

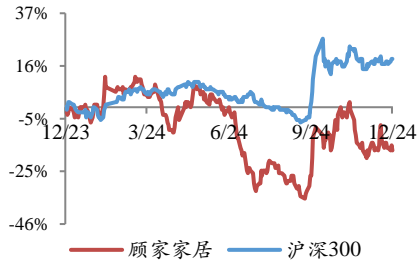
## 多元化品类品牌布局，加速渠道市场变革

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-12-26

收盘价(元)	27.95
近12个月最高/最低(元)	40.99/21.44
总股本(百万股)	822
流通股本(百万股)	812
流通股比例(%)	98.82
总市值(亿元)	230
流通市值(亿元)	227

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 概况：从单品经营转型，向全品类大家居发展

顾家家居是享誉全球的提供一体化整家解决方案的家居品牌，凭借累积的强大品牌力、组织力、研发设计力、渠道力和产品力塑造了较强的护城河优势。公司面对国内外形势的严峻挑战以及日益激烈的市场竞争环境，业绩持续稳定增长。2013年-2023年，公司营业收入整体呈现上升趋势，从26.82亿元增长至192.12亿元，CAGR为21.76%；归母净利润从4.04亿元增长至20.06亿元，CAGR为17.38%。2024年前三季度实现营业收入138.01亿元，同比下降2.37%；归母净利润13.59亿元，同比减少9.49%。

#### ● 品类：多元化品类布局，全方位发展突破

公司以沙发为基，围绕“多品牌、全品类”理念，不断完善品类布局，优化产品结构，床垫、定制产品迅速扩张，实现软体家具全品类覆盖，由单品经营迈向全品类大家居经营。基石品类是沙发和床类产品，为公司提供业绩基本盘；定制家具增长迅速，为公司的未来业绩增长提供新的动力。

#### ● 渠道：施行“1+N+X”发展战略，进行零售变革

通过执行“1+N+X”战略，公司实现在巩固品类专业店优势的同时，加快融合大店/品类势能店的布局，助力全品类大家居发展的变革与创新。同时，公司积极推进渠道组织变革，推动事业部向区域零售中心变革，使区域管理的灵活性提升，并赋予其终端决策灵活权，管理效率显著提升。

#### ● 全球化：生产基地布局完善，深化全球市场

全球化是公司长期重要发展战略之一，公司一直积极进行国内基地和海外基地的布局，提升了全球供应链效率。伴随公司的发展，生产基地由最初大多在华东地区而后扩展到华北地区，同时在海外先后布局越南、墨西哥基地，辐射北美、东南亚等市场。生产基地的建成使公司产能布局更加完善，有利于构建供应链的韧性和优势。

#### ● 投资建议

品类方面，公司全品类矩阵持续丰富，传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期。渠道方面，公司持续推进1+N+X渠道战略和区域零售中心改革，并及时调整渠道组织架构，增强渠道发展活力。供应链方面，公司积极推进海外产能布局，深化全球市场发展。我们预计公司2024-2026年营收分别为189.64/204.65/218.72亿元，分别同比增长-1.3%/7.9%/6.9%，归母净利润分别为18.78/20.57/22.41亿元，分别同比增长-6.4%/9.5%/8.9%。截至2024年12月25日，EPS分别为2.29/2.50/2.73元，对应PE分别为12.23/11.17/10.25倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济与市场波动风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动风险，经销网络管理风险，国际贸易摩擦风险，汇率波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19212	18964	20465	21872
收入同比 (%)	6.7%	-1.3%	7.9%	6.9%
归属母公司净利润	2006	1878	2057	2241
净利润同比 (%)	10.7%	-6.4%	9.5%	8.9%
毛利率 (%)	32.8%	31.9%	32.2%	32.4%
ROE (%)	20.9%	18.0%	18.1%	18.2%
每股收益 (元)	2.44	2.29	2.50	2.73
P/E	14.34	12.23	11.17	10.25
P/B	2.99	2.20	2.03	1.87
EV/EBITDA	9.34	7.05	6.29	5.61

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 12 月 25 日收盘价计)

# 正文目录

1 概况: 从单品经营转型, 向全品类大家居发展.....	6
1.1 软体头部企业, 品牌享誉全球.....	6
1.2 盈峰集团成为控股股东, 股票激励计划推动企业发展.....	8
1.3 营业收入回暖, 毛利率表现亮眼.....	10
2 品类: 多元化品类布局, 全方位发展突破.....	12
2.1 沙发: 宽价格带广泛覆盖市场, 功能沙发贡献业绩增量.....	13
2.1.1 传统沙发: 产品矩阵持续丰富, 价格广泛覆盖消费者.....	13
2.1.2 功能沙发: 积极贡献业绩增量, 科技创新焕新品类.....	16
2.2 床垫: “深睡”技术持续研发, 宽价格带扩大市场份额.....	18
2.3 定制: 产品厚积薄发, 聚焦一体化整家策略.....	21
3 渠道: 施行“1+N+X”发展战略, 进行零售变革.....	23
3.1 执行“1+N+X”渠道发展战略, 打造多品类融合大店模式.....	23
3.2 零售中心转型升级, 组织变革赋能经销商.....	24
4 全球化: 生产基地布局完善, 深化全球市场.....	26
5 盈利预测及投资建议.....	28
6 风险提示.....	29
财务报表与盈利预测.....	31

## 图表目录

图表 1 顾家家居品牌矩阵 .....	6
图表 2 公司产品系列 .....	7
图表 3 公司发展历程 .....	8
图表 4 公司股权结构图 (截至 2024Q3) .....	8
图表 5 公司董事会情况 .....	9
图表 6 公司股票激励计划 .....	10
图表 7 2013-2024 年前三季度营业收入及 YOY .....	10
图表 8 2013-2024 年前三季度公司归母净利润及 YOY .....	10
图表 9 2020-2023 年公司按产品拆分收入结构 (亿元) .....	11
图表 10 2020-2023 年公司按地区拆分收入结构 (亿元) .....	11
图表 11 公司分产品毛利率情况 (%) .....	11
图表 12 公司分地区毛利率情况 (%) .....	11
图表 13 2018-2024 年前三季度公司费用率情况 (%) .....	12
图表 14 2018-2024 年前三季度公司归母净利率情况 (%) .....	12
图表 15 公司产品系列拓展历程 .....	12
图表 16 2023H1 与 2024H1 公司分产品营业收入 (亿元) .....	13
图表 17 2024H1 公司营业收入分产品占比 (%) .....	13
图表 18 2017-2022 年中国传统沙发均价 (元/个) .....	13
图表 19 2023 年我国沙发市场份额情况 (%) .....	13
图表 20 2020 年全球沙发市场规模区域结构 (%) .....	14
图表 21 2020 年美国沙发品牌市场格局 (%) .....	14
图表 22 顾家家居品牌矩阵 .....	14
图表 23 公司传统沙发价格带 (元) .....	14
图表 24 顾家家居传统沙发产品布局以及敏华控股产品布局基本情况 .....	15
图表 25 2016-2023 年中国功能沙发市场规模及 YOY .....	16
图表 26 中国功能沙发市场份额占比 (%) .....	16
图表 27 2019-2023 年美国功能沙发市场规模及 YOY .....	17
图表 28 2018-2025E 中美功能沙发渗透率 (%) .....	17
图表 29 顾家家居、敏华控股、乐至宝功能沙发产品基本情况及对比 .....	17
图表 30 2016-2023 年中国床垫市场规模及 YOY .....	19
图表 31 2020 年中国床垫市场份额占比 (%) .....	19
图表 32 2020 年美国床垫行业销售量市占率 .....	19
图表 33 顾家家居发布“整体睡眠解决方案” .....	20
图表 34 顾家家居成为第 19 届亚运会官方床垫独家供应商 .....	20
图表 35 顾家家居床垫产品分系列价格带 (元) .....	20
图表 36 2017-2022 年中国定制家具市场规模及 YOY .....	21
图表 37 顾家家居新战略发布会 .....	21
图表 38 顾家家居推出 39800 整家套餐 .....	22
图表 39 顾家家居推出 698 套餐与 13999 套餐 .....	22
图表 40 顾家家居全屋定制产品基本情况 .....	22
图表 41 2021-2023 年部分软体企业门店数量对比 (家) .....	23

图表 42 2023 年顾家家居门店类型占比 .....	23
图表 43 顾家家居“1+N+X”渠道策略 .....	23
图表 44 顾家家居大店模式的三种店态 .....	24
图表 45 顾家家居渠道组织变革 .....	25
图表 46 顾家家居事业部制度 VS 区域零售中心 .....	25
图表 47 顾家家居运用华为 RPA 技术 .....	26
图表 48 顾家家居国内外产能布局 .....	26
图表 49 顾家家居 2013 年-2023 年外销收入及 YOY .....	27
图表 50 公司在印度市场推出首个“一体化整家”标杆店 .....	28
图表 51 公司分业务收入预测 (万元) .....	28
图表 52 盈利预测和估值 .....	29
图表 53 可比公司估值 .....	29

# 1 概况：从单品经营转型，向全品类大家居发展

## 1.1 软体头部企业，品牌享誉全球

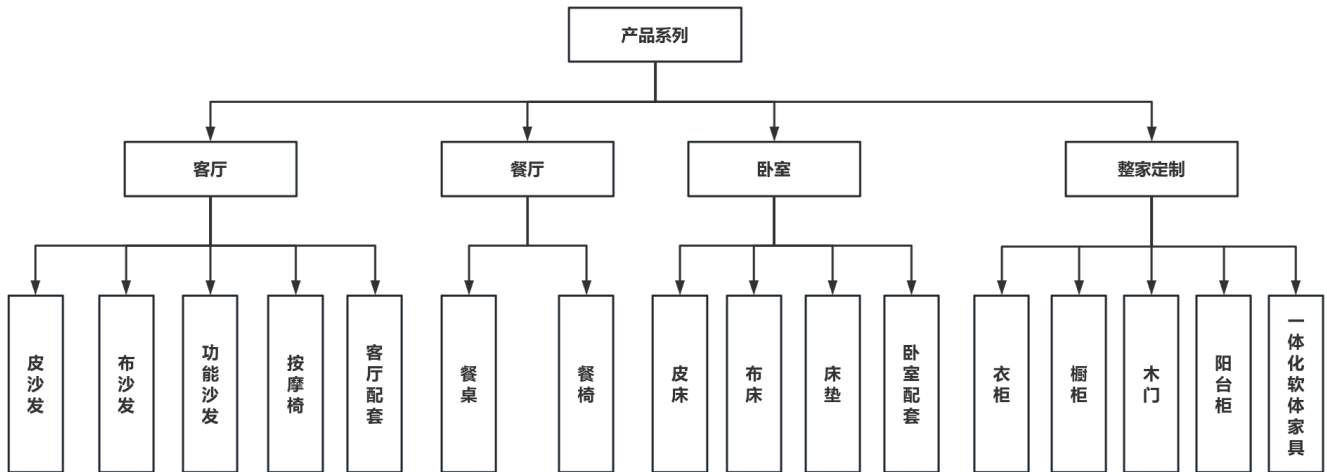
**享誉全球的提供一体化整家解决方案的家居品牌。**公司专业从事沙发、软床、床垫等软体家具以及全屋定制家居产品的研究、开发、生产与销售运营。**产品层面**，公司拥有客厅、餐厅、卧室、整家定制产品系列，产品包括沙发、软床、餐椅、床垫、配套产品、定制家具、红木家具等，其中沙发是公司的主要产品。公司旗下拥有主品牌“顾家家居”、高端子品牌“居礼”、德国高端品牌“ROLF BENZ”，并与美国高端功能沙发品牌“LAZBOY”、意大利高端家居品牌“NATUZZI”战略合作，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。**客户层面**，通过多品牌战略、全品类产品矩阵以及渠道优势，公司成功吸引各类消费者，客户群体广泛，涵盖中低、中高、高端消费群体，并积累了一批优质的海外大客户。**产能层面**，公司拥有多个基地，在国内下设杭州下沙、河北深州、江东工厂和黄冈工厂等大型生产基地，在国外积极布局生产基地，目前海外生产基地包含越南、墨西哥。

