

顾家家居 (603816. SH)

软体家具龙头四十年匠心不改，从区域走向全球

买入

核心观点

公司概况：四十年从沙发到全品类，从区域走向全球。顾家家居创立于1982年，以沙发业务为核心逐步将业务拓展至床类、定制家具、红木家具、配套产品等领域，并形成了满足不同消费群体需求的品牌矩阵。从产品结构来看，软体家具收入占89%，沙发品类占比最高，床类、定制产品近年来增速较快；从境内外销售来看，境内收入约占六成。股权相对集中，高管行业经验丰富。较早实行职业经理人制度，实现所有权与经营权的分离。从财务情况来看，基于精益化管理，盈利能力及营运效率业内突出。

行业分析：我国软体家具生产消费出口规模领先，行业集中度低。根据CSIL的统计，全球软体家具的消费规模由2010年的539亿美元增长至2020年的672亿美元，年均复合增长率为2%。中国软体产值和消费量均居全球之首。其中，沙发品类我国消费量和出口量持续增长，出口量较大；床垫我国系第二大消费国，产销量大，出口规模与沙发比较小。从竞争格局来看，传统沙发与床垫集中度低，功能沙发集中度高。行业未来发展动能主要在于渗透率与更换频率提升，以及伴随居民消费升级，产品的进一步升级。

竞争力成长性分析：综合实力强劲，竞争力持续巩固。从渠道力来看，公司具有多元化的渠道体系。在全球拥有6000多家品牌专卖店，门店数量多、覆盖范围广，不同层级城市布局均匀。渠道开拓执行“1+N+X”的发展战略。从产品力来看，公司具备完善的产品矩阵以及全球化、智能化的生产基地布局。产品定位以中高端为主，价格带较宽，覆盖消费者范围广；生产基地遍布我国华东、华北、华中、西南区域，海外以越南、墨西哥两基地为核心。生产技术上打造智能生产基地，领跑工业4.0。从品牌力来看，公司品牌内涵丰富，重视品牌长期建设，珍视消费者口碑，具有高品牌热度和美誉度。从成长性来看，通过渠道引流扩量，生产提质提效，业务拓展扩充，品牌精准营销和多品牌策略使得目标客群上下拓宽，渠道力、产品力、品牌力有望进一步提升，进而提升公司市场份额和盈利能力。

风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好家居龙头稳健增长，及核心竞争力持续巩固提升，首次覆盖给予“买入”评级。顾家家居在家居领域深耕多年，具有市场领先地位，拥有完善多元的产品矩阵和渠道体系，同时享有高知名度和美誉度，生产技术和布局上也具备领先优势。预计公司2022~2024年净利润分别为20/24/28亿元，同增20.3%/19.0%/17.5%；2022年合理估值为53.4~60.9元（对应22~25x PE），首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,002	26,327	31,084
(+/-%)	14.2%	44.8%	20.0%	19.7%	18.1%
净利润(百万元)	845	1664	2002	2383	2801
(+/-%)	-27.2%	96.9%	20.3%	19.0%	17.5%
每股收益(元)	1.34	2.63	2.44	2.90	3.41
EBIT Margin	11.0%	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%
净资产收益率(ROE)	12.5%	20.8%	21.7%	22.4%	22.7%
市盈率(PE)	35.8	18.2	19.7	16.5	14.1
EV/EBITDA	22.6	17.9	19.0	16.4	14.4
市净率(PB)	4.49	3.78	4.27	3.70	3.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪

0755-81981391 010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	53.40~60.90元
收盘价	47.53元
总市值/流通市值	39070/39070百万元
52周最高价/最低价	80.20/46.91元
近3个月日均成交额	245.33百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：软体家具行业领先品牌	6
业务分析：品类丰富，品牌定位多元	6
发展历史：四十年秉持匠心，从区域走向全球	7
股权结构：股权相对集中，高管行业经验丰富	8
财务分析：精益化管理下盈利能力和营运效率突出	10
行业分析：我国软体家具生产消费出口规模领先，行业集中度低	14
产品概况：产品材料与质量持续进化	14
市场规模：全球规模 700 亿，中国生产消费出口规模居首	18
竞争格局：传统沙发与床垫集中度低，功能沙发集中度高	22
行业发展动能：渗透率与更换频率提升，产品升级伴随居民消费升级	24
竞争力成长性分析：综合实力强劲，竞争力持续巩固	27
渠道力：渠道体系多元化，渠道管理精细化	27
产品力：产品矩阵完善助力全屋化，产地全球布局开拓数字化	31
品牌力：定位精准内涵丰富，重视品牌长期建设	40
成长性：渠道引流扩量，生产提质提效，品牌精准营销	43
盈利预测	45
假设前提	45
未来三年业绩预测	48
盈利预测情景分析	48
估值与投资建议	49
绝对估值：53.4~59.2 元	49
相对估值：53.6~60.9 元	50
投资建议：竞争力强大助力稳健增长，首次覆盖给予买入评级	54
风险提示	55
附表：财务预测与估值	57
免责声明	58

图表目录

图1: 顾家家居八大产品系列	6
图2: 顾家家居八大品牌矩阵	6
图3: 顾家家居产品收入占比	7
图4: 顾家家居境内外业务收入占比	7
图5: 顾家家居发展历史	8
图6: 顾家家居股权结构（截至 2022. 6. 22 最新公告）	9
图7: 顾家家居组织架构	10
图8: 顾家家居营业收入及同比增速	10
图9: 相关软体公司营业收入（亿元）	11
图10: 相关软体公司营业收入同比增速	11
图11: 顾家家居归母净利润及同比增速	11
图12: 相关软体公司净利润（亿元）	12
图13: 相关软体公司净利润同比增速	12
图14: 相关软体公司毛利率	12
图15: 相关软体公司净利率	12
图16: 顾家家居分品类毛利率	13
图17: 顾家家居各项费用率	13
图18: 顾家家居存货/应收/应付账款周转天数	14
图19: 顾家家居 ROE 及 ROIC	14
图20: 软体家具分类	15
图21: 沙发产品基本类型（从左到右依次为皮沙发/布沙发、布皮沙发、功能沙发）	15
图22: 沙发的整体结构	16
图23: 传统沙发原材料成本结构	16
图24: 功能沙发原材料结构	16
图25: 床垫的整体结构	17
图26: 床垫企业成本结构	18
图27: 床垫各类材料占材料总成本比例	18
图28: 全球软体家具市场规模和同比增速（亿美元）	18
图29: 2020 年主要软体生产国家产值占比	19
图30: 2020 年主要软体消费国家市场规模占比	19
图31: 中国软体产值规模和同比增速（亿美元）	19
图32: 中国软体消费规模和同比增速（亿美元）	19
图33: 中国软体出口额和同比增速（亿美元）	20
图34: 全球沙发市场规模（亿美元）	20
图35: 全球沙发市场区域结构	20
图36: 中国沙发市场规模（亿元）	21
图37: 中国沙发出口区域结构	21

图38: 中国沙发进口规模（亿元）	21
图39: 中国沙发出口规模（亿元）	21
图40: 全球主要国家床垫市场消费规模（亿美元）	22
图41: 中国床垫市场消费规模（亿美元）	22
图42: 中国床垫出口规模（亿元）	22
图43: 中国床垫进口额（亿元）	22
图44: 2017年美国沙发竞争格局	23
图45: 2020年中国沙发竞争格局	23
图46: 2020年美国功能沙发竞争格局	23
图47: 2020年中国功能沙发竞争格局	23
图48: 2019年美国床垫竞争格局	24
图49: 2020年中国床垫竞争格局	24
图50: 中美功能沙发渗透率对比	25
图51: 中国功能沙发市场规模及占比（亿元）	25
图52: 中国床垫不同更新频率占比	26
图53: 中美床垫更新频率对比	26
图54: 不同睡眠状况人群比例	26
图55: 影响睡眠质量的主要环境因素	26
图56: 我国沙发及床垫市场规模测算	27
图57: 顾家家居前中后台+区域零售中心管理体系	28
图58: 顾家生活馆	29
图59: 相关家居公司线下店面数量	30
图60: 顾家家居境内单店提货额（单位：万元/店）	30
图61: 顾家家居实体门店地理位置分布	31
图62: 顾家家居实体门店地理位置分布	31
图63: 顾家家居实体门店城市层级分布	31
图64: 相关软体公司天猫官方旗舰店SKU	32
图65: 顾家家居天猫官方旗舰店分品类SKU	32
图66: 顾家家居2022年沙发新品	33
图67: 顾家家居2022年床垫新品	34
图68: 顾家家居2022年定制及全屋系列新品	34
图69: 相关公司沙发产品天猫旗舰店价格带（规格以3座+1躺位为例）	35
图70: 相关公司床垫产品天猫旗舰店价格带	36
图71: 各沙发品牌天猫/淘宝店沙发产品价格带分布	37
图72: 主要沙发品牌天猫/淘宝店各价格带市占率	37
图73: 主要沙发品牌天猫/淘宝店各价格带销售额（百万元）	38
图74: 顾家家居国内生产基地	39
图75: 顾家家居海外生产基地	39
图76: 顾家全屋定制4.0智造工厂	40
图77: 顾家家居2021年部分营销活动	41
图78: 软体家具公司百度指数关键词搜索趋势（按季度平均）	42

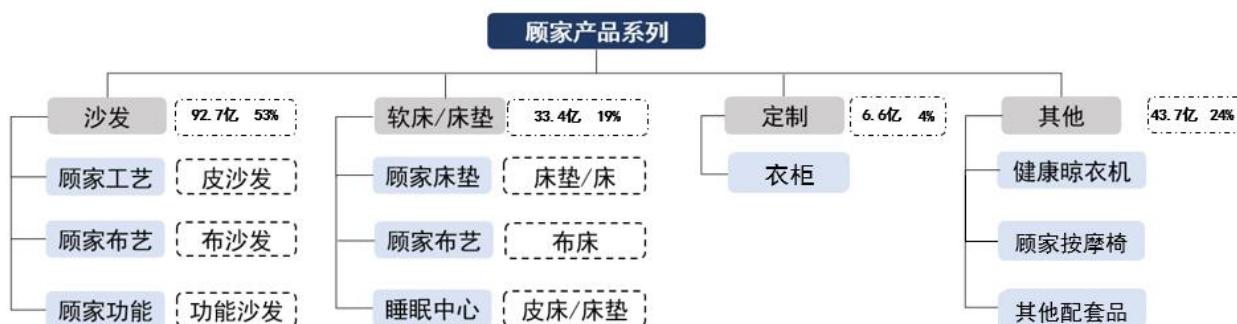
图79: 顾家家居增长逻辑图	43
图80: 顾家家居渠道提升逻辑图	43
图81: 顾家家居未来五年内贸分品类规模及市占率	44
图82: 顾家家居品牌矩阵及增长逻辑	45
图83: 顾家家居产品收入占比	51
图84: 敏华控股产品收入占比	51
图85: 龙头增速优于行业增速	52
图86: 龙头增速快于行业增速	52
图87: 顾家家居 PE 估值处于较低位置	53
图88: 欧派家居 PE 估值处于较低位置	53
表1: 顾家家居董事会与高管基本情况	9
表2: 各上市公司功能沙发推出时间	24
表3: 顾家家居线下店面数量	29
表4: 各上市公司功能沙发推出时间	35
表5: 顾家海内外生产基地布局	38
表6: 家具公司各平台粉丝数（单位：万人）	42
表7: 顾家家居盈利拆分	47
表8: 顾家家居盈利预测假设条件	48
表9: 顾家家居盈利预测及市场重要数据	48
表10: 情景分析（乐观、中性、悲观）	49
表11: 公司盈利预测假设条件（%）	49
表12: 资本成本假设	50
表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	50
表14: 可比公司财务数据比较	51
表15: 可比公司估值	53

公司概况：软体家具行业领先品牌

业务分析：品类丰富，品牌定位多元

顾家家居创立于 1982 年，以沙发业务为核心逐步将业务拓展至软床及床垫、定制家具、红木家具、配套产品等领域，并形成了满足不同消费群体需求的品牌矩阵。公司产品远销 120 余个国家和地区，拥有 6000 多家品牌专卖店，为全球超千万家庭提供美好生活。公司旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“全屋定制”、“健康晾衣机”、“顾家按摩椅”**八大产品系列**；自有当代设计师家具品牌 KUKA HOME、轻时尚家居品牌“天禧派”、新中式风格家具品牌“东方荟”、全屋家居品牌“顾家生活”、合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发，收购国内外知名家具品牌：意大利高端家具品牌“Natuzzi”、德国高端家具品牌“ROLFBENZ”、出口床垫品牌“DeLandis 堡堡”组成了满足不同消费群体需求的**八大品牌矩阵**。

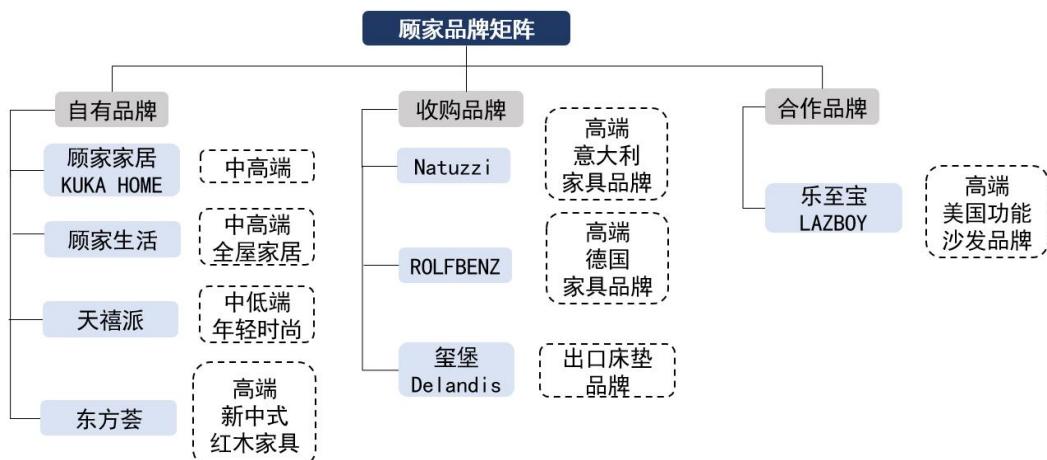
图1：顾家家居八大产品系列



资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

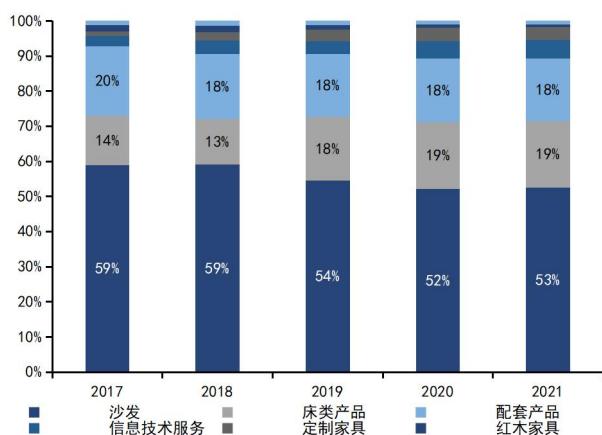
注：数据为 FY2021 收入及其占比

图2：顾家家居八大品牌矩阵

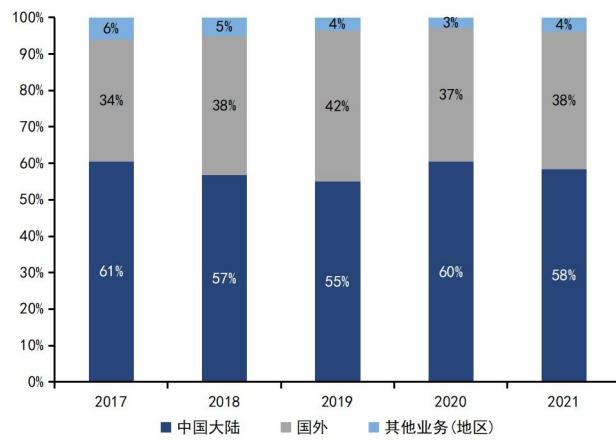


资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

软体家具占九成，境内销售占六成。从产品结构来看，公司做沙发起家，沙发收入占比最高但逐年下降；床类产品和配套品收入占比次之，床类产品占比逐年提升，配套品占比较为稳定；定制产品和信息技术服务收入体量小占比低，近年来增速较快。FY2021 软体家具合计占比为 89.3%。从境内外销售结构看，2017–2019 年境外销售增速较快，收入占比从 33.5% 快速提升 41.5%；2020 年受疫情影响，部分海外订单有所延后，2021 年延后订单释放。FY2021 境内、境外收入占比分别为 58.4% 和 37.7%。

图3：顾家家居产品收入占比


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：顾家家居境内外业务收入占比


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

发展历史：四十年秉持匠心，从区域走向全球

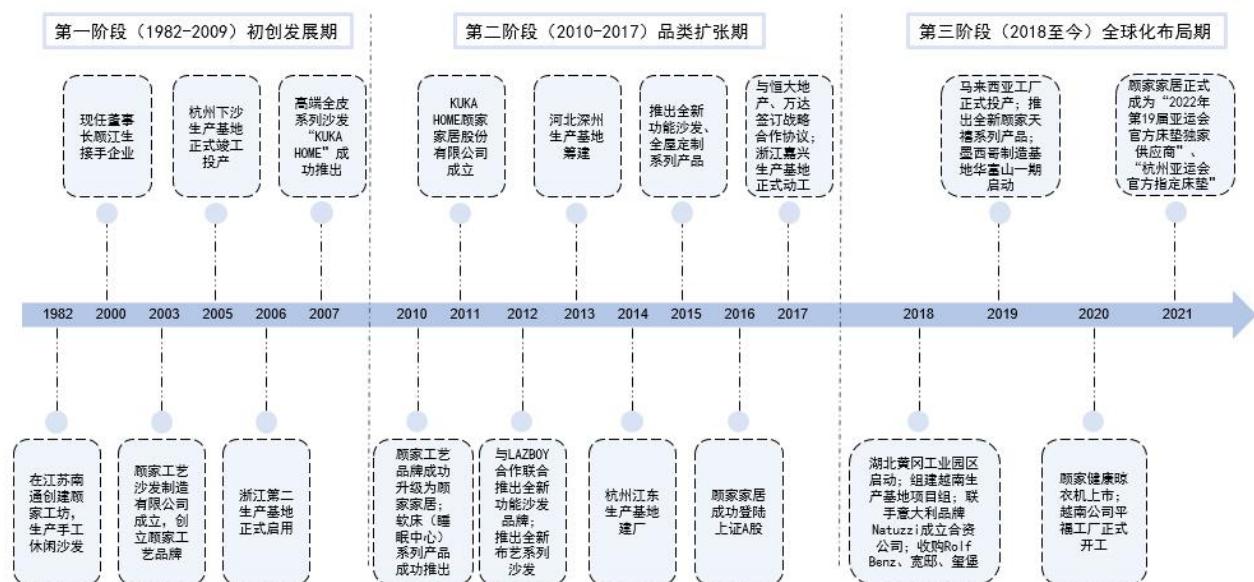
顾家家居成立于 1982 年，发展初期主打手工沙发。2000 年现任董事长顾江生接手企业后，于 2003 年创立“顾家工艺”品牌，并开始在产品升级、产能扩张、品牌打造等方面发力，品牌开始走向全国。2010 年起，公司着力于品类扩充，先后推出软床、床垫、定制家具等新的产品，逐渐形成完善的软体全覆盖产品体系；同时积极推进产能扩张，在河北深州、杭州江东等地建立生产基地。2016 年公司在 A 股市场上市。2018 后，公司通过收购进一步扩充品牌矩阵，同时加快海外市场布局：发展海外业务、拓建海外产能基地。经过 40 年发展，顾家在我国软体家具行业的龙头地位日渐稳固。

1. **第一阶段（1982–2009）初创发展期：**1982 顾家工坊在江苏南通创建，积累手工沙发制作工艺，创立“休闲”系列产品；1996 杭州海龙家私有限公司成立；2003 年 6 月浙江顾家工艺沙发制造有限公司成立，创立“顾家工艺”品牌，确立“因为顾家，所以爱家”的品牌主张；2005 年 7 月杭州下沙生产基地正式竣工投产，建筑面积 11.5 万 m²；2007 年 3 月高端全皮系列沙发“KUKA HOME”成功推出；9 月 KUKA HOME 荷兰品牌专卖店开业，开启品牌国际化之路。
2. **第二阶段（2010–2017）品类扩张期：**2010 年 5 月“顾家工艺”品牌成功升级为“顾家家居”；9 月软床（睡眠中心）系列产品成功推出，打造高品质的卧室睡眠空间；2011 年 12 月 KUKA HOME 顾家家居股份有限公司成立；2012 年 3 月与美国功能沙发品牌 LA-Z-BOY 联合推出全新功能沙发品牌“顾家家居 ·LA-Z-BOY”；9 月顾家家居推出全新布艺系列沙发；2013 年河北深州生产基地筹建；2014 年 2 月杭州江东生产基地建厂；2015 年 3 月顾家家居推出全新“功能沙发”系列产品；8 月推出全新“全屋定制”系列产品；2016 年 10 月顾家家居成功登陆上证 A 股；

