太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-08

行业深度报告

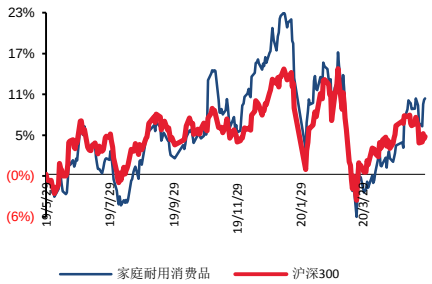
看好/维持

家庭耐用消费品

可选消费 耐用消费品与服装

软体系列研究一：沙发行业--龙头提份额+拓赛道，看好长期增长

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《Q1 业绩超预期，疫情影响对全年影响有限》--2020/05/20

《FY20 业绩强劲，净利增速超预期》--2020/05/17

《疫情之下 Q1 业绩承压，线上量尺恢复迅速》--2020/04/30

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

联系人：曹倩雯

电话：18653860177

E-MAIL：caoqw@tpyzq.com

报告摘要

沙发行业概况：①增速渐稳，结构性机会为主。沙发行业由地产红利下的成长期过渡到消费驱动下的平稳期，20 年规模近 700 亿元，短期受益于竣工回暖（20/21 增长 10%），长期受益于消费升级的价升、存量置换的量增（更新最频的品类之一），以及品类的结构化升级，增速将高于地产。**②格局较好，双龙头正在形成。**沙发行业形成明确梯度，主体为区域小企，但顾家/敏华脱颖而出，各以 8%+市占率稳居龙头（特别是中高端市场），未来提升集中度空间大（当前 CR2 美国 32%）。

龙头看点一：纵向看集中度提升。龙头基于品牌红利兑现而提升份额。①过去，龙头如何脱颖而出形成较好格局？全国龙头不易产生（运输半径短、产能扩张慢），现龙头因快速铺设渠道（广布门店、抢占优质经销商）和密集营销（地推+广告并举，初具品牌力）而跑马圈地、构筑壁垒，然后弥补运输&生产短板，在与区域小厂博弈中进一步胜出。**②现在，行业模式变迁是否动摇龙头壁垒？**渠道变革在于新零售、整装精装、定制整合；后两者影响小，前者提升体验效率而影响大。但龙头壁垒难以颠覆，一因品牌红利初现、脱离渠道依赖、复购强化品牌；二因线下仍是主流渠道；三因线上渠道流量也趋集中、品类禀赋使新品牌难以超车。不过，拥有前瞻灵活的新零售团队可为龙头锦上添花。**③未来，沙发龙头提升集中度落脚点是什么？渠道维度：**下沉市场空间大，龙头开店阻力小；同时终端坪效低，龙头加强赋能和信息化建设，提升单店周转与渠道效率。**产品维度：**产品本身升级——功能沙发舒适度高、渗透率提升，龙头敏华份额向上；产品矩阵升级——龙头扩大 SKU+高频更新（如皮沙发扩至布艺），多样化扩大客户覆盖。

龙头看点二：横向看扩品类拓赛道。第一步拓产品，即增加配套品，初步提升客单值。**第二步拓空间，**沙发扩床垫协同性强，突破原品类天花板，利用品牌力+融合店态+套餐引流带单；虽然需要较长培育期，但未来空间可期。**第三步发展大家居，**美国经验看，多品类集成是方向，极大提升客单值，而沙发龙头若解决品牌力不足、展示空间小、供应链成本高等问题，未来或将承担零售集成角色，当前则可先从融合店做起。

推荐标的：顾家家居、敏华控股。

风险提示：地产销售大幅下行，龙头品类拓展不及预期

目录

1 沙发行业概览：空间稳步向上，寡头格局初步显现.....7

1.1 二次复购 + 消费升级，驱动沙发行业空间向上.....7

1.1.1 短期看，沙发行业空间有多大？.....7

1.1.2 长期看，沙发行业增量需求在何方？.....8

1.2 沙发行业格局较好，已有龙头脱颖而出.....12

1.2.1 沙发行业当前格局如何？.....12

1.2.2 如何判断沙发龙头未来的格局？.....13

2 看点一：纵向来看，集中度有望持续提升.....15

2.1 过去：跑马圈地后，行业如何形成“两枝独秀”格局 15
2.1.1 沙发区域性小企为主，全国性龙头产生非常不易 15
2.1.2 龙头通过渠道与营销破局，脱颖而出走向全国 16
2.1.3 沙发龙头全国布局后，可在与区域品牌的博弈中获胜 19
2.2 当前：模式变迁中，龙头壁垒是否被撼动？ 20
2.2.1 渠道变革期，精装整装影响有限，新零售影响深远 20
2.2.2 虽然渠道模式变革，但龙头竞争壁垒很难撼动 25
2.2.3 虽然格局难改，但部分细分龙头可借新零售夯实壁垒 28
2.3 未来：集中度持续提升的落脚点在何方？ 29
2.3.1 渠道维度：下沉市场布局空间大，渠道坪效亟待提升 29
2.3.2 产品维度：功能沙发带来产品升级，多样化矩阵扩大客户覆盖 35

3 看点二：横向来看，赛道拓展突破行业桎梏 39

3.1 扩品类第一步，拓产品 39
3.2 扩品类第二步，拓空间 40
3.3 扩品类第三步，大家居 41
3.3.1 多品类集成是未来方向，模式承担者可以是软体制造商 41
3.3.2 当前阶段，沙发企业的大家居进展难度较大 42
3.3.3 长期来看，沙发企业仍有大家居落地基因 44

4 其他看点：降本增效改善盈利，外销集中度有望提升 47

4.1 行业盈利端有何改善空间？ 47
4.2 如何看待软体家居外销竞争力与贸易战影响？ 48

5 推荐标的：顾家长期品类整合，敏华内销显著回暖 51

5.1 顾家家居 51
5.2 敏华控股 51

图表目录

图表 1：沙发行业规模平稳增长 7
图表 2：沙发细分品类行业规模（测算） 7
图表 3：沙发市场空间测算（销售口径） 8
图表 4：城镇居民人均可支配收入逐年提升 8
图表 5：中国中产阶级占居民比例预计大幅提升 8
图表 6：日本第 2 到第 3 消费社会的转变特征 9
图表 7：马斯洛需求的五个层次 9
图表 8：消费者每日在客厅时长统计 9
图表 9：消费者待的久的空间占比 9
图表 10：沙发购买预算 10
图表 11：客厅家具购买预算 10
图表 12：家居行业中高端消费占比大幅提升 10
图表 13：软体人均消费额提升空间大（美元） 10
图表 14：二手房占比持续提升 11
图表 15：存量房步入更新阶段 11
图表 16：预期软体家居使用年限 11
图表 17：改善型家庭更换家居产品更频繁 11
图表 18：我国沙发行业主要全国性与区域龙头一览 12
图表 19：美国沙发行业集中度（制造环节） 13
图表 20：我国沙发行业 CR3（2019，测算） 13
图表 21：过去沙发龙头“两枝独秀”格局如何形成 15
图表 22：沙发人工作为可变成本占比高，规模化难度大 16
图表 23：沙发人均产值基本不随规模提升而向上 16
图表 24：消费者购买软体家居的主要方式 17
图表 25：沙发企业终端布局数量 17
图表 26：家居品牌全而广的营销输出 18
图表 27：LZB 营销路径类似 18
图表 28：沙发龙头绑定美凯龙下沉，具备渠道和品牌优势 19
图表 29：当前即便行业模式变迁，沙发龙头竞争力也难以撼动 20
图表 30：精装品类占比 21
图表 31：设计师在家居参展人数中占比 21
图表 32：定制家居 CR5 仅约 20%（测算） 22
图表 33：尚品既布局自有沙发，也与沙发龙头合作 22
图表 34：互联网在家居的渗透率持续提升 23
图表 35：消费者喜欢的家居购买场景 23
图表 36：2019 双十一沙发品牌 Top10 24
图表 37：当前家居购买面临的问题 24
图表 38：新媒体 APP 下载量维持高增 24
图表 39：2020 年 2 月各类电商月活用户增速 24
图表 40：80/90 后占据家居主要需求 25
图表 41：消费者获取家居信息方式 25
图表 42：国内沙发龙头营销 ROI 26
图表 43：欧美软体新进入者广告费占比过高 26
图表 44：双十一成为龙头重要促销活动 27
图表 45：双十一家居销售排名仍以龙头为主 27

图表 46：天猫平台流量成本占比概算.....27
图表 47：对家居直播电商效果的调查.....27
图表 48：龙头始终紧跟新媒体营销，实现内销新增长.....28
图表 49：厂商总部对直播营销的担忧.....28
图表 50：未来龙头集中度有四种提升路径.....29
图表 51：相较定制，软体企业下沉不到位（门店口径）.....30
图表 52：不同品类渠道天花板不同.....30
图表 53：农村人均消费支出增速更高.....30
图表 54：三四线城市消费者沙发诉求更简单.....30
图表 55：各品类小镇与城市渗透率与渗透率增速矩阵图.....31
图表 56：低线网购人数增长快(假设一线=100).....31
图表 57：某沙发品牌经销商三四线净利率高于一二线.....31
图表 58：家居经销商销售额一般较弱.....32
图表 59：沙发企业单店模型（样本测算）.....32
图表 60：定制与软体服务链条.....33
图表 61：美的美云销系统下生产-销售流程.....33
图表 62：软体行业渠道价值链有望重构.....34
图表 63：沙发功能需求偏好洞察.....35
图表 64：功能沙发渗透率提升.....35
图表 65：林氏木业和芝华仕的爆款单品双十一销售额.....36
图表 66：消费者购买沙发的最先考虑因素.....37
图表 67：消费者认为的软体竞争要素.....37
图表 68：La-Z-Boy 与 Ashley 官网展示产品多.....38
图表 69：沙发龙头 SKU 差别较大.....38
图表 70：沙发行业赛道拓展的三个步骤.....39
图表 71：龙头 2010 年后纷纷拓展多品类沙发.....39
图表 72：龙头当前基本配备配套品.....39
图表 73：龙头普遍销售床垫，但占比有限.....40
图表 74：新品类往往单独开店，且位置无优势.....40
图表 75：美国制造商品牌店仅占 12%，其余零售主导.....41
图表 76：美国零售门店中，集成销售为主要方式.....41
图表 77：汉森把握零售全渠道，掌握流量入口.....42
图表 78：La-Z-Boy 零售化转型，自有门店扩张.....42
图表 79：各大家居龙头 SKU 对比.....43
图表 80：经销平均门店面积较小.....44
图表 81：宜家成熟的大型供应链系统.....44
图表 82：当前已有顾家家居等开始大店尝试.....44
图表 83：汉森品牌力起来后旗舰店才大规模扩张.....44
图表 84：美国 90 年代人力成本提升、雇员减少.....45
图表 85：林氏木业整合珠三角供应链.....45
图表 86：软体家居相较库存周转率较高.....46
图表 87：软体家居相较定制单店营收较低.....46
图表 88：2019 龙头广告费用有所削减.....47
图表 89：沙发制作流程（可改进环节标出）.....48
图表 90：顾家推出精益生产，减少在产品.....48
图表 91：2019 美国家居进口主要来源地.....48
图表 92：2019 对美出货量增速.....48
图表 93：2019 美国木架沙发进口（传统沙发）.....49

图表 94： 2019 美国铁架沙发进口（功能沙发） 49

1 沙发行业概览：空间稳步向上，寡头格局初步显现

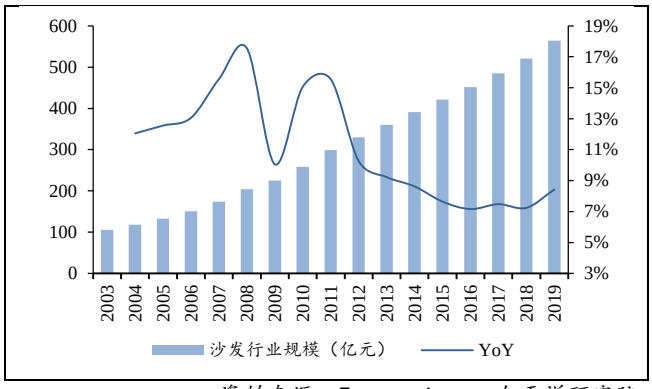
1.1 二次复购 + 消费升级，驱动沙发行业空间向上

1.1.1 短期看，沙发行业空间有多大？

沙发隶属软体行业，兼具消费与地产后周期属性。地产红利期后，近年规模回归平稳增长，据 Euromonitor，2019 年沙发行业规模同比增长 8.5%，近五年 CAGR 为 7.63%；**未来随着存量置换需求增加，消费属性将日趋明显。**

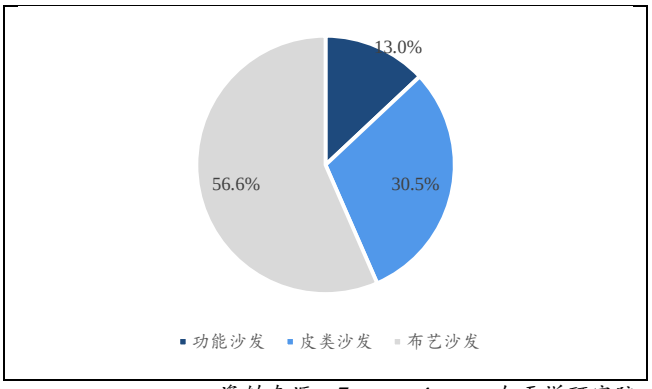
分品类看，功能沙发渗透率 13%，并以每年接近 1%的幅度提升（美国渗透率 40%+）；传统沙发中，根据调研数据，布艺市场大于皮质沙发市场（大约 7:3），分别占总规模的 57%/31%，主要由于布艺沙发覆盖客户广、生产门槛低。

图表1： 沙发行业规模平稳增长



资料来源：Euromonitor，太平洋研究院

图表2： 沙发细分品类行业规模（测算）



资料来源：Euromonitor，太平洋研究院

中短期，我们测算 20/21 年沙发市场规模增长 10.1%/10.6%至 684/757 亿元。短期（1-2 年）由于地产竣工转暖而迎来增长小高峰，中期（3-5 年）增速趋稳，但因存量房翻新+消费升级带来的量价增长，增速将略高于地产。

对于测算，我们给出以下假设：①20/21/22 年住宅现房套数以 20%/18%下降，期房以 3%/2%/1%增长；②当前竣工周期由 1.5 年拉长至 2 年，未来持续；③当前竣工的三四线住宅部分投资性质，房住不炒后改善，空置率将达 18%/18%/15%；④老旧房屋增加，存量房翻新率缓慢向上至 3.0%/3.1%/3.2%；⑤每户基本一个客厅，少数无客厅或卧室有沙发，平均购置沙发 1 套；⑥软体沙发渗透率在 80%左右；⑦结合草根调研，沙发终端均价上升，分别假设为 4500/4550/4600 元。

图表3： 沙发市场空间测算（销售口径）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
住宅销售套数（万套）	1356	1382.3	1390.2	1395.5	1395.0	1403.0
其中：现房	292.6	216.8	173.5	142.2	116.6	99.1
其中：期房	1063.5	1165.5	1216.8	1253.3	1278.3	1303.9
当期装修的期房（万套）	734.6	844.8	957.2	1107.2	1275.0	1253.3
空置率	12%	15%	18%	18%	18%	15%
当期装修的新房（万套）	**900.9**	**902.4**	**927.1**	**1024.6**	**1141.2**	**1149.5**
YoY	**0.3%**	**0.2%**	**2.7%**	**10.5%**	**11.4%**	**0.7%**
存量房套数	26873	27806	28714	29701	30775	31982
存量房翻新率	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
翻新房套数（万套）	736.3	764.7	818.4	876.2	938.6	1023.4
装修房屋数量（万套）	**1637.2**	**1667.1**	**1745**	**1900.8**	**2079.8**	**2173.0**
YoY	**4.4%**	**1.8%**	**4.7%**	**8.9%**	**9.4%**	**4.5%**
平均每户购置沙发数（套）	1	1	1	1	1	1
软体沙发渗透率	80%	80%	80%	80%	80%	80%
沙发市场规模（万套）	1301.6	1333.6	1396.4	1520.6	1663.9	1738.4
软体沙发单价（万元/套）	0.435	0.44	0.445	0.45	0.46	0.46
软体沙发市场容量（亿元）	**566.2**	**586.8**	**621.4**	**684.3**	**757.1**	**791.0**
YoY	**6.3%**	**3.6%**	**5.9%**	**10.1%**	**10.6%**	**4.5%**

资料来源：Wind，国家统计局，太平洋研究院

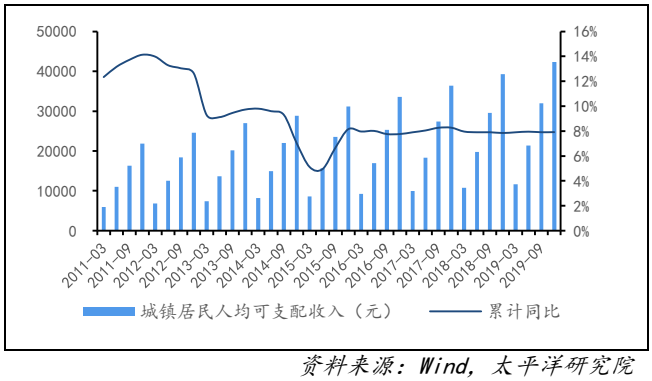
1.1.2 长期看，沙发行业增量需求在何方？

长期来看，虽然地产红利带来的行业成长期已过，沙发行业增速收敛于宏观波动，但是长期来看消费属性之下仍有量价齐升动力，将超过地产获得稳定增长。

➢ **1、价升：沙发消费属性强，直接受益于消费升级**

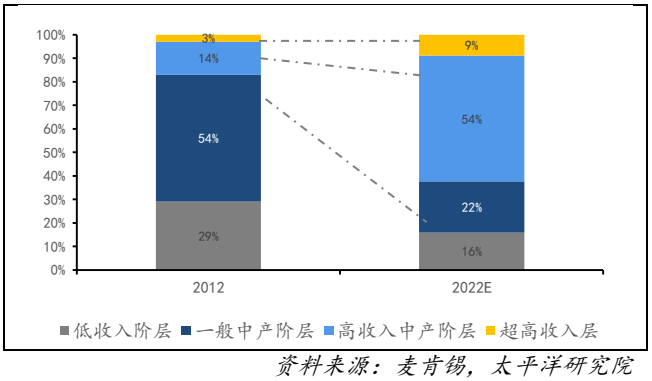
①消费升级仍是当前主题。宏观方面，随着居民社会财富积累、收入水平升级、可支配资产增加，消费层次也持续提升。据麦肯锡预计，2020 年将有近 4 亿家庭成为收入在 1.6-3.4 万美元的主流消费者，或者称中产阶层。**微观方面，**80/90 后开始进入收入增长期（部分进入中产），成为家装市场中坚力量，其特点是精神层次领先物质层次而达到更先进的水平，消费习惯决定消费水平升级。

图表4： 城镇居民人均可支配收入逐年提升



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表5： 中国中产阶级占居民比例预计大幅提升



资料来源：麦肯锡，太平洋研究院

②本轮消费升级大致几个特征：根据经济增速/人口结构，日本第 2 到 3 消费社会的过渡阶段对我国有借鉴意义，当下消费升级**①注重内在价值。**由追逐外在升级转为改善内在体验，注重附加价值（如体验/氛围/便利性）和精神需求的场景化与物化（如茅台是对尊重需求的物化）。对应马斯洛需求中安全需求向社交需求过渡。**②个性化趋势突出。**选择产品时由关注功能和价格等共性，转向设计感/附加价值/文化内涵等个性。**③品牌意识觉醒。**品牌本质是让消费者实现快速选择，提高生活效率，还为客户带来形象和身份的认同。虽然部分品类有去品牌化趋势，但在信息不对称和高价耐用品行业中，消费者仍愿支付品牌溢价。

