行负责货品的存储及后续销售运输安装。传统模式下，企业与消费者形成了天然隔离，在逐渐远离消费者真实需求的同时也降低了对终端的掌控力，限制企业在增量爆发期后的规模增长。而构建区域零售中心可以做到根据区域情况配置资源，以对市场进行高效反馈，精细投放资源；并赋予终端决策灵活权，因地制宜，调整产品和营销打法。顾家给到区域零售中心相当大的自主权，包括决策、人事、资源使用等各方面，使中心能够对市场情况作出快速反应。

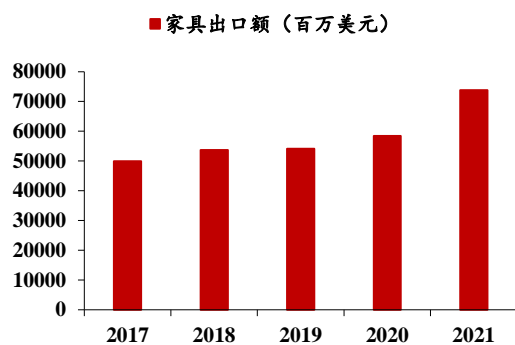
同时搭建门店信息化系统，精准掌握终端零售情况，并将仓储物流配送等环节标准化，提升服务标准化能力，逐渐从制造型向零售型家居企业转型。

4.2 海外需求景气不减，稳步实施国际化战略规划

伴随着国外疫情常态化管理，受疫情影响的海外消费市场不断回暖，未来公司的外销表现值得期待。从中国家具出口额来看，2021 年中国家具出口额高达 738.3 亿美元，较去年同比增长

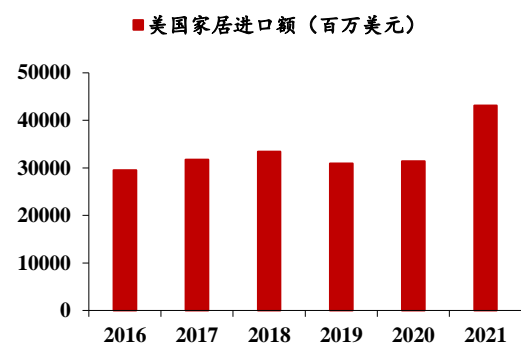
26.4%，达历史新高。同时，在经历 2020 疫情低谷期之后，美国家具进口额也达到 431 亿美元新高，其中从中国进口占比 43.2%，约 186.2 亿美元，尽管美国对中国家居用品提高了高额的反倾销税，但中国仍然是美国家居用品进口市场的最大参与者。IBIS 报告中预测美国家具需求在 26 年之前仍然保持增长趋势，对家具需求的增加一定程度上能够拉升对家具用品的进口需求，未来美国家具产品进口有望保持持续增长。同时，美国家具市场是中国供应商外销的重要市场之一，在新增高额关税以及海运费用居高不下的背景下，对美出口额度仍能大幅提升。随着未来海运运费的回落，因高昂运费导致的货物积压现象也会得以缓解，大量订单可以交接，公司利润空间将会有所上升。

图 33 2017 年至 2021 年家具出口额（百万美元）



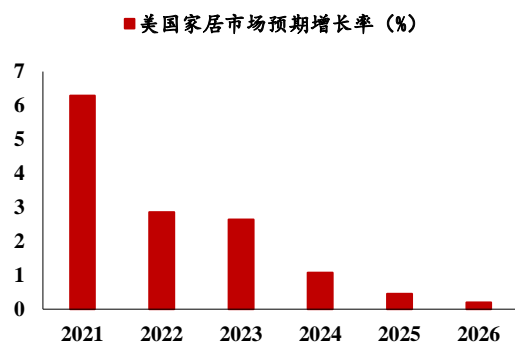
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 34 2016~2021 年美国家居进口额（百万美元）



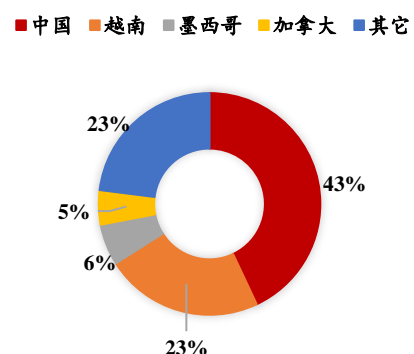
资料来源：IBIS world，上海证券研究所

图 35 美国家具需求在 2026 年之前保持增长趋势 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 36 中国为美国家具用品市场最大参与者

