

## 家居新渠道专题

### 美国家具电商 Wayfair 给国内泛家居的启示

#### 核心观点：

- **Wayfair 发展沿革：**美国家居电商龙头，以用户体验和运营效率为核心。Wayfair 作为美国最大的家居电商品牌，致力于为用户提供多元化家居设计风格、具有竞争力的商品以及优质的购物体验。公司采用“平台+自营”模式，聚集 12000 家供应商并发展 90 余个自有品牌，连续 17 年来营业收入保持高速增长，2019 年突破 90 亿美元。公司发展共经历三个阶段：商业模式塑造期（2012-2016）打造专业家居品牌建立消费者信任，精准数据挖掘运营；家居电商模式兑现的巅峰期（2017 年初-2019 年初）流量红利显现复购率提升，自建物流体系完善；市场质疑期（2019 年年初至今）物流建设成本高昂，国际扩张带来获客成本上升。
- **对国内家居品牌在后电商时代发展的启示：**优化用户体验和运营效率是家居电商发展的核心竞争力；关注免费流量占比和获客成本指标。由 Wayfair 发展历程可以看出，公司针对家居线上购买的痛点，逐步完善物流体系缩短产品交付周期，大量投入数据挖掘开发以为用户提供便捷的搜索体验和优质的客服售后服务。虽然公司仍处于亏损阶段，但随着基础设施的完善和运营能力的提高逐步形成品牌口碑，实现盈利。国内企业的可借鉴之处在于：（1）物流体系完善，形成自身供应壁垒；（2）精准算法驱动运营，提高用户满意度；（3）高效对接优质供应商，发展自有设计品牌。
- **相关标的。**在电商模式成熟、在家居新消费趋势下能够洞察新的零售趋势变化，并为之倾注资源改变发展路径的公司，有望获得最后的成功。据此，我们筛选出了以下公司：红星美凯龙 01528.HK/美凯龙 601828.SH（全方位赋能商户、客户价值挖掘），尚品宅配（互联网背景、持续挖掘流量红利），欧派家居（营销迭代能力出众、信息化水平高），顾家家居（天猫双十一晚会冠名、线上直播厅），索菲亚（成立服务中、尝试多元化渠道）。
- **风险提示。**相关趋势推演存在不符合行业发展实际情况的风险；国外市场环境与国内存在差异；新业务推进不及预期。

#### 行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2020-03-25

#### 相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

#### 相关研究：

- 轻工制造行业：Q1 造纸与外销企业相对景气，Q2 关注内需消费复苏 2020-03-22
- 轻工制造行业：IQOS 强势增长，HNB 市场进一步催化 2020-03-17
- 轻工制造行业：规避海外疫情发酵风险，关注内需标的 2020-03-15

联系人：

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
美凯龙	601828.SH	CNY	9.72	2020/2/24	买入	17.40	1.41	1.45	6.9	6.7	10.5	10.1	11.0	10.2
红星美凯龙	01528.HK	HKD	4.61	2020/2/24	买入	9.64	1.41	1.45	3.0	2.9	10.5	10.1	11.0	10.2
尚品宅配	300616.SZ	CNY	63.99	2020/3/15	买入	84.84	2.66	3.03	24.06	21.12	20.74	17.81	15.7	15.3
欧派家居	603833.SH	CNY	90.49	2019/10/30	买入	121.00	4.30	4.97	21.04	18.21	15.88	13.41	19.3	18.2
顾家家居	603816.SH	CNY	35.31	2019/10/30	买入	45.03	1.99	2.37	17.74	14.90	16.32	13.52	30.0	19.8
索菲亚	002572.SZ	CNY	16.97	2020/3/24	买入	20.80	1.18	1.30	14.38	13.05	9.96	9.31	19.8	19.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 表中红星美凯龙(01528.HK) EPS 单位为 CNY

## 目录索引

一、美国家居电商 WAYFAIR 发展历程.....	6
（一）商业模式塑造期（2012-2016）.....	7
（二）家居电商模式兑现的巅峰期（2017 年初-2019 年初）.....	8
（三）市场质疑期（2019 年年初至今）.....	9
（四）未来发展展望.....	11
二、从海外家居电商龙头发展史，看国内家居后电商时代发展趋势.....	12
（一）互联网背景下的家居电商核心竞争力.....	12
（二）互联网交互优化用户体验，数据驱动管理提升运营效率.....	14
（三）单位获客成本衡量家居电商模式发展健康.....	16
三、相关标的.....	18
（一）红星美凯龙（01528.HK）/美凯龙（601828.SH）：全方位赋能+客户价值深挖..	18
（二）尚品宅配：零售驱动，始终以用户为核心.....	20
（三）欧派家居：全品类、强渠道、信息化能力出众.....	22
（四）顾家家居：冠名双十一、线上直播厅.....	23
（五）索菲亚：供应链为核心，积极重振终端竞争力.....	24
四、风险提示.....	26

## 图表索引

图 1: Wayfair 营业收入增长情况 .....	6
图 2: Wayfair 国内国际收入占比 .....	6
图 3: Wayfair 股价变化的三个阶段 .....	6
图 4: 2016 年美国家居电商市占率 .....	7
图 5: 2019 年美国家居用品线上购买率与服装、消费电子产品对比 .....	7
图 6: Wayfair 旗下品牌 .....	7
图 7: 自有品牌销售额占比变化 .....	7
图 8: Wayfair 为消费者提供精确地产品信息 .....	8
图 9: Wayfair 精准推荐商品与购物组合 .....	8
图 10: 美国电商渗透率变化 .....	8
图 11: Wayfair 重复购买率 .....	9
图 12: Wayfair WDN 物流系统与传统物流效率对比 .....	9
图 13: Wayfair CastleGate 仓库北美布局 .....	9
图 14: Wayfair 现金流及净利润率变化 .....	10
图 15: Wayfair 净亏损变化 .....	10
图 16: Wayfair 营业费用结构及变化 .....	10
图 17: Wayfair 新增客服物流及技术人员变化 .....	10
图 18: 广告费用增速与营收增速对比 .....	11
图 19: 单位获客成本变化及广告费用与活跃用户数增速对比 .....	11
图 20: 存货周转天数与存货周转率变化 .....	11
图 21: Wayfair 投资性现金流结构 .....	11
图 22: 美国家居电商渗透率变化 .....	12
图 23: Wayfair 技术投入及存货周转天数 .....	15
图 24: Wayfair 复购率变化 .....	15
图 25: Wayfair 销售费用率、管理费用率 .....	16
图 26: Wayfair 单位用户盈利及单位订单盈利 .....	16
图 27: 亚马逊广告费用增速及 GMV 增速变化 .....	16
图 28: Wayfair 口碑塑造阶段 .....	17
图 29: 美凯龙天猫旗舰店关联识别附近商场 .....	19
图 30: 美凯龙天猫旗舰店场景购提供“组合体验” .....	19
图 31: 美凯龙 3D 设计云模块 .....	19
图 32: 持续挖掘拥有流量红利的平台 .....	21
图 33: 尚品宅配直播团购战报 .....	21
图 34: 整装云在线设计系统 .....	21
图 35: 欧派家居人均创收持续提升（万元） .....	23
图 36: 欧派家居人均创利持续提升（万元） .....	23
图 37: 2019 年顾家冠名天猫双十一晚会 .....	23
图 38: 历年全民顾家日销售额及增速情况（亿元） .....	23
图 39: 顾家家居“321”购新家、线上展厅 .....	24

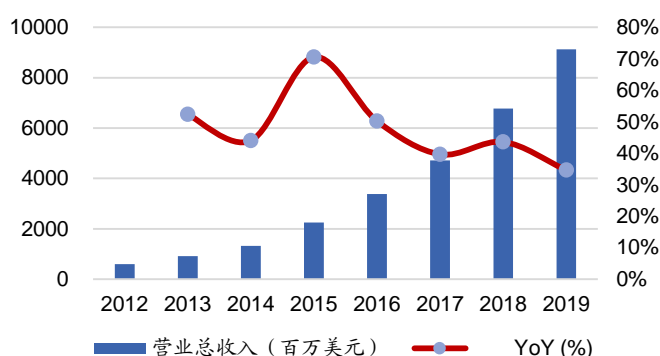
图 40: 索菲亚全国产能布局完善.....	25
------------------------	----

表 1: 线上线下家居购买痛点 .....	12
表 2: Wayfair、亚马逊、宜家、Ashley 决策流程对比 .....	13
表 3: 互联网对家居购买流程的优化 .....	15

## 一、美国家居电商 Wayfair 发展历程

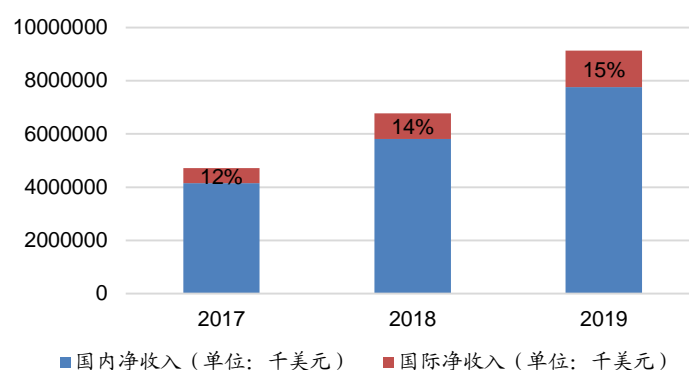
Wayfair 是美国互联网家居电商巨头，由 2002 年两名康奈尔大学的学生创立的网站集群 CSNstore 发展而来，2011 年统一品牌更名为 Wayfair，2014 年 10 月在美国纽交所上市。根据公司 2019 年报，Wayfair 迄今总共收录近 1,800 万种产品，打造了 90 余个自有品牌，在全球有超过 12,000 家的供应商为其提供产品和服务，业务范围覆盖美国、加拿大、澳大利亚、英国、德国、法国等世界各国。