2017年9月浙江嘉兴生产基地正式动工。

3. 第三阶段（2018至今）全球化布局期：2018年1月湖北黄冈工业园区启动，联手意大利高端家居品牌“Natuzzi”成立合资公司；2月收购德国顶级家居品牌“Rolf Benz”；8月收购美式家具品牌“宽邸”；11月收购出口床垫品牌“Delanidis玺堡”，组建越南生产基地项目组；12月启动华为供应链项目；2019年3月马来西亚工厂正式投产，为顾家国际化运营提供产能保障；5月与华为技术有限公司达成深度合作，开启公司管理变革的新篇章，推出全新“顾家天禧”系列产品；9月海外首个研发基地——米兰设计研究中心成立；11月墨西哥制造基地华富山一期启动，为海外业务增长提供后端制造保障；2020年4月顾家健康晾衣机上市，推动公司向全屋化方向发展；7月推出线上3D展厅，助力海外业务；8月越南公司平福工厂正式开工；2021年3月顾家家居正式成为“2022年第19届亚运会官方床垫独家供应商”、“杭州亚运会官方指定床垫”。

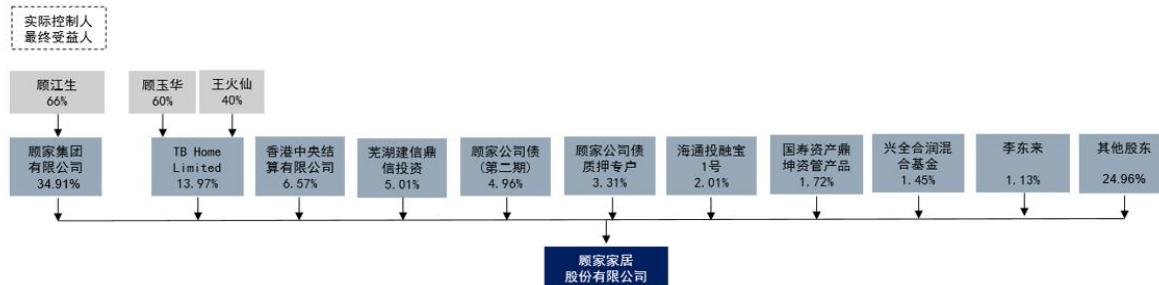
图5：顾家家居发展历史



资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

股权结构：股权相对集中，高管行业经验丰富

公司股权结构相对集中。公司实控人为顾江生与其父母顾玉华、王火仙。顾江生于2000年接手企业，截至2022年6月，顾江生控股的顾家集团有限公司，与顾玉华、王火仙控制的TB Home Limited合计持股48.88%，股权长期稳定且较为集中。公司系家族企业，同时较早的开始实行职业经理人制度，实现了所有权与经营权的分离。先后引入李东来、刘春新、李云海、廖强、欧亚非等具有丰富的家电、零售和家具等从业经历的职业经理人团队，治理能力强，与大股东顾家集团在战略上协同一致。

图6：顾家家居股权结构（截至 2022. 6. 22 最新公告）


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

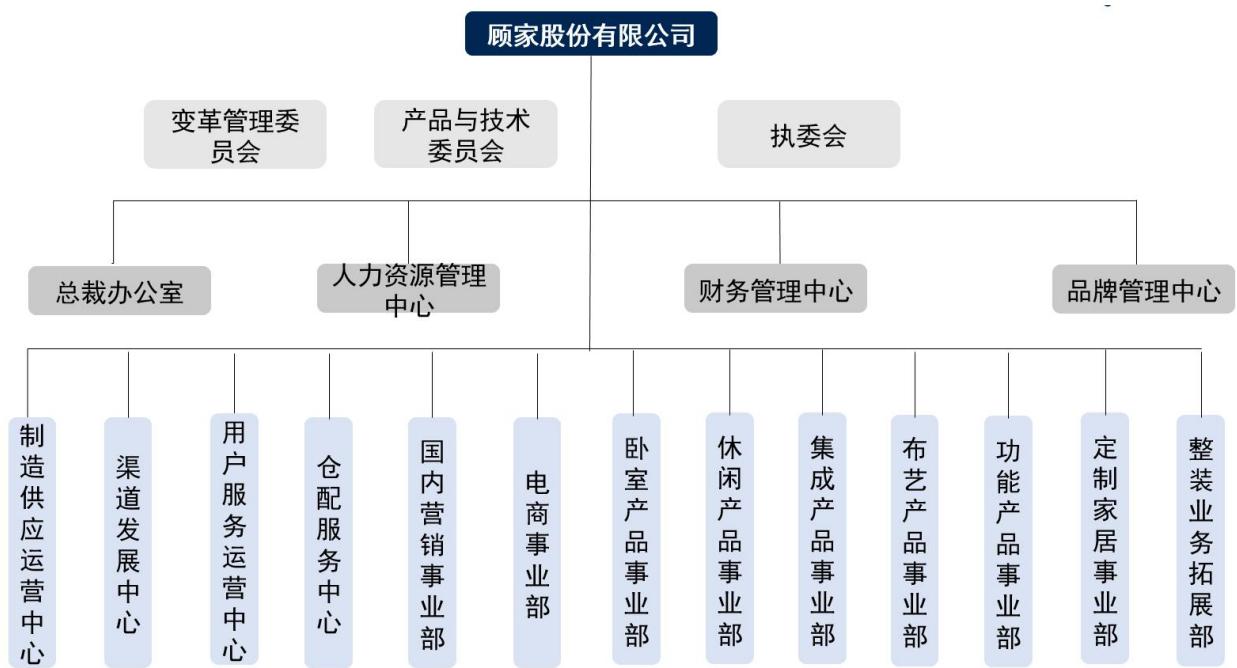
公司致力于组织与干部的建设，激发组织活力，沉淀组织能力。股东对管理层充分信赖，充分授权，在战略上协同一致，在管理上分工明确，打造具有“顾家”特色的人力资源体系。人才激励方面，公司也走在中国家居行业的前列，形成了特色鲜明的“充分授权，高度分享”的企业文化，倡导高绩效人才得到高激励高回报。2017-2018年，公司推出限制性股票激励计划，激励对象覆盖李东来等6位公司高管、近500名中层管理人员与核心技术人员；2021年，公司实施员工持股计划，总规模达6.76亿元，多次激励计划形成了核心团队与公司利益共同体，为未来公司稳健增长带来核心动力。人才培养方面，公司坚持分层分级的人才培养，打造立体人才矩阵。2020、2021年招募青苗毕业生连续超千人，内部培训分层分级开展，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。公司形成了高效运营管理体、多元化的激励机制，不断巩固提升组织能力。

表1：顾家家居董事会与高管基本情况

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
顾江生	董事长，董事	2014/12/11	1973	历任浙江树人大学教师，海龙家私总经理，顾家工艺总经理，庄盛家具总经理，顾家家居董事长兼总裁；现任本公司董事长。
顾海龙	副董事长，董事，副总裁	2014/12/11	1976	历任海龙家私职员，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理，顾家家居董事兼副总裁；现任本公司副董事长兼副总裁。
李东来	董事，总裁	2014/12/11	1974	历任广东美的集团有限公司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；现任本公司董事兼总裁。
冯晓	独立董事	2017/12/8	1969	浙江财经大学硕士生导师，MBA 导师，中国注册会计师，中国会计学会个人会员。历任浙江财经学院会计学院助教，讲师，副教授，教授；现任浙江财经大学教授，通策医疗投资股份有限公司独立董事，永安期货股份有限公司独立董事，本公司独立董事。
何美云	独立董事	2017/12/8	1964	EMBA，高级经济师。历任百大集团股份有限公司党委书记，董事，副董事长，董事会秘书，总经理，中国商业股份制企业经济联合会副秘书长，浙江省上市公司协会董秘专业委员会常务副主任，杭州市仲裁委员会专业委员，平安证券浙江公司总经理；现任广宇集团股份有限公司独立董事，浙江富春江环保热电股份有限公司独立董事，本公司独立董事。
李云海	副总裁	2014/12/11	1974	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营运管理部总监，美的集团冰箱事业部总裁助理，顾家家居总裁助理；现任本公司副总裁。
刘春新	副总裁，财务负责人	2014/12/11	1969	历任江西新余市信息中心科员，海口会计师事务所项目经理，深圳同人会计师事务所部门经理，深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事，副总裁；现任本公司副总裁兼财务负责人。
刘宏	副总裁	2014/12/11	1967	历任重庆富安百货销售科科长，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；现任本公司副总裁。
吴汉	副总裁	2014/12/11	1969	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；现任本公司副总裁。
廖强	副总裁	2017/10/20	1976	历任广东美的集团分公司总经理，青岛海尔空调事业本部长助理兼华南，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，本公司国内营销总部总经理，休闲产品事业部联席总经理；现任本公司副总裁。
欧亚非	副总裁	2019/12/30	1979	历任美的空调事业部培训经理，美的冰箱事业部营运管理部总监，美的空调事业部国内营销公司管理部总监，美的制冷家电集团区域销售公司总经理，顾家家居软床经营部总经理，卧室产品事业部总经理，国内营销事业部总经理，现任本公司副总裁。
陈邦灯	董事会秘书	2019/4/3	1977	历任天台县人民医院外科主治医师，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。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图7: 顾家家居组织架构



资料来源：公司公告，未来家居研究，国信证券经济研究所整理

财务分析：精益化管理下盈利能力和营运效率突出

顾家家居收入增速亮眼。尤其自 2016 年上市之后，随品类和渠道的快速扩张，以及品牌的持续提升，收入增长提速，FY2016-2021 五年复合增速为 30.8%。FY2021 营收 183.4 亿元，同比增长 44.8%。各品类增长齐头并进，其中所有家居类业务，沙发/床类/配套产品/定制家具/红木家具分别同比增长 45%/43%/41%/45%/12%。境内、境外业务均保持高速增长，分别同比增长 40.0% 和 48.7%。

图8: 顾家家居营业收入及同比增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

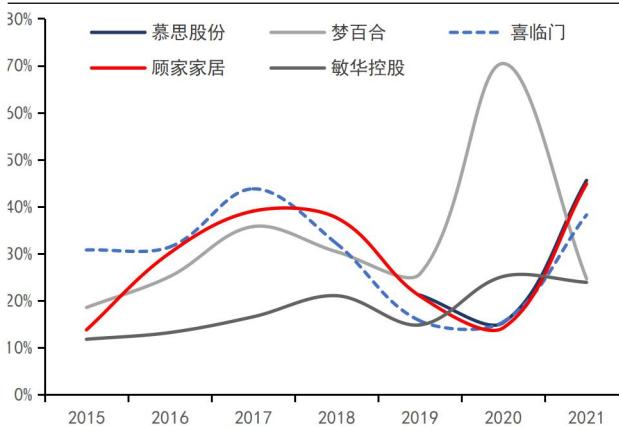
同业对比来看，顾家家居/敏华控股/喜临门/梦百合/慕思股份 FY2021 营收分别为 183.4/174.6/77.7/81.4/64.8 亿元；同比+45%/24%/38%/25%/46%。顾家家居近三年收入复合增速为 26%，近六年复合增速为 31%；在 FY2020 收入规模破百亿的基础上，FY2021 年依然保持 45% 的高增速。

图9：相关软体公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：相关软体公司营业收入同比增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

并购速度快，净利润曾短期承压，长期较为稳健。基于收入增长较快，盈利能力不断提升，顾家净利润内生增长较快；同时由于外延并购数量较多，对净利润曾造成短期冲击。FY2021 归母净利润 16.6 亿元，同比增长 96.9%。顾家家居 FY2020 净利润负增长系并购的纳图兹、玺堡等公司受海外疫情及反倾销影响经营承压，公司累计计提商誉、无形资产及固定资产减值准备 5.0 亿元；FY2021 即恢复常规增速，近年来业绩复合增速稳定，高于其他几家公司。FY2016–2021 五年复合增速为 23.7%。

图11：顾家家居归母净利润及同比增速

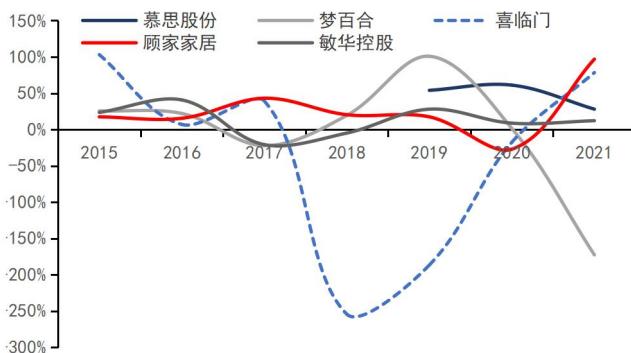


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

同业对比来看，顾家家居/敏华控股/喜临门/梦百合/慕思股份 FY2021 净利润分别为 16.6/18.2/5.6/-2.8/6.9 亿元；同比+97%/12%/78%/-173%/28%。顾家家居近三年净利润复合增速为 19%，近六年复合增速为 22%。

图12: 相关软体公司净利润(亿元)

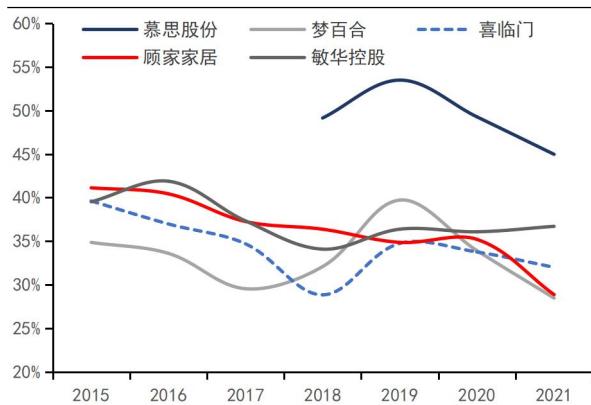

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 相关软体公司净利润同比增速


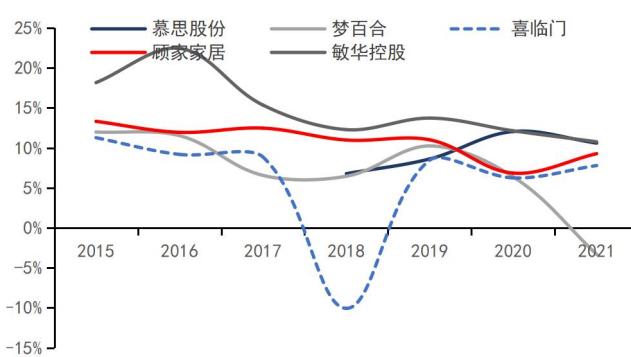
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率有所下滑，净利率维持稳定。顾家家居毛利率下滑幅度较大，FY2021 同比 FY2020 下滑 6.3 个百分点。毛利率下滑的主要有三方面原因：1) 受会计准则调整影响，运输费用计入成本，若不计入运输费用，毛利率为 32.9%，同比下滑 2.3 个百分点；2) 原材料价格及运输费用上涨；3) 海外业务毛利率低于国内，海外业务增速更快，进而拉低了整体毛利率。净利率近年来基本维持稳定，在 FY2021 毛利率同比下滑的同时，得益于精益化管理，净利率提升 2.4 个百分点。

同业对比来看，顾家家居/敏华控股/喜临门/梦百合/慕思股份 FY2021 毛利率分别为 28.9%/36.7%/32.0%/28.5%/45.0%，相较于前两年基本均有所下降；FY2021 净利率分别为 9.3%/10.8%/7.8%/-3.3%/10.6%，相较 FY2019 基本均有所下降；顾家家居和喜临门净利率相较 FY2020 有所回升。由于各公司产品品类及定位不同，净利率水平基本与产品定位相符。顾家家居产品定位中高端，净利率水平也处于中等偏上水平，纵向来看盈利能力较为稳定。

图14: 相关软体公司毛利率


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

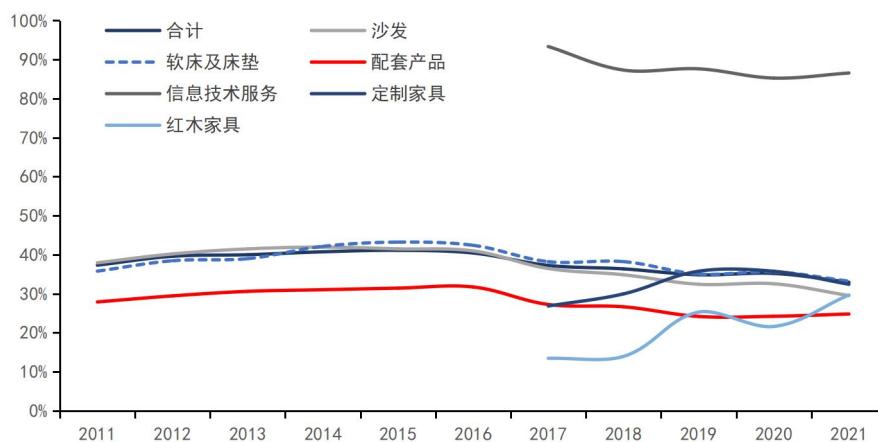
图15: 相关软体公司净利率


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从细分品类的毛利率来看，顾家家居所有家居品类产品毛利率近年来基本在 30% 左右，其中主要产品沙发和床垫毛利率较高，历史平均毛利率分别为 37.3% 和 38.3%，但近年来有所下滑，2016 年前沙发和床垫毛利率均在 40% 以上，2017 年后顾家由于原材料价格、中美贸易战、海运费用提升等影响，盈利能力小幅下滑，

其中外销相对内销毛利率下滑幅度更大。未来随原材料成本、贸易冲突等短期不利因素逐渐褪去，盈利水平有望回到历史较高水平。

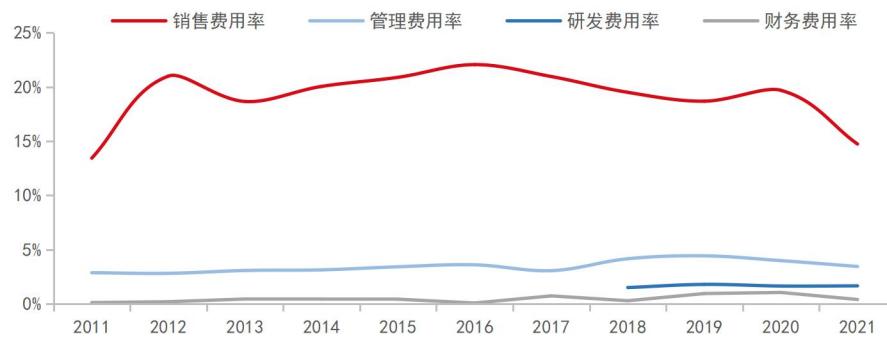
图16: 顾家家居分品类毛利率



资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

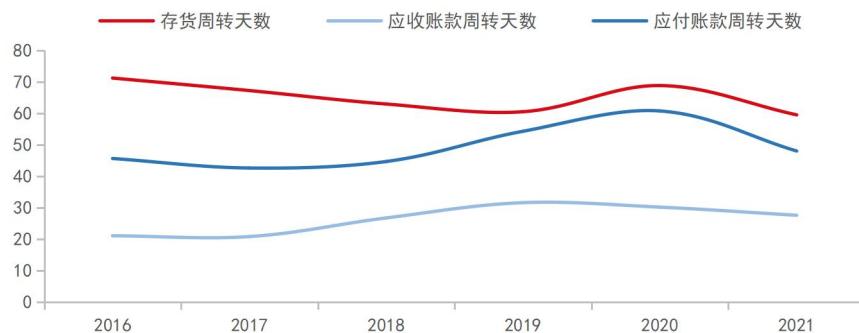
各项费用率有所优化。顾家家居 FY2021 销售费用率为 14.7%，同比下降 5.0 个百分点，与会计政策调整，运费从销售费用中调出有关。得益于自身的规模优势以及精益化管理，管理费用率始终处于行业较低水平。FY2021 管理费用率为 3.4%，同比下降 0.5 个百分点。财务费用率为 0.4%，同比下降 0.6 个百分点。研发费用支出较为稳定，FY2021 和 FY2020 研发费用率稳定在 1.6%。

图17: 顾家家居各项费用率



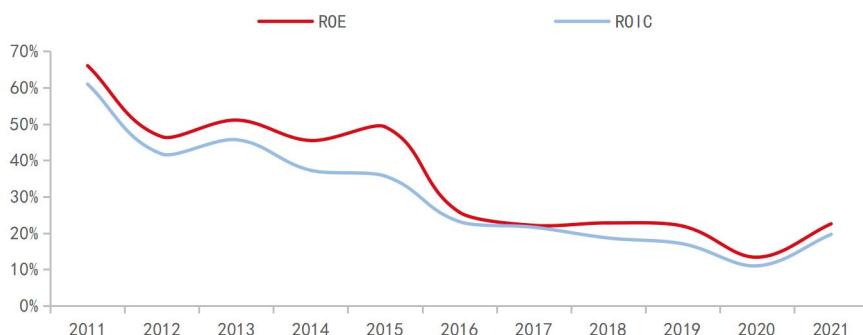
资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

从营运效率来看，顾家家居营运效率高且稳定。得益于供应链管理持续优化，存货周转天数目前处于历史较低水平，FY2021 存货周转天数为 59.5 天，同比缩短 9.3 天。从应收账款周转天数来看，顾家对下游客户应收款管理能力较强，FY2021 应收账款周转天数为 27.5 天，同比缩短 2.6 天。应收账款周转天数低于其他相关公司。