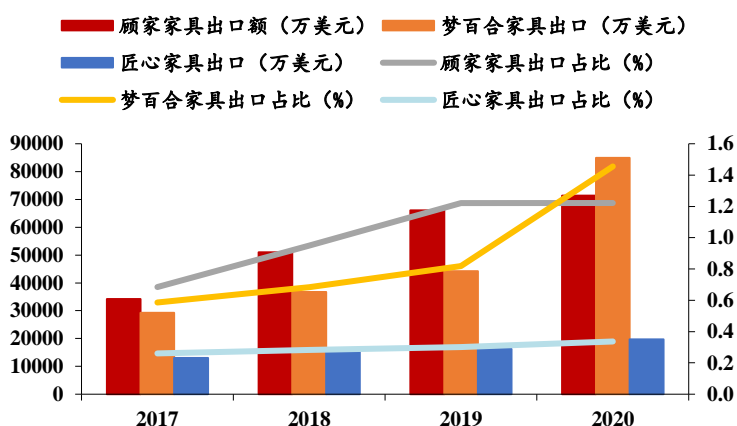


资料来源：IBIS world，上海证券研究所

国际化战略规划进一步加大市场辐射的深度和广度，未来出口业务盈利能力将逐步提升。顾家从 2012 年就开始通过合作、并购布局海外市场，国内生产合资产品，海外以 ODM 为主，直营、经销为辅。自收购部分海外公司以来，顾家对并购公司进行组织、业务、财务、人员进行全面梳理。目前，纳图兹持续拓展国

内营销渠道，经营业绩稳步增长；玺堡由于受疫情、反倾销等影响，产能基地搬迁后目前处于爬坡状态；Rolf Benz 明年将通过优化中国团队，赋能渠道经营，加强整合管理。凭借多年的辛勤耕耘，公司已经在海外积累一批具有一定品牌知名度和行业地位的大客户，并且还通过当地经销商销售顾家家居品牌产品。为进一步加强海外市场销售，公司结合各国消费国家的市场情况，制定了详尽的国际化战略规划，公司计划在巩固欧美等成熟市场的同时，对于东南亚部分国家尝试以加盟性质推动自有品牌建设和销售，对于香港、东盟、澳大利亚、印度等市场，以直营店、加盟独立店和店中店形式发展市场。

图 37 各软体家居企业出口均呈现逐年增长的态势（万美元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

4.3 创新营销模式，打造消费者品牌

顾家重品牌建设，构筑丰富内涵提升品牌力。通过品牌营销战役及事件传播，结合节点大促、线下活动、楼宇广告、电梯广告等方式，成功将品牌、事件营销、促销充分结合从而让顾家品牌的知名度深入人心。丰富的品牌营销模式包括但不限于顾家年享家趣主题活动以互动长图、新潮端创意 TVC、抖音全民任务、创新顾家牛定制红包等形式实现曝光；顾家关爱服务焕新升级发布；超极品牌日营销战役围绕“为向往而 ZAO”主题；启动全年品牌焕新计划及策略，发布全新品牌口号（向往的生活，在顾家）；发布品牌 IP 形象-KUKA FAMILY（顾家牛家族），打造立体式营销模式，将产品与场景的融合、植入，进行高颜值产品的种草和终端场景化体验营销，形成更加活化的品牌认知。

表 5 顾家家居从多维度进行品牌营销宣传活动

品牌营销活动
1. 打造年轻化、时尚化品牌：线上、线下多渠道宣传品牌，正式发布品牌新 LOGO，助推公司释放年轻化品牌活力。
2. 超级品牌日：顾家家居携手天猫超级品牌日，以不同的话题为切入点，邀请明星直播，在多个平台吸引观众参与，公司于 2020 年 4 月 12 日活动单日成交达全年 TOP2，仅次于双十一，同比增长 426%。
3. 816 全民顾家日：公司自建品牌节活动，配合优惠推出明星产品，2018 年全民顾家日公司销售额达 11.63 亿元，2019 年达 16.86 亿元，2020 年达 25.36 亿元，2021 年公司邀请到李佳琦和张韶涵进行直播带货，推动全民顾家日业绩再创新高，当日共录得 40.56 亿元，同比增长 52.2%。
4. 双十一大促：公司先后于 2018、2019 年连续两年冠名天猫双十一狂欢夜，打响公司品牌知名度，2020 年双十一公司实现零售录单总额 34.48 亿元，同比增行 46.1%。
5. 亚运会冠名：公司成为杭州 2022 年第 19 届亚运会官方床垫独家供应商，为提升公司品牌、国家形象贡献力量。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

