

2024年1月30日

投资要点:

- **沉淀数十载，引领国内软体家居。**公司创立于1982年，是国内软体家居龙头公司，凭借累积的强大品牌力、组织力、研发设计力、产品力、渠道力塑造了较强的护城河优势，且逐步重视数字化建设及供应链效率的提升。公司自创立以来，始终专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售；携手事业合作伙伴，为用户提供高品质的产品、高效率的服务、超预期的解决方案。公司业务覆盖全球120余个国家和地区，运营6000多家品牌专卖店，属于国内软体家居行业中门店数最多、覆盖面最广的龙头。
- **国内软体家具消费增速高于全球水平。**软体家具主要包含沙发、软床、床垫等产品，是现代家庭客厅及卧室重要的日常生活用品，软体家具在提供舒适使用功能的同时，具有时尚化、个性化、艺术化等特征。随着软体家具行业发展，产品技术和质量不断优化，经济发展带来的社会消费需求变化，软体家具需求持续扩大。根据CSIL，2010-2021年，全球软体家具消费规模稳步扩张，从539亿美元上升至690亿美元，期间CAGR为2.27%。同期，我国软体家具消费规模从117亿美元增长至197亿美元，期间CAGR为4.85%，已成为全球最大的软体家具消费国。预计2022年全球软体家具消费规模将达到710亿美元，国内软体家具消费增速优于全球。
- **多品牌战略，覆盖多重客户。**公司旗下品牌包括定位中高端市场的“顾家家居”，新中式品牌“东方荟”，德国高端品牌“ROLF BENZ”以及轻时尚品牌“天禧派”。此外，公司与美国功能沙发品牌“LAZBOY”和意大利高端品牌“NATUZZI”战略合作，满足不同客户群体的消费需求。
- **维持对公司的“买入”评级。**预计公司2023-2024年每股收益分别为2.54元和2.91元，对应估值分别为14倍和12倍。公司是国内软体家居龙头企业，随着公司多品牌、多品类战略的稳步进行，线上线下渠道的相互结合，公司未来成长可期。维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，地产行业回暖不及预期风险，原材料价格波动风险等。

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2024年1月29日

收盘价(元)	35.53
总市值(亿元)	292.02
总股本(亿股)	8.22
流通股本(亿股)	8.22
ROE(TTM)	20.38
12月最高价(元)	49.26
12月最低价(元)	32.82

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1. 公司是国产软体家居龙头品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 全力打造多品牌、全品类的产品矩阵	5
1.3 公司业绩整体呈现较好增长态势	6
1.4 公司盈利能力逐步回升	6
2. 我国软体家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大	7
2.1 我国家具行业发展历程	7
2.2 我国家具市场规模稳步提升	7
2.3 我国软体家居行业高速发展	7
2.4 软体家居细分行业发展前景广阔	9
2.5 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升	12
3. 竞争优势：品牌、品类及渠道协同发展	15
3.1 多维度丰富品牌内涵，持续提升品牌影响力	15
3.2 线上线下相结合，打造多元化销售渠道	17
3.3 多品类产品矩阵，助力个性化空间设计	19
3.4 研发、生产共前进	20
4. 投资策略	21
5. 风险提示	22

插图目录

图 1：公司业务覆盖面积广	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：公司产品矩阵丰富	5
图 4：公司营业总收入情况（亿元，%）	6
图 5：公司归母净利润情况（亿元，%）	6
图 6：公司盈利能力（%）	6
图 7：公司各项费用率（%）	6
图 8：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）	7
图 9：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）	7
图 10：全球软体家具消费规模（亿美元）	8
图 11：中国软体家具消费规模（亿美元）	8
图 12：2021 年全球软体家具产值占比	8
图 13：中国软体家具市场产值规模波动增长（亿美元）	9
图 14：中国软体家具产量整体保持增势（万件）	9
图 15：2019-2022 年中国软体沙发市场规模情况（亿）	9
图 16：2019-2022 年中国软体沙发市场规模情况（亿）	9
图 17：我国功能沙发渗透率提升空间较大（%）	10
图 18：我国沙发行业集中度有较大空间（%）	10
图 19：2020 年全球床垫市场消费占比	11
图 20：2020 年我国床垫市场消费占比	11
图 21：中国床垫渗透率与发达国家相比有一定差距	11

图 22：我国床垫行业集中度提升空间较大.....	12
图 23：顾家携手《我们的客栈》.....	16
图 24：公司荣誉.....	16
图 25：同行业公司广告费用率对比（%）.....	17
图 26：顾家星选 2.0 全新店态.....	18
图 27：2019-2022 年公司门店数量情况（家）.....	18
图 28：数字化营销助力双 11.....	19
图 29：顾家家居产品矩阵.....	19
图 30：2018-2023 年前三季度公司研发支出情况（亿元，%）.....	20

表格目录

表 1：房地产近期相关政策.....	13
表 2：促进家居消费的相关政策.....	14
表 3：公司品牌简介.....	15
表 4：公司主营产品产销情况.....	21
表 5：公司盈利预测简表（2024/1/29）.....	21

1. 公司是国产软体家居龙头品牌

1.1 公司简介

沉淀数十载，引领国内软体家居。公司创立于 1982 年，是国内软体家居龙头公司，凭借累积的强大品牌力、组织力、研发设计力、产品力、渠道力塑造了较强的护城河优势，且逐步重视数字化建设及供应链效率的提升。公司自创立以来，始终专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售；携手事业合作伙伴，为用户提供高品质的产品、高效率的服务、超预期的解决方案。公司业务覆盖全球 120 余个国家和地区，运营 6000 多家品牌专卖店，属于国内软体家居行业中门店数最多、覆盖面最广的龙头。