图1: Wayfair营业收入增长情况



数据来源: Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

图2: Wayfair 国内国际收入占比

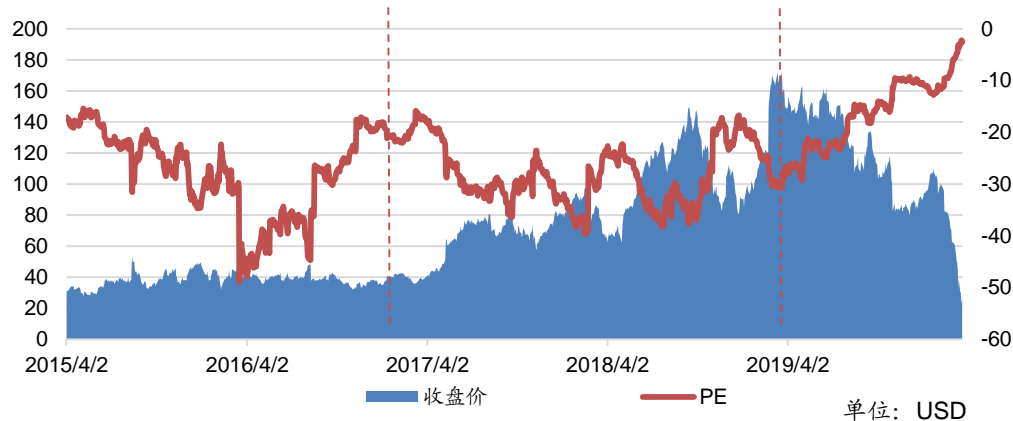


数据来源: Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

成立以来，Wayfair 通过专业化家居供应、精准算法驱动运营以及建立高效的供应链与自有物流体系等方式，形成了良好的品牌效应。根据公司 2019 年报，Wayfair 营业收入连续 17 年保持高速增长，并且不断扩展海外市场，成为全球垂直电商行业的佼佼者。但值得注意的是，自上市以来公司还未实现盈利，由于国际扩张与物流建设的巨额投入，年亏损数额依然持续扩大。

以公司业务情况划分，Wayfair 自 2012 年合并以来总共历经了三个发展阶段：商业模式塑造期（2012-2016）；电商模式兑现的巅峰期（2017-2019）；市场质疑期（2019 年以来）。

图3: Wayfair股价变化的三个阶段



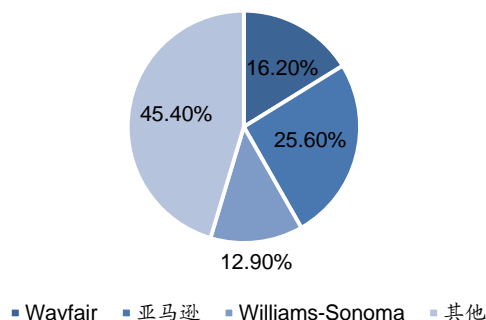
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



### (一) 商业模式塑造期 (2012-2016)

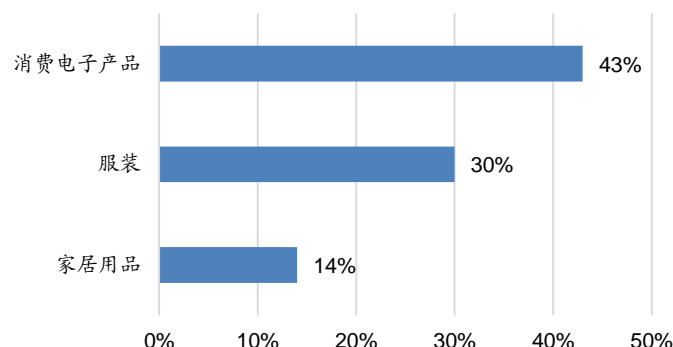
Wayfair 统一电商平台强化品牌效应，搭建线上线下融合渠道，营业收入连续四年保持 50% 以上增速，2016 年成为仅次于亚马逊的美国家居电商第二大龙头。但由于线上家居购买消费习惯不足，Wayfair 股价基本保持在 20~50 美元之间，未有大幅攀升。

图 4：2016 年美国家居电商市占率



数据来源：Coresight、广发证券发展研究中心

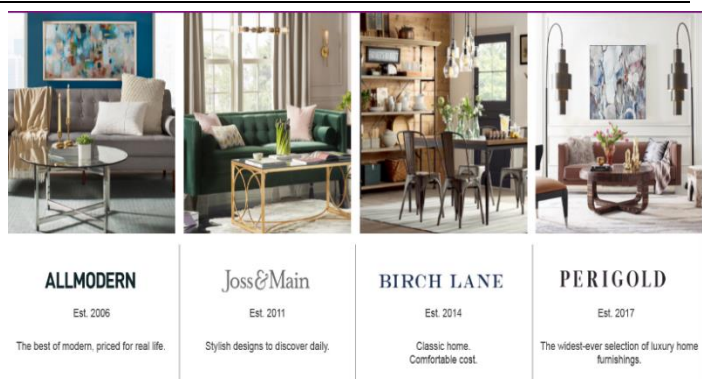
图 5：2019 年美国家居用品线上购买率与服装、消费电子产品对比



数据来源：Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

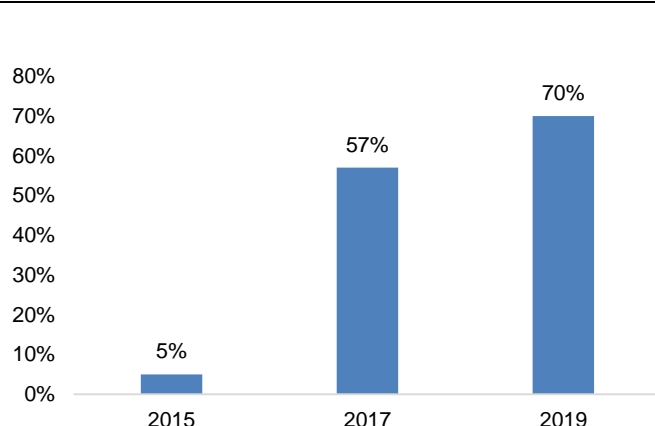
**打造专业家居电商品牌，逐步建立消费者信任。**Wayfair 采取“平台商户+自营”的电商模式：一方面，平台商户将产品信息、批发价格上传至平台，由公司确定零售价、提供物流配送、售后与客服服务，而供应商接到订单后将包裹交给取件员即可；另一方面，公司着力打造自有品牌，利用家居行业存在消费者渠道信任大于品牌信任的特性，建立消费者对购买平台的依赖。公司官网显示，Wayfair 迄今开发了 5 个品牌系列，90 余个自有家居产品组合，为用户一次性策划多个单品整体风格的选择。这些“自有品牌”实际上是根 据用户数据和市场变化自主设计的 ODM 产品，采取用户下单后再向其供应商定向定制的模式。自有品牌不仅使得 Wayfair 得以收获更广阔的客户群，提升消费者信任与粘性，同时扩大产品的利润空间，便于统一物流管理，据公司 2019 年年报显示，公司销售额已有 70% 来自自有品牌。

图 6：Wayfair 旗下品牌



数据来源：Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

图 7：自有品牌销售额占比变化

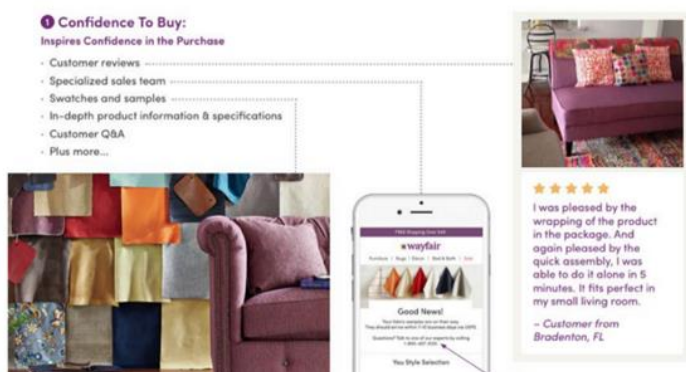


数据来源：Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

**积累目标客户群体，精准数据挖掘运营。**2015 年以前，Wayfair 针对消费者“线上浏览，线下购买”的消费习惯，推出“Get it near me”计划，为用户推荐意愿购买商品的附

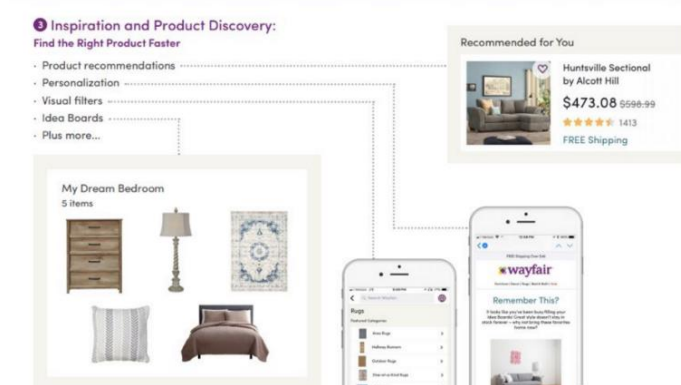
近商店，满足其线下体验的需求。Wayfair拓展佣金收入的同时扩大了目标客户群体，建立起消费者对于平台的信任与购物依赖，为自有品牌培育与电商发展营造沃土。在推荐模式方面，Wayfair高效地收集挖掘用户信息，根据用户喜好和消费习惯创建定制化的主页和推荐组合，并适时调整产品价格赢得竞争优势。在用户体验方面，Wayfair为消费者提供带有精确尺寸、材质的产品图片和3D可视化家居布景，帮助用户建立线上消费信任。平台自身于2012~2016移动互联网浪潮到来之际，实现营收爆发式增长。

图8: Wayfair为消费者提供精确地产品信息



数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

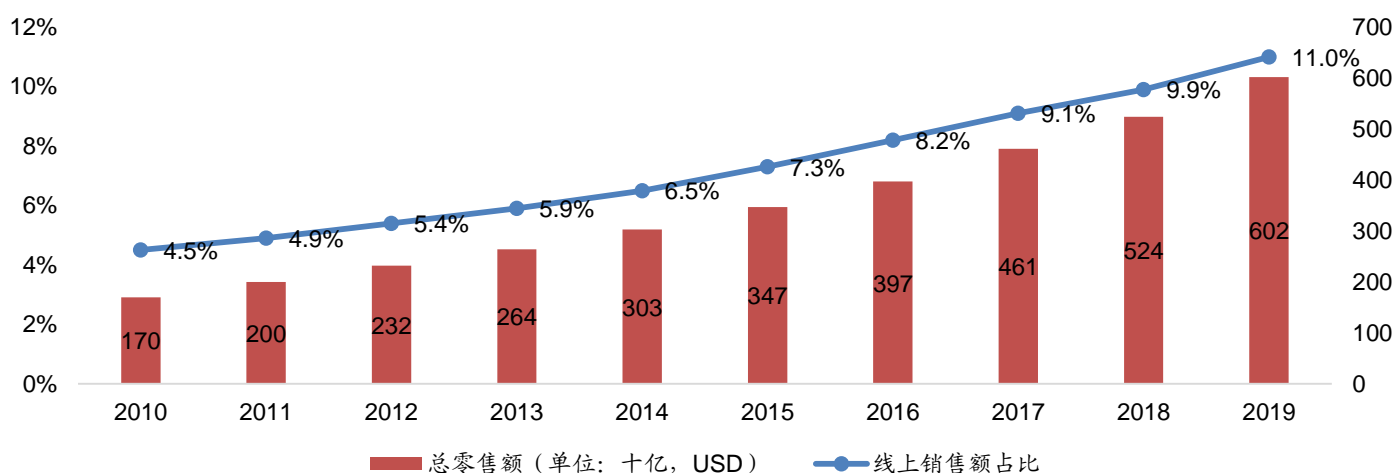
图9: Wayfair 精准推荐商品与购物组合



数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

Wayfair较早开始家居电商市场的经营，以优化用户体验、培养与消费者良性互动为核心，整合线上线下渠道，在家居领域培育了良好的口碑。但是，由于家居购买存在运输成本高昂、退换货损耗大、消费者线上购买习惯不足的问题，资本市场对于家居电商行业态度偏向保守。