图表 1 顾家家居品牌矩阵

品牌名称	创立/收购/合作时间	logo	覆盖品类	品牌定位
顾家家居	1982 年		沙发、床垫以及配套产品	中高端家居品牌，覆盖多样产品。
东方荟	2012 年		全屋定制，提供衣帽间、护墙、书柜、橱柜、门等产品	新中式风格品牌，以高端品质家居生活为出发点，结合中国传统文化，以现代人的审美来打造富有传统韵味的作品，提供一站式高端实木、红木全屋整体解决方案。
天禧派	2021 年		沙发、床垫以及配套产品	定位于中低端市场，为大众家庭打造轻时尚、高性价比的全屋空间产品。
LAZBOY	2012 年		功能沙发	为美国高端功能沙发品牌，定位于高端市场。
ROLF BENZ	2018 年		沙发	收购德国品牌，为德国顶级奢侈品家居品牌，定位于高端市场。
Natuzzi	2018 年		沙发	为意大利高端家居品牌，定位于高端市场。

资料来源：公司官网，各品牌官网，华安证券研究所

图表 2 公司产品系列



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**深耕行业四十余年，公司发展主要经历了三个阶段：**

**阶段一，单品类发展期（1982-2009年）：聚焦休闲沙发，开启品牌国际化之路。**

1982年，江苏南通顾家工坊创建，传承自天台的手工技艺，积累沙发制作工艺，创立“休闲”系列产品；2003年，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；2007年，KUKA HOME 荷兰品牌专卖店开业，开启品牌国际化之路。

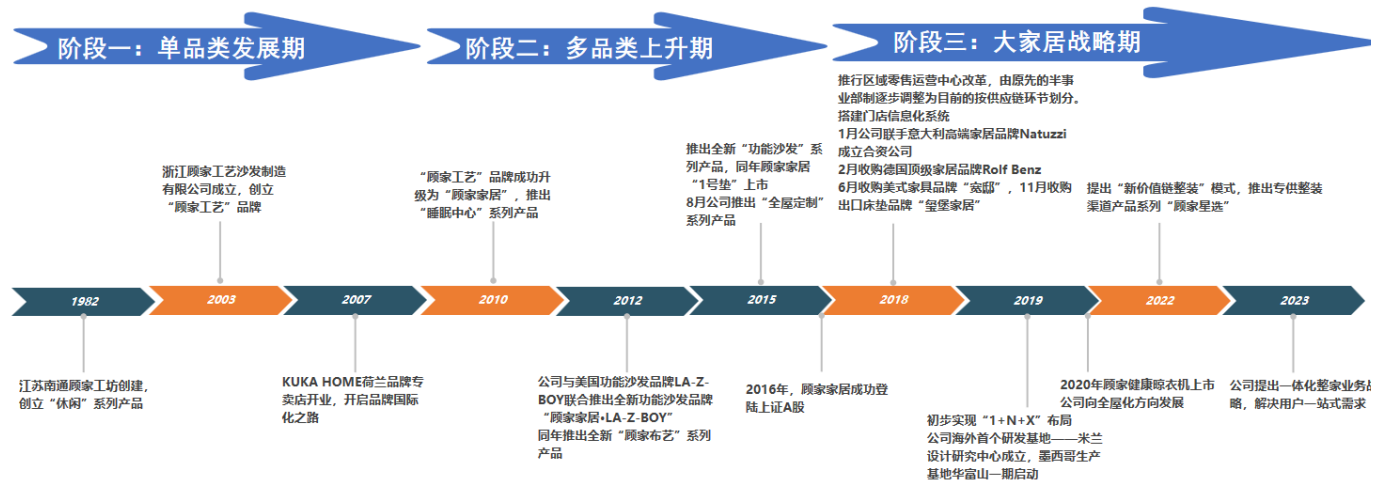
**阶段二，多品类上升期（2010-2017年）：品牌迅速发展，多品类持续推进。**

2010年，“顾家工艺”品牌成功升级为“顾家家居”，推出“睡眠中心”系列产品，开始由单品类逐步拓展；2012年，公司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”，同年推出全新“顾家布艺”系列产品；2015年推出全新“功能沙发”系列产品，同年顾家家居“1号垫”上市，引发行业和消费者喜爱，成功塑造互联网思维打造的现象级产品，同年8月公司推出“全屋定制”系列产品；2016年顾家家居成功登陆上证A股。

**阶段三，大家居战略期（2018年-至今）：渠道组织变革，大家居模式推行。**

**渠道组织方面：**2018年，公司推行区域零售运营中心改革，营销运营体系全面下沉，由原先的半事业部制逐步调整为目的的按供应链环节划分。同时，搭建门店信息化系统，精准掌握终端零售情况，逐渐从制造型向零售型家居企业转型；2019年，公司初步实现“1+N+X”布局，店态全面升级，实现渠道管理数字化。**大家居模式方面：**2018年1月公司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，6月收购美式家具品牌“宽邸”，11月收购出口床垫品牌“玺堡家居”，全面推进大家居战略；2019年公司海外首个研发基地——米兰设计研究中心成立，墨西哥生产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年顾家健康晾衣机上市，推动公司向全屋化方向发展；2021年推出独立轻时尚品牌“天禧派”；2022年提出“新价值链整装”模式，推出专供整装渠道产品系列“顾家星选”；2023年公司提出一体化整家业务战略，解决用户一站式需求。

图表 3 公司发展历程

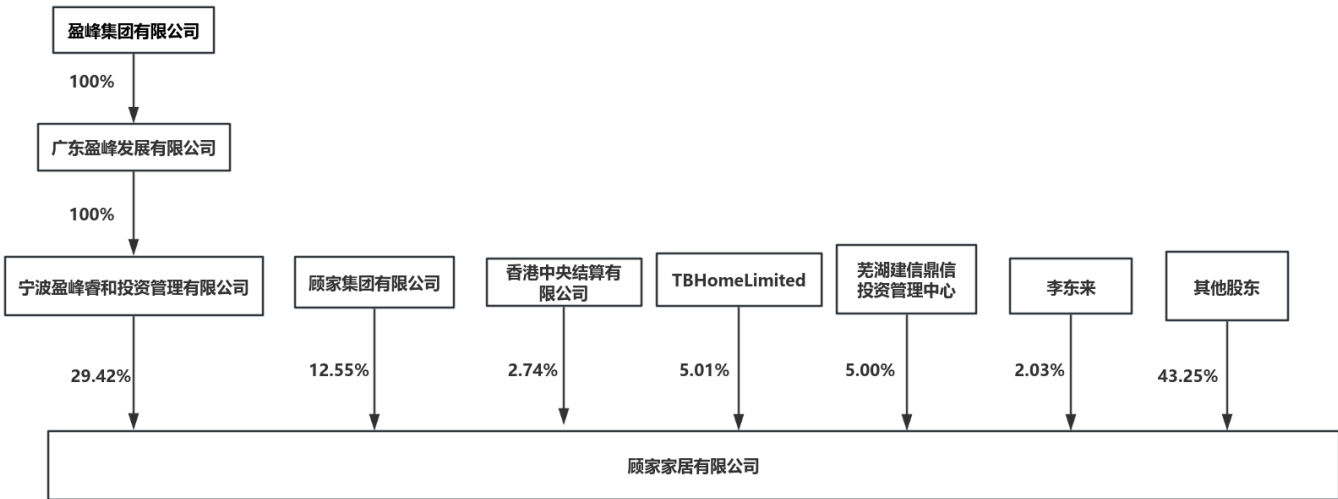


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 1.2 盈峰集团成为控股股东，股票激励计划推动企业发展

盈峰集团为控股股东，股权结构集中稳定。截至 2024Q3，公司实际控制人为何剑锋，控股股东为宁波盈峰睿和投资管理有限公司，目前持股比例达 29.42%。第二大、第三、第四、第五大股东分别为顾家集团有限公司、TBHomeLimited、芜湖建信鼎信投资管理中心（有限合伙）、香港中央结算有限公司、李东来，持股比例分别为 12.55%、5.01%、5.00%、2.74%、2.03%，其他主要股东为信托/基金等公司。

图表 4 公司股权结构图（截至 2024Q3）



资料来源：公司 2024 年第三季度报告，华安证券研究所

**核心管理团队表现卓越，激发公司经营活力。**董事长顾江生深耕软体家居行业多年，具有丰富的经验。董事李东来在顾家家居有限公司中担任多个关键角色，包括总裁、战略委员会委员、提名委员会委员，在公司战略规划和运营方面有着深厚的经验。



**图表 5 公司董事会情况**

姓名	职务	履历
顾江生	董事长	2005 年至 2023 年担任浙江圣诺盟顾家海绵有限公司董事；2008 年至今担任顾家集团有限公司执行董事兼总经理；2010 年至 2023 年担任杭州双华包装材料有限公司执行董事兼总经理；2013 年至今担任顾家集团（香港）国际贸易有限公司董事；2015 年至今担任上海茶马古道电子商务有限公司董事、宁波梅山保税港区双浩股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人；2017 年至今担任杭州爱上租科技有限公司董事、宁波清沅投资有限公司董事长、成都新潮传媒集团有限公司董事；2018 年至今担任杭州顾御企业管理咨询合伙企业执行事务合伙人；2019 年至今担任杭州双睿企业管理咨询集团有限公司执行董事兼总经理、杭州旭煌贸易有限公司执行董事兼总经理；2021 年担任杭州双越企业管理咨询有限公司执行董事兼总经理。
李东来	董事兼总裁	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；2012 年至今担任顾家家居股份有限公司董事兼总裁；2023 年至今担任浙江圣诺盟顾家海绵有限公司董事。
吴芳	董事	2006 年至 2012 年担任“深圳光韵达股份有限公司”“深圳中电数码科技有限公司”财务经理；于 2013 年至 2017 年担任“顾家集团有限公司”财务副总监；于 2018 年担任“TB HOME LIMITED”财务总监职务；2023 年至今担任宁波御鸿实业有限公司监事；2024 年至今担任顾家家居股份有限公司董事。
朱有毅	董事	历任美的集团国际事业部东盟市场部总经理、美的集团全球轻型商用产品线总经理、美的集团国际平台营运与人力资源部及市场部部长、美的集团厨电事业部运营与人力资源部总监、阿里巴巴集团人力资源部资深总监；2023 年至今担任盈峰集团有限公司副总裁；2024 年至今担任顾家家居股份有限公司董事。
邝广雄	董事	2002 年至 2018 年担任美的日电集团财务经理、美的美国公司财务经理、美的厨房电器财务总监、美的中央空调财务总监、美的库卡中国合资公司财务总监；2018 年至今担任盈峰集团副总裁；2019 年至今担任盈峰集团有限公司董事、盈峰环境科技集团股份有限公司董事、盈峰资本管理有限公司董事；2020 年至今担任广东盈峰普惠小额贷款股份有限公司董事长、盈合（深圳）机器人与自动化科技有限公司董事长；2021 年至今担任广州抱朴投资有限公司董事长；2023 年至今担任广东盈峰材料技术股份有限公司董事长；2024 年至今担任顾家家居股份有限公司董事。