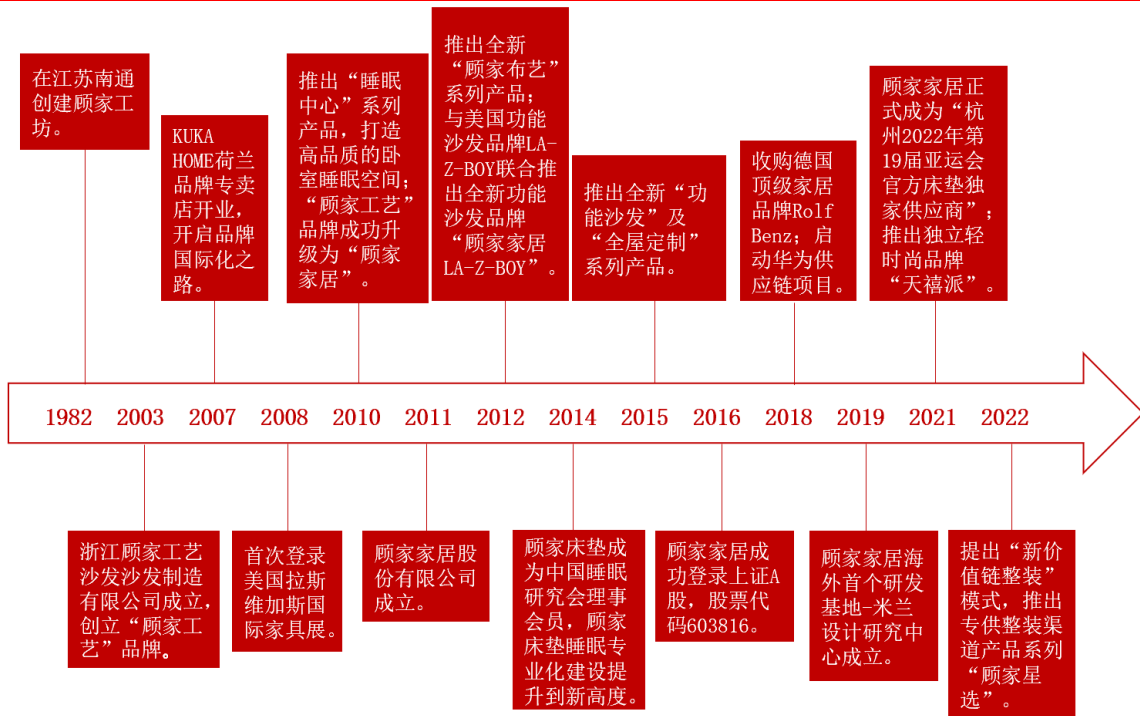
图 1：公司业务覆盖面积广



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

公司创立以来持续丰富品牌内涵。顾家家居自成立以来，坚持以品牌为核心，持续丰富品牌内涵，提升品牌知名度和美誉度，从行业品牌向消费者品牌不断升级。公司于 2020 年进行品牌焕新，开始迈向年轻化与时尚化；于 2021 年再度焕新品牌口号及超级符号，品牌定位从“传统家情感”升级到“现代家观念”。2022 年，公司以 184.94 亿元的品牌价值蝉联“中国品牌 500 强”榜单，品牌价值持续攀升。

图 2：公司发展历程



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

1.2 全力打造多品牌、全品类的产品矩阵

软体家具产品矩阵丰富，全屋定制助力大家居战略。公司旗下拥有“顾家家居”品牌（包含十大系列：“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“KUKAHOME 居礼”、“顾家全屋定制”、“顾家星选”、“顾家按摩椅”、“健康晾衣机”）、德国高端品牌“ROLFBENZ”、新中式品牌“东方荟”、轻时尚品牌“天禧派”，并与美国功能沙发品牌“LAZBOY”、意大利高端品牌“NATUZZI”战略合作。公司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。

图 3：公司产品矩阵丰富



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

1.3 公司业绩整体呈现较好增长态势

公司业绩整体呈现较好增长态势。2018-2022 年，公司充分发挥行业龙头优势，营业总收入由 91.72 亿元增长至 180.10 亿元，CAGR 为 18.38%。2023 年前三季度，公司营业收入 141.36 亿元，总比增长 2.72%。2018-2019 年，公司归母净利润从 9.89 亿元增长至 11.61 亿元。2020 年，受疫情影响，归母净利润同比下滑 27.19%至 8.45 亿元。2021-2022 年，公司营收规模较前几年明显提升，叠加盈利能力有所回暖，公司归母净利润从 16.64 亿元增长至 18.12 亿元。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 15.01 亿元，同比增长 6.98%。

图 4：公司营业总收入情况（亿元，%）

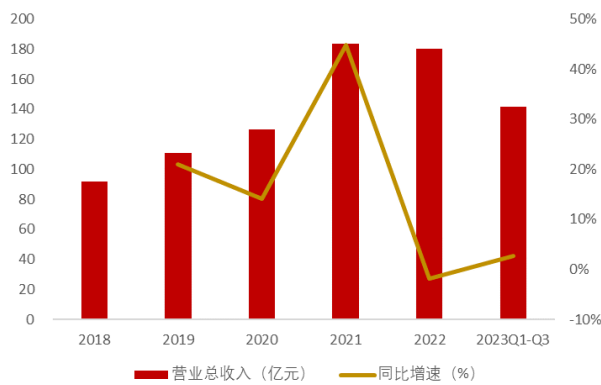
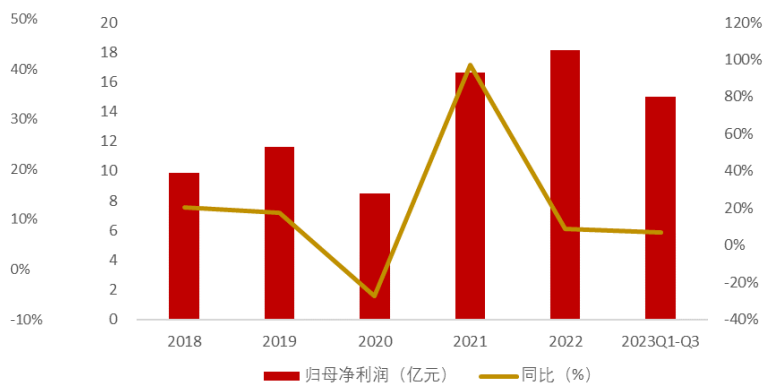


图 5：公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力逐步回升

公司盈利能力逐步回升。2018-2021 年，公司毛利率从 36.37%下降到 28.87%，呈波动下滑趋势，这主要是受疫情反复及国内外宏观因素所拖累。2022-2023 年前三季度，受益于公司采购端、制造端及运营端降本增效效果明显，毛利率回升至 32.35%。净利率方面，2018-2020 年，公司净利率从 10.97%波动下滑至 6.84%，主要受费用率上升拖累。2021-2023 年前三季度，随着公司的期间费用率有所优化，净利率回升至 10.63%。

图 6：公司盈利能力（%）

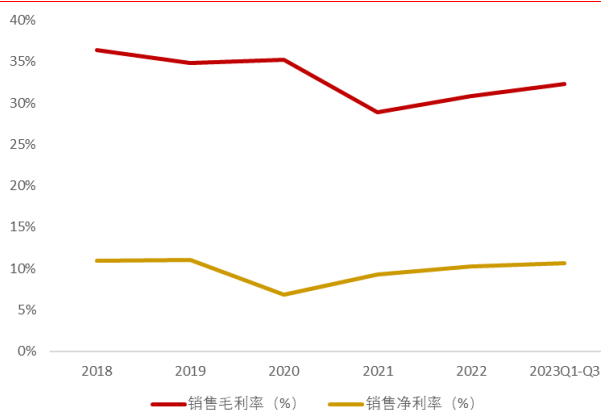
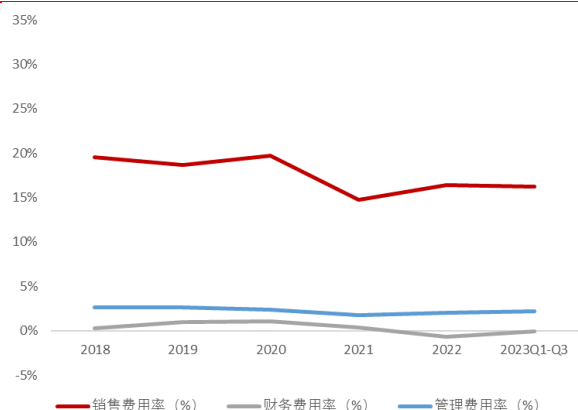


图 7：公司各项费用率（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

2. 我国软体家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大

2.1 我国家具行业发展历程

我国家具行业发展至今，共经历了四个阶段：

阶段一：改革开放前，我国家具主要以个体手工作坊生产为主；

阶段二：改革开放后，国内企业开始引进先进的机械设备进行流水作业，生产效率大大提高，这一时期中国家具业的企业构成、家具用材、产品结构、产品风格和生产工艺都发生了根本的变化；

阶段三：到了 90 年代，随着生产设备、管理水平与国际接轨，国内家具的设计视野不断扩展，不仅满足了国内用户的需求，而且开始对外出口，使得中国家具生产呈现出前所未有的繁荣景象，与国际市场的深度接轨，也促进了国内家具企业的快速提升；