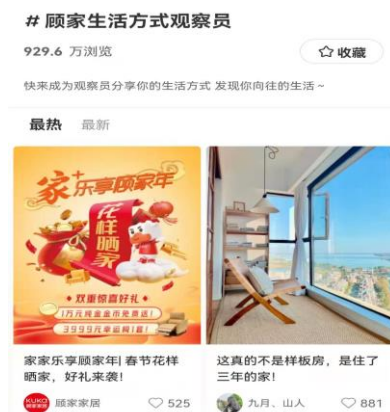
品牌数字化及品牌市场线赋能内容传播。顾家以项目组制形式进行多部门协同，成立数字化精准引流项目组，创新投放素材、落地页、优化方式等缔造多个热门 IP；聚焦微博、小红书平台，建立#顾家生活方式观察员#、#向往的生活在顾家#、#家家乐享顾家年#等话题活动并持续运营，目前获得微博话题矩阵累计阅读近 4 亿，互动量 68 万+、小红书话题累计曝光超 6500 万，其中#向往的生活实验室#话题引发 1.7 亿次阅读。线上平台矩阵式内容种草及运营初见成效，创新与达人合作方式，产出更多深度优质的体验内容。

图 38 顾家家居结合官 V 合作精准引流新浪微博



资料来源：新浪微博，上海证券研究所

图 39 顾家家居在小红书平台缔造多个热门 IP



资料来源：小红书，上海证券研究所

5 数字化的信息系统搭建赋能公司全方位运营

5.1 以零售数字化为开端，积极推进数字化营销

公司持续经历着数字化的经营变革，从零售数字化开始，通过信息化系统赋能到每个门店。包括从云端投放数字化媒体，提高产品曝光度，将品牌影响力转化为销售额；利用系统挖掘新流量，将流量线索提供到线下门店，改变传统家居卖场流量减少的现状。官方抖音以多账号矩阵、多样化内容的直播形式，打造家居行业线索获取+直播的标杆。在数字化能力建设方面取得良好进展，数字化工具在终端的应用越来越频繁，终端人员使用企业微信，经销商仓储信息化，应用产品 3D 扫描技术建模、3D 数字棚拍技术，创建顾店长视频号，培训宝、设计圈赋能终端店长、导购、设计师。21 年官方商城平台获客同比增长。通过软定一体（四通）项目、设计通、订单通、会员通、数据治理项目及主控流量系统能力建设项目等，推进数字化。

图 40 顾家家居以零售数字化与业务紧密相连



资料来源：顾家官方公众号，上海证券研究所

图 41 顾家家居通过公域数字化营销引流至线下门店



资料来源：顾家官方公众号，上海证券研究所

5.2 多品牌联合，加速企业数字化转型和战略升级

签约永洪科技，以数据驱动企业管理经营效率。顾家家居签约永洪科技，借助一站式大数据分析产品（永洪 BI）和大数据分析解决方案，将客户、用户和产品进行串联并对用户产品偏好以及客户关系偏好进行了个性化的定位，导向性地向客户提供服务，提升公司管理经营和业务效率。

联合华为，加速企业供应链数字化转型。随着全球数字化转

型的深入，顾家家居携手多品牌深化家居数字化升级。顾家家居联合华为，将华为 RPA 应用解决方案运用到企业物流管理和订单管理，实现了系统登录、表格输出以及数据录入的全流程自动化，利用华为 RPA 快速构建导单自动化助手、精品日报自动生成助手，助力企业业务流程和运营模式的转型升级。

采用力克数字化解决方案，提升产品质量。通过采用力克 Design Concept 3 维虚拟产品开发解决方案，顾家家居将产品开发以及生产流程联系起来以判断产品生产过程是否可行并有效应对产品质量问题