资料来源：公司 2023 年年报，同花顺 iFinD，华安证券研究所

**实施股票激励机制，调动团队积极性。** 为了进一步建立、健全公司长效激励机制，充分调动公司董事、管理人员及核心技术（业务）人员的积极性，公司在 2017 年发布《顾家家居 2017 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予的限制性股票数量为 1873.10 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额 41250.00 万股的 4.54%。2017 年限制性股票激励计划分三期来完成，并分年度对公司营业收入增长率(A)及净利润增长率(B)进行考核，从而确定激励对象各期可解除限售数量。2024 年 9 月公司发布《顾家家居股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予的限制性股票数量 983.5288 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 82189.1519 万股的 1.20%。股权激励分三年进行考核，考核目标为 2025、2026、2027 年净利润分别不低于 2021-2023 年三年平均净利润的 100%、105%、110.25%。

图表 6 公司股票激励计划

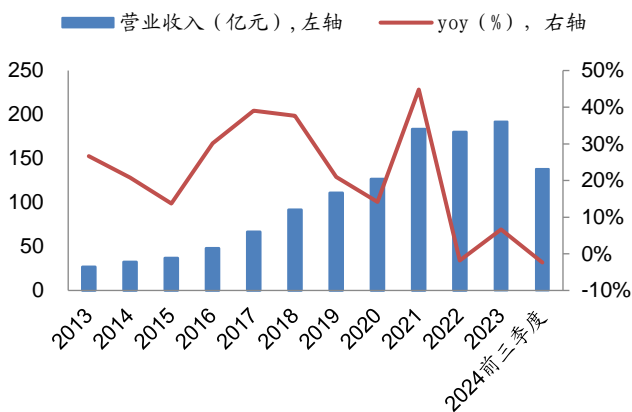
时间	2017 年限制性股票激励计划						2024 年限
	首次授予部 分第一期	预留授予部 分第一期	首次授予部 分第二期	预留授予部 分第二期	预留授予部 分第二期	预留授予部 分第三期	制性股票激 励计划
授予人数	89 人	376 人	82 人	354 人	79 人	340 人	84 人
授予数量	444.48 万 股	111.13 万 股	608.29 万 股	106.81 万 股	801.92 万 股	135.91 万 股	983.5288 万股
股份占比	1.03%	0.18%	1.01%	0.17%	1.27%	0.21%	1.20%
考核目标	以 2016 年营业收入为基 数, 2018 年营业收入增长 率达到 44%; 以 2016 年 净利润为基数, 2018 年净 利润增长率达到 32%。		以 2016 年营业收入为基 数, 2019 年营业收入增长 率达到 73%; 以 2016 年 净利润为基数, 2019 年净 利润增长率达到 52%。		以 2016 年营业收入为基 数, 2020 年营业收入增长 率达到 107%; 以 2016 年 净利润为基数, 2020 年净 利润增长率达到 75%。		分三年进行 考核: 2025、 2026、2027 年净利润分 别不低于 2021-2023 年三年平均 净利润的 100%、 105%、 110.25%。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 1.3 营业收入回暖, 毛利率表现亮眼

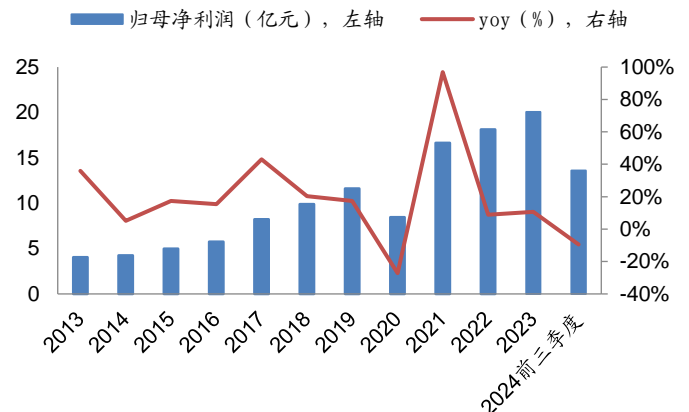
公司整体营业收入稳步提升, 盈利能力逐步增强。2013 年-2023 年, 公司营业收入整体呈现上升趋势, 从 26.82 亿元增长至 192.12 亿元, CAGR 为 21.76%; 归母净利润从 4.04 亿元增长至 20.06 亿元, CAGR 为 17.38%。2024 年, 在国际贸易和房地产市场的影响下, 家居行业延续了弱复苏的态势, 公司积极迎合家居主力消费人群的偏好趋势, 2024 年前三季度实现营业收入 138.01 亿元, 同比下降 2.37%; 归母净利润 13.59 亿元, 同比减少 9.49%。

图表 7 2013-2024 年前三季度营业收入及 yoy



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 8 2013-2024 年前三季度公司归母净利润及 yoy

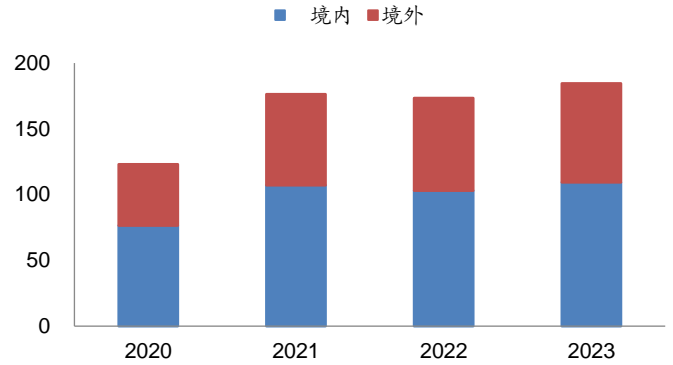
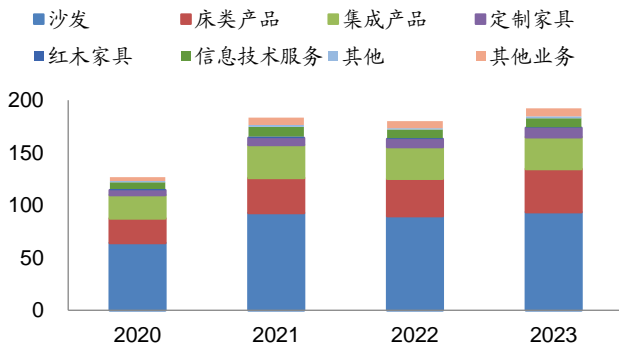


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

以沙发为主产品，以境内为主市场。分产品拆分，2023 年公司沙发/床类产品/集成产品/定制家具/红木家具/信息技术服务/其他/其他业务分别实现收入 93.50/41.04/30.28/8.80/0.55/8.70/1.64/7.62 亿元，同比+4.21%/+15.36%/+0.39%/+15.57%/-21.81%/+5.49%/+20.97%/+13.17%，占比 48.67%/21.36%/15.76%/4.58%/0.29%/4.53%/0.86%/3.96%，公司以沙发产品为主。分地区拆分，2023 年公司境内/境外分别实现营业收入 109.35/75.15 亿元，同比+6.13%/+6.84%，占比 56.92%/39.12%。疫情过后，公司继续扩展海外市场，积极拓展客户，推动了海外地区的收入增长。

图表 9 2020-2023 年公司按产品拆分收入结构 (亿元)

图表 10 2020-2023 年公司按地区拆分收入结构 (亿元)



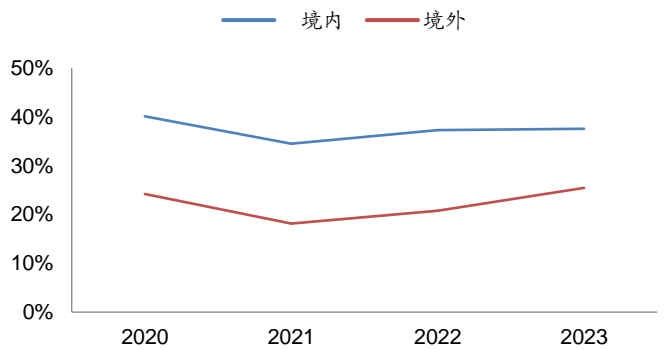
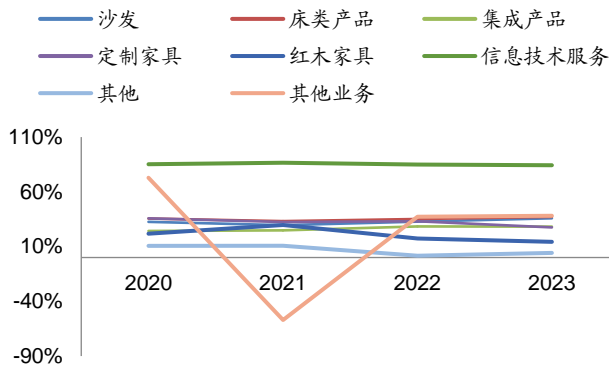
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

核心产品毛利率提升。2023 年公司沙发/床类产品/集成产品/定制家具/红木家具/信息技术服务/其他/其他业务的毛利率分别为 35.83%/37.11%/28.22%/27.51%/14.32%/84.26%/4.14%/38.05%，毛利率同比+3.06%/+1.95%/0.16%/-5.59%/-2.99%/0.75%/+2.51%/+0.72pcts。2021/2022/2023/2024H1 公司综合毛利率分别为 28.87%/30.83%/32.83%/33.03%，同比-6.34%/+1.96%/+2.00%/+1.52pcts。由于原材料价格的部分下跌，叠加持续推进的精益制造和研发能力，公司降本增效，自 2021 年起毛利率逐步上升。

图表 11 公司分产品毛利率情况 (%)

图表 12 公司分地区毛利率情况 (%)

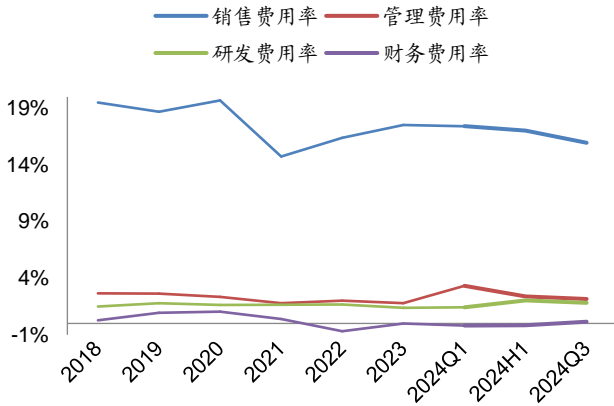


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

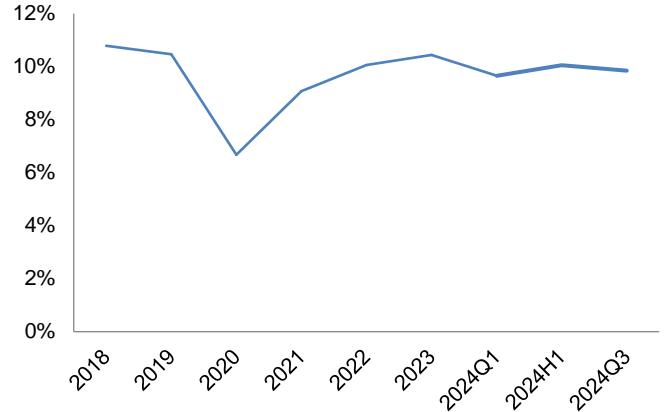
2024 年费用率持续保持低位。2024Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 15.95%/2.16%/1.83%/0.15%，分别同比-0.28/-0.03/+0.45/+0.21pcts，财务费用率的增加主要系汇兑损益增加的影响。2024Q3 归母净利率为 9.84%，同比减少 0.77pct。

图表 13 2018-2024 年前三季度公司费用率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 14 2018-2024 年前三季度公司归母净利率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 品类：多元化品类布局，全方位发展突破