图10: 美国电商渗透率变化



数据来源: US Census Bureau 2020、广发证券发展研究中心

## (二) 家居电商模式兑现的巅峰期 (2017 年初-2019 年初)

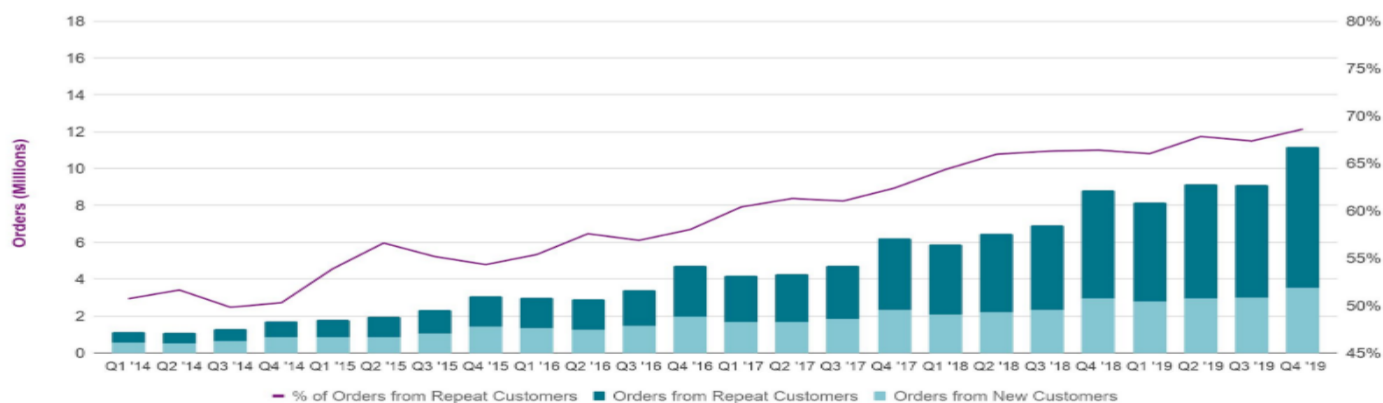
Wayfair股价的巅峰阶段，营业收入继续保持高速增长，市场份额进一步扩大，自建物流体系、构建以算法驱动运营的电商模式使投资者充满信心。

**流量红利显现，用户复购率显著攀升。**经过多年的口碑积累，Wayfair的活跃用户数量在2017年后开始猛增，单位用户营收稳步提升。与此同时，消费者信任与依赖进一步加强，用户重复购买占比进一步扩大，从2016年到2019年，重复购买占比从55%上升至近



70%，可见单位销售成本将会持续降低，营收增长模式良性发展。

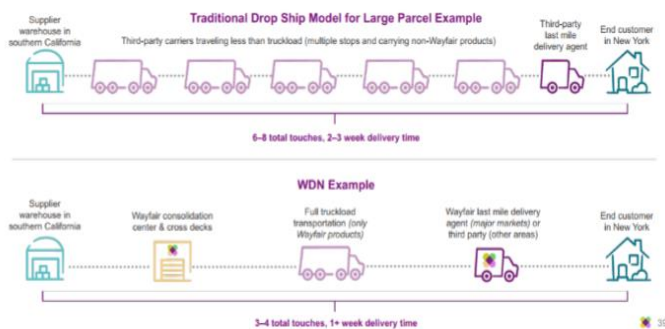
图11: Wayfair重复购买率



数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

**高效供应链与自建物流体系。**一方面，Wayfair依托丰富的商品品类，利用其独特的供货算法，为消费者提供详细的库存信息并反馈货物送达时间；另一方面，Wayfair持续打造CastleGate计划（将供应商拥有的库存放到客户最终目的地附近）和WDN模式：CastleGate仓库通过将供应商库存前置，提升中小件包裹物流效率，将运输时间缩短到1~2天；大包裹则通过WDN系统，经过集散中心、转运点、长途运输和最后一公里上门服务，使用专用车辆，将运输时间缩短到一周。Wayfair通过自有仓库和专有物流系统，提升物流效率，为用户提供更好的送货上门服务，优化消费者购物体验。从长期来看，自建物流系统还能够通过降低损坏率、利用运输的规模经济降低订单成本来提升利润率。

图12: Wayfair WDN物流系统与传统物流效率对比



数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

图13: Wayfair CastleGate 仓库北美布局

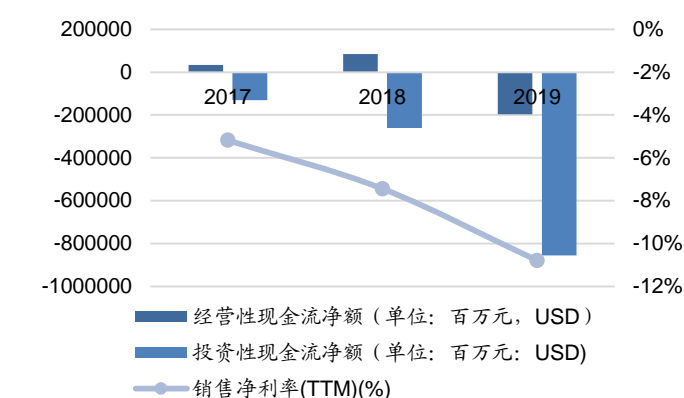


数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

### （三）市场质疑期（2019 年年初至今）

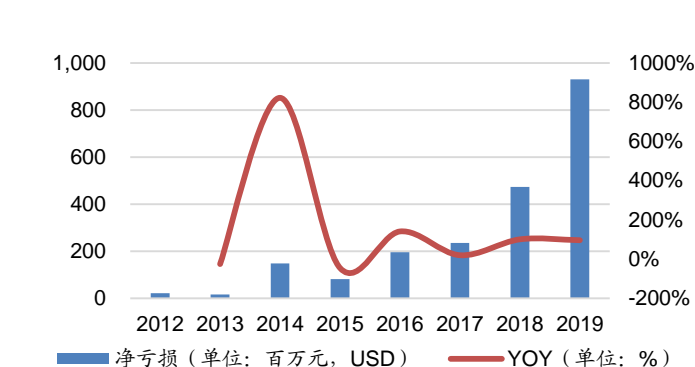
随着越来越多的传统电商巨头开始进入家居电商市场，Wayfair面临着的竞争越来越激烈。2019年以来公司亏损持续扩大，亏损增长率高居不下，营收增速从2018年的43%降至34%，净利润率持续下降至-11%，经营性现金流净额减少332%。市场对Wayfair的商业模式信心不足。

图 14: Wayfair 现金流及净利润率变化



数据来源: Wayfair 年报、广发证券发展研究中心

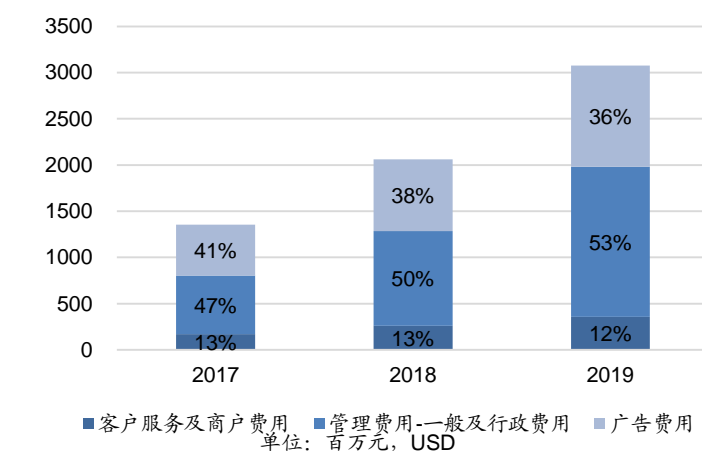
图 15: Wayfair 净亏损变化



数据来源: Wayfair 年报、广发证券发展研究中心

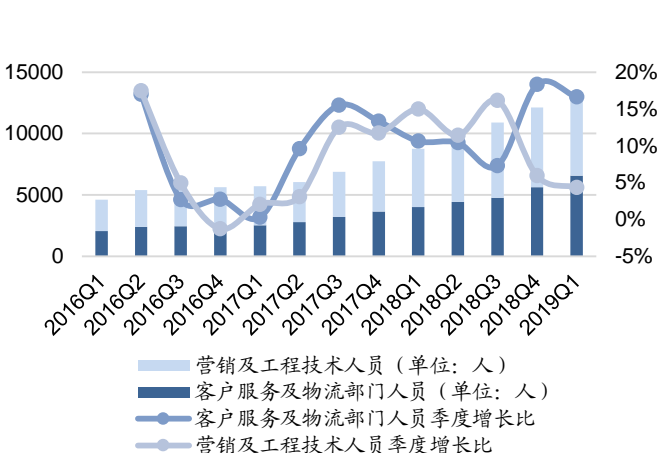
**管理行政费用占比持续上升, 物流体系建设带来高昂成本。**近年, 在 Wayfair 的营业费用结构中, 广告及客户服务费用都有所下降, 但管理行政费用占比持续上升。根据公司年报, 管理行政费用主要包括运营团队及物流服务的人工成本等, 公司 2019 年一季报显示客户服务及物流部门人员以接近每季度 20% 的速度增长, 使得营业费用持续升高。营业费用预计会随着公司持续拓展国际市场而继续增加, 但从长期来看, 随着广告费用比例的下降, 拓展商户和研发建设的费用有望通过后期实现规模效应而减少, 帮助公司提升净利润实现盈利。