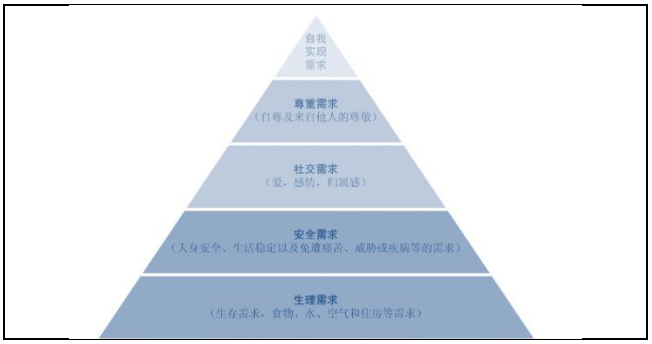
对比上述特征，沙发行业符合消费升级趋势，未来将受益于消费升级。沙发一方面承载会客、休闲和家庭集会功能，同时实现社交和情感需求，根据《中国客厅文化白皮书》统计，近 80%消费者客厅使用时间超过 2 小时，沙发是**体现生活舒适度的必需品。**另一方面，沙发设计感强、SKU 丰富，是装修风格的集中体现，是消费者**个性化审美的彰显**，符合消费升级趋势。

图表6： 日本第 2 到第 3 消费社会的转变特征

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	中等阶级诞生	经济高增，大量生产消费，一亿中产阶级	低增长、泡沫经济、金融破产，差距拉大	雷曼危机、经济不景气、消费市场缩小
出生率	5%	2%	1.3-1.4%	1.3-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	私有主义，重视国家	私有主义，重视家庭	私有主义，重视个人	趋于共享，重视社会
消费取向	西洋化、大城市倾向	大量消费，美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向	无品牌倾向、朴素倾向、本土倾向
消费承担者	中等阶级、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

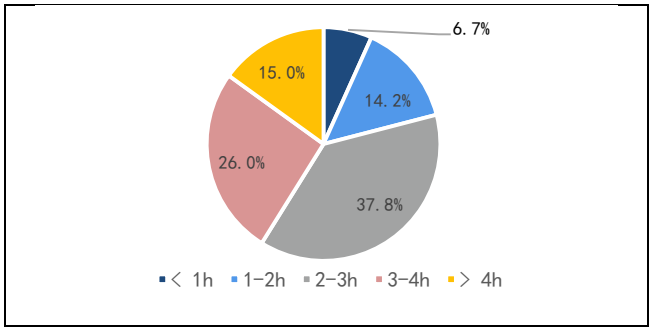
资料来源：《第 4 消费时代》，太平洋研究院

图表7： 马斯洛需求的五个层次

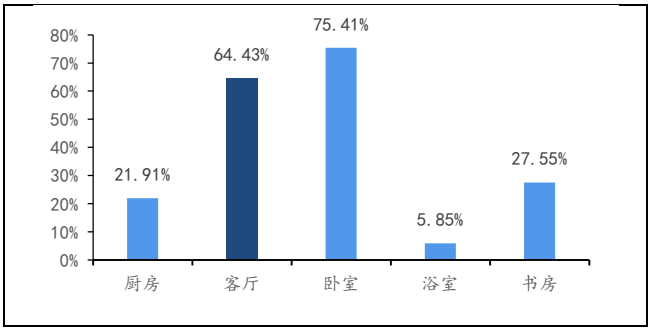


资料来源：《市场营销》，太平洋研究院

图表8： 消费者每日在客厅时长统计



图表9： 消费者待的久的空间占比



资料来源：中国客厅文化白皮书，太平洋研究院

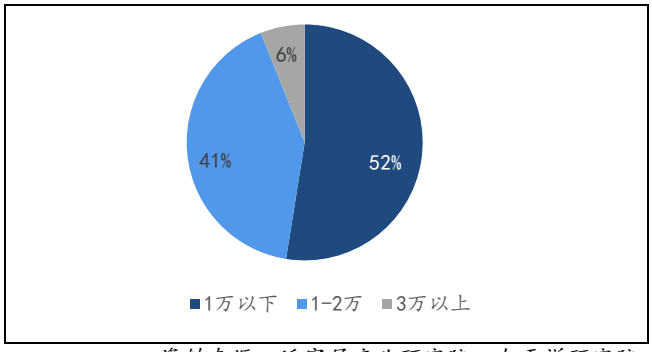
资料来源：腾讯数据实验室，太平洋研究院

③消费升级将推动沙发行业规模长期稳步扩张，具体来看：

价：一方面，消费升级下客户对沙发日益注重，**预算进阶式提升**，带来行业价格中枢上移。而且沙发价格跨度广，高中低端价差大，因此价升拉动作用明显。另一方面，细分结构看，沙发预算提升一方面**推动产品结构升级**，功能沙发等升级品种渗透率提升；另一方面品牌替代杂牌，品牌溢价推动行业价格进一步上升。

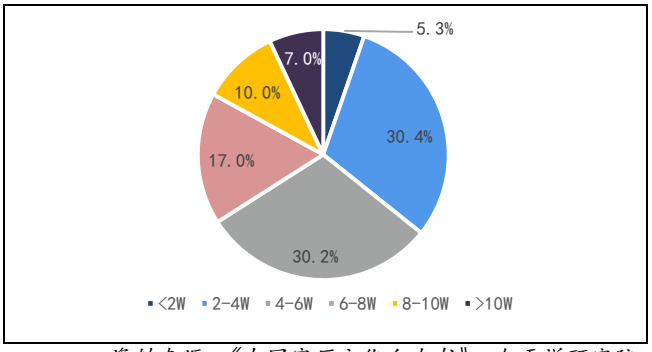
量：沙发过去替代木质座椅，未来下沉市场仍可提升渗透率，但空间有限。

图表10： 沙发购买预算



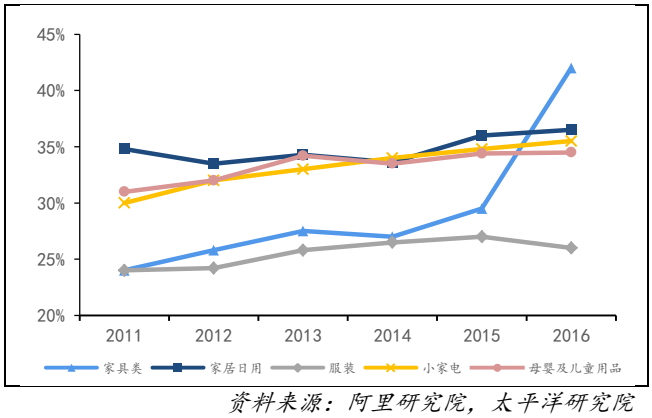
资料来源：泛家居产业研究院，太平洋研究院

图表11： 客厅家具购买预算



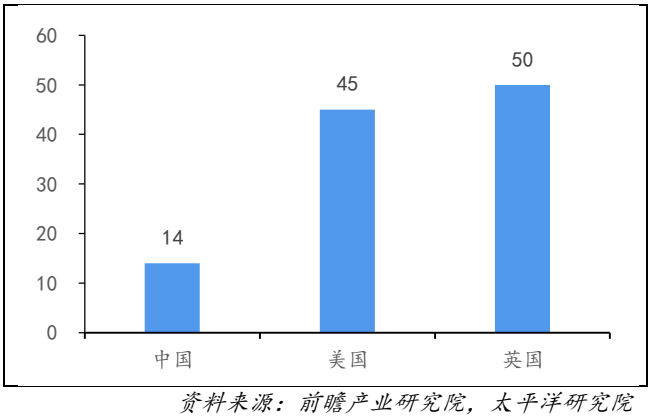
资料来源：《中国客厅文化白皮书》，太平洋研究院

图表12： 家居行业中高端消费占比大幅提升



资料来源：阿里研究院，太平洋研究院

图表13： 软体人均消费额提升空间大（美元）



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院

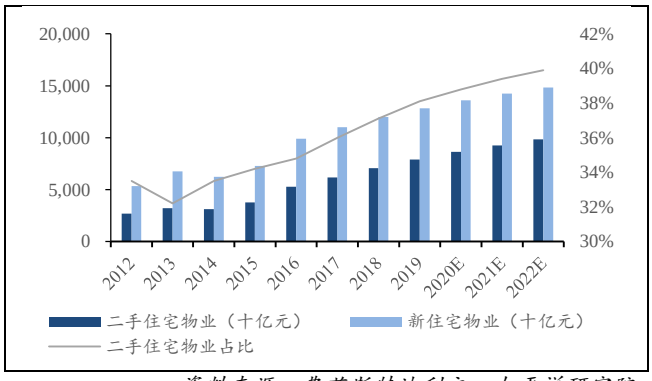
➢ **2、量增：沙发是更新需求最旺盛的家居品类之一**

消费升级带来价升，更新需求则是量增的重要来源，主要集中在两个方面：

①二手房交易产生需求。二手房占住房交易比重提升，由 2013 年的 32%升至 2019 年的 37%，一线城市中明显超过新房，未来也将缓慢向上。而二手房买入后带来

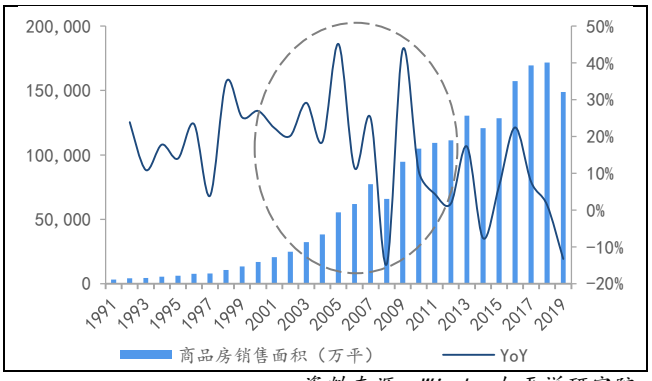
沙发购置需求：一方面，沙发与人直接接触、产品损耗率高，大部分消费者倾向于更换。另一方面，二手房交易后基本是自住，但交易前很多为投资性质，空置率高、搁置装修（特别三四线），因此交易后买家将填补家装家居空白。

图表14： 二手房占比持续提升



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋研究院

图表15： 存量房步入更新阶段

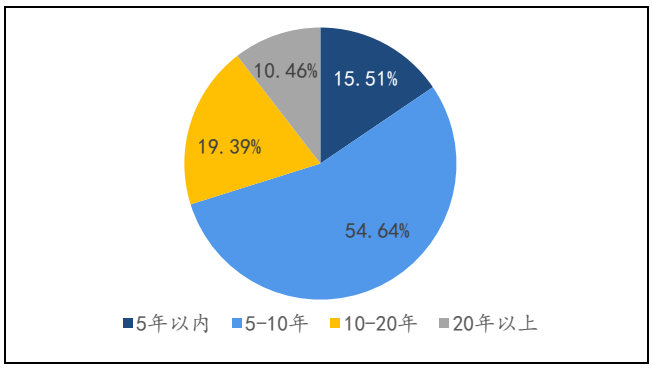


资料来源：Wind，太平洋研究院

②存量房更新需求提升。即使不产生交易，存量房的沙发也面临大规模更新。**一方面，沙发更新需求相对旺盛：**沙发位于装修环节末端，更换便利、无需安装，而且消费者使用频繁、皮质易磨损，再加上产品一般整体更换，很难局部修补，因而。当前国内沙发更新周期 8-10 年，相对其他品类更短（橱衣柜 10-15 年）。

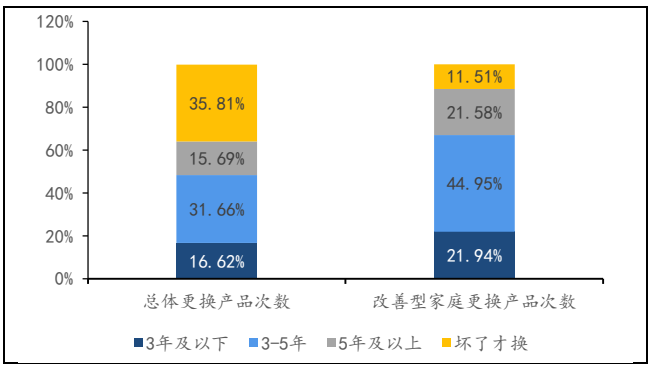
另一方面，沙发更新频率还有望缩短。欧美国家更新周期不足 6 年，因此我国复购频次还将上升，动力一方面来自消费者年龄中枢下移，快时尚风靡，年轻人勤俭节约传统淡化（我们发现经久耐用不再是产品主要宣传点）；另一方面客户消费力提升，升级需求增加，特别是首次购买由于高房价而财力受限，复购往往预算较高，再加上当前老旧小区步入大规模翻修阶段，复购需求增量可期。

图表16： 预期软体家居使用年限



资料来源：腾讯数据实验室，太平洋研究院

图表17： 改善型家庭更换家居产品更频繁



资料来源：腾讯数据实验室，太平洋研究院

1.2 沙发行业格局较好，已有龙头脱颖而出

1.2.1 沙发行业当前格局如何？

➢ **1）2019 年我国沙发行业 CR2 测算约 17%，顾家、敏华脱颖而出**

整体来看，沙发企业形成规模梯度：第一梯队，顾家、敏华内销沙发终端销售额超 50 亿元，市占率各超 8%；第二梯队，左右 5 年前市占率头部，由于增速放缓当前市占率 4%，全友虽为全品类家居，但沙发占比较高，市占率预计向顾家靠拢；第三梯队，爱依瑞斯、帝标、非同等，虽门店也由扩张，但仍以强势区域销售为主，收入不超过 10 亿元；第四梯队，行业主要组成部分是区域小厂。

➢ **2）分结构看，中高端沙发龙头强势，中低端沙发依然分散**

价格角度：中高端沙发（>5000 元），顾家与敏华市占率总和向 50%靠拢，有望逐步形成寡头市场；中低端沙发（<5000 元）市场庞大、参与者众多，除全友、宜家等高性价比综合体市占率较高外，其余基本为小企业，在区域家居卖场销售或依靠淘宝引流，在下沉市场获取一定发展空间，格局维持分散。

品类角度：传统沙发（占比 86%），个性化程度高因而格局较为分散，但顾家市占率仍有近 10%；功能沙发（占比 14%），标准化程度高因而集中度高，敏华市占率 50%成为绝对龙头，顾家市占率也有 11%。

图表18： 我国沙发行业主要全国性与区域龙头一览

	创立时间	主要区域	年产值	2019 年收入	门店数目
顾家家居	1982 年	全国		111 亿元（内销沙发约 27 亿元）	4800 家
敏华控股	1992 年	全国		103 亿元（内销沙发约 30 亿元）	2874 家
左右家私	1986 年	全国		约 17 亿元（内销沙发 14 亿元）	2500 家左右
全友家居	1986 年	全国		超 100 亿元（沙发为重要品类）	3000 家左右
爱依瑞斯	1995 年	华北		约 7 亿元	超 1000 家
帝标家居	2003 年	西南	约 5 亿元		超 1000 家
利豪家具	1999 年	华东	10-20 亿元		1500 家左右
吉斯家具	1988 年	山东	超 12 亿元		超 800 家
非同家具	2001 年	华北	超 4 亿元		超 800 家
斯帝罗兰	1993 年	华南			1000 家左右

资料来源：新浪家居，太平洋研究院

1.2.2 如何判断沙发龙头未来的格局？

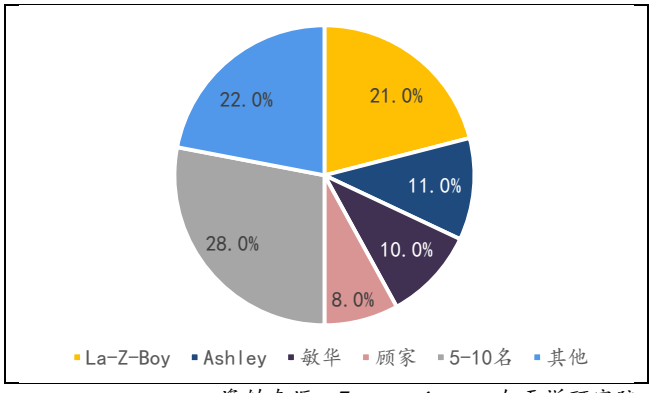
➢ **1）沙发行业集中度仍具备提升空间**

从产品禀赋分析，跨行业比较来看，相较于家电行业，家居生产门槛低，红利期小企生存空间大，而且产品需求异质性强，所以家居稳态集中度较家电低；但相较于服装行业，家居大件低频高价，消费者购买慎重且对品牌形成一定依赖，叠加个性化程度没有服装高，所以家居稳态集中度较服装高。**行业内部比较来看，**相较于定制行业，沙发虽然产品个性化程度更高一些，但是对量房、安装等服务依赖更少，而且渠道结构更稳固，所以预判稳态集中度不会与定制相差太多。

借鉴美国市场，目前美国 CR2 约 32%，CR10 近 80%，剔除高集中度的功能沙发占比高的因素，即使只看传统沙发，Ashley 市占率也有约 15%。美国沙发集中度较高，主要因行业发展早，经历数轮洗牌、品牌逐渐夯实，龙头不断巩固地位。

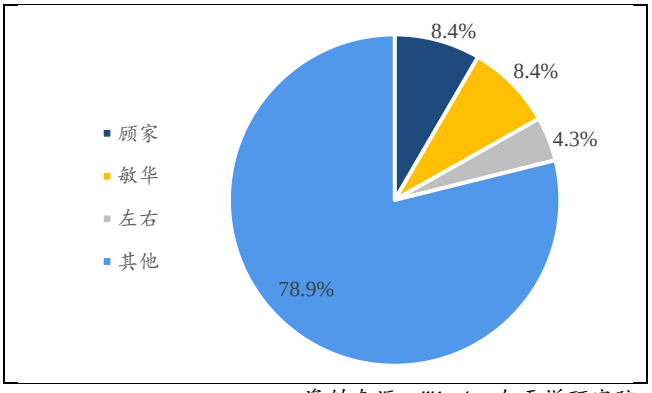
因此，我们预判未来国内龙头市占率仍有较大提升空间，CR2 有望达到 30%。分结构看，龙头在中低端和下沉市场仍有大量拓展空间；分品类看，功能沙发渗透率有待提升（国内 17%，美国 40%），带来功能沙发龙头的整体份额向上。

图表19： 美国沙发行业集中度（制造环节）



资料来源：Euromonitor，太平洋研究院

图表20： 我国沙发行业 CR3（2019，测算）



资料来源：Wind，太平洋研究院

➢ **2）沙发行业集中度提升驱动力足（第 2 章详述）**

综上，沙发行业增速趋稳、当前收敛于宏观波动，只是随着消费属性渐显、存量置换增加，未来长期增速略超地产。但沙发行业特别是龙头依然有结构性看点：第一在于龙头竞争优势巩固带来的市占率提升；第二在于龙头通过品类拓展

带来远超行业增速的扩张。

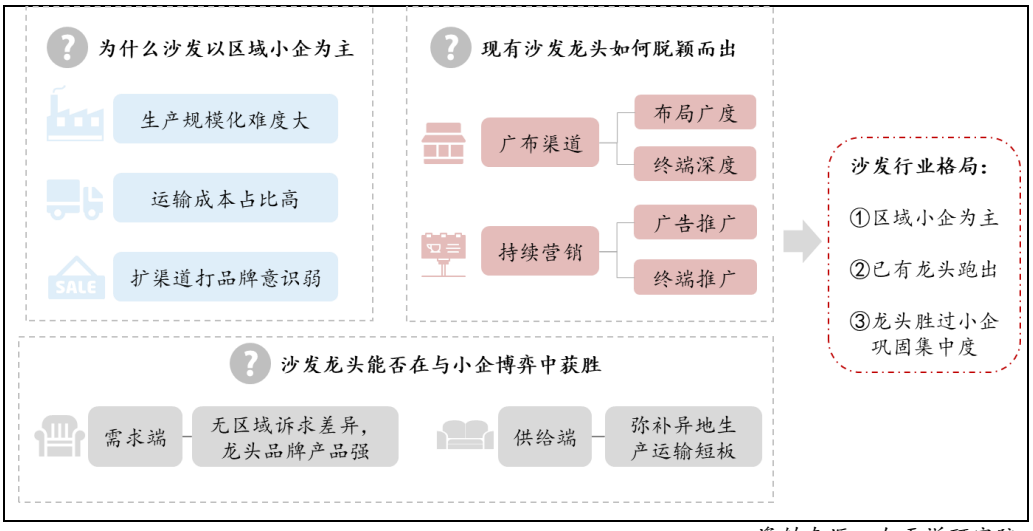
2 看点一：纵向来看，集中度有望持续提升

宏观来看，判断沙发行业集中度提升，主要基于龙头品牌红利的持续兑现。微观来看，集中度提升对应三个问题：过去，龙头如何跑出、形成较好格局；现在，行业变迁，龙头壁垒是否撼动；未来，龙头竞争优势下，还有什么增量可寻。