阶段四：进入 21 世纪后，随着生活水平不断提高，人们对于家居产品消费习惯有了很大的改变。从之前浅层次的实用需要上升到追求高品位的生活，而且更注重家具产品的健康环保，行业朝着工艺标准化及高端个性化方向发展。

2.2 我国家具市场规模稳步提升

中国家具产量有所提升，营收整体呈波动趋势。2015-2021 年，我国家具产量期间虽有所波动，但整体呈增长趋势，由 7.7 亿件增长至 11.2 亿件，CAGR 为 5.5%。2021 年，我国家具产量同比增长 22.8%。2017-2022 年，受上游原材料、疫情及地产行业下行等因素影响，我国家具行业规模以上家具企业营业收入呈波动趋势。2022 年，随着地产行业持续下探，规模以上家具制造业企业营业收入 2674.1 亿元，同比下滑 4.75%。随着支持地产行业的政策的落地，被抑制的家居消费需求有望迎来释放。

图 8：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）

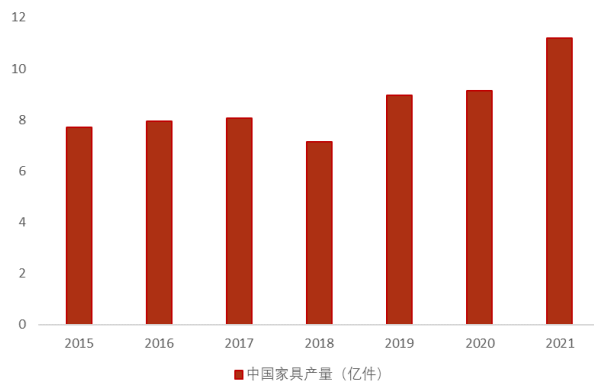
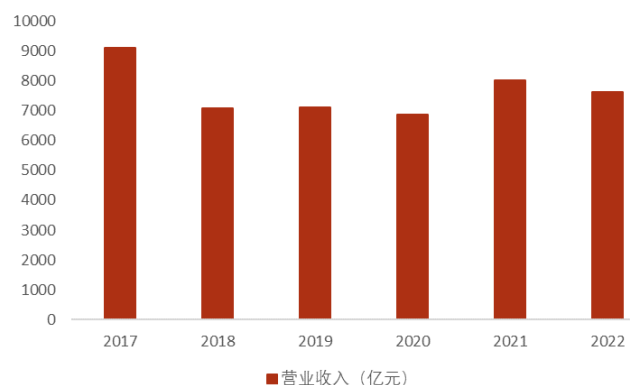


图 9：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

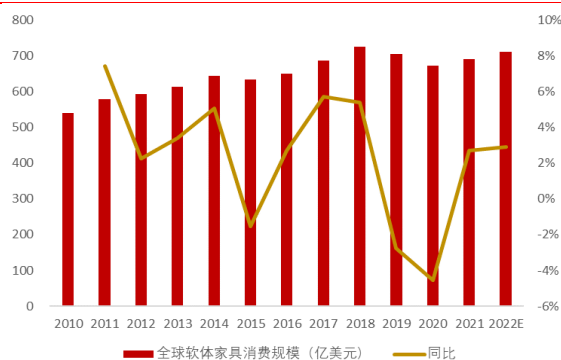
资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.3 我国软体家居行业高速发展

国内软体家具消费增速高于全球水平。软体家具主要包含沙发、软床、床垫等产品，是现代家庭客厅及卧室重要的日常生活用品，软体家具在提供舒适使用功能的同时，具有时尚化、个性化、艺术化等特征。随着软体家具行业发展，产品技术和质量不断

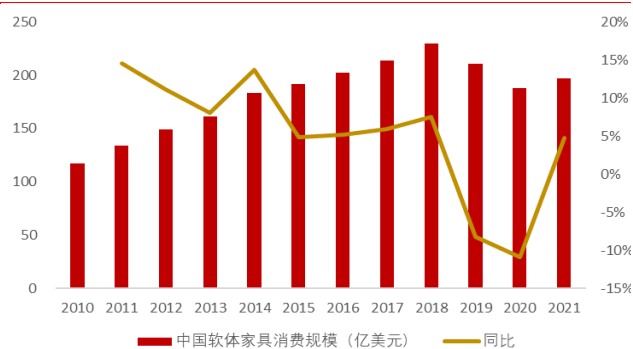
优化，经济发展带来的社会消费需求变化，软体家具需求持续扩大。根据 CSIL，2010-2021 年，全球软体家具消费规模稳步扩张，从 539 亿美元上升至 690 亿美元，期间 CAGR 为 2.27%。同期，我国软体家具消费规模从 117 亿美元增长至 197 亿美元，期间 CAGR 为 4.85%，已成为全球最大的软体家具消费国。预计 2022 年全球软体家具消费规模将达到 710 亿美元，国内软体家具消费增速优于全球。

图 10：全球软体家具消费规模（亿美元）



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

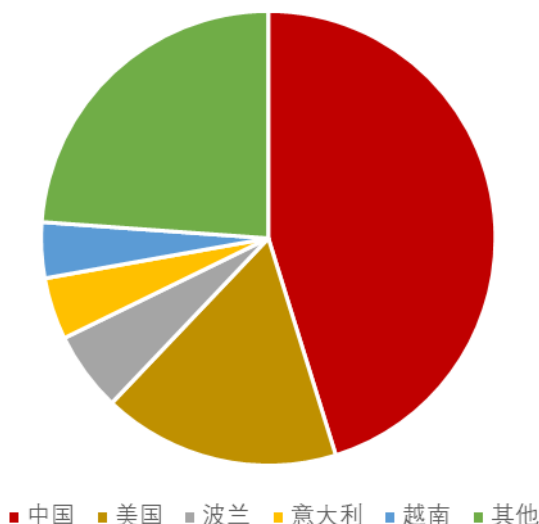
图 11：中国软体家具消费规模（亿美元）



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

中国是全球最大的软体家具生产国。我国现代软体家具产业在 20 世纪 80 年代正式起步，陆续引进先进的进口设备和制造技术，产业链配置逐渐完善，在劳动力成本优势加持下，中国逐渐承接了欧美等发达国家和地区转移出来的软体家具产能。据北京研精毕智信息咨询有限公司，2021 年，我国在全球软体家具市场中的产值占比高达 45.2%。

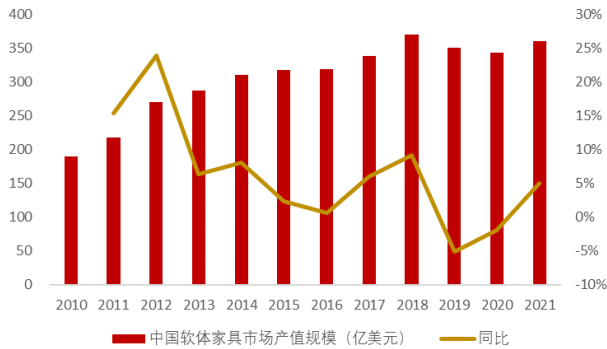
图 12：2021 年全球软体家具产值占比



资料来源：北京研精毕智信息咨询有限公司，东莞证券研究所

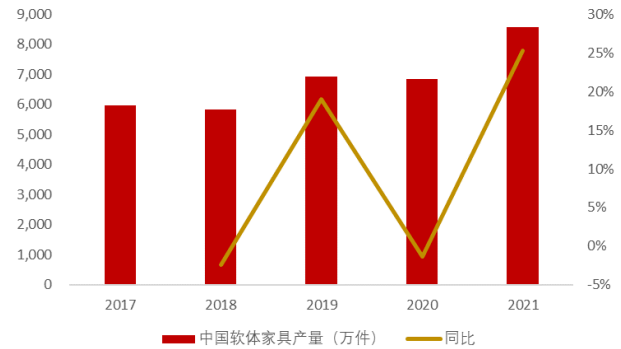
国内软体家具生产规模呈增长趋势。意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）数据显示，2010-2021 年，我国软体家具市场产值规模从 189 亿美元增长至 360 亿美元，期间 CAGR 为 6.03%。从产量来看，近年来中国软体家具产量波动增长。根据中国家具业协会，疫情期期间，我国软体家具产量明显下滑。而随着 2021 年新冠疫情防控逐渐常态化，国内软体家具产量有所复苏，当年产量 8,566.4 万件，同比增长超 25%。