图18: 顾家家居存货/应收/应付账款周转天数


资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力显著提升。顾家家居 FY2021ROE 为 22.6%，同比大幅上升 9 个百分点，ROE 的提升主要与盈利水平和营运效率共同提升有关。ROIC 为 19.7%，提升 8.7 个百分点。从历史水平来看，过去十余年由于外延并购、品类扩张（其他品类利润率均低于沙发品类）、渠道开拓、新产能和店面效能的爬坡，ROE 和 ROIC 呈下降趋势，若剔除外延并购对利润端导致的影响，2018 年以来的组织变革和店态整合后，盈利能力稳定，FY2021 显著提升。

图19: 顾家家居 ROE 及 ROIC


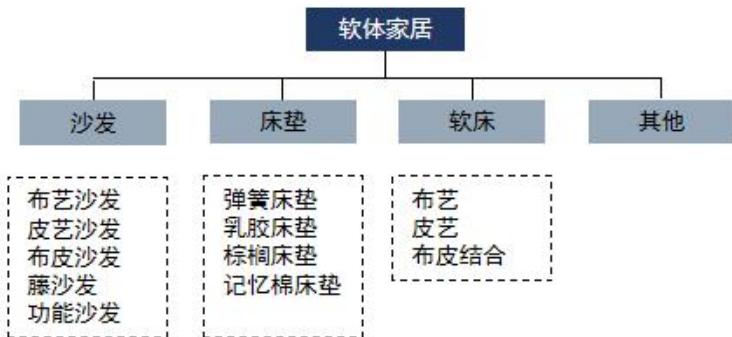
资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

行业分析：我国软体家具生产消费出口规模领先，行业集中度低

产品概况：产品材料与质量持续进化

软体家具主要由弹性材料（如弹簧、蛇簧、拉簧等）和软质材料（如棕丝、棉花、乳胶海绵、泡沫塑料等），辅以绷结材料（如绷绳、绷带、麻布等）和装饰面料及饰物（如棉、毛、化纤织物及牛皮、羊皮、人造革等）制成的各种软家具。主要的软体家具类别包括沙发、床垫、软床、软凳等。

图20: 软体家具分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

● 沙发：客厅必需品，功能沙发更具人性化

沙发属于软体家具大类，位于装修环节末端，是客厅装修的必需品，在家庭中使用率较高。由于沙发皮质易磨损、局部修补难一般需整体更换，沙发更新周期据统计大约在8-10年，与柜体家具相比更新周期较短（橱柜约10-15年）。功能沙发是在普通沙发的基础上，新增姿态调整、转向、摇摆、按摩及储藏等功能的新型软体家具。功能沙发符合人体工学设计，依靠内置的线性驱动系统作为核心动力来源，用户通过手动或电动控制，可实现不同的坐姿和不同的躺卧角度切换。

沙发类别丰富满足多样性需求

沙发按大类可以分为传统沙发和功能沙发。传统沙发按面料又可以分为皮质沙发、布艺沙发和两种材料结合的布皮沙发。皮质沙发面料是天然或人造皮革，价格昂贵，高档气派，但皮质需要定期维护和清洁，否则会影响使用年限；布艺沙发面料是毛、麻、棉等织物，价格亲民，款式丰富，面料柔软舒适，但易脏难清洁；布皮沙发结合二者优点，在靠背扶手等易脏不易拆洗的地方使用皮质材料，与人体亲密接触且容易拆洗的地方使用布艺材料，清洁方便、美观度也有所提升。从价格来看，功能沙发价格高于同类型同材料传统沙发。不同面料中，皮质沙发，尤其是天然真皮沙发最昂贵，大约在万元以上；布艺沙发最便宜，价格主要分布在3000~10000元之间。

图21: 沙发产品基本类型（从左到右依次为皮沙发/布沙发、布皮沙发、功能沙发）



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

成本结构：面料占比近半，海绵木材占比约一成

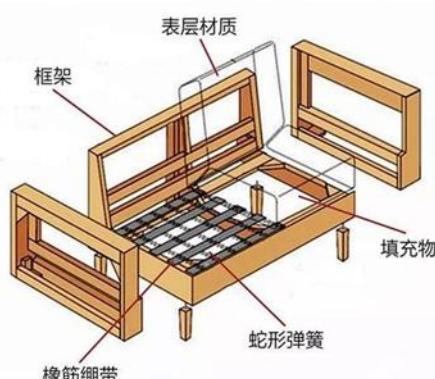
沙发上游原材料主要包括用于制造面料的皮革或纺织物；用于主体架构的钢材或木材；用于坐垫、扶手、靠背等部位内部填充的海绵，即聚氨酯软泡；用于包装的纸盒等。

面料：皮革供应质量要求较高，布料易获取且成本较低。由于皮质沙发外表面的包裹所需的皮革面积大，部分沙发的生产必须使用整张牛皮，且外表不得有明显的伤痕和瑕疵，因此功能沙发生产商对上游皮革原材料供应商的要求较高；布艺沙发受纺织物价格波动影响，可获得性上相较于皮质面料更为容易，且成本较低。

框架：传统沙发木材为主，功能沙发铁架为核心。传统沙发架构以木材为主，林木种植业的发展直接影响功能沙发木材原材料的供应及成本。功能沙发的核心部件功能铁架成本受钢材价格及焦煤焦炭等原材料价格、能源价格的影响。

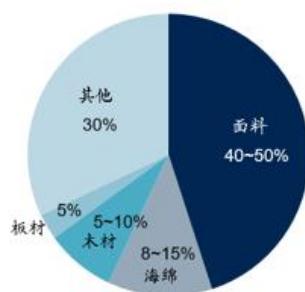
填充料：价格较为稳定。海绵作为垫材体积较大，采购时，除考虑产品质量外，还需考虑运输半径和物流成本。海绵上游原材料 PPG（软泡聚醚）、MDI、TDI 和聚合物多元醇的生产工艺在中国发展已相对成熟，供给和价格均较稳定。

图22：沙发的整体结构



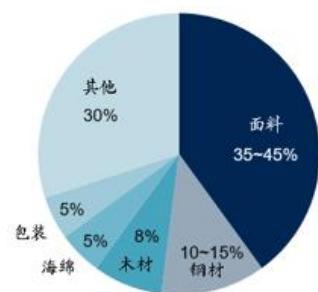
资料来源：新浪网，国信证券经济研究所整理

图23：传统沙发原材料成本结构



资料来源：顾家家居招股书，国信证券经济研究所整理

图24：功能沙发原材料结构



资料来源：敏华控股招股书，国信证券经济研究所整理

● 床垫：改善睡眠质量，产品持续进化

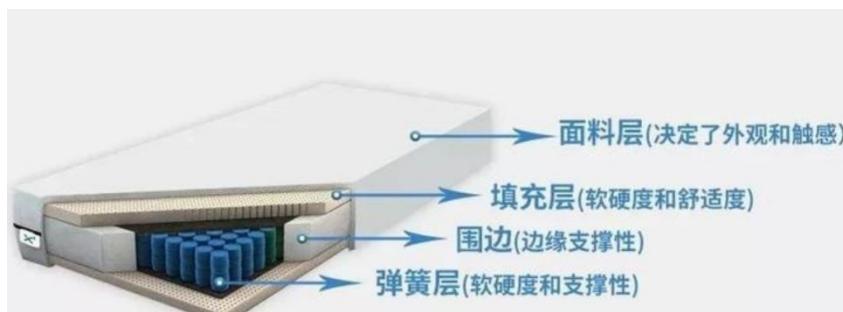
床垫发展的历史悠久：早期床垫以茅草、芦苇、棉花、动物毛皮等天然动植物纤

维为垫，这类床垫易招虫、舒适性较差。1865年弹簧床垫出现，以良好的弹性、支撑性以及对大规模工业化生产的适应性快速流行，直至今日仍为床垫市场主流。随着床垫工艺、材料的进步，以及消费者对睡眠品质要求的提升，各类旨在改善床垫性能的材料与结构的床垫渐次出现。

按材料划分：目前主流床垫包括：弹簧、乳胶、记忆棉、海绵、棕榈等。严格来讲，支撑层含弹簧的床垫均为弹簧床垫，但在实践中厂商为突出部分材料功能特性，有时也按照填充层的主要材料对床垫进行归类。在弹簧床垫中，按照支撑层的结构又可分为独立弹簧、分区弹簧、整网弹簧（舒适性和抗干扰性较差）等类别。

按结构划分：床垫主要可分为支撑、填充、面料三个层次。支撑层决定了床垫的软硬度和支撑性；填充层决定软硬度、舒适度和透气性，常见的填充层包括乳胶、海绵、记忆棉等；面料层决定外观和触感。

图25：床垫的整体结构



资料来源：新浪网，国信证券经济研究所整理

承托、贴合与透气是舒适度核心变量。睡眠过程中床垫对人体承托的均衡程度与贴合度决定了脊柱是否能够保持平直舒展，若床垫过硬，则身体无法得到充分支撑难以放松；若床垫过软则容易塌陷，身体易产生酸痛感。通过不同材料成分、结构的组合使用可以开发出不同成本、性能、消费者体验各异的产品。如乳胶床垫睡感柔软、透气性佳，但支撑性与耐用性较差，且价格较高；棕榈床垫支撑性好，且产品便于打上天然环保标签进行营销，但存在易生虫、变形问题。

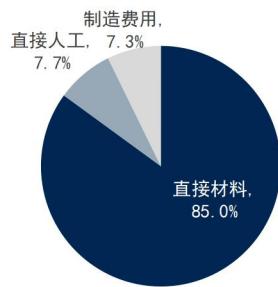
功能诉求通常与材料绑定：消费者对床垫的功能性诉求包括电动、人体设计、智能、护脊、透气、耐用、深度睡眠、承托、0压、抗菌除螨等。支撑度、软硬度是否合适是衡量床垫舒适度的核心指标。不同年龄段、身体状况人群诉求有所差异，通常儿童、老人、存在腰椎问题的人群需要支撑性较好偏硬的床垫。在营销宣传中将特定功能与材料绑定进行宣传便于消费者理解并形成记忆点。

成本结构：材料占比超八成

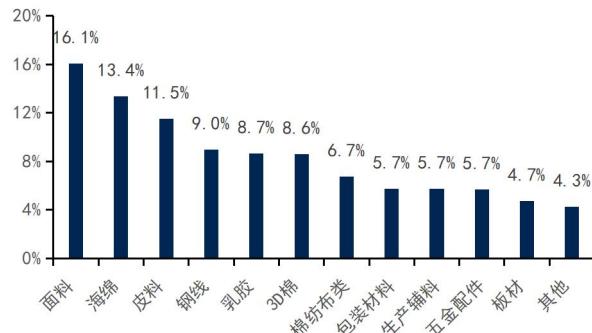
床垫生产成本当中原材料占比最大，从慕思股份披露的招股说明书来看，其中约85%为原材料成本，其余为人工和制造费用，各占约7%-8%。

原材料又可分为主要原材料和其他原辅材料，主材料包括面料、海绵、皮料、钢线、乳胶、3D棉等，合计占比60%左右；原辅材料包括棉纺布类、包装材料、生产辅料、五金配件及板材等，合计占比40%左右。

材料成本中面料、海绵、皮料、钢线、乳胶等占比最大，占材料比例分别为16.1%/13.4%/11.5%/9.0%/8.7%。

图26: 床垫企业成本结构


资料来源：慕思股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

图27: 床垫各类材料占材料总成本比例


资料来源：慕思股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

市场规模：全球规模 700 亿，中国生产消费出口规模居首

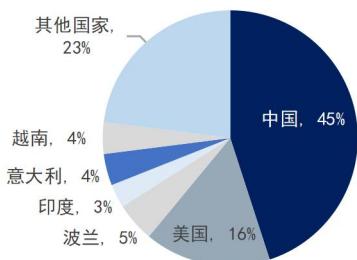
软体家具全球规模增速放缓

全球软体家具行业的工业化生产始于二十世纪初的欧洲。进入二十世纪 90 年代，伴随着软体家具行业技术水平的发展，以及消费者对产品品质要求的提升和款式设计需求偏好的不断细分，市场需求不断扩大。全球软体家具行业整体保持稳步增长态势，根据 CSIL 的统计，全球软体家具的消费规模由 2010 年的 539 亿美元增长至 2020 年的 672 亿美元，年均复合增长率为 2.23%。

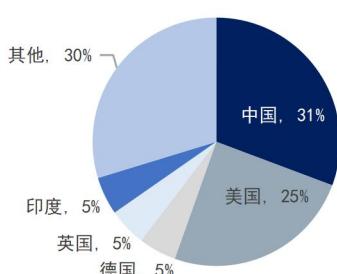
中国软体产值和消费量均居全球之首。按国家产值看，中国、美国、波兰、印度、意大利全球占比分别为 45%/16%/5%/3%/4%；按国家消费占比看，中国、美国、德国、英国、印度分别为 31%/25%5%/5%/5%。

图28: 全球软体家具市场规模和同比增速（亿美元）


资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图29：2020年主要软体生产国家产值占比


资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图30：2020年主要软体消费国家市场规模占比


资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

软体家具中国规模进入负增长

我国现代软体家具产业正式起步于二十世纪 80 年代初，在引进国际先进生产设备及制造技术的基础上，通过消化吸收并充分发挥较低的劳动力成本以及较完整的产业链配套的优势，逐步承接欧美等发达国家转移出的全球软体家具产能，并发展成为全球最大的软体家具生产国和消费国。

从产值来看：供给端产能充足，受内外需影响近年来产值下滑。在 2018 年以前，我国软体家具总产值一直处于上涨阶段，2018 年后受需求端影响开始下滑。据 CSIL 统计，2018–2020 年中国软体行业产值分别为 369/350/343 亿美元，同比增速分别为 9%/-5%/-2%。

从国内需求来看：软体家具整体需求随地产端数据下行见顶回落。在城市化进程放缓与“房住不炒”的方针下，软体家具行业或进入存量竞争阶段。据 CSIL 统计，2018–2020 年中国软体家具消费规模分别为 230/211/188 亿美元，同比增速 7%/-8%/-11%。

从出口端来看：出口规模仍在上涨。其中 2020 年出口额 155 亿美元，占中国软体家具总产值在历年中枢上有小幅增长，2017–2020 的出口额三年复合增速为 7.7%。2020 年增幅较大或与疫情后海外财政补贴刺激居民耐用品消费所致。

图31：中国软体产值规模和同比增速（亿美元）


资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图32：中国软体消费规模和同比增速（亿美元）


资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图33: 中国软体出口额和同比增速(亿美元)



资料来源: CSIL, 国信证券经济研究所整理

沙发市场: 美国沙发消费量高进口量大, 中国沙发消费量和出口量持续增长

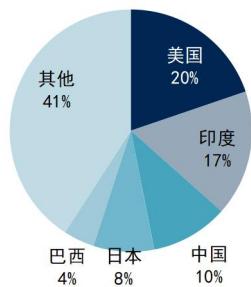
全球沙发市场规模自 2016 年以来已突破千亿美元, 近年来增速放缓。2018-2020 年全球沙发市场规模分别为 1103/1140/1108 亿美元, 同比增速分别为 3.8%/3.4%/-2.8%。2020 年受疫情影响, 规模较上年有所下滑。从区域结构来看, 美国在全球沙发消费市场中占比最高, 规模达 219 亿美元, 占全球总量的 19.8%。美国对沙发的进口依赖度大, 2020 年进口金额为 81 亿美元, 占总金额的 37.0%。

图34: 全球沙发市场规模(亿美元)



资料来源: Statista, 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图35: 全球沙发市场区域结构



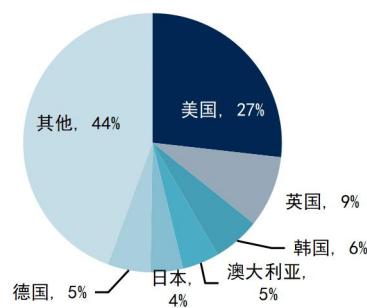
资料来源: Statista, 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

我国家沙发市场规模持续增长。2020 年, 我国沙发市场规模为 666 亿元(约为 99 亿美元), 同比+9.2%。得益于国内商品房销售面积的持续增长和城镇人均可支出水平的逐步提高, 叠加沙发市场逐渐下沉到乡村等地, 人们对沙发的认可和需求逐步上升, 我国沙发市场量价齐升, 增速高于全球平均水平。

我国家每年出口大量沙发销往欧美地区。从 2020 年出口区域结构来看, 我国主要出口国家是美国, 出口美国金额占全部出口金额的 26.8%。根据海关总署披露的数据, 2019/2020/2021 年我国木质框架沙发出口额分别为 533/522/633 亿元, 同比-8.8%/-2.0%/+21.3%; 功能沙发等金属框架沙发出口额分别为 402/514/608 亿元, 同比+26.6%/+27.7%/+18.3%。金属框架沙发出口额近年来增速较快, 规模逐渐趋于木质框架沙发。

图36：中国沙发市场规模（亿元）

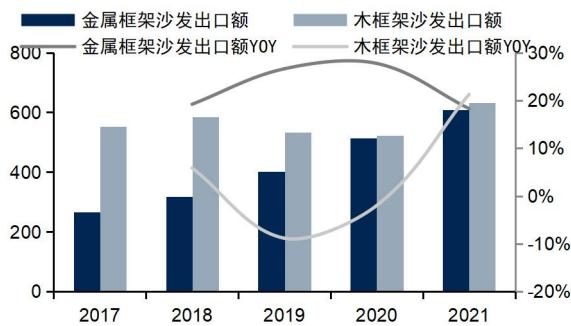

资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图37：中国沙发出口区域结构


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图38：中国沙发进口规模（亿元）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图39：中国沙发出口规模（亿元）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

床垫市场：中国系床垫第二大消费国，产销量大规模增速快

我国是全球床垫行业第二大的消费国。根据CSIL统计，美国、中国、印度、巴西、德国和英国为全球主要的床垫消费市场，2020年合计消费规模达209.01亿美元，约占全球主要国家床垫市场消费总规模的72.07%。其中，2020年中国床垫行业消费规模为85.4亿美元，是全球第二大的消费国。

此外，随消费者对睡眠质量的重视程度提升，以及床垫生产技术的快速迭代和价格带的拓宽，叠加上游原材料供给稳定和下游精装房对床垫的需求逐步上升，近年来我国床垫市场规模快速增长，2010年至2020年，中国床垫行业消费规模的年均复合增长率达到6.15%，高于其他国家床垫消费市场的增速。

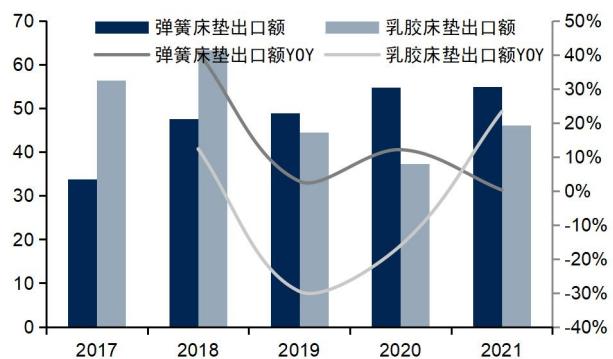
图40：全球主要国家床垫市场消费规模（亿美元）


资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

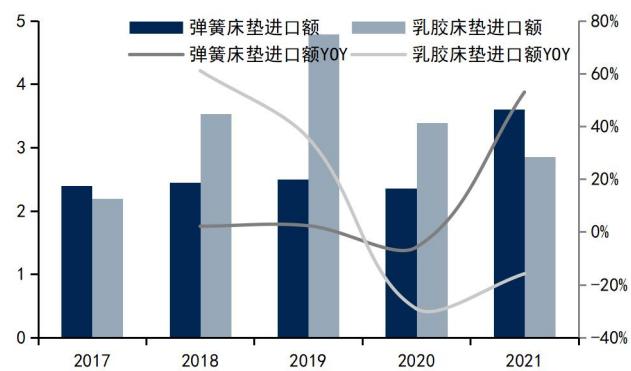
图41：中国床垫市场消费规模（亿美元）


资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

床垫进出口规模与沙发相比较小，近年弹簧床垫出口额赶超乳胶床垫。根据海关总署披露的数据，2019/2020/2021年我国弹簧床垫出口额分别为48.8/54.8/54.9亿元，同比+2.8%/+12.1%/+0.2%；乳胶床垫出口额分别为44.5/37.4/46.1亿元，同比-29.6%/-16.1%/+23.3%。弹簧床垫出口额近年来增速较快，数额已超过乳胶床垫；2021年乳胶床垫出口增速有所回升。

图42：中国床垫出口规模（亿元）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

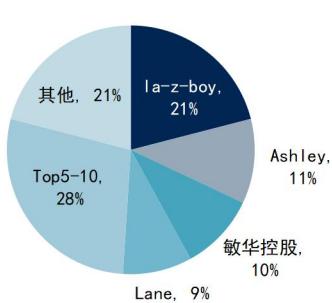
图43：中国床垫进口额（亿元）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