2.1 过去：跑马圈地后，行业如何形成“两枝独秀”格局

过去十年地产带来增长红利，沙发行业尚在成长期、格局未明晰，故优秀的沙发企业首要任务是跑马圈地抢占市场份额，直至现在格局初定，龙头初现。

图表21： 过去沙发龙头“两枝独秀”格局如何形成



资料来源：太平洋研究院

2.1.1 沙发区域性小企为主，全国性龙头产生非常不易

沙发以区域型小企为主，扩张困难，全国性龙头的产生更是不易。原因：

①生产规模化不强。一方面，因为沙发选配样式多、易出错，而且往往单件派工以保障做工一致，因而生产需要较多人工参与，依赖成熟工人完成缝纫、打样等环节（机械化操作往往投入不菲而且成效不稳定）。但人的效率可控性弱，人力成本作为可变成本，不可避免随着规模扩大而上升。

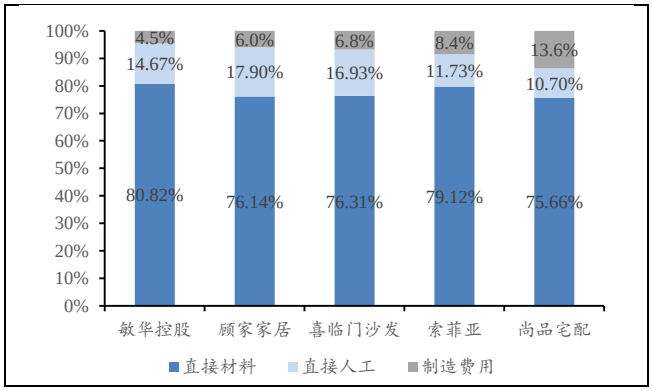
②运费占比高，运输半径短。沙发属于抛货，体积大而且不可拆卸，因而运费占比高，可占出厂价格的 6-15%。特别是小厂，以同样的运输费用运载价格低

廉沙发，而且订单规模小空载率很高。所以远距离运输恐难覆盖成本。

③渠道扩张较慢、营销投入不足。沙发企业前期多以出口代工为主，行业红利期却对品牌营销经验不足，对渠道管理也不得要领，再加上个性化产品如果SKU不足，则很难满足大多数人需求，因此沙发企业的渠道建设也较缓。所以很多小厂错过投广告+扩渠道来跑马圈地的最佳时机。

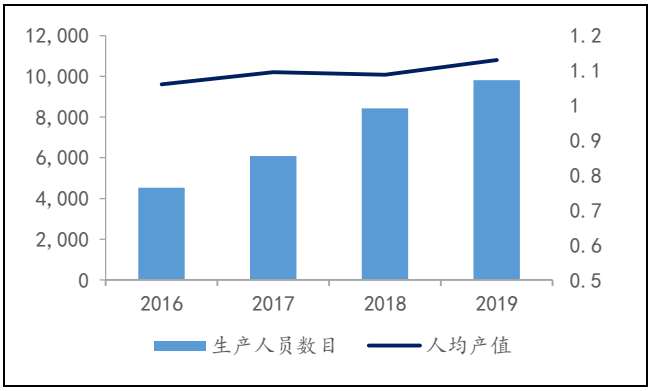
因此，沙发企业大多规模较小，虽然前期地产红利给予发展空间，但是很难再进行全国化布局。很多省市都有代表性区域品牌，规模不大（多数产值1-2亿元），但具备先发和地缘优势，区域内认知度高、口碑好，然而囿于规模限制和运输半径，又错过品牌渠道红利期，缺乏长期战略规划，少有全国扩张想法。

图表22： 沙发人工作为可变成本占比高，规模化难度大



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表23： 沙发人均产值基本不随规模提升而向上



资料来源：Wind，太平洋研究院

2.1.2 龙头通过渠道与营销破局，脱颖而出走向全国

虽然沙发龙头企业很难跑出，但依然有顾家/敏华等龙头脱颖而出，他们跑马圈地时期快速扩张，依靠的核心壁垒是什么？

禀赋来看，沙发是典型的低复购品类。复购强的产品本身具备路径依赖、品牌认知度高，但是沙发品牌复购率低，业绩增长依赖新客增量，所以自主获客能力不够，**叠加生产门槛低、单品优劣不明显，因而品牌力提升慢**，需要长期积累。**所以一方面，沙发企业需要持续依靠渠道赋予基础流量、提供集客场景**，因此渠道能力是沙发核心竞争要素，渠道驱动是主流的发展模式。**另一方面，沙发企业需要不断营销、重复拓新**，持续吸引新客流，营销推动品牌效应逐步积累。

总结来看，广泛高效的渠道是沙发企业最重要的壁垒，持续的营销是沙发企

业品牌力构筑的必须，跑马圈地时期渠道、营销初步确定龙头地位，集中度开始提升。此外，过去阶段行业的产品、渠道、营销和商业模式迭代均较慢，线下渠道和经销模式长久占据沙发行业主流，因而核心竞争要素也长期维持。

➢ **1、渠道：与招商（广度）和经销商实力（深度）有关**

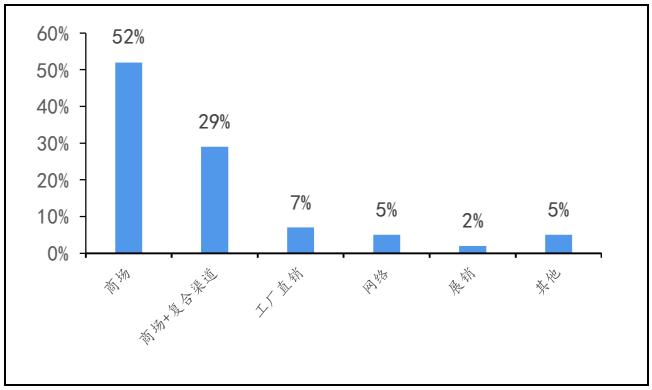
过去渠道线下经销为主，叠加我国幅员辽阔、下沉市场庞大，所以**地面效率决定市场份额高低，渠道铺货范围基本等同于消费者触及程度，也基本与产品销量挂钩。**而线下铺货与门店招商（广度）和经销商实力（深度）有关。

①布局广度为主。渠道广度即招商情况，跑马圈地时期大力拓展经销商才可抢占市场，并获取优质位置等先发优势。经销商招募成功与否主要考虑到门店盈利前景和成活率，**关键诉求集中在厂商的产品力和品牌力、以及品牌对经销商的返利与激励。**例如顾家早期抓住展会机会，每年积极向组委会申请更大面积展厅（从 200 平展位到 6000 平核心厅），再重金设计向经销商昭示品牌实力，依靠展会抢占最初的优质经销商。再如全友深入西南腹地，利用其他龙头很难在此铺开渠道产能的区位优势，在西南中低端家居市场率先铺开网络，再走向全国。

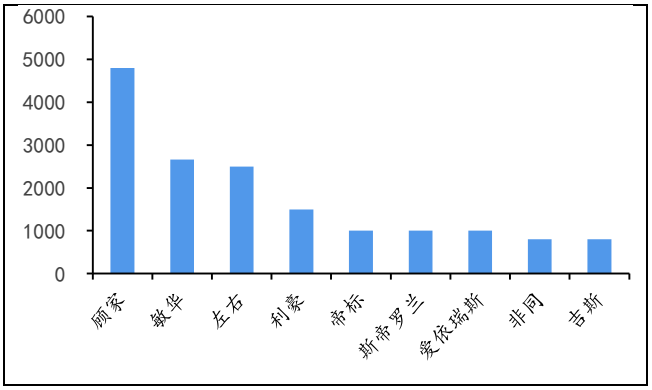
②终端深度为辅。终端深度体现在单店销售，由于过去体系不成熟、总部扶持少，单店与经销商实力息息相关。**抢占优质商圈的核心位置店面（直接影响流量），抢占优质经销商（稀缺资源），则企业往往具备较强地推能力**，产生先发优势。例如顾家绑定连锁家居卖场红星、居然扩张，获得卖场核心位置。另一方面，总部对渠道的管控为锦上添花，例如敏华统一装潢、严控价格，门店存活率 92%，相比之下，某些小厂招商存活率不足 50%，只得年年招商换商。

总结来看，渠道分布广、抢占核心位置、抢占优质经销商的企业脱颖而出。

图表24： 消费者购买软体家居的主要方式



图表25： 沙发企业终端布局数量



资料来源：泛家居研究院，太平洋研究院

资料来源：泛家居研究院，太平洋研究院

➢ **2、营销：与经销商地推力和总部品牌营销意识有关**

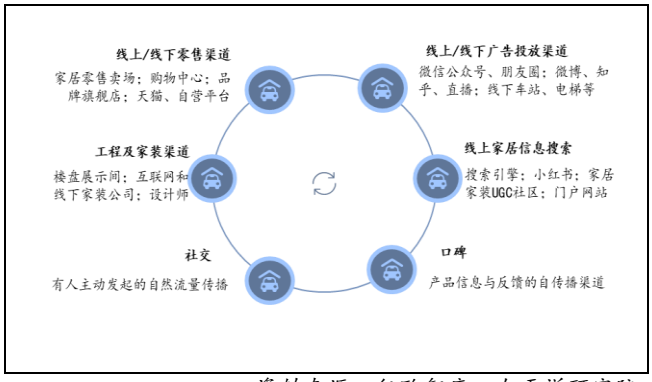
过去渠道线下经销为主，因而**营销也是经销商地推为主、总部广告为辅**。营销本质在于品牌价值观输出，短期促进销售，长期占领消费者心智。**因此对于沙发行业，渠道构筑前期壁垒，而营销持续投入带来品牌力提升，长期夯实壁垒。**

①广告推广。跑马圈地时期，营销同时面向消费者与经销商，对于消费者，由于沙发没有特定目标人群，因此广告铺设强调全而广，需要更多曝光，抢占消费者心智；对于经销商，由于前十年是沙发大规模招商期，因此企业需要业内活动营造声势（展会），并投放机场高铁广告（经销商一般乘坐交通工具参展），增强经销商信心，因此**大规模广告是前期主要引流方式。**但由于沙发企业多以出口转内销为主，很多企业思维聚焦制造、铺渠道只是为了消化产能，没有足够品牌意识。所以**龙头品牌营销意识是行业初创阶段的重点，顾家营销抢占先机。**

②终端推广。由于沙发产品低频高价，总部广告对需求的匹配度及对购买的转化率并不算高。因此一方面，**经销商地推能力重要**，可通过推盘精确匹配新房需求，或者适时推出促销活动，提高营销效率。另一方面，消费者倾向于线下体验再做购买决策，因此**线下渠道存在本身即一种营销方式**，广布的门店、优越的位置、优质的服务可吸引更多流量、初步获取口碑与回头客。

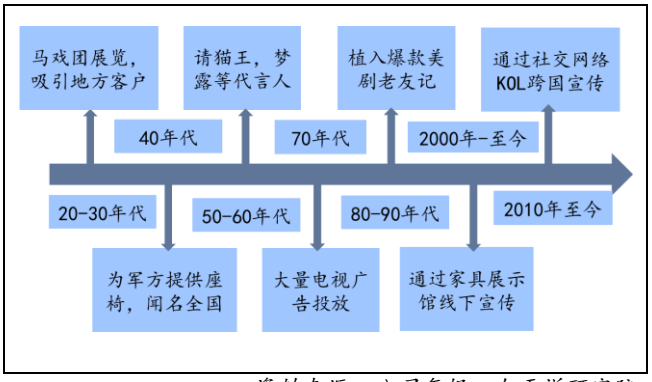
总结来看，具备品牌营销意识，全方位营销推广的企业逐步积累品牌力。

图表26：　家居品牌全而广的营销输出



资料来源：亿欧智库，太平洋研究院

图表27：　LZB 营销路径类似



资料来源：公司年报，太平洋研究院

2.1.3 沙发龙头全国布局后，可在与区域品牌的博弈中获胜

➢ **1、需求端：沙发区域困境在于供给而不在需求，龙头需求端有优势**

龙头的全国性布局非常不易，但前期抓住成长期红利、跑马圈地拓展渠道并宣传品牌的龙头，优势有望进一步巩固。

从行业禀赋角度类比看，餐饮/家装行业同样区域范围明显，但其区域性是因各地产品需求不同（如菜系口味）带来的跨区域不可复制性，因而区域品牌对市场形成严密封锁，龙头即使有全国布局计划，也很难在新市场提升市占率。**但沙发行业不同，当前的区域性特征并不由需求决定，而是由供给端运输和人工成本导致，所以龙头脱颖而出并解决解决相应问题后，可在新市场持续提升份额。**

图表28： 沙发龙头绑定美凯龙下沉，具备渠道和品牌优势



资料来源：红星美凯龙，太平洋研究院

➢ **2、供给端：全国龙头陆续解决运输、产能问题，供给端无劣势**

如前所述，沙发行业少有全国龙头，主要因产能扩张困难、运输半径短，以及缺乏品牌渠道建设思维，而**凭借渠道与营销优势脱颖而出的龙头，可进一步解决供给端问题**，夯实在新拓市场的竞争力，进一步巩固龙头格局。

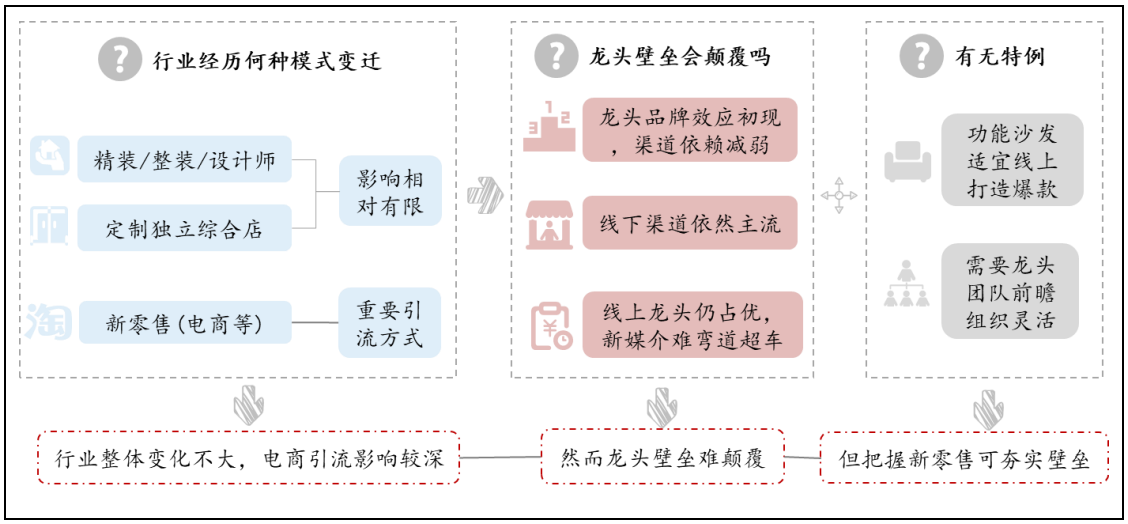
具体如何解决供给端问题？其一，全国龙头渠道扩张+投入营销，渠道端的掌控不输区域企业，具备异地切割份额的能力；其二，全国龙头开拓渠道后积累资本，叠加融资扩张，得以异地设厂、夯实供应链，运输半径辐射全国，而且规模效应提高满载率，进一步降低运输成本；其三，人均产值较难提升，但可以投入资金与时间，长期稳步培养成熟的人工体系，同时优化管理、落实培训以尽可能提升人效。因此，全国布局的龙头脱离区域困境，竞争力与区域品牌拉开差距。

2.2 当前：模式变迁中，龙头壁垒是否被撼动？

当前阶段，地产增长渐缓，沙发行业由增量逐步转为存量，完成卖方市场到买方市场的转变；而前期跑马圈地成功的品牌（顾家、敏华）已经成长为龙头。

虽然同时，我们也看到沙发行业与家居行业的一系列变化，特别是渠道模式革新，但我们判断，**沙发龙头在行业模式变迁下，壁垒仍然难以撼动，渠道、品牌等各方面将与区域小企拉开差距，集中度有望进一步夯实。**

图表29： 当前即便行业模式变迁，沙发龙头竞争力也难以撼动



资料来源：太平洋研究院

2.2.1 渠道变革期，精装整装影响有限，新零售影响深远

软体行业正在经历渠道变革，流量入口迁移，本质是企业提升消费体验或效率。具体表现在纯零售渠道下行，出租率 90%+的卖场只占 45%（据 BHEI 数据），且网络流量和媒体成本走高，因此行业减少对经销模式依赖，多元渠道崛起。

➢ **1、模式一：精装、整装和设计师改变家居渠道，但对沙发影响有限**

精装与整装对家居行业渠道产生颠覆性影响，瓷砖、卫浴、橱柜等硬装产品需要转变渠道思路，否则面临收缩市场。但沙发受影响相对较小。

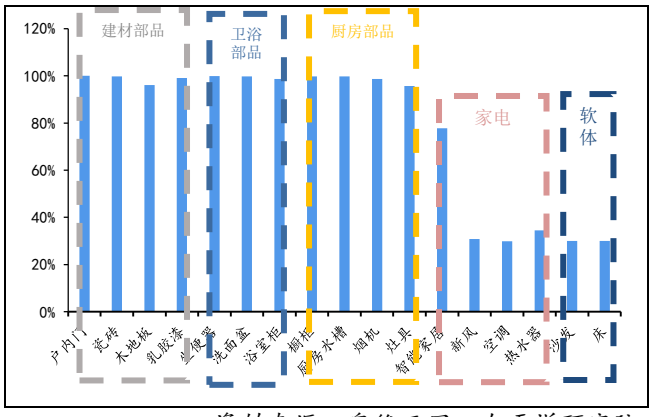
其一，精装对沙发影响有限。沙发处在家装流程末端，因而基本不受精装挤压（渗透率预计不足 20%），产业链地位和格局不受地产商的显著威胁。

其二，沙发受整装公司影响，但家居品类中影响较小。消费者一站式需求与装企增厚利润需求使整装风行。但沙发环节靠后、个性化显著，而且整装诉求集中在中低端，所以中高端沙发较少含在整装内，即使包含也多为合作而非代工。

其三，与装企相比，沙发受设计师影响更多。一方面，由于消费者对家居存在信息不对称和整体审美依赖，设计师对客户决策有很大影响；另一方面，消费者审美提升、新媒体高效传播，使设计师个体可以直达客户。据上海家具展，五年前参展设计师在专业观众中占 3%，2018 年上蹿至 35%，2019 年超过半数。

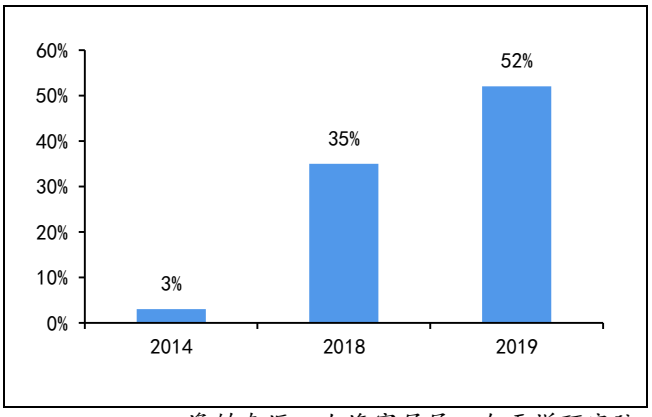
设计师不仅要有设计能力，还要有供应链整合能力，才可推动方案成交落地。**因而设计师需要与沙发品牌特别是头部品牌合作**，凭借后者的产品供应和配送网络降低服务成本。至于设计师对沙发行业影响，我们认为较小，第一，设计师作为小众渠道占比低，第二，设计师更多以给出意见为主，不提供直接销售，第三，设计师拿回扣为主的生态因消费者防范意识增强而在悄然转变，口碑沉淀的家居龙头更可能获设计师的合作推荐，设计师相当于提供一个销售通路给沙发龙头。

