

## 锚定大家居战略，软体龙头扬帆起航

### 核心观点

- **深耕家居行业数十载，软体龙头快步迈向大家居。**公司发展早期聚焦于休闲皮沙发业务，而后逐步扩充布艺沙发、床垫、功能沙发以及全屋定制品类。品类扩张以及渠道的开拓带动公司营收、利润实现稳步增长，2013-2023年公司收入、净利润CAGR达22%、17%。拆分公司业务来看，2023年公司境内、境外收入占总收入的比重分别为59%、41%，境内业务在需求相对疲软的背景下仍实现了稳健的增长，境外业务近几年在收入快速增长的同时实现了盈利能力的提升。2024年1月盈峰集团正式入主成为公司控股股东，盈峰集团丰富的资源以及组织、渠道管理经验有助于进一步激发公司经营活力，带动公司向大家居龙头迈进。
- **传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期。**经过数十年的品类培育，公司已形成较为完备的产品矩阵：①沙发业务采取全品类、多价格带布局策略，整体收入规模处于行业前列，功能沙发作为重点发展品类、整体渗透率仍有充足提升空间，公司实现铁架自制后产品质价比突出，有望带动市场份额进一步提升。②床类产品快步成长，当前收入体量已跻身行业第一梯队，近年来公司持续拉宽床垫业务价格布局，线上主打性价比爆款，多价格带获取市场份额。③定制业务经过多年沉淀，收入体量已跻身行业第三梯队，当前公司定制业务盈利能力仍有提升空间，伴随收入规模的提升、盈利有望逐步改善。
- **品牌、渠道布局完备，供应链持续优化，软体龙头综合竞争力突出。**我们认为公司在品牌、渠道以及供应链端均具备较为突出的竞争力：①品牌端，公司以顾家主品牌为基础，通过外延并购等方式实现了从中低到高端的品牌矩阵覆盖，同时通过多元化的营销模式持续维持品牌声浪。②渠道端，经过数十年的渠道深耕，公司渠道广度与深度均居于行业前列，同时公司自2018年以来积极推进“1+N+X”战略以及区域零售中心改革，根据不同发展阶段的不同痛点及时调整渠道组织架构，增强渠道发展活力。③供应链端，公司国内外基地布局较为完备，能够较好的辐射主要内外销市场，同时公司于2019年开始推进仓配改革的改革，有助于减轻经销商经营负担、提升供应链运营效率。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为22.47/25.56/28.44亿元，对应EPS分别为2.73/3.11/3.46元。参考可比公司估值法，给予公司2024年14倍市盈率估值，对应目标价38.22元，首次给予“买入”评级。

### 风险提示

- 地产竣工不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，中美贸易摩擦的风险，高潜品类增长不及预期的风险

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,010	19,212	21,411	24,413	26,951
同比增长(%)	-1.8%	6.7%	11.4%	14.0%	10.4%
营业利润(百万元)	2,052	2,288	2,534	2,911	3,260
同比增长(%)	9.9%	11.5%	10.8%	14.9%	12.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,812	2,006	2,247	2,556	2,844
同比增长(%)	8.9%	10.7%	12.0%	13.8%	11.2%
每股收益(元)	2.20	2.44	2.73	3.11	3.46
毛利率(%)	30.8%	32.8%	32.3%	32.4%	32.5%
净利率(%)	10.1%	10.4%	10.5%	10.5%	10.6%
净资产收益率(%)	21.4%	21.7%	21.2%	20.8%	20.9%
市盈率	14.6	13.2	11.8	10.4	9.3
市净率	3.0	2.8	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2024年06月28日)	32.29元
目标价格	38.22元
52周最高价/最低价	43.68/29.95元
总股本/流通A股 (万股)	82,189/82,189
A股市值 (百万元)	26,539
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024年06月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.15	-7.44	-7.87	-11.37
相对表现%	-1.18	-3.35	-6.19	-1.5
沪深300%	-0.97	-4.09	-1.68	-9.87



### 证券分析师

李雪君 021-63325888\*6069  
 lixuejun@orientsec.com.cn  
 执业证书编号: S0860517020001  
 香港证监会牌照: BSW124

### 联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

## 目录

1 深耕家居行业数十载，软体龙头快步迈向大家居 .....	5
1.1 软体龙头内销增长稳健，外销在提效中积极成长 .....	5
1.2 盈峰集团成为控股股东，有望进一步激发公司经营活力 .....	7
2 传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期 .....	8
2.1 沙发：传统品类优势明显，功能沙发或持续贡献业绩增量 .....	8
2.2 床垫：价格带持续拉宽，业务体量跻身行业前列 .....	10
2.3 定制：基础能力基本完备，整家模式下体量、盈利有望逐步改善 .....	12
3 品牌、渠道布局完备，供应链持续优化，软体龙头综合竞争力突出 .....	13
3.1 品牌矩阵完善，多元化营销支撑品牌声浪 .....	13
3.2 改革持续深化，渠道活力进一步提升 .....	14
3.3 全球化产能布局完备，供应链效率持续优化 .....	16
盈利预测与投资建议 .....	17
盈利预测 .....	17
投资建议 .....	18
风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 深耕家居行业数十载, 软体龙头快步迈向大家居 .....	5
图 2: 2013-2023 年公司营业收入复合增速达 22% .....	5
图 3: 2013-2023 年公司归母净利润复合增速达 17% .....	5
图 4: 沙发、床类产品占公司收入比重为 49%、21% (以 2023 年为例) .....	6
图 5: 2023 年沙发、床类产品贡献毛利润比重为 48%、22% .....	6
图 6: 2013-2023 年公司境内、境外营收 CAGR 分别为 20%、24% .....	6
图 7: 受业务模式影响, 公司内销毛利率高于外销毛利率 .....	6
图 8: 2023 年公司 ROE 水平高于其他可比公司 .....	7
图 9: 公司净利率水平居于行业中位水平 .....	7
图 10: 2023 年公司总资产周转率高于其他可比公司 .....	7
图 11: 公司资产结构持续优化, 负债率呈下行趋势 .....	7
图 12: 盈峰集团于 2024 年成为公司控股股东, 目前持有公司股份约 29% .....	8
图 13: 2010 年以来公司持续推进品类扩张, .....	8
图 14: 2023 年公司沙发业务收入达 93.50 亿元, 过去 5 年收入复合增速为 13% .....	9
图 15: 公司沙发业务居于行业领先地位, 较第二梯队收入规模优势较为明显 .....	9
图 16: 公司沙发产品覆盖价格带宽泛, 涉及中低、中高以及高端市场 .....	9
图 17: 中国功能沙发渗透率不到 10%, 成长空间充足 .....	10
图 18: 2022 年顾家家居在功能沙发市场中的占有率略超 10% .....	10
图 19: 公司于 2023 年发布自研功能铁架技术平台, 主打 0 靠墙技术 .....	10
图 20: 公司云翼沙发配备了 0 靠墙技术, 同时搭配真高脚、羽毛填充, 产品质价比突出 .....	10
图 21: 2023 年公司床类产品营收达 41.04 亿元, 近 5 年收入 CAGR 达 29% .....	11
图 22: 公司床类产品收入体量已接近慕思股份, 低于喜临门 .....	11
图 23: 2020 年中国床具行业 CR4 为 22% .....	11
图 24: 2020 年美国床垫行业 CR5 达 52% .....	11
图 25: 2024 年 618 期间公司线上渠道主打床垫产品的价格多定位在 1000-2000 元 .....	12
图 26: 2023 年公司定制家具营收达 8.8 亿元, 过去 6 年 CAGR 为 47% .....	12
图 27: 当前公司定制业务体量已跻身行业第三梯队 .....	12
图 28: 公司定制业务毛利率较头部企业仍有一定差距 .....	13
图 29: 欧派家居衣柜业务毛利率伴随收入规模提升逐步上行 .....	13
图 30: 2023 年公司顺应整家趋势, 推出 39800 整家套餐 .....	13
图 31: 2024 年公司推出了 698 套餐与 13999 套餐 .....	13
图 32: 公司“好好顾家就是旺”联合营销实现大量曝光 .....	14
图 33: 亚运期间公司积极围绕各大 IP 进行品牌营销 .....	14
图 34: 2023 年公司门店数量达 6946 家, 门店数量处于软体行业第一梯队 .....	15