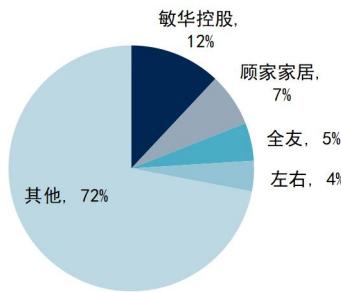
竞争格局：传统沙发与床垫集中度低，功能沙发集中度高

我国沙发行业竞争格局分散，2020年CR4仅28%，敏华控股市占率最高，占12%；而美国沙发行业集中度高，2017年CR4便达到51%，CR10可达79%，头部公司La-z-boy/Ashley/敏华控股市占率分别达到21%/11%/10%。

美国沙发市场集中度高的原因主要系：1) 行业发展时间长，经过多轮淘汰洗牌，龙头企业凭借强产品和品牌实力，逐步跑赢大多数企业；2) 美国家具销售渠道以“零售商”为主，与我国主要销售渠道“经销商”模式不同，“零售商”可以简要的理解为“多品牌经销商”+“卖场”+“OEM/ODM自主品牌商”。因此头部零售商极具话语权，家具渠道端集中度高；且零售商与家具品牌的合作采取买断模式。由于渠道端易管理+公平竞争，家具企业无需在渠道端耗费太多精力，具有强产品力和品牌力的企业自然销路更加顺畅。

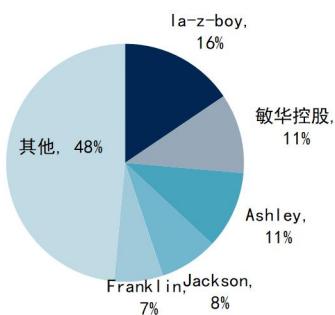
图44：2017年美国沙发竞争格局


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

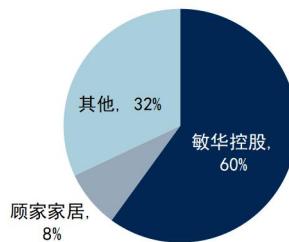
图45：2020年中国沙发竞争格局


资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

我国功能沙发行业格局集中，敏华控股在我国功能沙发领域市占率可达60%，高于美国CR5。敏华控股的高市占率主要得益于其在行业内发展历史悠久，是我国功能沙发的开拓者；同时其凭借产品创新、海绵自产、电机资产，具备一定的技术壁垒和成本优势，在功能沙发领域龙头优势明显。

图46：2020年美国功能沙发竞争格局


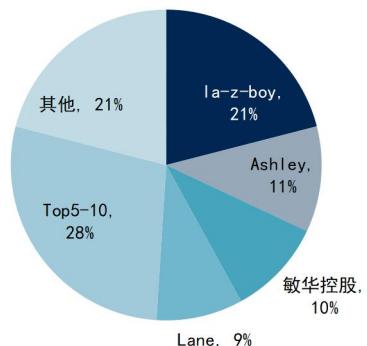
资料来源：敏华控股官网，国信证券经济研究所整理

图47：2020年中国功能沙发竞争格局


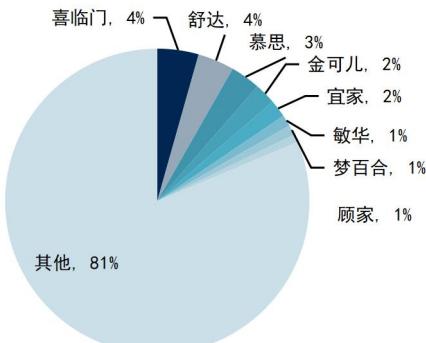
资料来源：敏华控股官网，国信证券经济研究所整理

我国床垫行业竞争格局分散。相比发达国家，我国床垫行业的集中度显著偏低，全美床垫市场高度集中在头部床垫品牌中，而我国床垫产业企业数量较多，主要以中小企业为主。根据Furniture Today发布的《2019年全美床垫制造商排行榜》，全美前5大品牌(CR5)丝涟、席梦思、舒达、泰普尔、Sleep Number合计占69.40%的市场份额。根据华经产业研究院数据统计，2020年CR3和CR8合计市场份额约为11.43%和18.66%，其中前三喜临门、舒达和慕思分别占比4.38%、3.88%和3.17%。

我国床垫行业竞争加剧，我国具有自主品牌的床垫企业凭借已建立的较高品牌认知度与品牌美誉度、较高的消费者黏性、完善且广泛的市场布局、优异的售前、售中与售后服务能力、更有利的知名卖场的店铺位置、稳定的经销商客户等优势，更利于在行业竞争中脱颖而出，进而提升行业集中度，并在行业竞争中能够获取较高的产品价格溢价。现已具备规模化与智能化生产制造能力、自主设计与创新能力、较高品牌知名度、完善的渠道布局等的床垫企业在行业洗牌的过程中更有优势，并有望凭借行业整合机遇取得更大市场份额。

图48：2019年美国床垫竞争格局


资料来源：Furniture Today, 慕思招股书, 国信证券经济研究所整理

图49：2020年中国床垫竞争格局


资料来源：华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

行业发展动能：渗透率与更换频率提升，产品升级伴随居民消费升级

沙发需求变革，功能沙发渗透率持续提升。家庭结构逐渐小型化，很多家庭都已经不再局限于客厅活动，更加注重个人空间的营造，奢华、体积大的皮沙发也随之衰落。在很长一段时间里，人们对于客厅的需求大都是聚会，会客，但对于新一代的年轻人来说，沙发更重要的功能是休息、放松，人们希望回到家可以第一时间体会到身心放松的感觉，所以现在人们对于沙发的材质与款式也有着不同的需求。沙发产品的丰富度、可选择性，以及产品不断升级以满足消费者从审美到使用感受的各方面需求，是推动沙发渗透率以及规模提升的底层因素。从产品升级的角度看，在普通沙发的基础上，有一定技术变革的功能沙发，在我国出现的时间仍较短，目前处于市场渗透期，是沙发产品中目前具备高潜力成长性的品类。

功能沙发最早出现于美国，70-80年代后随着美国城市化进程和经济发展，功能沙发市场渗透率逐渐提升。我国功能沙发的发展起始于1998年敏华控股收购功能沙发品牌芝华仕，后续顾家家居、喜临门等软体家具企业相继推出功能沙发产品，市场逐渐被开拓。目前我国功能沙发行业正处于低渗透、高增长的成长阶段。

表2：各上市公司功能沙发推出时间

	时间	事件
敏华控股	1998 年	收购功能沙发品牌“Cheers”及“芝华仕”
	2002 年	授权首三间「芝华仕」特许经销商在中国上海、北京及深圳开设专卖店
顾家家居	2012 年	与北美功能沙发市占率最高 LA-Z-BOY（乐至宝）达成深度合作，共同创立面向中国市场的“顾家家居·LA-Z-BOY”功能沙发联合品牌
	2018 年	公告拟与意大利规模最大的家具上市公司 Natuzzi 成立合资公司，将拥有 51% 股权
喜临门	2021 年	喜临门在互动平台表示，截至目前，公司已推出了功能型的沙发（带按摩功能/可自动调节体位）

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

美国功能沙发发展历史悠久，市场认同度高。功能沙发在美国的高渗透率的原因有三：一是得益于发展时间长，20世纪20年代于美国出现，80年代在美国初步形成市场，比我国功能沙发市场发展的开端至少早20年；二是La-Z-Boy等知名沙发龙头品牌对功能沙发的市场推广效果好，市场培育度高，消费者认同度高；三是美国人均可支配收入高，功能沙发相较于普通沙发价格更贵，且更具有休闲

娱乐属性，可以满足消费者更高层次的需求。因此随我国人均可支配收入的不断提升、城镇化率的增长，以及更多供给端厂商推出更符合消费者需求的产品，同时通过压缩成本来降低购买门槛，功能沙发在我国的普及率、渗透率有望进一步提升，市场规模有望加速增长。

我国功能沙发市场渗透率仍较低，市场空间大。2019年，我国功能沙发渗透率仅14.0%，与功能沙发市场发展时间较长的美国相比差距较大，美国2019年渗透率为41.5%。2020年我国功能沙发消费总金额为96亿元，同比+9.9%，5年CAGR为14.2%，增速高于沙发沙发销售总额，占销售总额的14.5%。若以美国的成熟市场的渗透率为锚，假设我国功能沙发销售额占比达到约40%的水平，按照目前我国沙发市场约700亿的销售规模来看，我国功能沙发市场空间可达近300亿，是目前规模的3倍。

图50：中美功能沙发渗透率对比



资料来源：弗若斯特沙利文，CSIL，敏华控股财报，国信证券经济研究所整理

图51：中国功能沙发市场规模及占比（亿元）

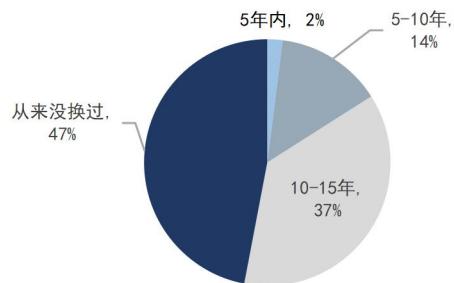


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

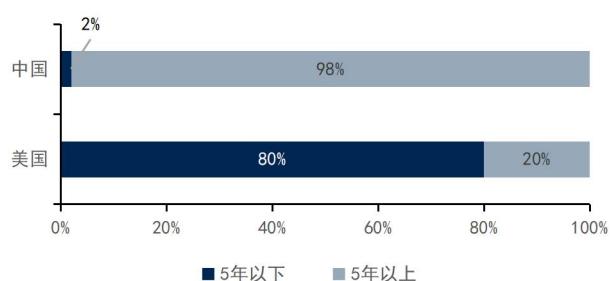
床垫：渗透率与更换频率低，睡眠消费升级寝具重要性提升

床垫行业渗透率相比于发达国家仍有一定的差距。根据CSIL的统计，发达国家床垫渗透率达到85%，而中国床垫渗透率仅60%。

多数床垫接近寿命极限+焕新周期缩短有望持续释放需求。我国早期床垫以弹簧床垫为主，其弹簧寿命通常在10-20年间，填充层及面料寿命约5-10年间。中国当前床垫更新频率远低于美国，37%消费者10-15年更换床垫，47%消费者从来没换过，大部分床垫使用年限已接近床垫寿命极限。我们认为，寿命到达极限的床垫替换需求叠加居民寝具舒适度要求提升带来的焕新频率有望持续提升我国床垫需求。具备品牌、渠道、服务等优势的头部企业未来数年有望迎来重要发展窗口期。

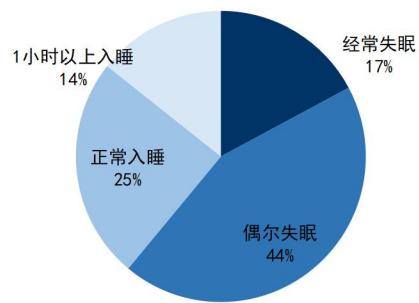
图52：中国床垫不同更新频率占比


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

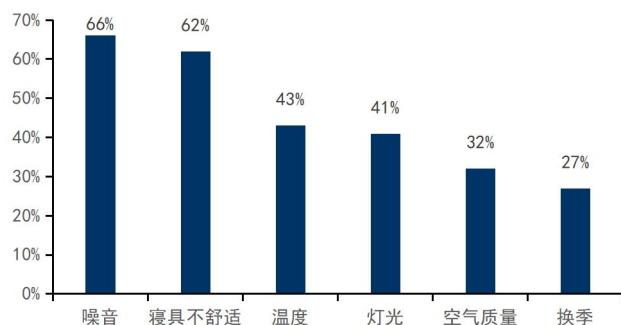
图53：中美床垫更新频率对比


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

现代睡眠问题普遍，寝具舒适度为睡眠质量核心因素之一。据梦洁大数据调研，我国约 75% 居民存在不同程度睡眠问题，其中超过半数存在失眠情况。寝具不舒适在影响睡眠质量环境因素中位列第二，消费者具备较强动机通过更换寝具提升睡眠质量。

图54：不同睡眠状况人群比例


资料来源：梦洁大数据，国信证券经济研究所整理

图55：影响睡眠质量的主要环境因素


资料来源：国民睡眠健康趋势洞察，国信证券经济研究所整理

我们通过模型测算，未来 8 年内，沙发和床垫市场规模一方面会受到房屋装修总套数下降的影响；另一方面单价的提升和渗透率的提升会一定程度抵消房地产端影响，同时更换周期变短在模型中暂未体现，未来行业总规模有望保持在一定规模。在行业发展的基础上，龙头企业的品牌力、渠道力、产品力优势将逐渐强化，我们更加看好龙头企业获得超越行业的增速。

图56：我国沙发及床垫市场规模测算

	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房	现房销售面积 万平方米	23,204.71	18,215.21	15,736.48	16,356.74	15,702.47	15,074.37	14,471.40	13,892.54	13,336.84	12,803.36	12,291.23	11,799.58	11,327.60
	面积增长率 %	-26%	-22%	-14%	4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
	2年前期房销售面积 万平方米	105,608.62	113,545.13	124,724.71	131,929.12	139,141.99	140,175.43	135,269.29	130,534.87	125,966.15	121,557.33	117,302.83	113,197.23	109,235.32
	面积增长率 %	22%	8%	10%	6%	5%	1%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
	住宅平均面积 平米/套	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
	新房装修套数 万套	1,431.26	1,464.00	1,560.68	1,647.62	1,720.49	1,725.00	1,663.79	1,604.75	1,547.81	1,492.90	1,439.93	1,388.85	1,339.59
	新房套数占比 %	67%	66%	66%	64%	64%	65%	64%	65%	63%	64%	65%	63%	64%
存量房	10年前住宅竣工套数 万套	493.92	554.89	601.98	721.92	764.24	749.31	765.94	705.01	745.54	677.06	622.92	645.28	597.66
	二手房销售套数 万套	430.00	426.00	432.00	393.00	381.21	369.77	358.68	347.92	337.48	327.36	317.54	308.01	298.77
	二手房装修率 %	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	旧房更换套数 二手房价 装修套数 万套	708.92	767.89	817.98	918.42	954.84	934.20	945.28	878.97	914.28	840.74	781.69	799.29	747.04
	存量房更换套数占比 %	33%	34%	34%	36%	36%	35%	36%	35%	37%	36%	35%	37%	36%
	沙发市场规模 亿元	590.26	634.24	696.25	772.36	828.02	846.26	853.72	835.59	851.60	829.84	812.17	822.33	806.12
	规模增长率 %	7%	10%	11%	7%	2%	1%	-2%	2%	-3%	-2%	1%	-2%	
	渗透率 %	80%	81%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	85%	85%	86%	86%
	每户套数 套/户	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	单价 元	3,447.48	3,530.09	3,613.67	3,693.17	3,774.42	3,857.46	3,942.33	4,029.06	4,117.70	4,208.29	4,300.87	4,395.49	4,492.19
	价格增长率 %	2.2%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
	床垫市场规模 亿元	551.68	594.01	653.99	728.97	785.16	806.11	816.81	802.91	821.74	804.02	790.03	803.02	790.17
	规模增长率 %	8%	10%	11%	8%	3%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	-2%	-2%
	渗透率 %	60%	61%	62%	62%	63%	64%	65%	66%	66%	67%	68%	69%	70%
	每户套数 套/户	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	单价 元	2,148.10	2,188.70	2,231.68	2,276.31	2,321.84	2,368.28	2,415.64	2,463.95	2,513.23	2,563.50	2,614.77	2,667.06	2,720.40
	价格增长率 %	2%	2%	2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：国家统计局，wind，中指研究，国信证券经济研究所整理

竞争力成长性分析：综合实力强劲，竞争力持续巩固

渠道力：渠道体系多元化，渠道管理精细化

两次组织变革，全方位提升渠道赋能能力

公司通过两次组织变革，完善了前端的渠道管理体系，增强了全方位渠道赋能能力。两次变革包括：一次是2018年的区域零售中心的调整；第二次是2021年10月的新一轮组织调整。

2018年第一次调整，公司从原有的多品类事业部制，调整为把多品类事业部的前端营销端单独剥离出来，形成区域零售中心，一方面有利于同一区域多品类协同融合管理；另一方面不同区域设置16个左右的区域零售中心，因地制宜地制订营销策略，相对灵活。

2021年第二次架构调整，包括三个方面：

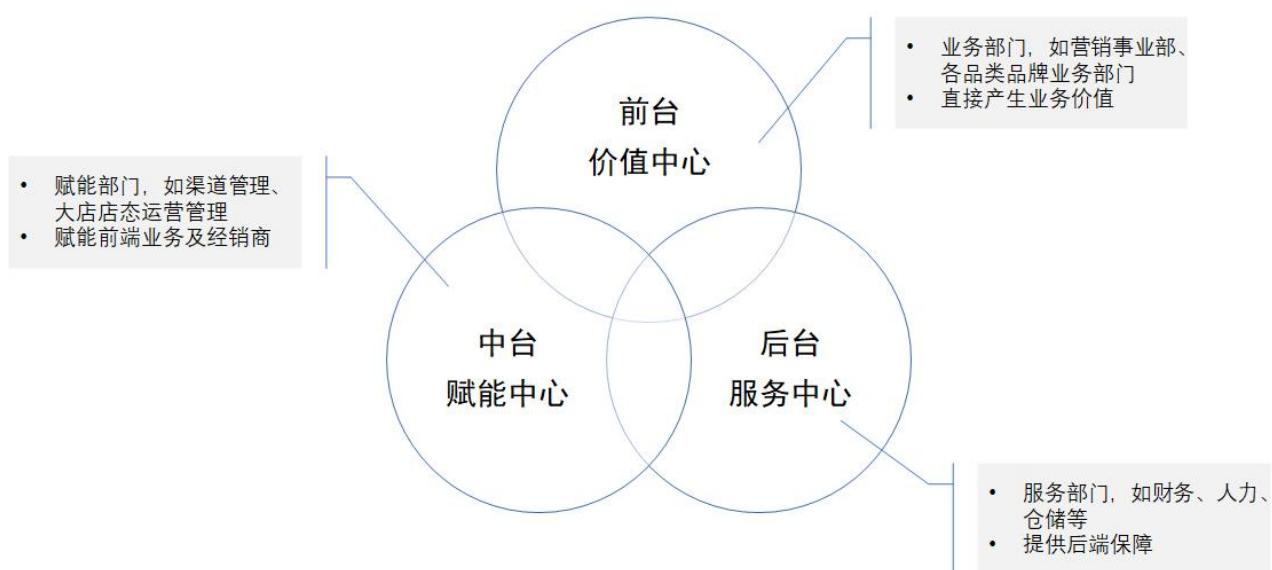
1) 将公司架构分为前中后台，具体包括前端的价值中心，中台的赋能中心以及后台的服务中心。前端的价值中心指业务部门，例如国内营销第一事业部，lazy boy、天禧派等品牌业务部门；赋能部门例如渠道管理、大店店态运营管理等部门，此类部门不产生价值，但能够赋能前端。后台的服务部门，例如传统的财务、人力资源部门，以及仓储部门。

2) 管理层年轻化：组织用人更加年轻化，事业部一把手位置交给85/90后。

3) 轮岗制：管理层各部门轮岗，希望管理人员能够具备复合的业务经验和背景。

从目前的渠道管理赋能体系来看，前端的区域零售中心，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。后端为门店搭建信息化系统，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。仓储方面建立中心仓，覆盖周边区域，公司总部负责帮助经销商仓储管理和物流配送，目前在逐步推进，已在江浙部分地区开始试点。

图57：顾家家居前中后台+区域零售中心管理体系



资料来源：公司公告，证券经济研究所整理

公司在全球拥有 6,000 多家品牌专卖店，属于软体家具行业中门店数量最多、覆盖面最广的龙头。公司组建培育了强大的境内销售团队和专业拓展团队，执行“1+N+X”的渠道发展战略，积极打造多品类组合的融合大店模式，致力发展全品类大家居的变革与创新。

零售渠道“1+N+X”渠道发展模式：“1”为 800 平方米以上大店；“N”为单店（休闲、功能、睡眠）、独立店和综合店；“X”为社区店、小区、商超店。公司坚持 1+N+X 的渠道战略，巩固品类专业店优势，加快融合大店布局速度，X 渠道持续探索。具体店铺类型包括：

1) 大店：面积在 800 平方米以上，包括皮沙发、皮床、功能、定制产品。涵盖 1:1 还原户型实景的样板房及情景空间，汇聚了现代、意式轻奢、美式、新中式等多种风格的产品和空间。

2) 单店：休闲沙发店 350-500 平方，睡眠店 200-300 平方，功能店 200-250 平方，在红星/居然有分区，例如沙发区、睡眠区，在专门的区域里开专门品类的单店。

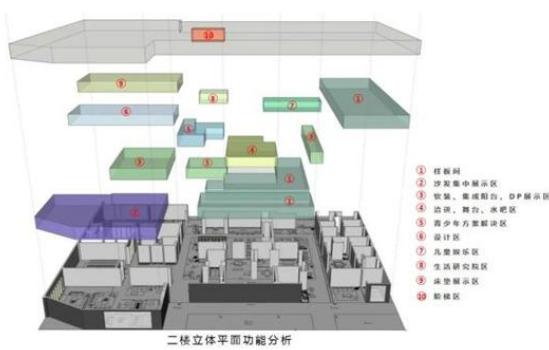
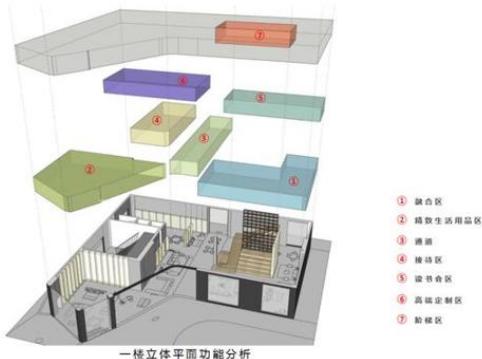
3) 卖场外独立店，产品丰富，多样化，便于客户选择产品。租金相对卖场内较低。