图表30： 精装品类占比



资料来源：奥维云网，太平洋研究院

图表31： 设计师在家居参展人数中占比



资料来源：上海家居展，太平洋研究院

➢ 2、模式二：定制龙头开出全品类独立店，但很难威胁沙发龙头

1）定制龙头确实可以整合软体品类。

相较而言，定制龙头的整装大家居逻辑顺畅（详见第 3 章），通过柜类占据消费者购买的第一入口，一定程度跨界抢份额，例如尚品全屋定制中，客厅空间搭配沙发销售。而且因为沙发生产端规模效应差，所以定制龙头一般不会自行拓展产线，中低端产品线会选择沙发小厂代工。

2）但定制龙头对软体企业影响有限。

其一，虽然跨界可通过代工实现供给端快速供应，但固定家具重功能、活动家具重风格，沙发个性化突出、设计迭代快，定制龙头的配套沙发产品 SKU 有限，难以匹配所有需求，覆盖受众少、反馈不灵活，所以配套购买率不足。

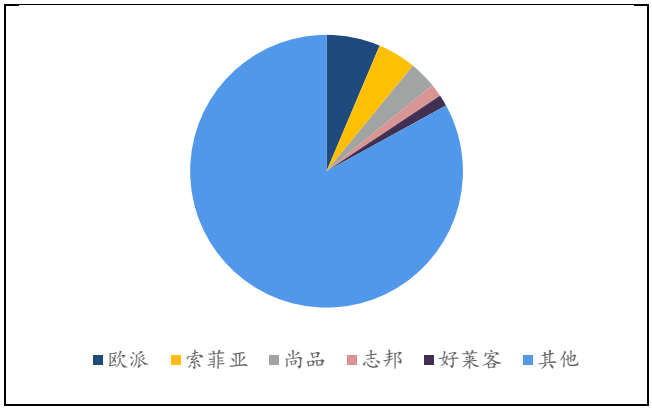
其二，产品特性导致沙发占地面积大、渠道利润低，因而跨界门店要么沙发 SKU 展示过少，要么坪效被大幅拉低，进一步导致经销商盈利下降。

其三，沙发很多时候较难以销定产，会产生库存，定制企业较难应对大规模库存管理问题，还可能出现品质、选品问题。

其四，更重要的，定制龙头品牌力不足、集中度不高，还不足以引流至新品类。未来来看，一方面，流量分散化使定制集中度短期很难提升，品牌力提升也较缓；另一方面，索菲亚等将品牌重新定位于归类定制，品类整合之路很难走通。

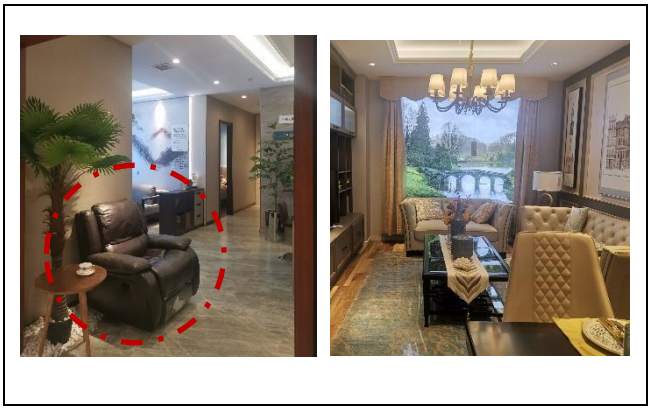
总结来看，家居产品矩阵长尾、分散，定制企业在新领域的供应链、需求匹配等方面都不如原有龙头，而品牌力又未达到一定高度，因而威胁较小。定制之前成品全品类企业曾是主流，但并未对软体龙头的成长形成较大威胁（如皇朝、联邦收入未超 10 亿元，全友、林氏、宜家规模虽大，但定位中低端，与沙发龙头不冲突）。因此，定制或者其他家居制造企业，可以整合部分软体企业，但对软体行业整体份额的蚕食非常轻，特别是中高端领域，**定制与软体更可能是采取品牌联盟等方式合作，或者共存于同一平台，资源共享、互相带单、共同引流。**

图表32： 定制家居 CR5 仅约 20%（测算）



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表33： 尚品既布局自有沙发，也与沙发龙头合作



资料来源：尚品宅配天猫旗舰店，太平洋研究院

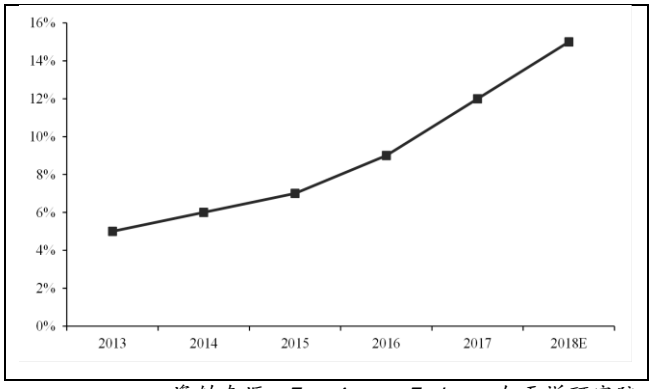
➢ **3、模式三：线上带来流量迁移、提升体验效率，成为重点渠道**

1）电商是沙发重要的销售渠道，切实提升体验和效率。

其一，中国具备电商培育土壤，基于大量制造商和大密度送货降低成本，电商国内发展快，据 Statista，2019 全球在线家居收入 1976 亿美元，中国占 40%。

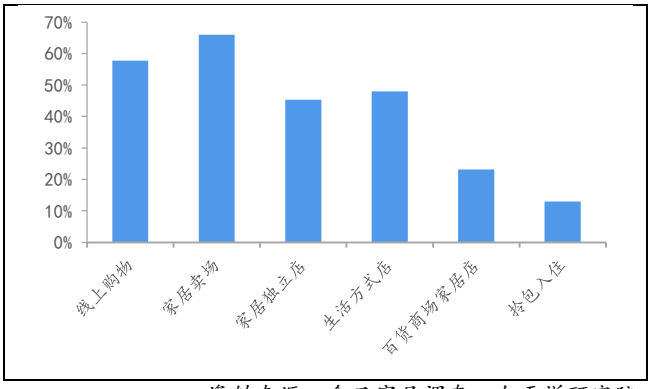
其二，家居行业的电商渗透虽迟但到，主要因体验升级。需求端，线上购买便利，提供远大于门店的 SKU，而且信息量大（案例、图片、论坛），消费者线上信息收集后可产生 70-80%的决策，线下门店由引流转为体验与交易场所。**供给端**，电商积累数字资产，助力企业进行实时反馈和调整，用于产品开发与深度营销。贝恩预计 2020 年大家电/家装的电商渠道渗透率将分别达到 55%/25%。

图表34： 互联网在家居的渗透率持续提升



资料来源：Furniture Today，太平洋研究院

图表35： 消费者喜欢的家居购买场景



资料来源：今日家具调查，太平洋研究院

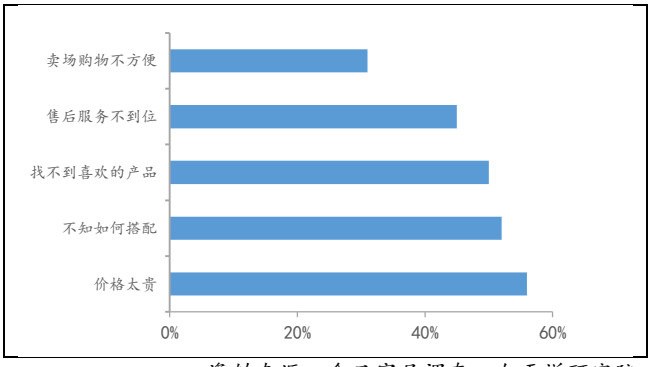
其三，沙发是家居中最适合电商的品类之一。一方面，沙发以单品形式售卖，无需设计安装，服务链条短。**另一方面，沙发渠道效率低，电商整肃渠道价值分配。**家居传统渠道效率低，终端加价倍率高且混乱，既因为沙发需较大占地面积和较高展示成本，线下坪效低，也因为消费者信息不对称导致价格不透明。所以电商对渠道效率的提升，一是体现在展示和运维成本低（天猫渠道成本较线下低 47%），无需担心坪效，其中爆款模式边际成本低；二是体现在加价倍率低，因为引流需要详解产品，推动信息透明化，因而线上加价倍率 2 倍左右，从而重构渠道价值，带来结果是产品终端售价的下降，符合消费者对高性价比产品的需求。

图表36： 2019 双十一沙发品牌 Top10

排名	品牌	销售金额
1	芝华仕	2.5
2	顾家	2.27
3	林氏木业	1.46
4	全友	1.15
5	卫诗理	0.36
6	源氏木语	0.35
7	刊佩乐尼	0.22
8	NORHOR	0.19
9	左右	0.18
10	优梵艺术	0.17

资料来源：天猫，太平洋研究院

图表37： 当前家居购买面临的问题



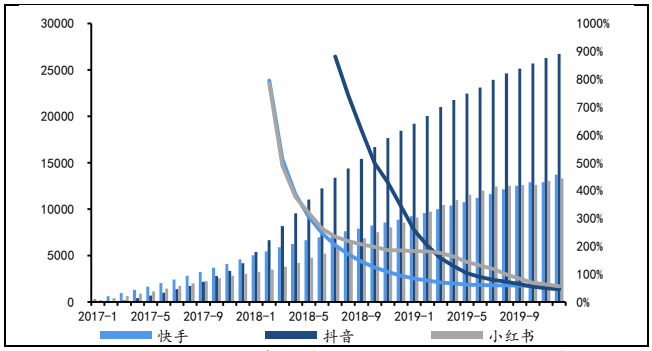
资料来源：今日家具调查，太平洋研究院

2）线上也是沙发重要引流渠道，新媒体营销引流高效精准。

相对于直接的交易，线上的营销作用更重。流量入口分散和消费主体变迁，使沙发企业由标语式宣传转为精准营销、引入内容流量，新媒体成为主流方式。**新媒体营销日益重要：**80/90 后每天上网 3-5 小时，网购占 50%以上，线上成为重要信息获取方式，而且他们注意力缩短、时间价值提升，所以希望跟随 KOL（意见领袖）购物。因而小红书上分享家居帖数已超 50 万篇，淘宝直播 18 年带货超千亿（同比增 400%），社媒营销（抖音）、私域流量也迅速布局。

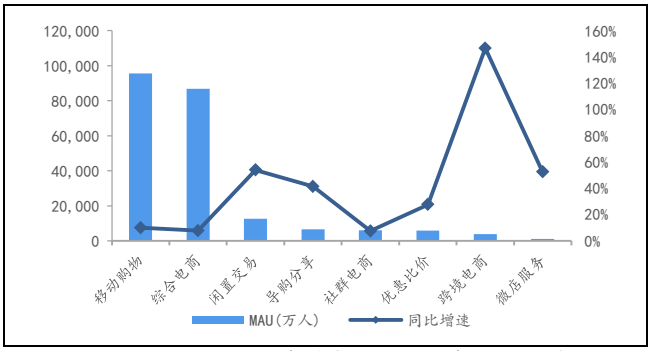
家居采用新媒体营销，引流效率更高：一方面，新媒体更快匹配消费主体，通过大数据精准筛选客户、通过分享互动维持社交粘性、通过 KOL 实现爆款输出。另一方面，一定程度解决沙发消费流程割裂问题，可以缩短决策链、提升转化率。（例如家居决策链含传播—决策—下单—反馈多个环节，线下购买割裂传播与下单环节，但淘宝直播等新媒介可点击链接直接购买，从而提升转化率）

图表38： 新媒体 APP 下载量维持高增



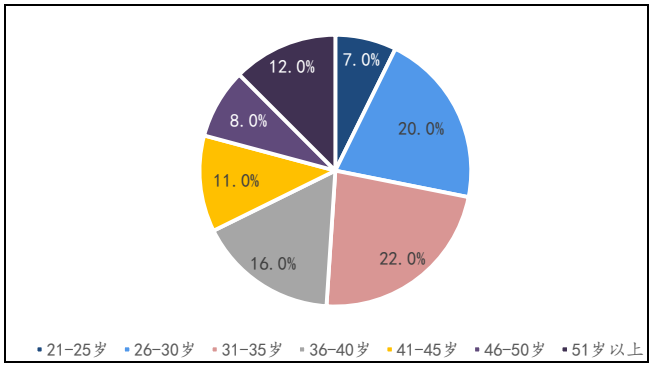
资料来源：七麦数据，太平洋研究院

图表39： 2020 年 2 月各类电商月活用户增速



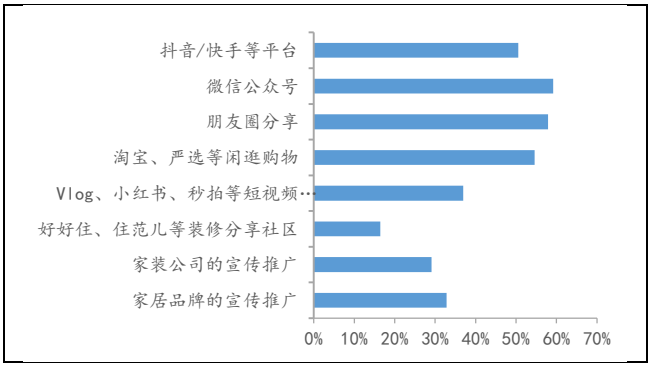
资料来源：尼尔森，太平洋研究院

图表40： 80/90 后占据家居主要需求



资料来源：《中国房地产报》，太平洋研究院

图表41： 消费者获取家居信息方式



资料来源：今日家具调研，太平洋研究院

2.2.2 虽然渠道模式变革，但龙头竞争壁垒很难撼动

虽然渠道发生变革，但我们认为，新渠道很难给小品牌弯道超车机会，沙发龙头核心竞争力不变，渠道、品牌有望继续与小企业拉开差距，形成马太效应。

- **1、品牌效应初步形成，深挖护城河，新进入者很难弯道超车**

虽然渠道是过去至今沙发行业主要竞争力，但品牌扮演着越来越重要的角色。沙发龙头已经逐渐脱离渠道依赖，形成依靠品牌本身的引流路径。

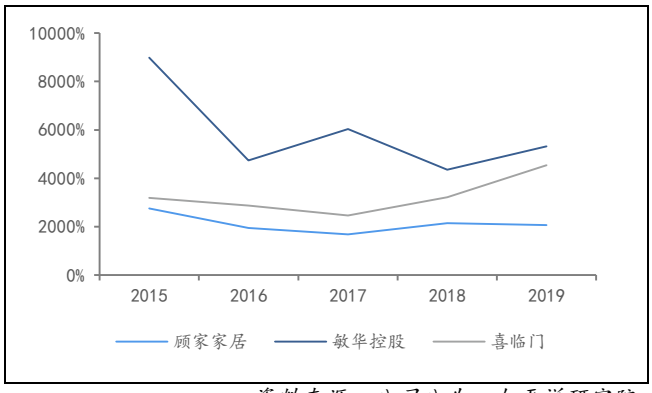
①龙头品牌优势不易形成，一旦形成则较难颠覆。

沙发属于高价耐用品，消费者信息不对称，因此品牌作为反复验证的质量承诺，逐渐成为消费者选择沙发的基础。虽然沙发复购率低、生产门槛低，龙头品牌壁垒的形成经历漫长的过程。然而已有龙头通过前期广布终端、持续推广，率先抢占消费者心智。又**由于技术迭代极慢，龙头的品牌护城河一旦建立就很难推翻。因此，龙头可以收割品牌红利，**形成滚雪球效应，投入相同营销力度，龙头份额提升更多（营销 ROI 高）。且随着规模扩张，龙头销售费用占比向下。

②新进入者或中小企业较难复制龙头的品牌打造路径。

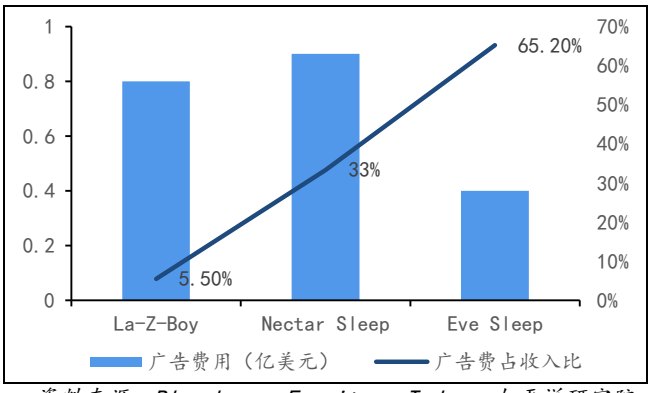
龙头的品牌打造主要是通过渠道和营销，但很难使用在新进入者上。**营销来看，**线上线下广告费激增，市场投放每年向上，新进入者规模小恐难覆盖费用。**渠道来看**，过去龙头绑定家居卖场，对品牌的宣传实际是平台渠道赋能，当前卖场地位尚存，但其中商户竞争激烈，**赋能红利逐渐填平。**

图表42： 国内沙发龙头营销ROI



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表43： 欧美软体新进入者广告费占比过高



资料来源：Bloomberg，Furniture Today，太平洋研究院

③未来复购占比上升，品牌效应进一步加强。

未来二手房与存量房占沙发需求比重上升，对沙发龙头的青睐进一步增强。究其原因，其一，新房消费者沙发购置为刚需，往往预算有限，而存量房消费者预算充足，且**置换的目的在于改善**，所以龙头品牌会是他们的主要选择；其二，龙头产品品质优越、设计更新频率高，叠加部分推出以旧换新等活动，置换消费者特别是购买过龙头产品的消费者，**往往对沙发龙头形成品牌依赖**。

➢ **2、线下渠道仍是消费主流，经销模式壁垒很难颠覆**

虽然线上决定七成的决策，但是**线上实际交易只占到20%，线下仍然依靠提供体验、场景销售而成为销售首选**。线下渠道如前所述，龙头跑马圈地时期率先抢占优质经销商与门店位置，与红星等家居卖场龙头合作，因此线下壁垒难撼动。**只有相对标准化和价格相对较低的功能沙发（尤其是单椅），受新零售的影响相对较深，未来新渠道占比可达30%以上，但龙头依然可以应对（详见后文）。**

➢ **3、线上渠道布局，龙头依然具备一定优势**

其一，淘宝、京东等电商平台来看，其初创和崛起时期吸引一批流量，确实带来部分淘品牌的弯道超车，例如产品丰富的优梵艺术，**但当前淘宝红利也在逐渐消退，线上的品牌集中度也在提升**。由于平台总流量峰值限制，需要实现有限流量的最佳配置，因而体量大、品牌力强的品牌搜索权重大，获得流量配发更多，已有口碑的传统龙头以及抢占初创红利的淘品牌龙头产生滚雪球效应，放大积累的品牌力。例如已入场品牌流量成本10-15%，但触电新品牌成本可达20-30%。

图表44： 双十一成为龙头重要促销活动

品牌	2019 天猫双 11 销售	2018 天猫双 11	2017 天猫双 11
住宅家具类			
林氏木业	9.8 亿元	约 8 亿元	6.1 亿元
顾家家居	5.48 亿(全网 7.51 亿)	3'55"破 1 亿	10:12 破 2 亿
芝华仕	4.38 亿(全网 5.21 亿)	3.07 亿元	1.83 亿元
喜临门	-	23:39 破 3 亿	2.1 亿
全屋定制类			
索菲亚	8.6 亿元	8.1 亿元	5.47 亿元
TATA 木门	8:29 破 3 亿元	7.65 亿元	6.19 亿元
欧派家居	12:00 破 3.6 亿元	6.52 亿元	4.19 亿元
好莱客	3 亿元	2.2 亿元	-
尚品宅配	-	3.2 亿元	破 1 亿元