图 35：2023 年公司终端门店中自有品牌经销门店、其他品牌经销门店占比分别为 71%、27% 15

图 36：2018 年公司推进区域零售中心改革，积极推进终端品类融合..... 16

表 1：公司床垫线下价格带较宽，线上主打性价比产品..... 12

表 2：公司品牌矩阵相对完善，中低、中高以及高端均有品牌覆盖..... 14

表 3：公司自 2019 年开始积极推进 1+N+X 的渠道模式..... 15

表 4：公司国内外产能布局逐步完善..... 16

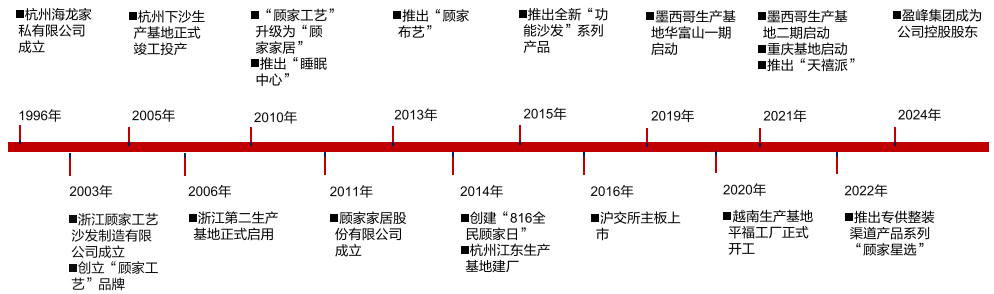
表 5：可比公司 2024 年平均市盈率为 14 倍..... 18

# 1 深耕家居行业数十载，软体龙头快步迈向大家居

## 1.1 软体龙头内销增长稳健，外销在提效中积极成长

**深耕家居行业数十载，软体龙头快步迈向大家居。**公司前身杭州海龙家私有限公司成立于1996年，早期聚焦于休闲皮沙发的生产、销售，2002年创立“顾家工艺”品牌，2010年将品牌升级为“顾家家居”。2011年顾家家居股份有限公司正式成立，并在优势品类皮沙发的基础上陆续扩充布艺沙发、功能沙发、床垫、定制等品类，快步向大家居迈进。2016年公司在沪交所主板上市，2024年1月盈峰集团正式入股成为控股股东。

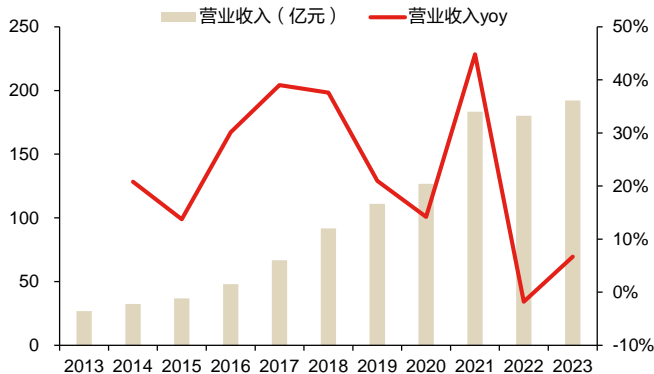
图 1：深耕家居行业数十载，软体龙头快步迈向大家居



数据来源：公司官网，东方证券研究所

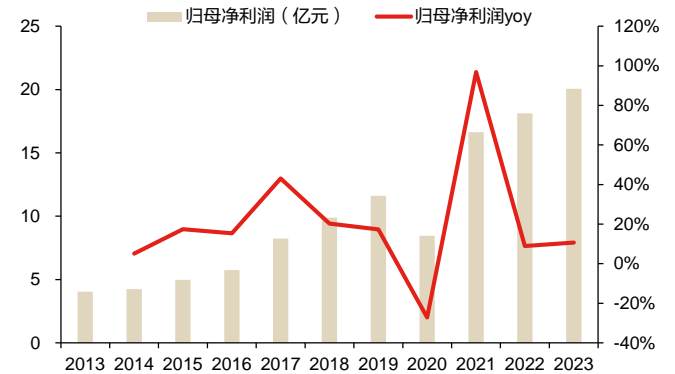
**软体龙头增长势头稳健，过去十年收入、净利润 CAGR 达 22%、17%。**2013 年以来在地产需求释放的带动下，叠加公司品类矩阵持续扩充，公司收入、归母净利润稳步增长，2013-2023 年公司营业收入、归母净利润复合增速达 22%、17%。2023 年在地产行业景气度偏低的背景下，公司依旧实现了相对稳健的增长，2023 年公司分别实现营业收入、归母净利润约 192.12 亿元、20.06 亿元，同比分别增长 7%、11%。

图 2：2013-2023 年公司营业收入复合增速达 22%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2013-2023 年公司归母净利润复合增速达 17%



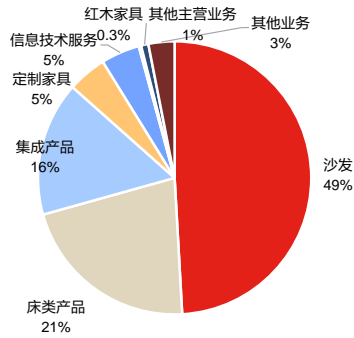
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**沙发、床类产品、集成产品贡献公司收入、利润主要来源。**分品类拆分来看，沙发仍是公司核心品类，2023 年贡献收入、毛利润比重分别为 49%、48%；床类产品经过超 10 年的发展已成为公

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

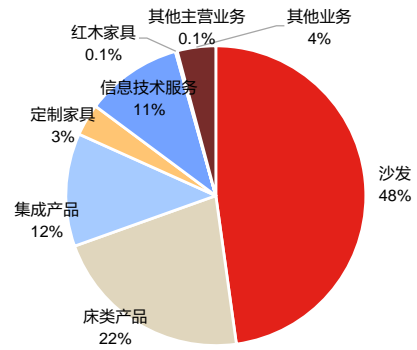
司第二大品类，2023年贡献收入、毛利润比重分别为21%、22%。此外集成产品（包括餐桌、茶几、床头柜、电视柜等）、定制家具业务收入体量也相对较大，2023年分别贡献收入比重约16%、5%。

图 4：沙发、床类产品占公司收入比重为 49%、21%（以 2023 年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