与三维家达成战略合作，打造整装业务数字化模式。顾家家居就整装业务与三维家达成战略合作合作，利用大数据、AI 人工智能、云计算、数字孪生等核心技术形成 3D 家居云设计+3D 家居云制造系统+数控设备系统“三大矩阵”，推动了顾家家装家居一体化战略的落地及整装业务的系统化链路构建。

使用锐特信息 WMS 仓储管理系统，实现物流智能化。锐特信息为顾家家居打造的精细化、一体化的仓储管理系统，实现仓储管理信息化、可视化和智能化，助力顾家家居加速供应链一体化的布局，提高集团物流信息化建设效能，全面提升物流数据化运营的核心竞争力。

与亮才咨询协作，探索家居运输数字化变革。顾家家居与亮才咨询协作，解决方案在渠道运输方面通过微信平台进行实时掌控、自动分派承运商订单并计费、客户随时查看货物动态以及实时进行营运分析并生成 KPI 报表，该方案建立了以客户、物流公司、顾家家居为中心的供应链生态系统，实现了订单管理、调度派车、运单管理、过程追踪、异常预警、费用结算等全流程的多参与方的协同化运作。

携手商派，促进企业数字化零售转型。顾家家居与商派携手，并借助优扬科技美家行业数字化营销服务商，将整合数字化技术、软件产品和营销服务等行业资源应用到数字化零售方面。

与天猫家装达成战略合作，提升线上购买体验感。顾家与天猫家装达成战略合作，宣告正式加入“天猫家装靠谱计划”，从大数据、云计算、人工智能等革新技术上提升了公司对消费者的洞

察力，同时天猫家装为产品提供 3D 场景化导购，为消费者解决了线上购买家具体验感不足的痛点。

表 6 顾家数字化转型品牌联合情况梳理

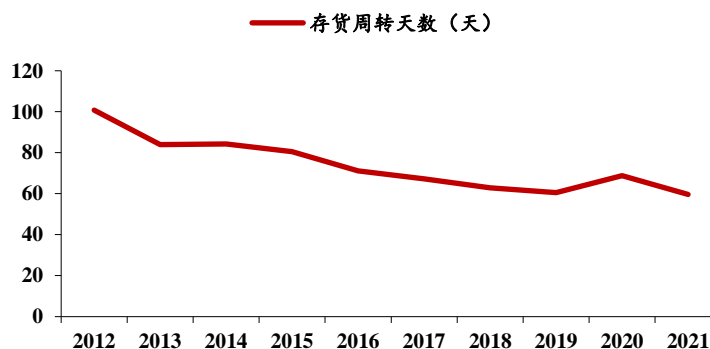
品牌联合		应用场景
永洪科技	生产	客户偏好解决方案
华为		物流管理及订单管理
力克		产品开发与生产
三维家		整装业务系统化链路
锐特信息	仓储	仓储管理系统
亮才咨询	运输	家具运输
商派+优扬科技	销售	数字化零售
天猫家装		线上购买

资料来源：品牌联合方公众号、最航运、顾家集团公众号，上海证券研究所

5.3 建设全流程信息化，有望提升公司全产业链效率

基于顾家与各数字化转型品牌的深度合作，公司有望在原有体系中打破生产制造、销售和供应链三端的壁垒，实现信息流和产品流的统一，提升“端到端”的产业链效率。公司“工业 4.0 生产研发基地”正式启动，工业 4.0 生产研发基地从销售前端到后期生产，实现全流程信息化、数字化、智能化、可视化。配备行业领先的全新高端设备，大幅提升生产效率和制造能力。引进国外先进设备，不仅增强了顾家全屋定制在工厂智造方面的实力、还赋能了设计、渠道、营销能力。从前端销售环节来看，信息化全流程也提升了公司产业链前端消费者需求响应能力。公司信息化、数字化的推进，有助于完成各类订单、产品交付和售后服务的统一，帮助企业进行消费者洞察，提升对于消费者的理解，更好的赋能产品，提升消费转化率。同时我们预计，全流程信息化能够改善供应链能力，提升库存效率。信息化推动产品制造供应和终端需求的匹配，公司近年的库存周转天数持续下降，产品库存方面效率提升。

图 42 顾家家居近年来存货周转天数持续下降（天）



资料来源：Wind，上海证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

顾家家居在管理层分工方面已完成家族企业转型，组织架构上改革形成了产品营销前台、产品中台、资源平台事业部的三维矩阵架构，可以支撑公司未来大规模发展。公司积极推动数字化，仓储物流、渠道端转型零售，帮助企业提升全价值链效率。

