

可选消费 耐用消费品与服装

【软体系列研究二】顾家家居深度：龙头风范凸显，长期向大家居迈进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	604/593
总市值/流通(百万元)	31,144/30,592
12 个月最高/最低(元)	51.55/28.59

相关研究报告:

顾家家居 (603816)《19 年稳健增长, 20Q1 利润向上, 软体龙头蓄势待发》
--2020/04/23

顾家家居 (603816)《顾家家居: Q3 内销回暖, 现金流表现优异》
--2019/10/31

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

证券分析师: 曹倩雯

电话: 18653860177

E-MAIL: caoqw@tpyzq.com

执业资格证书编码:

报告摘要

【系列研究一】我们阐述沙发行业看点, 本文详解龙头顾家的价值。

复盘顾家历史, 做大关键是战略先行。①成长前期, 抓住展会与卖场扩张机会, 积极招商。②成长后期, 着重营销、打造品牌, 同时打开外销市场。③战略转型期, 前瞻拓展功能/布艺/床品类, 展开内容营销和线上渠道转型。④资本助力期, 深化内外销产品渠道, 开启外延并购。

深挖顾家护城河, 渠道&品牌构筑壁垒。①渠道: 门店强势+管理高效+线上紧跟, 全面触及客户。②营销: 品牌意识+精准营销, 收获品牌红利。③产品方面, SKU 丰富+质量优越, 夯实竞争基础。④架构: 家居行业中治理理念最先进, 职业经理人+事业部+区域零售中心推动战略改善。

未来增长短期看新品放量+渠道下沉, 长期看单店提升+大家居落地。

- ①内销短期看产品延伸, 沙发价格带下沉扩展大众市场, 新品类布艺沙发和床具市场空间大、凭带单贡献增长, 同时渠道将配合产品扩张下沉。
- ②内销长期看大家居+店效, 一方面向精品宜家迈进, 延伸家配和定制、增加融合店态, 提升客单价; 另一方面赋能经销商, 推出区域零售中心和信息化系统, 掌握终端动销后辅助地推+出样, 磨合到位后提升单店周转。
- ③外销或超预期。外销受贸易战和疫情影响, 但随着出口格局好转、海外产能落地(越南将供应 50%)、其他市场拓展, 短期承压不改长期增长。
- ④外延标的短期业绩较弱, 长期随着整合赋能, 有望打开公司成长空间。
- ⑤利润端短期可能稳中有降, 但长期有降本增效和提升效率的空间。

盈利预测: 预计顾家 20-22 年 EPS 为 2.2/2.5/2.9 元, 对应 PE 为 26X/22X/19X, 看好顾家内销稳健增长, 品类渠道扩张, 外销逐渐回暖, 复盘股价公司已走出 a 行情, 估值中枢持续上移, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产销售大幅下滑, 并购标的不及预期, 海外疫情恶化

■ 盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11093.59	12393.38	14764.86	17069.34
(+/-%)	20.95	11.72	19.14	15.61
净利润(百万元)	1161.16	1296.08	1520.98	1744.12
(+/-%)	17.37	11.62	17.35	14.67
摊薄每股收益(元)	1.93	2.15	2.53	2.90
市盈率(PE)	28.65	25.69	21.89	19.09

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1	渠道为茅、品牌为盾、战略前瞻，顾家成为软体龙头	5
1.1	复盘历史，顾家如何成长为软体行业龙头？	5
1.1.1	萌芽期：前店后厂的区域企业，培养产业链上下游	5
1.1.2	成长期：抢占渠道+培养品牌，逐步布局全国	6
1.1.3	转型期：前瞻布局大家居，资本助力增厚业绩	8
1.2	深挖护城河，顾家缘何构筑壁垒？	10
1.2.1	渠道：渠道分布广、下探早，持续赋能经销商	10
1.2.2	营销：精准营销、打造 IP，重金投入获品牌红利	12
1.2.3	产品：设计能力优越，产品多元布局	13
1.2.4	架构：治理理念先进，战略前瞻且及时纠偏	14
2	展望未来，顾家增长点在哪？	15
2.1	内销短期：品类拓展带来红利，渠道仍在扩张区间	15
2.1.1	品类维度：品类多元扩张，新品仍在成长通道	15
2.1.2	渠道维度：开店仍有空间，纵向下沉+横向拓展	19
2.2	内销长期：单店坪效提升空间大，大家居有望落地	20
2.2.1	品类维度：尝试大家居之路，向“精品宜家”迈进	20
2.2.2	渠道维度：区域零售中心赋能，推动单店坪效向上	23
2.2.3	顾家区域零售中心详解 + 美的组织结构的借鉴	25
2.3	外销与外延：外销情势逐步回暖，外延拓展想象空间	29
2.3.1	外销：贸易摩擦与疫情压制发展，长期有超市市场预期可能	29
2.3.2	外延：短期利润带来压力，长期整合后打开成长空间	31
2.3.3	利润端：长期有降本增效空间	32
3	盈利预测	34
3.1.1	财务表现：顾家成长性强，近年业绩靓丽	34
3.1.2	复盘股价：长期推荐，买入正当时	35
3.1.3	盈利预测与估值	37

图表目录

图表 1:	顾家家居发展历史	5
图表 2:	曾经的家居展孵化一批软体龙头.....	6
图表 3:	顾家专卖店成长期快速扩张 (家)	6
图表 4:	顾家成长期 (2010) 已完成初步下沉 (家)	7
图表 5:	顾家上市前 (2016) 已充分布局全国市场.....	7
图表 6:	顾家多年参加科隆展	7
图表 7:	顾家内销终端销售额快速增长.....	7
图表 8:	逐步落实多品类大家居	8
图表 9:	顾家 2018 集中收购历程	9
图表 10:	顾家 2019 渠道数目行业领先 (家)	10
图表 11:	顾家渠道下沉在软体中较为到位.....	10
图表 12:	红星美凯龙门店扩张, 顾家跟店率高 (家)	11
图表 13:	顾家开店成功率始终较高.....	11
图表 14:	双 11 销售额稳定在住宅家具类前三甲.....	11
图表 15:	顾家天猫双十一每年增速较高 (亿元)	11
图表 16:	顾家多年获得品牌荣誉.....	12
图表 17:	新式营销全方位打造顾家 IP.....	12
图表 18:	顾家广告费用持续高投入.....	12
图表 19:	全年三大营销活动引流.....	12
图表 20:	顾家研发费用占比稳定.....	13
图表 21:	顾家天猫旗舰店陈列 SKU 相对较多	13
图表 22:	顾家当前的组织架构	错误!未定义书签。
图表 23:	顾家内销内生增长示意图.....	15
图表 24:	顾家各品类收入分布 (预测值)	15
图表 25:	顾家各品类渠道分布 (预测值)	15
图表 26:	顾家线上沙发价格带 (元, 中低端为主)	16
图表 27:	顾家近年主打新品系列.....	16
图表 28:	顾家沙发近年分品类分布 (预测值)	17
图表 29:	顾家内销软体分品类占比 (预测值)	17
图表 30:	顾家线上床具价格带 (元, 中低端为主)	18
图表 31:	顾家床垫门店位置和面积不占优.....	18
图表 32:	各家线上爆款床垫, 顾家有性价比.....	18
图表 33:	顾家常见的客餐厅与卧室绑定套餐.....	18
图表 34:	顾家近年门店增长情况 (家)	19
图表 35:	顾家分级门店占比	19
图表 36:	顾家产品系列 (其中全皮沙发即休闲沙发)	20
图表 37:	顾家融合店以大店店态呈现.....	21
图表 38:	借鉴韩国汉森, 把握零售全渠道.....	21
图表 39:	家居家品以样板间形式带单.....	22
图表 40:	生活家品和其他家居也在线上线下推开.....	22
图表 41:	顾家单店略低于敏华 (万元)	23
图表 42:	软体单店低于定制 (万元)	23
图表 43:	经销商单店模型拆分预测 (万元, 预测值)	24
图表 44:	定制与软体服务链条与可赋能环节.....	24
图表 45:	顾家区域零售中心导图.....	25
图表 46:	顾家 SKU 较高, 未来有可能继续提升.....	26

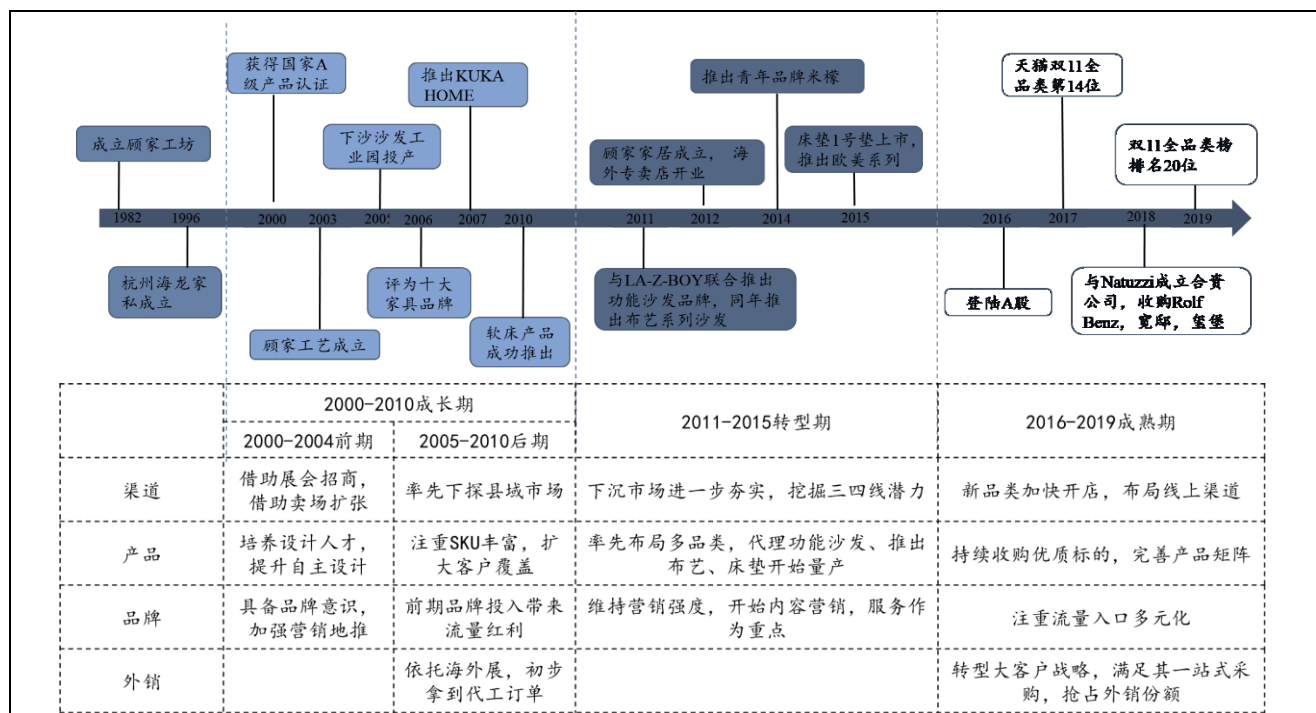
图表 47:	软体家居库存周转率仍然偏低.....	26
图表 48:	美的事业部架构	27
图表 49:	海尔矩阵式结构	27
图表 50:	未来软体行业渠道价值链有改善可能.....	28
图表 51:	海外客户结构 (2016)	29
图表 52:	顾家外销品类分解 (预测值)	29
图表 53:	2019 美国木架沙发进口 (传统沙发)	30
图表 54:	2019 各国对美出货量及增速.....	30
图表 55:	顾家并购历程一览	31
图表 56:	标的产品列举 (上 ROLF BENZ, 下 NATUZZI)	31
图表 57:	顾家并购标的收入表现 (亿元)	32
图表 58:	顾家并购标的投资额	32
图表 59:	顾家净利率与原材料敏感性测试.....	33
图表 60:	顾家并购标的投资额	33
图表 61:	顾家沙发制作流程 (可改进环节标出)	33
图表 62:	LA-Z-BOY 的利润率改善情况	33
图表 63:	顾家收入增长靓丽	34
图表 64:	顾家利润保持高增	34
图表 65:	顾家分地区收入	34
图表 66:	顾家利润率	34
图表 67:	顾家上市后股价复盘	35
图表 68:	顾家上市后 PE (TTM) 复盘.....	36
图表 69:	顾家盈利预测	37
图表 70:	顾家上市后股价复盘	37

1 渠道为茅、品牌为盾、战略前瞻，顾家成为软体龙头

1.1 复盘历史，顾家如何成长为软体行业龙头？

顾家成长的关键是战略先行：无论是渠道下沉、品牌运作还是开大店拓品类，都早在 10 年前便开始布局，其他企业大部分是伺机跟进和效仿，产品更新、渠道扩张也相对滞缓，而软体行业迭代较慢，领先发展的龙头不断巩固优势。

图表1： 顾家家居发展历史



资料来源：公司官网，太平洋研究院

1.1.1 萌芽期：前店后厂的区域企业，培养产业链上下游

1982-2000 萌芽期，顾家前身是典型的前店后厂、自产自销的家族式沙发厂。彼时沙发所需原材料牛皮、木材、五金件逐渐达到成熟供应，国内产业链逐渐聚集，而作为牛皮和木材集散地的江浙地区，沙发产业链应运而生。顾家作为典型的区域型生产企业，持续扩充销路、培养产业链，但销售额仅千万量级。

1.1.2 成长期：抢占渠道+培养品牌，逐步布局全国

1、2000-2005 成长前期，顾家率先投入渠道与品牌，由区域快速走向全国。

地产红利叠加顾家战略布局，2000-2005 顾家沙发销售额平均每年增速超过 50%。

①渠道：借力展会、卖场，依托平台抢先布局，从而快速跑马圈地。

展会方面，家居产业刚刚兴起，招商基本集中在一年几次的展会。顾家看中展会带来的招商力度和品牌展示作用，每年参展并努力向组委会申请到更大面积、更好位置的展厅（从 200 平展位到 6000 平核心厅），再结合重金设计展位和摆放优质样品，利用展厅向经销商昭示品牌实力，从而抢占最初一批优质经销商。