以沙发为基横纵向进行品类拓展，从单品经营转向全品类大家居发展。公司自皮沙发起家，沙发成为当时的绝对主导产品，占据大部分收入来源；2010 年起，公司开始实行多品类布局，先后进军卧室、定制等其他家居子领域，进行产品的横向延伸，丰富产品矩阵；2013 年底公司开始投产自己的床垫，布局床垫领域；2015 年公司推出全新“全屋定制”和“功能沙发”系列产品，进行产品的纵向拓展；2016 年，公司成立顾家定制，从事定制家具的生产、设计与销售；2020 年，公司向全屋化方向发展；2023 年公司提出一体化整家业务战略，解决用户一站式需求。总体来看，公司以沙发为基，围绕“多品牌、全品类”理念，不断完善品类布局，优化产品结构，床垫、定制产品迅速扩张，实现软体家具全品类覆盖，由单品经营迈向全品类大家居经营。

图表 15 公司产品系列拓展历程

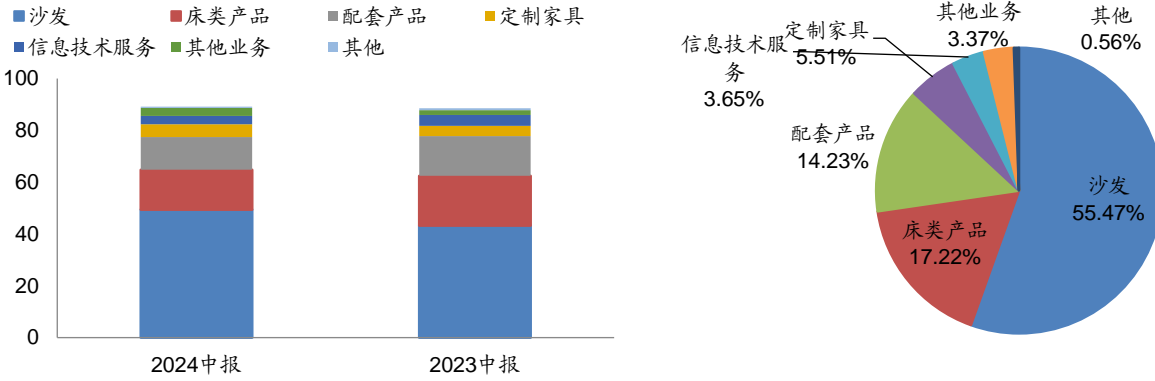


资料来源：公司官网，华安证券研究所

分产品来看，功能沙发、床垫以及定制产品为公司的三大高潜品类。2024 年上半年，沙发/床类产品/配套产品/定制家具/信息技术服务/其他业务/其他分别实现收入

49.42/15.34/12.68/4.91/3.25/3.00/0.5 亿元, 占比分别为 55.47%/17.22%/14.23%/5.51%/3.65%/3.37%/0.56%, 同比+14.24%/-19.92%/-17.42%/+24.85%/-22.51%/+56.94%/-33.22%。基石品类是沙发和床类产品, 为公司提供业绩基本盘; 定制家具增长迅速, 为公司的未来业绩增长提供新的动力。

图表 16 2023H1 与 2024H1 公司分产品营业收入 (亿元) 图表 17 2024H1 公司营业收入分产品占比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

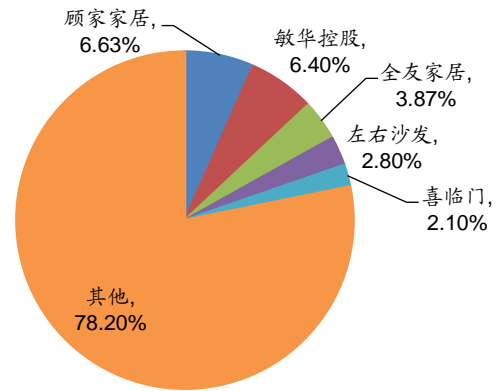
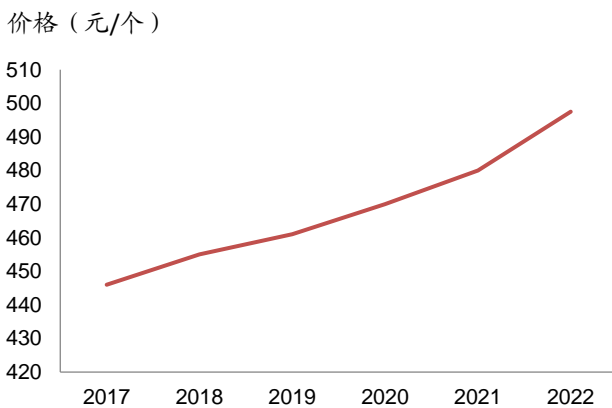
## 2.1 沙发: 宽价格带广泛覆盖市场, 功能沙发贡献业绩增量

### 2.1.1 传统沙发: 产品矩阵持续丰富, 价格广泛覆盖消费者

中国沙发市场规模稳步增长, 市场集中度低。沙发是软体家具中的一种产品, 在客厅装饰中占据着重要的作用。随着经济的快速发展, 居民消费升级, 对沙发的需求上涨。根据智研咨询数据, 2021-2023 年我国沙发市场规模分别为 655.71/684.5/726.82 亿元, 同比增长 7.49%/4.39%/6.18%。沙发品质的提高, 使得沙发行业的均价也在不断上升, 2022 年市场均价达到 497.5 元/个。2023 年我国沙发市场 CR2 约 13%, 沙发行业集中度较低, 中小企业众多, 竞争较为激烈。

图表 18 2017-2022 年中国传统沙发均价 (元/个)

图表 19 2023 年我国沙发市场份额情况 (%)



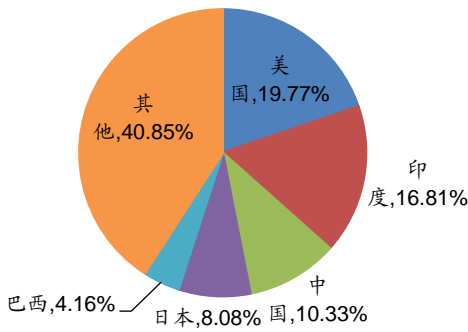
资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

资料来源: 《2023 年版沙发产业规划专项研究报告》, 华安证券研究所

美国沙发市场规模大, 市场集中度高。美国市场对沙发的需求除了换房推动外, 还有老旧房屋的家居更换需求, 相比木质家具沙发因覆盖层容易污染和磨损, 且软垫伴随时间推移而缓冲减少, 故更换周期更短, 通常为 5~8 年左右。根据前瞻经济

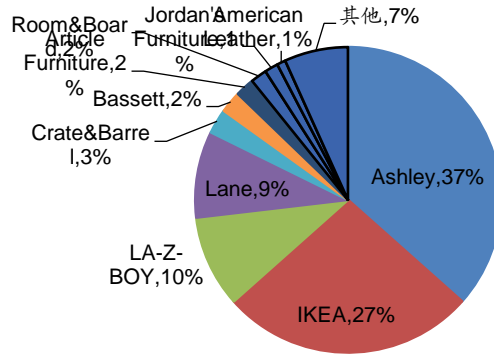
学人数据,美国在全球沙发市场规模中占比最大,2020年占比为19.77%,2020年沙发销售规模达219亿美元;美国的沙发主要依赖进口,2020年,美国沙发进口金额为80.84亿美元,进口需求庞大,而中国是世界第一大沙发出口国,我国每年出口大量沙发销往欧美地区,美国占了中国沙发出口金额的26.78%。根据中研世纪数据,美国沙发市场集中度高,以Ashley、宜家、LA-Z-BOY为头部品牌,2020年CR3为74%。

图表 20 2020 年全球沙发市场规模区域结构 (%)



资料来源: Statista, 华安证券研究所

图表 21 2020 年美国沙发品牌市场格局 (%)



资料来源: 中研世纪, 华安证券研究所

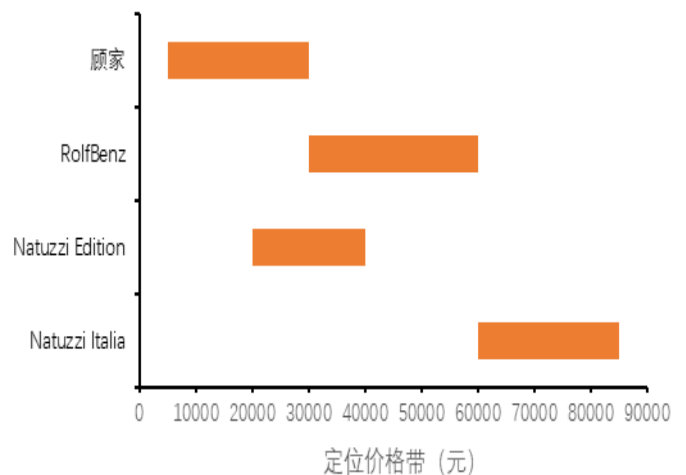
**持续完善传统沙发品牌矩阵, 宽价格带广泛覆盖多元消费群体。**公司传统沙发品类以主品牌“顾家家居”为基点覆盖中高端价格带,通过对内研发创新和对外并购来进行品牌拓展,实现低中高端消费市场 and 价格带的全面覆盖。2018年,公司与Natuzzi建立合资公司,通过收购海外成熟品牌Natuzzi在品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列;同年公司收购Rolf Benz继续填补高端市场空白,覆盖高端消费者和高端价格带。2020年推出独立轻奢时尚品牌“天禧派”,定位中低端大众消费群体,覆盖中低端价格带,主打下沉市场。

图表 22 顾家家居品牌矩阵

品牌	品牌定位	覆盖品类
Natuzzi	高端 (意大利品牌)	沙发
Rolf Benz	高端 (德国品牌)	沙发
KUKA HOME	高端	沙发
天禧派	中低端	沙发、床垫以及配套产品
顾家家居	中高端	沙发、床垫以及配套产品

资料来源: 公司年报, 公司公告, 华安证券研究所

图表 23 公司传统沙发价格带 (元)



资料来源: 公司官网, 公司公众号, 华安证券研究所

公司以皮沙发起家,先后推出全皮沙发、布艺沙发、功能沙发。皮沙发和布艺沙发成为公司在传统沙发方向的主要产品布局。传统沙发产品系列丰富,主要分为

KUKA HOME 全皮沙发、休闲沙发、布艺沙发这三个产品子系列，各系列价格带覆盖范围大。公司的竞争对手 Ashley 是美国家居知名品牌，布局于现代美式复古轻奢沙发，二者的设计风格差异较大。与竞争对手相比，公司近年来推动休闲沙发的价格带下移，拓展中低端系列，进一步扩大客户群体，来推动整体收入稳定增长。

图表 24 顾家家居传统沙发产品布局以及敏华控股产品布局基本情况

公司	产品系列	王牌产品	价格带 (元)	产品优势
顾家家居	劳伦斯真皮沙发	皮沙发	7100-9500	使用头层牛皮，质地柔软、透气性好、耐磨性好；采用零靠墙功能设计；电动功能位可以根据个人喜好调节角度。
	KUKA HOME 全皮沙发	KUKA.130	32540-44490	沙发靠包和扶手枕采用饱满羽绒填充，给予腰背部丰富的弹性支撑。加大加宽的座深设计，让躺靠更加舒适；以其高端大气的设计风格与优质皮料的选择，成为追求奢华感的消费者的首选。
	KUKA HOME 全皮沙发	魅影 8200	18570-25710	功能靠头可自由调节 6 档高度，使坐姿、躺姿舒适；宽大坐深，沙发配置灵动金属高脚与落地舒适厚坐垫两种规格，满足消费者对轻盈简练和沉稳端庄两种风格的追求。
	休闲沙发	舒写沙发 9635	15990-27990	经典分段式高靠背，使得松软靠感升级；调节翻折扶手，使坐靠躺切换自如。
	布艺沙发	时光正好 BY.697	10690-14690	注重舒适度，采用高品质材料和人体工学设计，确保长时间使用也不会感到疲劳；具备一些便捷功能，如可调节的头枕和脚托，以及易于清洁的材料，方便用户日常使用和维护；外观设计上，融合了现代美学理念，既实用又美观，能够提升家居的整体格调。
	布艺沙发	单人布沙发 DK.A025	900-1200	设计为现代简约风格，适合小户型使用，采用科技布材质，具有手动功能。座包兼顾包裹感和支撑力，每次入座都能带来持久舒缓的回弹。
	皮沙发	Ashley 爱室丽 皮革沙发	4000-8000	采用巴西进口头层皮，具有非常好的韧性和使用寿命；内部填充物为多层高回弹海绵，从外到内分别为柔软贴身层、高密度舒适层、高回弹承托层，提供了极高的舒适度；沙发的框架采用纯实木 PU 涂装，确保了沙发的稳定性和耐用性；设计风格多样，涵盖北欧现代、美式田园，从简约到奢华，一应俱全。
Ashley				