资料来源：天猫商城，亿邦动力网，太平洋研究院

图表45： 双十一家居销售排名仍以龙头为主

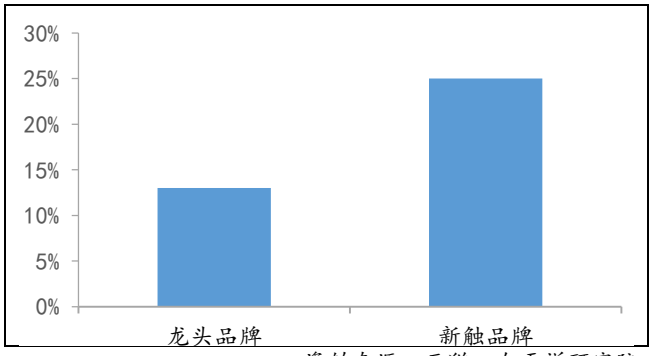
双十一天猫家居销售额排名			
住宅家居 2019	住宅家居 2018	全屋定制 2019	全屋定制 2018
林氏木业	林氏木业	索菲亚	索菲亚
顾家家居	全友家居	TATA 木门	TATA 木门
芝华仕	顾家家居	欧派	欧派
全友家居	喜临门	好莱客	大自然
源氏木语	芝华仕	金牌厨柜	楚楚集成吊顶
慕思	源氏木语	大自然	好莱客
爱果乐	慕思	尚品宅配	尚品宅配
喜临门	左右	森鹰铝包门窗	展志天华

资料来源：天猫商城，亿邦动力网，太平洋研究院

其二，直播、社区等新平台来看，虽然给新锐品牌带来营销空间和曝光度，但新品牌在新媒介转化率不高，很难放量。一类平台只是提供营销方式，再引流至其他平台销售，可以适当增加小品牌曝光度，但很难打造品牌力（如小红书）；一类平台是依靠 KOL 带货（如李佳琦/薇娅），可以利用冲动购买实现放量，但集中在需求多元、消费高频、有尝鲜性的品类，而沙发高价低频，**如果没有品牌效应，直播不易取得消费者信任**，转化率低。一类是导购类直播，转化率高，但本质是线下沟通成熟后再通过线上促销推动成交时点，需要线下提供意向客户。**更重要的，流量多元趋势下，小企业很难再依赖某一单一平台去打造全国性品牌。**

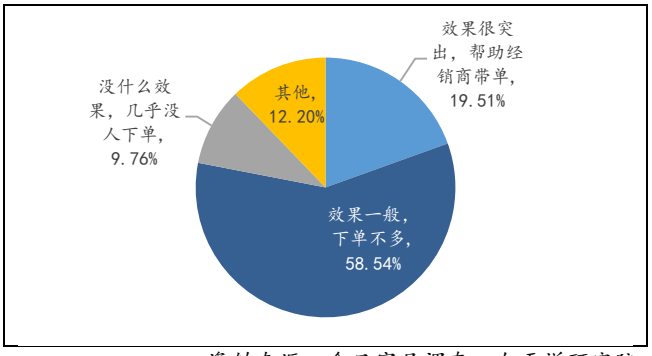
其三，沙发运输成本高，多数企业区域供货为主，但电商匹配的是全国性需求，因而全国布局的龙头有服务优势，还可通过经销商减轻运输负担。

图表46： 天猫平台流量成本占比概算



资料来源：天猫，太平洋研究院

图表47： 对家居直播电商效果的调查



资料来源：今日家具调查，太平洋研究院

2.2.3 虽然格局难改，但部分细分龙头可借新零售夯实壁垒

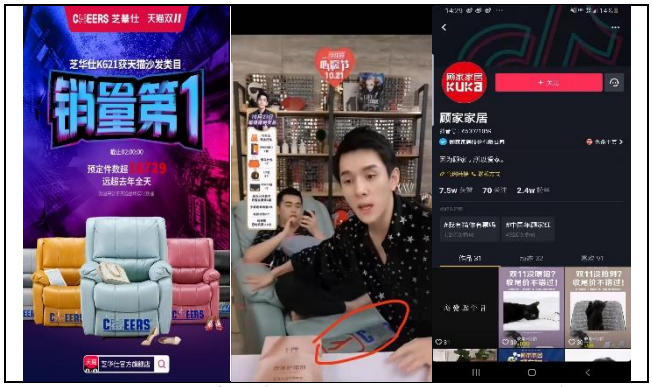
渠道的多元化并不能颠覆格局，**龙头的渠道与品牌壁垒很难动摇。但新零售下，沙发企业还是可以推出新的打法，缔造新的优势，从而更好的适应风向，特别是新零售影响深的功能沙发子行业，龙头更灵活的营销与销售可巩固地位。**

➢ **1、组织方面：前瞻的团队、灵活的管理，做出快速的反应**

当前营销难度增加，虽然营销方式可以模仿，**但不是所有企业都及时跟进新媒体营销：第一，传统企业看不清新媒体营销的投入产出比，容易反应滞后错失营销机会。**因为其一沙发单频消费、流量难裂变，其二消费决策链长、营销短期难转成业绩（特别是直播），其三当前内容流量是主流，自主传播能力强，但需要品牌商大量的前期积累。**第二，新媒体营销模式变化快，流量风向不断变更，营销团队需要及时跟进、调整战略，**考验企业的组织效率和营销团队运营能力。

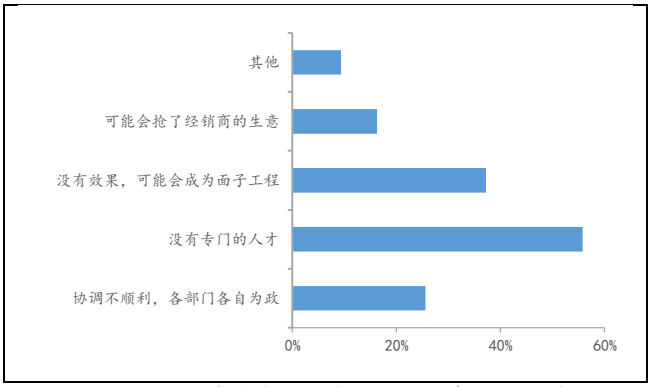
因此，扁平而灵活的管理机制、经验丰富的营销团队，往往可以及时跟进新媒体风向。而且可提供持续的创意输出与运营支持，还在选品、内容、平台选择和投放节奏方面更有经验，从而量变引起质变，享受红利迭代，提升投资回报率。

图表48： 龙头始终紧跟新媒体营销，实现内销新增长



资料来源：各新媒体网站，太平洋研究院

图表49： 厂商总部对直播营销的担忧



资料来源：今日家具调查，太平洋研究院

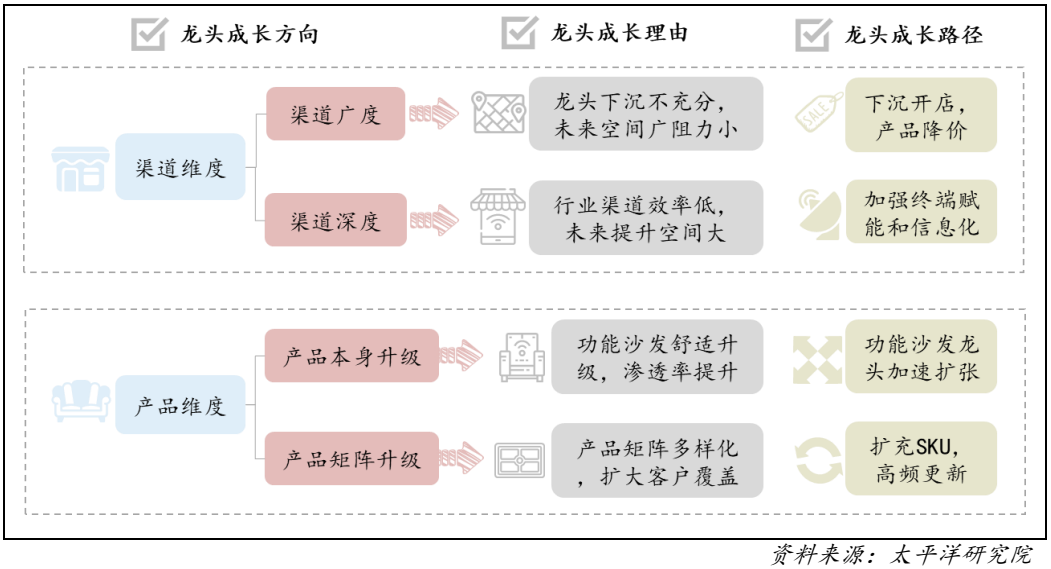
➢ **2、管理方面：处理好线上线下关系，确保线下壁垒不被动摇**

沙发龙头线下起家，线上销售分割流量，可能对经销商形成冲击，而且如果线下加价高，线上同款容易窜货，扰乱销售网络。对此，敏华线上线下不同款，线上多销单椅、线下多售组合沙发；顾家采取线上线下结合策略，线上订单实质为经销商引流，向经销商收取服务费，但需要门店信息化和经销商掌控力强。

2.3 未来：集中度持续提升的落脚点在何方？

龙头过去依靠渠道、品牌夯实壁垒，且当前不会因为行业模式变迁而撼动格局。未来，龙头龙头集中度提升路径有两种：渠道深化和产品升级，而渠道深化又分新渠道下沉与原渠道改善，产品升级又分产品本身升级和产品矩阵升级。

图表50： 未来龙头集中度有四种提升路径



资料来源：太平洋研究院

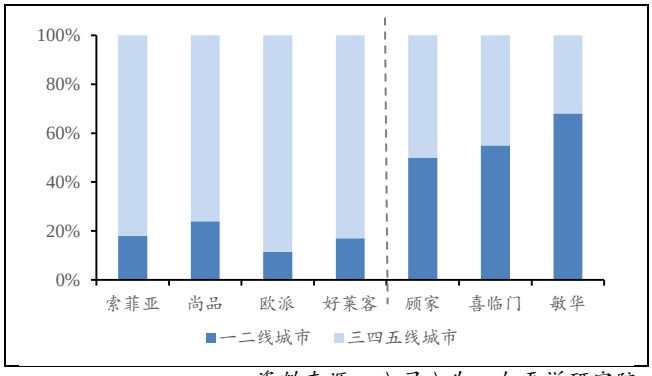
2.3.1 渠道维度：下沉市场布局空间大，渠道坪效亟待提升

短期看，龙头集中在中高端，下沉市场布局不充分，未来可通过低价产品开出门店、抢占市场。长期看，渠道数量总有天花板，但沙发行业渠道坪效尚低，效率提升空间大，存量市场也有长期增长的动力。

- **1、渠道广度：更大市场在三四线，龙头进军空白下沉市场**

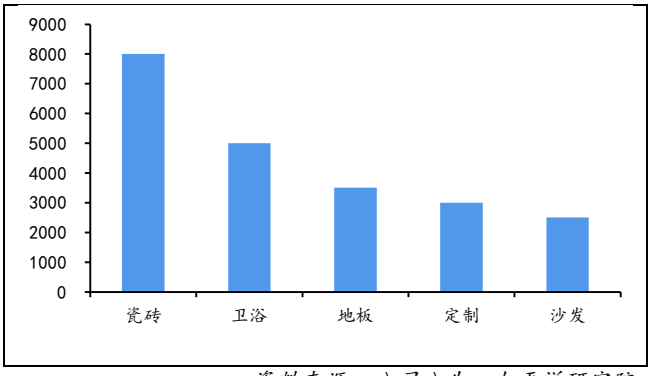
1）为什么要布局下沉市场？相较定制、硬装等品类，软体门店较少，市场下沉不充分。这一方面与品类禀赋有关。经验来看产品占地越小则单店样品越多，周转快、坪效高，门店数天花板更高（涂料 5 万家，瓷砖 8 千家），即使有新店分流，高坪效也可维持原有店面的经营。**另一方面，沙发企业下沉遇阻。**不同于定制对于价格概念较为模糊，沙发单品价格带分层明显，龙头主要布局中高端。而四五线对品牌诉求不强，更多关注价格，龙头高价高质而未充分下沉。

图表51： 相较定制，软体企业下沉不到位（门店口径）



资料来源：公司公告，太平洋研究院

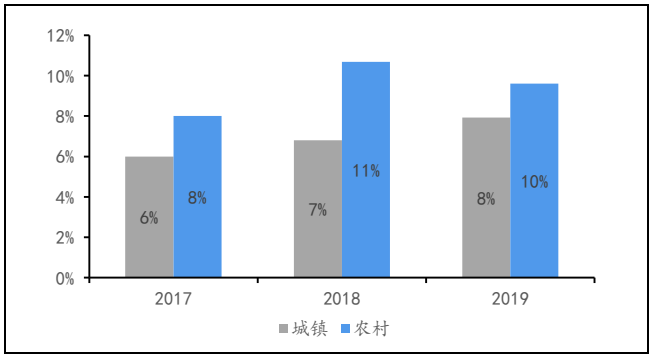
图表52： 不同品类渠道天花板不同



资料来源：公司公告，太平洋研究院

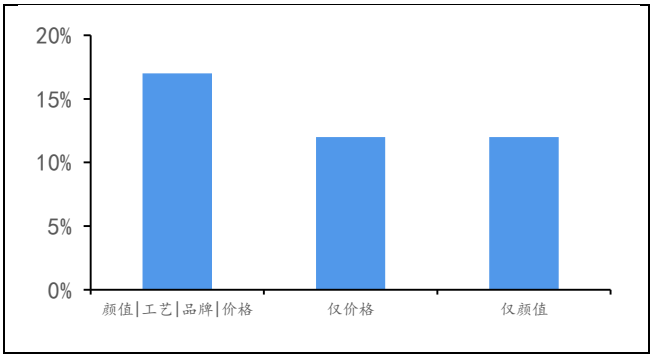
2）龙头布局下沉市场是否容易？其一，下沉市场消费意愿增长。下沉市场人口多、面积广，而且据阿里调查，定制是为数不多在低线城市渗透率超过都市的品类，显示小镇青年对家装的日益重视；但软装渗透率仍低，因而低线认知目前停留在重装修轻装饰阶段，沙发预算具备增长潜力。**其二，下沉市场诉求简单。**据泛家居研究院，下沉市场消费者单线思维，诉求是好看和便宜，指标维度不多；而且对营销信息敏感度高，更容易接受广告。**其三，下沉市场越来越易触及。**电商在下沉市场普及将突破龙头的门店桎梏，使低线流量更易触及。淘宝过去一年新增用户超过 77%来自于三线以下。**其四，下沉市场经销商盈利水平不输一二线。**虽然三四线客单价较低，但一线市场租金/人工成本的上升快，因而一线经销商费用压力大，部分品牌三四线反而盈利水平好。下沉市场开店动力足。

图表53： 农村人均消费支出增速更高



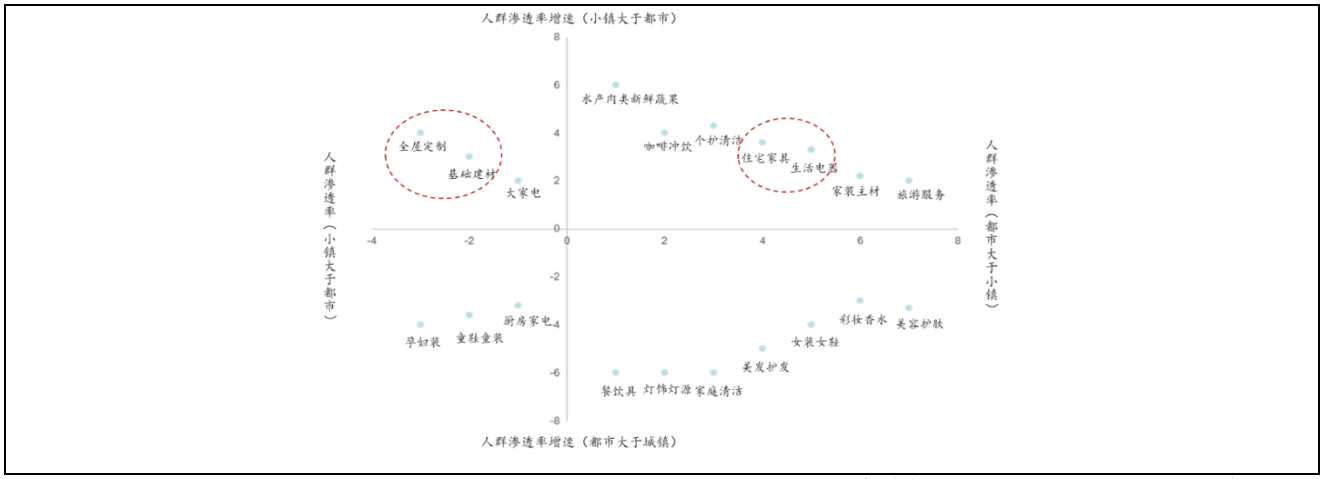
资料来源：尼尔森，太平洋研究院

图表54： 三四线城市消费者沙发诉求更简单



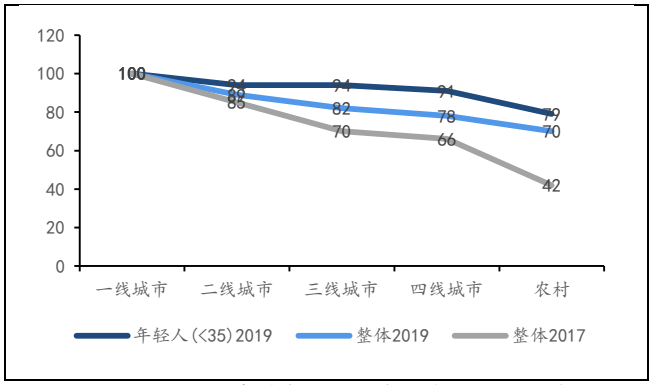
资料来源：泛家居研究院，太平洋研究院

图表55： 各品类小镇与城市渗透率与渗透率增速矩阵图



资料来源：阿里巴巴研究院，太平洋研究院

图表56： 低线网购人数增长快(假设一线=100)



资料来源：麦肯锡咨询，太平洋研究院

图表57： 某沙发品牌经销商三四线净利率高于一二线

加盟城市	一线(北京)	二线(郑州)	三线(邯郸)
面积	300m²	300m²	300m²
月营业额	38 万元	32 万元	25 万元
毛利率/月	52%	51%	51%
房租费用/月	7.5 万元	6 万元	4 万元
人员工资/月	3.96 万元	3.36 万元	2.64 万元
水电杂费/月	2500 元	2000 元	1500 元
月净利润	8.05 万元	7.08 万元	6.01 万元
净利率	**21.2%**	**22.1%**	**24.0%**

资料来源：公司资料，太平洋研究院

3）龙头如何布局下沉市场？一方面，下沉市场仍可招商开出门店。虽然下沉市场红星、居然等卖场龙头少，沙发龙头不易继续绑定开店，但一是随着地方卖场退租率大幅提升，可以通过少量的抢位费抢占卖场的核心位置，二是未来存量竞争下小企经营不畅，优质的小企经销商寻找其他品牌代理，龙头品牌会是优先选择，三是龙头品牌力逐渐强势，开出街边独立店也可盈利，甚至因为门店面积大、可开融合店而销售情况更佳。

另一方面，下沉市场性价比为主要诉求，龙头需要新辟低端产品系列，价格更贴合，如顾家通过单价更低、外形可塑性高的布艺沙发和天禧系列打开三四线。虽然龙头价格较小厂有一定差距，但龙头规模采购、成本相对较低，而且下沉市场可相对精简 SKU、进一步压缩成本，再压缩一定利润，价格带向下沉城市靠拢。