图 13：中国软体家具市场产值规模波动增长（亿美元）



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

图 14：中国软体家具产量整体保持增势（万件）



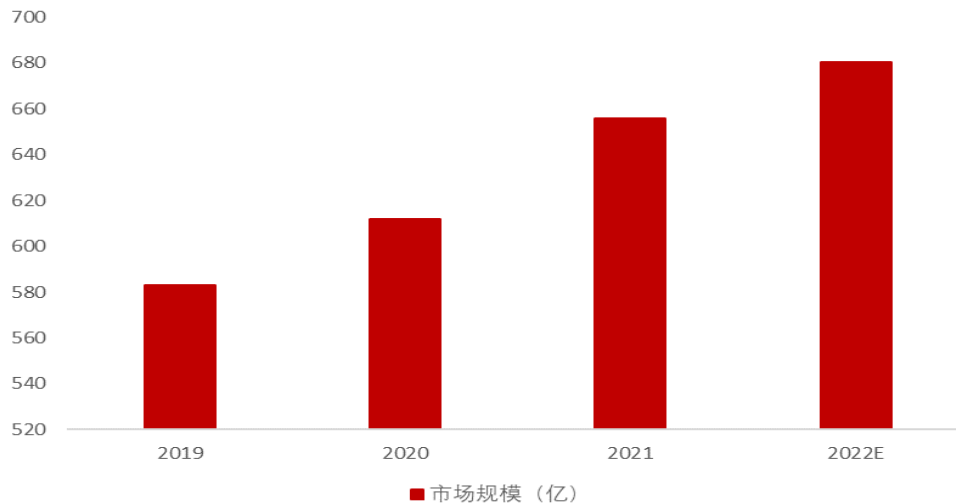
资料来源：中国家具业协会，智研咨询，东莞证券研究所

2.4 软体家居细分行业发展前景广阔

(1) 软体沙发

我国软体沙发市场规模逆势上涨。随着人们对生活品质的追求，沙发因其在客厅装饰中的重要地位，在增加生活舒适感的同时，还能突显消费者的审美个性，因而越来越受到国内消费者的青睐。2019-2021 年，软体沙发市场规模从 582.9 亿元增长至 655.7 亿元，预计 2022 年市场规模为 680 亿元。

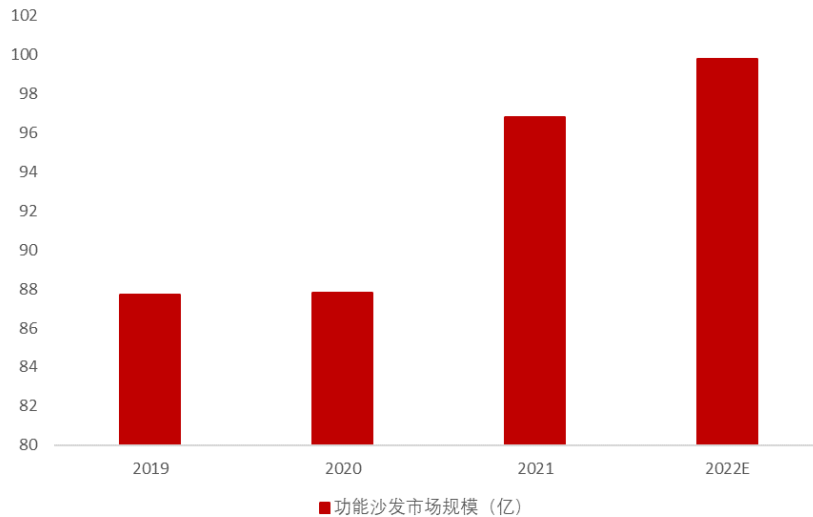
图 15：2019-2022 年中国软体沙发市场规模情况（亿）



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

功能沙发市场规模稳步提升。按照使用功能区分，沙发可以分为功能沙发和普通沙发。功能沙发指提供了姿势调整功能的沙发，包括手动和电动两种主要类型。2019-2021 年，我国功能沙发市场规模从 87.7 亿元增长至 96.8 亿元，预计 2022 年市场规模为 99.8 亿元。

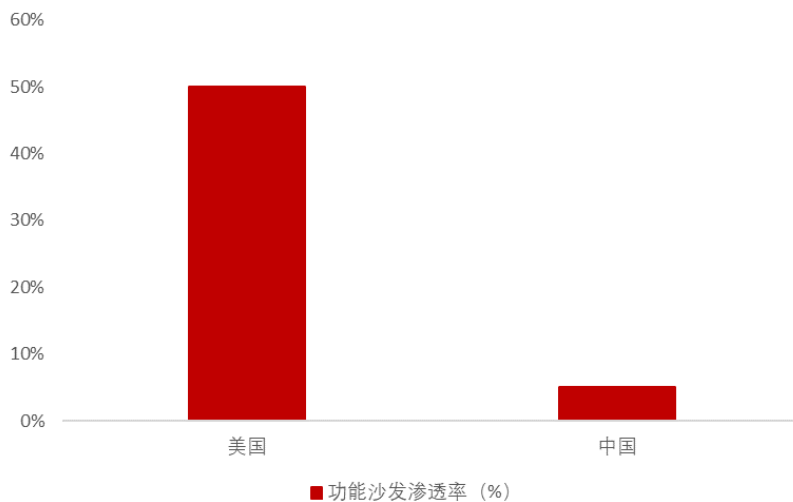
图 16：2019-2022 年中国软体沙发市场规模情况（亿）



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

我国功能沙发渗透率提升空间广阔。客厅的休闲娱乐属性持续增强，人们对于客厅中沙发的舒适性与功能性要求不断提高。然而，根据 2021 年沙发行业数据公报，国内功能沙发品类渗透率仅为 5%，远低于美国的 50%，功能沙发在我国仍处于渗透初期。随着经济的不断发展，人均收入的提升，我国对于沙发的数量和质量都将不断上升，质量的上升也会使得沙发的价格上升。需求和价格的上升，我国沙发行业市场规模有望继续保持增长。