顾家家居是我国消费品家具龙头企业，有较强的品牌力、产品力。后疫情时代背景下，客户需求修复，海外需求景气度提升，加之中低端年轻品牌天禧派对下沉市场的派发力，促进公司传统布艺沙发的营业收入增长。此外，企业与美国功能沙发市占率领先的公司 Lazboy 合作，我们看好功能沙发的外贸发展。在软床及床垫方面，企业在墨西哥新建基地，促进中低端市场的渗透。定制家具上，顾家布局定制和软体融合的内贸发展，立足差异化模式，有望迎来新的业绩增长点。因此我们假设相较于 2021 年，2022 年顾家家居沙发、床垫及定制的营业收入的增长率分别为 27%、26%、30%。在产品毛利率方面，结合疫情反复、原材料价格上涨等因素冲击，我们相对于 2021 年给了较低的预期，沙发品类、床垫、定制的毛利率分别下调至 28%、32%、30%。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2021A	2022E	2023E	2024E
沙发	9,267.50	11,769.73	14,712.16	18,095.95
软床及床垫	3,337.60	4,205.38	5,046.45	5,904.35
配套产品	3,139.90	3,673.68	4,151.26	4,690.93
信息技术服务	930.42	1,163.03	1,395.63	1,604.97
定制家具	660.26	858.34	1,072.92	1,319.69
红木家具	125.92	132.22	138.83	145.77
其他业务	711.39	782.53	860.78	946.86
其他主营业务	168.99	185.89	204.48	224.93
合计	18,341.98	22,770.78	27,582.51	32,933.45
分业务成本测算	2021A	2022E	2023E	2024E
沙发	6,530.20	8,518.93	10,641.30	13,077.94
软床及床垫	2,228.71	2,846.62	3,408.37	3,981.89
配套产品	2,360.78	2,816.98	3,175.30	3,581.05
信息技术服务	125.05	182.36	217.30	248.77
定制家具	446.15	604.96	754.69	927.22

红木家具	88.54	105.77	111.06	116.61
其他业务	368.14	586.90	645.59	710.15
其他主营业务	150.82	169.16	186.07	204.68
合计	13,047.53	15,831.67	19,139.69	22,848.32
分业务增速	2021A	2022E	2023E	2024E
沙发	44.51%	27.00%	25.00%	23.00%
软床及床垫	42.75%	26.00%	20.00%	17.00%
配套产品	41.13%	17.00%	13.00%	13.00%
信息技术服务	48.65%	25.00%	20.00%	15.00%
定制家具	44.81%	30.00%	25.00%	23.00%
红木家具	11.78%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	95.52%	10.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务	28.18%	10.00%	10.00%	10.00%
分业务毛利率	2021A	2022E	2023E	2024E
沙发	29.54%	27.62%	27.67%	27.73%
软床及床垫	33.22%	32.31%	32.46%	32.56%
配套产品	24.81%	23.32%	23.51%	23.66%
信息技术服务	86.56%	84.32%	84.43%	84.50%
定制家具	32.43%	29.52%	29.66%	29.74%
红木家具	29.69%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	48.25%	25.00%	25.00%	25.00%
其他主营业务	10.75%	9.00%	9.00%	9.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

6.2 投资建议

最后，我们预计 22-24 年公司将分别实现营业收入 227.71/275.83/329.33 亿元，同比增长 24.15%/21.13%/19.40%；归母净利润 20.75/25.43/31.06 亿元，同比增长 24.64%/22.58%/22.13%。当前市值对应 22-24 年 PE 分别为 17.74X/14.47X/11.85X。首次覆盖，给予“买入”评级。

7 风险提示：

1.原材料价格上涨风险。原材料在公司成本中占比较大，公司自2020年开始面临原材料价格上涨的压力。部分大宗材料价格持续攀爬，导致公司成本承压，对收入与毛利率产生一定影响，企业盈利情况将会有受损可能。

2.市场竞争加剧风险。在新房销售趋缓、疫情反复、出口存在不确定性等外部环境影响下，中小型家居制造商、品牌商从品牌、渠道、产品质量、服务、管理等多方面不具备与龙头企业竞争的能力，短期可能采取低价倾销策略，导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。另外，中国巨大的家居消费市场吸引了跨界者和国外软体家具厂商进入。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