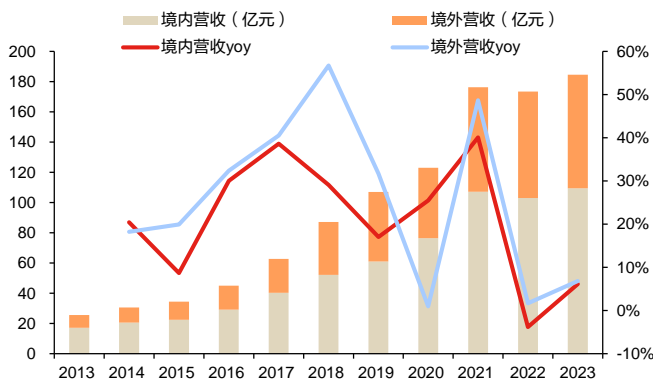
图 5：2023 年沙发、床类产品贡献毛利润比重为 48%、22%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

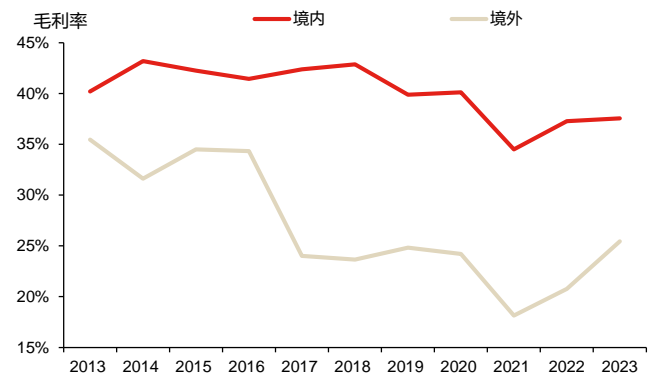
**境内增长稳健，全球化战略持续推进、外销提质增效可期。**拆分内外销来看，2023 年公司境内、境外收入占总收入的比重分别为 59%、41%。境内收入主要来源自主品牌在经销、线下直销以及线上渠道的销售，2023 年公司境内营收达 109.35 亿元，2013-2023 年复合增速达 20%。公司境外业务主要以 ODM 模式为主，近几年在大客户战略的指引下实现了较快的增长，2023 年公司境外收入在剥离玺堡业务的情况下同比仍有 7% 的增长。同时公司也在通过产品结构优化等方式提升境外业务的盈利能力，2022-2023 年毛利率持续改善，2023 年境外毛利率同比提升约 5pct。

图 6：2013-2023 年公司境内、境外营收 CAGR 分别为 20%、24%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：受业务模式影响，公司内销毛利率高于外销毛利率

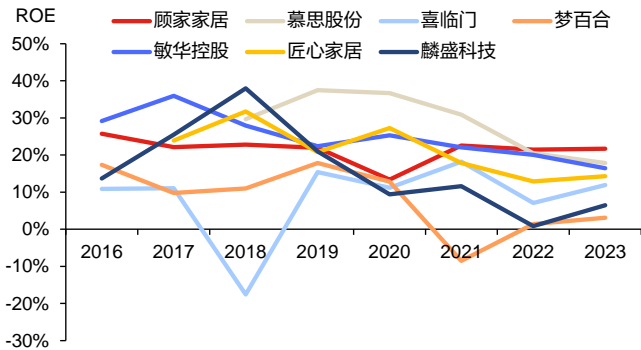


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司盈利能力相对稳定，ROE 水平居于行业前列。**2016 年以来公司保持着相对稳定的盈利能力，除 2020 年外 ROE、净利率分别稳定在 20%-25%、10%-12%。横向对比来看，公司 ROE 水平居于行业前列，2023 年 ROE 达 21.70%，高于其他可比公司；净利率水平居于行业中位，2023 年净利率为 10.50%，与敏华控股较为接近，低于慕思股份，主要系公司以代工为主的境外收入占比相对较高。

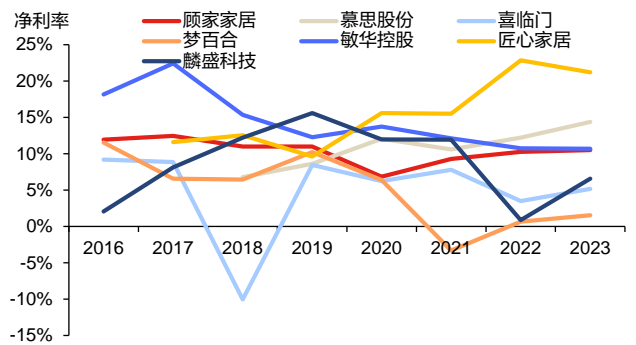
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 8：2023 年公司 ROE 水平高于其他可比公司



数据来源：Wind，东方证券研究所

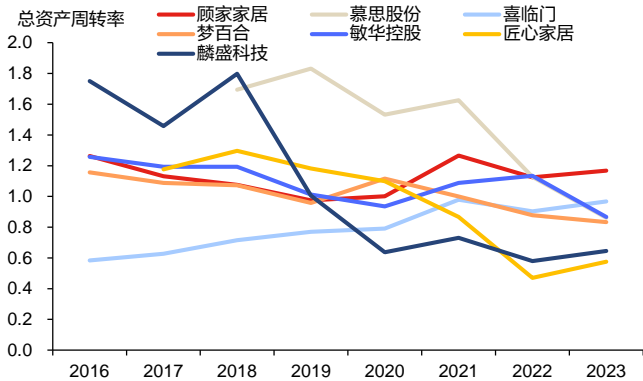
图 9：公司净利率水平居于行业中位水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

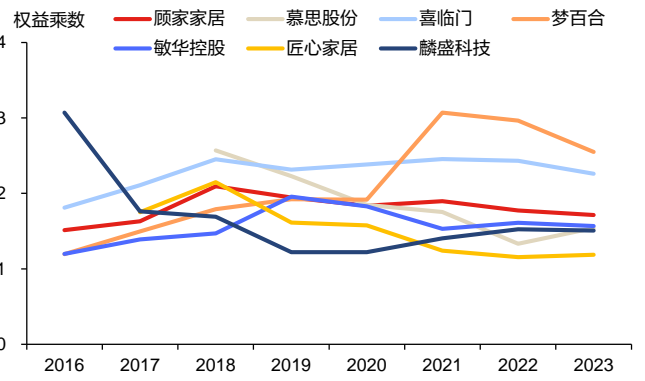
**资产周转效率突出，资产结构持续优化。**公司经过多年的组织结构调整，内部运营效率突出，总资产周转率居于行业前列，2023 年公司总资产周转率为 1.17，高于其他可比公司。此外在稳健的盈利能力以及高效的管理效率的带动下，公司资产结构持续优化，2018 年以来资产负债率呈稳步下行趋势，2023 年公司资产负债率为 41.64%，较 2018 年下降约 11pct。

图 10：2023 年公司总资产周转率高于其他可比公司



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：公司资产结构持续优化，负债率呈下行趋势

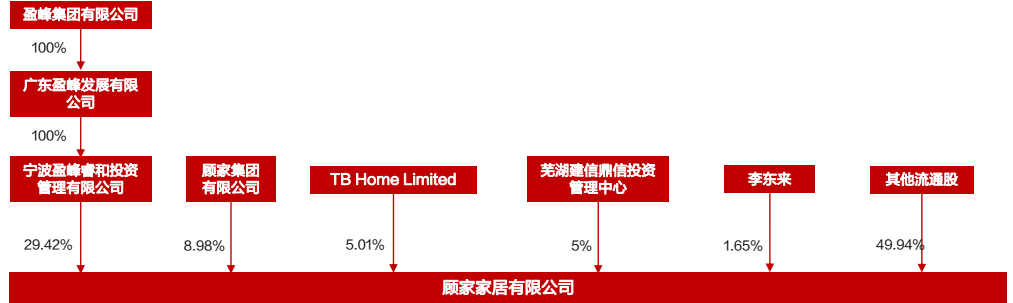


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 盈峰集团成为控股股东，有望进一步激发公司经营活力

**盈峰集团成为控股股东，优质资源注入或进一步激发公司经营活力。**2024 年 1 月盈峰集团正式成为公司控股股东，目前持有公司股份约 29%。盈峰集团已通过投资覆盖金融、环保、园林等产业，资源优势突出，且实控人何剑锋为美的集团实控人何享健之子，在组织、渠道管理方面具备独到且深厚的理解，盈峰集团的入主和资源导入有助于进一步激发公司经营活力、提升综合运营能力。