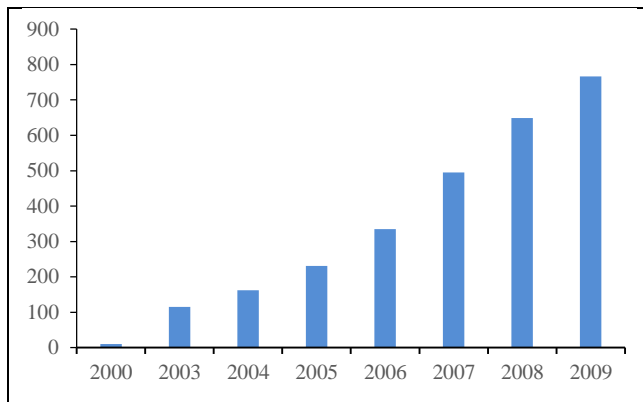
卖场方面，21 世纪初，传统的区域家居卖场购物体验差、商户鱼目混珠，逐渐被有品牌的连锁商场取代，而顾家以优质产品和优秀经销商，绑定红星、居然、月星等全国连锁卖场，同时进驻强势的地方卖场，依靠卖场平台红利快速扩张。2005 年已有 350 家终端门店，而且对经销商以门店样品等支持，所以当年开店、当年盈利的成功率是 94%，长期盈利的成功率是 99%。

图表2： 曾经的家居展孵化一批软体龙头



资料来源：搜狐家居，太平洋研究院

图表3： 顾家专卖店成长期快速扩张（家）



资料来源：Wind，太平洋研究院

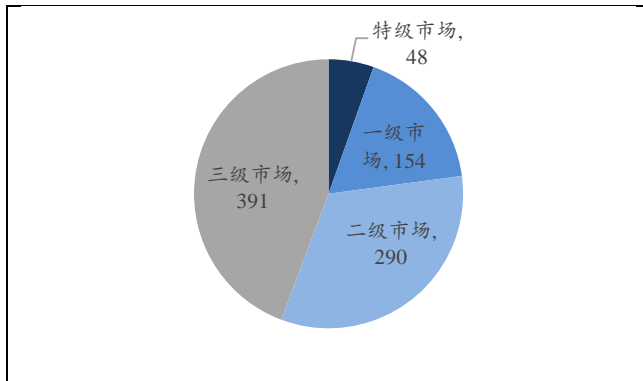
②产品：顾家注重产品力强化，作为渠道拓展基础。设计角度看，早先的沙发企业基本以代工和出口为主，产品设计缺乏自主性，抄袭现象严重。而顾家重视设计，率先成立研发中心，培养设计人才，屡获设计大奖。一方面从中国美术学院引进毕业生，另一方面将设计中心放到欧洲并高薪聘请当地顶尖设计师，05 年还与意大利品牌卡利亚合作实现审美升级。坐感角度看，顾家注重产品质量和

舒适升级,生产端统一细节标准、降低返修率:例如经典款 585 三年改进十余次,进口打孔机和牛皮切割机都经数次改造调试,降低人工带来的不良品率。

2、2005-2010 成长后期,内销注重品牌塑造、持续扩张市场,外销通过参展打开局面。2005-2010 年顾家销售额从刚刚过亿跃升至近 20 亿元。

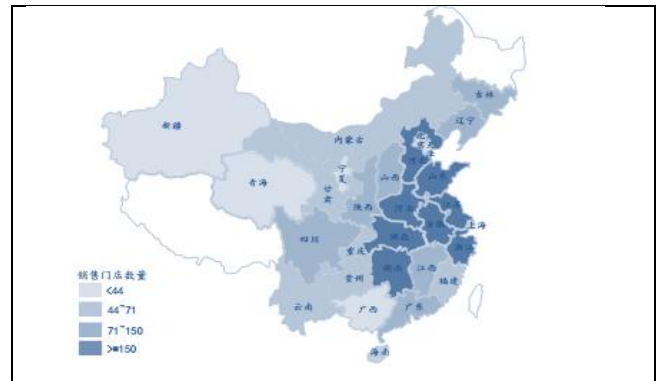
①内销打品牌:成长前期渠道为主,后期战略重在品牌。顾家极早具备品牌意识,配合渠道扩张加强营销与地推,例如中标《央视新闻联播》后标版广告,是当时传播效率最高且稀缺的广告资源。由于多数企业出口转内销,制造思维重,扩销路主要为消化产能,品牌打造意识不强,顾家品牌投入带来流量红利。此外,产品方面,注重 SKU 和产品系列的丰富,如推出高端系列 KUKA HOME,扩大客户覆盖。渠道方面,开始意图下探县域市场,继续挖掘三四线消费潜力,2020 年达 883 家门店,此时其他企业才刚看到国内崛起的机会,代工转为自主品牌。

图表4: 顾家成长期(2010)已完成初步下沉(家)



资料来源:公司新闻,太平洋研究院

图表5: 顾家上市前(2016)已充分布局全国市场



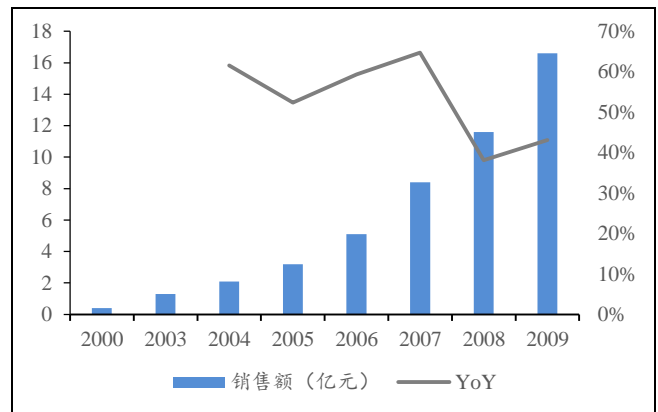
资料来源:招股书,太平洋研究院

图表6: 顾家多年参加科隆展



资料来源:公司新闻,太平洋研究院

图表7: 顾家内销终端销售额快速增长



资料来源:公司新闻,太平洋研究院

②外销拓市场：顾家也依托展会拓展海外市场。2006 年参加德国科隆家具展，投入 50 万美元，申请 1200 平展厅，成为科隆展馆当时接待过的最大规模的中国企业，2008 年登陆美国拉斯维加斯家具展，投入 4000 平米展厅，初步拿到对美出口订单，后转型大客户战略，夯实海外客户粘性。

1.1.3 转型期：前瞻布局大家居，资本助力增厚业绩

1、2011-2015 战略转型期，顾家前瞻布局大家居领域。虽然由于红利期过后收入基数提升、增长减速，顾家整体增长有所放缓，年均增速不足 20%，但是顾家布局战略转型，谋求下半场的增长。

①产品转型：顾家战略前瞻，由顾家工艺升级为顾家家居，开始多品类布局探索，向大家居战略迈进：2010 年推出软床系列、布局卧室空间；2012 年与美国沙发第一龙头 LA-Z-BOY 达成战略合作，成为中国区独家代理，借此深入功能沙发领域；同年推出布艺沙发系列。2014 年软床延伸到床垫，床垫开始量产，2015 年推出中端新品“1 号垫”（2999 元），打造爆款。主要系前期的渠道和营销积累品牌红利，强势品类具备带单作用，配合事业部制加速新品类发展。

图表8： 逐步落实多品类大家居



资料来源：公司公告，太平洋研究院

②营销转型：转型期顾家开启内容营销，提升营销强度与精准度。2012 年中标央视黄金资源，2014 年创建 816 全民顾家日并延续至今，由标语式广告转为内容获客，将顾家品牌打造成 IP，抢占消费者心智。2015 年董事长等高层携手 3000 名店长上门为客户清洗沙发，解决沙发售后痛点，服务作为营销重点。

③**渠道转型**：顾家率先实现线上全域布局，2012年以天猫双11为契机踏入电商试水，至今线上营销与O2O引流逐渐成熟，与经销商磨合调整逐渐到位。

2、2016-2019 资本助力期，顾家借力资本东风，渠道产能进一步扩张，外延收购增厚业绩，组织结构改革持续进行。连续3年收入增速超过30%。

①**内销方面**，IPO募集资本叠加品类拓展红利，渠道仍在扩张区间，2018新增1000家门店（经销商加盟意愿强），同时多元化把握线上流量入口，2019天猫双11住宅家具榜蝉联前3，全品类榜排名20，同年与恒大、万达战略合作。

②**外销方面**，转型大客户战略，依托多SKU供应能力，为卖场客户提供集成品类，满足一站式采购诉求；依托强供应链实力，每年给大客户提10款样品（选1-2款），客户满意度高；依托超高性价比，在同质竞争的出口市场抢份额。近年顾家外销增速维持30%，虽然贸易战带来不利影响，但产能转移可应对。

③**外延方面**，2018年顾家依托收购增厚业绩，1月与Natuzzi成立合资公司，2月收购德国龙头RolfBenz，11月收购出口床垫玺堡，收购完善产品矩阵，实现境外布局，当前还未完全整合，但部分标的在生产与渠道端已形成协同性。

④**同时**，公司聘请的职业经理人磨合逐渐到位，先是开启事业部制度建立，推动新品类快速放量，后又改革建立区域零售中心制度，优化内部管理，实现品类整合和渠道整肃，向大家居迈进，未来继续整合外延标的，实现可持续增长。

图表9： 顾家 2018 集中收购历程

顾家收购进程						
序号	公告时间	标的	并表	顾家持股	出资额	备注
1	2018.1.10	纳图兹贸易(上海)有限公司	是	51%	5.06亿元	合资公司经营两个高端沙发子品牌
2	2018.1.18	班尔奇家具	是	60%	0.56亿元	定制家居品牌，门店超530家
3	2018.2.27	黄冈约瑟广胜成壹号股权投资基金	否	99%	1.98亿元	间接持有居然0.54%股份
4	2018.3.1	Rolf Benz AG & Co. KG	是	100%	3.20亿元	德国第一软体品牌
5	2018.4.17	廊坊爱依瑞斯家具有限公司	否	19%	1.216亿元	高端布艺沙发，门店1000家
6	2018.7	优先家居	是	100%	2.01亿元	沙发出口为主
7	2018.8	宽邸家具	是	100%	0.51亿元	全品类美式家具
8	2018.11.13	泉州玺堡家居科技有限公司	是	51%	4.24亿元	19-21业绩承诺营收10/11/12亿元以上，净利5500/6500/7500万元以上

资料来源：公司公告，太平洋研究院

1.2 深挖护城河，顾家缘何构筑壁垒？

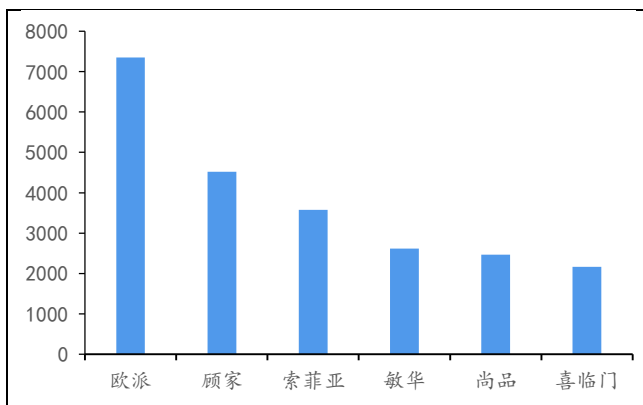
总结前述历史，我们得出顾家维持龙头地位的竞争力所在。高效的渠道积累基础，强势的品牌打造壁垒，多样的产品积累优势，优秀的管理成为核心。

1.2.1 渠道：渠道分布广、下探早，持续赋能经销商

沙发复购率低，很难通过产品打造品牌依赖，而渠道作为客户的直接触点，前期渠道广度与深度基本决定铺货销量，后期渠道也是提升品牌力的最佳途径。

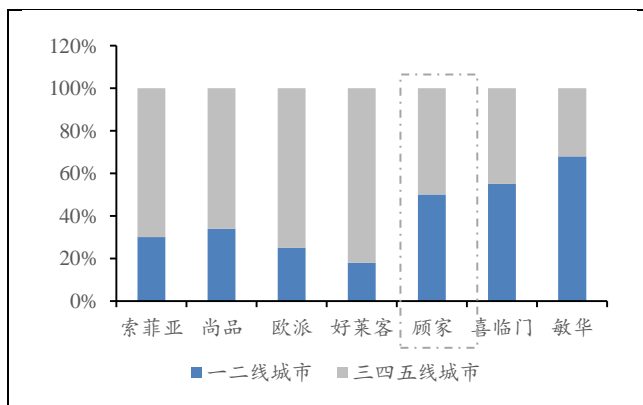
①**传统渠道强势**，门店数在家居行业中仅次于欧派，19年底约4800家。顾家充分利用平台红利，先后依托展会和连锁卖场招商开店，同时前线队伍具有侵略性。而且很早建立渠道下沉意识，配合丰富的产品夯实大众市场基础。而软体渠道模式变革缓慢，建立渠道卡位优势和先发优势的顾家有望持续受益。

图表10：顾家2019渠道数目行业领先（家）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表11：顾家渠道下沉在软体中较为到位

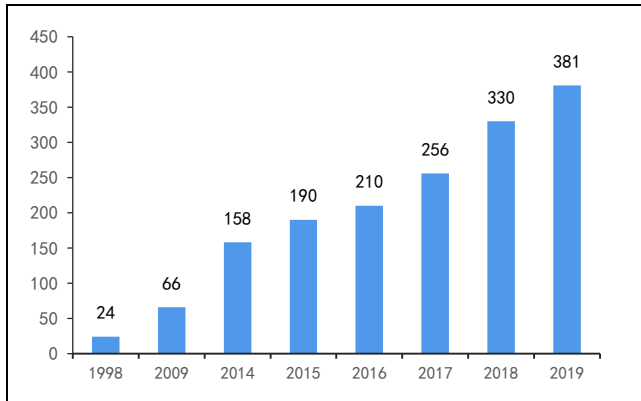


资料来源：公司公告，太平洋研究院

②**线下管理优秀**，第一，顾家采取一城一商机制，同时配以返点激励和严格考核（针对销售额、配套率等），终端一致性高；第二，顾家16年开始先款后货模式，改善供应链，实现交货效率提升，当前基本按需生产，终端掌控能力强；第三，顾家对经销商赋能门店装修、产品上样、店员培训等，推进信息化建设，掌握终端动销和客户画像，今年还承包干线物流，避免经销商实力造成终端弱势；第四，顾家渠道管理模式不断尝试，让规模大、实力强的经销商出资成立公司，