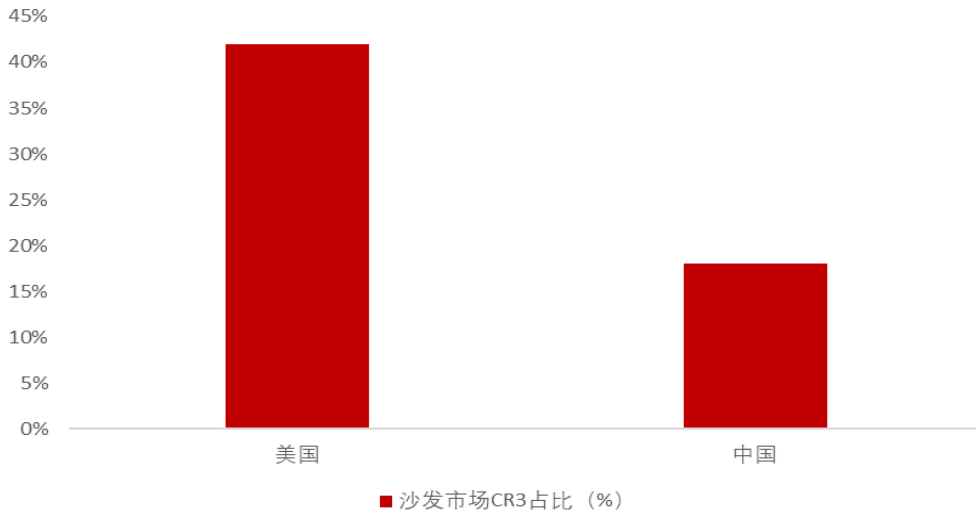
图 17：我国功能沙发渗透率提升空间较大（%）



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

我国沙发行业集中度有较大的提升空间。根据思瀚产业研究院数据，美国沙发市场 CR3 为 42%，市场集中度较高。我国沙发市场高度分散，CR3 不足 18%，相对较为成熟的美国市场，中国沙发行业的集中度提升空间较大。

图 18：我国沙发行业集中度有较大空间（%）

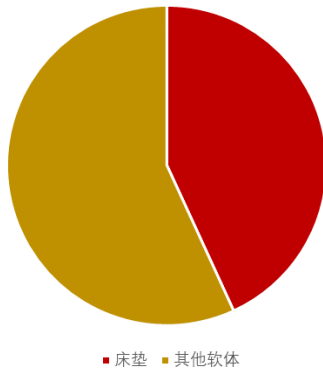


资料来源：思瀚产业研究院，东莞证券研究所

(2) 床垫

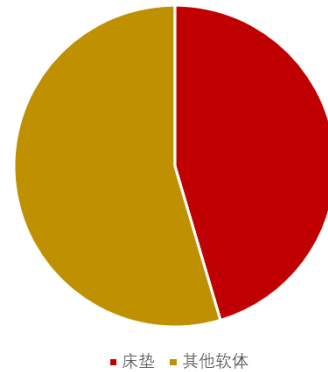
软体家具中，床垫的市场份额较高，占比超四成。据 CSIL 数据，2020 年全球主要国家床垫消费规模约 290 亿美元，在全球软体家具中的占比为 43.15%；而 2020 年中国床垫消费规模 85.40 亿美元，在国内软体家具中的占比为 45.43%。

图 19：2020 年全球床垫市场消费占比



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

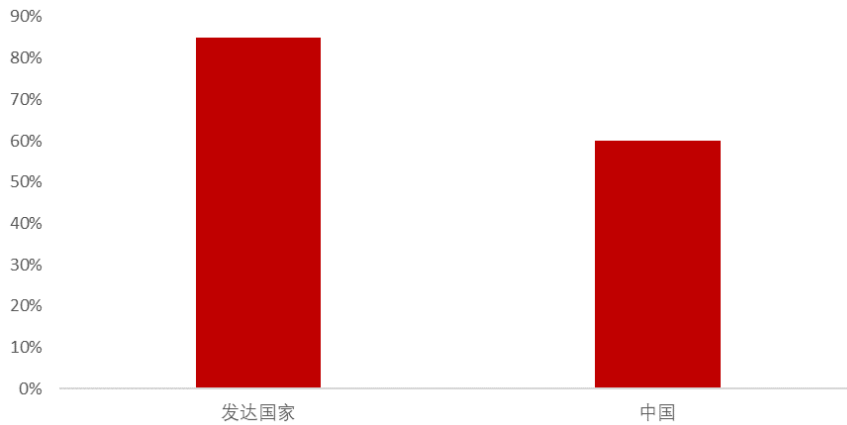
图 20：2020 年我国床垫市场消费占比



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

我国床垫渗透率仍有提升空间。我国床垫行业起步晚于发达国家和地区，虽然近年来行业规模增速高于全球水平，但渗透率与发达国家相比仍有一定差距。CSIL 数据显示，中国床垫渗透率为 60%，与发达国家 85%的床垫渗透率相比，仍有提升空间。随着我国社会经济发展，城镇化率提升，居民可支配收入增加，国民对生活品质的要求提升，消费习惯和消费需求改变，床垫行业的新增需求和更新需求空间广。另一方面，国内疫情防控持续优化，扩内需政策持续加码，地产在政策刺激下预期回暖，居民消费信心有望逐步恢复，带动床垫行业消费复苏。我们认为，多因素驱动下，未来我国床垫渗透率将进一步提升，软体家具消费市场有望进一步扩容。

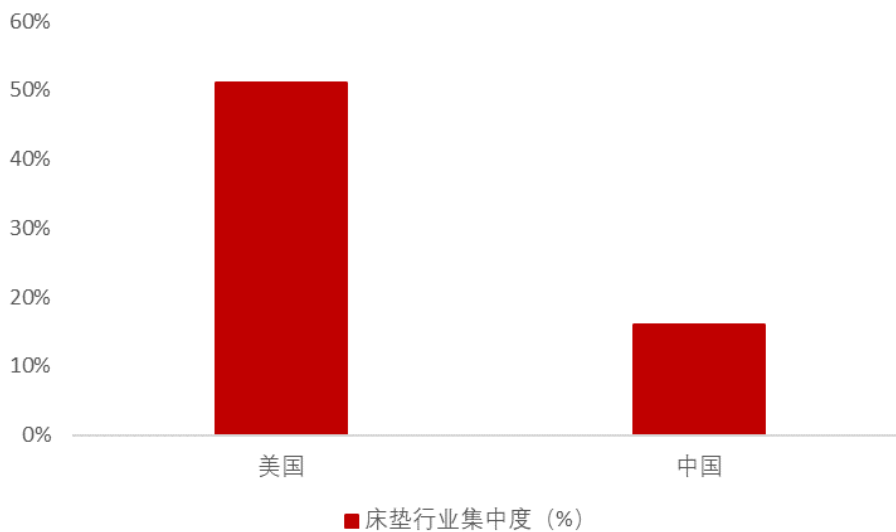
图 21：中国床垫渗透率与发达国家相比有一定差距



资料来源：CSIL，东莞证券研究所

我国床垫行业集中度有较大提升空间。由于技术门槛等因素，我国床垫行业起步较晚，行业集中度较低。援引慕思股份 2022 年年度报告，2020 年美国床垫行业 CR5 高达 51%，我国同年床垫企业 CR5 仅为 16%。参考发达国家床垫行业发展路径，中国床垫行业集中度仍有较大提升空间。随着国内头部床垫企业的技术、资金、品牌、渠道等方面持续发展，头部企业市场份额将进一步提升，综合水平较差的尾部企业将被淘汰，预计市场格局在行业洗牌后将逐渐趋于稳定。

图 22：我国床垫行业集中度提升空间较大



资料来源：慕思股份 2022 年年度报告，东莞证券研究所

2.5 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升

(1) 利好地产政策频发，回暖预期增强。2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议明确指出：适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。自 8 月底以来，各项重磅政策密集出台，政策从供给和需求两方面入手。需求端方面，8 月底，中国人民银行、国家金融监管总局等部门先后出台《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》等政策。其中《关于优化个人