➢ **2、渠道深度：渠道效率低下，提升坪效将是龙头一大实践**

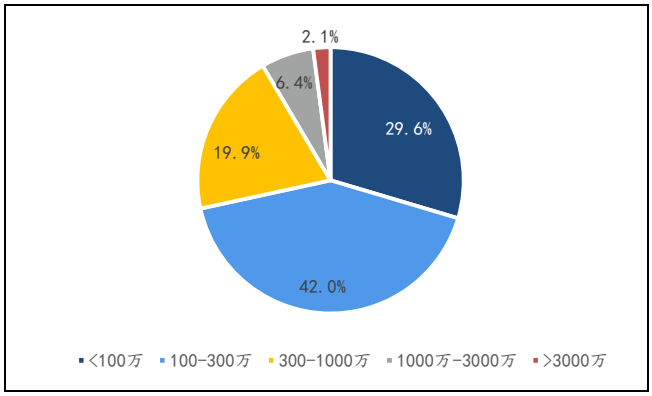
1）为什么沙发行业渠道效率低下？

渠道天花板后，方向主要在于渠道效率和价值的提升，即渠道坪效提升与单位费用的下降。因为沙发行业问题在于，虽然经历快速扩张、深度分销、扁平化经营，但代理销售实质仍为 B2B 模式，渠道效率过低。具体来看：

一方面，渠道碎片化，经销商过小，终端实力参差不齐。①沙发经销商普遍实力弱，80%+的经销商无财务管理和预算，50%+的经销商没有团队开发规划；②经销商需承担仓储配送、装潢上样等非核心职能，终端过于依赖经销商能力；③厂商对终端需求与经营状况认知滞后，特别软体企业还有信息化不足问题。

另一方面，相较其他品类，沙发的渠道环节在行业价值链中占比过高。拆分价值链来看，**品牌商方面，**生产成本与定制相当，但渠道环节投入较大（销售费用率定制略超 10%，软体超过 20%），因而净利不高。**经销商方面，**加价倍率与定制基本一致（约 2 倍），均远高于同样高价低频的白电，究其原因，定制加价高因为经销商需承担设计安装等服务职能；而软体加价高主要是展示面积大、客单价一般，因而**终端坪效低**（5000-8000 元/平，相较定制约 1 万元/平），导致单位渠道成本（租金、人工、物流等）高企，净利相对较低。而**渠道坪效低、成本高企实质是渠道低效，低效的渠道削弱龙头竞争力**（中小品牌即使生产规模不占优，降低租金与营销费用也可产生性价比），而且存量竞争期会带来经销商关店潮，品牌商必须给予经销商返利以支撑运营，又进一步影响盈利。

图表58： 家居经销商销售额一般较弱



资料来源：泛家居行业白皮书，太平洋研究院

图表59： 沙发企业单店模型（样本测算）

	尚品一线	尚品二线	爱依瑞斯一线	爱依瑞斯二线
面积	300m²	200m²	300m²	300m²
月营业额	50万元	35万元	38万元	32万元
毛利率	48%	48%	52%	51%
房租费用/月	9万元	4万元	7.5万元	6万元
人员工资/月	3.5万元	2.7万元	3.96万元	3.36万元
水电杂费/月	3500元	2500元	2500元	2000元
月净利润	11.5万元	9.85万元	8.05万元	7.08万元
净利率	**23.0%**	**28.1%**	**21.2%**	**22.1%**

资料来源：公司资料，太平洋研究院

2）沙发龙头如何提升渠道效率？

①提升客单价。提升客单价是提升坪效、降低渠道成本的直接途径。沙发企业可以扩张品类并在统一终端整合品类，如顾家综合店容纳沙发、床垫、部分定制，并推出整体套餐，缩小坪效差异。不过扩品类对生产和商业模式效率提出考验（详见第 3 章）。

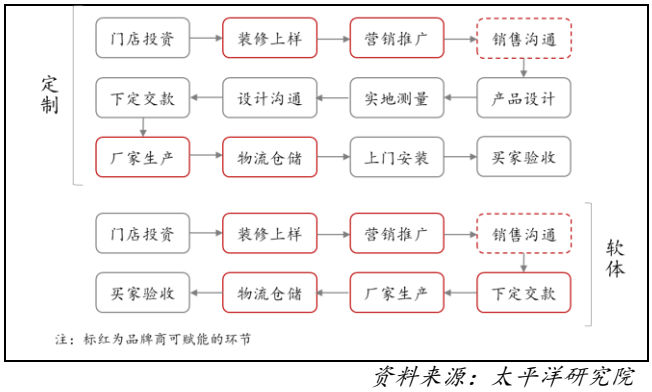
②加快单店周转，即提升客流量和转化率，未来提升空间大。

其一，提升经销商能力，多元化转型（与装企、地产合作），多渠道打通。

其二，加强经销商赋能。当前门店装潢上样已经由品牌商负责，未来**物流仓储**均可由品牌商解决，减轻经销商负担，因大件物流成本下降、高效零售体系建成，例如顾家因为疫情承包经销商干线物流费用，倒逼行业升级。**营销推广**当前作为经销商核心职能，主要依靠经销商人际关系，但未来品牌商直接触达消费者、信息流动障碍化解，品牌商的内容营销愈加重要，传统渠道营销价值削弱。

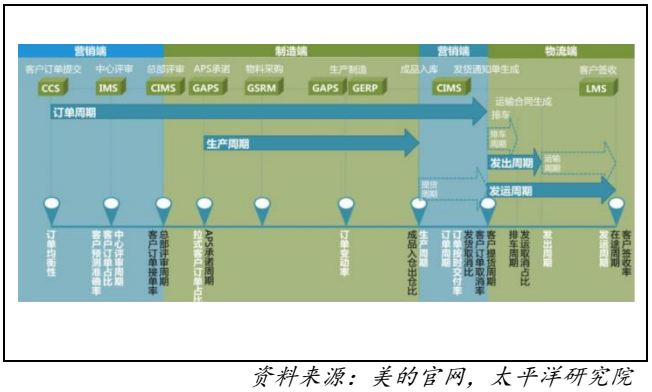
第三，加强信息化建设，打通品牌商与消费者间的信息流，加强对终端动销的掌握，从而①把握消费需求、制定营销策略（过去营销依赖经销商个人能力，且品牌引流策略较难执行）；②管控终端售价、防止窜货；③获取产品反馈，将产品和配比方案根据当地消费者喜好及时更换（过去厂家难以直达消费者但又强势，经销商知悉终端需求却没有对产品配比的主导权，容易造成产品滞销）；④充分利用流量，实现老带新的裂变，从而提升客流和周转。家电企业和部分定制龙头已建立成熟的数据系统，如海尔的巨商汇以及尚品的信息化系统。

图表60： 定制与软体服务链条



资料来源：太平洋研究院

图表61： 美的美云销系统下生产-销售流程

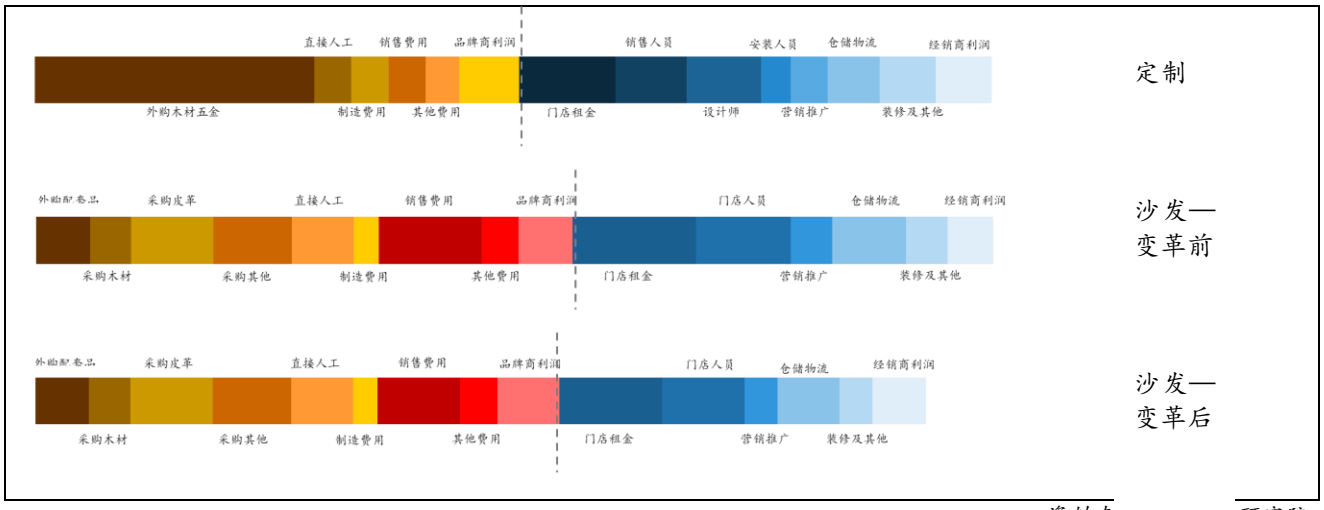


资料来源：美的官网，太平洋研究院

③长期可实现类直营模式。类直营即品牌商通过赋能及信息获取，指导经营管理，打通生产端-销售端-消费者的产业链条，弱化经销商职能（经销商只保留投资和门店维护职能）。**沙发企业有达成类直营的可能**。一方面，沙发以单品销售，经销商不需承担设计和安装等依赖人力的职能（定制需要）；另一方面，仓储物流、营销推广等其他职能也可被品牌商替代，品牌商可掌握绝对主动权。

类直营达成价值链重构、渠道费用下降。厂商介入终端经营、承担经销商职能，提高渠道效率。终端产品力与营销精准度增强、单店坪效提升，仓储物流成本下降、冗余费用投放减少，因而经销商盈利能力提升，产业链缩短、加价倍率下降、产品性价比提升。

图表62： 软体行业渠道价值链有望重构



资料来源：公司研究院

赋能与类直营带来龙头份额提升。类直营不仅依赖资金的持续投入（信息化系统打造+迭代），也需要品牌商对终端精细化管理，需要渠道控制力和品牌号召力，使经销商有意愿执行系统、出让职能。而大部分企业很难做到，特别是小品牌不懂市场所以渠道管理粗放，对单店的提升也仅限于将营销手段做重而非模式变革。但龙头如顾家采取区域零售中心改革，强化终端控制，实现更多赋能。

2.3.2 产品维度：功能沙发带来产品升级，多样化矩阵扩大客户覆盖

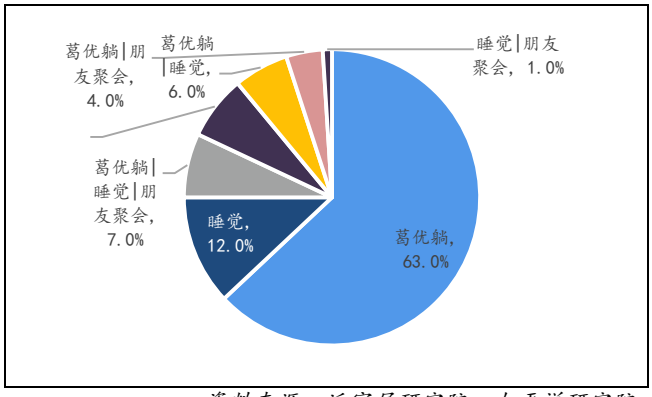
产品升级持续伴随渠道深化，一方面，产品本身存在升级，功能沙发作为新兴品类渗透率提升空间大，龙头下沉开店逻辑顺畅；另一方面，产品矩阵也可升级，沙发的个性化使前期市场覆盖仍不充分，多样化可进一步扩大客户覆盖。

➢ **1、产品本身升级：功能沙发舒适度跃升、渗透率提升，细分龙头受益**

1）为什么功能沙发是沙发产品的一种升级？

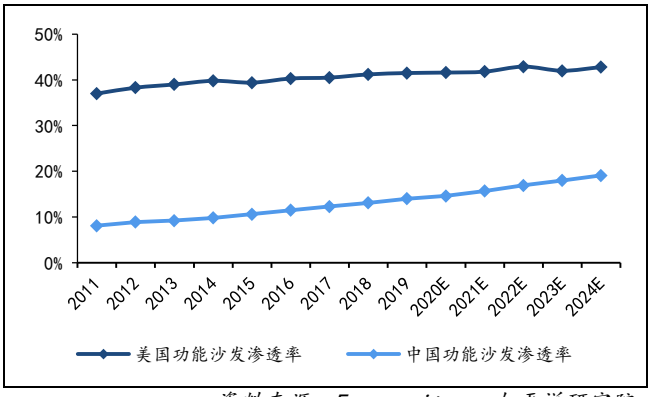
我们基于基于沙发舒适度诉求，得出功能沙发渗透率将提升。过去，产品力常被忽略，因沙发生产门槛低、供应链短，产品难以描述优劣，差异体现在外观设计，容易被对手模仿，叠加消费者对用料敏感度不高，因此过去**传统沙发舒适度难以拉开差距**。但现在，一方面消费升级下舒适度提高体验、诉求提升，特别疫情使居家舒适度更重要，另一方面子品类功能沙发风靡，带有背部/腿部伸展，可躺卧/转动/摇动，符合人体工学设计，功能沙发**带来舒适度跃升和产品力升级。**

图表63： 沙发功能需求偏好洞察



资料来源：泛家居研究院，太平洋研究院

图表64： 功能沙发渗透率提升



资料来源：Euromonitor，太平洋研究院

2）沙发行业龙头是否也是功能沙发市场的头部玩家？

功能沙发渗透率将提升，功能沙发细分龙头在整体沙发行业份额提升，而现有沙发龙头也正是功能沙发的细分龙头。敏华（占比 50%）功能沙发起家，是细分行业的绝对龙头；顾家（占比 11%）在代理 La-z-boy 基础上开发自有产品，依靠品牌力成为细分行业第二。所以功能沙发可带来沙发行业整体集中度的提升。

3）龙头如何巩固在功能沙发市场的地位？

品类禀赋使功能沙发龙头竞争壁垒更高：一方面，功能沙发需要精确制造的电机/铁架，供应链有一定复杂度，而龙头掌握核心部件（如敏华海绵、铁架全自产），提升进入壁垒。另一方面，功能沙发诉求相对标准化，消费者诉求统一，龙头具备规模效应（敏华 SKU 不足 100），性价比较小厂高。

功能沙发龙头也在加速扩张：一方面，现有功能沙发龙头凭借品牌力与性价比优势，持续线下布局，三四线市场广阔，随着消费者心智培育，开店逻辑顺畅。**另一方面，功能沙发是最适合新零售的品类。**其一，功能沙发标准化程度高，适合线上销售；其二，由于功能性而具备宣传噱头、可以形成冲动购买；其三，特别是功能单椅还相对低价。**因此功能沙发是最适合新零售的家居品类（如直播电商），带来爆款和明星单品组织形式，**爆款短期加强品牌输出，高强度引流，迭代长盛不衰。芝华仕 K621 网红单椅双 11 蝉联沙发销量第一，销量 2 万张。

图表65： 林氏木业和芝华仕的爆款单品双十一销售额

	型号	类别	销量（件）	单价（元）
芝华仕	K621	真皮沙发单椅	16729	2499
	K275	布艺沙发单椅	15000+	1799
	D026	乳胶床垫	14695	3098
	5103	真皮沙发组合	10000+	9249
	产品		销售额（万元）	销量（件）
林氏木业	北欧简约沙发		1400+	同比+175%
	现代小户型沙发		1000+	5127
	全新实木化家具床		950+	5868

资料来源：天猫商城，太平洋网络，太平洋研究院

➢ **2、产品矩阵升级：多样化+高频更新带来产品矩阵升级，扩大客户覆盖**

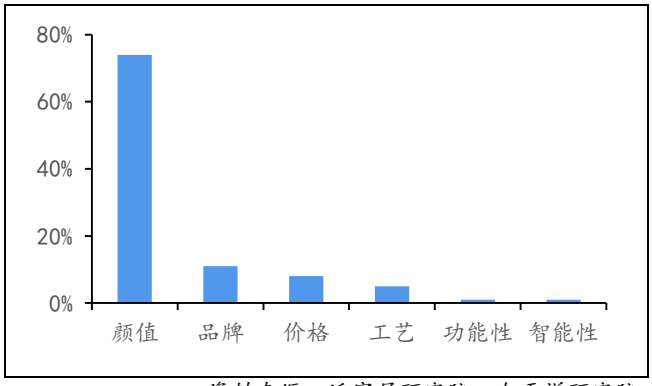
1）为什么沙发产品多样化也是一种产品升级？

基于沙发设计诉求，我们得出多样化将是龙头升级产品、扩大客户覆盖的方式。设计是沙发的主要诉求，因为展示作用强，颜色款式彰显个性化。泛家居研究院调查 74%购买沙发首先考虑颜值，而且购买主流年轻女性更加注重审美。**但过去沙发单凭设计难以产品升级**：一方面，虽然龙头研发投入高，每年对标米兰等海外展会潮流，但设计极易模仿，产品面市后同行迅速跟进，同步铺渠道、做宣传；另一方面，沙发个性化使单一产品设计覆盖受众有限。

但是，产品多样化会是未来产品升级的重要方式，弥补设计个性化的困境：实现方式如①丰富 SKU 和产品矩阵。沙发个性化突出，单一产品受众少，而 SKU 增加可满足更多消费者的个性化需求，覆盖客群更广、匹配需求更多。美国软体龙头 Ashley 产品开发理念，即确保产品系列有足够的多样性。**②高频更新，精准捕捉市场。**家居消费风向变更快，内容营销影响消费决策。所以高频更新可对应更多 SKU，扩大客户覆盖，而且符合年轻人快时尚的消费方式，将沙发的绝对低频转为相对高频，提升复购率。

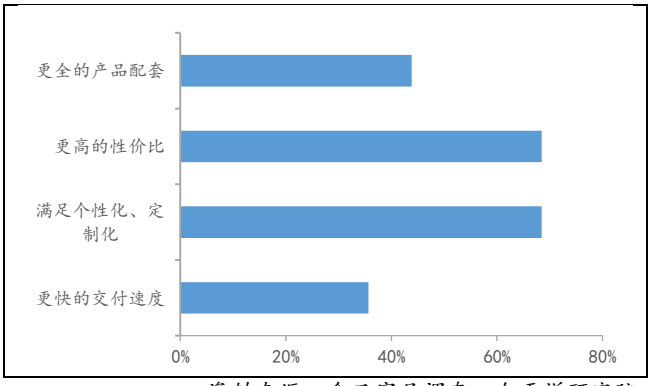
因此，企业设计的多样化和高频更新形成产品矩阵的升级，直接结果是带来客户覆盖面积的扩大，从而拓展市场、提升市占率。

图表66： 消费者购买沙发的最先考虑因素



资料来源：泛家居研究院，太平洋研究院

图表67： 消费者认为的软体竞争要素



资料来源：今日家具调查，太平洋研究院

2）为什么龙头更易实现产品的多样化升级？

龙头相较小厂，产品更易达成多样化升级，基于以下竞争要素：

其一，规模效应。多元化势必需要增设产品系列，但不同系列材质或样式不同，会带来生产和采购的负担，因而若龙头具备一定的规模效应，可以在较低采购成本的基础上提升 SKU。**其二，更轻的商业模式。**沙发一般采取库存生产模式，但若产品面市失败，厂家和经销商均将因库存积压而难以推行新品。但龙头如顾家由于品牌强势，已采取现款后货模式，轻库存运营，新品对原有产品周转冲击小，经销商负担轻。**其三，即时的终端反馈。**数据赋能、判断需求趋势；结合经销商强管控下，终端动销形成反馈，新品与客户需求匹配度高，也防止经销商面对高 SKU 难以选品。**所以龙头产品矩阵更易升级&丰富，集中度有望提升。**