3.地产景气度不达预期风险。公司所处家居行业与房地产景气度相关性较为显著，若房地产销售、房地产竣工不达预期，则会传导至下游影响地产后周期的家居行业，带来家居行业需求不振，从而影响公司产品销售。

4.疫情反复的风险。目前主流机构对于新冠病毒的预测倾向于常态化，国内外疫情出现反复，未来疫情发展仍存在一定的不确定性。若新冠疫情再次大规模肆虐，可能导致消费需求不及预期，同时对公司海内外工厂建设、产能恢复、进出口贸易等方面带来负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3198	4517	6526	8479
应收票据及应收账款	1698	2060	2488	3000
存货	2441	2962	3581	4275
其他流动资产	1104	1214	1268	1342
流动资产合计	8441	10753	13862	17096
长期股权投资	31	96	48	59
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3206	3824	4326	4751
在建工程	1000	1212	1468	1835
无形资产	832	880	922	985
其他非流动资产	2429	2661	2821	3196
非流动资产合计	7498	8673	9586	10825
资产总计	15939	19426	23449	27921
短期借款	469	469	469	469
应付票据及应付账款	2035	1807	2188	2601
合同负债	2397	2180	3514	3846
其他流动负债	2107	3920	3629	4182
流动负债合计	7008	8375	9799	11097
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	528	528	528	528
非流动负债合计	528	528	528	528
负债合计	7536	8903	10327	11626
股本	632	632	632	632
资本公积	3750	3750	3750	3750
留存收益	4166	6240	8783	11889
归属母公司股东权益	8019	10093	12636	15742
少数股东权益	384	430	485	553
股东权益合计	8403	10523	13121	16295
负债和股东权益合计	15939	19426	23449	27921

现金流量表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	2041	2837	3176	3481
净利润	1701	2120	2598	3174
折旧摊销	443	421	484	548
营运资金变动	-110	375	323	19
其他	8	-78	-229	-260
投资活动现金流量	-1077	-1490	-1139	-1499
资本支出	-1662	-1535	-1319	-1647
投资变动	236	-65	48	-10
其他	349	109	132	158
筹资活动现金流量	81	-28	-28	-28
债权融资	135	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
其他	-56	-28	-28	-28
现金净流量	979	1319	2009	1954

利润表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18342	22771	27583	32933
营业成本	13048	15832	19140	22848
营业税金及附加	105	137	165	198
销售费用	2703	3416	4137	4940
管理费用	328	524	634	757
研发费用	302	387	469	560
财务费用	72	98	73	43
资产减值损失	-10	-5	-6	-4
投资收益	87	109	132	158
公允价值变动损益	-2	0	0	0
营业利润	1868	2575	3213	3863
营业外收支净额	200	131	131	133
利润总额	2068	2707	3345	3996
所得税	367	587	746	823
净利润	1701	2120	2598	3174
少数股东损益	36	45	55	68
归属母公司股东净利润	1664	2075	2543	3106

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	28.9%	30.5%	30.6%	30.6%
净利率	9.1%	9.1%	9.2%	9.4%
净资产收益率	20.8%	20.6%	20.1%	19.7%
资产回报率	10.4%	10.7%	10.8%	11.1%
投资回报率	15.4%	16.1%	16.1%	16.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	44.8%	24.1%	21.1%	19.4%
EBIT 增长率	26.2%	33.5%	22.6%	19.5%
归母净利润增长率	96.9%	24.6%	22.6%	22.1%
每股指标（元）				
每股收益	2.65	3.28	4.02	4.91
每股净资产	12.68	15.96	19.99	24.90
每股经营现金流	3.23	4.49	5.02	5.51
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	1.15	1.17	1.18	1.18
应收账款周转率	10.81	11.06	11.09	10.99
存货周转率	5.35	5.35	5.35	5.35
偿债能力指标				
资产负债率	47.3%	45.8%	44.0%	41.6%
流动比率	1.20	1.28	1.41	1.54
速动比率	0.82	0.90	1.02	1.12
估值指标				
P/E	29.12	17.74	14.47	11.85
P/B	6.08	3.65	2.91	2.34
EV/EBITDA	20.50	11.66	9.03	7.14

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。