住房贷款中住房套数认定标准的通知》明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策（即“认房不认贷”）。《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》中统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套房贷款和二套房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于 20%和 30%；二套房贷款利率政策下限由不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 60 个基点，下调为不低于 LPR 加 20 个基点。《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》提出自 9 月 25 日起，符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。降低后的存量房贷利率，依然要符合贷款发放时当地的房地产政策，即不低于当时所在城市房贷利率政策下限。各地方政府加快落实中央各项政策，大力支持居民刚性和改善性住房需求，有助于房地产市场销售回升。供给端方面，2022 年 11 月 11 日，中国人民银行、原银保监会联合出台《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称《通知》），从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展；《通知》发布实施后，对保持房地产融资合理适度、推动化解房地产企业风险发挥了积极作用，取得了良好的政策效果。2023 年 7 月 12 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，支持房地产市场政策（金融 16 条）期限延长至 2024 年 12 月 31 日，对房企开发贷、信托贷款等存量融资通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持。各金融机构切实落实，有助于保持房地产融资合理适度，加大保交楼金融支持，推动行业风险市场化出清，促进房地产市场平稳健康发展。

表 1：房地产近期相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	（1）对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。（2）首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。（3）中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023. 8. 25	住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

2023. 7. 12	中国人民银行、金融监管总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。
2022. 11. 11	中国人民银行、原银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

(2) 多举措促进家居消费潜力。一方面，国家相关部门出台多项政策刺激家居消费需求。2023年7月12日，商务部会同国家发展改革委、工业和信息化部、住房城乡建设部、市场监管总局等12部门印发了《关于促进家居消费的若干措施》，提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面若干具体措施促进家居消费。9月1日，商务部发布《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》，提出于2023年9-12月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动；广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。另一方面，出台多项措施促进家居行业做大做强。2023年7月19日，工信部、国家发改委和商务部联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》，提出实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展；推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。2022年8月，工信部、住建部等四部门联合发布《推进家居产业高质量发展行动方案》，提出到2025年，目标培育50个左右知名品牌、10个家居生态品牌，建立500家智能家居体验中心，培育15个高水平特色产业集群，通过高质量的供给促进家居品牌的高品质消费。

表 2：促进家居消费的相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2023. 9. 1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	提出于2023年9-12月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动。广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。“家居焕新消费季”启动仪式将于9月初举办，同时支持各地组织N场地方站活动。
2023. 7. 28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023. 7. 24	中央政治局会议	-	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。

2023. 7. 12	商务部等13部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域。提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面促进家居消费。
2023. 6. 29	国务院常务会议	--	审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，就促进家居消费部署相关举措。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
2023/7/28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023/7/19	工信部、国家发改委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》	实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展。积极开发推广绿色智能家用电器、休闲娱乐、个人护理和母婴家用电器、健康厨卫、智能化多场景照明系统、天然材质家具、功能型家具、智能锁具等产品。推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。开展“百企千县万村美丽家居”行动，推动绿色智能家居产品进乡村，营造美丽村居生活。举办家居焕新季等活动，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新活动。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

3. 竞争优势：品牌、品类及渠道协同发展

3.1 多维度丰富品牌内涵，持续提升品牌影响力

多品牌战略，覆盖多重客户。公司旗下品牌包括定位中高端市场的“顾家家居”，新中式品牌“东方荟”，德国高端品牌“ROLF BENZ”以及轻时尚品牌“天禧派”。此外，公司与美国功能沙发品牌“LAZBOY”和意大利高端品牌“NATUZZI”战略合作，满足不同客户群体的消费需求。

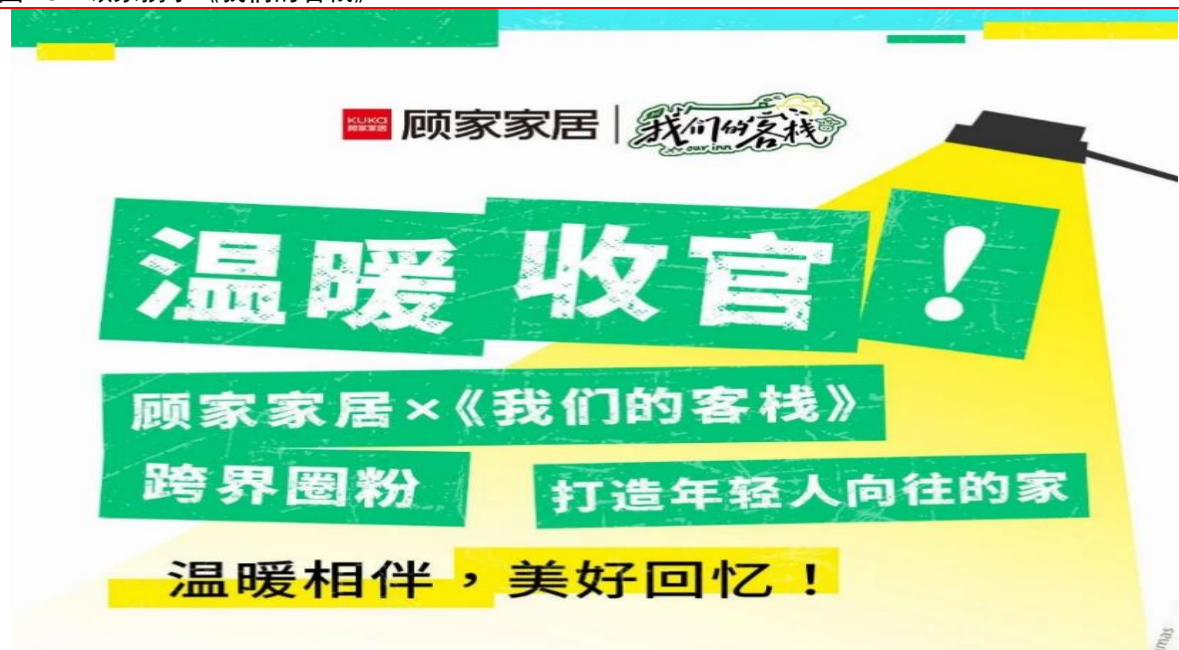
表 3：公司品牌简介

标识	品牌名称	品牌定位
	顾家家居	中高端品牌
	东方荟	新中式品牌
	天禧派	年轻时尚品牌
	ROLF BENZ	德国高端品牌
	LAZBOY	美国功能沙发品牌
	NATUZZI	意大利高端品牌

资料来源：顾家家居官网，顾家家居 2023 年半年报，东莞证券研究所

携手热门节目及综艺，逐步迈向年轻化。公司成立 41 年以来，始终坚持品牌向上，发展历程中不断丰富品牌内涵。2020 年，公司进行品牌焕新，顺应行业发展趋势，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”。2023 年，公司发布“为生活而设计”的年度主题，联合芭莎多位艺术家以声光&舞蹈的艺术形式呈现家居的情绪和呼吸感，传递生活与设计的关系；独家冠名“浙江卫视美好跨年夜”，携手大型时空情景体验类综艺《我们的客栈》，发布“Kuka design”设计类系列 IP，同时，与保时捷合作共同设计家居产品，展现年轻、时尚的品牌活力。

图 23：顾家携手《我们的客栈》



资料来源：顾家家居公众号，东莞证券研究所

成功入驻亚运村，蝉联“中国 500 强榜单”。公司牵手世界冠军马龙成为一体化整家体验官，成功地将品牌理念和产品特点与亚运会活动紧密结合。作为第 19 届亚运会官方床垫独家供应商，顾家家居深睡卷装床垫与深睡床垫已顺利入驻亚运主场馆“大莲花”和亚运村，向世界展现中国家居品牌风采。2022 年，公司以 184.94 亿元的品牌价值蝉联“中国品牌 500 强”榜单，品牌价值持续攀升。同时，公司被《2022 胡润品牌榜》评为最具价值中国品牌之一。2023 年，公司全屋定制荣膺“2023 家居消费者口碑品牌”荣誉称号。