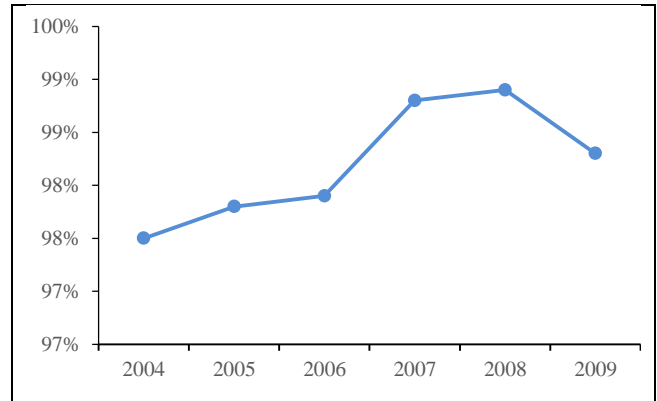
即大商建立经营体模式，利于其发挥优势全方位引流，也便于顾家管理渠道体系。
顾家经销商质量高、赋能多，故地推力强，终端始终有声音，品牌始终有活力。

图表12： 红星美凯龙门店扩张，顾家跟店率高（家）



资料来源：红星美凯龙，太平洋研究院

图表13： 顾家开店成功率始终较高



资料来源：公司新闻，太平洋研究院

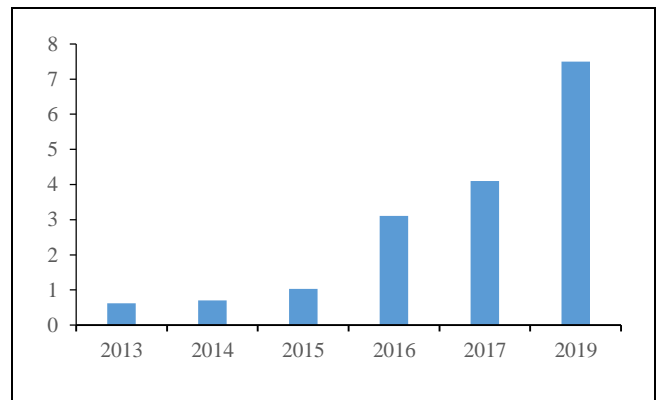
③线上全面布局，顾家率先实现线上全域布局，线上线下融合销售。线上销售同样排名前列，随着线上平台红利消减，新进入者营销成本日渐提升，顾家线上地位也更加稳固。当前线上线下同款同价，未来会开发线上专供产品，利用全国布局的经销商体系送货，计入经销商收益但收取一定信息服务费用，实现线上为线下引流和商品跨渠道流通，打开销路的同时保护经销商利益。因而顾家线上收入占比快速提升至 10%，天猫双十一多年进入住宅家具类销售额前三名。

图表14： 双 11 销售额稳定在住宅家具类前三甲

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	林氏	林氏	林氏	林氏	林氏	林氏
2	全友	全友	全友	全友	全友	顾家
3	顾家	顾家	顾家	顾家	顾家	芝华仕
4	雅兰	拉菲曼尼	雅兰	喜临门	喜临门	全友
5	拉菲曼尼	芝华仕	华日	芝华仕	芝华仕	源氏木语

资料来源：天猫旗舰店，太平洋研究院

图表15： 顾家天猫双十一每年增速较高（亿元）



资料来源：公司新闻，太平洋研究院

1.2.2 营销：精准营销、打造 IP，重金投入获品牌红利

沙发高频低价，品牌为产品背书而成为愈加核心壁垒。顾家营销能力强，很早就有品牌意识，采取适宜的营销方式快速占领消费者心智，积累品牌优势。

成长期顾家以展会打出名号，快速开店获得更多的消费者触点和宣传点。后又重金投入广告，抢占消费者心智，从区域走向全国。成熟期注重内容营销，打造顾家 IP 与家文化内涵，利用全民顾家日、冠名天猫双十一晚会等引流。顾家战略先行，打造品牌意识，品牌红利兑现，且部分优质出口龙头如中原转内销后连年亏损，主要系新品牌很难打造，顾家享受品牌先发优势，护城河难推翻。

当前线上引流效用增强，成为品牌宣传的重要窗口。而且由于沙发价格&折扣明晰，便于集中促销和创造爆款，每年促销节（618，816，双 11）虹吸效应明显，创造销售峰值（占全年内销的 1/4 以上）。去年全民顾家日投入 1 亿，推出面向大众的新品惠尚，销售额同比增 45%至 18 亿，今年超级品牌日增速较高。

图表 16： 顾家多年获得品牌荣誉

年度	奖项	颁发单位
2005	杭州名牌产品	杭州市名牌战略推进委员会
2006	中国家居业十大品牌	工商联家具装饰业商会
2007	中国名牌产品（沙发行业首批）	国家质量监督检验检疫总局
2008	浙江省著名商标	浙江省工商行政管理局
2010	浙江名牌产品	浙江省质量技术监督局
2012	中国家居业十大家具品牌	全国工商联家具装饰业商会
2013	最受网友欢迎品牌	中国建筑装饰协会/百度/齐家
2014	驰名商标顾家 KUKA	国家工商行政管理总局
2015	家居行业领军企业	中国电子商务协会数字服务中心
	金鼎奖/最具影响力品牌	新浪家居
2016	年度家居行业影响力品牌 NO.1	中国电子商务协会数字服务中心
	中国家具连续 5 年畅销冠军	中国家具销售商联合会

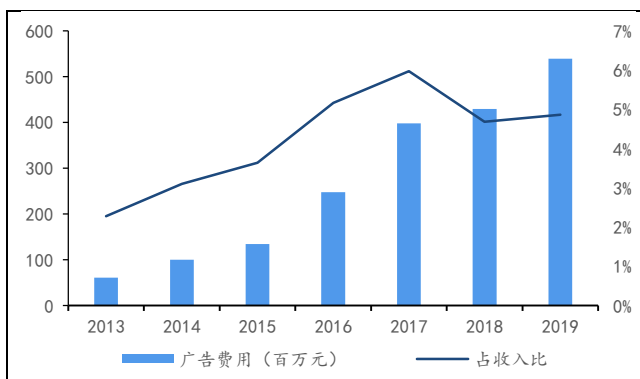
资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表 17： 新式营销全方位打造顾家 IP



资料来源：公司新闻，太平洋研究院

图表 18： 顾家广告费用持续高投入



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表 19： 全年三大营销活动引流

	2015	2016	2017	2018	2019
超级品牌日 (4月)	-	4.66 亿元	-	10.68 亿元	-
全民顾家日 (8月)	3.49 亿元	6.35 亿元	10.63 亿元	13+ 亿元	18 亿元
购物狂欢季 (双 11)	1.03 亿元	3.11 亿元	4.1 亿元	4 分钟 破亿	7.5 亿

资料来源：天猫，太平洋研究院

1.2.3 产品：设计能力优越，产品多元布局

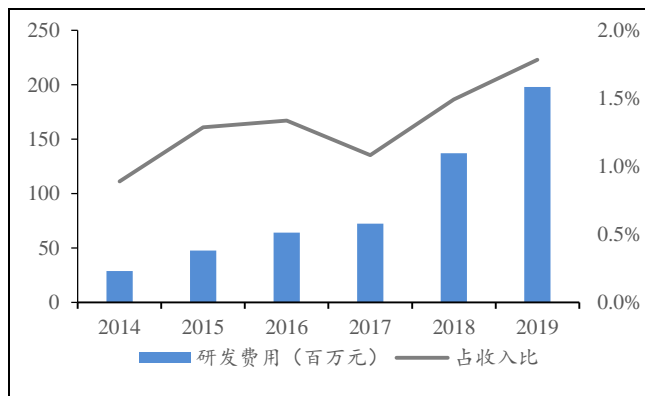
坐感和设计是沙发产品端两大诉求。一方面，国内品牌龙头设计的差异化优势体现在多元 SKU 和高频更新，多样化可突破个性化桎梏，实现更广的客户覆盖。另一方面，坐感和舒适度是拉开龙头和小厂差距的一大原因。

①顾家 SKU 最多，更新频率较快，利于扩大客户覆盖。一方面，沙发 SKU 近千，每年国内外数百新品上市，更新频率高。而其他龙头 SKU 一般少于 500，小品牌不足 100，从而扩大客户覆盖。而 SKU 和更新频率的提升，背靠顾家一定的规模效应、较高的生产效率、成熟的供应链以及优越的商业模式，按订单生产的轻库存模式，有利于快速响应需求。另一方面，顾家注重配套销售的意识，全部 SKU 超过 4000，通过培养成熟的代工供应链、升级空间设计、终端样板间拜访，来提升配套率（茶几、电视柜），并进一步延伸套餐至床具和定制，从而提升客单价和坪效，向大家居迈进。

②顾家设计能力优越。一方面，顾家夯实本土设计团队、与国际知名设计师合作，同时完善产品研发机制，增加客户调研、需求细化、内部评审（2-3 轮）、打样试销等环节，尽可能将设计与需求匹配。另一方面，当前国内龙头产品设计仍借鉴国际家居展的大牌潮流，而顾家通过收购 Natuzzi、RolfBenz 等国际品牌或产品系列，学习借鉴设计元素，抢先掌握设计潮流，进一步提升产品力。

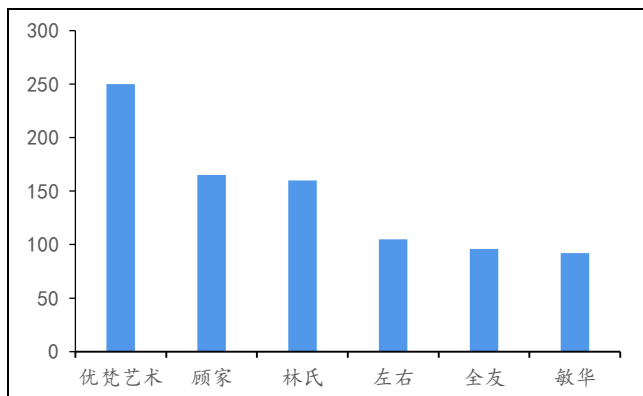
③顾家产品质量较好，坐感优越。顾家注重产品质量，生产端人工成熟、质检到位、做工精细，降低人工带来的不良品率。

图表20：顾家研发费用占比稳定



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表21：顾家天猫旗舰店陈列 SKU 相对较多



资料来源：天猫旗舰店，太平洋研究院

1.2.4 架构：治理理念先进，战略前瞻且及时纠偏

顾家是传统的家居制造行业中治理理念最先进的企业，管理层具备持续的管理改善与战略纠偏能力，步步采取适宜的发展模式，实现长足增长。

首先，职业经理人制度发展最成熟、磨合最好。2012 年开始，顾家便通过市场化方式引进一批职业经理人，包括曾任美的空调事业部总裁的李东来等。顾家给以充分的激励和放权，形成利益绑定、提高制度执行力。虽然其他家居企业也曾施行类似制度，但多因磨合较差、放权不到位等，推行失败、高管换血。当前，职业经理人已通过磨合期，开始推进更长久的发展战略。

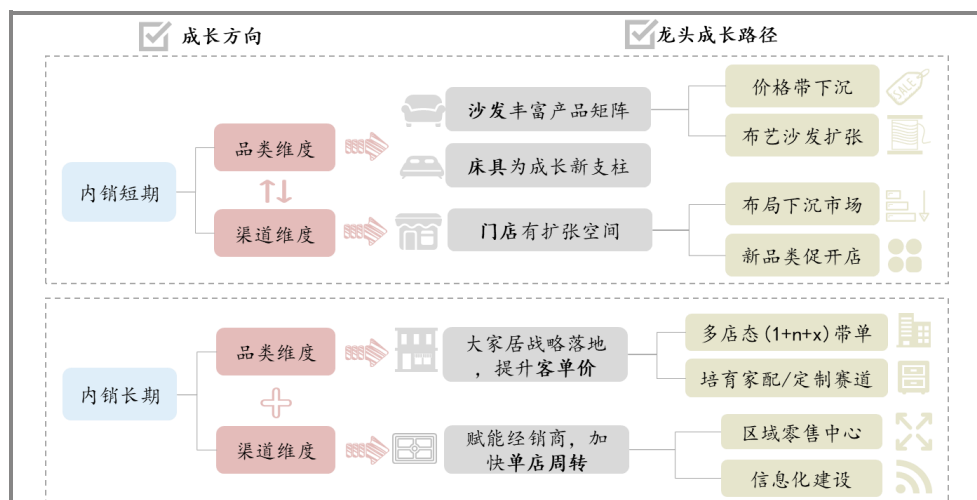
其后，事业部模式贯彻最到位，以产品品类为基准成立事业部，形成“集团总部—多个专业化经营事业部—事业部下属经营单位”的管理架构，配合对象范围广（100 人）、激励时间长（至 2020 年）股权激励，激发事业部活力。事业部制度激励充分、考核公正，各部之间形成赛马机制；而且权责分明、独立经营，便于各事业部对细分市场反映做出调整，**推动顾家新品类迅速崛起。**

当前，区域零售中心加强全品类整合。顾家及时调整战略以适应市场，转型区域零售中心模式，避免事业部可能产生的内耗（各事业部抢经销商、各经销商抢流量），加强品类带单作用，同时加强精准营销、加快门店周转。

总结来看，绝大部分家居制造企业均为家居制造思维，适于单品类快速起量和跑马圈地，但下半场的比拼在于零售的转型和赛道的拓展，组织结构高效、战略灵活前瞻的企业才有机会胜出做大。