图 12：盈峰集团于 2024 年成为公司控股股东，目前持有公司股份约 29%

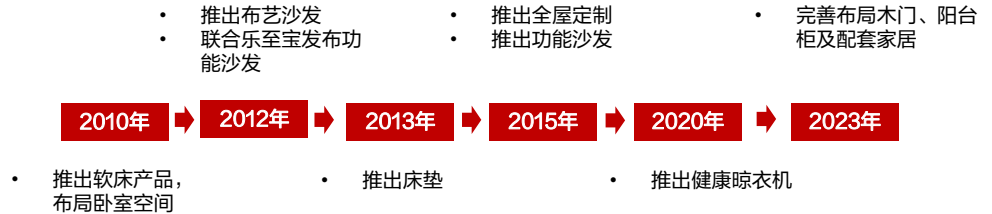


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2 传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期

公司品类矩阵已相对完善，持续聚焦三大高潜品类。公司以休闲沙发起家，2010 年以来在优势品类的基础上陆续布局其他家居子领域，2013 年布局床垫领域，2015 年战略性布局全屋定制以及功能沙发，2023 年进一步扩充木门、阳台柜等品类。公司家居品类布局已相对完善，为整家战略的深化打好了坚实的基础。细分来看，目前功能沙发、床垫以及定制为公司三大高潜品类。

图 13：2010 年以来公司持续推进品类扩张，



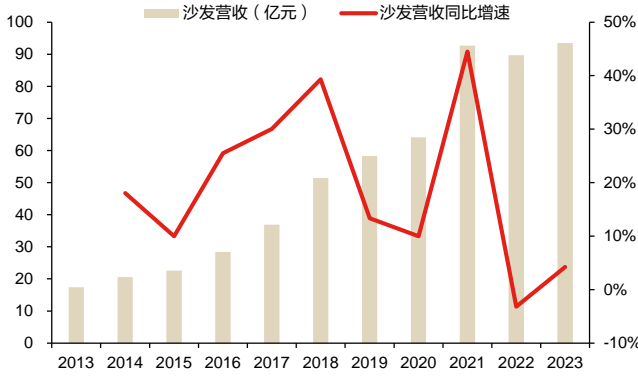
数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 2.1 沙发：传统品类优势明显，功能沙发或持续贡献业绩增量

全品类、多价格带布局，公司沙发业务呈现稳健增长态势。沙发业务是公司传统优势品类，2023 年公司沙发业务实现收入 93.50 亿元，收入规模居于行业第一梯队，较喜临门（旗下可尚、M&D、夏图）、慕思股份等品牌有较大领先优势。从产品端看，公司沙发业务实现了皮沙发、布艺沙发以及功能沙发全品类覆盖。同时公司通过不同品牌与系列实现多价格带覆盖，如公司以顾家主品牌、乐至宝覆盖中高端市场，以 Natuzzi、RolfBenz 来覆盖高端市场，以乐活系列来覆盖中低端市场。

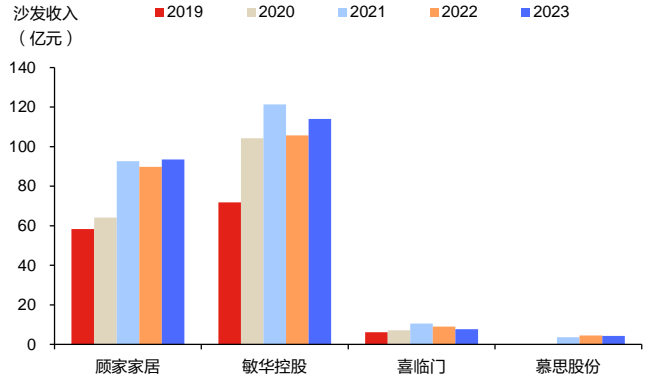


**图 14：2023 年公司沙发业务收入达 93.50 亿元，过去 5 年收入复合增速为 13%**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

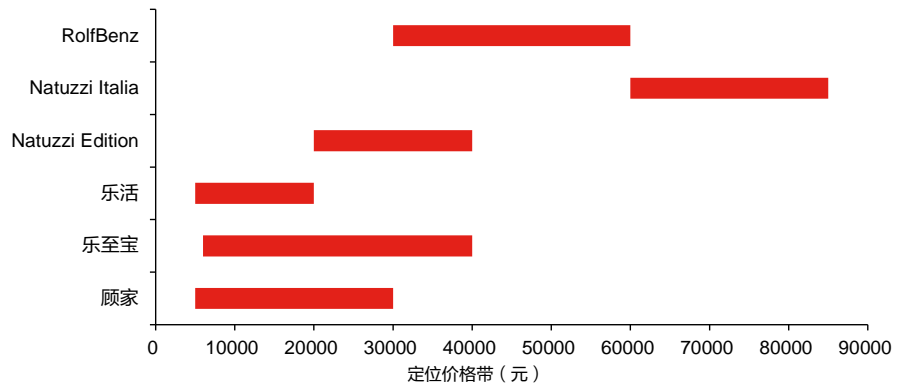
**图 15：公司沙发业务居于行业领先地位，较第二梯队收入规模优势较为明显**



注：此处敏华控股 2019 年收入为 2020 财年收入，对应 2019 年 3 月至 2020 年 3 月，收入已根据当年港币兑人民币汇率做调整

数据来源：公司公告，东方证券研究所

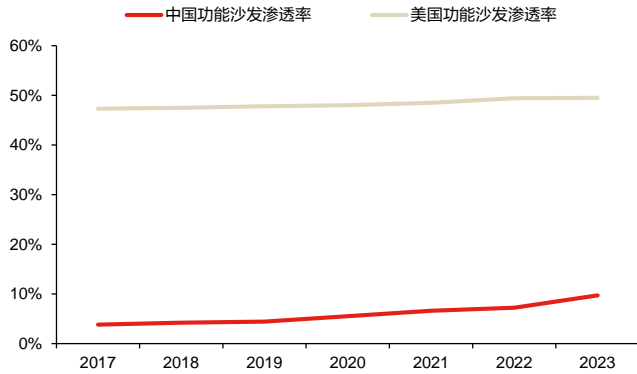
**图 16：公司沙发产品覆盖价格带宽泛，涉及中低、中高以及高端市场**



数据来源：公司官网，公司公众号，东方证券研究所

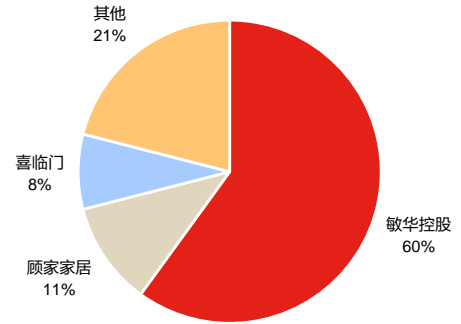
**中国功能沙发渗透率成长空间充足，顾家家居市占率排名市场第二。**当前中国功能沙发仍处于渗透率提升阶段，根据敏华控股的公告，2023 年中国功能沙发渗透率为 9.7%，较美国市场（渗透率接近 50%）仍有充足提升空间。从市占率角度看，当前公司功能沙发市占率（含 LAZBOY）已超 10%，位于行业第二，仅次于敏华控股。