4) 综合店，包含 2-3 个品类，主要包括沙发和睡眠。一般在 500 平方左右。

5) 社区店、小区、商超店：店铺面积普遍较小，位置人流量较多，好处包括：①开在新楼盘的小区店将流量进一步前置到新房成交，提前锁定客户；②全方位获

客，增加客流量；③客户选购和接受服务都更加便捷。

图58: 顾家生活馆



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

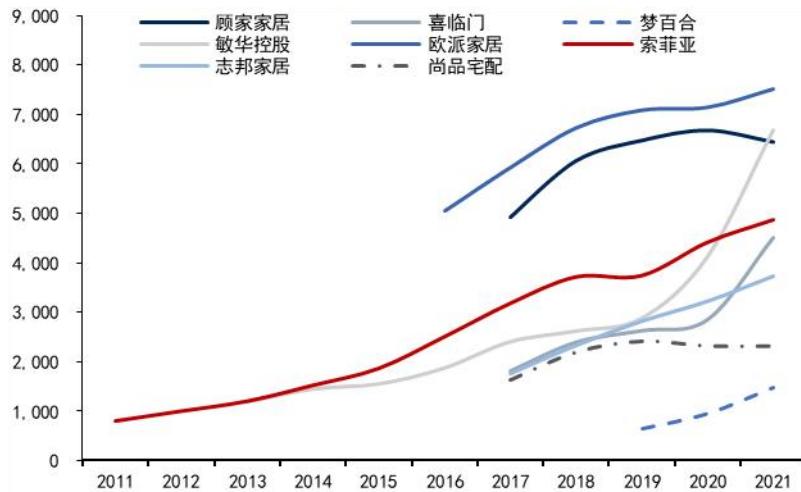
新财年因店面融合数量有所减少，大店比例提高。截至 2021 年末，顾家家居总门店数 6456 家，较上年末减少 235 家，其中自有品牌经销店、其他品牌经销店分别减少 274 家和 3 家；直营店新增 42 家，经销店数量减少主要因单店合并与店态升级所致。目前大店+融合店占比显著提升，大店超 500 家，其中融合大店 100 余家，大店提升比例从 2020 年底 4%+ 提升至 11%+。

表3：顾家家居线下店面数量

	2017	2018	2019	2020	2021
店数					
经销店数量	4747	5869	6402	6581	6304
自有品牌	3078	4015	4434	4737	4463
其他品牌	1669	1854	1968	1844	1841
直营店	188	207	84	110	152
合计	4935	6076	6486	6691	6456

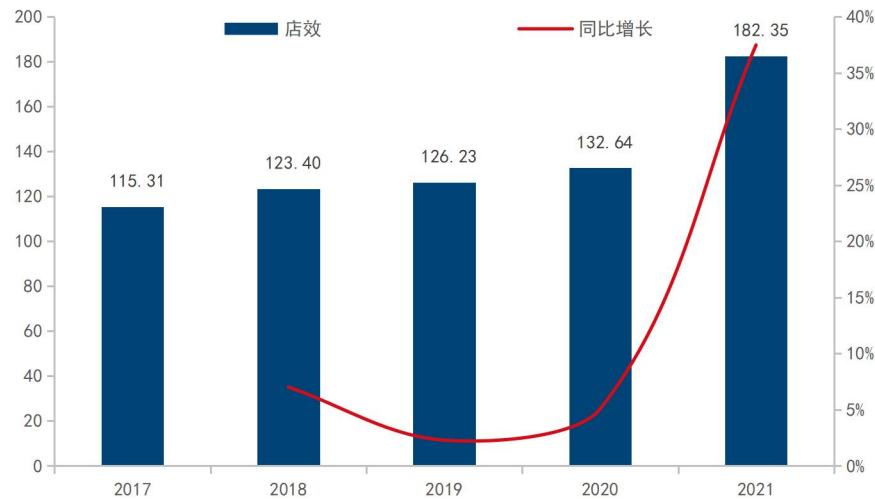
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

横向对比来看，顾家家居店面数量始终在业内领先。截至最新财报期，软体家具企业中，顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合分别拥有 6456/6683/4495/1464 家门店，其中敏华控股、喜临门、梦百合门店扩张速度较快，分别同比增长 62%/58%/54%。定制家居企业中，欧派家居、索菲亚、志邦家居、尚品宅配的门店数分别为 7522/4863/3742/2326 家，分别同比增长 5%/10%/16%/0%。

图59: 相关家居公司线下店面数量


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 敏华控股财年与其他标的不同, 2021 对应敏华 FY2022

新财年经过门店调整, 单店店效显著提升。 FY2021 经过店态调整和合并, 平均单店面积扩大; 同时在大家居战略下, 品类扩充进而带动客单价提升。按内贸口径算, 除去线上部分销售额(顾家 2020 年电商开始独立运营, 2020/2021 年内贸收入按线上占 10% 算), 单店提货额 FY2021 大幅提升 50 万元至 182 万元, 同比+37.5%。从客单值角度来看, 单卖沙发的客单值一般在 1.3~1.4 万, 加床品客单值一般在 1.7~2.0 万, 加定制产品客单值进一步提升至 3.7~4.0w, 较高的客单可达 7~8w, 因此发展全品类大家居对提升客单值和店效也有显著的推动作用。

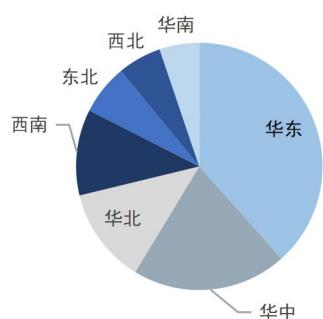
图60: 顾家家居境内单店提货额 (单位: 万元/店)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

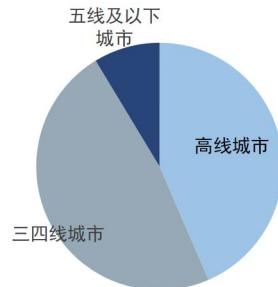
各级城市布局均匀, 地理位置以东部为主。 顾家家居线下门店从高线城市到下沉地区布局均匀, 覆盖城市多、网点密集。分城市等级来看, 一二线高线城市和三线及以下城市占比基本一致。按地理位置看, 门店遍布华东、华南、华中、西北、西南、东北地区, 其中华东和华中地区店数较多, 分别占总店数的四成和两成。

图61：顾家家居实体门店地理位置分布


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图62：顾家家居实体门店地理位置分布


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图63：顾家家居实体门店城市层级分布


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品力：产品矩阵完善助力全屋化，产地全球布局开拓数字化

公司通过专业化的产品管理团队，发挥市场洞察能力，深入调研分析用户需求，布局高端沙发、床垫等系列产品，不断满足用户对高品质生活的追求，同时，通过新材料、新结构、新工艺等的创新研究，不断提高产品的竞争力，引领用户家具消费升级。公司凭借多年的发展积累，产品囊括皮沙发、布艺沙发、功能沙发、皮床、布艺床、板木床、床垫、全屋定制家居以及按摩椅、晾衣机、餐桌椅配套产品等，持续推动产品向年轻化转型，通过新材料、新结构、新工艺的开发与运用，满足多元消费需求。在对市场和用户需求的深刻理解上，公司不断完善品类布局，优化产品结构，满足广大用户群体对家具消费的需求。公司专业聚焦、纵向深耕专业品类，持续提升品类竞争力，同时推动“软体+定制”融合一体化设计研发销售，为消费者提供风格统一的拎包解决方案。公司产品赢得了广大消费者的青睐，在消费者心目中树立了较高的行业知名度和美誉度。2021年3月，公司

正式成为杭州亚运会官方床垫独家供应商，是其对公司的匠心品质和研发应用的认可。公司未来将持续投入研发，提供更舒适的居家体验。

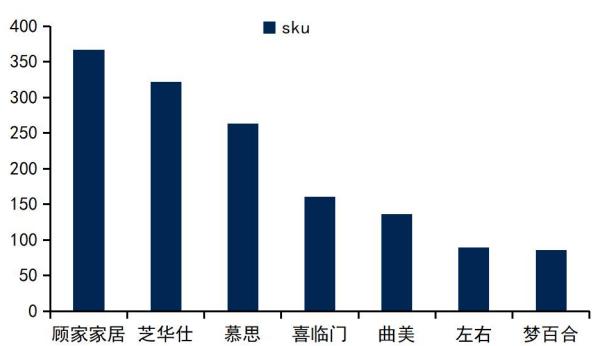
2021 财年内贸上：客餐卧空间一体化产品常态化打造，持续提升产品竞争力，各事业部着力打造大单品。外贸上：北美市场，功能产品线规模同比大增，功能沙发中低端系列全新推出；固定产品线建立适合不同业务模式的产品系列，促进新业务发展；小件类产品线通过结合五金出木运用，拓展产品多样性和功能性。公司持续开发高潜商超及电商类客户，结合客户需求做好拆装研究和成本研究，推动成本下降提升产品竞争力。国际市场坚持产品上拉下探：高端应用新功能、新工艺，提升产品价值与用户体验，强化客户认知；中端保持一定的设计差异化，同时通过已有技术的应用、产品细节的优化，经典款结合局部创新等动作保持竞争力；低端通过平台化，标准化，成本控制等触达主流目标价格。

产品线广度和深度：顾家家居定位以中高端为主，价格带较宽

顾家家居产品品类丰富，在头部品牌中 SKU 最多。一方面沙发在软体家具中，是比较具有装饰属性的品类，顾家家居产品系列多、条线多，尤其沙发品类经过多年积累，叠加强研发投入下快速的推陈出新，以及丰富的市场经验下不断提升的产品品质和客户体验，旗下产品具有高品质、多材料、多规格、多样性、适应多种居家风格的特点，可以满足不同消费群体的需求。另一方面，在全屋化的行业发展趋势及公司发展战略下，多 sku 的管理、供应、创新能力使其具备更强的竞争实力。

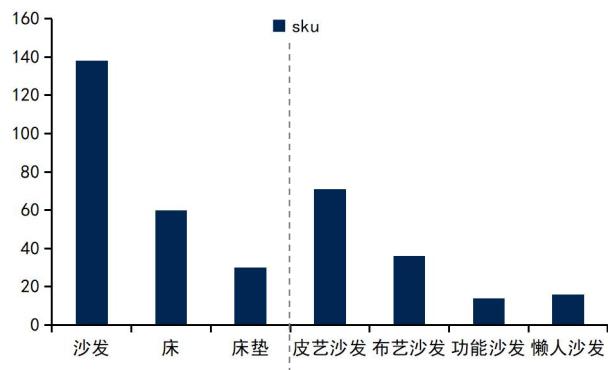
从天猫官方旗舰店的最新 sku 数据统计来看，顾家家居 sku 高于其他一二线软体品牌，顾家家居/芝华仕/慕思 sku 分别为 367/322/263 件；分品类来看，顾家家居拥有沙发 sku138 件，其中皮沙发、布艺沙发、功能沙发分别有 71/36/14 件；床和床垫分别有 60 和 30 件。

图64: 相关软体公司天猫官方旗舰店 SKU



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

图65: 顾家家居天猫官方旗舰店分品类 SKU



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

新品推出速度快。基于高效的研发设计能力和强大的组织力、便捷高效的数字化信息管理系统、以及丰富的市场管理经验和案例，在多 sku 的基础上，顾家家居依然保持快速的新品推出速度。我们根据顾家家居官方公众号发布的有关新品推出的推送文章统计，2022 年至今，顾家家居推出新品 31 款，平均 5 天推出一款新品；其中包括沙发新品 14 个，床垫新品 9 个，定制新品 5 个，全屋新品 3 个。

图66: 顾家家居 2022 年沙发新品

上新时间	2022-5-28		上新时间	2022-5-24	
系列名称	天天爱消除联名		系列名称	KG. 113开拓者	
主打亮点	高萌，解压		主打亮点	勇者，率性	
上新时间	2022-5-17		上新时间	2022-5-16	
系列名称	KUKA. 137摩菲		系列名称	9616加尔达	
主打亮点	新格局，新视界		主打亮点	灵感，优雅	
上新时间	2022-5-9		上新时间	2022-5-6	
系列名称	KUKA. 166达利		系列名称	9615舞	
主打亮点	永恒，舒张自如		主打亮点	艺术，生活	
上新时间	2022-4-27		上新时间	2022-4-21	
系列名称	KG. 117K德加		系列名称	8176万象	
主打亮点	优雅，美感		主打亮点	包容，舒适	
上新时间	2022-4-19		上新时间	2022-3-31	
系列名称	9613凡尔纳		系列名称	A8039酷卡熊	
主打亮点	舒适，自由搭配		主打亮点	童趣，安全	
上新时间	2022-3-27		上新时间	2022-2-21	
系列名称	KG. 118 Z世代		系列名称	8180春晓	
主打亮点	舒适，自成一派		主打亮点	春意，自在	
上新时间	2022-2-15		上新时间	2022-1-2	
系列名称	BY. 686 悠然心动		系列名称	BY. 820 出色	
主打亮点	一见倾心，亲肤		主打亮点	自然，时尚	

资料来源：顾家家居官方公众号，国信证券经济研究所整理

图67：顾家家居 2022 年床垫新品

上新时间	2022-5-31		上新时间	2022-5-28	
系列名称	B989爱丽丝		系列名称	天天爱消除联名	
主打亮点	花姿，梦境		主打亮点	高萌，解压	
上新时间	2022-5-7		上新时间	2022-3-26	
系列名称	B993预言家		系列名称	B981蔚蓝	
主打亮点	未来感，舒适		主打亮点	意式，摩登绅士	
上新时间	2022-2-24		上新时间	2022-2-22	
系列名称	PT5007BH星芒		系列名称	B983春晓	
主打亮点	星光，美梦		主打亮点	春意，盎然	
上新时间	2022-2-18		上新时间	2022-2-18	
系列名称	怦然心动 BY.B150		系列名称	M1073梦享净界	
主打亮点	简约，柔韧		主打亮点	洁净，健康	
上新时间	2022-1-24				
系列名称	B986心心相印				
主打亮点	温暖，亲密				

资料来源：顾家家居官方公众号，国信证券经济研究所整理

图68：顾家家居 2022 年定制及全屋系列新品

定制		
上新时间	2022-5-25	
系列名称	加州落日	
主打亮点	潮流，热爱	
上新时间	2022-4-1	
系列名称	缦森橱柜	
主打亮点	自然，环保	
上新时间	2022-3-8	
系列名称	简爱	
主打亮点	精致，她力量	
全屋系列		
上新时间	2022-6-5	
系列名称	阅享家	
主打亮点	诗意，悠然	
上新时间	2022-5-12	
系列名称	摩登家	
主打亮点	品质，优雅	
上新时间	2022-3-3	
系列名称	玛格丽特	
主打亮点	舒适感，仪式感	

资料来源：顾家家居官方公众号，国信证券经济研究所整理

价格定位以中高端为主，基于产品质量优价位普遍高于同类其他品牌产品。顾家家居产品线丰富，价格带较宽。由于不同渠道（例如线上、线下产品线不同，线下普遍价位更高）、不同规格、不同材质产品价格具有差异，沙发品类我们以 3

座+1 躺位规格产品为例，渠道从天猫旗舰店来看，顾家家居和芝华仕产品种类最为丰富，涵盖多种面料、多价位的普通沙发和功能沙发。价格选择区间相较其他品牌也更多，价位从 5000~17000 不等；销量最高产品价格普遍高于其他品牌，真皮沙发销量高产品价位均在万元以上；科技布产品价位在 8400~9400；布艺产品较为平价，价位在 5500~6500。

图69：相关公司沙发产品天猫旗舰店价格带（规格以 3 座+1 躺位为例）

顾家家居沙发产品价格分布

		最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
真皮	无功能	5809	15499.2	10149; 10549
	功能沙发	7599	17165	11699
布艺	无功能	3499	6372	5499
	功能沙发	6499.2	8349	6499.2
科技布	无功能	5099.4	9349	9349
	功能沙发	5299.2	7299	8349

注：“真皮”“无功能”销售最高价位的产品，分为躺位不可躺倒（10149）和可躺倒（10549）

芝华仕沙发产品价格分布

		最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
真皮	无功能	6899	8141	6899
	功能沙发	5799	25030	8799
布艺	无功能	5899		5899
	功能沙发	5799	12859	10499
科技布	无功能	4399	5799	4399
	功能沙发	6799	8593	6999

注：无功能沙发较少。真皮沙发较多。布衣无功能沙发只有一款。

左右沙发产品价格分布

		最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
真皮	无功能	7313	25660	7313
	功能沙发	6942	7610	6942
布艺	无功能	6471	12000	6581
	功能沙发			
科技布	无功能	5722	16999	5722
	功能沙发	11999	15999	11999

注：功能沙发较少。科技布的功能沙发只有两款，15999元的为生态云布。

全友沙发产品价格分布

		最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
真皮	无功能	5086	9486	6593
	功能沙发	7455	36659	36659
布艺	无功能	2825	6776	3525
	功能沙发			
科技布	无功能	3050	8668	5225
	功能沙发	6912		6912

注：功能沙发较少。有较多和茶几家居一起卖的套餐。真皮功能沙发销量最高款的销量为月销5。科技布功能沙发只有一款。

资料来源：天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

表4：各上市公司功能沙发推出时间

	时间	事件
敏华控股	1998 年	收购功能沙发品牌 “Cheers” 及 “芝华仕”
	2002 年	授权首三间「芝华仕」特许经销商在中国上海、北京及深圳开设专卖店
顾家家居	2012 年	与北美功能沙发市占率最高 LA-Z-BOY（乐至宝）达成深度合作，共同创立面向中国市场的“顾家家居·LA-Z-BOY”功能沙发联合品牌
	2018 年	公告拟与意大利规模最大的家具上市公司 Natuzzi 成立合资公司，将拥有 51% 股权
喜临门	2021 年	喜临门在互动平台表示，截至目前，公司已推出了功能型的沙发（带按摩功能/可自动调节体位）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

床垫产品从天猫旗舰店售价来看，顾家家居床垫产品价格带选择范围较宽，同类产品价格普遍高于梦百合和喜临门。以乳胶床垫为例，顾家、喜临门、慕思的价格带分别在 1000~27000/500~10000/1000~40000，销量最高价位分别为 5400~6300/3000/7700；以儿童床垫为例，顾家、梦百合、慕思价格带分别在 4000~6700/700~11000/1400~4600，销量最高价位分别为 4000~4600/700/2400。

图70：相关公司床垫产品天猫旗舰店价格带
顾家家居床垫产品价格分布

	最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
乳胶床垫	999	21290-27290	5390-6290
乳胶+椰棕	1299-1399	7990	3790-4490
护脊床垫	649	9790	2190-3490
儿童床垫	3990-4590	6090-6690	3990-4590
3D床垫	5390-6290	45390-47990	14990-18990
IDeep床垫	11990-15990	21290-27290	15990-19990
椰棕床垫	649	5990	2190-3490
整体价格	649	45390-47990	3790-4490

梦百合床垫产品价格分布

	最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
儿童床垫	699	10800	699
青少年床垫	699	21999	1199
成人床垫	699	37999	4199
老年床垫	1199	37999	4199
宠物床垫	299	299	299
0压曼联床垫	1199	14999	10599
0压床床垫	1880	10800	1880
整体价格	299	37999	4199

喜临门床垫产品价格分布

	最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
乳胶床垫	499	9999	2999
椰棕床垫	1549	3599	2999
黄麻床垫	1599	5699	3399
记忆棉床垫	2699	7699	7699
无弹簧床垫	1549	2999	1549
凝胶床垫	3899	3899	3899
整体价格	299	11509	2999

慕思床垫产品价格分布

	最低价（元）	最高价（元）	销量最高价位（元）
乳胶床垫	1099	40299	7734
椰棕床垫	1399	7597	2410
五星级	5003	16287	11448
4D床垫	7597	8225	8225
儿童床垫	1427	4650	2410
薄垫	943	5809	2410
整体价格	945	40299	7734

资料来源：天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

从品牌价格带分布看，以沙发品类为例。除去部分优惠活动产品及沙发配件（即800元以下产品）。网销大部分沙发价格集中在1000~3000元低价隔断产品，所有品牌此价格段销量占比在41.4%。分品牌来看，左右沙发高价格段产品销量占比最高，6000~15000元产品占总体销量的74.1%。芝华仕价格定位在中高端产品，销售产品基本都在2000元以上，2000~6000元的中端产品销量占比在70.1%；6000元以上产品销量占比在28.7%。顾家家居同样以中高端产品为主，2000~15000元各价格段销量基本均等，此价格段首尾产品销量较高，2000~3000元及10000~15000元产品销量占比分别达16.1%和17.4%。全友沙发、林氏木业、宜家的主销售产品分别以2000~6000元、1000~4000元、3000元以下为主，分别占其整体收入的85.5%/72.6%/92.6%。