2 展望未来，顾家增长点何方？

图表22： 顾家内销内生增长示意图



资料来源：太平洋研究院

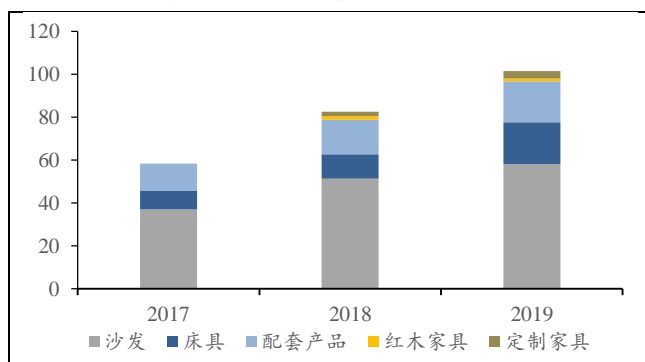
2.1 内销短期：品类拓展带来红利，渠道仍在扩张区间

外销面临贸易战+疫情，内销地产低迷，行业整体放缓，但顾家有望稳健向上。我们拆分品类与渠道来看，两个维度互相渗透，拓品类推动拓渠道。

2.1.1 品类维度：品类多元扩张，新品仍在成长通道

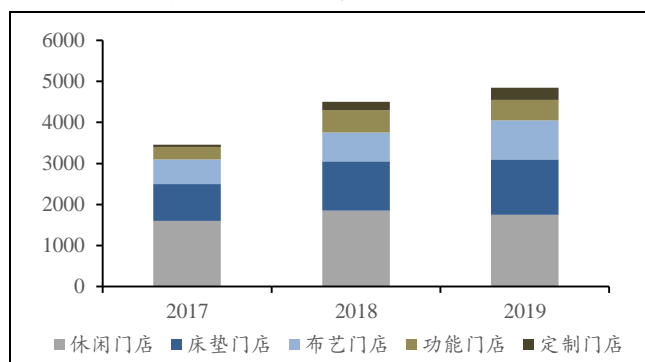
顾家品类多元，扩品类战略践行较早，短期成长动力以协同品类增长为主，传统强势的沙发可通过价格和材质两个方向的延伸，实现更广的客户覆盖；协同性强的床具仍在快速增长区间，配套家居随着套餐带单率提升而发展。

图表23： 顾家各品类收入分布（预测值）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表24： 顾家各品类渠道分布（预测值）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

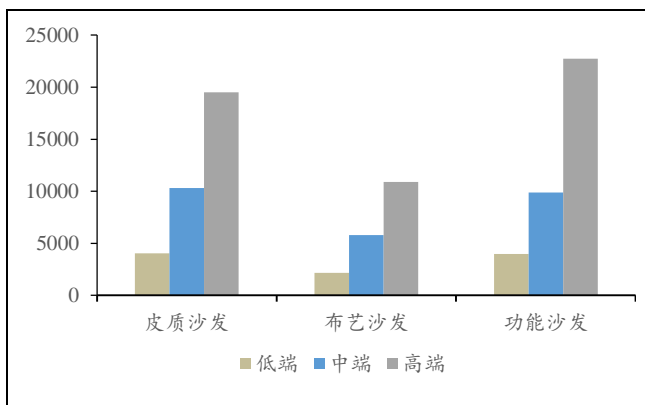
➢ 1、沙发：价格带下沉+布艺沙发扩张，实现市占率提升

沙发产品矩阵的丰富，主要体现在材质和价格，实现更大的客户覆盖。

1) 价格方面延伸，由中高端价格带延伸至中端价格带，布局 5000-8000 元这一格局相对空白的市场，不仅扩大市场覆盖、还可助力渠道下沉。例如 19 年 816 推出的惠尚系列和 20 年推出的天禧系列，比均价低 30%+，布局腰部市场，再通过公司较高的执行力和供应链体系实现快速铺货。

由于沙发单品销售、价格带明晰，消费者具备一定的价格敏感性。顾家产品力强（设计与坐感优越）、品牌和渠道张力强，但一个显著痛点在于原有价格布局不够大众，因而降价带来的性价比提升和市场扩大是尤其显著的。

图表25： 顾家线上沙发价格带（元，中低端为主）



资料来源：天猫旗舰店，太平洋研究院

图表26： 顾家近年主打新品系列



资料来源：公司门店宣传，太平洋研究院

2) 材质方面延伸，由皮类沙发扩至功能与布艺沙发，虽然布艺与皮类沙发购买存在互斥、带单效应不强，但可扩大市场覆盖、打开渠道天花板。

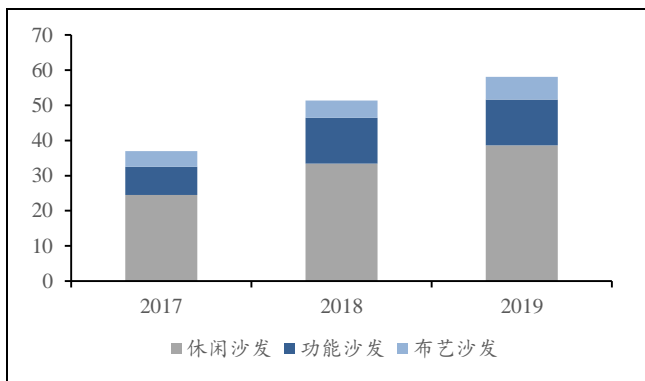
①皮类沙发：公司传统强势品类，19 年占收入 35%，内销约占 6%。皮沙发起步最早，龙头地位稳固，但渠道（1750 家左右）和市占率（测算 10%+）提升空间相对其他品类较小，但仍有价格带延伸、市场下沉等扩张动力。

②功能沙发：随渗透率提升而向上，19 年占收入 12%，内销约占 11%，门店约 500 家。独家代理的 La-Z-Boy 占过半收入，以全球品牌力和高端产品力切入中国市场。自有品牌 KUKA 借经验研发新品、铺开渠道，靠品牌与组合套餐带单，稳坐行业第二，未来内销随功能沙发渗透率提升（当前 14%，美国 40%）而发展。

③布艺沙发：当前主要增量来源，19年占收入6%，内销约占11%，门店约950家，市占率尚低（测算不足2%）。布艺性价比高、多样性强、易于打理，因而市场广阔、年轻需求旺盛，但又因生产门槛更低、物流成本高（运输费相近但产品价格低），故全国布局企业更少，品牌化刚刚开始。顾家利用规模效应和全国基地降低运输费用，利用强势的品牌力和设计能力抢占布艺市场，特别是中高端市场已初具龙头地位。而且事业部赛马机制下，顾家布艺近年更多独立招商开店，店态也日趋成熟，未来开店空间较大（预测翻倍），门店坪效也有提升空间。

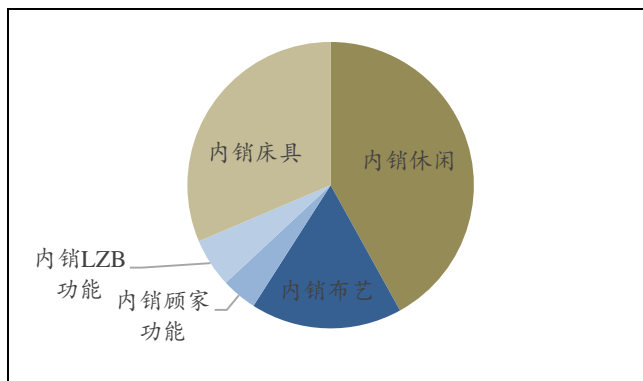
我们预测顾家功能沙发和布艺沙发长期都有规模翻倍的空间，前者看渗透率提升，后者看市占率提升；休闲沙发护城河深，份额仍有望缓慢向上。

图表27：顾家沙发近年分品类分布（预测值）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表28：顾家内销软体分品类占比（预测值）



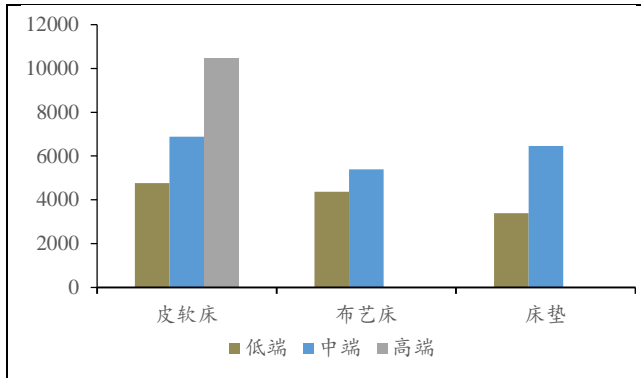
资料来源：公司公告，太平洋研究院

➤ 2、床具：带单+扩店保持高增，未来空间广阔

床具包括床垫和软床，是公司重点发力品种，长期有望成为新的增长支柱，占收入比从13年7%升至19年18%，内销占比超20%，门店1350家仅次于休闲。顾家床垫定位向高性价比和中高端两方向延伸，前者便于线上打造爆款引流、后者适于与传统沙发统一定位，从而线下推动品牌和套餐带单。

1) 作为后进入者，顾家床垫发展前期受到一定阻力。其一，因门店面积有限、沙发床垫占地大，难以同时摆下沙发床垫，而新开店面则卖场新出位置较差；其二，因经销商与皮沙发基本重合，前期传统品类盈利好，经销商推新力度不足、重心不在床垫；其三，发展之初对产品、店态多次探索更新，店态成熟后开店速度才加快；其四，因规模效应有限、成本领先优势无法发挥到位。

图表29： 顾家线上床具价格带（元，中低端为主）



资料来源：天猫旗舰店，太平洋研究院

图表30： 顾家床垫门店位置和面积不占优



资料来源：红星美凯龙，太平洋研究院

但床具有望成为顾家发展空间最大的新品类：

其一，顾家延续优势产品力，一类产品延续高质量、好做工、有材料，充分发挥生产端协同优势，即使单价不低，但同类产品性价比高于慕斯等其他龙头（价格低 20-30%，质量基本相似）；一类产品追求 SKU 聚焦和高性价比，例如顾家先前打造爆款 1 号垫（2999 元），由于规模集采和上游产业链延伸，面料和海绵较行业便宜 5-10%，营销资源也同时聚焦，从而压低成本。

其二，顾家发挥渠道优势：顾家休闲经销商与床垫重合度高，之前推新积极性不强，带单作用弱、门店位置差，而当前其一，床垫客单价与盈利能力向上，经销商开始独立培育床垫品种；其二，顾家成立区域零售中心、设立全品类考核目标；其三，扩大店态将卧室与客厅空间融合，再结合套餐进一步带单、通过天禧等新系列打组合拳，渠道优势与经验得以充分发挥。

图表31： 各家线上爆款床垫，顾家有性价比



资料来源：天猫旗舰店，太平洋研究院

图表32： 顾家常见的客餐厅与卧室绑定套餐



资料来源：公司门店宣传，太平洋研究院

其三，床垫赛道空间广阔、集中度低：床垫行业是消费升级直接受益品种，行业仍有量价提升逻辑，当前格局混乱、没有突出龙头，未来由于标品属性强，集中度有望提升。顾家重视床垫、发挥优势，同时积极诉诸并购（如收购玺堡）。

我们预测顾家的床垫市占率约 1-2%，提升空间广阔，长期来看床垫有望成为第二支柱。参考美国市场，虽然传统龙头形成稳定格局、CR4 达 75%，但多品类龙头 Ashley 发力床垫后 19 年逆势增长 56%、市占率升至 5%

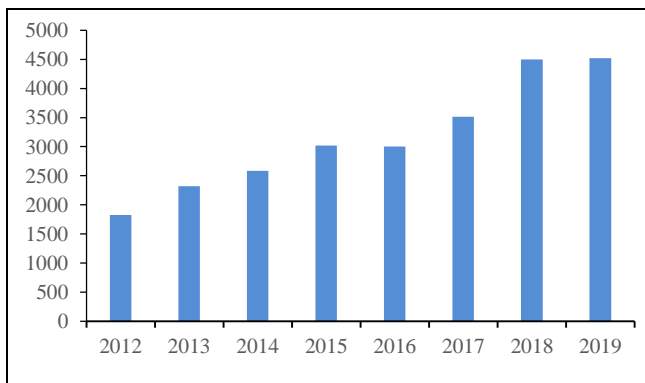
2.1.2 渠道维度：开店仍有空间，纵向下沉+横向拓展

顾家 19 年底约 4800 家门店，家居行业中仅次于欧派，但未来仍有空间，是家居行业中为数不多还可大规模净开店的龙头。我们预计门店至少可到 6000 家。

一方面，顾家渠道仍然有待下沉，三四线城市布局空间广阔。虽然顾家在软体行业中较早下沉，但县域市场仍有拓展空间（可进驻城市中顾家仅进入一半）。这既与下沉节奏相关，又因顾家原有价格带属于中高端，与县域消费需求相错。未来，一方面下沉市场消费升级逐渐明晰，顾家推出新系列促进价格带下沉，精准匹配需求；另一方面三四线经销商盈利能力较好，随着其他品牌退出市场，空出优质经销商和门店位置供龙头下沉，叠加顾家品牌效应释放，未来下沉阻力小。除下沉外，一二线城市低等级物业也可入驻，加密原有市场。

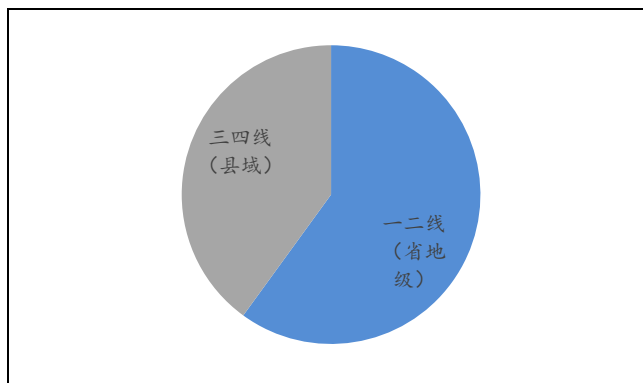
另一方面，顾家新品类突破单品开店天花板。为更好培育新品类、提升经销商积极性，顾家布艺及部分功能、床垫会单独开店引流，且成长期品类盈利能力较好，也会在下沉市场或租金较低的物业开出大店，实现渠道下半场扩张。

图表33：顾家近年门店增长情况（家）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表34：顾家分级门店占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院