图 17：中国功能沙发渗透率不到 10%，成长空间充足



数据来源：敏华控股公告，东方证券研究所

图 18：2022 年顾家家居在功能沙发市场中的占有率略超 10%



数据来源：智研咨询，敏华控股公告，东方证券研究所

顺利实现铁架自研自制、功能沙发质价比进一步提升。公司于 2023 年发布了自研功能铁架技术平台“KTRON SPACE”，实现了 0 靠墙、真高脚、0 搓背等核心功能，解决了传统功能沙发在家庭应用场景中的诸多痛点。自研铁架上市后，公司近乎全系列功能沙发均实现了靠墙摆放零距离、真高脚摆放等功能，产品质价比进一步提升。

图 19：公司于 2023 年发布自研功能铁架技术平台，主打 0 靠墙技术



数据来源：公司公众号，东方证券研究所

图 20：公司云翼沙发配备了 0 靠墙技术，同时搭配真高脚、羽毛填充，产品质价比突出

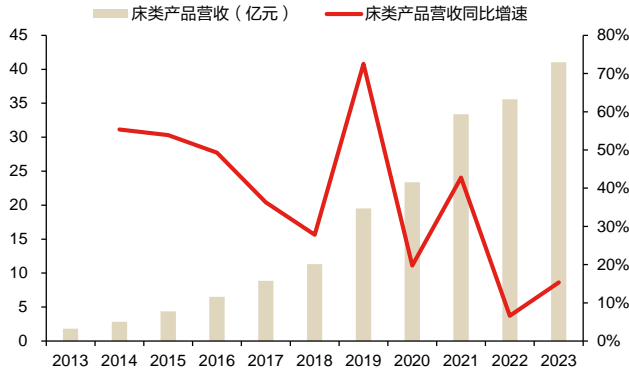


数据来源：公司小程序，东方证券研究所

## 2.2 床垫：价格带持续拉宽，业务体量跻身行业前列

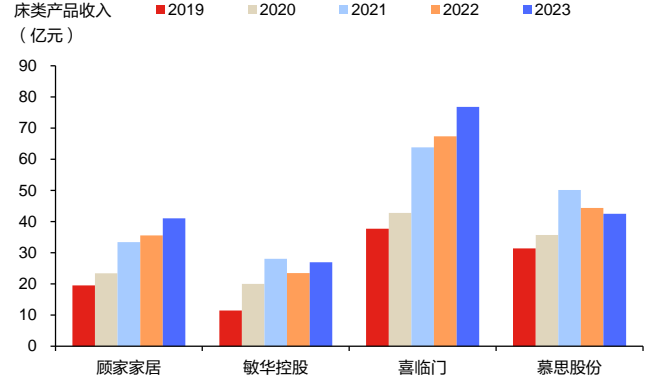
床类产品快步成长，收入体量已跻身行业第一梯队。公司于 2010 年建立睡眠中心，2013 年开始推出自主品牌床垫产品，在发展初期以大单品顾家“1 号垫”（定价 2999 元）快速切入中低端市场、获取市场份额；而后公司逐步向上拉升产品定位，2022 年成为亚运会床垫独家供应商、进一步确立中高端品牌定位。2023 年公司床类产品收入体量已达 41 亿元，销售体量与慕思股份相对接近，已跻身行业第一梯队。

图 21：2023 年公司床类产品营收达 41.04 亿元，近 5 年收入 CAGR 达 29%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

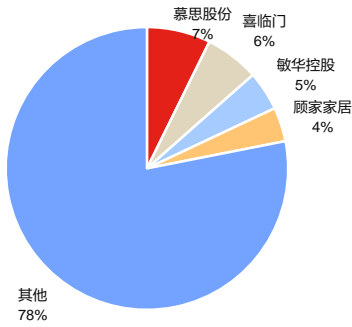
图 22：公司床类产品收入体量已接近慕思股份，低于喜临门



注：喜临门为床垫+软床收入；慕思股份为床垫+床架收入  
数据来源：公司公告，东方证券研究所

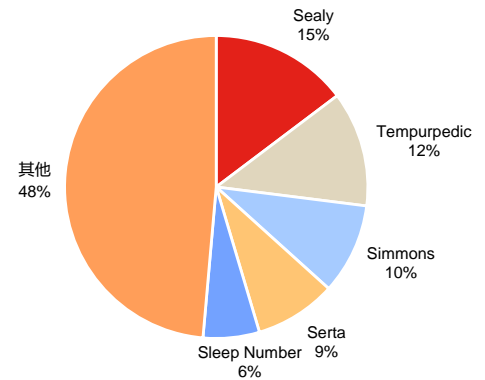
中国床垫市场集中度较低，龙头市占率仍有提升空间。根据今日家居的测算数据，2020 年中国床具行业 CR4 为 22%，同期美国床垫行业 CR5 达 52%，行业集中度仍有较大的提升空间。未来行业龙头有望凭借出众的制造能力、进一步完善的渠道布局以及更加优质的产品质量实现份额的进一步提升。

图 23：2020 年中国床具行业 CR4 为 22%



数据来源：今日家居，东方证券研究所

图 24：2020 年美国床垫行业 CR5 达 52%



数据来源：今日家居，东方证券研究所

公司床垫业务线下价格带逐步拉宽，线上主打性价比爆款、获取中低端市场份额。近年来公司持续通过向上、向下延伸的方式拉宽床垫价格带布局，如线下渠道睡眠中心、乐享系列主要定位中高端人群，定价 7000-20000 元，布艺系列主要覆盖终端人群，定价 4000-7000 元。此外，公司在线上渠道主打的床垫产品价格大多定位在 1000-2000 元，依托于自身制造能力与规模效应，公司在相对较低的价格端能够提供配置更高、产品体感更好的性价比产品，有利于公司提升线上中低端市场份额。

表 1：公司床垫线下价格带较宽，线上主打性价比产品

		床垫价格带（元）
线下渠道	睡眠中心	7000-20000
	乐享系列	8000-16000
	布艺系列	4000-7000
	乐活系列	4000-5000
线上渠道		1000-6000

数据来源：公司官网，公司公众号，东方证券研究所

图 25：2024 年 618 期间公司线上渠道主打床垫产品的价格多定位在 1000-2000 元

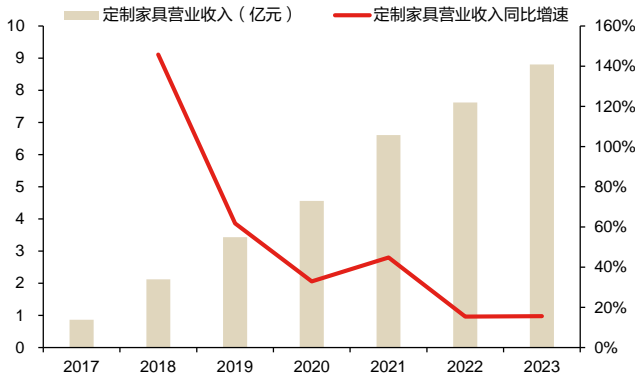


数据来源：淘宝，东方证券研究所

### 2.3 定制：基础能力基本完备，整家模式下体量、盈利有望逐步改善

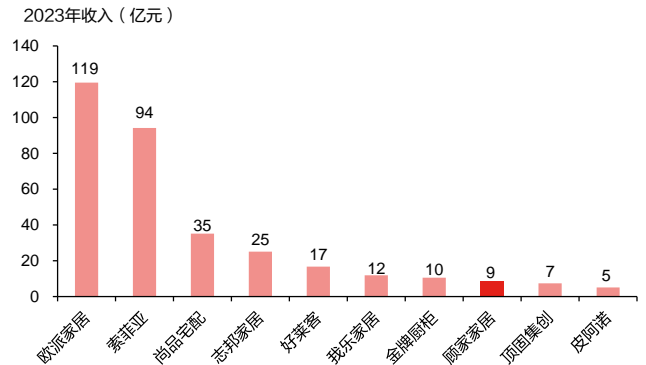
定制业务稳步成长，当前业务体量已跻身行业第三梯队。公司定制业务起源于 2015 年，2020 年开始加大招商力度，早期以“环保 7 号”母婴板为差异化卖点切入市场，经过近十年的渠道建设与基础能力构建，2023 年公司定制业务收入体量已达 8.8 亿元，已跻身行业第三梯队。

图 26：2023 年公司定制家具营收达 8.8 亿元，过去 6 年 CAGR 为 47%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

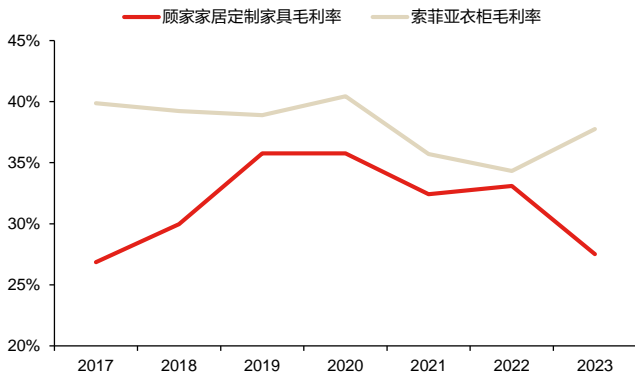
图 27：当前公司定制业务体量已跻身行业第三梯队



数据来源：公司公告，东方证券研究所

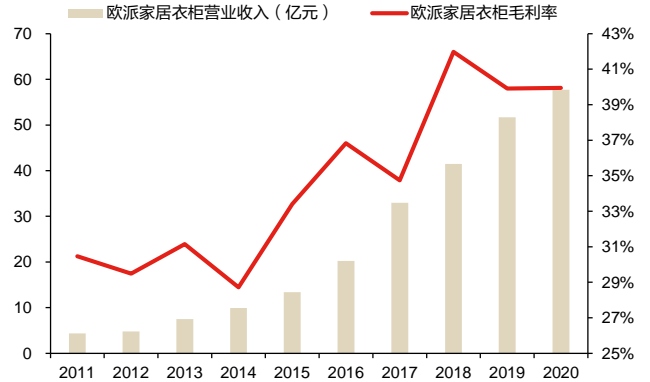
定制发展初期盈利水平相对较低，未来存在一定改善空间。盈利角度看，公司定制业务毛利率较行业内头部企业仍有一定差距，2023 年受以价换量策略的影响，公司定制业务毛利率同比明显回落。定制业务整体规模效应突出，参考欧派家居衣柜业务的发展经验，未来伴随公司定制业务收入规模的持续提升，公司定制业务盈利能力有望逐步改善。现阶段公司定制业务的规模效应已初见成效，23 年公司定制业务采购降本率达到 7%，板材综合利用率达 84%。

图 28：公司定制业务毛利率较头部企业仍有一定差距



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：欧派家居衣柜业务毛利率伴随收入规模提升逐步上行



数据来源：欧派家居公告，东方证券研究所

**锚定整家策略，顺应市场趋势灵活调整终端打法。**公司在定制业务方面持续聚焦一体化整家战略，2023年顺应一体化采购的趋势，公司依托软体优势品类推出了 39800 整家套餐，增强产品销售综合竞争力。2024 年公司在消费环境转换的背景下，较早地在行业内推出了 698 衣柜、橱柜套餐以及 13999 双厅、单卧套餐，强化终端引流、转化能力。

图 30：2023 年公司顺应整家趋势，推出 39800 整家套餐



数据来源：公司公众号，东方证券研究所

图 31：2024 年公司推出了 698 套餐与 13999 套餐



数据来源：公司公众号，东方证券研究所

## 3 品牌、渠道布局完备，供应链持续优化，软体龙头综合竞争力突出

### 3.1 品牌矩阵完善，多元化营销支撑品牌声浪

**公司品牌矩阵相对完善，覆盖终端多元消费群体。**公司以顾家主品牌为基点，通过合作、并购等方式不断扩充品牌矩阵，当前公司已建成了覆盖中低到高端市场的品牌矩阵。目前公司以顾家主品牌定位中高端主流市场，以美国高端功能沙发品牌“LAZBOY”主打高端功能沙发市场，2018年通过收购 RolfBenz 和 Natuzzi（上海）两大海外高端品牌来覆盖高端沙发市场。在中低端市场方面，公司于 2020 年推出天禧派，2022 年推出乐活系列来弥补中低端市场空白。

表 2：公司品牌矩阵相对完善，中低、中高以及高端均有品牌覆盖

品牌	品牌定位	主要覆盖品类
Natuzzi	高端（意大利品牌）	沙发
RolfBenz	高端（德国品牌）	沙发
LAZBOY	高端（美国品牌）	功能沙发
KUKA HOME	高端	沙发
居礼	高端（国风高端品牌）	沙发
顾家	中高端	沙发、床垫以及配套产品
乐活	中低端	床垫
天禧派	中低端	沙发、床垫以及配套产品

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

营销引流打法多元，持续提升品牌声浪。公司在品牌营销能力出众，现象级 IP 全民顾家日深入人心，已连续开展十季。近年来，公司也在积极完善多元营销引流打法、维持品牌声浪，如 2022 年底与旺旺开展“好好顾家就是旺”联合营销活动，获得累计曝光 11.8 亿；同时公司在亚运期间，围绕“丘妈”等 IP 持续发声，多次实现品牌出圈。

图 32：公司“好好顾家就是旺”联合营销实现大量曝光



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：亚运期间公司积极围绕各大 IP 进行品牌营销

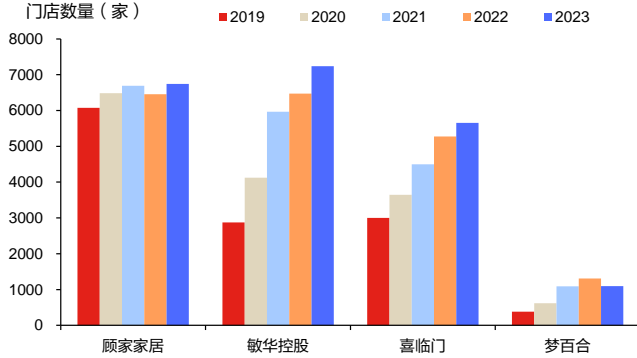


数据来源：公司公众号，东方证券研究所

### 3.2 改革持续深化，渠道活力进一步提升

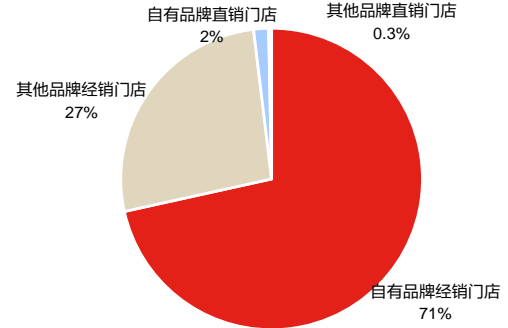
深耕渠道建设数十年，公司门店数量居于软体行业前列。渠道能力是家居企业的核心能力之一，公司深耕软体渠道建设数十年，已积累大量优质经销商与门店资源，2023 年公司门店数量已达 6946 家，门店数量居于行业第一梯队，渠道覆盖面与覆盖深度均较为突出。拆分公司门店结构来看，公司自有品牌与其他品牌的经销门店是主要组成部分，2023 年在公司线下门店中的占比分别为 71%、27%。