图71：各沙发品牌天猫/淘宝店沙发产品价格带分布

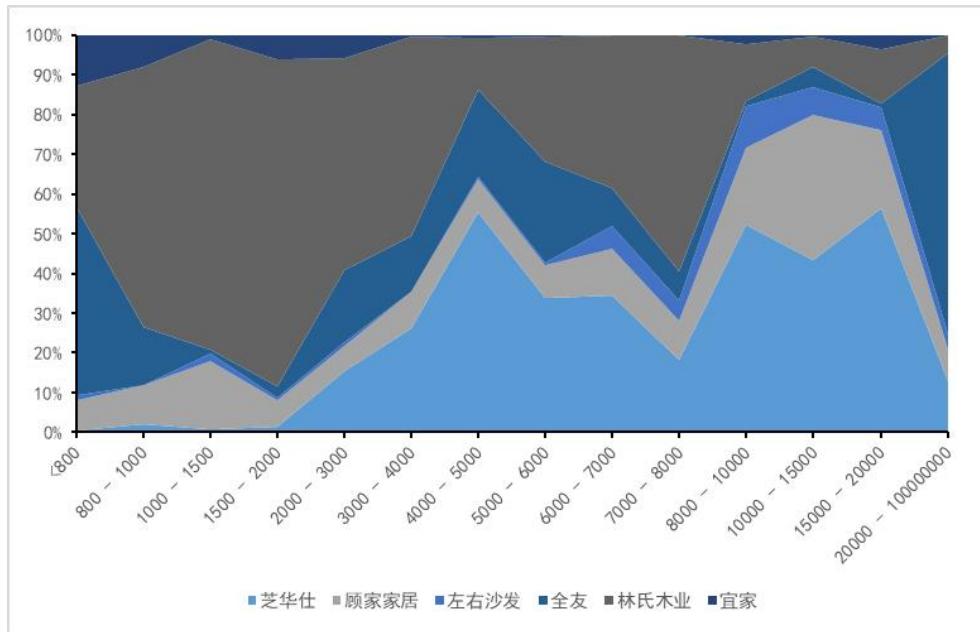
	芝华仕	顾家家居	左右沙发	全友	林氏木业	宜家	全品牌
<800	0.3%	5.9%	1.5%	2.4%	4.2%	50.1%	37.9%
800 - 1000	0.0%	0.8%	0.0%	0.8%	1.2%	1.2%	5.1%
1000 - 1500	0.5%	7.7%	8.0%	1.6%	17.8%	4.4%	13.9%
1500 - 2000	0.3%	3.1%	1.1%	1.6%	9.8%	8.9%	13.7%
2000 - 3000	13.6%	16.1%	7.4%	30.2%	24.2%	28.1%	13.8%
3000 - 4000	17.1%	11.7%	1.4%	18.1%	20.7%	1.4%	6.3%
4000 - 5000	28.6%	9.5%	3.0%	21.2%	4.1%	1.7%	3.0%
5000 - 6000	10.7%	6.8%	2.0%	16.0%	6.1%	0.8%	1.0%
6000 - 7000	5.8%	6.6%	23.3%	3.6%	4.7%	0.0%	1.9%
7000 - 8000	2.0%	3.3%	14.7%	2.0%	4.5%	0.1%	0.4%
8000 - 10000	9.6%	9.1%	26.2%	0.5%	1.5%	2.4%	0.6%
10000 - 15000	9.7%	17.4%	9.9%	1.3%	0.9%	0.4%	0.4%
15000 - 20000	1.2%	1.5%	0.8%	0.0%	0.2%	0.5%	0.2%
>20000	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.0%	0.0%	1.9%

资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

注：取各品牌 2021 年 3 月、6 月、9 月、12 月及 2022 年 3 月销售量数据

从品牌间的价格带占比看，3000 元以下低价格段产品以林氏木业产品为主，销售额占比在以下六个品牌中占 63.1%，在全品牌中占 2.2%。3000~8000 元产品中，芝华仕和林氏木业享有较高的市场份额，二者在以下六个品牌及全品牌中分别占 35.8% 和 35.6%；在全品牌中各占 5.4%。全友在此价格带的市占率紧随其后。8000 元以上高端产品中，以芝华仕和顾家家居产品为主，二者在以下六个品牌及全品牌中分别占 42.9% 和 25.4%；在全品牌中分别占 3.0% 和 1.8%。

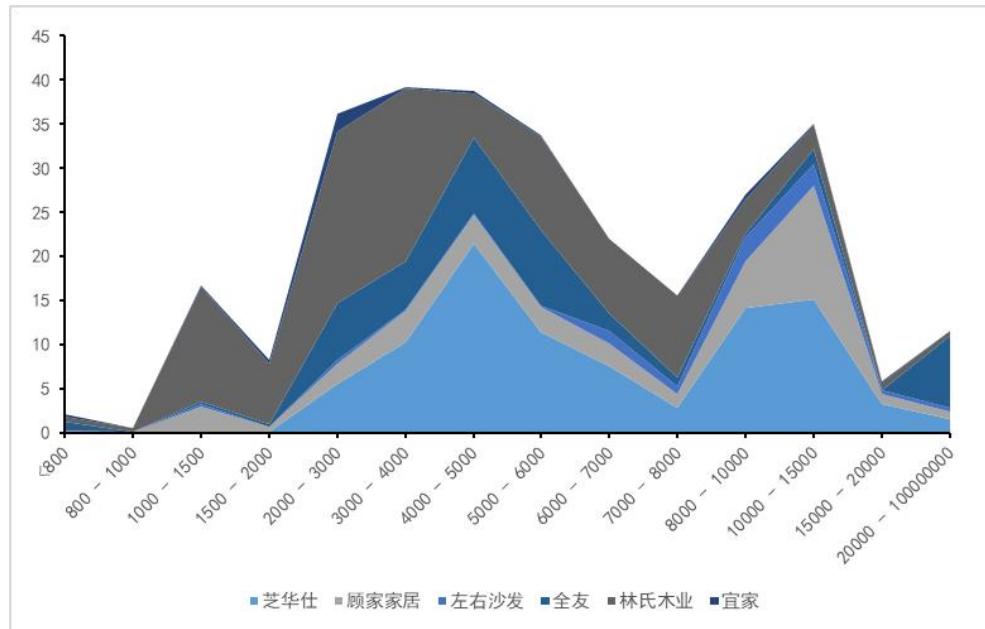
图72：主要沙发品牌天猫/淘宝店各价格带市占率



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

注：销售额取各品牌 2021 年 3 月、6 月、9 月、12 月及 2022 年 3 月销售额平均值

图73: 主要沙发品牌天猫/淘宝店各价格带销售额 (百万元)



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

注：销售额取各品牌 2021 年 3 月、6 月、9 月、12 月及 2022 年 3 月销售额平均值

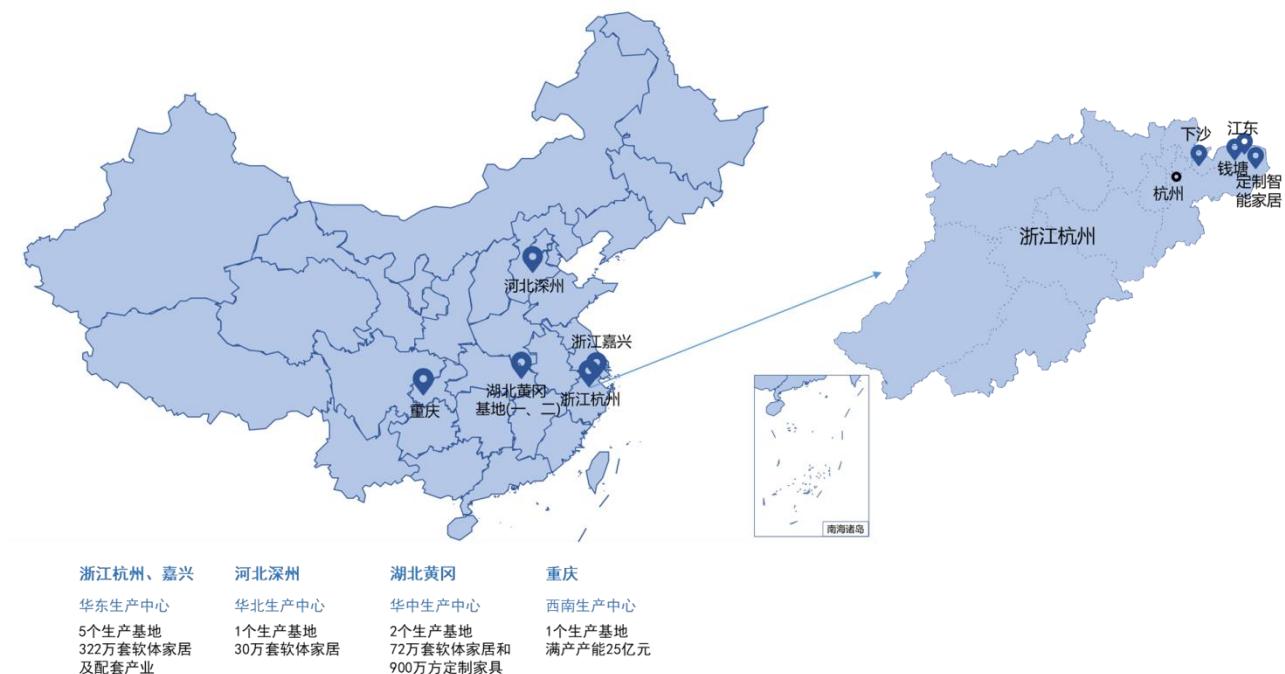
全球化、数字化生产基地布局

海内外生产基地布局广阔。公司产能方面不断扩张，覆盖范围广阔。一方面公司快速扩大产能；另一方面提升了供应链能力和效率，缩短运输周期、降低运输成本。**国内产能基地**覆盖华东、华北、华中、西南区域，分别位于杭州、河北、湖北和重庆，其中杭州包含在建基地已有四个软体家具生产基地，满产产能预计超300万套。最新开工的杭州钱塘基地、重庆西南基地，预计2023年底竣工投产。公司积极布局**海外生产基地**，以“越南、墨西哥”两基地为核心，一方面为扩大海外业务规模，同时靠近终端消费者更近；另一方面可以有效规避国际贸易摩擦风险。2021年度，公司于重庆江津布局“西南生产基地项目”，于杭州追加布局“顾家家居新增100万套软体家具及配套产业项目”，于墨西哥布局“顾家家居墨西哥自建基地项目”。

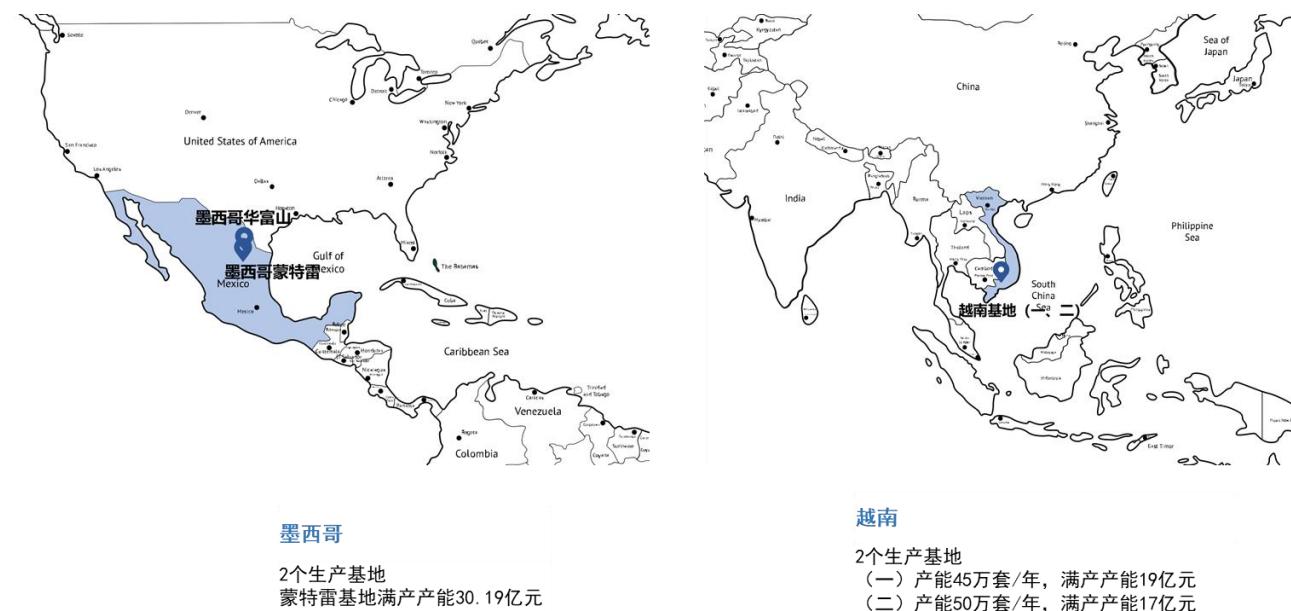
表5：顾家海内外生产基地布局

区域	位置	开工/投产时间	面积	满产能
华东	杭州下沙	2005. 7 投产	11.5 万 m ²	45 万套软体家具
	杭州江东	2014. 2 开工，已投产	46.3 万 m ²	97 万套软体家具
	杭州嘉兴	2017. 9 开工	22.9 万 m ²	80 万套软体家具
	杭州钱塘	2023 年底竣工投产	18.06 万 m ²	100 万套软体家具及其配套产业
华北	杭州顾家定制智能家居	2019. 12 开工，截至 2021H1 完工 51%	22 万 m ²	1000 万方定制家具
	河北深州	2013 开工，已投产	34.1 万 m ²	30 万套软体家具
华中	湖北黄冈	2018. 1 开工，已投产	31.6 万 m ²	60 万套软体家具. 400 万方定制家具
	黄冈第二制造基地	2021Q1 开工；2022 年竣工投产		12 万套软体家具. 500 万方定制家具
西南 海外	重庆	2022Q1 开工；2023 年底竣工投产		25 亿元
	越南基地（一）	一期 2020Q4/二期 2021Q4 投产		45 万套/年，19 亿元
	越南基地（二）	2022Q1 投产		50 万套/年，17 亿元
	墨西哥华富山基地	2019. 11 开工		
	墨西哥蒙特雷基地	预计 2023 年中投产		30.19 亿元

资料来源：公司公告，公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

图74：顾家家居国内生产基地


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图75：顾家家居海外生产基地


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“智造”创新升级，领跑工业4.0。杭州顾家全屋定制智能生产研发基地面积达22万平方米，其工业4.0全自动柔性生产线总投资达10亿，是顾家为实现定制的更大产能、更稳定交付能力所做的战略布局。由于在数字化、智能化升级方面的造诣，4月26日，顾家全屋定制被浙江省经济和信息化厅评定为“2022年浙江省未来工厂试点企业”。作为软体龙头企业，其从2016年开始着手打造全屋定制

智造系统。这 6 年经历了 CAD 制图、手工下单的初级阶段，软件设计、局部自动化的过渡阶段，才发展到今天的智能化、柔性化制造阶段。顾家家居定制家居事业部副总经理刘才亮指出，这背后看得见的自动化设备，看不见的业务体系、流程以及系统数据的全维度变革。“只有把基础平台建设好，业务才能跑起来”，顾家全屋定制的柔性化生产包含 4 大核心，即产品数字化、业务在线化、流程信息化、制造智能/柔性化。这其中，产品数字化是基础，业务在线化确保效率和准确性，流程信息化以保障同个用户的同个订单能准时齐全，在这 3 者基础上，从而实现设备自动化、智能化、柔性化。

在顾家全屋定制生产研发基地里，智能化程度高，覆盖生产全流程，包括智能开料、柔性/激光/异形封边、智能钻孔中心、CCD 检测、智能分拣、智能包装、全自动吸塑生产线等，可有效节省人力成本。与此同时，易系统 2.0 七大运作一体化，可以为用户轻松实现“量尺-设计-下单-拆审-排产-运输-安装”等全流程一体化的解决方案，一键实现“所见即所得”的家居场景体验。可使设计效率提升 50%。

图 76：顾家全屋定制 4.0 智造工厂



柔性封边技术——减少停机时间，生产更高效



条形码管理系统——每块板材都有专属二维码，设备可识别每块板的订单信息、客户信息、生产加工信息、物流仓储信息



机械手臂——智能分拣+智能包装，自动读取板件二维码，杜绝板件少、漏、缺及窜货等



六面钻孔技术——多机智联、智能分选、精准钻孔，解决板件孔位/槽位错、漏、缺等

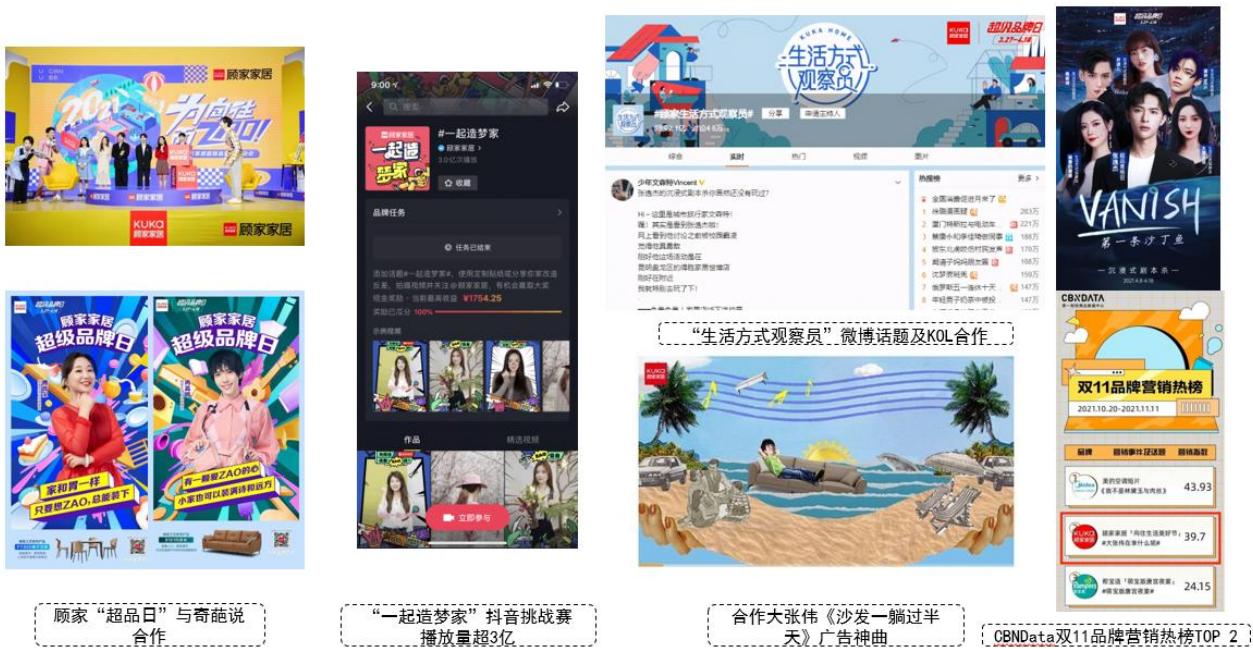
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌力：定位精准内涵丰富，重视品牌长期建设

公司非常重视品牌建设，珍视消费者口碑，通过节点大促、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。公司以 2020 年品牌焕新为起点，逐步迈向年轻化、时尚化；于 2021

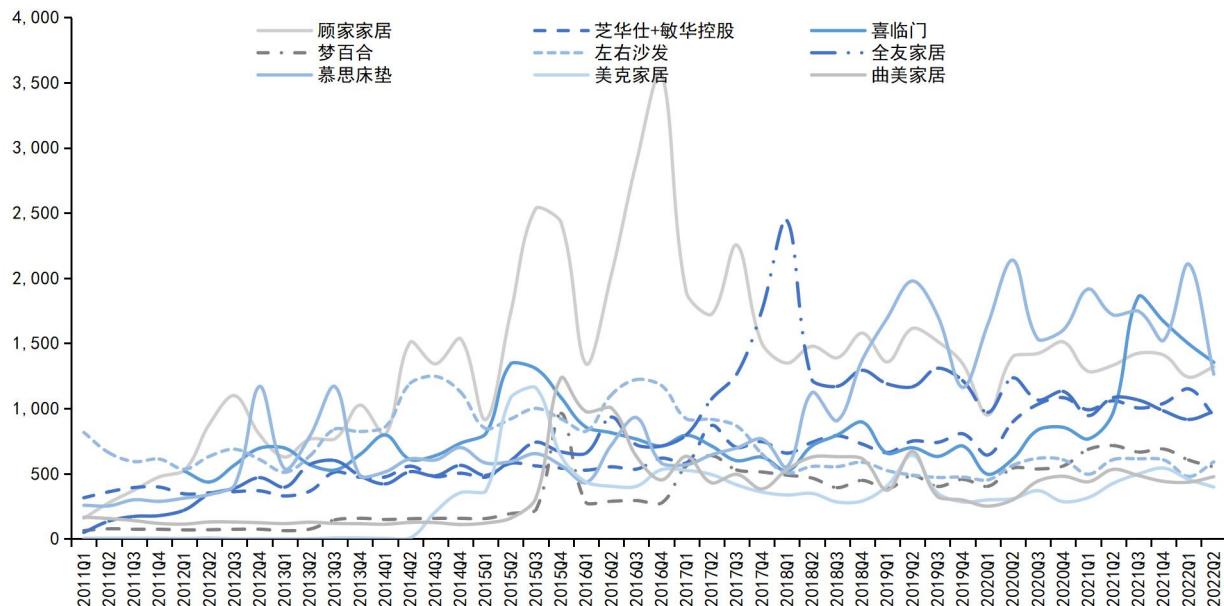
年再度焕新品牌口号及超级符号，推出全新品牌主张—“向往的生活在顾家”，品牌定位从“传统家情感”升级到“现代家观念”，品牌内涵持续丰富。2021年“超品日”，以“为向往而 ZAO”为主题，通过奇葩说、抖音挑战赛等年轻人群喜欢的活动形式，缔造多个话题 IP；邀请明星、KOL、达人携手打造“生活方式观察员”IP，吸引了全网百位达人加盟生活方式观察员；品牌曝光超 14 亿，互动量超 800 万。“816 全民顾家日”，公司通过明星燃爆 816 启动会、海陆空协同宣传，5 城 6 组艺术家等方式，获得微博话题矩阵累计阅读近 4 亿，互动量 68 万+，其中“向往的生活实验室”引爆 1.7 亿次阅读，小红书累计曝光超 6,500 万。公司通过全域品牌宣传，打造立体式营销模式，通过产品与场景的融合、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，夯实了大品牌、大媒介、大渠道的品牌形象。2021 年，公司以 130.61 亿元品牌价值入选“2021 年中国品牌 500 强”。