例如顾家 SKU 丰富，内销沙发 SKU 接近 1000，所有 SKU 超过 4000，2019 年

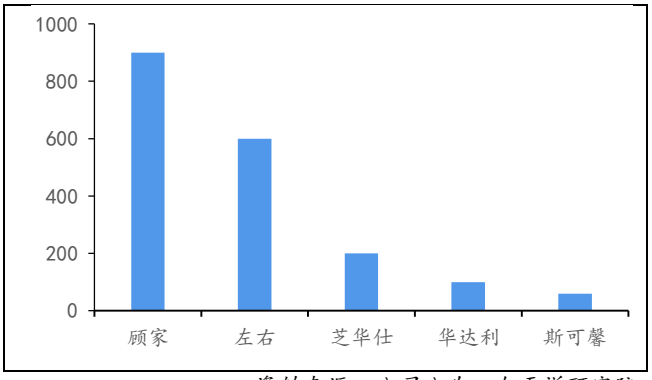
新品销售超过 40%。敏华 19 年更新产品系列，向年轻化靠拢，带来收入拉升。林氏木业开发快，从接需求到开售最快 30 天，每月提供新 SKU 达 225 款，每年新 SKU 达 2703 款、产品系列 210 个，覆盖更广受众。林氏的高频更新一是基于大量稳定订单（年销售额百亿），向供应商议价。二是基于更轻的模式，自有工厂少，区域小厂代工多。三是基于新零售带来直观数据反馈，据需求调整产品。

图表68： La-Z-Boy 与 Ashley 官网展示产品多

	La-z-boy	Ashley
沙发	566	76
工艺小家具	723	281
卧室	365	101
厨房	268	82
室外	58	-
客厅	-	105
书房	-	12

资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表69： 沙发龙头 SKU 差别较大



资料来源：公司公告，太平洋研究院

3）沙发的多样化有什么具体组织形式？

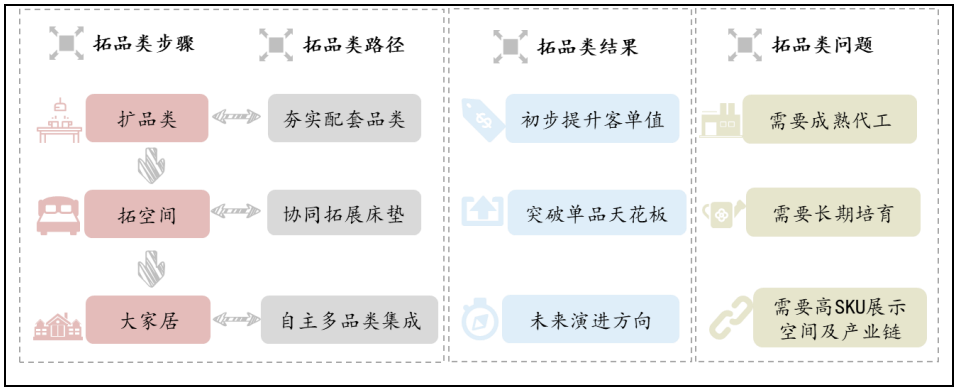
一类组织形式是基于原材料扩充子品类，即皮类沙发拓展至布艺沙发，虽然品类需求存在重叠，即购买布艺沙发的客户不会再购买皮沙发，但龙头拓展目的为提供设计、功能和价格带的更多选择，**扩充 SKU、增强产品多元化。表现在渠道上，**龙头可以为新的沙发品类单独开店（如顾家），与原有品类形成竞合；也可以根据对区域客户的精准判断，将新的沙发品类融入原有门店（如芝华仕）。

另一类组织形式是基于价格扩充系列，例如顾家的天禧和惠尚系列，布局当前市场较为空白的中端价格带（比传统系列低 20-30%）。表现在渠道上，凭借优质设计和高性价比打开下沉市场，配合顾家在三四线城市的门店拓展，或者原有市场替换其他产品，以更精准的客户匹配提升转化率，提升单店销售。

3 看点二：横向来看，赛道拓展突破行业桎梏

家居龙头多以单品类起家，形成一定的规模效应积累原始扩张，但在成长期到成熟期转型期间，单品发展易触天花板，集中度提升的空间也有限；所以下半场的突破主要靠扩品类，从而提升客单价、拓展新赛道。

图表70： 沙发行业赛道拓展的三个步骤



资料来源：太平洋研究院

3.1 扩品类第一步，拓产品

夯实配套品类，沙发线下以样板间形式陈列，聚合客厅空间这一购买场景，从而增加茶几/电视柜等的配套销售，**初步增加客单值**。沙发龙头基本可做到客厅空间配套，配套品依靠外协生产，通过样板间陈列顾家实现配套率的稳步提升。而小厂很难配套，一方面样板间陈列占地大，对于坪效提出考验，小厂产品价格低，撑不起坪效。另一方面小厂很难形成外协产业链，故主要销售沙发单品。

图表71： 龙头 2010 年后纷纷拓展多品类沙发

	布艺沙发	皮艺沙发	功能沙发
顾家家居	有(2012 起)	有	有(2012 起)
芝华仕	有(2010s 起)	有(2000s 起)	有
左右沙发	有(2012 起)	有	无
全友家居	有	有	无
吉斯家居	有	有	无
斯可馨	有	有	无
双虎家居	有	有	无
斯帝罗兰	有	有	无
源氏木语	有	无	无
爱依瑞斯	有	无	无

资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表72： 龙头当前基本配备配套品

	配套产品
顾家家居	床头柜、茶几、电视柜、餐桌椅、居家小件、家纺
芝华仕	床头柜、茶几、餐桌椅、储物柜、学习桌
左右沙发	床头柜、餐桌椅、圆凳
全友家居	床头柜、茶几、电视柜、鞋柜、酒柜、装饰架、书柜
吉斯家居	茶几、餐桌椅
斯可馨	茶几、电视柜、餐桌椅、餐边柜、鞋柜、储物柜
双虎家居	床头柜、茶几、电视柜、餐桌椅、鞋柜、梳妆台
斯帝罗兰	床头柜、茶几、电视柜、餐桌椅、鞋柜、餐边柜
源氏木语	床头柜、茶几、电视柜、餐桌椅、鞋柜、置物架
爱依瑞斯	床头柜、茶几、电视柜、餐桌椅、家纺、居家小件

资料来源：公司官网，太平洋研究院

3.2 扩品类第二步，拓空间

拓品类第二步主要方向是其他软体品类，如顾家、敏华由沙发延伸至床垫，覆盖空间由客厅延伸至卧室。由于购买场景不同，拓空间相当于开辟新赛道，突破原品类的天花板，延伸收入规模边界。

拓空间切实可行，主要因沙发和床垫协同容易，前端，消费者对沙发和床垫都有舒适度的诉求；后端，原料采购、生产设备、管理模式等方面也都有共通处，尽管是卧室新的空间场景，也不是只靠品牌力苦苦支撑。例如 Ashley 在沙发起步 10 年内布局床垫并迅速增长，是 18 年增速最快的床垫龙头（17/18 年同比+24.4%/+50.3%）；同样，La-Z-Boy 由沙发拓至全软体，又并购木制家具。

但只有部分龙头会进入拓空间阶段，因为新品类需要较长培育期。虽然供给端协同投产快（床垫熟练工人需求少、产能快速爬坡），但需求端的培育过程漫长。其一，门店展示面积有限但沙发床垫占地大，同店经营拉低坪效，如果单独开店则**不同空间产品呈现在不同门店**，较难达成一站式消费，优势品类不易带单。其二，龙头作为床垫领域的后进入者，新开门店没有核心位置和优质经销商等先发优势，而且若品牌定位还局限在单品，则很难吸引消费者。其三，沙发和床垫在需求端的诉求不够一致，增速来看沙发龙头的跨界起步远不及橱柜拓衣柜。

但是床垫空间大，龙头跨界未来可期。床垫市场复购率高、空间大，标准化带来集中度提升空间，消费属性强所以对品牌要求高，而跨界龙头品牌力强，可以通过品牌效应和套餐促销实现带单；而且拥有上游海绵等自有产能，把控原料、降低成本。参考 Ashley 在 2019 年凭借最高增速跻身床垫销售额前六。

图表73： 龙头普遍销售床垫，但占比有限

	是否有床垫	是否有软床	有其他床	床垫占比
顾家家居	有	有	无	高
芝华仕	有	有	无	中
左右沙发	有	有	无	中
全友家居	有	有	有	低
吉斯家居	有	有	无	高
斯可馨	有	有	无	中
双虎家居	无	无	有	中
斯帝罗兰	无	有	无	中
源氏木语	有	有	有	高
爱依瑞斯	有	有	无	高

资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表74： 新品类往往单独开店，且位置无优势



资料来源：红星美凯龙无锡店，太平洋研究院

3.3 扩品类第三步，大家居

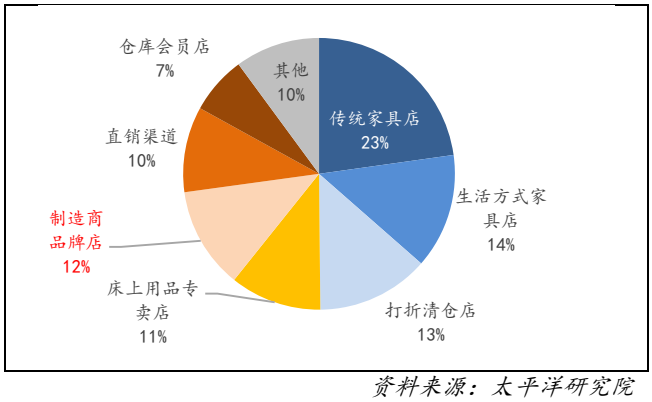
拓品类第三步是多品类集成销售，即大家居模式。借鉴美国成熟市场，**大家居将是主要销售模式，具体呈现形式多样，最主要是直接面向消费者的自主集成模式，类似宜家的线下大店、类似林氏木业的线上大店，还有面向整装和精装的非自主集成模式。**虽然沙发龙头当前不具备大家居环境，但看好在此方向转型。

3.3.1 多品类集成是未来方向，模式承担者可以是软体制造商

针对未来沙发家居的模式变迁，起步早百年的美国有借鉴之处。美国家居渠道以多品牌多品类的大型零售商门店为主，集成销售。供给端，主要因家居异质性强，单一品类难突破市占率天花板，成长为大型企业一般需多品类销售；需求端，主要因家居产品长尾、分散，但购买时点统一、场景集中，多品类集成销售更匹配需求、坪效更高，再加上美国租金较低，便于开出集成场景所需的大店。

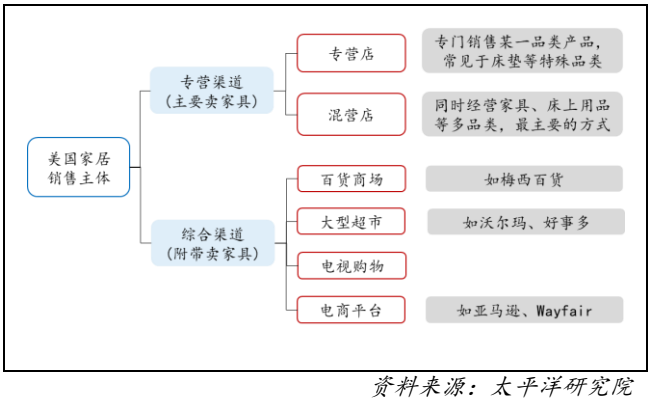
因此我们认为，多品类集成销售模式是未来家居发展方向。但与美国不同，我国模式承担者预期可以是制造商。美国人工成本高、制造环节外迁，所以家居零售商可以买断产品、控制渠道、自主销售、话语权强，开出集成大店。而我国家居制造业起家，前店后厂是基础模式，经销渠道排他且实力弱，故制造商保有强势产业链地位。所以很难有家居纯零售商实行买断模式（百安居曾因采购性价比低而败走中国），现有经销商也很难自己做大，当前的主流集成模式家居卖场，也只是提供平台，拉长渠道价值链、效率提升有限。而家居制造商零售属性和消费属性逐渐增强，可以承担家居集成销售的未来。

图表75： 美国制造商品牌店仅占 12%，其余零售主导



资料来源：太平洋研究院

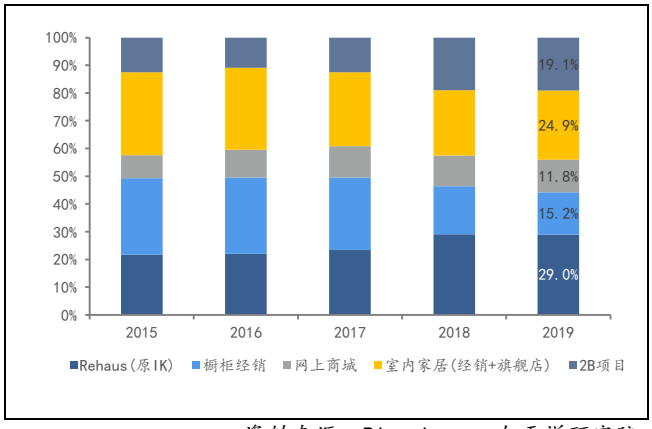
图表76： 美国零售门店中，集成销售为主要方式



资料来源：太平洋研究院

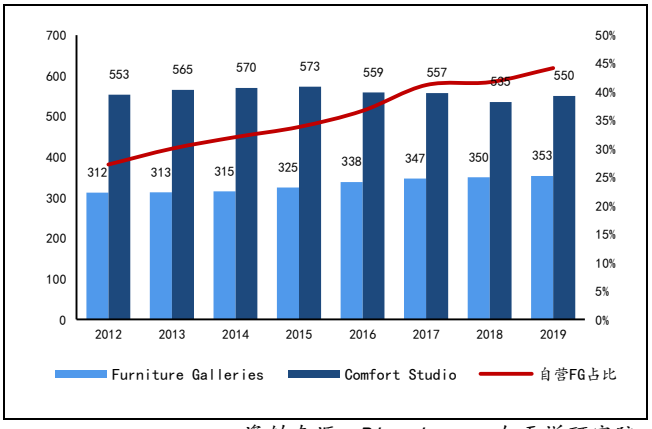
因此，沙发龙头可以向零售导向发展：沙发龙头依托品牌和渠道张力，脱离平台依赖，整合各品类实现集成模式。**制造企业零售化对于龙头是实力的跃升，**一旦成为流量入口，龙头可通过品类拓展实现客单值和收入扩张，还可通过收编小厂、提升议价权实现利润增厚。**制造企业零售化对于行业是渠道效率的提升，**聚合碎片式的经销渠道，完善消费者一站式体验。例如橱柜龙头汉森把握零售入口，室内家居市占率也达到 20%，并成为韩国最大的家居采购商。Ashley 和 La-Z-Boy 由纯制造环节向零售化转型，自建门店带来新一轮增长。而由于地产需求缩减与人力成本上升，未来中小企业或将出让利益甚至转型代工，以消化产能。

图表77： 汉森把握零售全渠道，掌握流量入口



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院

图表78： La-Z-Boy 零售化转型，自有门店扩张



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院

3.3.2 当前阶段，沙发企业的大家居进展难度较大

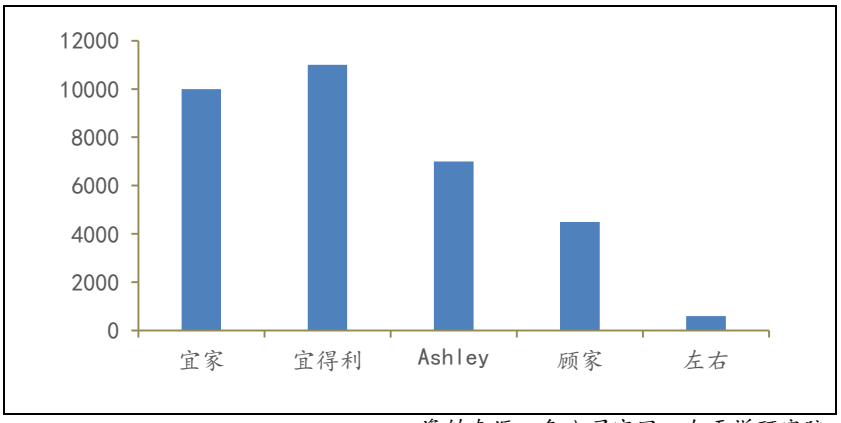
➢ **1、大家居带来客单价极大提升，但消费者对大家居有诸多诉求：**

①要拥有高 SKU 的多品类产品，高 SKU 是一站式购买的基础。

②要以更高的性价比购买多品类。家居低频高价、品牌粘性一般，消费者通常货比三家，因此当前阶段比起品牌统一性，消费者更在乎性价比。而且低价面临的是更大众的市场和更高频的购买，高性价比更可支撑大店周转与坪效。

③要提供整体设计和搭配带来的审美升级，因为国内审美教育的长期断层和缺失，部分消费者依赖品牌方的大家居来实现审美升级。

图表79： 各大家居龙头 SKU 对比



资料来源：各公司官网，太平洋研究院

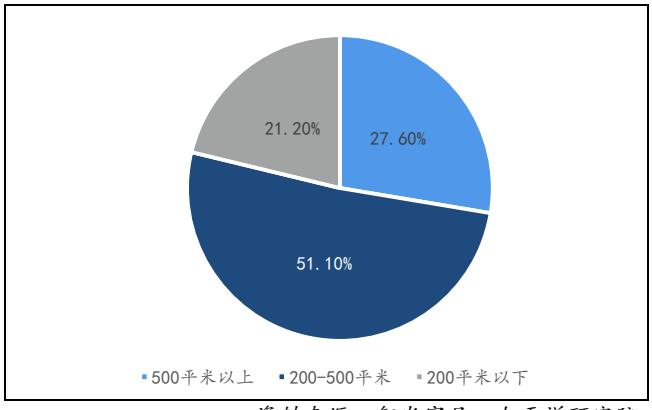
➢ **2、当前沙发等家居企业很难满足自主大店模式下的大家居诉求：**

①前端，难有高 SKU 集成化的展示空间。大家居需要场景集成，线下样板间体验最佳，但大店很难开出。一是难以依托经销商开店，因其原有门店小（<300 平）、资金实力也难支撑新开大店；二是即使直营运营，客流易受位置限制，核心地段又租金高企，大店很难盈利；三是即使有家饰等高频产品引流、提升坪效，高频产品又在选品/摆货/供应链方面有一定门槛。与此不同，宜家/宜得利零售起家，制造供应链成熟，品牌自带流量，店态大店为主（2 万平以上），容纳 SKU 多（超过 1 万个）、产品更新迭代快，因而集成大家居模式发展顺利。

②后端，难以协调高 SKU 低成本的供应链。一方面，大家居经历 SKU 的跃升，需求预测的可见度大幅降低，对供应链的敏捷性要求更高：只有对新品需求有即时反馈，才可维持库存低位；只有生产采购环节监管到位，才可控制交货时间。另一方面，寻找合适的供应商、磨合新的供应链是长期过程，若再加上流量较小，新品外协和采购往往没有议价能力，性价比低。与此不同，宜家有 1000+家成熟 OEM 合作商，通过鼓励竞争、承诺大单来压低采购价格，还赋能外协工厂、提升效率。Ashley 也凭借产能外迁和成熟仓储物流做到低成本和高性价比。

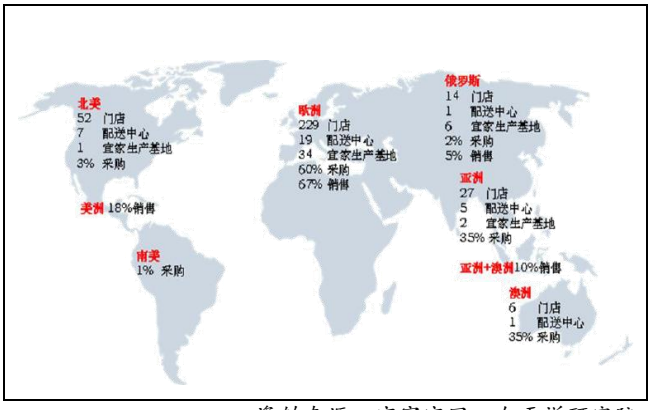
③难以带来设计升级。特别是以单品销售为传统主业的沙发企业，只掌握产品设计能力，缺少整体空间设计的概念，很难带来审美升级。即使单独招募设计团队，也可能产生与采购/生产脱节等问题，有带来较高的残次率的可能。

图表80： 经销平均门店面积较小



资料来源：智尚家具，太平洋研究院

图表81： 宜家成熟的大型供应链系统



资料来源：宜家官网，太平洋研究院

3.3.3 长期来看，沙发企业仍有大家居落地基因

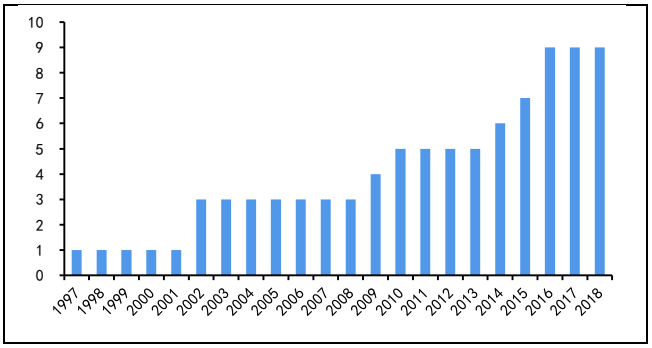
大家居是龙头扩张、行业效率提升的最佳路径，是未来发展方向。大家居将拉升收入、降低单位成本（如营销费/物流费/租金），构筑更深的进入壁垒（零售运营、供应链完善）。**虽然当前不是大家居落地最佳时点，但未来随企业发展、行业变迁，长期积累来看，沙发龙头有可能实现大家居转型。**

前端，一方面，当**龙头市占率进一步提升，未来品牌自带流量**，消费需求可以突破门店位置的限制（如宜家大部分建在郊区），坪效也可覆盖租金（如汉森前三家旗舰店 10 年才扭亏为盈）。另一方面，**店态革新可先从低租金的三四线城市或流量大的强势区域做起**（如顾家杭州试营大店），同时实现多店态运营（如汉森拥有 15 家旗舰店、220 家经销门店、2k 家整装合作店；曲美将卖场店流量引至大店成交）。而且线上也可凭借较低成本，作为全品类展示窗口。

图表82： 当前已有顾家家居等开始大店尝试



图表83： 汉森品牌力起来后旗舰店才大规模扩张



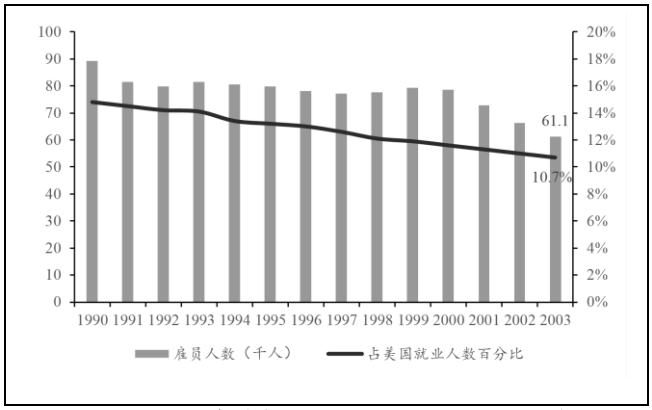
资料来源：公司官网，太平洋研究院

资料来源：Bloomberg，太平洋研究院

后端，关键在于发展供应链使企业以较低成本提升 SKU。自建产线投资回报期长、生产管理困难，并不现实，代工和采购是必经之路。美国家居也起步于制造商自产自销和招商扩张（只是渠道商非排他），而人力成本提升、进口低价替代后，家居由重制造向重零售变革。龙头由制造商转型渠道商，削减本土产能并与海外或小型制造商合作，进口半成品或贴牌代工，担任了行业变革的主力。

借鉴美国经验，家居制造龙头具备低成本整合 SKU 的可能性，但需要自身采购规模效应和品牌议价能力，也需要高品质 OEM 工厂长期合作。前期地产带来行业红利，广袤的地域也给地方小企充足的发展空间，而当前地产红利消退，市场面临存量竞争，特别是大量出口企业因贸易摩擦而被迫转内销，又难以后发制人做起品牌，为消化自有产能有意愿转做代工。当前典型代表是线上龙头林氏木业，制造端整合珠三角（最大的家具集散地）产业链来满足 SKU 需求。

图表84： 美国 90 年代人力成本提升、雇员减少



资料来源：Richamondfed，太平洋研究院

图表85： 林氏木业整合珠三角供应链



资料来源：林氏木业官网，太平洋研究院

<u>未来更易达成的状态是，家居品牌商以多渠道混合运营，大家居提升坪效增加丰富度，与原有经销专卖店等渠道相辅相成。</u>

➢ **沙发和定制的大家居战略：不同赛道的角逐**

对于承担长尾集成的家居品类，定制家居直观来看更适合走大家居之路：①定制产品延展性强，深入多个空间。由于橱柜、衣柜、配套柜协同性强，大部分

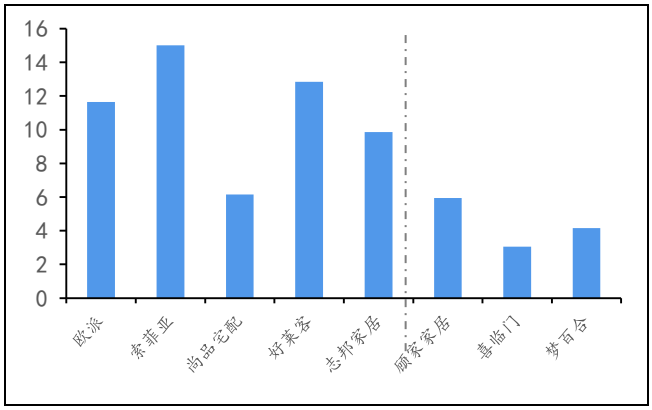
龙头已由单品延伸至全屋。②定制服务属性强、服务链条长，线下门店可替代性小。③定制包含全屋空间设计，例如衣柜强调与环境配搭，其设计一定程度决定成品家居的产品配搭。④定制高度信息化，前端赋能设计、后端赋能供应链，降低因品类增加造成的高残次率。

综上，虽然定制可以转型逐步整合其他品类，但是定制更适合开辟非自主大家居赛道，如整装合作，以装企为流量入口推出全品类家居。究其原因，定制产品以功能性为主，更多优势在于产品、服务和信息化，而在设计和引流方面要为装企让步。所以定制在整装大家居中一般扮演赋能产品服务的角色，或者是通过供应链为装企整合产品的角色，而非自主的大家居运营。对比之下，沙发入口靠后，多以单品销售，空间设计与信息化能力不足，因此不易开辟整装等赛道。

但沙发等软体家居可以通过大店模式自主开发大家居业态。相对优势在于，其一，主要是沙发最靠近 C 端、零售属性最强、更新频率较高，消费场景也与家居家饰等高频产品相近，可通过沙发对家居家饰带货，也可拓展高频带低频模式，从而通过高频产品提升坪效、解决大家居痛点，例如曲美在一二线尝试高频转型；其二，沙发企业多 SKU 管理能力较强（原品类上千 SKU），多品类运营、选品摆货和库存管理能力相应更易提升；其三，沙发企业拓展床后，基本完成主要空间布局（客厅+卧室），并作为该空间最重要产品来定调主体风格，从而实现带货。

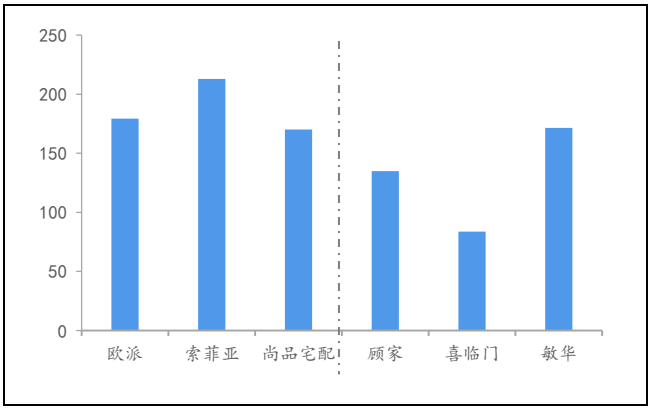
而沙发的大店业态，除了要满足前述的规模化、品牌化、成熟供应链，同时也是基于存量房置换需求大幅提升、零售渠道诉求增强，当前新房销售为主、存量需求有限，消费者更多诉诸于装企或传统卖场，对于零散购买需求不足。

图表86： 软体家居相较库存周转率较高



资料来源：公司公告，太平洋研究院

图表87： 软体家居相较定制单店营收较低



资料来源：公司公告，太平洋研究院

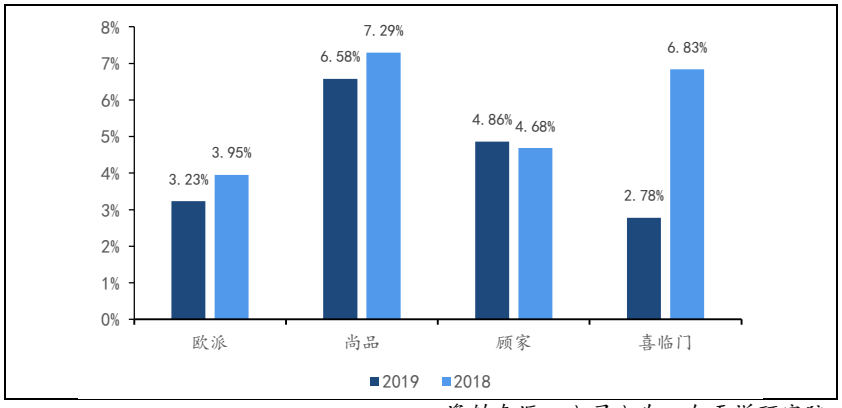
4 其他看点：降本增效改善盈利，外销集中度有望提升

4.1 行业盈利端有何改善空间？

地产红利期家居企业粗放发展，当前效率提升空间大，转为精耕细作模式。

1）提升广告的精准度是一种降费方法。费用端，过去软体企业打江山，广告铺设全，营销费用投入高，19 年部分龙头逐渐缩减广告成本，加强营销精准度，采取成本更低的社交引流和内容获客，虽然短期软体龙头仍在扩张阶段，营销费用下降概率较小，但品牌力巩固后广告费用下降将成为长期趋势。

图表88： 2019 龙头广告费用有所削减

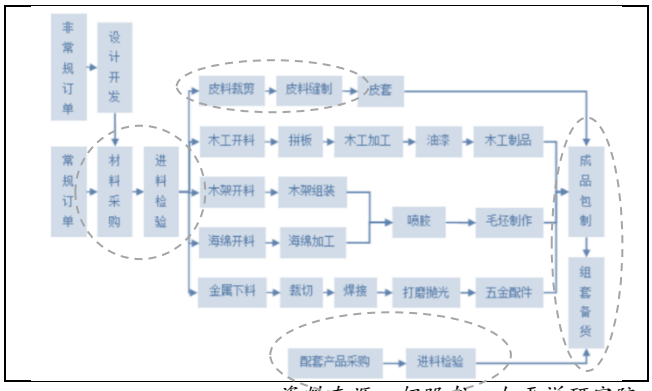


资料来源：公司公告，太平洋研究院

2）人工成本难以削减，流程优化尚可赋能。成本端，沙发依赖成熟人工，如组装/打样/缝制，因而当前人工成本高位，人效很难提升，即使高代价投入自动化技术，也容易降低良品率。因而生产端的优化方案集中在对流程的赋能。举例而言，其一，升级裁剪解决方案，实现细节自动化，尽量减少对人的依赖、减少面料浪费；其二，流程优化、精益生产，降低库存成本（特别是在产品的成本），缩减等待物料到位的时间，缩短交付周期（Natuzzi 亏损原因之一即过高库存）；其三，随着人工成本提升，还可转移产能至东南亚，Ashley 由全自产转为与太平洋沿岸国家合作；宜家全球采购并设稳定代工厂，供应链每一环节价值最大化。

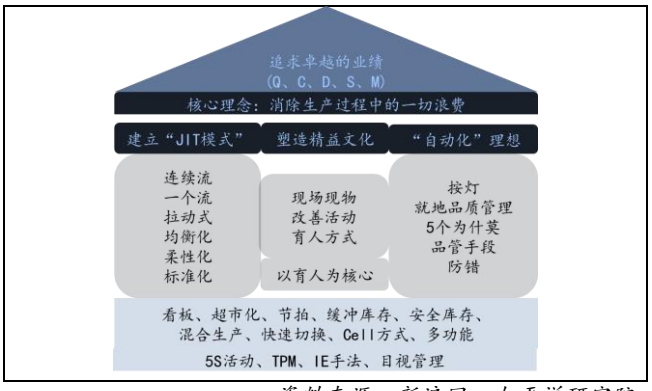
3）仓储物流降价空间大。家居行业非标准、需安装、运复杂，物流成本占售价约 6-15%。部分软体企业如敏华自建干线物流降低成本，还可实现计费自动化、加强终端管控，但这对阶段性业务规模、资源配比和管理体制有很高要求。未来更多龙头自建物流仓储，且大件物流运输费用下降空间大，利润有望增厚。

图表89： 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90： 顾家推出精益生产，减少在产品



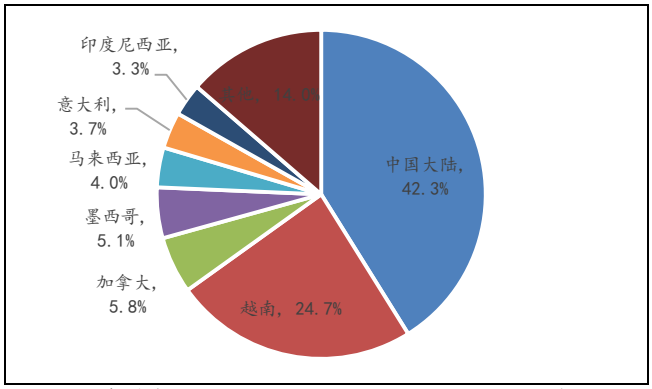
资料来源：新浪网，太平洋研究院

4.2 如何看待软体家居外销竞争力与贸易战影响？

贸易摩擦关税加征和全球疫情，影响对美出口占比高的软体行业。

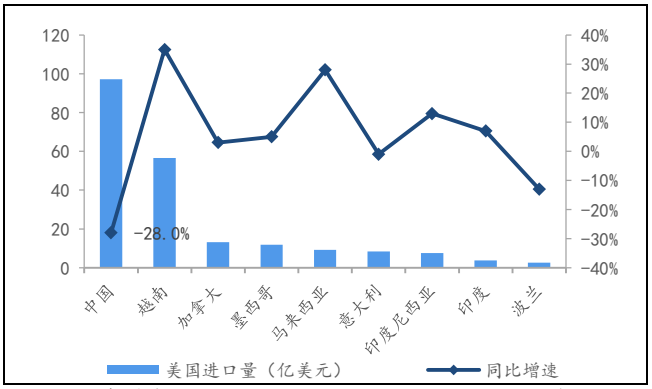
受贸易摩擦影响，2019 美国家具进口总额下降 8%至 230 亿美元，其中中国出货下降 28%，占比由 59%降至 42%；越南出货增长 35%，占比由 15%升至 25%，其他国增量较小。软体来看，木架沙发座椅（类似传统沙发）下降 7%，中国出货下降 28%，占比由 65%降至 52%，越南出货增长 75%；金属架沙发座椅（类似功能沙发）下降 2%，中国出货下降 10%，占比由 67%降至 59%，越南增长 197%。

图表91： 2019 美国家居进口主要来源地



资料来源：HomeFurishingBusiness，太平洋研究院

图表92： 2019 对美出货量增速



资料来源：HomeFurishingBusiness，太平洋研究院

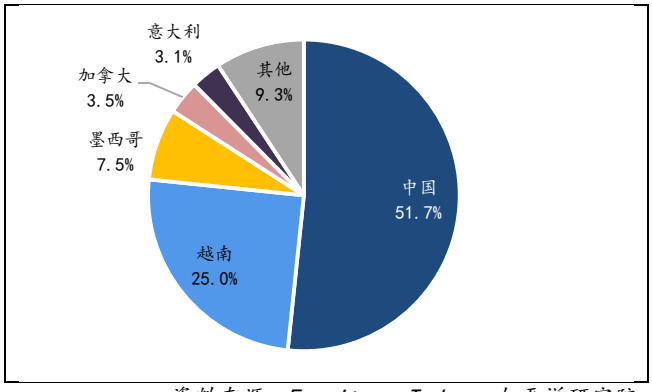
长期来看中国沙发龙头出口情况或好于预期：

1）中国对美沙发出口可替代性相对较低。软体沙发属于劳动密集型产业，对工人生产技能依赖度高，我国生产工艺和人工成熟，已形成较为完善的产业链，

产品性价比高，产品质量和运输效率也都有保障。因此，美国对中国出口依赖度高，中国是最大的进口来源国，贸易战后中国占美国沙发出口仍有 50%以上。即使越南加快对美供应，但这很大程度源于国内龙头向越南的产能迁移，而其他国家对没出口增量非常有限，**中国出口下降带来的缺口至今无法回补。**

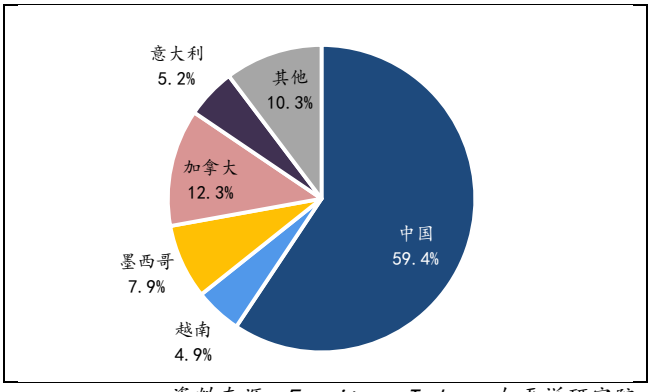
2）中小沙发企业逐渐退出市场，出口格局改善。16-17 年国内中小企业以低价出口沙发，对龙头份额形成一定挤压，但贸易战以来中小企业议价能力弱、盈利水平低，让利后亏损，被迫退出市场。而敏华由于规模生产+布局上游+精细化运营+取消中间商环节，成本低，净利率较小厂高 10pct，受益于出口格局改善。

图表93： 2019 美国木架沙发进口（传统沙发）



资料来源：Furniture Today，太平洋研究院

图表94： 2019 美国铁架沙发进口（功能沙发）



资料来源：Furniture Today，太平洋研究院

3）龙头率先布局海外产能，掌握话语权，维系订单数量、终端售价向上。一方面，海外工厂变更原产地，不受关税影响，率先布局海外产能的企业成为客户优选，例如迁移越南的敏华以及布局墨西哥和越南的顾家。另一方面，虽然越南供应链网络和基础设施不如国内，但沙发行业供应链简单、依靠大量人工作业，所以只要工人效率逐渐提升，转移越南不会带来成本的大量提升。所以 2019 越南沙发对美出货接近翻番，再加上小厂退出带来缺口，龙头订单稳定甚至增长。**此外，而且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。

4）海外疫情具备不确定性，20 年 1-4 月中国家具出口同比下降 16%，美国 85-95%的家居零售店关闭，但龙头可凭各类方式（如为客户提供抗击疫情必需品）来维系龙头关系，待疫情好转后实现订单回暖。

5 推荐标的：顾家稳健增长，敏华护城河深

5.1 顾家家居

顾家家居的成长关键在于战略先行（渠道下沉、品牌运作、品类拓展皆领先）。顾家 SKU 最多、营销投入大、渠道下探充分、经销商强管控、合伙人磨合到位，高筑护城河。未来短期品类拓展（布艺沙发+床具）带来渠道扩张，长期公司整合多品类、建设信息化、改革架构，推动大家居落地，单店坪效将提升。

我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.13/2.45/2.81 元，对应 20-22 年 PE 分别为 21.9X/19.0X/16.7X，维持“买入”评级。

5.2 敏华控股

敏华控股护城河深，规模效应/供应链整合/精细化运营提升产品性价比，与行业深度绑定夯实品牌力。未来敏华受益于功能沙发渗透率提升，增强产品力+推进新营销+维持渠道下沉可维持内销增长，特别是新零售进展超预期，越南工厂产能爬坡顺利，疫情后将实现外销稳定。

我们预计公司 FY21-23 净利润分别为 18.0/20.1/22.3 亿港币，对应 PE 分别为 14.9/13.4/12.1X，维持“买入”评级。

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	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@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	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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。