布艺沙发

Forsan  
Nuvella 沙发

2000-5000

采用典型的美式现代风格设计，纯色高级灰色调简洁沉稳，使沙发能轻易地搭配不同的家居风格；沙发靠背部分采用固定式靠包，使靠感更充实饱满；采用独特两段式的腰线设计，升级靠背舒适性；整体外观彰显时尚潮流、摩登休闲。

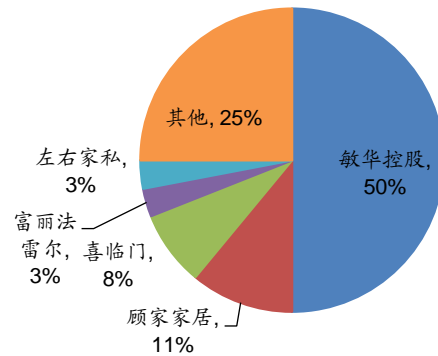
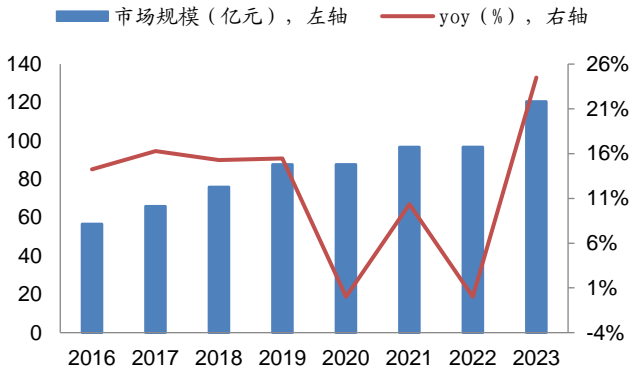
资料来源：顾家家居官网，顾家官方商城，Ashley 官网，华安证券研究所

### 2.1.2 功能沙发：积极贡献业绩增量，科技创新焕新品类

中国功能沙发市场规模稳步增长，行业渗透率低，市场竞争激烈。功能沙发是指具有多种功能的沙发，与普通沙发相比，功能沙发新增姿态调整、转向、摇摆、按摩及储藏等功能，它是一种新型的软体家具。与成熟的欧美市场相比，中国功能沙发行业起步较晚，从 2016 年-2023 年，中国功能沙发市场规模由 56.65 亿元增长到 120.5 亿元，CAGR 为 11.39%，整体呈逐步增长的趋势。中国功能沙发市场正处于低渗透的增长阶段，国内渗透率在 8% 左右，与美国市场 50% 的渗透率相比，中国功能沙发市场开拓空间大，具有很大的市场增长空间。由于行业门槛较低，市场空间大，功能沙发市场竞争激烈，存在一定程度的同质化竞争。目前，在中国功能沙发市场上，占有市场份额比较大的企业为敏华控股、顾家家居、夏图集团、富丽家具、Natuzzi 集团。

图表 25 2016-2023 年中国功能沙发市场规模及 yoy

图表 26 中国功能沙发市场份额占比 (%)



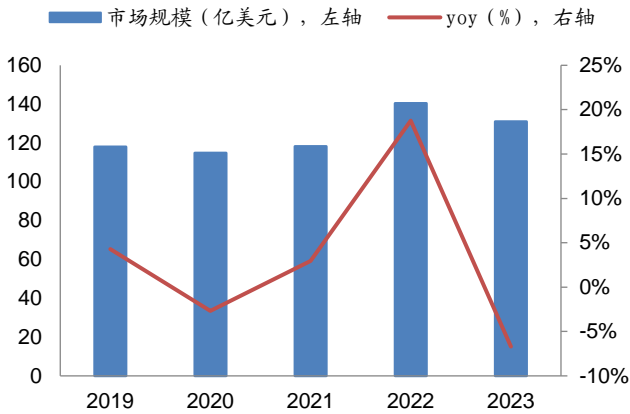
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

资料来源：智研咨询，华安证券研究所

美国功能沙发市场规模大，市场渗透率处于较高水平。美国是功能沙发的发源地，由于高人均可支配收入，功能沙发占据主流市场，美国功能沙发消费成熟度全球领先。2019-2023 年美国功能沙发市场规模分别为 118/114.83/118.22/140.4/131 亿美元，同比+4.30%/-2.69%/+2.95%/+18.76%/-6.70%，CAGR 为 2.6%。美国功能沙发市场渗透率在 50% 左右，市场集中度较高。

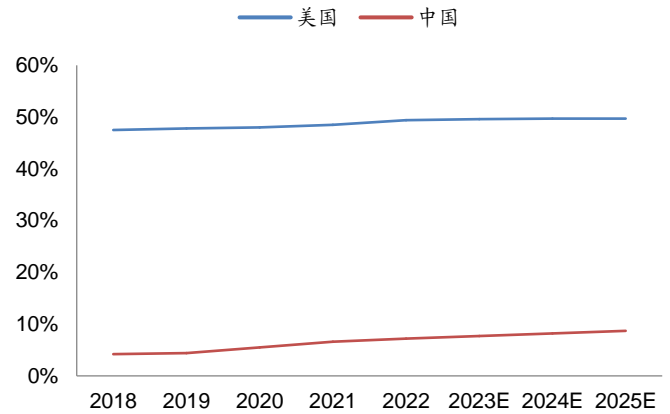


图表 27 2019-2023 年美国功能沙发市场规模及 yoy



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

图表 28 2018-2025E 中美功能沙发渗透率 (%)



资料来源: 敏华控股公司公告, 华安证券研究所

**公司积极布局功能沙发, 成为业绩增长点。**公司自 2015 年开始进行功能沙发的布局, 业务逐步从休闲沙发辐射到功能沙发。近年来, 公司功能沙发的销量持续增长, 成为公司主要规模和业绩增量贡献品类, 进一步巩固了公司中高端现代风格领先地位。根据 2024 年公司半年报, 公司的外贸业务表现亮眼, 这主要得益于公司聚焦功能沙发品类, 大力进攻美式过渡风格, 抢抓了功能单椅的发展机会。

**公司丰富功能产品矩阵, 通过技术创新和设计美学使产品力持续提升。**公司拥有“La-Z-Boy 功能沙发”产品线, 产品矩阵逐步丰富, 核心产品有“逸境”“云翼”“云端”等系列。公司创新性推出“KTRON SPACE”铁架, 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不能靠墙放的痛点, 做到了沙发与墙的无间隙摆放; 同时, 公司创新推出“一体成型云感海绵”, 海绵具有很好的环保性与舒适性, 实现“0 胶水、0 切割、0 气味”的功能, 同时做到经久耐用, 长效续航。这两大创新技术解决了以往诸多同类品牌都无法解决的问题, 为公司功能沙发带来硬核实力; 与竞争对手敏华控股相比, 公司三座两电动位功能沙发价格带约为 6855-11998 元, 基于供应链和研发技术优势, 公司正在不断强化功能沙发的产品竞争力。

图表 29 顾家家居、敏华控股、乐至宝功能沙发产品基本情况及对比

公司	产品	所属品牌	价格 (元)	产品优势
顾家家居	KG.200 云翼	顾家家居	22990	KTRON SPACE 铁架技术实现沙发与墙完美贴合, 达到真正 0 靠墙, 为客厅省出更多空间; 底部采用真高脚, 实现 14cm 底部高度, 方便扫地机器人畅行; 开合无顿挫, 让躺平更轻松。
	KG.159 云鼎	顾家家居	31090-53590	采用全新靠头功能架, 实现旋转架的自由调节, 使头颈依靠更为随心、舒适; 脚踏自如开合, 释放腿部自由; 扶手、靠背、坐垫三位一体, 均填充 70% 高饱满羽毛, 实现全方位包裹。
	“云端”系列	顾家家居	5000-10400	采用进口天然牛皮, 纹理清晰, 质感惊艳; 功能位向前延伸, 无需预留墙角空

敏华控股

LAZBOY  
乐至宝

ESTELLER 意斯特功能沙发	芝华仕	10000-50000	100%全皮,采用意大利进口全真皮作为主要材质,确保了沙发的耐用性和舒适性;设计源自意大利,提供多种规格尺寸和款式搭配,满足个性化需求;提供电动调节功能,靠背和腿部均可电动调整,带来舒适的家居体验。
NICOLETTI 尼科莱蒂功能沙发	Nicoletti	7000-40000	融合了意大利传统艺术的文化美感与现代家具的时尚设计感,产品灵动、唯美、时尚、精致,充分满足人们对家居产品的舒适美观需求。
头等舱沙发	芝华仕	5399-19999 (三座两电动位款功能沙发)	精选欧美头层牛皮,根据人体五大需求——用计算机、看电视、听音乐、阅读、休息而研发设计智能功能,满足不同体型的消费者找到舒适角度,自主研发生产海绵,手感柔软,坐感舒适,造型时尚,工艺精湛,承托身体每一部分,确保消费者在各种条件下都能舒适放松,自在享受。
CONTEMPO 意之堡沙发	Contempo	20000 左右	专注于布艺功能沙发设计制造,精选优质高级棉麻混纺、雪尼尔、高级丝绒等顶级面料。以精湛工艺技术缔造意式高端舒适生活品质,为全球精英圈层缔造高端品味生活家。
慕尼黑 168	LAZBOY	61600 左右	设计灵感来源于马术运动,其外观具有回型薄垫式扶手和双层捏边的立体感设计,坐垫外挂 T 型设计,承受耐力强;沙发采用进口头层黄牛皮,手感舒适且具有强舒适性,金属的高脚设计增加沙发的品质感;具备隐藏式的脚拖、三段式脚托设计,可根据不同需求调节至完美承托角度,缓解工作疲劳或享受悠闲时光。

资料来源:顾家家居官网,顾家官方商城,敏华控股官网,乐至宝官网,华安证券研究所

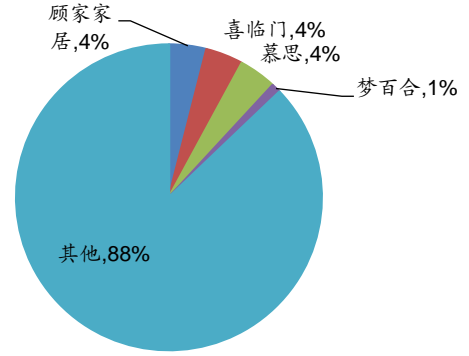
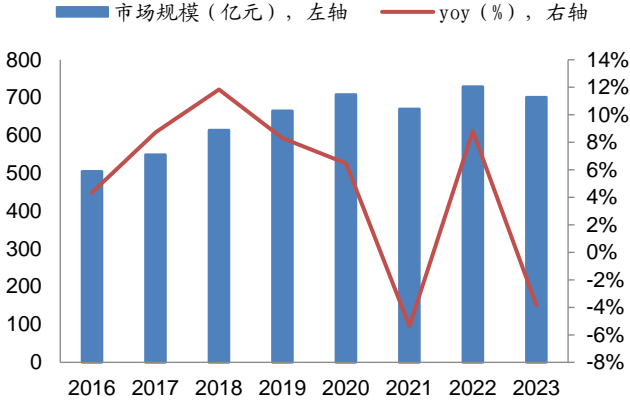
## 2.2 床垫:“深睡”技术持续研发,宽价格带扩大市场份额