图 16: Wayfair 营业费用结构及变化



数据来源: Wayfair 2019 年报、广发证券发展研究中心

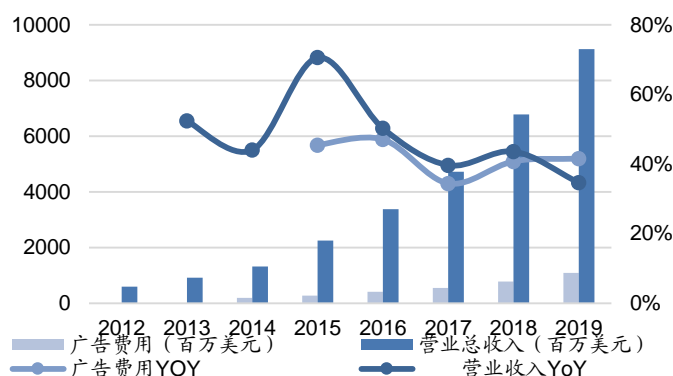
图 17: Wayfair 新增客服物流及技术人员变化



数据来源: Wayfair 2019 一季报、广发证券发展研究中心

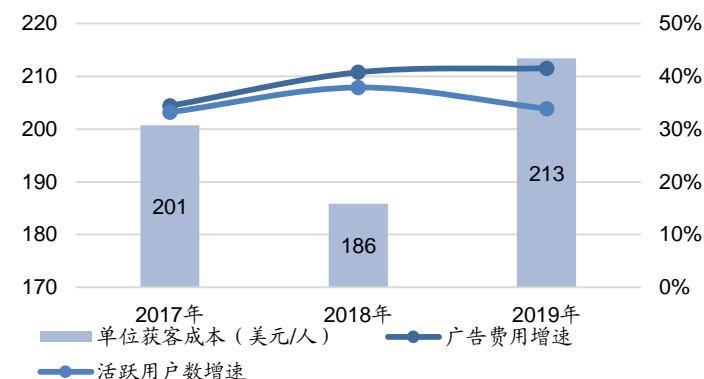
**广告费用增速超过营收增速, 单位获客成本上升。**由于公司的国际扩张策略, 公司需要在国际市场进行大量营销活动拓展市场, 广告费用与营业费用都将持续增加。根据公司 2019 年年报, 广告费用增速超过营收增速且不及活跃用户增速, 单位获客成本上升, 并且这种情况会伴随扩张策略持续一段时间。但 Wayfair 认为, 目前国际营收仅占公司总营收的 15%, 增长空间极大, 通过早期的大量宣传打开知名度后, 依托公司逐步完善的物流体系, 可以利用规模效益降低运营成本, 实现扭亏为盈。

图18: 广告费用增速与营收增速对比



数据来源: Wayfair 年报 广发证券发展研究中心

图19: 单位获客成本变化及广告费用与活跃用户数增速对比

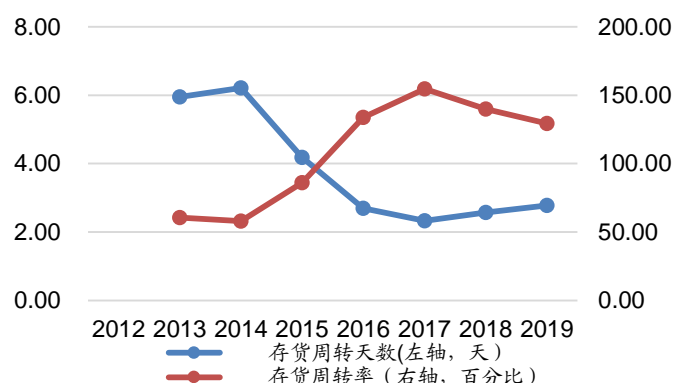


数据来源: Wayfair 年报 广发证券发展研究中心

备注: 单位获客成本=广告费用÷新增活跃用户

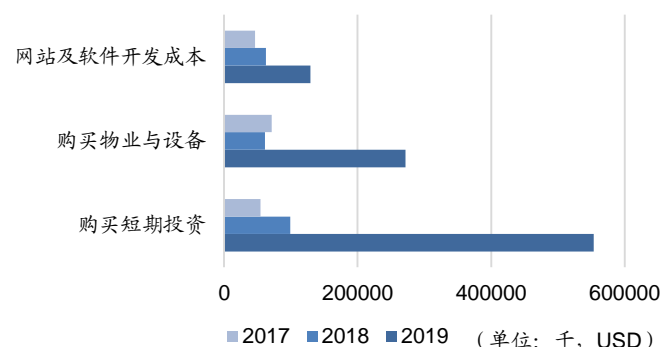
**产品交付周期缩短, 物流建设完善。**依托高效的数据化运营和物流体系, Wayfair存货周转天数持续下降, 使得产品交付周期缩短, 用户的线上购买体验提升, 退换货成本降低。在公司2019年的现金流支出中, 软件开发及购买物业与设备都大幅增长, 公司有望进一步优化运营, 提升净利率。

图20: 存货周转天数与存货周转率变化



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: Wayfair 投资性现金流结构



数据来源: Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

虽然Wayfair短期面临巨大亏损, 但从长期来看, 物流体系的建立和运营投入有望摊薄第三方物流成本、优化消费者购物体验, 解决家居电商发展的拦路虎。

#### (四) 未来发展展望

从财务数据来看, 随着Wayfair进一步拓展国际市场, 进行全球物流系统建设, 亏损还将持续扩大, 短时间内无法实现盈利。公司未来的战略重心应放在物流系统建设与优化用户体验上。

**持续投入国际物流建设, 继续开发自有品牌。**自有物流系统能够使家居运输费用高、损坏率高的痛点得以缓解, 降低公司物流成本; 同时, 与其他涉足家居行业的电商相比, Wayfair应当进一步巩固自身专业化的优势, 开发自有品牌控制产品质量, 增厚利润, 赢得消费者信赖。

**加强可视化家居建设, 优化消费者购物体验。**利用VR等技术, 为用户提供可视化、精准的购买推荐, 增强消费者信赖与粘性。

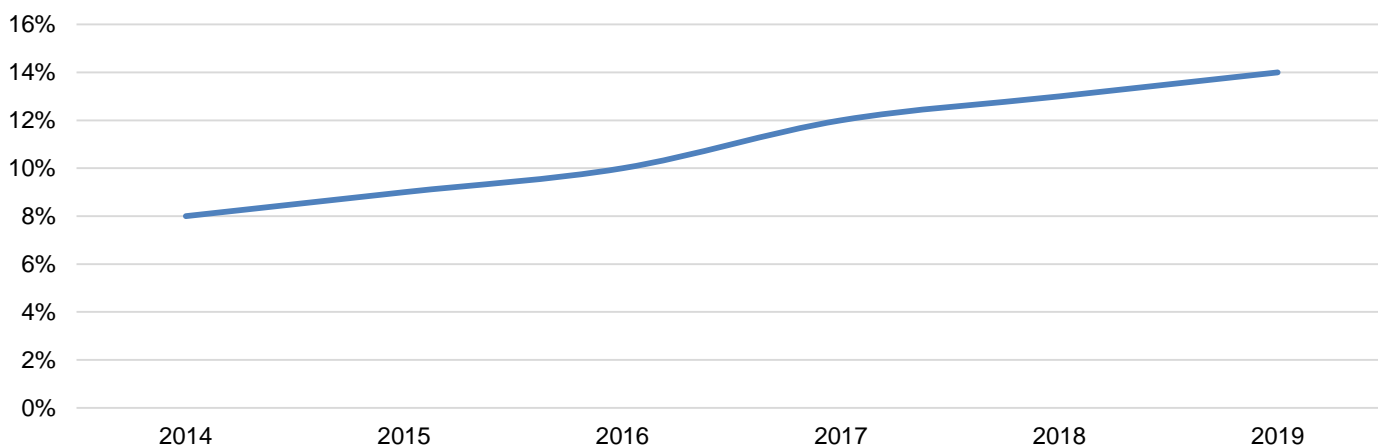
## 二、从海外家居电商龙头发展史，看国内家居后电商时代发展趋势

Wayfair 在美国家居电商市场中面临的竞争者既有电商巨头亚马逊，也有不断发展线上业务的宜家、沃尔玛等零售公司，但即使竞争激烈，其营业收入一直保持高速增长，市场份额不断扩大，国际业务逐渐扩展。据 Emarketer 数据，Wayfair 仅凭家居业务跻身 2018 年美国电商 GMV 榜单第十名，这背后是其利用互联网交互与算法驱动解决了家居运营中从选购到售后的诸多痛点。

### （一）互联网背景下的家居电商核心竞争力

**线上购买渗透率不断提升，电商模式精细化运营。**电商模式栖身电子商务平台，利用线上数据化运营实现精细管理。电商模式的家居企业能够利用互联网平台聚集海量供应商，实现从用户引流、购买、配送、售后的全程追踪管理，提升供应链管理效率，提供高性价比产品，并在一定程度上减少了店面维护与人员管理的成本。相比于传统家居零售、前置接触、S2b2c、平台生态等运营模式，电商模式具有性价比高和精细管理的优势。据 Wayfair 统计，美国家具线上购买率从 2015 年的 9% 上升至 2019 年的 14%，线上家居购买习惯不断成熟，但依然有很大市场空间。然而，由于电商天然缺乏构建线上线下必要沟通场景的能力，电商企业需要对提升消费满意度、优化购买配送流程等做出保证。

图22：美国家居电商渗透率变化



数据来源：Wayfair 2014Q3-2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

**更好的用户体验和更高的运营效率是家居电商发展的核心竞争力。**根据 Wayfair 年报，公司的广告费用在营业费用中的占比逐渐下降，但公司 GMV 依然保持着较高速的增长，分析认为 Wayfair 相比其他家居电商为消费者提供了更好的用户体验且提高了运营效率，更好的解决了家居购买中的痛点。

表 1：线上线下家居购买痛点

商业模式	痛点	原因
线上	实物与图片差距不易把控	消费者根据图片难以对产品的材质、尺寸、质量以及如何跟现有家居搭配有准确的把控，且购买后退还的成本高昂，线上购买信心不足
	搜索与选品体验差	消费者在购买家居产品较少使用精准搜索，对于想要的款式风格等难以准确描述，面对海量产品信息时易陷入选择困境

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明



线下	配送体验差	一些家居产品具有大、重、易碎的特点，配送中损耗大、速度慢、成本高；“最后一公里”问题明显
	售后体验差	线上购买后消费者需要自行负责安装问题，退换货成本高，售后维修时间长等
	产品数量较少	线下的家居卖场能够提供的产品数量有限，消费者选择空间较小
	搭配效果无法把控	购买家居单品时消费者无法直观感受到产品与现有家居风格的匹配程度
	购买时间不灵活	消费者需要花费较多的时间到实体店体验选购，购买过程易疲惫
	产品更新较慢	消费者前往实体店的时间较少，一些家居产品的更新换代或新型产品不易推广