图 34：2023 年公司门店数量达 6946 家，门店数量处于软体行业第一梯队



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：2023 年公司终端门店中自有品牌经销门店、其他品牌经销门店占比分别为 71%、27%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**践行渠道 1+N+X 模式，激发门店经营活力。**2019 年公司开始在渠道端践行“1+N+X”模式，该渠道模式经过迭代后已相对成熟，其中“1”主要为顾家生活、融合大店以及品类势能店，“N”为系列单店、品类综合店，“X”为顺应渠道碎片化趋势的其他门店，如街边店、社区店。“1+N+X”的渠道模式确立了公司对于多品类融合大店的核心定位、有助于大家居模式的推行，同时在一定程度上缓解了经销商的经营压力，同时“X”的补充也让公司的渠道结构有一定的张力和创造性。

表 3：公司自 2019 年开始积极推进 1+N+X 的渠道模式

渠道策略	定义	
“1”	主要为顾家生活、融合大店、品类势能店	
“N”	主要为系列单店、品类综合店	
“X”	为探索渠道的无限可能性，顺应渠道碎片化趋势的门店，如街边店、社区店	

数据来源：公司公告，官司官网，东方证券研究所

**2018 年以来推进组织架构变革，事业部制向区域零售中心转变。**在各大品类发展初期，公司在组织结构方面主要采取按品类划分的事业部制，给予各个品类团队充足的发展空间与自主权。随着公司各大品类逐步成熟，终端经销商在业务层面需要与多个事业部分别对接，导致品类融合相对较慢。2018 年公司开始推进渠道变革，将“总部事业部+事业部大区+经销商”模式调整为“营销事业部+区域零售中心+经销商”模式，在全国范围内搭建多个区域零售中心，实现终端营销和渠道管理职能的前置，各大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；并赋予其终端决策灵活权，因地制宜，调整产品和营销打法。同时区域零售中心也在一定程度上解决了各大品类事业部的内部竞争，有助于终端品类融合的推进。

图 36：2018 年公司推进区域零售中心改革，积极推进终端品类融合



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3 全球化产能布局完备，供应链效率持续优化

公司国内外产能布局逐步完善，制造能力持续提升。公司发展之初生产基地大多在华东地区，而后逐步在湖北、河北建设生产基地，增强公司在华中、华北市场的辐射和供应能力，同时也在软体生产的基础上逐步培育起了定制家具自制能力。此外公司为增强境外业务竞争力，先后布局越南、墨西哥基地，目前越南基地已具备软体全品类生产能力，伴随外销收入体量的增长，23 年越南基地利润实现倍增。

表 4：公司国内外产能布局逐步完善

	地点	产能	投产状态 (截至 2023 年底)
国内	杭州下沙	45 万标准套/年	已投产
	杭州江东	97 万标准套软体家具	已投产
	杭州钱塘	100 万套软体及配套	工程进 80%
	杭州江东	1000 万方定制家居	已投产
	河北深州	30 万套软体家具	已投产
	嘉兴工厂	80 万标准套软体家具	已投产
	黄冈工厂	60 万标准套软体家具	已投产
	黄冈工厂	12 万套软体+500 万方定制	已投产
	重庆江津	西南生产基地	工程进度 17%
海外	越南	45 万套家具产品	已投产
	越南	50 万套家具产品	已投产
	墨西哥	墨西哥基地	工程进度约 57%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

大力推进仓配体系建设，优化渠道供应效率。公司于 2019 年开始推进仓配改革的改革，原先经销商需要自行承担物流与仓储职责，仓配改革后公司统筹规划全国范围的干线物流以及各大区域内的中心仓库，有助于减轻经销商经营负担、提升供应链运营效率，截至 2023 年，公司累计建仓覆盖率已超 30%，使得整体存货周转缩短 14 天，提升 19%。



## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 展望未来，我们认为沙发、床类产品以及定制家具仍然是公司未来三年收入增长的主要驱动因素，我们预计 2024-2026 年沙发业务收入同比分别增长 11.1%、10.8%、8.0%，同期床垫业务收入同比分别增长 6.0%、21.4%、14.6%，定制家具业务收入同比分别增长 44.0%、29.9%、21.1%。
- 2) 我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 32.3%、32.4%、32.5%，伴随外贸提质增效、定制业务规模效应逐步释放，预计公司毛利率有望持续小幅提升。
- 3) 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率维持在 17.02%，管理费用率维持在 1.79%，研发费用率维持在 1.38%。
- 4) 公司 24-26 年的所得税率维持 17.30%

#### 盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>沙发</b>					
销售收入（百万元）	8,972.1	9,350.2	10,389.4	11,512.4	12,435.1
增长率	-3.2%	4.2%	11.1%	10.8%	8.0%
毛利率	11.4%	5.5%	8.0%	5.0%	5.0%
<b>床类产品</b>					
销售收入（百万元）	3,557.3	4,103.6	4,351.1	5,281.0	6,052.8
增长率	6.6%	15.4%	6.0%	21.4%	14.6%
毛利率	35.2%	37.1%	36.0%	36.5%	37.0%
<b>集成产品</b>					
销售收入（百万元）	3,016.0	3,027.7	3,364.2	3,727.8	4,026.6
增长率	-3.9%	0.4%	11.1%	10.8%	8.0%
毛利率	28.4%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%
<b>定制家具</b>					
销售收入（百万元）	761.6	880.2	1,267.1	1,645.7	1,992.6
增长率	15.3%	15.6%	44.0%	29.9%	21.1%
毛利率	33.1%	27.5%	29.5%	30.5%	31.5%
<b>信息技术服务</b>					
销售收入（百万元）	824.4	869.7	966.4	1,070.8	1,156.6
增长率	-11.4%	5.5%	11.1%	10.8%	8.0%
毛利率	85.0%	84.3%	84.3%	84.3%	84.3%
<b>红木家具</b>					
销售收入（百万元）	70.1	54.8	54.8	54.8	54.8
增长率	-44.3%	-21.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
<b>其他主营业务</b>					
销售收入（百万元）	135.9	164.4	180.8	198.9	218.8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	-19.6%	21.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	1.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	672.9	761.5	837.7	921.5	1,013.6
增长率	-5.4%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	37.3%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	18,010.4	19,212.0	21,411.4	24,413.0	26,951.1
增长率	-1.8%	6.7%	11.4%	14.0%	10.4%
综合毛利率	30.8%	32.8%	32.3%	32.4%	32.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.47/25.56/28.44 亿元，对应 EPS 分别为 2.73/3.11/3.46 元。公司作为软体行业龙头企业，内销功能沙发、床垫和定制三大高潜品类在产品力、渠道力方面优势突出，同时公司在外销端聚焦大客户战略，持续提升供应能力、提升经营质量，未来有望实现收入、利润的稳健增长。参考可比公司估值法，给予公司 2024 年 14 倍市盈率估值，对应目标价 38.22 元，首次给予“买入”评级。