中国床垫市场规模整体高速增长,市场集中度逐步提升,但仍有较大提升空间。床垫作为改善睡眠质量和睡眠健康的重要产品,是睡眠经济的重要组成部分,随着我国居民对睡眠质量要求的提升,床垫的发展规模及普及率逐步提升。2016年-2023年,中国床垫市场规模由505亿元增长到701亿元,CAGR为4.80%,整体呈快

速增长的趋势。据前瞻产业研究院数据，2020 年中国床垫行业的 CR4 为 13%，集中度存在较大的上升空间。国内床垫行业的企业数量众多，以中小企业为主，市场竞争较为激烈。目前，在中国床垫沙发市场上，占有市场份额比较大的企业为顾家家居、喜临门、慕思股份等。

图表 30 2016-2023 年中国床垫市场规模及 yoy

图表 31 2020 年中国床垫市场份额占比 (%)

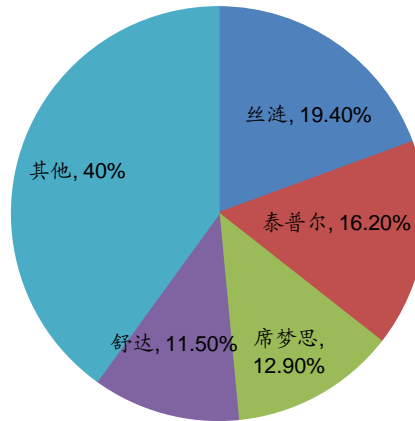


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

**美国床垫市场规模大，市场集中度较高。**美国是全球最大的床垫消费国，除受宏观经济影响外，美国床垫市场一直保持稳健成长态势。根据 CISM 数据，美国床垫出厂端市场规模（零售端市场规模约为 180 亿美元/Mattress Firm 数据）从 2015 年的 65.3 亿美元增长到 2020 年的 90.2 亿美元，年均复合增速为 4.2%。美国床垫市场集中度较高，竞争格局稳定，丝涟、泰普尔、席梦思、舒达四大品牌市占率长期位列美国床垫市场前四位，根据 Furniture Today 数据，2020 年其销售量市占率分别为 19.4%、16.2%、12.9%、11.5%，CR4 为 60%。

图表 32 2020 年美国床垫行业销售量市占率



资料来源：Furniture Today，华安证券研究所

以“深睡”为核心战略，产品与营销强结合，床垫从 0 到 1 的初期发展迈向从 1 到 10 的全新发展阶段。顾家床垫于 2013 年成立，2015 年顾家“1 号垫”快速打开市场，经过几年的发展，床垫已成为公司第二大品类。公司以“深睡”为核心理念，联合

专业院校及权威学术机构，进行以床垫睡感为核心的深睡技术与开发，持续推出研发高品质床垫产品。**精益品质和深睡技术**是顾家床垫不断突破的两大方向，2022年公司发布“整体睡眠解决方案”，从床垫单品深睡主张提升到整体睡眠解决方案，产品竞争力进一步夯实；公司采用产品与营销强结合的模式，使品类势能获得提升，如床垫亚运系列IP打造与卧室空间亚运营销持续发声，实现声量与销量的双重突破。此外，顾家床垫还是中国航天ASES官方合作家居品牌，品牌知名度和认可度正在不断提升。

图表 33 顾家家居发布“整体睡眠解决方案”



资料来源：公司官网，华安证券研究所

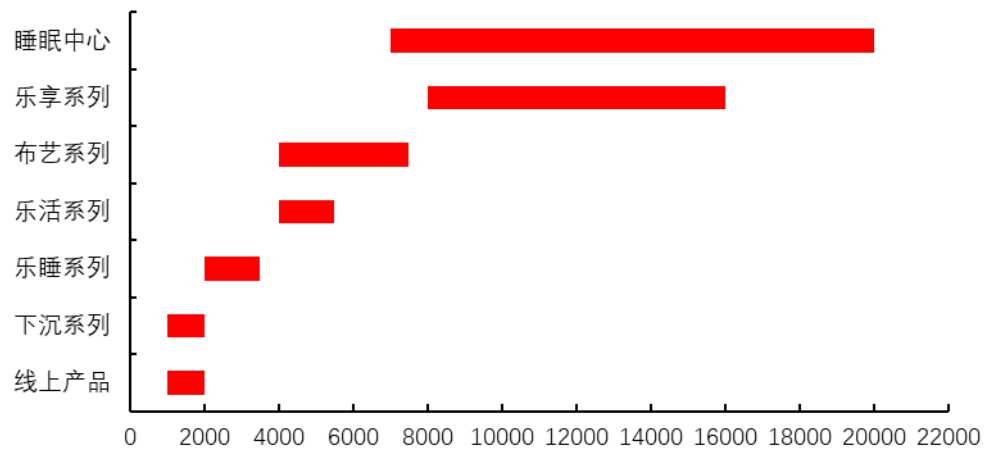
图表 34 顾家家居成为第 19 届亚运会官方床垫独家供应商



资料来源：公司官网，华安证券研究所

床垫价格带覆盖范围大，线上定位中低端市场，线下定位中高端消费群体。公司通过多样化系列和产品向中低端和中高端消费市场同时布局，实现宽价格带的产品定位。线上主打高性价比产品，价格大多在 1000-2000 元，有助于扩大中低端市场份额；线下产品系列丰富，睡眠中心、乐享系列主要定位中高端市场，价格集中在 7000-20000 元；布艺系列集中定价 4000-7500 元，乐活、乐睡及其他下沉系列价格可下探到 1000 元左右，定位中低端市场。公司通过提供不同系列的产品，满足多元消费者的需求。

图表 35 顾家家居床垫产品分系列价格带（元）

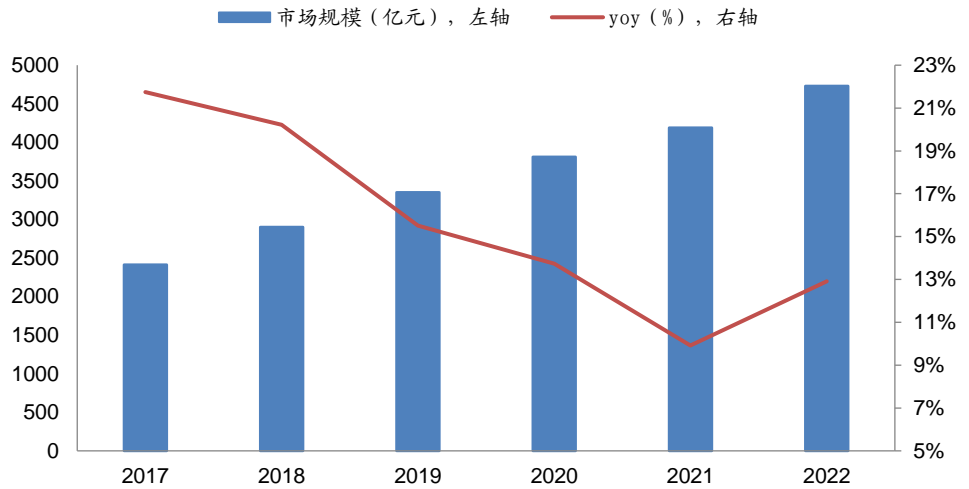


资料来源：顾家家居公众号，顾家官方商城，华安证券研究所

### 2.3 定制：产品厚积薄发，聚焦一体化整家策略

中国定制家具市场规模整体呈现增长态势，市场格局整体相对分散，竞争激烈。受益于城镇化进程的加快、居民收入水平的提高以及消费观念的转变，中国定制家具行业近年来呈现出快速增长的态势。2022 年我国定制家具行业产值为 2143.24 亿元，同比减少 3.55%；2023 年行业产值为 2170.59 亿元，同比增长 1.28%。2017-2022 年我国定制家具市场规模由 2413 亿元增长到 4730 亿元，CAGR 为 14.41%，整体保持高速增长。定制家居行业进入门槛较低，中低端产品同质化现象严重，市场集中度低。

图表 36 2017-2022 年中国定制家具市场规模及 yoy



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

从软体切入定制，以整家大家居为战略持续发展。公司在软体业务发展的基础上积极开拓定制业务，提供软体+定制叠加的完整供应链体系，以软体+定制一体化驱动赋能装企。公司在 2023 年正式启动“一体两翼·双核发展”新战略，“两翼”分别为“软体品类运营创新”和“一体化整家业务突破”。公司围绕此战略，凭借特有的品类专业化能力、一体化设计交付能力和生活方式场景化的能力，坚定向一体化整家零售方向发展，解决一站式需求。

图表 37 顾家家居新战略发布会



资料来源：顾家家居官网，华安证券研究所

定制业务厚积薄发，聚焦于一体化整家战略，进行差异化发展。定制业务与软体家居不同，遵循“先慢后快”的发展规律。2023 年公司提出“一体化整家”战略模式，以“设计、制造、研发、展示、体验、交付、服务”七位一体为核心，围绕“橱衣门墙软配”产品一体化研发设计，做到从研发到生产到交付，全部“顾家造”。公司以定制与软体的一体化设计为核心，进行差异化发展，在定制业务方面聚焦一体化整家战略，通过“以价换量”策略，增强产品的核心竞争力。2023 年顾家家居 39800 一体化整家套餐重磅升级，打造“性价比向上”，品牌实现持续增值；2024 年公司响应“人民日报新媒体”号召，正式推出“惠民焕新工程”活动，其中包括 698 衣柜、橱柜套餐以及 13999 双厅、单卧套餐，广受市场欢迎，促进了消费的复苏。

图表 38 顾家家居推出 39800 整家套餐



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

图表 39 顾家家居推出 698 套餐与 13999 套餐



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

公司定制产品定位于中高端市场，打造环保健康、高颜轻奢的品牌。公司从 2016 年进入全屋定制领域开始，主打环保健康的 7 号板材，并在之后推出了孕婴板和五芯板等产品系列，进一步强调环保和健康；2019 年顾家全屋定制推出了高颜轻奢套餐，在业内首推定制+软体的全屋融合套餐；2022 年公司推出新一代全屋定制+，产品品类不断更新，从“新一代”升级为“一体化整家”。全屋定制产品有午后巴黎、赛孚 V、菲拉等系列，价格集中于 2000-3000 元，面向中高端消费者。

图表 40 顾家家居全屋定制产品基本情况

产品系列	价格 (元)	产品介绍
午后巴黎	2699	“午后巴黎”系列是一款注重设计感的一体化整家产品，以高端奢侈品牌常用的暖棕和灰白作为主色调，两种色系互成反差又相互衬托，静谧素雅。柜子选用温润如凝脂白玉的玉石为柜身，自然细腻，自带与生俱来的高级与通透之意。门板表面均覆盖波浪脉络肌理，并汲取洛可可时期贵族服饰的设计灵感，叠加出空间层次感，让家如艺术之作，承载生活赞歌。
赛孚 V	2599	赛孚 V 定制系列主打极简生活设计方案，有流影橡木、蓝松石、微晶白、星夜石纹等多色可供选择，柜门采用肤感 PET 材质、进口肤感 UV 漆、珠光闪银 UV 门板，使得产品质地细腻、精致美观、品质感强。

菲拉

2099

菲拉系列采取极简轻奢风格的设计定位,整体采用象牙白、米杏色、碳灰等中性色调作为空间底色,营造出高品位质感。设计上回归质朴,使用金属、大理石、玻璃等自带轻奢感的材料刻画家具细节,展现出简约而不失精致的生活态度。通过巧妙混搭让空间气质得以提升,尽显现代时尚优雅的风范。