数据来源：广发证券研究中心

与传统电商的家居业务相比，Wayfair 提供了更专业化的供应与服务。Wayfair 的供应商入驻采用邀请-审核制，对供应商的品质要求较高，保证了平台产品的质量水平。在家居产品推荐上，Wayfair 利用大数据和算法实现精准推荐产品，同时组建专业化的导购客服团队，随时解答消费者的问题并按照每个客户不同的品味、风格、购买目标和预算提出切实可行的建议，帮助用户建立对品牌的信任和线上挑选家具家居产品的信心。通过自有品牌风格设计为消费者提供家居产品搭配方案，消费者能够欣赏到不同产品的搭配效果，直观地感受与自身家庭风格的融合性，进行一站式购买。在产品信息提供上，Wayfair 要求供应商上传了产品的具体材质、尺寸等精确数据，并且开发了 3D 视图与 VR 观赏，便于消费者了解产品与家庭空间的匹配程度，也避免了退换货带来的高昂成本和损耗，增强用户对平台的信赖。在物流运输上，随着 Wayfair 近年来逐步建立的自有物流体系，运输时间能够大幅缩减，消费者满意度提高。据 Wayfair 的年报披露，小件商品能够实现 2 天内送达，大件商品 1 周内送达。在售后服务上，公司统一客服，作为消费者与供应商联系的枢纽，一方面减轻了供应商负担，便于对供应商的统一管理，另一方面确保了为消费者提供满意的客服售后。

与实体家居卖场相比，Wayfair 提供了更多的产品选择与风格推荐。首先，电商平台有着天然的产品数量优势，海量商品极大地扩展了消费者选择范围，满足高中低端消费者不同的需求，提高消费满意度。其次，Wayfair 强调自有品牌建设，为消费者提供可视化的多种风格搭配，便于消费者根据家居风格选择购买。最后，消费者浏览家居电商平台往往花费的时间较少，了解到新产品的机会更大，Wayfair 更容易向消费者展示新产品的功能与优势，便于家居产品的更新换代。

表 2: Wayfair、亚马逊、宜家、Ashley 决策流程对比

	阶段 1: 消费者产生装修需求	阶段 2: 消费者了解产品及下单	阶段 3: 集合供应商	阶段 4: 物流安装	阶段 5: 售后服务
Wayfair	为消费者提供多种设计风格的一体化家居视图；根据浏览记录和个人偏好精准推荐	提供 3D 视图及精准尺寸材质等数据；利用 VR 技术提供更真实的体验；平台根据库存、距离、消费者类型等确定零售价格；	供应商通过邀请审核制入驻平台；将购买信息发送给供应商，供应商发货；向供应商定制自主设计产品	小件产品租赁 CastleGate 仓库前置供应商库存实现 2 天内送达；大件产品通过 WDN 系统自有货车运送实现 1 周内到达	Wayfair 统一提供客服及售后服务；自有物流退换货；自主定价，平价商品居多



亚马逊家居业务	根据顾客搜索提供产品目录; 推荐同类型产品	提供产品基本信息; 供应商自主定价	供应商自主发货、 自主设计提供产品	供应商自主选择物流商	供应商提供售后服务
Ashley	自主设计海量多元化产品; 线下门店提供实物体验	线下导购介绍产品;	自主设计生产, 在主要城市建有制造工厂; 主要针对中低端产品	自有物流体系; 与第三方物流公司合作; 同城配送	统一提供售后服务
宜家	线下门店提供实体体验; 开放式仓库让顾客自行挑选	提供场景化家居模板及现场体验;	向供应商定制产品;	同城配送安装; 小件物品消费者自行承担	统一提供售后

数据来源: 广发证券研究中心

## (二) 互联网交互优化用户体验, 数据驱动管理提升运营效率

互联网技术的发展推动了家居购买原有流程的改进, 并为家具电商开创了新的销售模式, 进一步解决家居线上购买的痛点。

**精准信息与优化服务提升用户体验。**用户从产生家装需求到完成入住, 将经历数个过程并遇到不同的痛点, 互联网发展为这些痛点提供了针对性的解决方案。

**阶段1: 产生装修需求。**在该阶段, 用户需要了解大量的装修风格, 初步确立自己的预算和预期目标。遇到的主要问题包括: 不了解家居流程、信息繁杂难以甄别。电商平台可以为用户提供海量的风格设计图片, 帮助用户寻找喜爱的装修风格, 还可以利用图片处理技术, 为用户建立虚拟搭配空间, 满足用户线上自主搭配商品、即时体验搭配效果的要求。不管是整装还是购买单品, 互联网都能让用户寻找到满意的商品与风格。

**阶段2: 寻找供应商。**在该阶段, 用户希望对市场上可选供应商有初步了解, 知道个品类供应商的产品风格、价位等。遇到的主要问题包括: 定价方式不一致, 难以比较; 供应商套路多担心上当。互联网能够聚集大量供应商, 电商平台则可以通过选择优质供应商, 为产品质量提供保障, 减少由于消费者与供应商信息不对称带来的风险。在家居行业中, 渠道信任往往大于品牌信任。家居产品存在着较多的中小供应商, 消费者对其难以有全面的了解, 所以相信选择较大的渠道商能够减少风险, 缩短挑选时间。在定价方面, 以Wayfair为例, 依据供应商库存、运输距离、季节等因素通过统一定价模型精准定价, 避免了供应商随意涨价的行为。

**阶段3: 门店体验与订单确认。**确定家装效果设计图、确定各品类选用的品牌。遇到的主要问题包括: 看不到最终装修实物、设计结果超预算。互联网通过VR技术、3D视图等能够有效降低最终成品与图片不符的风险; 通过建立计算模型能够帮助消费者实时查看已购物品的金额, 提醒消费者根据预算合理选购, 并推荐合适的备选方案。

**阶段4: 物流安装。实物与宣传相符、安装过程放心。**可能遇到的主要问题包括: 交货时间不及时, 安装师傅服务态度差、不专业, 实物与图片不符。通过互联网实现物流系统的精准管理: 即时发货、实时追踪、配送安装人员评价投诉平台、线上退换货。

**阶段5: 售后服务。**希望产品没有质量问题, 或即使有问题也能够及时解决。可能遇到的问题: 产品味道大、甲醛超标, 频繁出现质量故障, 产品维修维护不及时。电商平台

可以根据消费者购买产品的时间定期联系用户做产品维护保养，建立预约维修维护平台。

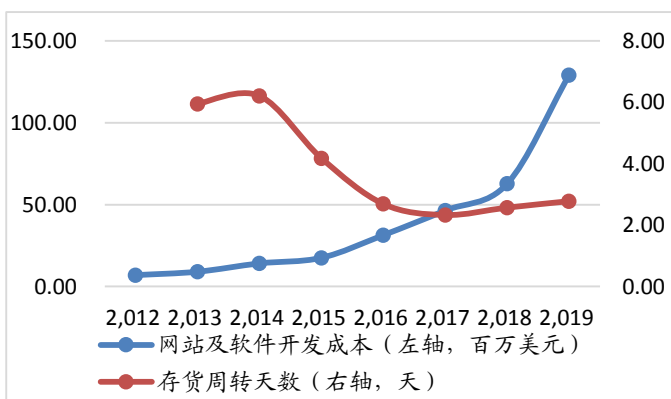
表 3：互联网对家居购买流程的优化

	阶段 1：产生装修需求	阶段 2：寻找供应商	阶段 3：门店体验与订单确认	阶段 4：物流安装	阶段 5：售后服务
痛点/机会点	不了解家居流程 信息繁杂难以甄别	定价方式不一致，难以比较 供应商套路多担心被坑	看不到实物 超预算	交货时间不及时 安装师傅服务态度差、不专业 实物与图片不符	产品味道大、甲醛超标 频繁出现质量故障 产品维修维护不及时
互联网优化	根据消费者过往资料提供受青睐的家居装修风格设计方案，进行一站式购买； 根据消费者对价格敏感度推荐价格范围更适宜的产品； 与社交媒体 KOL 合作，推出不同风格的营销视频	集合遴选优质供应商，为产品质量背书； 统一价格模型定价，避免供应商套路； 根据消费者需求直接向消费者定制	线上客服导购团队，一对一精准了解顾客需求； 提供产品详细性质信息，便于消费者了解商品； 3D 视图及 VR 技术模拟现场体验；	分类产品物流，依据产品大小、各地库存直接匹配合适的物流公司； 精准追踪物流信息； 建立物流配送、安装人员评价系统	定期提醒用户进行保修维护； 定期追踪消费者使用感受； 建立预约维护维修平台； 利用 Instagram 等社交平台与用户维持互动，塑造更好的品牌形象

数据来源：广发证券研究中心

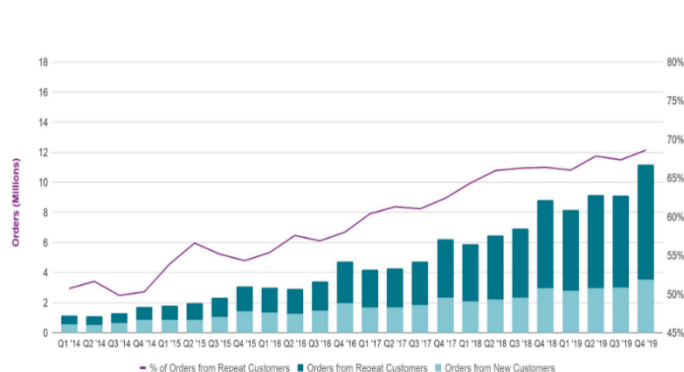
此外，一些互联网新产品也拓展了电商销售的模式。直播电商的兴起，一定程度弥补了电商模式的沟通场景短板。直播电商增强了消费者与产品的交互性，通过主播的示范体验，更详细准确的了解产品性能。如何优化用户体验、增加用户互动、消除用户购物疑虑担忧并最终形成自身客户沉淀等问题，在直播电商的兴起中都得到了一定的解决。直播电商是图文媒介的升级版，增强了电商的互动性、体验感；同时通过直播间选品、实物展示等等实现信任背书，降低了信息沟通成本，提高了产业链效率。网红营销可以增强消费者对产品的信任度。社交媒体网红能够利用自身的粉丝基础和自媒体内容对产品做更多的展示与体验分享，增强了顾客与产品的互动性。以 Wayfair 为例，定期推出与 Instagram、YouTube 等社交媒体网红合作拍摄的视频，通过 Instagram 账户与消费者互动，塑造了良好的品牌形象。

图 23：Wayfair 技术投入及存货周转天数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 24：Wayfair 复购率变化

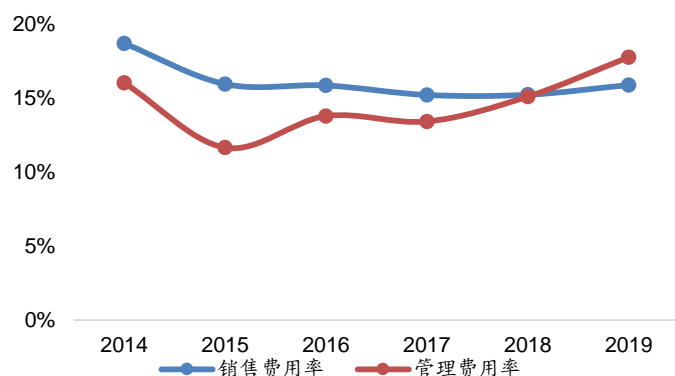


数据来源：Wayfair 2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

高效数据挖掘和管理系统提升运营效率。在广告投放上，可以利用大数据分析不同时间段和网络平台消费者对于家居广告敏感程度，从而提高引流成功率，降低获客成本；在供应链管理中，可以根据供应商数据就近向消费者运送货物，降低物流成本；在物流运输