表 5：可比公司 2024 年平均市盈率为 14 倍

公司	代码	最新价格(元) 2024/6/28	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
慕思股份	001323	28.77	2.01	2.24	2.51	2.84	14.34	12.85	11.46	10.12
匠心家居	301061	46.96	2.45	2.94	3.56	4.30	19.18	15.99	13.19	10.92
麒盛科技	603610	9.88	0.57	0.80	0.93	1.07	17.22	12.37	10.59	9.26
梦百合	603313	7.47	0.19	0.62	0.92	1.26	39.99	12.08	8.10	5.93
喜临门	603008	17.33	1.13	1.49	1.73	1.96	15.31	11.61	10.02	8.83
致欧科技	301376	21.17	1.03	1.24	1.52	1.83	20.59	17.04	13.92	11.54
	最大值						39.99	17.04	13.92	11.54
	最小值						14.34	11.61	8.10	5.93
	平均数						21.11	13.66	11.21	9.43

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **地产竣工不及预期的风险：**由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，公司盈利存在大幅波动的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**家具行业竞争格局整体较为分散，如若行业竞争加剧导致价格战出现，公司盈利或将存在不达预期的风险。
- **中美贸易摩擦的风险：**公司外销收入主要产生在欧美市场，若中美贸易摩擦加剧，关税政策进一步收紧，则有可能导致公司收入、盈利增长不及预期。
- **高潜品类增长不及预期的风险：**功能沙发、床垫、定制是公司三大高潜品类，若公司高潜品类拓展进度不及预期，或导致公司收入增长不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,398	3,583	5,358	6,562	7,981	营业收入	18,010	19,212	21,411	24,413	26,951
应收票据、账款及款项融资	1,036	1,352	1,507	1,718	1,897	营业成本	12,457	12,904	14,499	16,503	18,180
预付账款	130	88	98	111	123	销售费用	2,952	3,366	3,645	4,155	4,588
存货	1,883	1,968	2,211	2,516	2,772	管理费用	362	344	383	437	482
其他	922	546	570	603	632	研发费用	301	265	295	337	372
<b>流动资产合计</b>	<b>8,368</b>	<b>7,536</b>	<b>9,743</b>	<b>11,511</b>	<b>13,405</b>	财务费用	(124)	(1)	20	6	(8)
长期股权投资	34	31	31	31	31	资产、信用减值损失	49	36	25	35	32
固定资产	4,078	4,636	5,446	5,317	6,147	公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
在建工程	994	1,188	658	858	0	投资净收益	47	58	64	64	64
无形资产	876	977	939	902	864	其他	(5)	(68)	(74)	(93)	(110)
其他	1,757	2,411	2,180	2,175	2,175	<b>营业利润</b>	<b>2,052</b>	<b>2,288</b>	<b>2,534</b>	<b>2,911</b>	<b>3,260</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,738</b>	<b>9,243</b>	<b>9,254</b>	<b>9,282</b>	<b>9,216</b>	营业外收入	263	162	211	211	211
<b>资产总计</b>	<b>16,106</b>	<b>16,780</b>	<b>18,998</b>	<b>20,793</b>	<b>22,621</b>	营业外支出	19	9	12	12	12
短期借款	1,479	1,501	1,501	1,501	1,501	<b>利润总额</b>	<b>2,296</b>	<b>2,440</b>	<b>2,733</b>	<b>3,110</b>	<b>3,459</b>
应付票据及应付账款	2,014	1,629	1,830	2,083	2,294	所得税	449	422	473	538	598
其他	3,126	3,345	3,529	3,779	3,991	<b>净利润</b>	<b>1,848</b>	<b>2,018</b>	<b>2,261</b>	<b>2,572</b>	<b>2,861</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,619</b>	<b>6,475</b>	<b>6,860</b>	<b>7,363</b>	<b>7,787</b>	少数股东损益	36	12	14	16	17
长期借款	8	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,812</b>	<b>2,006</b>	<b>2,247</b>	<b>2,556</b>	<b>2,844</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.20	2.44	2.73	3.11	3.46
其他	405	512	315	315	315						
<b>非流动负债合计</b>	<b>413</b>	<b>512</b>	<b>315</b>	<b>315</b>	<b>315</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>7,032</b>	<b>6,987</b>	<b>7,175</b>	<b>7,679</b>	<b>8,102</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	192	184	198	213	231	成长能力					
实收资本(或股本)	822	822	822	822	822	营业收入	-1.8%	6.7%	11.4%	14.0%	10.4%
资本公积	3,545	3,230	3,554	3,554	3,554	营业利润	9.9%	11.5%	10.8%	14.9%	12.0%
留存收益	5,072	6,145	7,249	8,526	9,913	归属于母公司净利润	8.9%	10.7%	12.0%	13.8%	11.2%
其他	(558)	(588)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,074</b>	<b>9,793</b>	<b>11,823</b>	<b>13,115</b>	<b>14,519</b>	毛利率	30.8%	32.8%	32.3%	32.4%	32.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,106</b>	<b>16,780</b>	<b>18,998</b>	<b>20,793</b>	<b>22,621</b>	净利率	10.1%	10.4%	10.5%	10.5%	10.6%
						ROE	21.4%	21.7%	21.2%	20.8%	20.9%
						ROIC	15.4%	17.0%	16.9%	17.1%	17.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	43.7%	41.6%	37.8%	36.9%	35.8%
净利润	1,848	2,018	2,261	2,572	2,861	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	298	464	494	469	521	流动比率	1.26	1.16	1.42	1.56	1.72
财务费用	(124)	(1)	20	6	(8)	速动比率	0.98	0.86	1.09	1.22	1.36
投资损失	(47)	(58)	(64)	(64)	(64)	营运能力					
营运资金变动	(185)	(447)	(74)	(96)	(82)	应收账款周转率	12.8	14.9	13.9	14.0	13.8
其它	620	467	565	35	32	存货周转率	5.7	6.6	6.9	6.9	6.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,410</b>	<b>2,443</b>	<b>3,202</b>	<b>2,922</b>	<b>3,260</b>	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(1,091)	(1,152)	(652)	(497)	(456)	每股指标(元)					
长期投资	199	(203)	0	0	0	每股收益	2.20	2.44	2.73	3.11	3.46
其他	44	(399)	64	64	64	每股经营现金流	2.93	2.97	3.90	3.56	3.97
<b>投资活动现金流</b>	<b>(848)</b>	<b>(1,755)</b>	<b>(588)</b>	<b>(433)</b>	<b>(392)</b>	每股净资产	10.81	11.69	14.14	15.70	17.39
债权融资	(428)	(29)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(15)	(315)	324	0	0	市盈率	14.6	13.2	11.8	10.4	9.3
其他	54	(1,198)	(1,163)	(1,286)	(1,449)	市净率	3.0	2.8	2.3	2.1	1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(389)</b>	<b>(1,542)</b>	<b>(839)</b>	<b>(1,286)</b>	<b>(1,449)</b>	EV/EBITDA	11.3	9.2	8.3	7.5	6.7
汇率变动影响	56	24	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.1	11.0	9.9	8.7	7.8
<b>现金净增加额</b>	<b>1,228</b>	<b>(831)</b>	<b>1,775</b>	<b>1,204</b>	<b>1,420</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。