图77：顾家家居 2021 年部分营销活动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

多维度看顾家家居品牌热度高。软体家具品牌效应呈阶梯分化，龙头品牌普遍热度更高。根据近十年百度指数的变化趋势和平均热度来看，全体家居品牌的热度可以分为三个梯度，第一梯度有顾家家居和慕思床垫，10 年内百度指数平均值分别为 1359/1001，第二梯度有喜临门、全友家居、左右沙发和芝华仕，10 年内百度指数平均值分别为 850/826/720/663，第三梯度有曲美家居、梦百合和美克家居，10 年内百度指数平均值分别为 377/359/316。顾家家居、慕思床垫凭借企业初期渠道积累、产品定位准确、品质优良把控、售后服务全面，在近 10 年一直保持着较高的行业热度和知名度。喜临门、全友家居和芝华仕近几年借助电商业务模式拓宽销售渠道、提升技术研发推出特色产品、适应时代发展推出智慧化家居，不断提高知名度和行业口碑，晋升第二梯度。顾家家居在 2016 年热度上升明显，四个季度分别同比增长 46.9%/16.4%/13.8%/46.9%（二三季度由于 2015 年热度基数较高有所下降）。

图78：软体家具公司百度指数关键词搜索趋势（按季度平均）


资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

从天猫、京东、抖音、快手、新浪微博粉丝来看，一定程度上反映了公司的知名度、受关注程度以及线上渠道的拓展效果，据我们统计，顾家家居和全友家居粉丝量处于第一梯队，各线上平台官方账号粉丝合计在千万人以上；芝华仕、慕思和喜临门处于第二梯队，粉丝大约在700~800万人；左右沙发、美克、曲美和梦百合和金牌处于第三梯队，粉丝在200万人左右及以下，所属梯度与百度指数大致相同。

综合来看，顾家家居作为软体家具龙头极具知名度，芝华仕、慕思和喜临门作为软体细分领域龙头热度也较高。其他品牌中，左右沙发凭借企业早期渠道和品牌效应具有较高知名度，但随着近几年线上渠道布局的不足，热度明显下降，而全友家居则凭借着线上渠道的快速布局，品牌热度和知名度不断提升。

表6：家具公司各平台粉丝数（单位：万人）

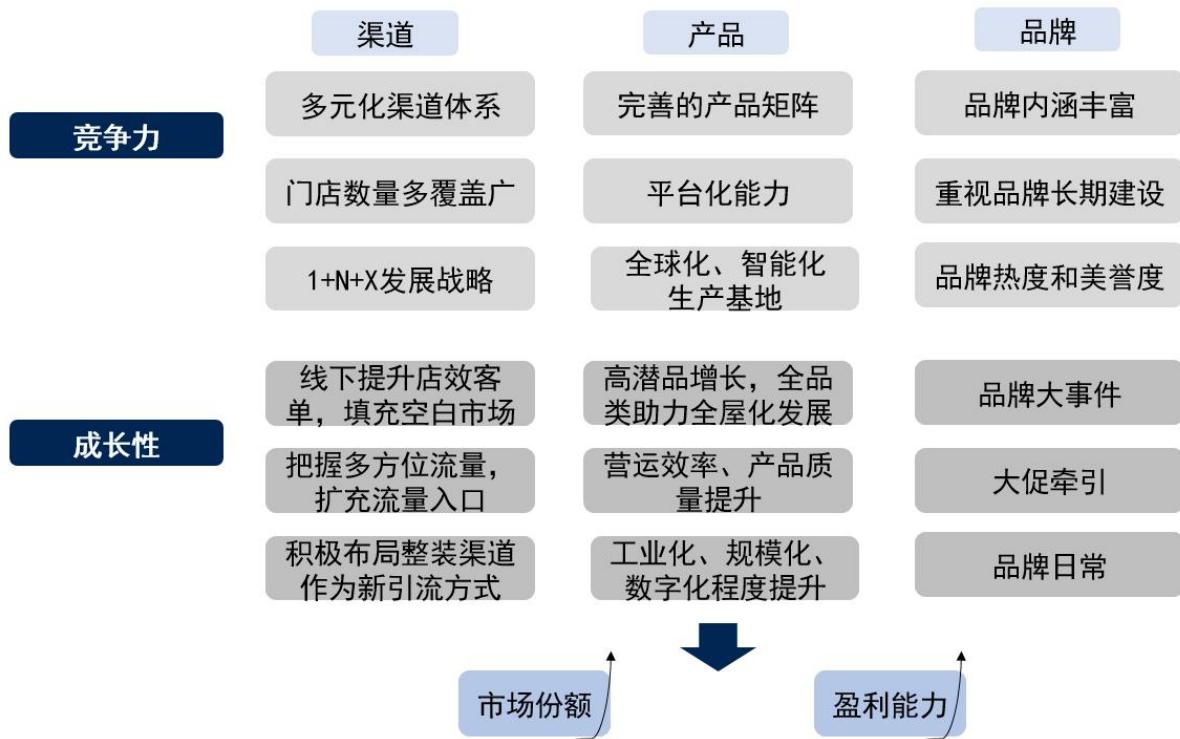
	天猫旗舰店	京东	抖音	快手	微博	平台合计
顾家家居	408.6	1070.1	82.0	6.60	148.5	1715.8
芝华仕	289.0	434.3	69.7	13.50	20.8	827.3
喜临门	296.0	336.6	34.2	8.60	35.3	710.7
梦百合	20.6	31.3	8.6	0.02	32.9	93.4
左右沙发	84.2	67.8	20.5	10.80	29.6	212.9
全友家居	825.3	561.8	41.0	0.38	44.7	1473.2
慕思床垫	163.0	457.5	74.1	0.05	43.0	737.6
美克家居	116.2	22.8	28.8	-	40.5	208.3
曲美家居	57.3	54.6	9.8	-	18.6	140.3

资料来源：天猫，京东，抖音，快手，新浪微博，国信证券经济研究所整理

注：全友家居抖音粉丝数为官方旗舰店粉丝数，“全友全屋定制”粉丝数79.9万；
统计时间截至2022年5月

成长性：渠道引流扩量，生产提质提效，品牌精准营销

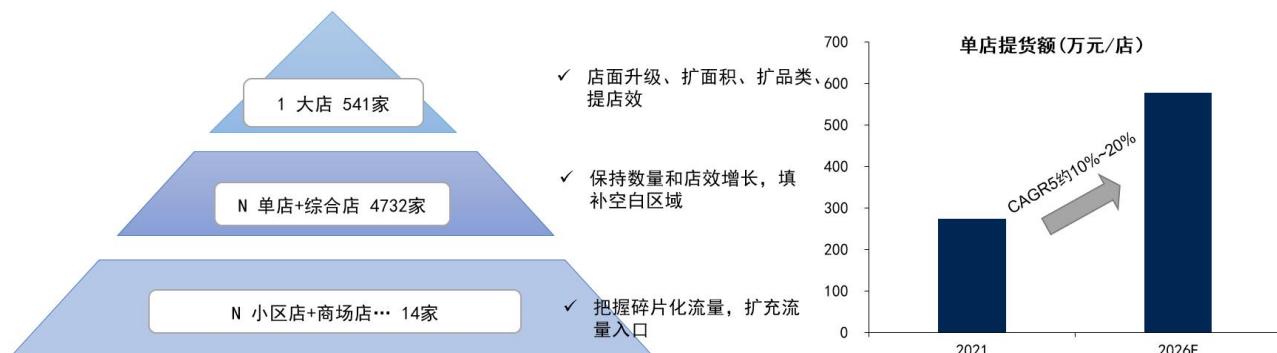
图79: 顾家家居增长逻辑图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 从渠道角度来看，线下提升店效与扩充流量入口，积极把握线渠道与整装渠道。第一，从线下渠道来看，公司目前门店在全国各城市的覆盖度已较高，空白商场会继续进驻；未来成长性主要在于店态的变化，坚持1+N+X渠道战略，积极布局“1”、全面升级“N”、鼓励探索“X”，重装扩面、优化位置、升级势能店：即一方面通过打造多品类组合的融合大店，来提升店效和客单；另一方面小店灵活开设，把握多方位流量，扩充流量入口。第二，从线上渠道来看，公司积极把握电商、直播、短视频、自媒体平台等线上渠道与流量入口，提升线上收入，提升曝光率，扩充流量入口的同时，提升品牌知名度。第三，积极布局整装渠道，作为新的引流方式将客流量进入时间从购买成品家具前置到装修环节，同时通过扩充单客购买品类来扩充客单值。

图80: 顾家家居渠道提升逻辑图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 从产品角度来看，高潜产品规模增长势头足，营运效率、产品质量、工业化、规模化、数字化程度仍有提升空间。首先公司产品线具备较高的广度和深度，具备全品类矩阵和平台化能力；同时生产能力也具备优势，生产基地在海内外布局广阔，智能制造技术先进。成长性分品类来看，沙发产品为公司的优势产品，规模体量较大；高潜品类，床品、定制家居、功能产品有望在全屋定制、整装模式带动，以及品类店铺的扩张下，进一步快速提升规模吗。同时，公司有望通过管理提效（标准化、流程化）、专业提效（以“控制配色、锁定和大幅精简 SKU”为重点）、管理创新（由点到面推行 IPD）提升营运效率；通过产品设计和技术的提升，来提高产品质量、以及工业化、规模化、数字化程度，具体包括：在产品设计趋势路线上朝着品牌高端化、材料环保化、家居智能化方向发展；通过四新技术路线（即新材料，新工艺，新结构，新设备）研究，实现产品从研发到制造的工业化程度大幅度提升，达到规模化工业大生产；通过数字化造型，数字化仿真提升产品研发的数字化能力和水平。制造和供应链方面，为支撑三“3”战略业务发展需求，2022 年将启动 3 个新基地规划论证（华南、华北、嘉兴二）。2022 年全力达成供应保障总量；并且通过数字化建设，达成制造供应链全流程状态、运营、数据可视。从产能来看，截至 2021 年底，公司国内生产基地拥有软体家具产能超过 300 万套，此外湖北黄冈第二制造基地预计于 2022 年竣工投产，满产产能 12 万套；2022 年公司于杭州投资建设新增 100 万套软体家居及配套产业项目稳步推进，预计于 2023 年底竣工。我们根据产能投放速度及产品单价涨幅估算，预计公司 5 年后，沙发内贸收入规模可达 90 余亿元，市占率从目前的 5.7% 提升至 10.9%；床垫床类内贸收入 70 余万元，市占率从目前的 3.4% 提升至 9.0%。

公司目前定制收入和产能规模较小，截至截至 2021 年底，公司国内生产基地拥有定制家具产能约 1000 万方，新建杭州定制智能家居基地预计满产产能 1000 万方，我们粗略按照每平米柜体 500 元出厂价计算，满产规模破百亿，规模与头部定制家具公司目前规模可比。

从外销产能基地来看，目前已投产的越南基地满产产能 19 亿元，未投产的越南基地满产产能 17 亿元；新建墨西哥蒙特雷基地预计 2023 年中投产，满产产能 30 亿元。目前外销收入 70 亿元，以国内出口为主，越南出口为辅，未来随越南和墨西哥基地逐渐达产，外销收入有望提升，运费、关税等费用控制有望改善，进而提升外销利润率。

图81：顾家家居未来五年内贸分品类规模及市占率



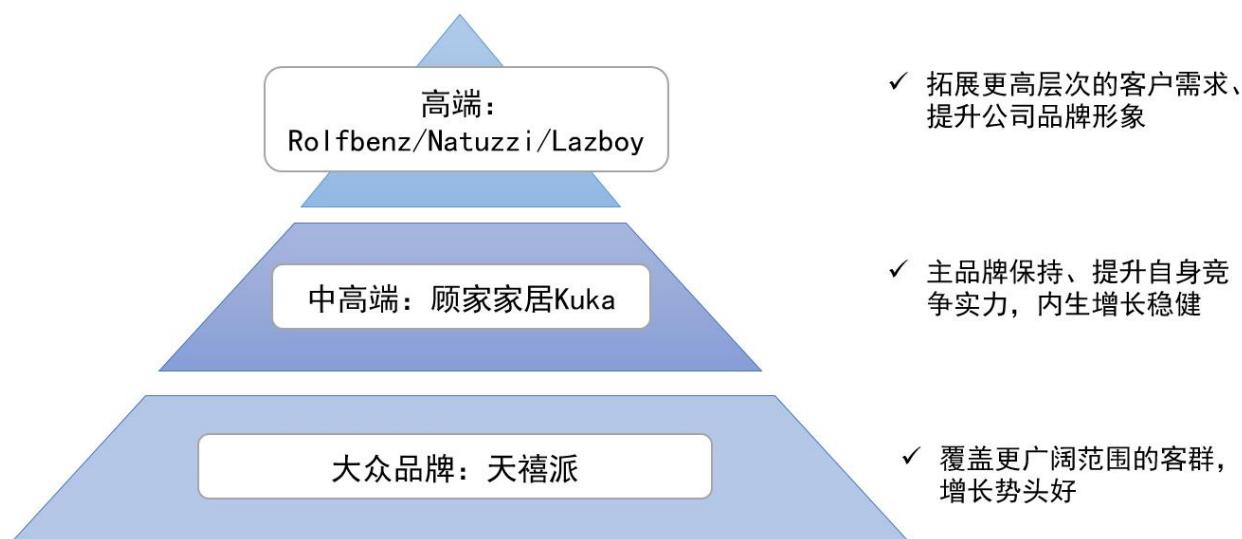
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 从品牌角度来看，品牌打造按照长期发展目标制订品牌定位和营销策略。顾家历经四十年，秉持匠心，始终以长期、可持续发展为目标，品牌内涵丰富，极具知名度和美誉度。具体发展计划包括：按一牌多品、多牌多品的模式分

为两大阶段，结合当前所处阶段现状以及阶段性目标，形成品牌定位计划与相应关键词，明确阶段性主题与任务。具体策略方面由“支持三次大促”转为“**品牌大事件**”+“**大促牵引**”+“**品牌日常**”，通过品牌大事件如春节整合营销、40周年、品牌跨界、全品类联合发布会等，改变消费者对品牌定位不清晰、只看到促销打折的状况，打造明确的中高端记忆点，巩固顾家在行业中的领先地位。理顺品牌日常，包括社交运营结构化管理（公关、社交、搜索、垂直等）、媒介策略、公关策略、品牌元素使用规范、品牌店态一体化等。逐步加强内容生产方面的职能培养；补全市场调研、用户研究方面的能力缺失；行业数据、数字工具的运用能力培养，形成品牌向上能力。顾家家居通过持续提升的品牌力，和“**精益求精、超越自我**”的品牌形象的打造，有望占领客户心智，获取更多的自然流量。

从品牌矩阵来看，顾家自主品牌一直以来主定位在中高档位，客户群较为精准，后续通过自建和外延，扩充品牌矩阵覆盖高中低端各个档次，包括高端品牌 Rolf benz/Natuzzi/Lazboy；中高端品牌顾家自主品牌；和大众品牌：天禧派，进一步扩展客群范围。高端产品线，有利于拓展更高层次的客户需求、提升公司品牌形象；大众品牌天禧派覆盖客群更广，目前增长势头好，2021年业绩同比增长近2倍；2022Q1同比增长一倍以上。

图82：顾家家居品牌矩阵及增长逻辑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年年归母净利润分别为20/24/28亿元，同增20.3%/19.0%/17.5%；EPS为2.44/

2. 90/3. 41 元。

收入：预计 2022~2024 年分别为 220/263/311 亿元，同增 20. 0%/19. 7%/ 18. 1%。

1) 沙发品类作为基础核心业务，预计 2022~2024 年收入分别增长 18. 0%/18. 0%/16. 0%。主要考虑到公司沙发业务较为成熟，且规模较大，未来成长性主要在于：①其中包含的功能沙发品类仍具有高增长潜力；②渠道进一步开拓带来量的增长；③产品升级带来的单价提升。故给予中等增速。

2) 床和床垫、定制家具作为高潜品类，预计床垫 2022~2024 年收入分别增长 26. 0%/25. 0%/24. 0%；定制家具 2022~2024 年收入分别增长 30. 0%/28. 0%/26. 0%。主要因床类和定制类产品目前体量仍较小，系公司目前重点发展的方向，一方面公司在产能端有积极布局作为支撑；另一方面公司在全屋化的战略下，床类和定制作为全屋套餐的主要产品，有望实现销售的快速增长。故给予高增速。

3) 其他品类中，配套产品和信息技术服务保持近年来较为稳健的增速，三年复合增速分别为 19. 3% 和 21. 0%；红木家具维持 10% 的较低增速。

毛利率：预计 2022~2024 年分别为 28. 8%/28. 8%/ 28. 7%。

1) 沙发品类毛利率预计 2022~2024 年维持在 29. 4%。考虑到一方面套餐式销售价格低于单品类销售，以及产品价格上涨滞后于成本价格上涨，利润率有下浮的可能性；另一方面，沙发品类中功能沙发毛利率更高，随功能沙发占比的提升，毛利率有望增长。

2) 床和床垫、定制家具预计 2022~2024 年毛利率分别为 32. 9%/32. 7%/32. 6%，和 32. 1%/31. 9%/31. 8%，毛利率下浮主要考虑到套餐式销售价格低于单品类销售，以及产品价格上涨滞后于成本价格上涨。

3) 其他品类毛利率维持稳定。

表7：顾家家居盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	3,441	4,501	6,270	8,710	10,705	12,302	17,631	21,255	25,543	30,261
	沙发	2,263	2,840	3,692	5,144	5,831	6,413	9,268	10,936	12,904	14,969
	床类产品	435	650	886	1,132	1,953	2,338	3,338	4,205	5,257	6,518
	配套产品	742	946	1,242	1,610	1,906	2,225	3,140	3,768	4,521	5,335
	信息技术服务	--	--	174	332	405	626	930	1,163	1,396	1,647
	定制家具	--	--	86	212	343	456	660	858	1,099	1,384
	红木家具	--	--	113	158	143	113	126	139	152	168
	其他主营业务	--	66	76	121	123	132	169	186	214	239
	其他业务	244	293	396	463	389	364	711	747	784	824
营收占比	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	沙发	66%	63%	59%	59%	54%	52%	53%	51%	49%	49%
	床类产品	13%	14%	14%	13%	18%	19%	19%	21%	22%	22%
	配套产品	22%	21%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	17%
	信息技术服务			3%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
	定制家具			1%	2%	3%	4%	4%	4%	5%	5%
	红木家具			2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	其他主营业务		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
YoY	合计	14%	30%	39%	38%	21%	14%	45%	21%	20%	18%
	沙发	10%	25%	30%	39%	13%	10%	45%	18%	18%	16%
	床类产品	54%	49%	36%	28%	73%	20%	43%	26%	25%	24%
	配套产品	3%	27%	31%	30%	18%	17%	41%	20%	20%	18%
	信息技术服务			91%	22%	54%	49%	25%	20%	18%	
	定制家具			146%	62%	33%	45%	30%	28%	26%	
	红木家具			40%	-9%	-21%	12%	10%	10%	10%	
	其他主营业务		15%	58%	2%	7%	28%	10%	15%	12%	
毛利率	合计	41%	40%	37%	36%	35%	35%	29%	29%	29%	29%
	沙发	42%	41%	37%	35%	32%	33%	30%	29%	29%	29%
	床类产品	43%	42%	38%	38%	35%	36%	33%	33%	33%	33%
	配套产品	31%	32%	27%	27%	24%	24%	25%	25%	25%	25%
	信息技术服务			93%	87%	88%	85%	87%	87%	87%	87%
	定制家具			27%	30%	36%	36%	32%	32%	32%	32%
	红木家具			14%	14%	25%	22%	30%	30%	30%	30%
	其他主营业务		20%	29%	24%	19%	11%	11%	11%	11%	11%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

费用率：

1) 销售费用率：考虑到公司为进一步提升品牌力和扩大影响力，营销端开支较大。我们假设未来三年销售费用率相比之前逐年小幅上涨，分别为 14.9%/15.0%/15.1%。

2) 管理费用率：考虑公司通过优化管理效率以及规模效益递增，我们假设未来三年管理费用率维持在较低水平，保持在 1.8%。

3) 研发费用率：考虑到公司前几年已进行了较大规模的研发投入，未来研发成果渐显，研发成本下降，我们假设未来三年研发费用率维持在较低水平，保持在 1.6%。

4) 财务费用率：由于公司有息负债极少，未来亦无增大有息负债计划，故我们假设 2021-2023 年财务费用率维持在稳定水平，未来三年分别为 1.0%/0.9%/0.8%。

表8：顾家家居盈利预测假设条件

	2018	2019	2020	2021	2022E	2022E	2024E
营业收入增长率	37.6%	20.9%	14.2%	44.8%	20.0%	19.7%	18.1%
毛利率	36.4%	34.9%	35.2%	28.9%	28.8%	28.8%	28.7%
销售费用率	19.5%	18.7%	19.7%	14.7%	14.9%	15.0%	15.1%
管理费用率	2.7%	2.6%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用率	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用率	0.3%	0.9%	1.0%	0.4%	1.0%	0.9%	0.8%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

未来三年业绩预测

我们预计2022~2024年收入分别为220/263/311亿元，同增20.0%/19.7%/18.1%；净利润分别为20/24/28亿元，同增20.3%/19.0%/17.5%；EPS为2.44/2.90/3.41元。

表9：顾家家居盈利预测及市场重要数据

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,342	22,002	26,327	31,084
(+/-%)	44.8%	20.0%	19.7%	18.1%
净利润(百万元)	1664	2002	2383	2801
(+/-%)	96.9%	20.3%	19.0%	17.5%
每股收益(元)	2.63	2.44	2.90	3.41
EBIT Margin	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%
净资产收益率(ROE)	20.8%	21.7%	22.4%	22.7%
市盈率(PE)	18.2	19.7	16.5	14.1
EV/EBITDA	17.9	19.0	16.4	14.4
市净率(PB)	3.78	4.27	3.70	3.19

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司2022~2024年净利润分别为20.6/25.4/30.3亿元；2) 中性假设下，公司2022~2024年净利润分别为20.0/23.8/28.0亿元；3) 悲观假设下，公司2022~2024年净利润分别为19.5/22.8/26.6亿元。

表10: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2022E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,185	26,764	31,842
(+/-%)	14.20%	44.80%	20.9%	20.6%	19.0%
净利润(百万元)	845	1664	2058	2514	2975
(+/-%)	-27.20%	96.90%	23.7%	22.2%	18.3%
摊薄EPS	1.34	2.63	2.50	3.06	3.62
中性预测					
营业收入(百万元)	12,666	18,342	22,002	26,327	31,084
(+/-%)	14.20%	44.80%	20.0%	19.7%	18.1%
净利润(百万元)	845	1664	2002	2383	2801
(+/-%)	-27.20%	96.90%	20.3%	19.0%	17.5%
摊薄EPS(元)	1.34	2.63	2.44	2.90	3.41
悲观的预测					
营业收入(百万元)	12,666	18,342	21,819	25,894	30,338
(+/-%)	14.20%	44.80%	19.0%	18.7%	17.2%
净利润(百万元)	845	1664	1948	2255	2607
(+/-%)	-27.20%	96.90%	17.1%	15.8%	15.6%
摊薄EPS	1.34	2.63	2.37	2.74	3.17
总股本(百万股)	632	632	822	822	822

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在53.4~60.9元, 维持增持评级。

绝对估值: 53.4~59.2元

在品类扩张、渠道开拓、品牌力提升, 公司以全屋化、零售化、数字化为目标的发展战略下, 我们预计公司未来收入和净利润端保持一定增长, 未来五年估值假设条件见下表:

表11: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	20.9%	14.2%	44.8%	20.0%	19.7%	18.1%	14.8%	13.0%
毛利/营业收入	34.9%	35.2%	28.9%	28.8%	28.8%	28.7%	28.8%	28.9%
管理费用/营业收入	2.6%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
销售费用/销售收入	18.7%	19.7%	14.7%	14.9%	15.0%	15.1%	15.0%	14.8%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	19.8%	27.5%	17.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股利分配比率	43.4%	91.7%	33.4%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	20. 00%
无风险利率	3. 00%	K _a	9. 50%
股票风险溢价	6. 50%	有杠杆 Beta	1. 02
公司股价（元）	47. 9	K _e	9. 63%
发行在外股数（百万）	822	E / (D+E)	97. 52%
股票市值(E, 百万元)	39369	D / (D+E)	2. 48%
债务总额(D, 百万元)	1000	WACC	9. 50%
K _d	5. 30%	永续增长率(10年后)	1. 5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 53. 4~59. 2 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表13：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

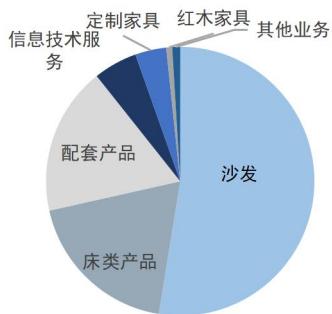
		WACC 变化				
		8. 5%	9. 0%	9. 50%	10. 0%	10. 5%
永续增长率变化	2. 5%	76. 37	69. 86	64. 31	59. 51	55. 34
	2. 0%	72. 35	66. 56	61. 56	57. 20	53. 38
	1. 5%	68. 91	63. 69	59. 15	55. 17	51. 64
	1. 0%	65. 92	61. 19	57. 03	53. 36	50. 09
	0. 5%	63. 31	58. 98	55. 14	51. 74	48. 69

资料来源：国信证券经济研究所分析

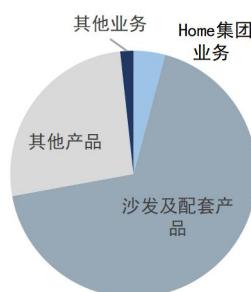
相对估值：53. 6~60. 9 元

顾家家居系家居行业龙头企业，我们预计未来三年净利润复合增速为 19. 7%，故我们选取业务有可比性的家居公司作比较，包括定制家居企业：欧派家居、索菲亚、志邦家居；以及软体家具企业：喜临门和敏华控股。

- 通过业务对比来看，顾家家居和敏华控股都以沙发起家，在我国沙发市场市占率排名前二。顾家家居相较敏华控股，产品更具广度和深度，顾家从沙发龙头到软体龙头再到全屋化泛家居行业龙头，未来成长空间充足；同时多品牌战略使客群定位向上下延伸，目标客群和成长空间更加广阔。

图83: 顾家家居产品收入占比


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图84: 敏华控股产品收入占比


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

- 综合比较各公司财务指标: **顾家家居收入和业绩规模及增速、盈利能力及营运效率均处于行业领先地位。**

从收入规模及增速来看, 顾家家居/欧派家居/索菲亚/敏华控股/喜临门/志邦家居 FY2021 营收 分别为 183.4 /204.4/104.1/174.6/77.7/51.5 亿元 ; 同比 +45%/39%/25%/31%/38%/34% ; 近三年收入复合增速分别为 26%/21%/12%/21%/23%/28%。在收入规模位列第一梯队的基础上, 增速仍然超越可比公司。2022Q1 在疫情和地产影响下, 收入仍然保持领先于行业整体的高增长, 同比+20.1%。

从业绩规模及增速来看, 顾家家居/欧派家居/索菲亚/敏华控股/喜临门/志邦家居 FY2021 净利润 分别为 16.6/26.7/1.23/18.2/5.6/5.1 亿元 ; 同比 +97%/29%/-90%/12%/78%/28% ; 近三年业绩复合增速分别为 19%/19%/-50%/16%/-207.4%(由负转正)/23%。顾家和欧派在业绩规模位列第一梯队的基础上, 增速仍然超越可比公司。2022Q1 在疫情和地产影响下, 业绩仍然保持领先于行业整体的高增长, 扣费规模净利润同比+20.3%。

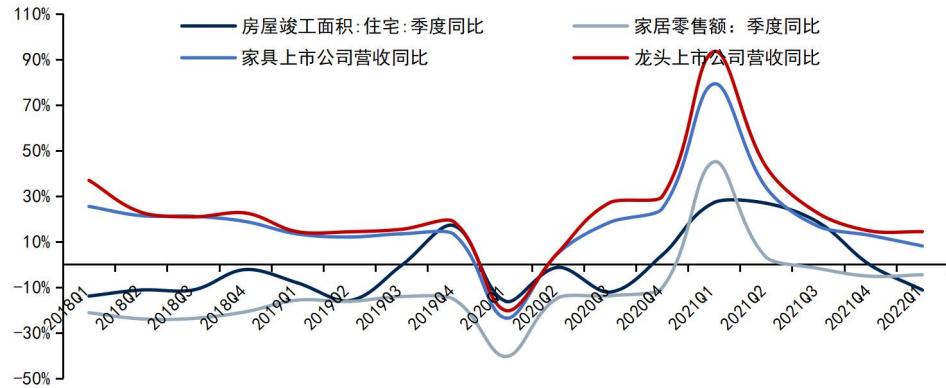
从 ROE 水平来看, 顾家家居/欧派家居/索菲亚/敏华控股/喜临门/志邦家居 FY2021ROE 分别为 23%/20%/2%/20%/18%/21%。得益于较高的盈利能力和平运效率, 顾家 ROE 水平处于业内领先。

表14: 可比公司财务数据比较

		FY2021 营收	YOY	CAGR3	2022Q1 营收	YOY	FY2021 业绩	YOY	CAGR3	2022Q1 业绩	同比增速	ROE
603816.SH	顾家家居	183.4	45%	26%	45.4	20%	16.6	97%	19%	4.4	15%	23%
603833.SH	欧派家居	204.4	39%	21%	41.4	26%	26.7	29%	19%	2.5	4%	20%
002572.SZ	索菲亚	104.1	25%	12%	20.0	14%	1.23	-90%	-50%	1.1	-3%	2%
1999.HK	敏华控股	174.6	31%	21%			18.2	12%	16%			20%
603008.SH	喜临门	77.7	38%	23%	14.0	12%	5.6	78%	-207%	0.5	-36%	18%
603801.SH	志邦家居	51.5	34%	28%	7.6	11%	5.1	28%	23%	0.5	1%	21%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

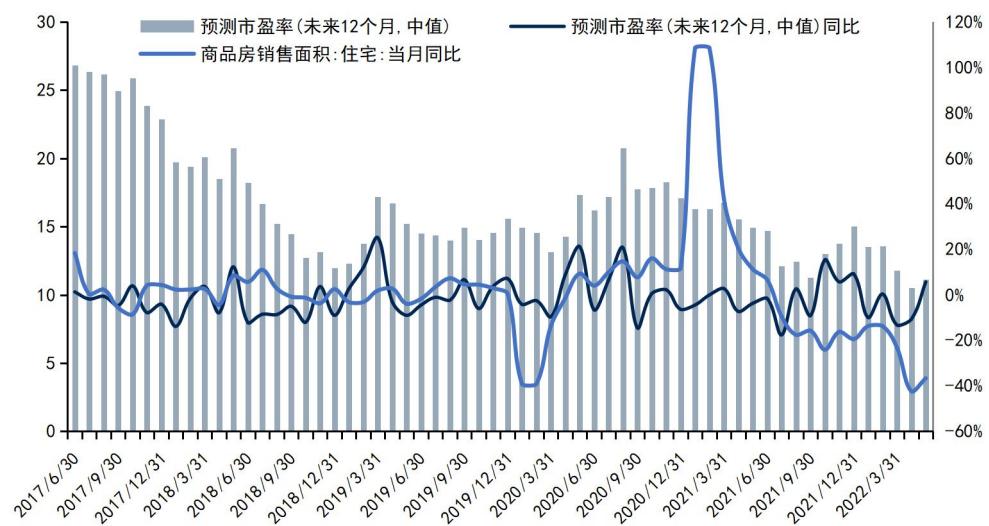
- **与行业整体比较, 龙头分化趋势渐显, 集中度有望提升。** 我们通过整体法进行统计, 从同比增速来看, 家具上市公司营收同比增速明显高于行业, 家具龙头上市公司(此处我们统计的公司包括: 欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、喜临门、梦百合)的营收同比增速又明显高于所有家居上市公司, 在地产销售同比下滑、家居行业整体销售同比下滑的同时, 家居龙头仍能保持稳健增速。我们认为在行业整体呈现下行趋势时, 龙头标的竞争优势愈加明显, 基本面好于行业, 集中度有望进一步提升。

图85: 龙头增速优于行业增速


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

注：龙头零售额按出厂价格的二倍计算

- **估值与地产销售相关，投资者情绪受上游影响。**由于投资者情绪受上游地产景气度影响较大，家居板块估值一定程度受到地产销售数据影响。近一年来地产销售同比下滑幅度较大，家居板块、个股标的估值处于中等偏低位置，随近几月地产刺激政策力度加大，5月地产销售面积同比降幅收窄，6月初有回暖迹象，进而对家居板块的激励效果明显。我们看好地产销售回暖对产业链信心的提振、地产跌幅见底后修复对家居估值的拉动；以及上半年疫情和地产对家居板块产生冲击，基本面见底后的反弹，和龙头集中度的提升。

图86: 龙头增速快于行业增速


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

- 从估值指标来看，可比公司2022年平均PE和PEG分别为14.6和0.75，今年行业整体受到宏观因素影响，估值处于历史偏低位置。根据上述分析，顾家家居综合实力及财务指标上都在业内领先，考虑到龙头所具备的α，我们主要选取欧派家居与其本身历史估值作为参考，欧派家居2022年平均PE和PEG分别为23.9和1.3。

表15: 可比公司估值

公司	公司	投资	昨收盘	EPS				PE			g	PEG	总市值	
代码	名称	评级	(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2022E	(人民币亿元)
603816	顾家家居	买入	48.10	2.63	2.44	2.93	3.47	18.29	19.71	16.42	13.86	23.9%	0.83	401.58
同类公司														
603833	欧派家居	买入	123.59	4.40	5.18	6.17	7.11	28.09	23.86	20.03	17.38	18.4%	1.30	752.85
002572	索菲亚	买入	18.23	0.13	1.45	1.78	2.11	140.23	12.60	10.23	8.63	976.9%	-	166.33
603801	志邦家居	买入	21.85	1.62	1.90	2.27	2.71	13.49	11.50	9.63	8.06	17.3%	0.66	68.24
1999	敏华控股	无评级	5.66	0.46	0.65	0.79	0.96	12.27	8.70	7.18	5.92	18.5%	0.47	222.45
603008	喜临门	无评级	30.55	1.45	1.86	2.41	3.11	21.07	16.44	12.66	9.82	28.9%	0.57	118.36
平均值								43.03	14.62	11.95	9.96			0.75

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 未评级公司来自 wind 一致预期

- 纵向来看, 顾家家居过去五年 PE 估值中枢为 21.4x, 目前低于中枢位置, 估值近期下滑主要原因系上半年家具行业受到疫情和地产端影响, 增速放缓; 预计下半年随疫情稳定、地产边际向好, 估值和业绩有望回升。同样作为家居行业第一梯队的欧派家居过去五年估值中枢在 26.0x, 因行业原因当前估值也处于历史低位。预计家具龙头下半年业绩和估值有望实现戴维斯双击, 我们给予顾家家居 2022 年 22~25xPE, 合理的目标价格区间为 53.6~60.9 元。

图87: 顾家家居 PE 估值处于较低位置


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图88: 欧派家居 PE 估值处于较低位置


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 估值取 wind 预测估值 (未来 12 个月)

投资建议：竞争力强大助力稳健增长，首次覆盖给予买入评级

看好家居龙头稳健增长，及核心竞争力持续巩固提升，首次覆盖给予“买入”评级。顾家家居在家居领域深耕多年，具有市场领先地位，拥有完善多元的产品矩阵和渠道体系，同时享有高知名度和美誉度，生产技术和布局上也具备领先优势。从财务角度来看，盈利能力和营运效率都处于业内较高水平。未来通过渠道引流扩量，生产提质提效，品牌精准定位营销，渠道力、产品力、品牌力等核心竞争力有望进一步提升，进而提升公司市场份额和盈利能力。预计公司 2022~2024 年净利润分别为 20/24/28 亿元，同增 20.3%/19.0%/17.5%；2022 年合理估值为 53.4~60.9 元（对应 22~25x PE），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

估值的风险

我们采取绝对估值相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为3.0%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV 增长率为1.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态PE 进行修正，最终给予公司22~25倍PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对量价、品类扩张、渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司销量与售价、品类扩张速度、渠道拓展进度等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

公司非核心品类竞争力不足，第二增长曲线动力不足，增长速度不及预期。

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战，导致扩张受阻，无法支撑量价成长。

整装业务对装修环节质量把控难，管理半径大，出现品质控制问题，从而损害公司在业界的声誉，影响后续业务进展。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求，导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司成本主要为多种原材料，其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大，销售端无法有效对冲，则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率，优化各类成本与费用，导致费用率高于我们预期，从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

财务风险

大规模并购形成较高的商誉，截至2021年底仍有3.43亿商誉。若未能完成收购

时的业绩承诺，则存在商誉减值风险。

公司可能失去政府补助等非经常性收入，对盈利产生负面影响。

公司的应收账款可能因下游大客户或经销商无法付款而造成损失。

行业风险

家居市场竞争激烈，且泛家居行业逐渐融合，以及部分互联网平台加入整装业务竞争，带来竞争进一步加剧交错。

在近期全球新冠疫情的影响下，行业存在经营环境的不确定性，如果疫情大范围反复将导致企业正常的生产经营收到干扰，消费者的消费行为被抑制，使得公司业绩产生低于预期的风险。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

股东减持风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2241	3198	4804	6080	7385	营业收入	12666	18342	22002	26327	31084
应收款项	1221	1843	2198	2604	3101	营业成本	8206	13048	15673	18745	22149
存货净额	1871	2441	3066	3796	4307	营业税金及附加	67	105	133	150	177
其他流动资产	262	274	430	484	548	销售费用	2494	2703	3275	3958	4696
流动资产合计	6360	8441	11183	13650	16026	管理费用	330	365	425	499	578
固定资产	3060	4205	4922	5701	6497	研发费用	207	302	359	425	492
无形资产及其他	733	832	799	766	732	财务费用	132	72	(9)	(24)	(37)
投资性房地产	2868	2429	2429	2429	2429	投资收益	192	87	176	211	249
长期股权投资	18	31	31	31	31	资产减值及公允价值变动	507	7	(43)	(25)	1
资产总计	13038	15939	19364	22577	25716	其他收入	121	41	(31)	9	67
短期借款及交易性金融负债	333	1073	1000	1000	1000	营业利润	1036	1868	2334	2819	3343
应付款项	1543	2035	2727	3220	3692	营业外收支	159	200	225	227	237
其他流动负债	3529	3900	5335	6453	7258	利润总额	1195	2068	2559	3046	3580
流动负债合计	5405	7008	9062	10673	11950	所得税费用	328	367	512	609	716
长期借款及应付债券	400	0	0	0	0	少数股东损益	21	36	45	54	63
其他长期负债	129	528	678	828	978	归属于母公司净利润	845	1664	2002	2383	2801
长期负债合计	529	528	678	828	978	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5934	7536	9740	11501	12928	净利润	845	1664	2002	2383	2801
少数股东权益	364	384	404	426	457	资产减值准备	496	(462)	21	10	11
股东权益	6740	8019	9220	10650	12330	折旧摊销	210	262	421	523	607
负债和股东权益总计	13038	15939	19364	22577	25716	公允价值变动损失	(507)	(7)	43	25	(1)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	132	72	(9)	(24)	(37)
每股收益	1.34	2.63	2.44	2.90	3.41	营运资本变动	959	35	1163	581	367
每股红利	1.23	0.88	0.97	1.16	1.36	其它	(494)	486	(2)	11	20
每股净资产	10.66	12.68	11.22	12.96	15.00	经营活动现金流	1509	1979	3649	3533	3806
ROIC	16%	22%	24%	29%	32%	资本开支	0	(916)	(1169)	(1305)	(1380)
ROE	13%	21%	22%	22%	23%	其它投资现金流	(272)	80	0	0	0
毛利率	35%	29%	29%	29%	29%	投资活动现金流	(51)	(850)	(1169)	(1305)	(1380)
EBIT Margin	11%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	(93)	2	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	12%	12%	12%	负债净变化	(74)	(400)	0	0	0
收入增长	14%	45%	20%	20%	18%	支付股利、利息	(776)	(556)	(801)	(953)	(1120)
净利润增长率	-27%	97%	20%	19%	18%	其它融资现金流	(383)	1739	(73)	0	0
资产负债率	48%	50%	52%	53%	52%	融资活动现金流	(2176)	(172)	(874)	(953)	(1120)
息率	2.6%	1.8%	2.6%	3.1%	3.7%	现金净变动	(717)	957	1607	1276	1305
P/E	35.8	18.2	19.7	16.5	14.1	货币资金的期初余额	2958	2241	3198	4804	6080
P/B	4.5	3.8	4.3	3.7	3.2	货币资金的期末余额	2241	3198	4804	6080	7385
EV/EBITDA	22.6	17.9	19.0	16.4	14.4	企业自由现金流	0	908	2151	1865	2014
						权益自由现金流	0	2246	2086	1885	2044

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032