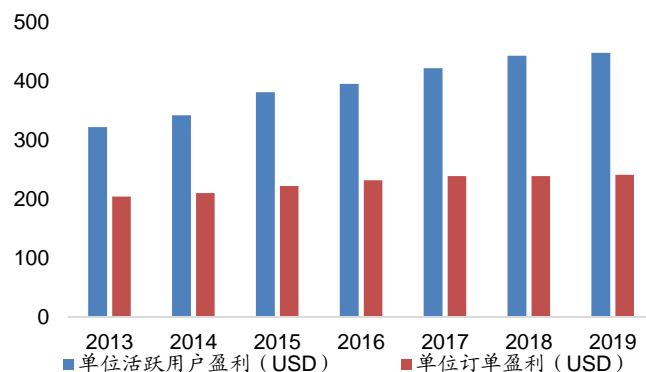
中，可以实时追踪运输信息，降低物流损失并通过消费者评价等高效管理配送人员，保证配送质量；在售后服务中，可以根据消费者购买品类、时间、数量实现精准售后服务，定期追踪访问消费者体验。

图25: Wayfair销售费用率、管理费用率



数据来源: Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

图 26: Wayfair 单位用户盈利及单位订单盈利

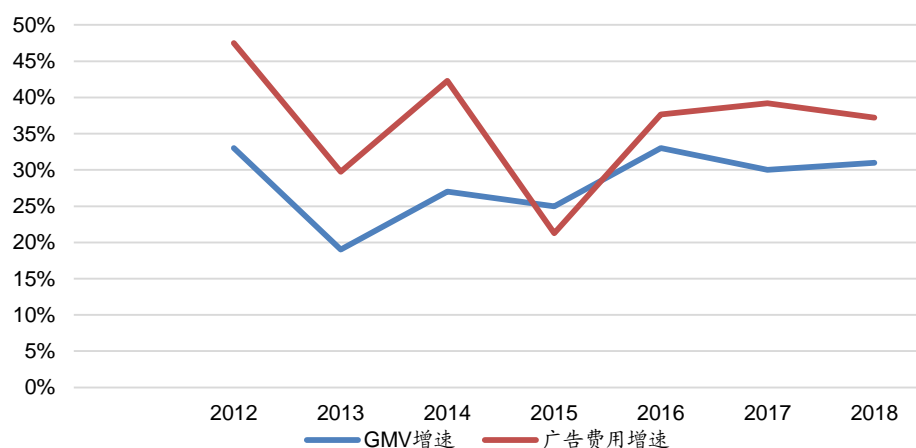


数据来源: Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

### (三) 单位获客成本衡量家居电商模式发展健康

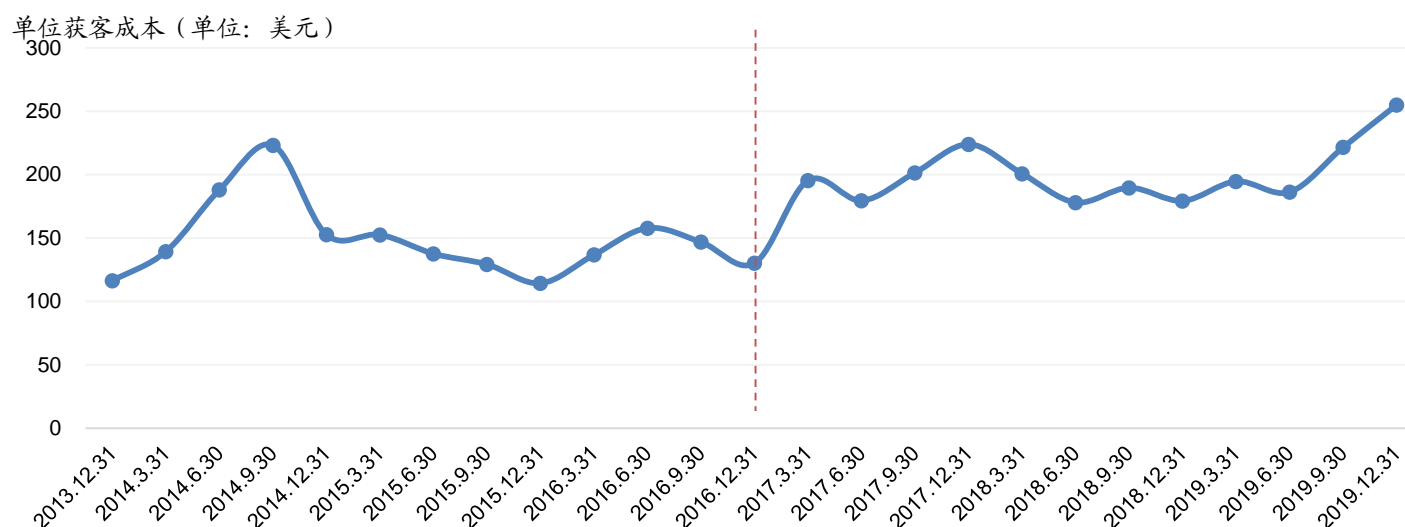
免费流量占比体现平台在消费者心目中的影响力。GMV 的快速增长有可能是因为短时间的广告投入或促销折扣，只有免费流量占比扩大才意味着家居电商在消费者心中形成品牌口碑，具有持续健康发展的能力，即使减少广告投入依然能够实现盈利。

图27: 亚马逊广告费用增速及GMV增速变化



数据来源: 公司 2018 年报、广发证券发展研究中心

图28: Wayfair口碑塑造阶段



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 单位获客成本=当季广告费用÷当季新增用户数

### 依据单位获客成本变化, Wayfair 口碑塑造过程经历了三个阶段:

**粗放野蛮生长阶段 (2002-2011):** 多个小网站平台积累用户资源。Wayfair 创始人在早期并未重点塑造品牌形象, 反而是分散化经营着两百余个售卖不同家居产品的网站, 利用早期互联网搜索引擎算法积累了大量的原始用户, 在 2011 年达到 5 亿美元销售额。这个阶段用户基本没有品牌认知度, 公司仅仅是获得了消费者的购买数据。

**平台形象初塑阶段 (2012-2016):** 合并所有小网站形成 Wayfair 平台, 塑造平台形象。随着互联网搜索引擎算法的变化、移动互联网浪潮、消费者品牌意识的增强, Wayfair 及时做出了战略改变, 合并所有网站集合为统一品牌, 塑造属于自己的家居电商品牌。这一阶段广告费用自 2014 年上市后猛增, 初步在家居电商领域树立了 Wayfair 专业化的品牌, 消费者认知有所增强, 品牌忠诚度提高, 单位获客成本显著下降并在 2015-2016 年基本保持稳定。

**品牌口碑成熟阶段 (2017-2019):** 发展自有品牌, 包装统一化, 国际化扩张。这一阶段广告费用增速放缓, 公司以发展自有品牌、建立自有物流体系为重点, 增强消费者对 Wayfair 的认知度与信任度。一方面公司推出的自有品牌设计为消费者提供一站式、定制化的服务, 增强了消费者对平台的信赖; 另一方面自由物流体系使得产品包装等全部统一为 Wayfair 特制, 进一步建立品牌认知度, 增强消费黏性。这一阶段公司在北美本土的口碑逐渐建立, 但随着公司的国际扩张, 广告费用大幅增加, 单位获客成本上升, 长期来看有助于公司在世界范围内塑造品牌形象。



### 三、相关标的

综上所述,家居业零售型巨头的出现,需要具备以下两点能力:多渠道触点整合能力、多品类整合能力,更深层次来说,是用户洞察的能力以及精细化运营的能力。

在家居新消费趋势下能够洞察新的零售趋势变化,并为之倾注资源改变发展路径的公司,有望获得最后的成功。据此,我们筛选出了红星美凯龙、尚品宅配、欧派家居、顾家家居等公司。

#### (一) 红星美凯龙 (01528.HK) / 美凯龙 (601828.SH): 全方位赋能+客户价值深挖

美凯龙是国内领先的家居装饰及家具商场运营商,主要经营“红星美凯龙”全国连锁品牌家居商场。商场汇集国内外中高端品牌,销售的品类包括“软装类”如沙发、桌椅、床上用品、窗帘布艺、灯具;“硬装”类如地板、门窗、厨柜、陶瓷卫浴等全品类产品。

**强强联合牵手阿里,开拓电商新零售。**2019年5月24日,红星美凯龙家居集团与阿里巴巴签署《战略合作协议》,旨在将阿里在新零售领域先进的经营理念与技术支持引入到线上线下一体化平台,进一步推动公司的泛家居消费产业链服务。双方合作内容主要涉及:家居新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓储与安装服务、消费金融等。双方的合作还涉及资金及股权层面、人才层面等等。

**红星美凯龙积极转型求新求变:全方位赋能+客户价值深挖。**红星美凯龙围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”的战略定位,以“家”为核心着力开拓各项扩展性业务,从而对商场主营业务进行上下游跨界外延。主要包括:家装服务、互联网零售、家居金融、物流配送等,弥补了线下销售的不足,并拓展了线上销售平台,真正做到了一站式服务。

##### 1. 全方位赋能商户

流量分化的背景下,家具建材经销商普遍缺乏相应的前端营销配套能力,面对日益激烈的流量竞争缺乏竞争力。因此,红星美凯龙通过运营能力支持、互联网新流量入口打开等方式,实现对经销商的流量赋能。

**互联网泛家居引流:**基于移动端APP、微信公众号和官方网站,为消费者提供商品展示、客服咨询、会员营销、在线交易、线下商场门店引导及预约体验等便捷服务功能,并为线下引流。**IMP智慧营销:**2018年末,公司开启计划打造IMP全球家居智慧营销平台,运用大数据等手段提升整体行业营销效率、降低运营成本。截止2018年底,IMP已上线106个项目、400多个功能。**新零售:**截止2019H1,红星美凯龙已上线天猫“同城站”。该方式实现了家居区域流量的运转,公司线下门店的商品可以与其天猫店铺共享,而消费者既可以线上下单,也可以引流到线下体验后再进行决策。

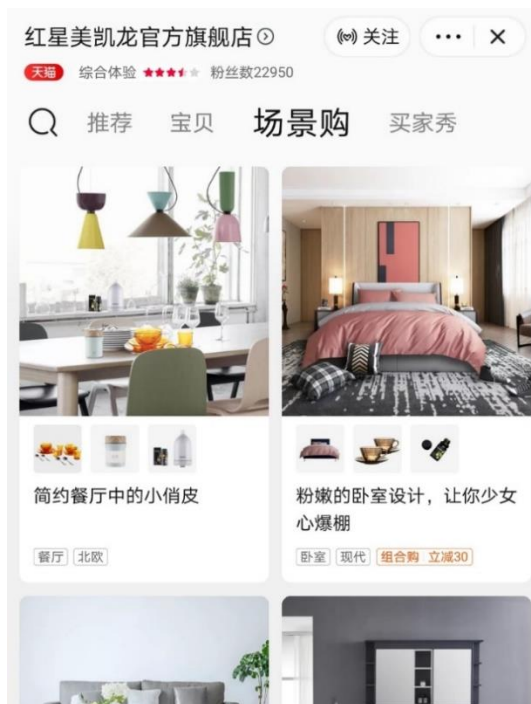


图 29: 美凯龙天猫旗舰店关联识别附近商场



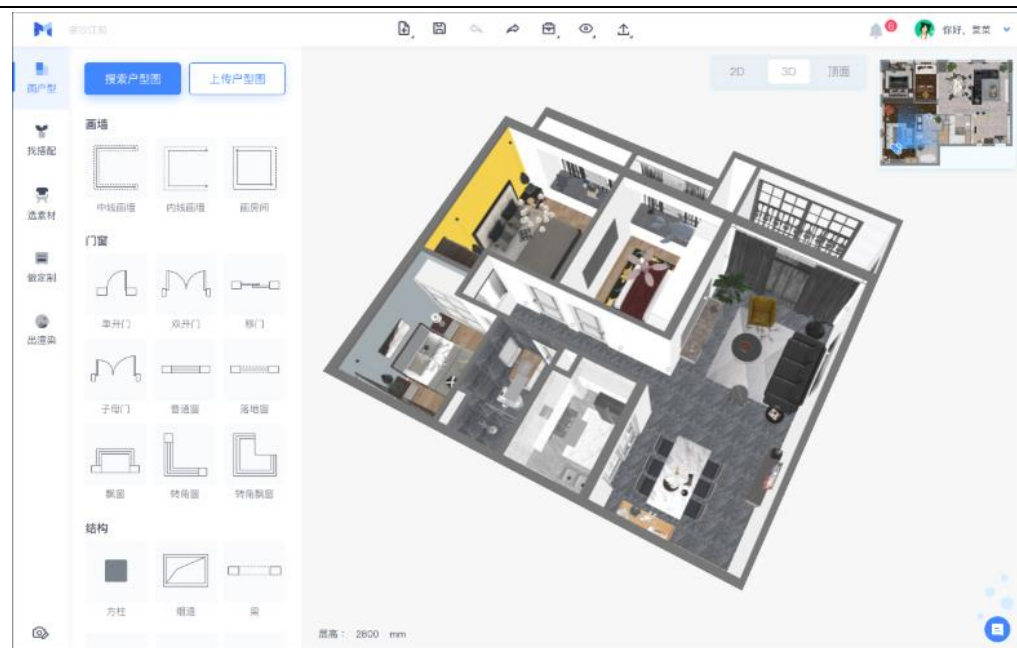
数据来源: 美凯龙天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

图 30: 美凯龙天猫旗舰店场景购提供“组合体验”



数据来源: 美凯龙天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

图 31: 美凯龙3D设计云模块



数据来源: 美凯龙设计云官网、广发证券发展研究中心

## 2. 客户价值挖掘

红星美凯龙在扩张流量的基础上, 还充分发挥流量的价值挖掘能力。通过消费者会员信息管理, 挖掘消费者全生命周期需求, 将业务线条扩张到家居消费以外的房产交易、家装等环节。以家为核心实现家装、房产、商品、金融、服务等业务平台的跨界外延。

(1) 家装平台: 打造中国最大的高端整装平台, 重新订立标准, 培训工人, 以设计

和品质真正解决装修烦恼,对家庭环保负责。这将是红星美凯龙未来不断壮大的核心引擎。公司扩张业务至家居设计及装修领域,整合家装上下游产业链,为客户提供集家居设计方案、材料销售、家具购买、装修施工于一体的完整的服务。截止2018年末,家装平台已签约高端家装公司2364家,通过平台预约装修的客户98522名。此外,公司线下自营家装门店达到40家。

(2) 商品交易平台: 保持家具建材优势,扩展到家居装饰品,包括窗帘、花瓶、桌布、家电,家具辅件等商品,这将是未来提高客户消费频次的重要方法。

(3) 服务平台: 除了店面的服务外,还将扩大到保养、维修,甚至家政业务、社区娱乐、社群活动等,增加客户留存率与客户粘性。

(4) 金融平台: 把金融产品贯穿到上述一系列业务中,提供系统化的家庭理财、支付、消费信贷、家庭安全保险等金融服务。

## (二) 尚品宅配: 零售驱动, 始终以用户为核心

尚品宅配主要从事全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品的销售;向泛家居行业企业提供软件设计及信息化整体解决方案。2017年底切入整装业务,通过为传统家装公司提供供应链管理等多种服务进行新型产业模式赋能,重构家装行业产业链。尚品宅配以定制家具设计软件起家,是定制企业中最早进行O2O模式探索并获得成功的,是最具互联网思维的家具企业。

### 1. 基础客流: 消费者在哪里, 服务就在哪里

尚品宅配是首家布局O2O业务与购物中心店并获得成功的企业。线上: 深耕消费者研究,持续挖掘具有流量红利的平台,从朋友圈到短视频再到直播,研究消费者在哪里,提供最便捷的服务。线下: 布局购物中心等创新渠道类型,前置流量入口,最大化基础客流。业务: 公司通过自营整装和整装云业务向前拓展业务,切入更大客户群,布局整装可以为公司家具业务带来更多流量。

截止2019年上半年公司通过抖音、快手、火山等短视频平台全网增粉7000万+,新营销从增粉到变现都在稳步增长,实现月获客2000+。2018年在天猫渠道,尚品宅配与维意定制品牌年度线上成交达9亿、3.5亿元。2018年尚品宅配微信公众号粉丝1100万,维意定制主号粉丝650万,朋友圈广告在全国一二线城市人群触达率50%+。今年受疫情影响,众多定制企业将营销转向线上,尚品宅配携手拥有3000万粉丝的“设计师阿爽”在各直播平台开启直播团购,5小时的直播时间里共有770万人观看,成交订单1.39万笔,实现9223笔设计预约。公司整装云推出“孖酷MRKOQ”在线设计系统,为会员企业解决在线设计问题。我们认为,尚品宅配深耕消费者研究,持续挖掘具有流量红利的平台,从朋友圈到短视频再到直播,研究消费者在哪里,提供最便捷的服务。

图32：持续挖掘拥有流量红利的平台



数据来源：广发证券发展研究中心

图33：尚品宅配直播团购战报



数据来源：尚品宅配官方公众号、广发证券发展研究中心

图34：整装云在线设计系统



数据来源：整装云官方公众号、广发证券发展研究中心

## 2. 转化：用信息化强化设计

**产品：**尚品宅配建立消费者生活方式研究中心，按照生命周期理论将消费者分类，设计出更符合消费者需求的产品。同时公司终端以双品牌运营，狼性竞争文化为客户提供更好的服务同时涵盖更多风格，满足消费者更多需求。**设计：**尚品宅配以定制家具软件设计起家，积累了大量的数据、方案，其设计能力领先行业。同时公司优化培训体系，并利用强大的信息化能力，降低新手设计师学习难度，帮助设计师成长。

## 3. 客单价：全品类为消费者服务

尚品宅配持续拓展能力边界，目前为消费者提供全品类家具+配套品+家装服务，方便消费者进行一站式购物的同时提升客单价。2019年尚品宅配推出第二代全屋定制，产品上开拓了背景墙、卫浴等轻装修产品，进一步扩大服务品类。同时公司自营整装完善了服务流程，为客户提供一站式装修服务，提高客单价。



#### 4. 复购率：全场景销售+口碑营销

尚品宅配创新的开拓C店，布局家居产品销售，从而实现家居消费高中低频全场景覆盖。同时公司为消费者提供全面服务，提升客户口碑，通过老带新降低新客引流成本，最大化老客贡献。

### （三）欧派家居：全品类、强渠道、信息化能力出众

欧派家居主营橱柜、衣柜、卫浴及木门的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务，公司当前是定制家居行业龙头，在卫浴、木门等领域保持快速增长。2018年开始，公司以四川宜宾作为首家整装大家居试点城市，开始试水整装业务。截止2019年上半年，公司整装大家居门店已达210家，业务已逐渐走上正轨。欧派家居作为定制行业龙头，其品牌力、产品力、渠道力、信息化能力均领先竞品。

#### 1. 品牌力：营销手段持续更新打造中国定制第一品牌

欧派家居品牌知名度高，“有家，有爱，有欧派”的广告语深入人心。公司当前已形成了各类媒体实施媒介投放与软性新闻宣传的立体营销模式。并且，公司持续探索新型营销方式，为应对疫情期间经销商的经营压力，公司于2月13号携手湖南卫视主持人晓月，在天猫、腾讯、苏宁试水直播卖货。在两个小时的直播中，实际观看人数65万+，总订单12365单，直播获得成功。

#### 2. 产品力：全品类打造庞大产品矩阵

欧派家居2018年橱柜业务实现营收57.65亿元，远高于竞品，是国内橱柜龙头；2018年衣柜业务实现营收41.48亿元，仅次于索菲亚，为国内第二大的定制衣柜企业。同时公司将品类拓展至木门和卫浴，逐渐实现全品类覆盖，2018年公司木门、卫浴分别实现营收4.75、4.53亿元。另外公司终端以“欧派”与“欧铂丽”双品牌并行，“欧铂丽”主打高性价比产品，风格较“欧派”更年轻。双品牌有助于公司覆盖更多客户群体，满足消费者需求。

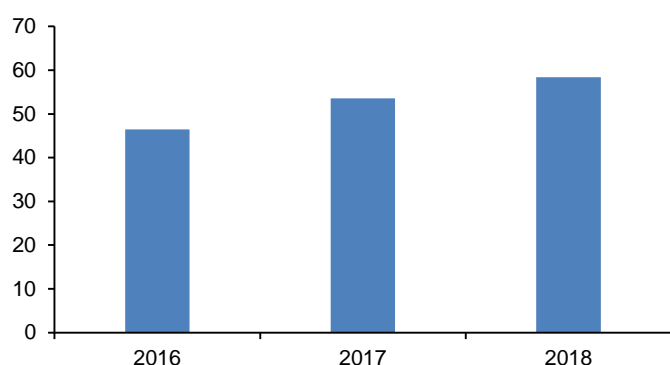
#### 3. 渠道力：多渠道布局，终端经销商实力强

欧派家居在全国全面推行“10+1”终端经营模式，通过整洁的终端门店设计与服务人员展示公司形象，提高公司品牌美誉度。另外公司目前线下渠道下沉已基本完成，截止2019年9月30日，公司分别有橱柜/衣柜/木门/卫浴/欧铂丽门店2321/ 2182/ 953/ 618/ 1010家，强势业务橱柜与衣柜已基本实现渠道下沉。除零售外，公司大宗业务实现快速增长，2019年前三季度，公司共实现大宗业务15.46亿，同比增长50.90%。另外公司于2018年开始试水整装业务，截止2019年上半年，公司整装大家居门店已达210家，业务已逐渐走上正轨。

#### 4. 信息化：信息化能力强，生产效率持续提升

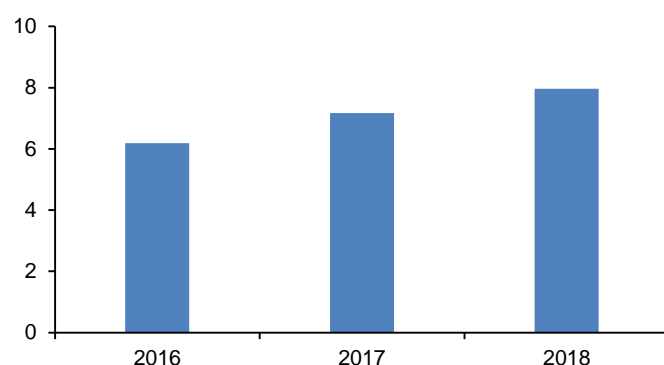
欧派家居信息化能力强，设计端主要使用CAXA、三维家等软件，终端实现一键下单、一键报价，经营效率高。生产端，公司在制造体系下设置物流中心，负责集团产品物流管理，并积极结合信息化手段探索定制家居产品物流业务模式。信息化能力持续增强，推动效率提升，公司人均创收由2016年的46.48万元提升至2018年的58.38万元，人均创利由2016年的6.19万元增长至2018年的7.97万元。

图35: 欧派家居人均创收持续提升 (万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 欧派家居人均创利持续提升 (万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

#### (四) 顾家家居: 冠名双十一、线上直播厅

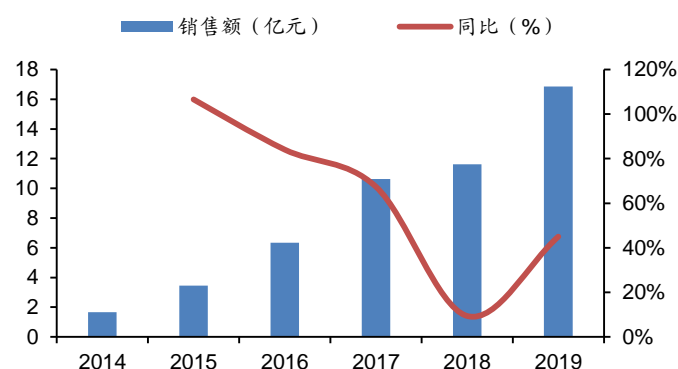
顾家大力营销成效显著, 冠名双十一增强品牌影响力。一直以来, 顾家十分重视广告营销, 比如 2014 年创建“8.16 全民顾家日”, 2015 年第二季全民顾家日主题片《丢失的温暖》登陆美国纽约时代广场, 持续提升消费者口碑和品牌美誉度, 集团投资新潮传媒布局新媒体渠道。根据腾讯家居统计, 2014-2018 年间, 全民顾家日订单销售额从 1.67 亿元增至 16.86 亿元。2018 年、2019 年公司冠名“天猫双 11 狂欢夜”, 助力公司品牌及产品影响力再上一台阶。

图37: 2019年顾家冠名天猫双十一晚会



数据来源: 新浪家居、广发证券发展研究中心

图38: 历年全民顾家日销售额及增速情况 (亿元)

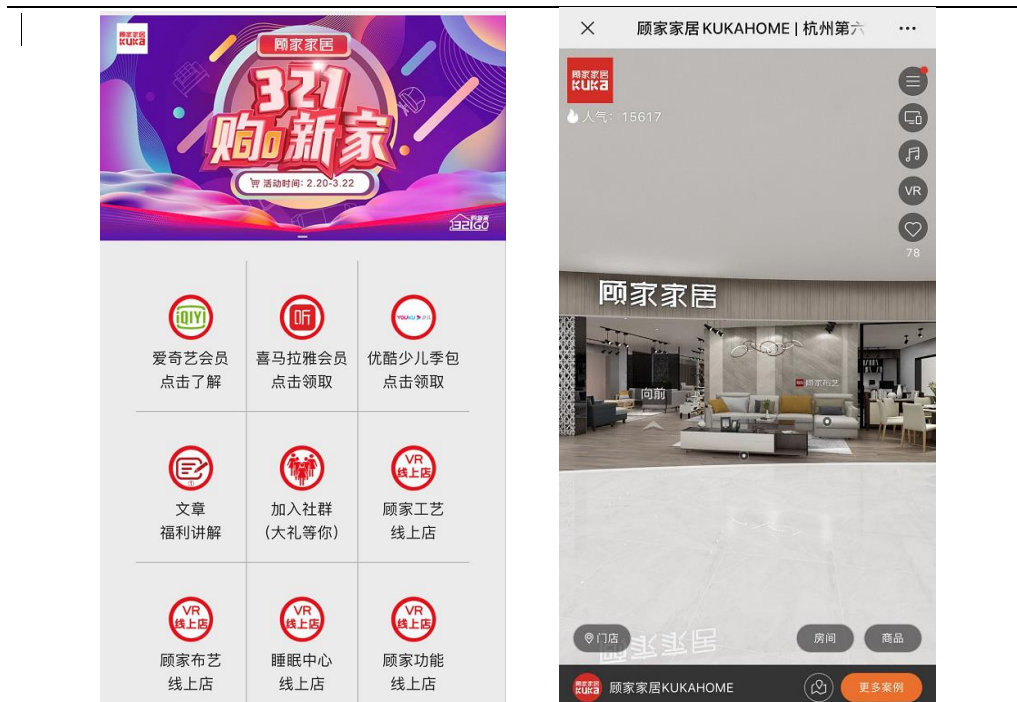


数据来源: 腾讯家居、广发证券发展研究中心

打造线上直播展厅, 创立“321”全国互动购物节彰显运营实力。由于疫情影响, 线下家居卖场延时开放, 因此公司打造线上VR展厅, 完整呈现公司产品, 提升消费者线上体验, 从而增强与消费者之间的黏性。此外, 公司针对疫情的影响, 也在短时间内打造出“321”购新家全国性活动, 在提升消费者关注度的同时, 促进经销商与员工销售活力, 彰显公司营销团队运营实力, 其中“321”分别对应为3重福满赠、2重优惠多多以及1起免费领会员, 免费领会员合作伙伴中含爱奇艺会员、喜马拉雅会员、优酷少儿季报, 契合当前居家办公、居家隔离消费者的需求。



图39: 顾家家居“321”购新家、线上展厅



数据来源: 顾家家居微信公众号、广发证券发展研究中心

### (五) 索菲亚: 供应链为核心, 积极重振终端竞争力

索菲亚是国内供应链能力一流的定制龙头, 当前形成了衣柜、橱柜、木门、地板及配套品等多品类的产品矩阵, 其中2019年定制衣柜业务实现营收61.76亿元, 是国内最大的定制衣柜企业。公司生产能力强大并已实现全国产能布局, 当前公司拥有广东广州、四川崇州、河北廊坊、浙江嘉善、湖北黄冈、河南兰考、黑龙江齐齐哈尔等7处生产基地, 覆盖华北、华东、华南、西部等全国多数地区。其中黄冈工厂2018年投产, 是我国定制家居行业第一个工业4.0工厂。

#### 1. 全国产能布局完善, 供应链技术领跑行业

公司在全国拥有七大生产基地, 基本实现全国覆盖。公司生产能力极强, 2018年7月投产的湖北黄冈生产中心代表定制家具“未来工厂”, 使公司首个4.0工厂, 在智能化的生产线上, 板件全程不落地, 生产效率更高。并且, 2019年公司应用人工智能技术, 通过扫描产品部件上含有加工信息的二维码实现部件指挥机器的生产过程, 解决了非标件的识别难题, 生产效率进一步大幅提升。随着生产持续精进, 公司人均创收、人均创利持续提升。

图40: 索菲亚全国产能布局完善



数据来源: 索菲亚 2018 年年报、广发证券发展研究中心

## 2. 成立服务中心, 持续加强消费者服务能力

公司2018年成立了服务中心, 以客户服务指数 (CSI) 衡量终端的服务, 定量服务能力, 不断提升行业的服务水平。同时公司探索多元化业态和多种形式的门店, 提升消费者的购物体验。在本次疫情当中, 公司通过抖音、淘宝等线上平台进行提前服务, 并将初次量尺移至线上, 有效对冲线下客流受疫情的影响。

## 四、风险提示

**中国与美国家居市场存在一定差异，可能导致相关经验在借鉴时需要具体对待。**中美家居市场竞争格局、家居风格审美偏好、消费者购买习惯、物流基础设施建设状况各有不同。相对而言，国内市场住宅建筑标准化程度较低，各地区各楼盘房屋构造差异较大，装修审美风格多元，保留了一部分具有中国特色的传统家居习惯；中国直播电商也是家居电商发展的重要新趋势。尽管在报告中考虑了相关差异，但是相关借鉴意义依然有存在偏差的风险。

**相关趋势推演存在不符合行业发展实际情况的风险。**相关趋势推演基于当前现有的消费者变化情况、渠道变化情况，但消费者、渠道的存在进一步变化的可能，后续演变可能偏离推演的情况。

**新模式、新业务推进不及预期。**相关标的公司的新业务模式，需要一定的摸索过程，存在推进不及预期的风险。

**与传统渠道利益分配难以达成共识的风险。**电商渠道的发展，势必要抢占一部分传统家居零售渠道的市场份额，家居电商企业如何协调不同渠道之间的利益分配，也是重要的问题。

**广发造纸轻工行业研究小组**

**赵中平：**首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

**陆逸：**资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

**张兆函：**联系人，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

**徐成：**联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

**广发证券—行业投资评级说明**

**买入：** 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

**持有：** 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

**卖出：** 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

**广发证券—公司投资评级说明**

**买入：** 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

**增持：** 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

**持有：** 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

**卖出：** 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

**联系我们**

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。