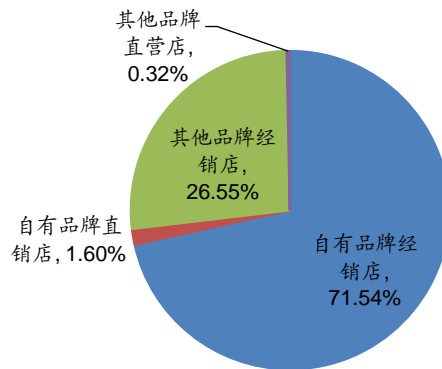
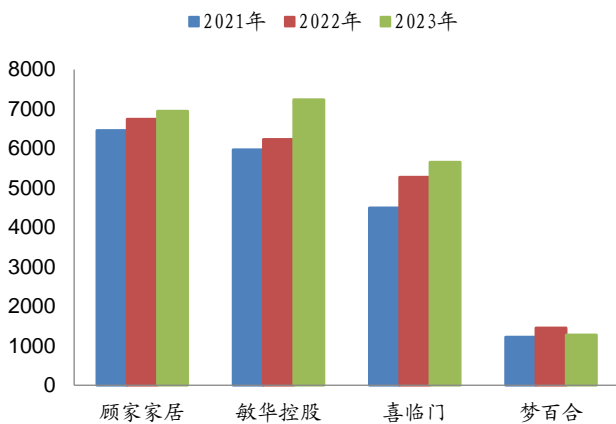
资料来源:顾家官方商城,华安证券研究所

### 3 渠道: 施行“1+N+X”发展战略, 进行零售变革

#### 3.1 执行“1+N+X”渠道发展战略, 打造多品类融合大店模式

公司门店数量居于软体家居行业前列,覆盖面广。公司通过扩展渠道销售体系,对市场进行广泛地覆盖,提升了品牌知名度和影响力。公司在全球拥有近 7000 多家品牌专卖店,是软体家居行业中门店数量最多、覆盖面最广的企业。2023 年公司的门店数量达到 6946 家,比上年度增加 203 家;拆分门店结构来看,公司自有品牌与其他品牌的经销门店是公司门店的主要组成部分,分别占比为 71.54%、26.55%。与喜临门、梦百合的门店数量相比,公司门店数量在行业内处于领先地位。

图表 41 2021-2023 年部分软体企业门店数量对比 (家) 图表 42 2023 年顾家家居门店类型占比



资料来源:公司公告,华安证券研究所

资料来源:公司公告,华安证券研究所

公司执行“1+N+X”的渠道发展战略,激发渠道活力。2019 年公司提出了“1+N+X”策略,其中“1”为顾家生活、融合大店、品类势能店;“N”为系列单店、品类综合店,为现有门店体系的主力;“X”为探索渠道的无限可能性,顺应渠道碎片化趋势,同时在百货商场、百安居、苏宁、商超等拓展新的渠道业态。通过执行“1+N+X”战略,公司实现在巩固品类专业店优势的同时,加快融合大店/品类势能店的布局。

图表 43 顾家家居“1+N+X”渠道策略

渠道策略	“1”	“N”	“X”
含义	大店	单品/综合店	探索渠道的无限可能性,顺应渠道碎片化趋势
门店面积	平均 1500 平方米以上	200-600 平方米	120 平方米左右
产品品类	沙发、床垫、定制产品	单品店的产品类型较为单一,综合店涵盖多种产品品类。	沙发、软床、床垫、卧室配套、客餐厅配套产品

店态

顾家生活、融合大店、  
品类势能店

系列单店、品类综合店

社区店、街边店、小区样板房、  
电商等多样形式

图例



资料来源：公司公告，公司公众号，华安证券研究所

**大店模式推动多品类融合，助力全品类大家居发展的变革与创新。**“1+N+X”渠道策略的中“1”是打造大店，包括顾家生活馆、融合大店和品类势能店三种店态。其中公司在一二线城市推出顾家生活馆和超级旗舰店，构造打通一站式服务的卖场，涵盖顾家产品和日常家居产品，如成品家具、定制家具、配套家具以及小家电等品类；融合大店集中在一二线城市，涵盖多品类的融合以及软体与定制的结合，以空间设计为主，空间涵盖客厅、卧室、餐厅；品类势能店是针对不同品类而创设的不同门店。从整体来看，打造大店是公司实行大家居战略的重要手段，有利于实现多种品类的融合以及品类之间的协同发展。

图表 44 顾家家居大店模式的三种店态

渠道策略	顾家生活馆	融合大店	品类势能店
门店面积	2500-3000 平方米	1500-5000 平方米	平均在 1500 平方米以上
定位	集中在一、二线城市，是一个提供全方位体验的场所，定位于高端市场，满足消费者对高品质生活的追求。	位于一、二线城市	各产品系列的旗舰店
产品品类	汇聚顾家家居全屋定制、沙发、床垫等全线产品，还融入了设计装修服务、软装以及餐具、配饰等生活小件。	多品类融合、软体与定制的结合	不同门店主营不同品类，如顾家床垫、顾家功能沙发等
图例			

资料来源：公司公告，公司公众号，华安证券研究所

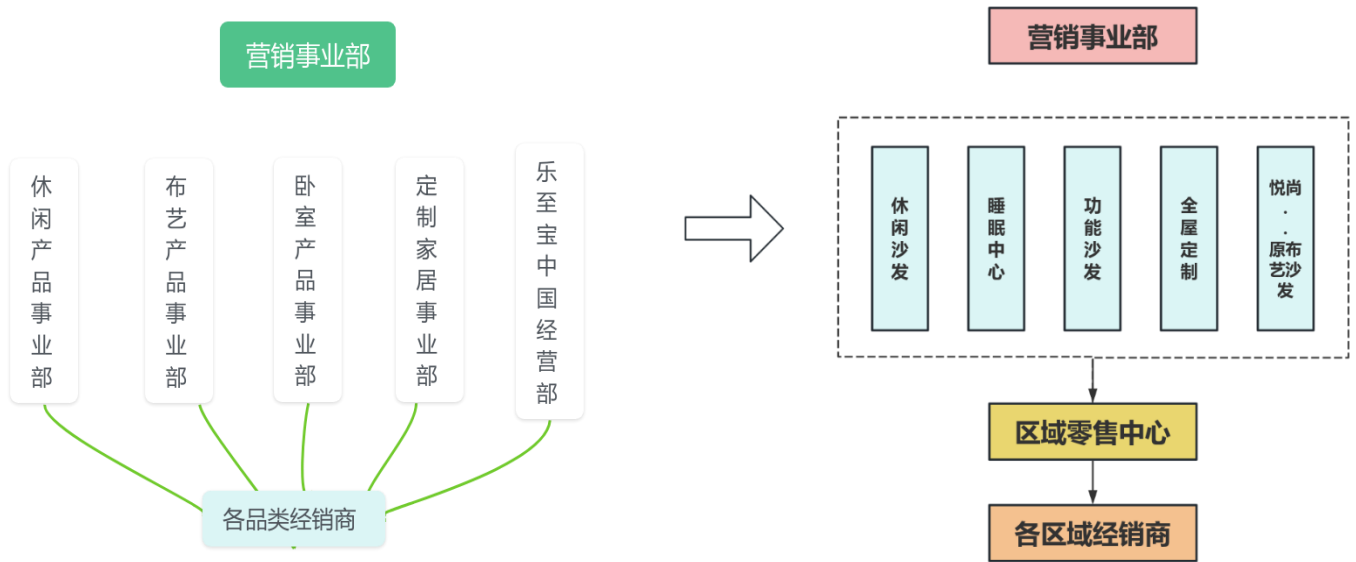
### 3.2 零售中心转型升级，组织变革赋能经销商

**渠道组织变革，事业部向区域零售中心变革。**2018 年之前，为了进一步提高管理和决策效率，公司于 2014 年开始根据不同产品成立独立的品类事业部，逐渐建立起覆盖布艺产品、卧室产品、功能产品、休闲产品、集成产品、定制家居产品的系统



事业部制度。但是由于各事业部间营销活动、产品体系等方面相互割裂，公司整体协同难度逐渐加大。2018 年公司进行组织架构变革，将经营中心下沉到区域，公司的渠道组织结构由“总部事业部+事业部大区+经销商”升级为“营销事业部+区域零售中心+经销商”。区域零售中心的设立使区域管理的灵活性提升，并赋予其终端决策灵活权，管理效率显著提升。经营重心下沉至各区域使得公司更加贴近消费者，加快对市场变化的反应速度，同时有助于推进品类整合，提高营销活动的统一性。

图表 45 顾家家居渠道组织变革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**零售转型赋能终端经销商，加强了对终端的管理。**组织变革后，区域零售中心主要负责统筹门店的开立、营销、产品的出样、售后以及对经销商供货等支持工作。公司在全国各区域零售运营中心有相当大的营销自主权，总部把决策权、人事权、资源使用权等全部下放到地方，与事业部制度相比，区域零售运营中心可以结合区域市场的具体情况因地制宜、因城施策，实现对区域市场的快速反应。在和经销商的业务协同上，区域零售运营中心从店面选址、日常营销获客、新渠道拓展等多个方面给予经销商以全方位的赋能，加强了对终端的管理。

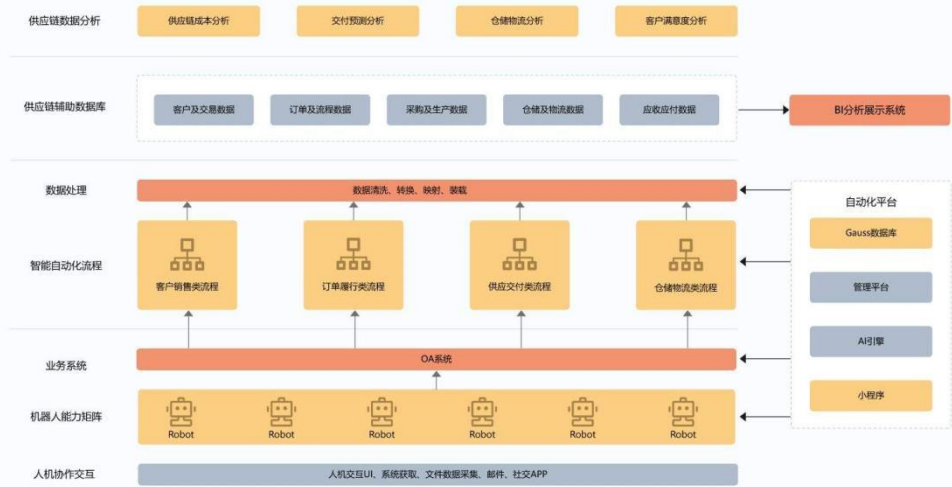
图表 46 顾家家居事业部制度 vs 区域零售中心

对比	事业部制度	区域零售中心
产品	大区制运行，产品比较统一，产品针对性较差，推新意愿低，单店提升缓慢。	结合区域市场的具体情况因地制宜、因城施策，推出符合当地消费者需求的产品。
渠道运营	经销商需要分别向不同的事业部提交订单，这导致了较高的沟通成本和较长的反馈周期。	各区域零售中心统一与经销商进行对接，减少了经销商的沟通成本，对渠道的反应更加迅速。
营销	由总部下发至大区事业部，全国每年统一举办 2 场大型营销活动。	根据当地具体情况举办更有针对性的营销活动。
经销商维护	大区经理去监督并指导经销商，难成体系，效率较低，成效不高。	总部将权力下放至各零售中心，对经销商的管理效率显著提升。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**推进数字化转型，进行终端信息化建设。**伴随渠道的组织架构变革，公司全面推进数字化战略。终端信息化建设是区域零售转型的重要举措，主要从用户、门店、售后三个维度对经销商进行赋能。公司自 2018 年开始为门店搭建信息化系统，围绕门店系统、线上系统和售后服务系统进行大数据积累，形成用户画像，反馈市场环境。同时信息化系统有助于实时掌握零售动态，并能根据所获数据精准实现反向设计产品和精准营销，从而加快前端门店周转和提升坪效，有利于提升供应链管理效率。此外，公司和华为专家一起对流程进行数字化再造，最大程度优化人工流程，去除流程冗余环节，并成功将华为 RPA 应用到物流管理和订单管理等环节，在实现流程及人员效率提升的同时，释放员工创造性，构建了集成供应链 RPA 运营中心。

图表 47 顾家家居运用华为 RPA 技术



资料来源：华为云 AI 公众号，华安证券研究所

## 4 全球化：生产基地布局完善，深化全球市场

公司在国内外建立多个生产基地，产能布局完善。全球化是公司长期重要发展战略之一，公司一直积极进行国内基地和海外基地的布局，提升了全球供应链效率。顾家家居拥有 10 大生产制造基地，国内包括杭州下沙、江东工厂以及湖北黄冈等地的大型生产设施，国外包括越南、墨西哥等生产基地。伴随公司的发展，生产基地由最初大多在华东地区而后扩展到华北地区，同时在海外先后布局越南、墨西哥基地，辐射北美、东南亚等市场。生产基地的建成使公司产能布局更加完善，有利于构建供应链的韧性和优势。

图表 48 顾家家居国内外产能布局

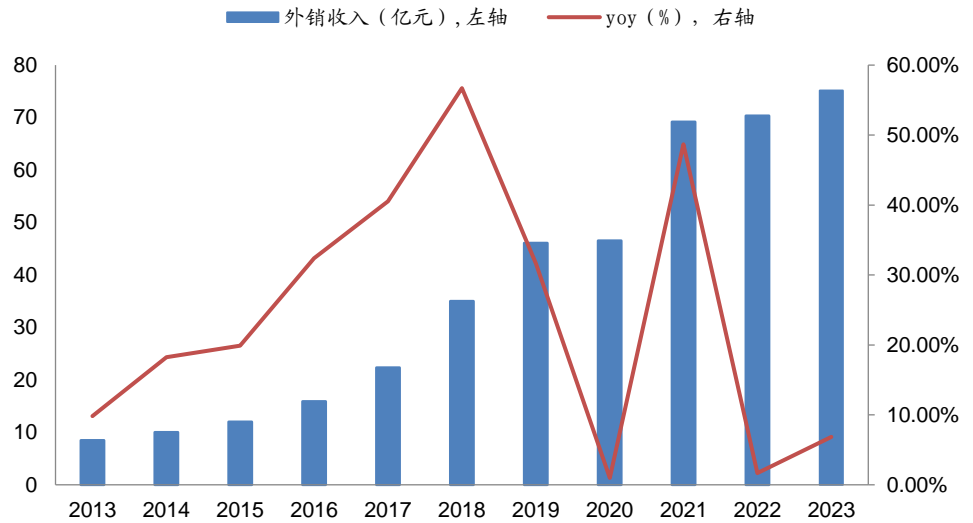
地点	产能	投产状态 (截至 2023 年底)
国内		
浙江杭州下沙	45 万标准套/年	已投产
浙江杭州江东	97 万标准套软体家具	已投产
浙江杭州钱塘	100 万套软体及配套	工程进度 80%
浙江杭州江东	1000 万套方定制家居	已投产
河北深州	30 万套软体家具	已投产
浙江嘉兴工厂	80 万标准套软体家具	已投产
湖北黄冈工厂	60 万标准套软体家具	已投产

	湖北黄冈工厂	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%
	越南	45 万套家具产品	已投产
海外	越南	50 万套家具产品	已投产
	墨西哥	墨西哥基地	工程进度约为 57%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

外贸业务持续增长，多个制造基地取得明显进步。在内需相对饱和的情况下，海外业务的拓展成为业务增长的重要来源，公司的全球化制造为出海实现重要支撑。2013年-2023年，公司外销收入从8.47亿元增长至75.15亿元，CAGR为24.40%。公司的外贸业务持续增长，2023年多个生产基地贡献业绩增量，越南基地利润倍增，国内基地（嘉兴、下沙、江东、东莞）稳步提效，经营质量稳健。

图表 49 顾家家居 2013 年-2023 年外销收入及 yoy



资料来源：公司年报，华安证券研究所

持续深化全球化布局，以产品力加持“出海”战略。公司在各方面推进全球化战略：**在海外基地运营方面**，公司建立越南公司价值链管控机制，在提效降本、产能保障、品质改善等方面均有大幅提升；**在重点业务提升方面**，公司与北美当地会员商超 Costco 合作，项目在新品类合作上取得突破，首次突破线下椅类、床品类合作，并建立 Costco 全流程品质管控体系实现外部 0 客诉，经营质量稳健提升。同时，在澳新市场上，顾家家居坚持 SPO 业务深耕进攻，围绕 SPO 供应能力提升从新品到发运进行全流程改善，从 0 到 1 搭建海外供应商物料直发流程；**在新模式探索与变革创新方面**，公司施行外贸 OBM 标杆店项目，推动 1000m<sup>2</sup>+顾家成品全品类标准店在海外的首次落地，提炼探索海外自有品牌业务模式。同时推行嘉兴工厂 KBS 项目，构建基于顾家外贸业务模式的精益运营体系，深化 KBS 改善并推动生产变革。

图表 50 公司在印度市场推出首个“一体化整家”标杆店



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

## 5 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

**(1) 沙发业务：**公司处于沙发行业第一梯队，核心竞争力稳固，通过持续完善传统沙发品牌矩阵，拓宽价格带广泛覆盖多元消费群体实现稳定增长，并积极布局功能沙发，提供品类业绩增长点。我们预计 2024-2026 年公司沙发业务收入同比增速分别为 10%/8%/7%。

**(2) 床垫业务：**公司以“深睡”为核心战略，产品与营销强结合，床垫从 0 到 1 的初期发展迈向从 1 到 10 的全新发展阶段，凭借沙发业务的渠道优势、产品力和服务力，公司床垫业务市场份额有望逐步提升。我们预计 2024-2026 年公司床垫业务收入同比增速分别为-19%/5%/4%。

**(3) 配套品业务：**公司持续推进整家大家居战略，凭借多年的发展积累，推动配套产品销售。我们预计 2024-2026 年公司配套品业务收入同比增速分别为-17%/5%/4%。

**(4) 定制业务：**公司从软体切入定制市场，以整家大家居为战略持续发展定制业务，有望凭借特有的品类专业化能力、一体化设计交付能力和生活方式场景化的能力，快速扩大定制业务规模。我们预计 2024-2026 年公司定制业务收入同比增速分别为 25%/20%/18%。

图表 51 公司分业务收入预测 (万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
沙发	897,211.42	935,016.98	1,028,518.68	1,110,800.17	1,188,556.18
yoy	-3.19%	4.21%	10%	8%	7%
床类产品	355,732.30	410,355.24	332,387.75	349,007.13	362,967.42
yoy	6.58%	15.36%	-19%	5%	4%
配套产品	301,604.35	302,768.50	251,297.86	263,862.75	274,417.26
yoy	-3.94%	0.39%	-17%	5%	4%
定制家具	76,159.82	88,017.93	110,022.41	132,026.89	155,791.73
yoy	15.35%	15.57%	25%	20%	18%
信息技术服务	82,441.04	86,969.15	69,575.32	76,532.85	80,359.50
yoy	-11.39%	5.49%	-20%	10%	5%

红木家具	7,013.81	5,484.27	2,742.13	2,193.71	1,864.65
yoy	-44.30%	-21.81%	-50%	-20%	-15%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

品类方面，公司全品类矩阵持续丰富，传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期。渠道方面，公司持续推进 1+N+X 渠道战略和区域零售中心改革，并及时调整渠道组织架构，增强渠道发展活力。供应链方面，公司积极推进海外产能布局，深化全球市场发展。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 189.64/204.65/218.72 亿元，分别同比增长-1.3%/7.9%/6.9%，归母净利润分别为 18.78/20.57/22.41 亿元，分别同比增长-6.4%/9.5%/8.9%。截至 2024 年 12 月 25 日，EPS 分别为 2.29/2.50/2.73 元，对应 PE 分别为 12.23/11.17/10.25 倍。

图表 52 盈利预测和估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19212	18964	20465	21872
收入同比 (%)	6.7%	-1.3%	7.9%	6.9%
归属母公司净利润 (百万元)	2006	1878	2057	2241
净利润同比 (%)	10.7%	-6.4%	9.5%	8.9%
毛利率 (%)	32.8%	31.9%	32.2%	32.4%
ROE (%)	20.9%	18.0%	18.1%	18.2%
每股收益 (元)	2.44	2.29	2.50	2.73
P/E	14.34	12.23	11.17	10.25
P/B	2.99	2.20	2.03	1.87
EV/EBITDA	9.34	7.05	6.29	5.61

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2024 年 12 月 25 日）

按照申万三级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品—成品家居”，我们选取申万三级行业分类其他家居用品的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 12 月 25 日收盘价，根据 Wind 一致预期，成品家居公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 17.48/19.80/14.90 倍，顾家家居的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 12.33/12.23/11.17 倍，顾家家居的 PE (TTM)、PE (2024E)、PE (2025E) 低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 53 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
851437.SI	轻工制造—家居用品—成品家居 (申万)	17.48	19.80	14.90
603816.SH	顾家家居	12.33	12.23	11.17

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2024 年 12 月 25 日）

## 6 风险提示

- (1) **宏观经济与市场波动风险。**全球面临通胀、地缘冲突等带来的多重压力，同时，叠加国内房地产承压、消费者购买意愿下降等多重因素影响，若未来全

球范围内宏观经济和市场需求持续下滑，将制约家居行业的发展，进而对公司经营和财务状况产生不利影响。

- (2) **市场竞争加剧的风险。**随着家居消费趋势的变化，家居企业竞争由单品类竞争转向全屋竞争，软体和定制企业互相跨界，加剧市场竞争。同时，由于新房销售趋缓、全球贸易不确定性等外部环境影响下，家具企业从高速增长向中高速增长换挡，部分企业短期可能采取低价倾销策略，导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。
- (3) **原材料价格波动风险。**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，上述各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。
- (4) **经销网络管理风险。**特许经销模式是公司最主要的内销销售模式之一，经销收入占比较高。随着公司经销商队伍的壮大，管理难度增加，公司细化经销商管理颗粒度。公司与特许经销商签订的合同中约定了经销商的权利和义务，也对门店的形象、设计、广告、店员、价格等多方面进行统一管理、监督与培训。但若个别经销商出现未按照协议规定，可能对公司形象造成影响。
- (5) **国际贸易摩擦风险。**国际贸易摩擦自 2018 年 7 月开始多有反复，2019 年 5 月 6 日，美国宣布自 2019 年 5 月 10 日起将 2000 亿美元中国输美商品加征关税，税率由 10%提高至 25%。2021 年 4 月 21 日，美国正式对进口自中国、柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南等 7 国的床垫征收反倾销或者反补贴税。2021 年 5 月 5 日，加拿大对中国和越南的软垫家具，分别征收最高 295%和 101%的关税。2022 年 2 月，俄乌战争爆发，国际局势骤然紧张，国际贸易不确定性加大。2024 年 2 月，美国商务部公布了对来自 12 个国家或地区的床垫反倾销税调查的初步肯定性裁定，征收反倾销税。未来国际贸易摩擦的不确定性将影响公司软体家具的外销业务。
- (6) **汇率波动风险。**公司外销业务主要以美元结算，人民币对美元汇率波动将对公司业绩带来一定的影响。



## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工, 大消费, 中小市值研究。2023年10月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师:** 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024年4月加入华安证券。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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, 致使无法给出明确的投资评级。