2.2 内销长期：单店坪效提升空间大，大家居有望落地

短期顾家可依托品类扩张及渠道下沉获得增长动力，但长期来看，当门店接近天花板、新品类逐渐步入成熟，我们认为顾家渠道与品类端仍有增长动力。

2.2.1 品类维度：尝试大家居之路，向“精品宜家”迈进

➤ 1、宏观来看，顾家向精品宜家迈进，未来或有更多品类脱颖而出。

大部分家居制造商的大家居战略落地困难，主要系集成销售需要的多 SKU、高性价比、一体购买、整体设计很难达成，深究原因，企业普遍缺乏多 SKU 管理与创新能力（宜家上万）、缺乏大店样板集成空间（宜家 2 万平）、缺乏磨合成熟的供应链（即时反馈+规模采购+长期外协）、缺乏整体设计审美。

图表35： 顾家产品系列



资料来源：公司官网，太平洋研究院

但我们看好顾家未来大家居落地的可能：①战略方向来看，顾家注重品类拓展和组织结构改革，是业内为数不多明确向零售转型的企业，为大家居提供基础。

②产品禀赋来看，顾家经营的沙发和床是客厅和卧室空间的主体家居，一方面，极易带货其他家居配套，因为消费场景相近（例如边柜、茶几、餐桌等），而且沙发&床占地大、单价高、品牌诉求强、决定空间风格；另一方面，未来也有带动家饰家品销售的可能，因为沙发&床在家居中最靠近 C 端、零售属性强、更新频率高，随着置换需求上升，门店可建类宜家的生活馆，形成一种生活方式。

③痛点解决来看，一方面，顾家 SKU 增加阻力小，配套家居由供应链企业代工多年，定制家居也逐渐起量，因而多 SKU 管理能力逐渐成熟，选品摆货和库存管理能力也相应更易提升，未来容易增加其他更多品类，特别是存量竞争期小厂

需消化过剩产能，龙头发展代工供应链成本更低。另一方面，顾家大店模式逐渐跑通，店态逐渐成熟，新开+旧改推动融合大店占比提升，实现集合销售，而且公司作为龙头逐渐跑出，市占率提升品牌将自带流量，坪效可覆盖租金。

➤ 2、微观来看，大家居落脚到品类和渠道两个维度，带来长期增长。

1) 落脚到渠道方面，大家居带来店态的日益丰富，从而提升坪效。顾家新品类协同效应不强，故单独招商培育恐难引流，因而以综合大店形式呈现，配合套餐带单，所以长期带来店态的丰富和坪效的提升。

顾家当前打造“1+n+x”的店态矩阵，①其中“1”一方面是定位精品宜家的顾家生活馆，第一家开在杭州（顾家强势地区），咖啡厅+一层家品陈列+二层全品类样板间，受地区客流影响迁址后，当前经营情况良好；另一方面是三四级市场融合大店（租金人工较一线低），部分为原有店面升级、部分为新开店，19年底百家左右，店态类似全友，将顾家全部品类和配套品类融合进去（定制、休闲、卧室、功能、布艺）。②其中“n”是传统渠道的单品门店，“x”为社区店、样板房、整装店、购物中心店等多种销售业态，发挥零售运营优势。此外，线上也可凭借较低的运营和展示成本，作为全品类展示窗口。

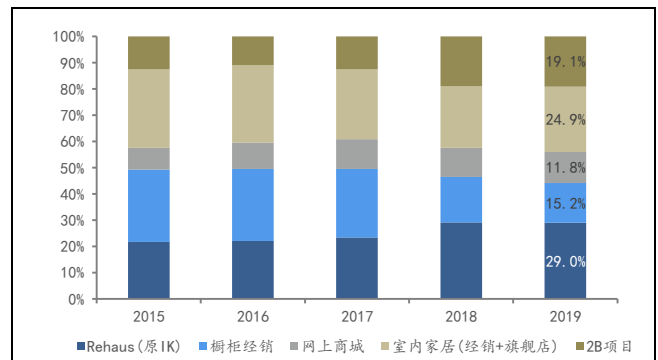
而且大店店态可以带来客单价和坪效提升。一方面，带单购买提升客单价，将2万左右的沙发+床提升至7-8万的全屋家具；另一方面，沙发&床占地面积大、需要样板间呈现、展示成本高，但单值和定制类似，所以坪效相对其他家居品类最低（沙发5000-8000元/平，定制约1万），因此顾家在样板间陈列下增加配套品类、定制家居等均可提升坪效。

图表36: 顾家融合店以大店店态呈现



资料来源: 公司新闻, 太平洋研究院

图表37: 借鉴韩国汉森, 把握零售全渠道



资料来源: Wind, 太平洋研究院

2) 落脚到品类维度，大家居带来非协同新品类的培育，从而拓展新赛道。

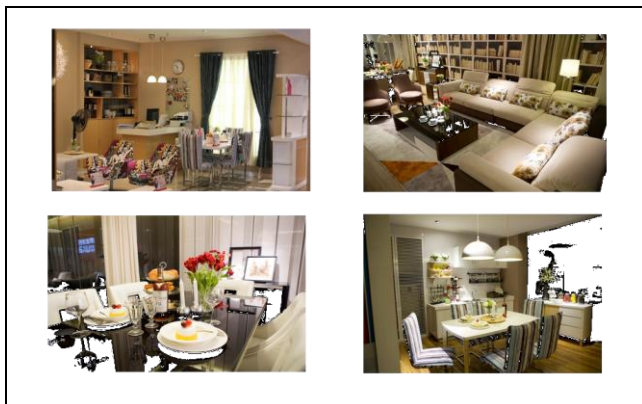
大家居意味着传统品类可以强势带单，结合事业部&区域零售中心等机制，沙发和床以外的非协同品类可以快速培育发展。

①**家居家品**（茶几、餐桌椅等）2019 年收入 19 亿元，占比 17%，同比增 18%，16-18 年增速近 30%。家居配套购买场景最近、带单逻辑最顺。顾家配套相对成熟，长期由供应链企业代工。未来随着大店样板间陈列和套餐带单增加，家居家配的粘单率逐步提升，同时配套品类更加丰富，实现量价齐升，而且规模效应逐渐释放、对代工厂议价能力提升，盈利水平随之向上。

②**定制家居** 2019 年收入 3.4 亿元，占比 3%，同比增 62%。定制是除沙发和床之外，全屋最大型最重点的软装，顾家已经具备定制产能，产品迅速铺开上样，千平大店基本都配定制。长期来看，顾家定制虽不在行业一二梯队，但成为大家居不可或缺的支柱品类，因为一方面可以掌握全屋设计主导权，和沙发&床一起带单全品类发展，另一方面定制由于客单价高、占地较小而大幅提升大店坪效。红木家具同理，只是因渗透率下降而增速弱于定制。

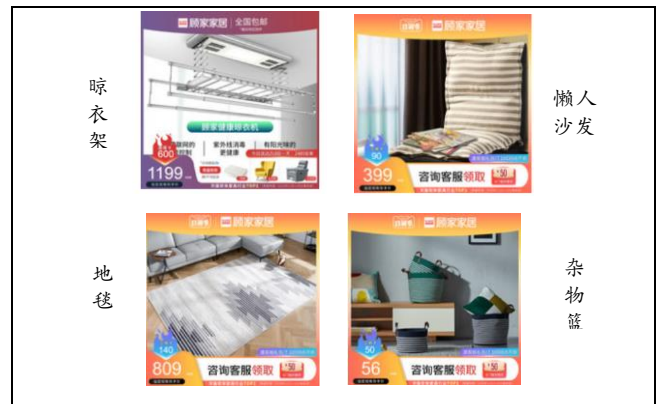
③**未来品类可拓展性强**，一方面，高频的家品家饰会随着店态的丰富而逐渐增加，甚至部分地区带来高频带低频，线上也是高频产品适用的销售场景，与低频家居互相引流；另一方面，新的家居软装品类逐渐培育，例如今年新增的智能晾衣架等，强势带单推动新品扩张。

图表38： 家居家品以样板间形式带单



资料来源：公司新闻，太平洋研究院

图表39： 生活家品和其他家居也在线上线下推开



资料来源：公司新闻，太平洋研究院

2.2.2 渠道维度：区域零售中心赋能，推动单店坪效向上

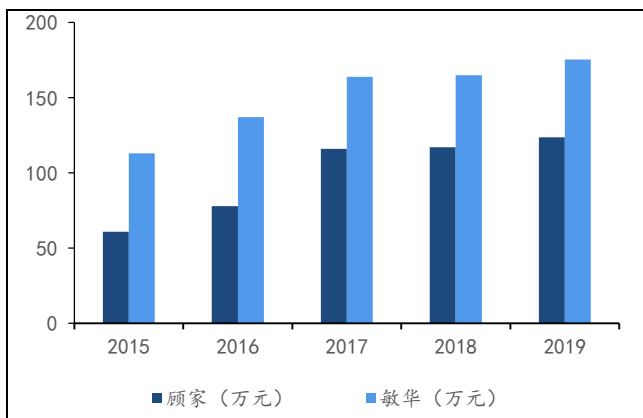
渠道扩张总有天花板，长期方向在于渠道效率提升，即单店提货额向上（客单价与周转向）、渠道单位费用向下。

➤ 1、顾家单店提货额有长期提升空间

沙发行业当前渠道效率低，一方面因渠道碎片化，经销商过小、实力参差不齐，但终端又过于依赖经销商能力，承担仓储配送、装潢上样等多职能。另一方面因沙发&床的渠道环节在行业价值链中占比过高，主要系展示面积大、终端坪效低（5000-8000元/平），单位渠道成本高。

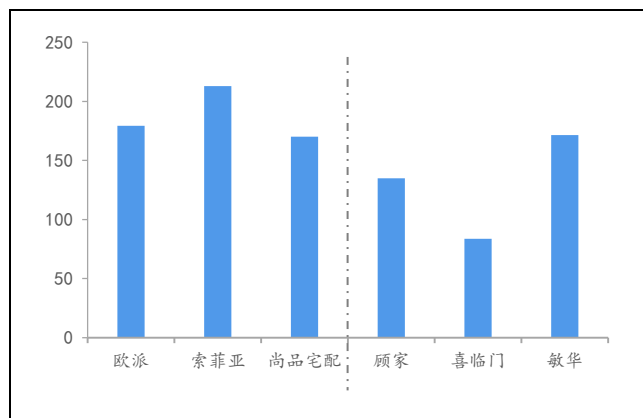
因此，顾家未来单店提升空间大，当前平均单店提货额测算接近120万元（受多重因素影响，各类门店差异较大，仅为参考值），相对其他家居品类较低（定制200万元左右），也略低于敏华（敏华近150万元，主要系敏华一二线占比高、单店辐射范围大、样品摆放更紧凑等）。虽然与品类禀赋有关，但也因顾家客单价、客流量和转化率的提升空间大，成为长期增长动力。

图表40：顾家单店略低于敏华（万元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表41：软体单店低于定制（万元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

➤ 2、顾家单店提货额提升措施较多

1) 客单价方面，主要是增加坪效高的新品类和配套品，如上所述，依托新店态综合店、生活馆带单，推动客单价翻番。

2) 客流量&转化率方面，主要是通过赋能经销商实现。作为基础，顾家对经销商实行严格管控，每年维持5%以上淘汰率，经销商执行力强，有利于推行各

类赋能政策。总部赋能持续增加：过去，门店装潢上样、人员培训已由总部负责；当前，随着大件物流成本下降，借由疫情契机，干线物流仓储均由总部分担，减轻经销商负担。未来，营销推广也可由总部赋能，因为零售化建设使公司直接触达消费者、信息流动障碍化解，而且品牌力提升后，总部的内容营销愈加重要，传统渠道的营销价值（地推等）被削弱。

具体来看，未来顾家单店周转的提升措施：

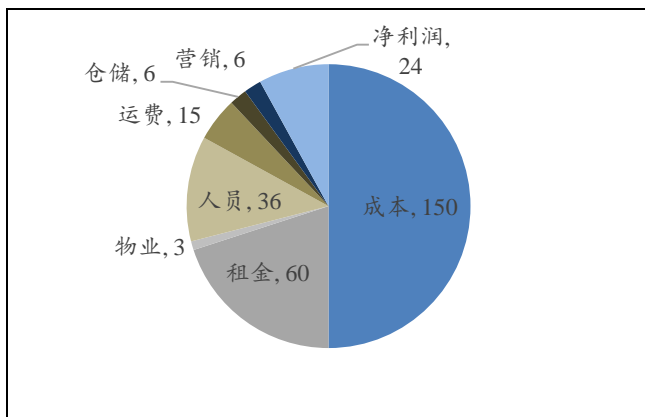
其一，信息化建设持续推行。顾家是软体行业少有的大规模投入信息化的企业，信息系统打通（当前覆盖 70%，预计很快实现全覆盖），可改善库存管控方式和产品下单方式，不仅减少经销商的工作量、减少对其依赖，而且直接掌握终端动销，获取客户数据，连接客户并增加互动（保养等），从而制定更为有效的营销促销方式，加快单店周转。

其二，转型区域零售中心。区域零售中心更易统筹经销商（管理更细化），解决其各类事务性问题，部分弱势地区减少对经销商依赖；还可规划更高效的营销方式，促进规模采购、提升渠道效率、加快大家居整合。

其三，门店位置等硬件条件改善。随着存量竞争下部分品牌退出市场，过去部分门店面积小、位置差，当前有机会获得更好的门店位置以做置换。

其四，长期来看，顾家有采取类直营模式的可能，重构价值链、降低渠道成本，逐渐向零售转型。

图表42： 经销商单店模型拆分预测（万元，预测值）



资料来源：公司新闻，太平洋研究院

图表43： 定制与软体服务链条与可赋能环节



资料来源：太平洋研究院

2.2.3 顾家区域零售中心详解 + 美的组织结构的借鉴

➤ 1、区域零售中心设立背景

区域零售中心设立，一是基于公司门店扩张空间有限，长期来看单店绩效成为增长路径。二是基于顾家过去除促销活动外零售能力不强（跑马圈地为主），而零售转型是未来导向。三是基于原有的事业部制度可能产生内耗，当前需要以整体品牌形象出现，推动传统品类带单和大家居落地。

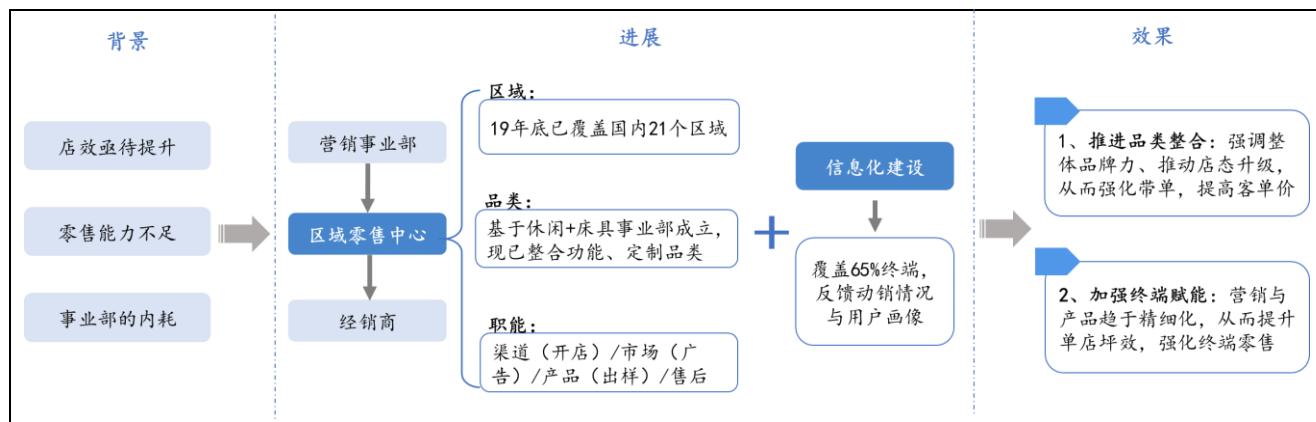
➤ 2、区域零售中心当前进展

区域零售中心 18 年中正式设立，前期处于磨合阶段，有人事与制度变动，且市场运作不很熟悉，而 19 年逐渐磨合到位，年底即采取一系列活动。

目前区域零售中心已覆盖 21 个区域，基于经销商重合度高的休闲沙发+床具成立，并将功能沙发和定制品类整合进来。组织结构从原来的“总部事业部→事业部大区→经销商”改为“营销事业部→区域零售中心→经销商”，下设管理方向包括渠道（开店）、市场（广告）、产品（出样）、售后等，而且在部分基础薄弱区域成立区域零售公司，辅助经销商的提货、营销等职能。

配合区域零售中心同时落地的是终端信息化建设，目的也是加快单店周转，为经销商赋能引流+销售。2019 年底已覆盖 65%终端，预计很快实现全覆盖。内容包含用户/门店/售后，反馈用户画像、动销情况和市场环境（未来交房户型、流行风格和消费趋势），反向设计产品与营销方案，未来将覆盖全轨迹运营。但由于部分经销商对信息系统的接受和学习需要过程，所以全面执行还需时间。

图表44：顾家区域零售中心导图



资料来源：太平洋研究院

➤ 3、区域零售中心效果

1) 推进品类整合，解决发展痛点。

一方面，区域零售中心强调区域内顾家整体品牌的影响力，从而加强协同效应、解决品类冲突。原制度下，如果新老品类经销商重合，则往往对新品不够重视，只将其作为延伸；而如果经销商不重合，又会产生事业部间抢经销商和经销商间抢流量的内耗，所以现在评估考核区域内全品类的发展表现，做到区内充分协调品类、更好匹配消费需求（例如休闲/功能互相引流）。

另一方面，区域零售中心推动店态升级，从而加强优势品类带单、提升客单价。区域内新店店态多以生活馆、融合店、综合店、大店等呈现，陈列多个品类，作为组织改革的前端落地方式，推动公司向零售导向发展，从而深切解决痛点。

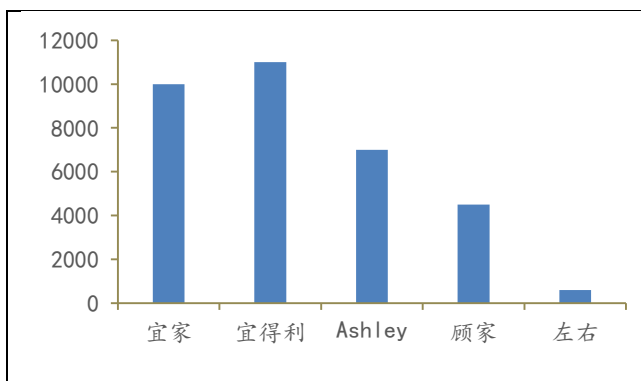
2) 加强终端赋能，加快单店周转。

根据美的经验，区域营销主要效果在单店周转，配合信息化加强经销商赋能管控，从而提升单店坪效、强化终端零售能力。

一方面，营销趋于精细化。公司加强对经销商的管理，掌握终端零售数据、动销情况、市场环境，从而使自上而下的经营指令更加有效、辅助制定的营销策划更加精细、各类促销活动增多且高效（例如五一等活动效果好）。另外，区域零售中心也更方便对接红星、居然的区域负责人，采取统一的营销活动。

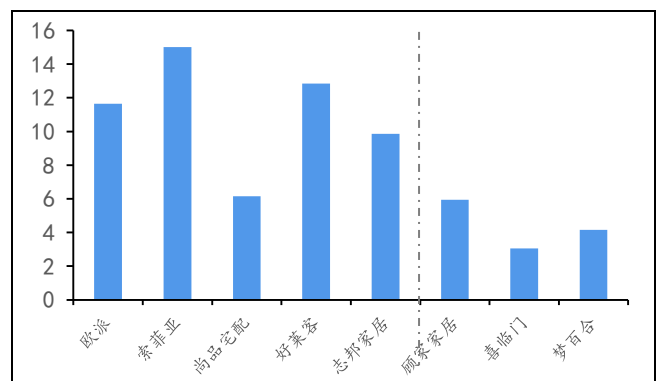
另一方面，产品趋于差异化。各区域根据市场反馈设计产品出样，基于顾家多样化 SKU、高效信息反馈、轻库存商业模式来达成，从而精准匹配客户需求。预期磨合期过后，明年区域零售中心会体现更大成效。

图表45：顾家 SKU 较高，未来有可能继续提升



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表46：软体家居库存周转率仍然偏低



资料来源：公司公告，太平洋研究院

➤ 4、美的组织结构变革的借鉴作用

1) 过去美的组织结构变革过程

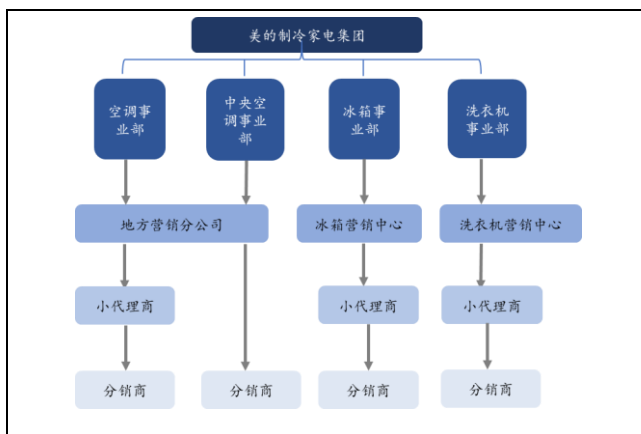
①97年以来推行业务部改造，推动多品类发展，多次变革整合扩张的品类。此时渠道还采取多级代理，链条较长但便于大范围铺货，公司业绩快速膨胀。

②05年行业向成熟期过渡、竞争恶化，而且连锁卖场崛起、冲击传统渠道，美的与代理商合资成立区域营销公司，总经理由美的派驻、主持运营，主要目的是使渠道更扁平灵活，提高渠道效率和单店周转，09-11年营收GAGR为28%。

③12年以来行业成熟，营销人员高成本致部分营销公司亏损，故部分渠道回归代理制，冰洗独立回归事业部，事业部与区域营销中心并行，利润高增。

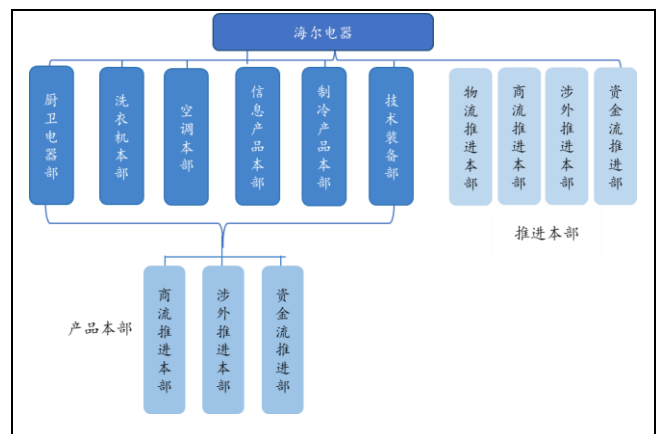
总结来看，美的事业部带来多品类赛马机制，区域营销中心推动渠道扁平化、精耕细作，二者并行有利于各品类形成完整运作链条，更好管理赋能经销商。而顾家的区域零售中心目的不仅在于渠道效率，也因为家居的一站式购买更加明显（购买场景相近、需要一体设计），因而对品类整合也颇为有效。

图表47：美的事业部架构



资料来源：太平洋研究院

图表48：海尔矩阵式结构



资料来源：太平洋研究院

2) 当前美的组织变革新趋势

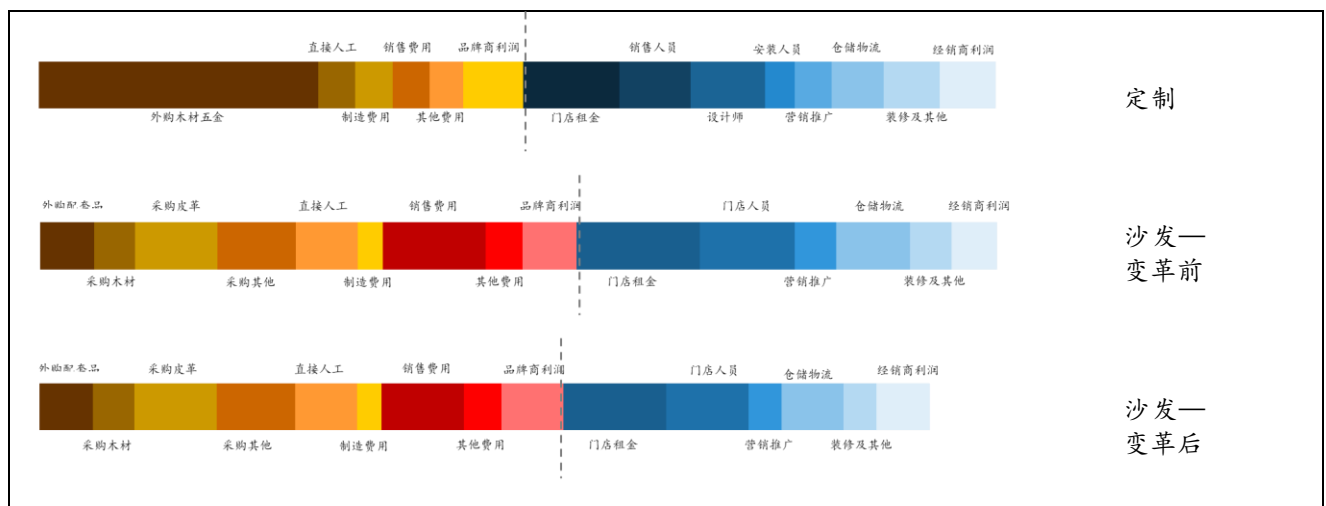
①背景：过去分销商负责垫资提货、仓储物流，因为红利期公司需要跑马圈地，分销商扩大管理半径。但当前进入行业模式变革期：一方面外部渠道变迁，线上占比大幅提升、家电作为标品适于线上销售，而线上渠道加价低给小品牌机会，需要进行组织改革；另一方面内部基础建设完善，仓储物流和信息化系统（美云销，每年投入十亿量级）建设磨合较为完备，可以支撑组织改革。

②趋势：美的格力及其他家电龙头向扁平化方向发展，由深度分销向类直营模式演进，当前将省分弱化成服务站，砍掉七成代理商，终端经销商可向代理商进货，也可直接通过美云销进货，大幅提升运营效率、降低渠道加价，从而提高各环节盈利，或者降低价格让利终端，当前线下加价约 30%仅略高于线上。此外格力也持续进行渠道扁平化改革（董明珠的店）。

总结来看，美的向类直营模式演进，提升渠道效率，不过对于目前的家居企业直接的借鉴性较小。一方面，家居门店阈值低，本身即扁平化销售（只有一级经销商），又由于坪效低，经销商净利率普遍不高，难以通过直接的缩减降低渠道加价；另一方面，家居是非标品，信息不对称严重，而且沙发还需线下门店体验，因此线上对行业颠覆不大，小企业弯道超车机会小。家居企业可通过专供款等缩减成本的方式经营线上渠道，而不需要对原有产品直接大幅降价。

但美的新一轮的渠道变革，对于顾家仍有间接的指引。其一，信息化系统至关重要，可以掌握终端动销和客户画像，有针对性营销和推新，不仅加快单店周转，还可推出爆品，从而打品牌、降成本。其二，提升渠道效率是大势所趋，但顾家可采取赋能方式进行。其三，自建仓储物流效率高，但需费用持续投入，顾家现阶段每年百亿收入，目前最高效方式依然是自有物流和社会资金相结合。

图表49： 未来软体行业渠道价值链有改善可能



资料来源

羊研究院

2.3 外销与外延：外销情势逐步回暖，外延拓展想象空间

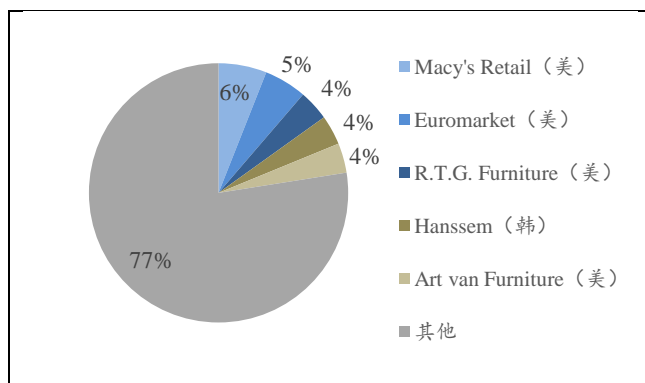
2.3.1 外销：贸易摩擦与疫情压制发展，长期有超市场预期可能

➤ 1、顾家外销前期趋势较好，当前面临两大黑天鹅

顾家外销 16-18 年维持高增，一是因外销采取大客户策略，依托多 SKU 供应能力，提供集成品类和十余款样品，满足一站式采购诉求，再依托超高性价比，在同质竞争的出口市场抢份额。二是因品类方面由休闲沙发拓展至功能沙发品类。三是因地域方面由美国拓展至其他市场。预计增长趋势可以持续。

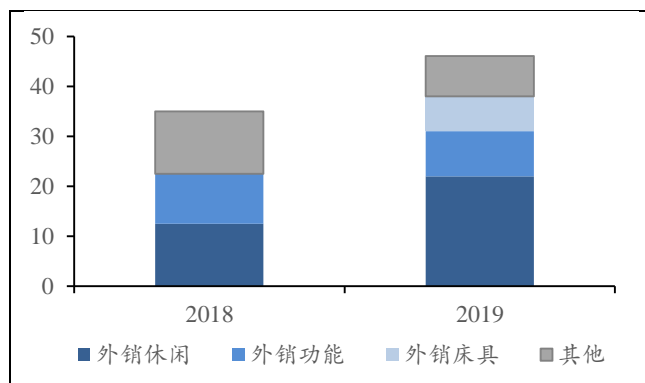
但当前外销面临两大利空，一方面关税加征 25%，海外客户面临制造商的选择，另一方面海外疫情影响家居线下客流。

图表50：海外客户结构（2016）



资料来源：招股书，太平洋研究院

图表51：顾家外销品类分解（预测值）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

➤ 2、对于贸易摩擦，顾家抵御情况或好于预期

其一，中国对美沙发出口可替代性低。沙发对依赖工人技能，我国形成完善产业链、产品服务性价比高。19 年传统沙发中国出口占比仅由 65% 降至 52%。越南出货增 75%，但很大程度源于国内龙头产能迁移，其他国家出口增量非常有限。

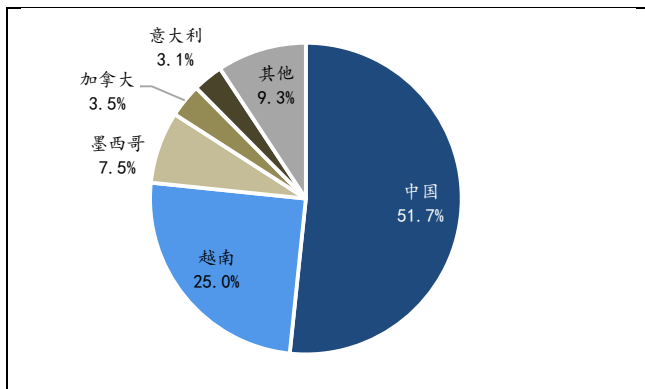
其二，中小企业议价能力弱，让利亏损逐渐退出市场，出口格局改善。顾家相对小厂有成本优势（3-5 个点），受益出口集中度提升（前期竞争过于激烈）。

其三，顾家海外产能落地，维系大客户订单数。顾家当前越南产能覆盖对美出口的 20%，年底有望升至 50%，年底墨西哥工厂也讲投产。变更原产地不受关税影响，成为客户优选，所以龙头订单稳定甚至增长。此外，虽然越南供应链和基础设施弱，但沙发供应简单，只要工人效率提升则不会带来成本大量提升。

其四,关税最终转嫁到产品的售价上,例如19年La-Z-Boy产品1/3受影响,普通沙发涨价2%,功能沙发涨价3%,未来将上涨6-7%,由消费者分担。

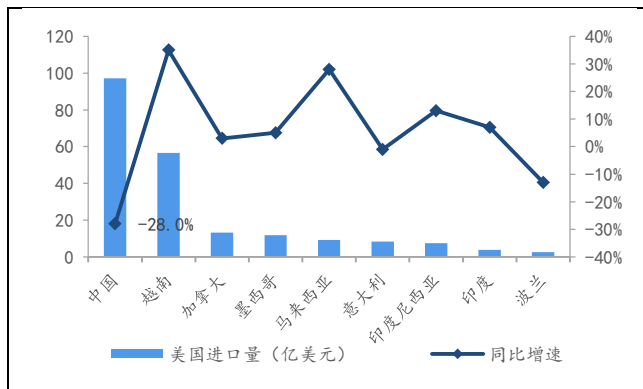
其五,顾家积极拓展其他海外战略市场,例如积极参展推动出口转移至欧洲(英国)、亚洲(新加坡)、澳洲,并在印度东南亚做自有品牌。

图表52: 2019美国木架沙发进口(传统沙发)



资料来源: 今日家具, 太平洋研究院

图表53: 2019各国对美出货量及增速



资料来源: 今日家具, 太平洋研究院

➤ 3、对于海外疫情, 短期承压不改长期趋势

海外疫情带来不确定性,20年1-5月中国家具出口同比下降14%,美国85-95%的家居零售店关闭,但出口情况逐月改善,部分地区公布开店计划。疫情带来今年短期业绩冲击,但好转后有望实现订单回暖,而且按照国内销售情况,国外也将有疫情后的报复性上涨,产能充足的龙头可受益。

此外,外销抢份额+让利导致净利率本身较低(微利),海外疫情对利润的影响相较对收入的影响小很多。

➤ 4、对于反倾销, 玺堡出口可能面临压力, 但仍有应对方式

美国沙发一般不会反倾销,因为人力成本高,国内少有自产产能,但床垫标准化,美国在制造供应链上有一定优势,所以对中国和东南亚实行床垫反倾销。

反倾销决策到落地周期1年以上,未来影响玺堡产能(中国+东南亚),但仍有应对方式,一方面公司不会在反倾销区域再有布局,可能考虑美国或如墨西哥合作设厂。另一方面玺堡的海外产能量级仍小,未来可调整投入内销。

整体来看,疫情结束后,顾家外销有望凭海外产能稳住订单,凭出口格局好转而实现对美回正,以及凭海外战略区域拓展实现外销长期增长。

2.3.2 外延：短期利润带来压力，长期整合后打开成长空间

➢ 1、18年，顾家大规模并购，目的在于快速发展新品类和新区域

一是助推新品类的快速扩张，例如收购玺堡拓展床垫出口、获得上游产能，而自己出口较难拓展客户；例如收购班尔奇发展定制家居、收购宽邸家居拓展美式家具，而自己产能扩张较慢、品牌带单也有限。

二是补足传统品类的产品矩阵，例如与纳图兹成立内销合资公司，弥补高端沙发系列空白，而自己很难拥有高端产品的产能、设计和品牌定位；例如收购优先家居，快速补充对美出口产品和产能。

三是意图扩展国际版图，例如收购德国第一软体品牌罗尔福奔驰，以品牌商的角色拓展海外市场（代工始终缺乏议价能力），同时也可借鉴国际优质企业的设计创意（过去一二线企业经常国外看展“借鉴”设计）。

图表54：顾家并购历程一览

公告日期	收购标的	标的介绍
1月10日	纳图兹贸易	Natuzzi 销售公司
1月18日	班尔奇家具	定制，门店超500家
3月1日	Rolf Benz	德国第一软体品牌
7月	优先家居	出口家居，沙发为主
8月	宽邸家居	全品类美式家具
11月13日	玺堡家居	床垫，出口为主

资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表55：标的产品列举（上 Rolf Benz，下 Natuzzi）



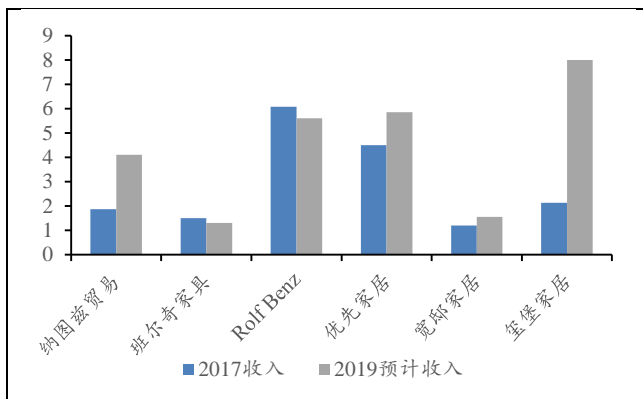
资料来源：公司新闻，太平洋研究院

➢ 2、当前，顾家并购搁置，过往标的表现相对较弱，亟需整合赋能

由于行业环境和资金约束，顾家新的大型并购搁置，当前步入整合期。

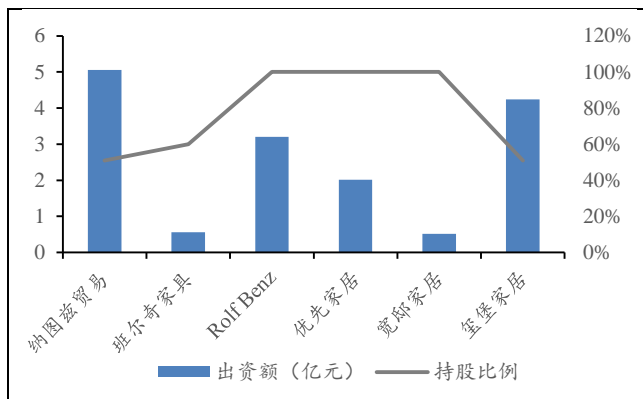
顾家并购资产较为优质，但短期来看，由于海内外行业环境所限，标的业绩表现与顾家主体相比较弱。罗尔福奔驰主要因德国经济环境较弱、家居需求低迷；纳图兹主要系国内高端家居受众小、客流受经济影响波动大；优先主要因贸易战，让利带来利润下降；班尔奇主要系国内定制行业增速下滑、竞争日趋激烈、精装整装分流，甚至出现商誉减值；玺堡 19H1 因贸易战下滑，但 H2 产能转移至马来西亚且快速爬坡，实现全年业绩向上，但 20 年因海外疫情和反倾销而承压。

图表56: 顾家并购标的收入表现 (亿元)



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院

图表57: 顾家并购标的投资额



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院

➤ 3、未来，顾家整合优质资产，长期看好并购带来的成长空间拓展

并购企业业绩落后，亟需公司整合。当前顾家详尽掌握标的情况及数据，并且在局部环节已有整合优化，例如玺堡在渠道和产能端已有协同，而且组织运营也有支持。未来将全面管理，打通渠道+产能并实现相互赋能，充分参与组织架构并以先进的管理经验规划战略。

一方面，在顾家大家居的战略之下，并购可实现新品类赛道快速扩张，可权衡自拓产线渠道带来的资金压力和漫长过程，以及单纯采购代工带来的品牌弱势和质量不稳定，推动大家居落地。另一方面，如果标的整合到位，将打开新的成长空间，甚至成为顾家新的增长支柱，同时玺堡等打通上下游产业链的并购，可实现成本优化。

2.3.3 利润端：长期有降本增效空间

1) 顾家短期利润可能有下降趋势

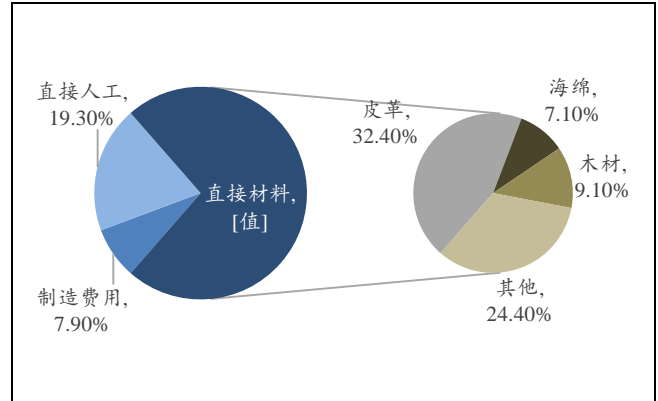
20年由于外销表现弱于内销，公司可能有短暂的毛利率上升，但如无疫情，短期盈利能力预计会呈下降趋势：其一，促销套餐和中端系列使产品平均价格带持续下沉；其二，新拓品类规模效应未充分释放，毛利率结构性下移；其三，新拓海内外产能有折旧风险，特别是海外产能利用不充分；其四，原材料成本稳中略降，其中MD、TDI以及布和木材供给平稳，价格预计波动不大，牛皮价格因全球皮具消费低迷而略有下降，不会对利润有大幅改善。

图表58： 顾家净利率与原材料敏感性测试

	30%	20%	-10%	-20%	-30%
皮革	-12%	-8.2%	4.1%	8.2%	12.2%
海绵	-2.9%	-1.9%	1.0%	1.9%	2.9%
木材	-3.4%	-2.2%	1.1%	2.2%	3.4%
人工	-6.8%	-4.6%	2.3%	4.6%	6.8%

资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表59： 顾家并购标的投资额



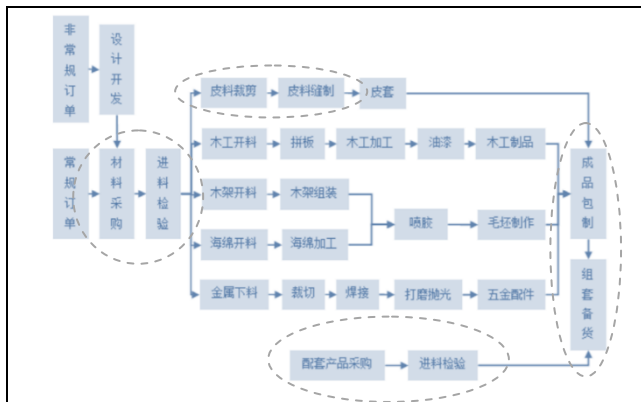
资料来源：招股书，太平洋研究院

2) 长期来看盈利仍呈改善趋势

费用来看，一方面，节衣缩食空间较大，顾家可以提升营销精准度、减少不必要的花费（直播等社交引流和内容获客营销成本极低，只是转化率各异），且仓储物流价格长期有望下降；另一方面，提升组织运营效率，学习华为革新生产系统、投资员工培训。海外经验来看，当美国由卖方转向买方市场，La-Z-Boy从2005年开始按需生产，2011年学习丰田“看板”文化，效率提升、利润释放。

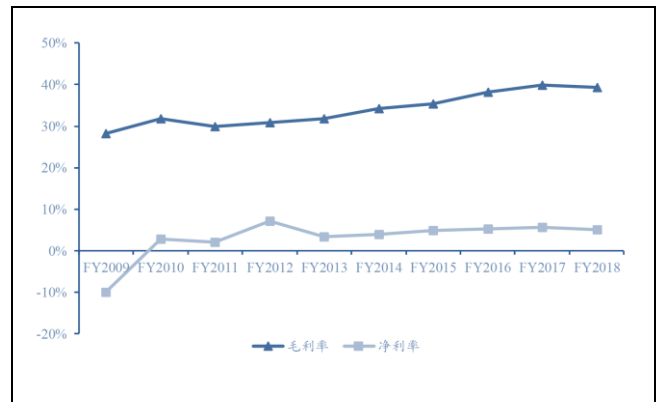
成本来看，虽然人工成本很难削减、人效很难大幅提升，但采购方面，可继续延伸产业链上游、降低原材料价格，培养成熟供应链，规模效应释放降低成本。生产方面，可升级裁剪方案，实现流程优化、精益生产，尽量减少对人依赖。

图表60： 顾家沙发制作流程（可改进环节标出）



资料来源：招股书，太平洋研究院

图表61： La-Z-Boy 的利润率改善情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院

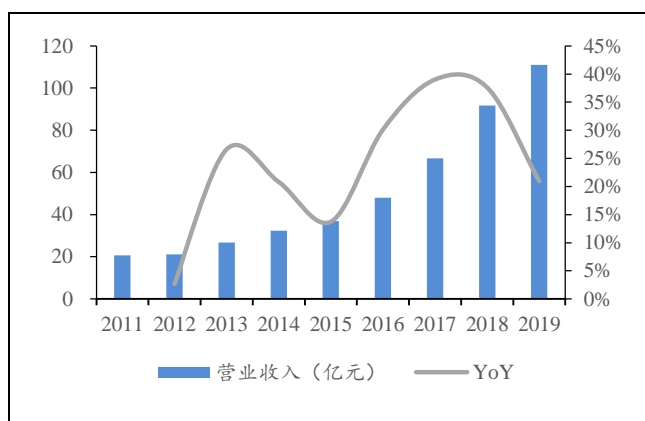
3 盈利预测与风险提示

3.1.1 财务表现：顾家成长性强，近年业绩靓丽

顾家近年业绩靓丽，收入端19年同比增长20.95%至110.94亿元，15-19年CAGR达31.72%，内销各品类齐头并进、新品类保持高增，渠道处于扩张区间，外销提高性价比抢占份额、拓宽品类拓展市场，外延并购进一步增厚收入。

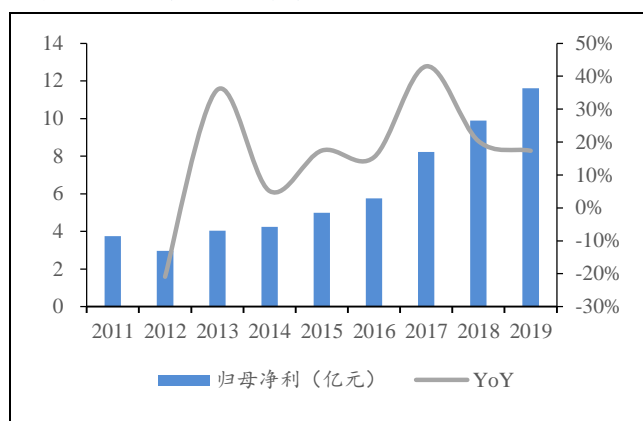
利润端19年同比增长17.36%至11.61亿元，15-19年CAGR达23.55%，近年分别由于原料提价、费用增加、促销降价、并购拖累等原因利润率有下降趋势，但利润仍处于相对快速增长，表现较好的成长性。

图表62： 顾家收入增长靓丽



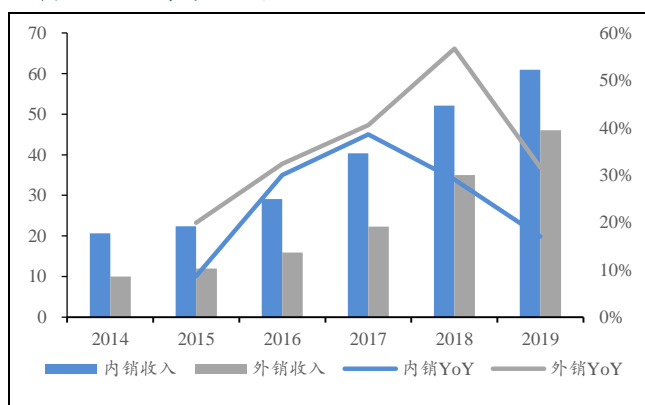
资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表63： 顾家利润保持高增



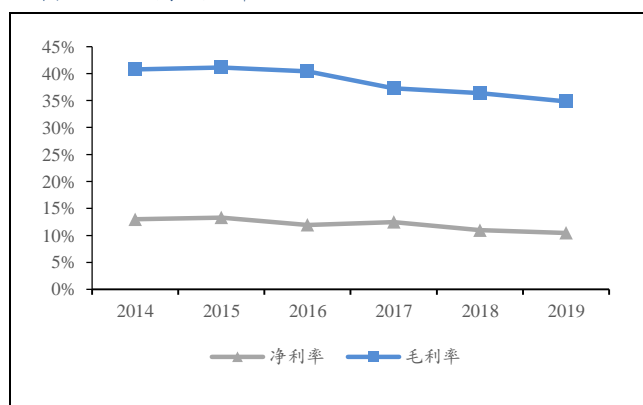
资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表64： 顾家分地区收入



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表65： 顾家利润率

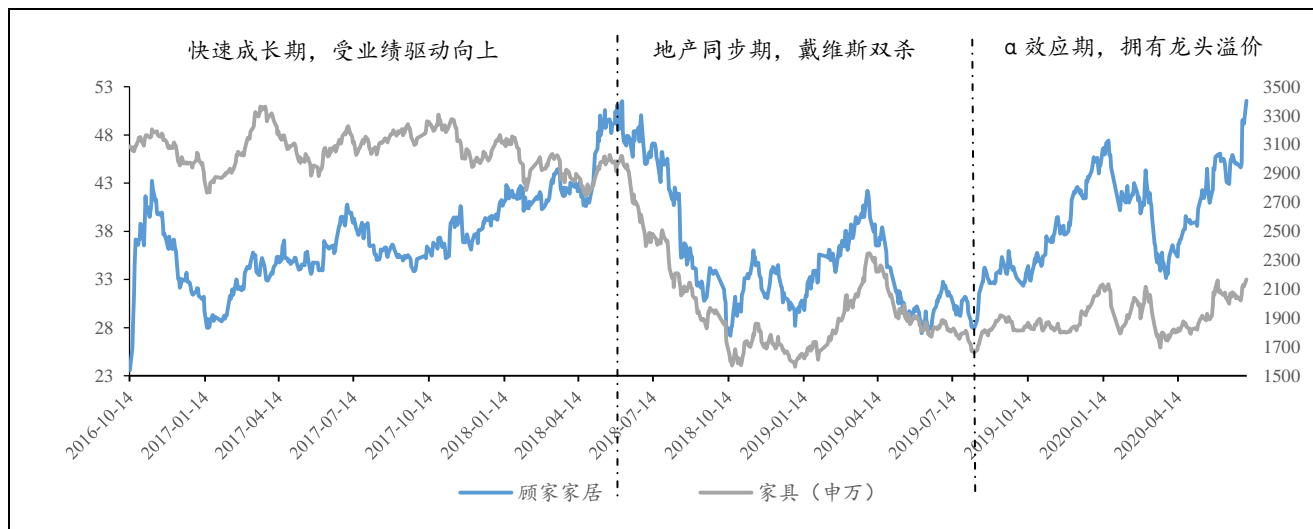


资料来源：公司公告，太平洋研究院

3.1.2 复盘股价：长期推荐，买入正当时

➤ 1、股价主要受业绩驱动，也与地产预期相关

图表66：顾家上市后股价复盘



资料来源：Wind，太平洋研究院

1) 快速成长期：

2017-2018H1，家居业绩高增、定制上市热潮带来高关注度，板块股价高企；顾家则以更优异的业绩和软体龙头溢价，获取超越行业的增长。

2) 地产同步期：

2018H2，大盘情绪不振+地产家居基本面低迷+业绩增速大幅下滑，板块股价承压；顾家同样由于业绩增速低于预期，股价与板块同步下跌。

2019Q1，大盘结构性走强，预判地产竣工回暖，家居板块整体情绪向上，超跌龙头股价回暖，但19Q2竣工逻辑未落地，且顾家贸易战升级，股价跌回原位。

3) α属性凸显时期：

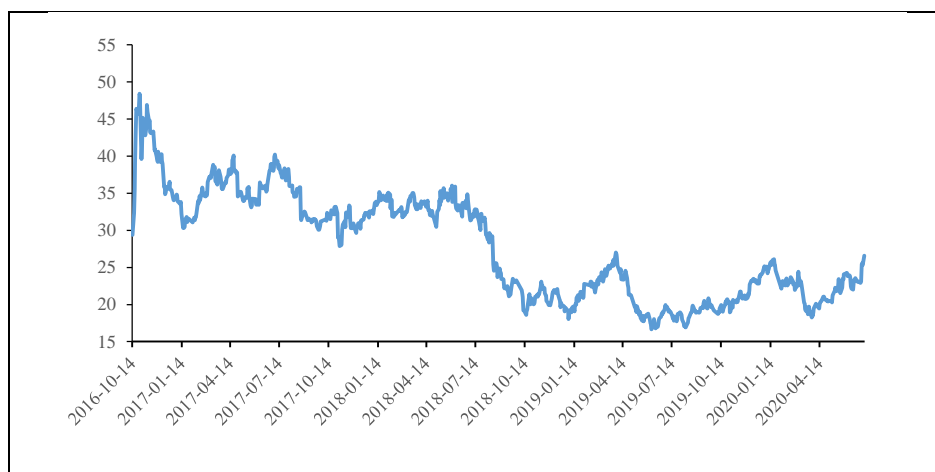
2019H2，地产销售平稳、竣工继续回暖、估值接近底部，家居板块止跌平稳；但家居行业内部发生分化，经历渠道迭代后不同子行业基本面和股价趋势不同，部分成品和定制家居由于受精装和整装分流严重，而且地产平稳后竞争格局恶化，业绩和股价持续低迷；顾家龙头效应显著，积极抢份额改善基本面，H2 相较 H1 订单回暖，获取超越行业的增长；结合管理层增持坚定信心，股价α效应凸显。

2020Q1, 由于疫情黑天鹅, 大盘情绪与行业基本面暂时承压, 家居板块整体下滑; 特别是顾家海外出口占比高, 海外疫情降低市场业绩预期, 公司股价超跌。

2020Q2, 大盘和家居板块整体好转, 板块小幅上行; 而顾家由于软体龙头品牌效应释放、区域零售中心改革卓有成效, 内销基本面明显改善, 外销预期也在好转, 获远超行业的增长; 结合管理层增持坚定信心, 股价 α 效应进一步凸显。

➤ 2、估值受地产后周期压制, 当前逐渐回暖

图表67: 顾家上市后 PE(TTM) 复盘



资料来源: Wind, 太平洋研究院

股价方面, 顾家股价核心受业绩驱动 (例如 17 年上行和 18H2 下行), 短期受地产预期影响 (如 19Q1 竣工逻辑), 也与管理层增持坚定信心相关。前期 β 属性明显, 股价与行业走势相近, 与地产关联度高; 后期改革到位后 α 属性凸显, 股价表现远超行业, 逐渐展现地产与消费双重属性, 迎来基本面与股价同时向上。

估值方面, 17-18H2 给予短期业绩高增、长期有望成为消费龙头的家居企业以高估值 (30-35X), 但 18H2-19H1 地产后周期属性凸显, 地产预期向下从而压制估值 (15-20X), 而 19H2 以来开始展现龙头溢价, 虽中间有波动 (海外疫情), 但估值趋势向上 (20-25X)。未来, 我们判断公司业绩将继续稳健增长, 同时集中度提升、消费属性显现后估值中枢有望进一步上移, 或将达到 25-30X。

3.1.3 盈利预测与估值

我们预计顾家家居 20-22 年 EPS 分别为 2.13/2.45/2.81 元，对应 20-22 年 PE 分别为 25.7X/21.9X/19.1X，维持“买入”评级。我们看好顾家大家居战略和合伙人文化下的狼性发展，虽短期成长有压力，但作为行业龙头将迎市占率上升，并通过发展大家居获得长期增长空间。

图表68： 顾家盈利预测

单位/百万	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9172.12	11093.59	12393.38	14764.86	17069.34
(+/-) (%)	21.61	20.95	11.72	19.14	15.61
净利润	989.36	1161.16	1296.08	1520.98	1744.12
(+/-) (%)	16.75	17.37	11.62	17.35	14.67
EPS(元)	1.64	1.93	2.15	2.53	2.90
P/E	33.64	28.65	25.69	21.89	19.09

资料来源：Wind，太平洋研究院

图表69： 顾家上市后股价复盘

公司	市值 (亿元)	EPS			PE		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
顾家家居	311.44	2.15	2.53	2.90	25.7	21.9	19.1
敏华控股	303.96	0.48	0.53	0.59	17.0	15.3	13.8
喜临门	43.55	1.02	1.16	1.40	11.0	9.7	8.0
梦百合	83.98	1.46	2.04	2.48	16.8	12.0	9.8

资料来源：Wind，太平洋研究院

3.1.4 风险提示

地产销售大幅下滑，并购标的不及预期，海外疫情恶化

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。