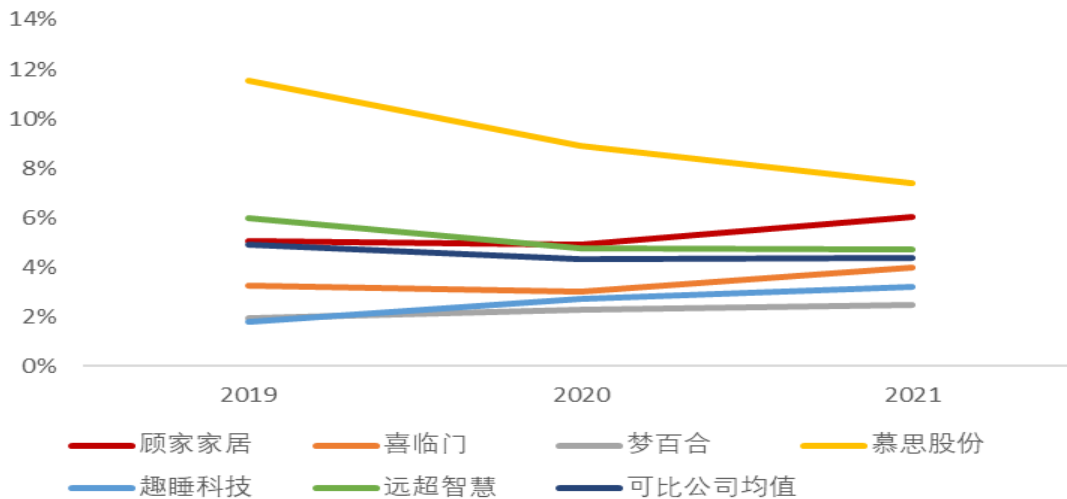
图 24：公司荣誉



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

公司保持高广告费用率，持续扩大品牌影响力。广告宣传是软体家具企业实现产品销售和提升品牌竞争力的重要手段，顾家的广告费用率高于同行业平均水平。2019-2021年，顾家的广告费用率分别为5.04%、4.91%和6.04%，规模效应下广告费用率波动上升。

图 25：同行业公司广告费用率对比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 线上线下相结合，打造多元化销售渠道

直营+特许经营为主的销售模式。公司销售包括境内销售与境外销售。境内销售主要采取“直营+特许经营”的销售模式，并辅以电子商务、厂家直销等其他销售方式；境外销售主要采取 ODM 的业务模式。公司以 1+N+X 的立体渠道不断拓宽与终端消费者的接触面和交互粘性，在巩固品类专业店优势下，持续积极打造多品类组合的融合大店/品类势能店模式，致力发展全品类大家居的变革与创新。公司以全品类产品呈现优化门店的场景，1:1 深度还原整体客餐厅、整体卧室等全屋空间场景，

为用户呈现真实的整家场景。

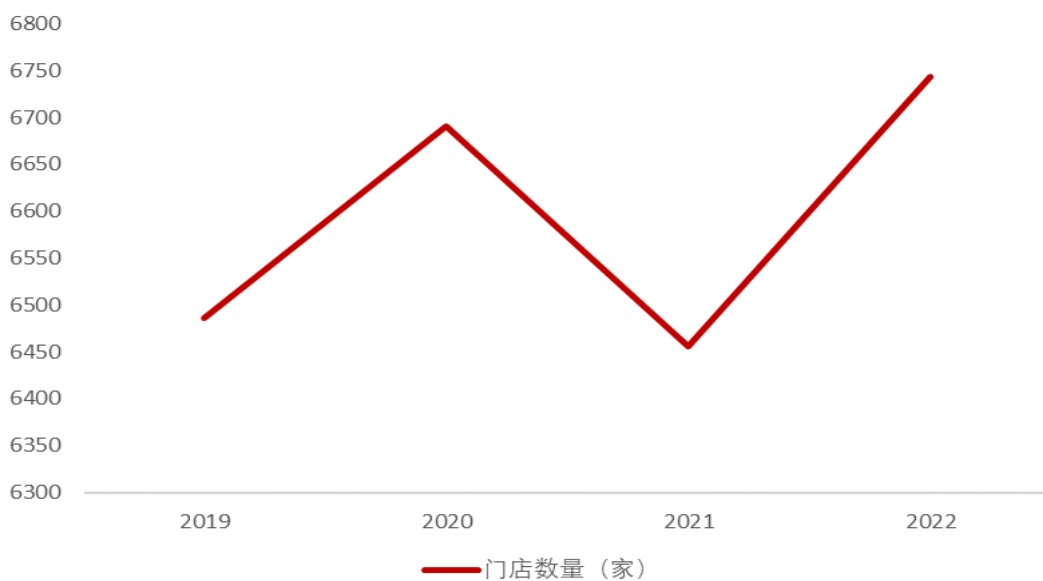
图 26：顾家星选 2.0 全新店态



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

门店数量 6000+，行业内保持领先。顾家是国内软体家居行业中门店数量最多、覆盖面积最广的公司。截至 2022 年底，公司门店数量为 6743 家，同比增长 287 家，这主要是由于经销店数量有所增加。近年来，公司建设了多个区域零售中心，根据区域情况配置资源，对市场进行高效反馈和有针对性地投放资源；并赋予终端决策灵活权，因地制宜，调整产品和营销策略。公司还为门店搭建了信息化系统，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。

图 27：2019-2022 年公司门店数量情况（家）

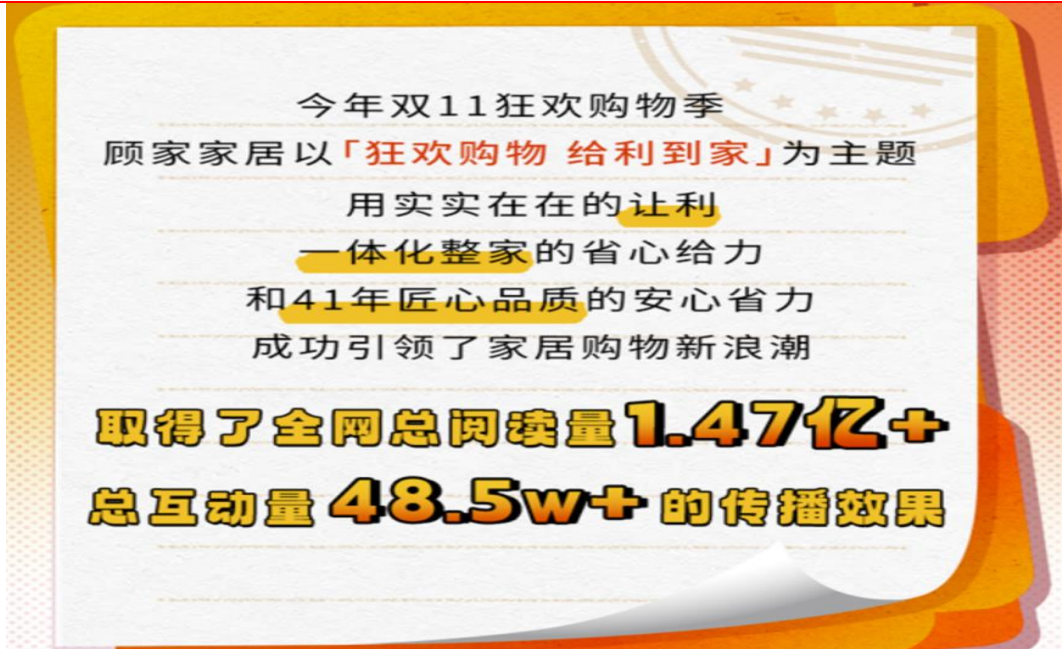


资料来源：顾家家居 2020-2022 年度报告，东莞证券研究所

线上渠道精准获客。公司聚焦数字化营销全平台布局，在抖音及腾讯朋友圈进行投

放，尝试创新平台。同时，公司建设了常态化官方直播体系，携手抖音平台，开拓腾讯视频号、快手等公域平台。此外，公司邀约抖音平台达人到经销商门店合作直播，为线上渠道的销售添砖加瓦。2023年双十一期间，公司以“狂欢购物，让利到家”为主题，取得了1.47亿的全网总阅读量，总互动量48.5万的传播宣传效果。

图 28：数字化营销助力双 11



资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

3.3 多品类产品矩阵，助力个性化空间设计

公司不断丰富产品矩阵，提供个性化空间解决方案。公司通过持续的产品深耕及品类拓展，形成了全品类的产品矩阵。公司产品从客厅向餐厅及卧室延伸，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。公司坚持创新，通过新材料、新结构、新工艺，持续提高产品的竞争力，引领家具消费升级。此外，公司依托丰富的产品矩阵及多样化产品设计，为消费者提供风格各异、色系丰富又和谐统一的“9+1”个性化空间解决方案。此外，我国功能沙发渗透率较发达国家仍有较大的上升空间，公司与美国功能沙发品牌“LAZBOY”达成战略合作，加快发展功能沙发业务。

图 29：顾家家居产品矩阵

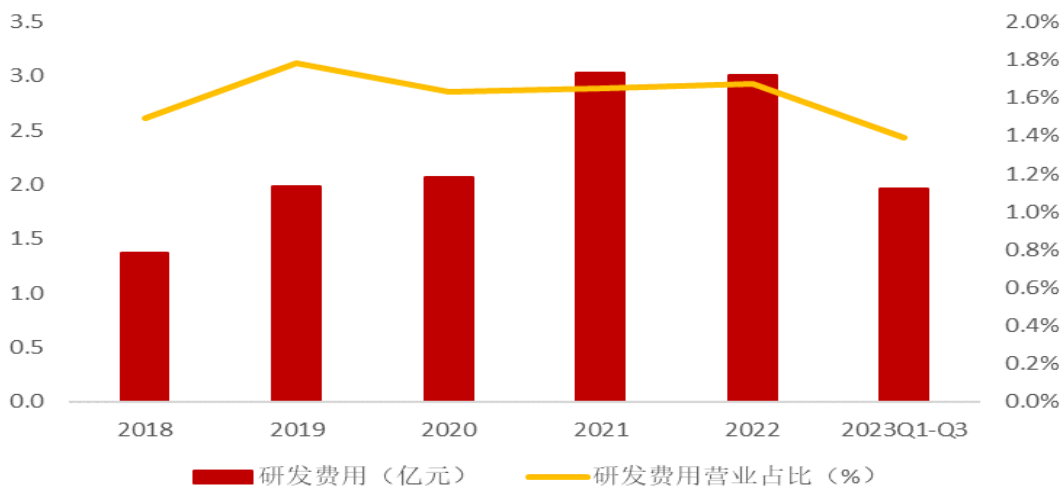


资料来源：顾家家居官网，东莞证券研究所

3.4 研发、生产共前进

公司坚持自主创新、重研发。公司建立了以市场需求为导向的设计研发机制，形成了以原创设计研发为主、与国际知名设计师合作为辅的设计研发运作模式。从研发支出来看，2018-2022年，公司研发费用从1.37亿元增长至3.01亿元，CAGR为21.79%。2023年前三季度，公司研发费用虽有所下滑，但公司“TAKEMEAWAY沙发”仍获得金沙奖休闲椅品类最佳坐具设计金奖，“合一沙发”获得金沙奖沙发品类最佳坐具设计卓越奖，“乘风 M1088 亚运高端床垫”获得金沙奖最佳创新人体工程学设计卓越奖，“合一沙发”和“琵琶椅”双双斩获“2023 德国 IF 奖”，公司连续三年斩获国际设计大奖，展现出公司强大的设计竞争力。

图 30：2018-2023 年前三季度公司研发支出情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

全球化生产基地布局，为产能保驾护航。当前，公司拥有十大制造基地（杭州下沙、杭州江东、杭州临江、嘉兴、黄冈、衡水、重庆、墨西哥、越南、德国）。公司坚持以自主生产为主、外协生产为辅的生产模式。公司的自主生产以订单生产为主、备货生产为辅。公司的外协业务是为了缓解部分产能不足的矛盾，在保证产品质量与综合成本竞争力的基础上，让周边制造企业为本公司贴牌生产部分产品。沙发、床类产品等主打产品基本为自制，集成产品基本为外购。

表 4：公司主营产品产销情况

沙发（标准套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	1779518	1720131	185630	12.74	9.86	47.04
2021	2589421	2500836	274215	45.51	45.39	47.72
2022	2341608	2403332	212492	-9.57	-3.9	-22.51
床类产品（标准套）						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
2020	952338	934543	75218	20.63	19.12	30.99
2021	1374365	1340636	108947	44.31	43.45	44.84
2022	1378911	1405199	82659	0.33	4.82	-24.13

资料来源：公司 2020-2022 年度报告，东莞证券研究所

4. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 2.54 元和 2.91 元，对应估值分别为 14 倍和 12 倍。公司是国内软体家居龙头企业，随着公司多品牌、多品类战略的稳步进行，线上线下渠道的相互结合，公司未来成长可期。维持对公司的“买入”评级。

表 5：公司盈利预测简表（2024/1/29）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,010	18,782	19,948	21,311
营业总成本	16,048	16,489	17,275	18,153
营业成本	12,457	12,586	13,447	14,448
营业税金及附加	100	152	162	173
销售费用	2,952	3,306	3,192	3,090
管理费用	362	451	419	341
财务费用	-124	-325	-278	-240
研发费用	301	319	334	341
公允价值变动净收益	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-30	0	0	0
营业利润	2,052	2,423	2,803	3,288
加：营业外收入	263	215	215	215
减：营业外支出	19	14	14	14
利润总额	2,296	2,624	3,004	3,489
减：所得税	449	489	560	651
净利润	1,848	2,134	2,444	2,838
减：少数股东损益	36	47	53	58
归母公司所有者的净利润	1,812	2,088	2,391	2,780

摊薄每股收益(元)	2.20	2.54	2.91	3.38
PE（倍）	16	14	12	11

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动的风险。公司生产所用的原材料主要包括发泡材料（聚醚、TDI 等）、海绵、布料、皮革、木材、五金等。各种原材料价格的波动将导致生产成本产生波动，从而对公司收入和毛利率产生一定影响。

地产行业回暖不及预期的风险。公司所处家具行业，需求主要来自于新房装修和二手房或租赁的翻新装修。作为家具行业的上游产业，房地产市场的变化将会对家具行业未来需求产生影响。

国内市场竞争加剧的风险。在新房销售下行、订单减少、行业整合加速等综合因素影响下，中小型家居制造商、品牌商在品牌、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，导致行业价格战，平均利润率下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn