

2023 年 06 月 15 日

行业研究

评级：推荐(首次覆盖)

研究所
证券分析师：林昕宇 S0350522110005
linxy01@ghzq.com.cn
联系人：杨蕊菁 S0350122090030
yangrj01@ghzq.com.cn

品类与渠道并举，软体家具龙头优势凸显

——软体家居用品行业专题研究

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
家居用品	0.7%	-10.8%	-1.7%
沪深 300	-1.9%	-3.6%	-7.7%

相关报告

《定制家居行业专题研究：整家与整装战略落地，需求有望逐步改善（推荐）*家居用品*林昕宇》——2023-06-07

《轻工制造行业双周报（2023.05.22-06.04）：家居估值仍处底部，618 预售迎开门红（推荐）*轻工制造*林昕宇》——2023-06-06

《箭牌家居（001322）跟踪点评报告：股权激励草案发布，彰显经营信心提振内部动力（增持）*家居用品*林昕宇》——2023-05-23

投资要点：

- 首次覆盖“轻工制造-家居用品-软体家具”行业，给予“推荐”评级。受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场渗透率存在提升空间，床垫市场逐渐向成熟阶段过渡，集中度有望进一步提升。从优质软体家具公司经营情况来看，多品牌与多品类持续推进，战略升级适应市场变化，中长期有望进一步凸显竞争优势。随着地产政策催化，家具板块估值水平有望实现底部区间修复，静待基本面企稳并改善。
- 海外软体家具行业整体保持稳步增长态势，竞争格局相对稳定。美国沙发市场整体增长稳定，价格带分布趋向结构化。美国床垫市场集中度稳步提升，电商+DTC 模式主导零售渠道，其中 TOP3 头部品牌与专业床垫制造商增速超过行业平均值。海外软体市场整体相对成熟，为国内市场向成熟方向演变推进的路径提供参考借鉴。
- 受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场渗透率存在提升空间，床垫市场逐渐向成熟阶段过渡，集中度有望进一步提升。随着住房翻新需求逐渐提升，软体家具行业将逐渐进入存量房市场，预计新房需求占比降低，二手房及在住房等存量需求进一步提升。从床垫行业来看，行业呈现“大行业、小公司”的特点，随着消费者品牌认知提升及渠道持续拓展，市场份额有望进一步向龙头靠拢。
- 重点关注个股：顾家家居、慕思股份、敏华控股、喜临门。
- 风险提示：房地产需求波动的影响；终端消费复苏不及预期；品类拓展进度不达预期；重点公司盈利不及预期；国内外市场不具备完全可比性，相关资料和数据仅供参考。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/06/14 股价	EPS			PE			投资 评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
603816.SH	顾家家居	39.70	2.20	2.54	2.93	19.41	15.62	13.57	买入
603008.SH	喜临门	25.61	0.61	1.70	2.08	46.05	15.05	12.30	增持
001323.SZ	慕思股份	35.70	1.77	2.03	2.32	17.71	17.56	15.36	增持
01999.HK	敏华控股	5.15	0.49	0.58	0.68	13.25	8.91	7.58	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所；注：敏华控股货币单位为港币，2023 年 6 月 14 日港币兑人民币即期汇率为 0.91。

内容目录

1、 核心观点	5
2、 全球软体家具市场稳步增长，竞争格局相对稳定	5
2.1、 海外软体家具行业历经百年发展成熟	6
2.2、 美国沙发市场：整体增长稳定，价格带分布趋向结构化	7
2.2.1、 美国沙发市场整体稳定增长，功能沙发全球先行	7
2.2.2、 美国沙发市场休闲风格目标客群广泛，现当代风格定位高端	8
2.2.3、 面料与单品价格带组合结构趋同，纺织/皮革/人造革差异定档	10
2.3、 美国床垫市场：2020 年美国寝具批发出出货量稳步提升，电商+DTC 模式主导零售渠道	11
2.4、 电商渠道渗透率稳步提升，传统渠道占比回落	12
3、 国内软体市场趋向成熟，行业集中度有望提升	13
3.1、 国内沙发市场：行业整体趋于稳定，功能沙发快速发展	14
3.2、 国内床垫市场：集中度逐步提升，拓展个性化定制模式	15
3.2.1、 国内床垫市场增量增速趋近海外，集中度有望提升	15
3.2.2、 弹簧床垫受众广泛，未来或将进入个性化定制阶段	16
4、 软体家具龙头优势凸显，战略升级适应市场变化	17
4.1、 2022 年行业收入尚在恢复，净利润表现分化	18
4.2、 深挖渠道潜力，品牌建设当先	20
4.3、 宏观因素变动叠加结构变化影响盈利能力	22
4.4、 发力产品设计，多品类拓展持续推进	26
4.5、 拓展多空间多产品，套餐营销策略升级	28
4.5.1、 顾家家居：一体化整家升级	28
4.5.2、 慕思股份：从强势单品出发走向套系化营销	29
4.5.3、 敏华控股：围绕核心单品拓展品类提升连带	30
5、 行业评级和重点关注标的	30
5.1、 顾家家居：内销稳健增长，大家居持续推进	31
5.2、 喜临门：积极拓展自主品牌，电商渠道快速发展	32
5.3、 慕思股份：门店布局稳步推进，品类拓展卓见成效	33
5.4、 敏华控股：功能沙发领军企业，内销扩张稳步发展	34
6、 风险提示	35

图表目录

图 1: 2021 年全球软体家具消费规模增速回升	6
图 2: 中国、美国为全球软体家具市场产值前二 (2020 年)	6
图 3: 2021 年中国软体家具行业产值增速小幅回升	7
图 4: 2021 年中国软体家具消费量明显反弹	7
图 5: 受疫情影响, 2020 年美国功能沙发市场规模的增速下降	7
图 6: 美国功能沙发 CR5 占比较高 (2019 年)	8
图 7: 中国功能沙发份额集中在敏华控股 (2019 年)	8
图 8: 2020 年美国固定沙发市场风格结构以现当代风格和休闲风格为主 (%)	9
图 9: 2020 年美国固定沙发市场风格与价格分布有所区别 (%)	9
图 10: 2020 年美国功能沙发市场风格结构以现当代风格和休闲风格为主 (%)	9
图 11: 2020 年美国功能沙发市场风格与价格分布有所区别 (%)	9
图 12: 2020 年美国躺椅市场风格以现当代风格和休闲风格为主 (%)	10
图 13: 2020 年美国躺椅市场风格与价格分布有所区别 (%)	10
图 14: 2020 年美国固定沙发市场面料类型以纺织为主 (%)	10
图 15: 2020 年美国固定沙发市场面料与价格分布 (%)	10
图 16: 2020 年美国功能沙发市场面料占比 (%)	11
图 17: 2020 年美国功能沙发市场面料与价格分布	11
图 18: 2020 年美国躺椅市场面料占比 (%)	11
图 19: 2020 年美国躺椅市场面料与价格分布 (%)	11
图 20: 2020 年美国寝具市场集中度继续上行	12
图 21: 2020 年美国头部寝具制造商增速超越平均	12
图 22: 美国零售业电商渠道渗透率稳步提升	13
图 23: 2019 年家具和床垫的渠道分布中电商占比为 14%	13
图 24: 2021 年 Top25 家具和床垫零售商渠道份额中电商+DTC 模式占比最高	13
图 25: 美国零售模式将由传统模式转向“电商+DTC”模式	13
图 26: 受疫情影响全球功能沙发市场规模增速放缓	14
图 27: 北美占全球功能沙发市场主导 (2020 年)	14
图 28: 中国功能沙发渗透率相较美国仍有提升空间	15
图 29: 中国功能沙发市场规模稳步增长	15
图 30: 全球主要国家床垫市场消费规模稳步提升 (亿美元, %)	15
图 31: 中美床垫行业消费规模增量差异逐渐缩小 (亿美元, %)	15
图 32: 2020 年全球软体家具床垫行业占比较高	16
图 33: 2020 年中国软体家具床垫行业占比相对较高	16
图 34: 美国床垫行业集中度较高 (2020 年)	16
图 35: 按“支撑层”划分弹簧床垫与非弹簧床垫	17
图 36: 当前全球范围内弹簧床垫占据主流地位	17
图 37: 2022 年 7 家软体家具公司营业收入明显回升	18
图 38: 2022 年 7 家软体家具公司归母净利润基本持平	18
图 39: 部分软体家具公司 2023Q1 收入同比有回升	19
图 40: 部分软体家具公司 2023Q1 归母净利润尚在恢复	19
图 41: 2022 年软体公司营业收入同比略下滑 (亿元)	19
图 42: 2022 年公司净利润存在一定分化 (亿元)	19
图 43: 沙发市场中, 敏华控股、顾家家居为收入第一梯队 (亿元, 2022 年)	20
图 44: 床垫市场中, 喜临门与梦百合位列前二 (亿元, 2022 年)	20

图 45: 出口型企业前五大客户销售额绝对值与占比差别较大 (2022)	21
图 46: 内销型企业前五大客户销售额绝对值相似, 占比相差较小 (2022)	21
图 47: 2022 年软体家具企业综合毛利率回升 (%)	22
图 48: 2022 年软体家具企业净利率分化 (%)	22
图 49: 2022 年境内业务毛利率表现分化 (%)	22
图 50: 2022 年境外业务毛利率呈现回升趋势 (%)	22
图 51: 直营渠道毛利率持续下降 (%)	23
图 52: 2022 年慕思股份直供渠道毛利率回升 (%)	23
图 53: 2022 年经销渠道毛利率分化 (%)	23
图 54: 2022 年电商渠道毛利率有所降低 (%)	23
图 55: 2022 年沙发毛利率整体回升 (%)	24
图 56: 2022 年床垫毛利率小幅回升 (%)	24
图 57: 2022 年软体家具销售费用同比持平 (亿元, %)	24
图 58: 2022 年软体家具销售费用率有所提升 (%)	24
图 59: 2022 年软体家具出口与内销型企业管理费用增速趋近 (亿元, %)	25
图 60: 2022 年软体家具内销型企业管理费用率有所提升, 出口型企业稳定 (%)	25
图 61: 慕思股份主要生产成本为用于生产床垫及沙发品类的直接材料 (2022 年)	25
图 62: 慕思股份的直接材料中, 海绵、面料、皮料分是主要原材料	25
图 63: 头部企业主要原材料供应商集中度通常低于行业均值	26
图 64: 顾家一体化整家实现“7 个一体化”	29
图 65: 2018-2021 年慕思股份床垫对床架连带率有所提升	30
图 66: 慕思股份新品“世纪梦”仍以床垫配套床架的套餐形式销售	30
图 67: 敏华控股套餐实现客卧多品类连带	30
图 68: 敏华控股套餐实现客卧多品类连带	30
图 69: 顾家家居中长期有望实现全面抢占终端市场	31
表 1: 中国制造商先后进入美国功能沙发市场	8
表 2: 美国床垫市场格局基本稳定, TOP3 (Sealy, Tempur-Pedk, Simmons) /TOP5/TOP15 制造商涌现	12
表 3: 国内市场不同种类床垫特点不同	17
表 4: 2022 年软体家具公司的开店增速有所回升, 经销/加盟类门店高于直营门店 (家)	21
表 5: 回顾各公司发展进程, 2021-2023 年注重产品设计与创新	26
表 6: 2022 年软体公司基于自身“智能化+功能化”发展阶段, 从不同维度进行战略布局	28
表 7: 顾家家居一体化整家套餐内容	29
表 8: 顾家家居收入拆分及盈利预测核心指标	32
表 9: 喜临门收入拆分及盈利预测核心指标	33
表 10: 敏华控股收入拆分及盈利预测核心指标	34

1、核心观点

首次覆盖“轻工制造-家居用品-软体家具”行业，给予“推荐”评级。受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场渗透率存在提升空间，床垫市场逐渐向成熟阶段过渡，集中度有望进一步提升。从优质软体家具公司经营情况来看，多品牌与多品类持续推进，战略升级适应市场变化，中长期有望进一步凸显竞争优势。随着地产政策催化，家具板块估值水平有望实现底部区间修复，静待基本面企稳并逐步改善。**重点关注标的：**顾家家居、喜临门、慕思股份、敏华控股。

海外软体家具行业整体保持稳步增长态势，竞争格局相对稳定。据 CSIL 数据显示，截至 2021 年全球软体消费规模达到 690 亿，2010-2020 年 CAGR 为 2.27%。其中美国沙发市场整体增长稳定，价格带分布趋向结构化。美国床垫市场集中度稳步提升，电商+DTC 模式主导零售渠道，其中 TOP3 头部品牌与专业床垫制造商增速超过行业平均值。随着海外市场电商渗透率稳步提升，传统渠道与 DTC 模式的渠道份额占比呈现此消彼长。海外软体市场整体相对成熟，为国内市场向成熟方向演变推进的路径提供参考借鉴。

受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场渗透率存在提升空间，床垫市场逐渐向成熟阶段过渡，集中度有望进一步提升。随着住房翻新需求逐渐提升，软体家具行业将逐渐进入存量房市场，预计新房需求占比降低，二手房及在住房等存量需求有望进一步提升。从细分品类来看，随着消费主体年轻化，沙发功能偏好增强，购买力及意愿的提升将促进功能沙发市场超越传统固定沙发市场，获得进一步增长。从床垫行业来看，行业呈现“大行业、小公司”的特点，随着消费者品牌认知提升及渠道持续拓展，市场份额有望进一步向龙头靠拢。

多品牌与多品类持续推进，战略升级适应市场变化。随着行业竞争的加剧和流量入口多元化等趋势的出现，软体家具企业开店重视质量与数量，多品牌线下门店建设仍为当前布局重点。受海运费与原材料价格提升的影响，盈利能力有所下降，综合毛利率及各品类毛利率变化主要来自结算汇率变动、渠道及产品结构的调整。从中长期来看，头部企业将持续发力产品设计并向多品类拓展持续推进，进一步凸显龙头优势。

风险提示：原材料价格波动的风险；房地产需求波动的影响；行业竞争加剧；品类拓展进度不达预期；重点公司盈利不及预期；国内外市场不具备完全可比性，相关资料和数据仅供参考。

2、全球软体家具市场稳步增长，竞争格局相对稳定

全球软体家具行业整体保持稳步增长态势，竞争格局相对稳定。据 CSIL 数据显示，截至 2021 年全球软体消费规模达到 690 亿，2010-2021 年 CAGR 为 2.27%。其中美国沙发市场整体增长稳定，价格带分布趋向结构化。美国床垫市场集中度稳步提升，电商+DTC 模式主导零售渠道，其中 TOP3 头部品牌与专业床垫制造商增速超过行业平均值。随着海外市场电商渗透率稳步提升，传统渠道与 DTC 模式的渠道份额占比呈现此消彼长。海外软体市场整体相对成熟，为国内市场向

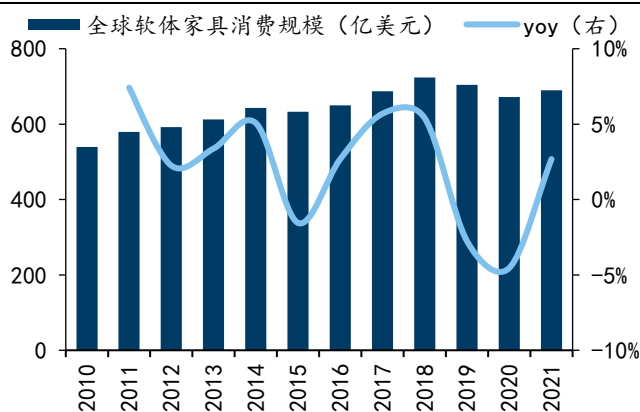
成熟方向演变推进的路径提供参考借鉴。

2.1、海外软体家具行业历经百年发展成熟

现代软体家具主要包含坐具和卧具两种类型，分别对应沙发与床垫两种品类。软体家具主要指由弹性材料和软质材料，辅以绷结材料和装饰面料及饰物制成的各种软家具，包括沙发、软床等产品，是现代家庭客厅及卧室重要的日常生活用品，软体家具在提供舒适使用功能的同时，具有时尚化、个性化、艺术化等特征，成为现代高品质居家生活的重要载体。

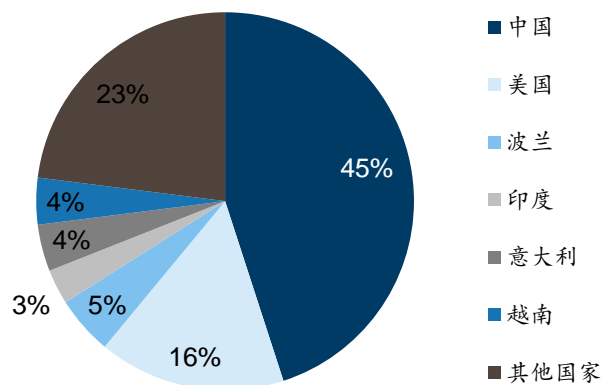
随着市场需求的扩容升级，全球软体家具行业近十年间整体保持稳步增长态势。根据 CSIL, 2010-2021 年全球软体家具的消费规模由 539 亿美元增长至 690 亿美元，CAGR 为 2.27%，2019-2020 年增速有所放缓，行业发展趋向稳定。从 2020 年全球软体家具市场产值的国家规模占比来看，中国与美国分列前两名。

图 1：2021 年全球软体家具消费规模增速回升



资料来源：慕思股份招股书，慕思股份 2022 年财报，CSIL，国海证券研究所

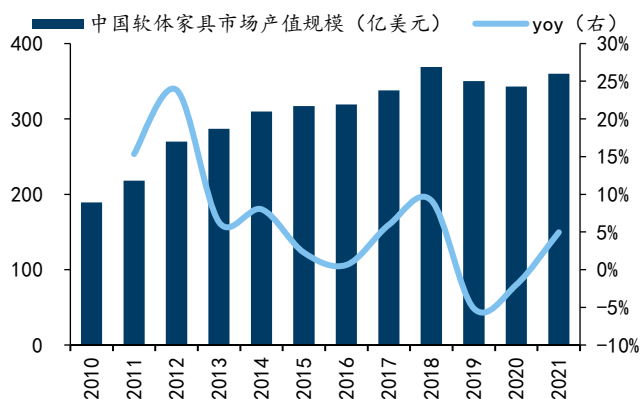
图 2：中国、美国为全球软体家具市场产值前二(2020 年)



资料来源：慕思股份招股书，CSIL，国海证券研究所

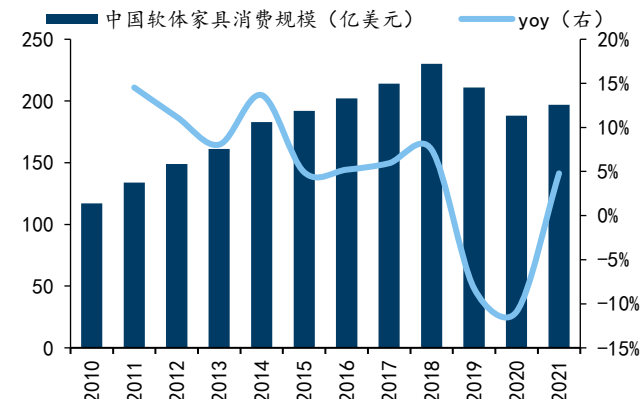
软体家具行业在海外发展历经百年已近成熟。海外软体家具行业历史悠久，延续至今已然形成相对成熟的市场生态与产销模式，行业内多家龙头公司雄踞，市场集中度较高。相比较以英美等发达国家代表的软体家具市场，国内软体家具产业起步至今历经 40 余年发展，通过“引进来”和“走出去”的方式消化吸收先进生产制造模式和设计研发风格，正向着成熟期的方向稳定前进，中国软体家具行业的产值及消费量整体趋于平稳。

图 3：2021 年中国软体家具行业产值增速小幅回升



资料来源：慕思股份招股书，慕思股份 2022 年财报，CSIL，国海证券研究所

图 4：2021 年中国软体家具消费量明显反弹



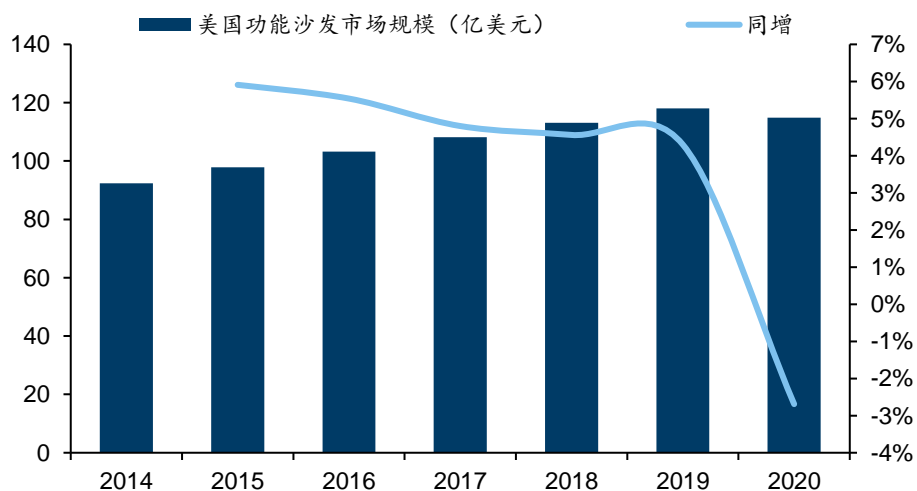
资料来源：慕思股份招股书，华经产业研究院，CSIL，国海证券研究所

2.2、美国沙发市场：整体增长稳定，价格带分布趋向结构化

2.2.1、美国沙发市场整体稳定增长，功能沙发全球先行

2020 年美国沙发市场持续增长，功能沙发占比较高，1000 至 1999 美元中档单品受众最广。美国功能沙发隶属软体家具行业，兼具消费与地产后周期属性，1928 年起源于美国，20 世纪 70 年代至 80 年代逐步形成规模并高速渗透消费市场，以美欧为首的发达国家和地区是功能沙发消费的主力军，亚太地区市场份额逐步提升。美国是功能沙发主要的消费国和进口国，长时间品牌塑造与市场培育叠加高人均可支配收入等因素，驱动功能沙发行业进入成熟期。根据匠心家居招股说明书，2020 年美国功能沙发市场规模达到 114.83 亿美元，受疫情影响 2020 年同比增速下降至-2.69%，而消费规模绝对值并未发生较大改变。

图 5：受疫情影响，2020 年美国功能沙发市场规模的增速下降



资料来源：匠心家居招股说明书，国海证券研究所

美国功能沙发制造商创意先行，中国企业逐渐进入美国市场。成立于 1927 年的美国制造商 La-Z-Boy 于 1928 年通过创新首次开辟功能沙发品类，Ashley Furniture 在 1997 年进入功能沙发市场。敏华控股于 1993 年依托深圳沙发工厂把产品销往美国功能沙发市场，业务不断拓展，2018-2020 连续三年位列全球功能沙发销量第一。

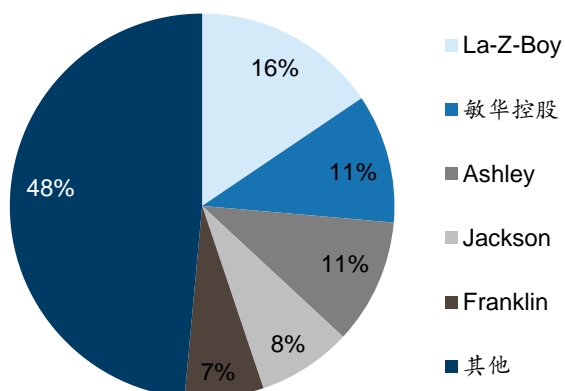
表 1：中国制造商先后进入美国功能沙发市场

美国制造商	开拓功能沙发市场时间及方式	中国制造商	进入美国市场时间及方式
La-Z-Boy 成立于 1927 年	于 1928 年 通过创新首次开辟功能沙发品类	敏华控股 成立于 1992 年	1997 年：依托深圳沙发工厂，在香港从事销售业务，并把业务拓展到了日本、韩国新加坡及中东，把产品销往美国市场
Ashley Furniture 成立于 1945 年	于 1997 年 通过生产躺椅进入功能家具市场，后 续拓展到功能沙发等品类	顾家家居 成立于 1982 年	2011：在美国设立分公司，加大市场营销力度，美国市场的大客户 Euromarket Designs Inc、Rooms To Go Central Corp、Williams-Sonoma 等需求强劲，带动企业 2013-2015 年美国外销收入累计增长额为 2.93 亿元，年均复合增长率 45.36%。

资料来源：La-Z-Boy 官网，Ashley 官网，敏华控股公司官网，顾家家居招股说明书，国海证券研究所

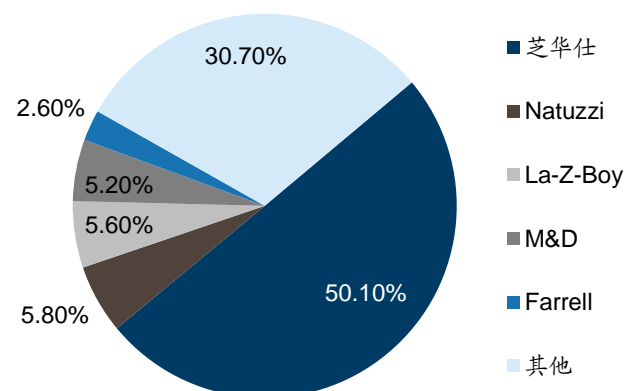
在制造水平与消费偏好带动下，美国率先孕育出多家成熟的功能沙发制造商，头部企业集中度较高。美国作为功能沙发的起源地，经过 La-Z-Boy、Ashley 等公司扎根市场多年进行消费者培育，目前已经形成了较为成熟完善的竞争格局，据华经产业研究院数据，2019 年美国功能沙发 CR5 为 51.6%，其中功能沙发开创者 La-Z-Boy 以 15.5% 的份额稳居首位，敏华控股与 Ashley 则分别以 10.8% 和 10.5% 的市占率位居第二、三名。从产品功能的角度来看，与传统固定沙发与躺椅相比，La-Z-Boy、Ashley Furniture 等头部制造商在沙发内部结构中配备多种五金件，实现摇动、转动、升降的基础功能的同时，也支持加热按摩等功能，灵活性与舒适度并重，符合消费者追求室内生活品质提升的消费偏好。中国功能沙发的市场份额主要集中在敏华控股，占比相对较高。

图 6：美国功能沙发 CR5 占比较高（2019 年）



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

图 7：中国功能沙发份额集中在敏华控股（2019 年）



资料来源：观研报告网，国海证券研究所

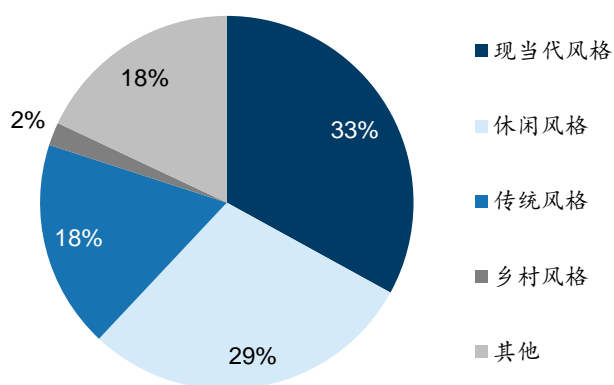
2.2.2、美国沙发市场休闲风格目标客群广泛，现当代风格定位高端

休闲风格与现当代风格在美国沙发行业细分市场分占 30%，休闲风格与单品定

价相关度低,相对更加亲民。根据今日家居 2020 年统计数据显示,在固定沙发、功能沙发与躺椅市场内部,休闲风格占比分别为 29%/31%/33%,内部平均占比 31%。相较于现当代风格,休闲风格沙发在各个价格档位分布均匀,略向中低档市场倾斜。

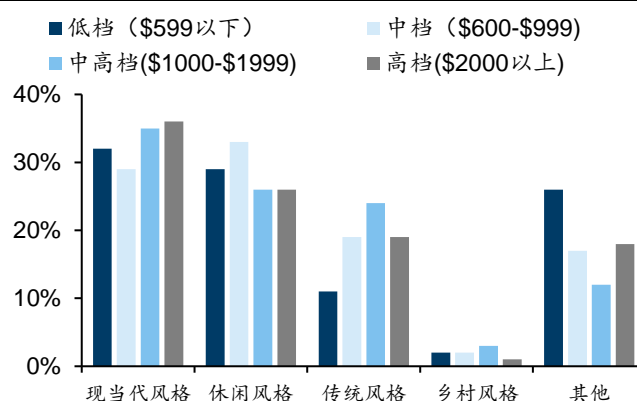
受风格设计成本与消费者群体结构影响,现当代风格易与中高端、高端市场绑定。在 2000 美元以上的高档价位,现当代风格分别占固定沙发、功能沙发、躺椅 36%/44%/43%的市场份额。以优雅、简约为标签的现当代设计风格发源于欧洲,之后传入其他地区,率先受到部分年轻群体青睐。现当代风格的先锋设计师设计费用较高,出品速率较低,考虑进出口等因素,主要受到青年消费者喜爱。

图 8: 2020 年美国固定沙发市场风格结构以现当代风格和休闲风格为主 (%)



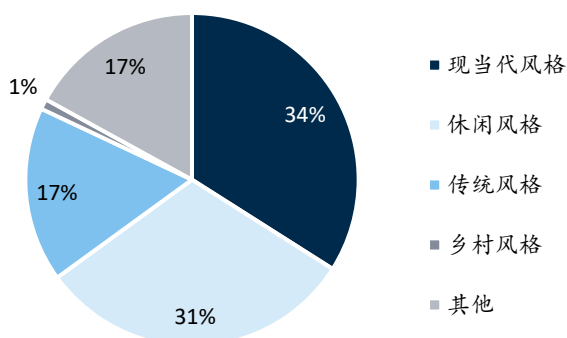
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 9: 2020 年美国固定沙发市场风格与价格分布有所区别 (%)



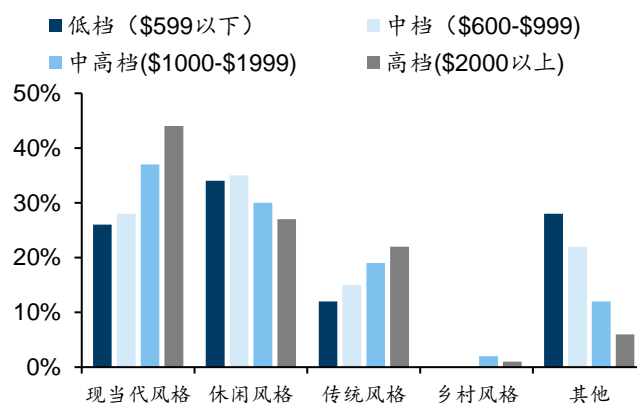
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 10: 2020 年美国功能沙发市场风格结构以现当代风格和休闲风格为主 (%)



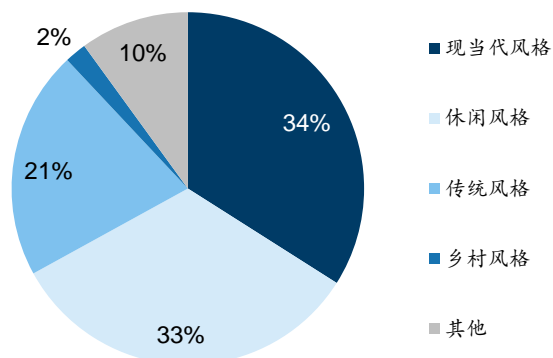
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 11: 2020 年美国功能沙发市场风格与价格分布有所区别 (%)



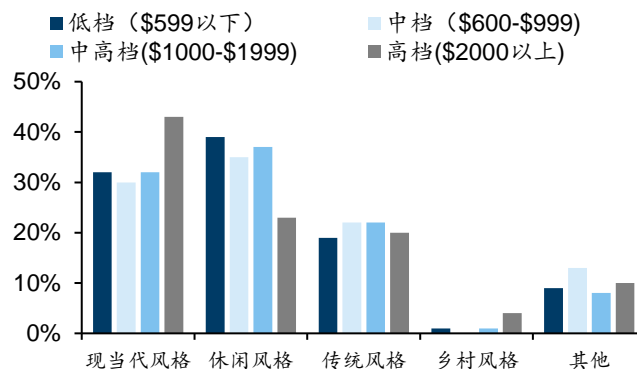
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 12: 2020 年美国躺椅市场风格以现当代风格和休闲风格为主 (%)



资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 13: 2020 年美国躺椅市场风格与价格分布有所区别 (%)



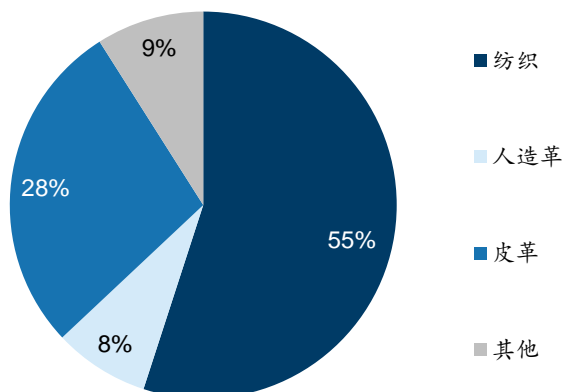
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

2.2.3、面料与单品价格带组合结构趋同, 纺织/皮革/人造革差异定档

纺织材料稳居美国沙发市场主导地位, 皮革与人造革面料分布差异较大。根据今日家居, 从固定沙发、功能沙发与躺椅市场的面料来看, 纺织面料占比分别为 55%/51%/46%, 内部平均占比 50.67%。在固定沙发市场, 皮革面料占比 28%, 明显高于人造革面料的占比 8%。在功能家具市场与躺椅市场, 人造革面料分别占比 30%/35%, 明显高于皮革面料的占比 7%/8%, 与固定沙发市场面料分布结构相反。

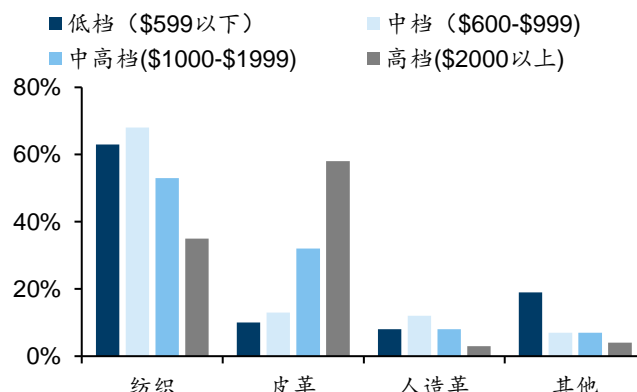
受发展路径与用料价格、审美等因素影响, 面料与价格带组合在细分市场内部结构相似, 纺织与皮革材料价格呈对称阶梯状分布。在美国固定沙发市场, 纺织面料的价格带主要占领中低两档, 皮革面料则重点应用于高档市场。相较于纺织材料粗糙、易加工制造, 皮革材料光泽度较好、平均成本较高, 受到高消费水平群体青睐。

图 14: 2020 年美国固定沙发市场面料类型以纺织为主 (%)



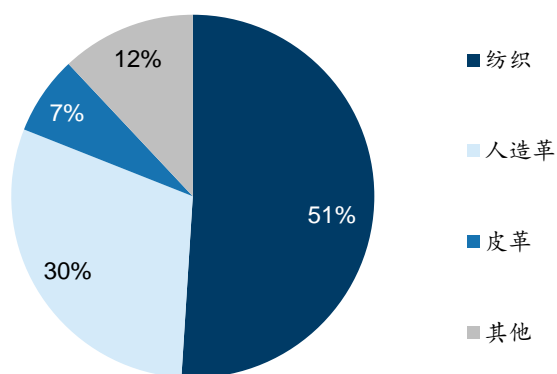
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 15: 2020 年美国固定沙发市场面料与价格分布 (%)



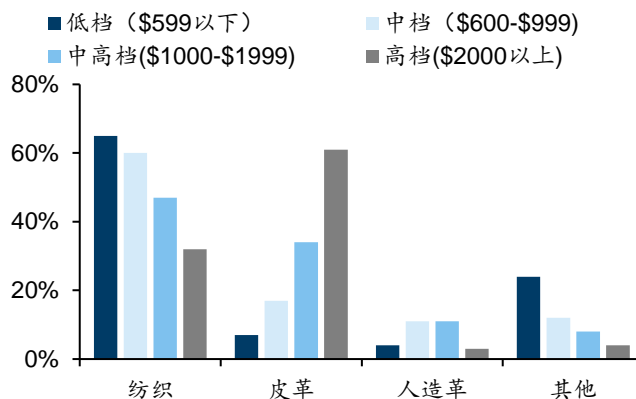
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 16: 2020 年美国功能沙发市场面料占比 (%)



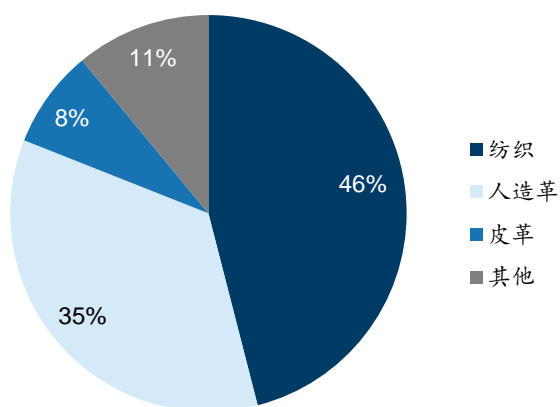
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 17: 2020 年美国功能沙发市场面料与价格分布



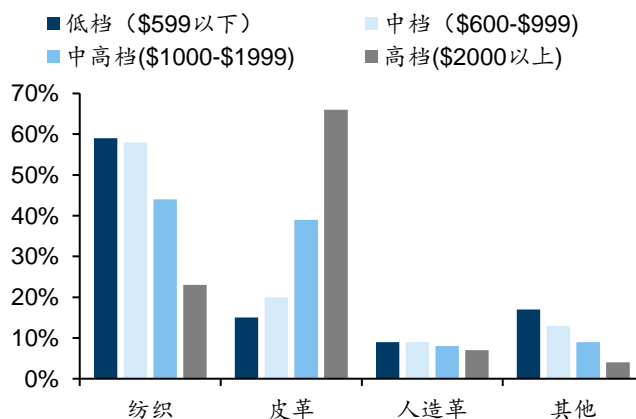
资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 18: 2020 年美国躺椅市场面料占比 (%)



资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

图 19: 2020 年美国躺椅市场面料与价格分布 (%)



资料来源: Furniture Today, 国海证券研究所

2.3、美国床垫市场：2020 年美国寝具批发出货量稳步提升，电商+DTC 模式主导零售渠道

美国床垫市场格局基本稳定，行业集中度持续上行。根据今日家居，按照销售额对美国床垫公司的排名结果显示，2013-2020 年间涌现出 TOP3 (Sealy, Tempur-Pedic, Simmons)/TOP5/TOP15 头部制造商群体，Sleep Number 在 2016、2017 年间实现逆势增长，Serta 自 2019 年之后掉出前三名。

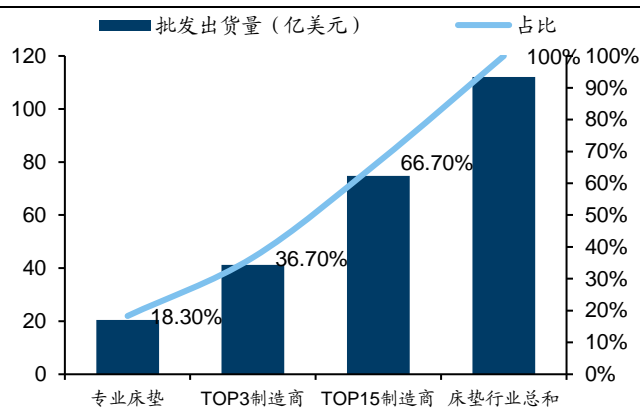
表 2：美国床垫市场格局基本稳定，TOP3（Sealy, Tempur-Pedk, Simmons）/TOP5/TOP15 制造商涌现

美国床垫制造企业	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	趋势
Sealy	1	1	3	3	2	2	2	2	稳定
Tempur	2	4	4	4	4	4	4	4	稳定
Simmons	3	2	2	2	3	3	3	3	稳定
Serta	4	3	1	1	1	1	1	1	略降
Sleep Number	5	5	5	5	>15	>15	>15	>15	上升
Ashley Furniture Inds.	6	6	7	8	8	11	14	14	上升
Corsicana	7	7	6	6	6	6	6	6	稳定
Therapedic	8	8	9	7	7	7	8	8	上升
Eclipse	9	11	20	19	>15	>15	>15	>15	趋稳
Sherwood	10	9	8	10	14	>15	>15	>15	稳定
Symbol	11	10	11	12	12	12	12	12	略升
Kingsdown	12	14	14	14	13	11	11	11	略降
Englander	13	13	12	9	9	9	9	9	略降
E.S.Kluft	14	12	13	13	15	13	13	15	趋稳
KingKoil	15	15	15	15	11	8	7	7	略降

资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

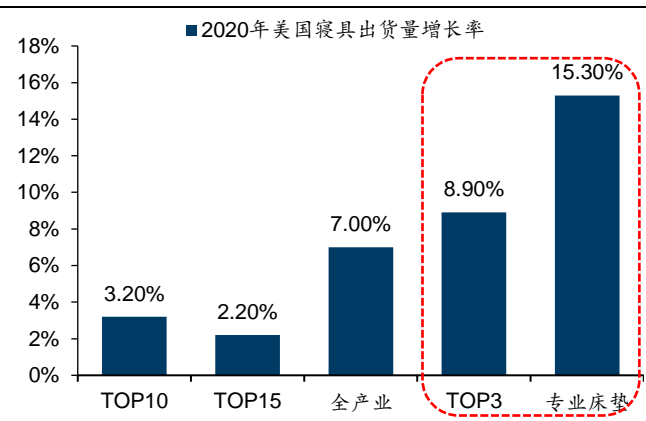
2020 年美国寝具市场集中度继续提升，TOP3 与专业床垫制造商出货增速领先全产业平均值。据今日家居，从年增长率的角度看，2020 年 TOP3 头部品牌（Sealy, Tempur-Pedk, Simmons）的平均增长率达到 8.9%，高于美国国内床垫行业的平均增长率 7%。采用乳胶、记忆棉等特殊材料进行生产的专业床垫品牌 2020 年增长率高达 15.3%，超过行业平均增长水平，代表企业主要为泰普尔和 Sleep Number。

图 20：2020 年美国寝具市场集中度继续上行



资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

图 21：2020 年美国头部寝具制造商增速超越平均



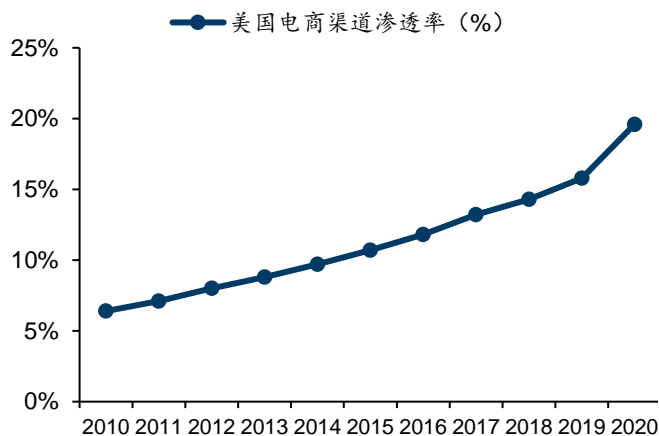
资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

2.4、电商渠道渗透率稳步提升，传统渠道占比回落

传统渠道与 DTC 模式的渠道份额占比此消彼长。据今日家居，2010-2020 年，全美零售业电商渠道渗透率由 6.4% 增长至 19.6%。家具和床垫作为耐用消费品，2018-2019 年的电商渠道占比均为 14%，略低于零售业整体水平。2019-2020

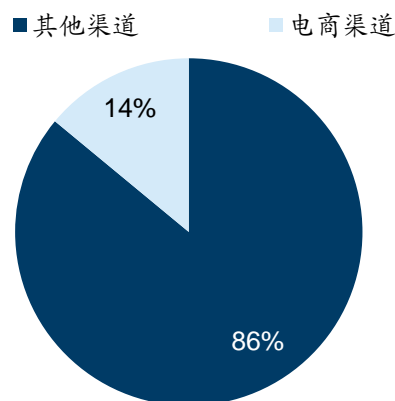
年，DTC 模式占 Top25 家具和床垫零售商渠道份额由 2019 年 15.4% 增长至 2020 年 20.8%，传统家具商店渠道下降至 20.5%。电商零售头部企业基本不受到疫情闭店的影响，2020 年家具和床垫销售额合计为 110 亿美元，同比 2019 年增长 47.2%。家具和床垫专卖店（包括传统家具、制造商品品牌、生活方式和床垫专卖店）的市场份额由 2019 年的 58% 降至 2020 年的 55%。

图 22：美国零售业电商渠道渗透率稳步提升



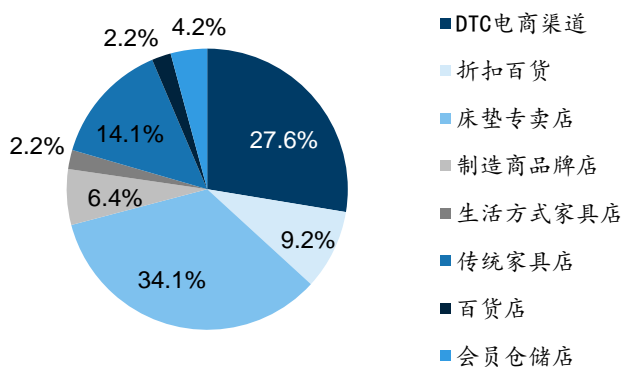
资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

图 23：2019 年家具和床垫的渠道分布中电商占比为 14%



资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

图 24：2021 年 Top25 家具和床垫零售商渠道份额中电商+DTC 模式占比最高



资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

图 25：美国零售模式将由传统模式转向“电商+DTC”模式



资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

3、国内软体市场趋向成熟，行业集中度有望提升

受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场渗透率存在提升空间，床垫市场集中度有望进一步提升。随着住房翻新需求逐渐提升，软体家具行业将逐渐进入存量房市场，预计新房需求占比降低，二手房及在住房等存量需求进一步提升。从细分品类来看，截至 2021 年我国功能沙发渗透率仅有 15.6%，随着消费主体年轻化，沙发功能偏好增强，购买力及意愿的提升将促进功能沙发市场超越传统固定沙发市场，获得进一步增长。从床垫行业来看，行业呈现“大行业、小公司”

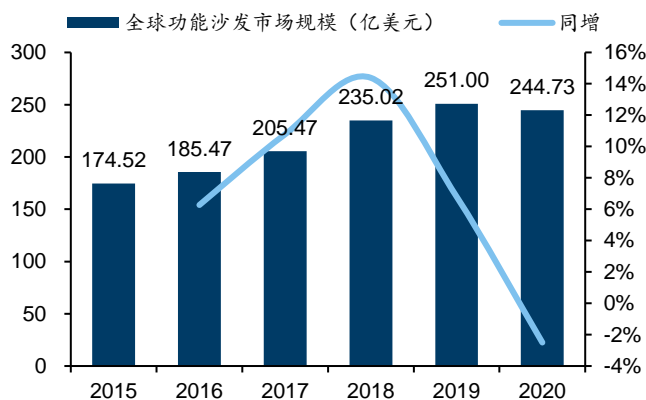
的特点，随着消费者品牌认知提升及渠道持续拓展，市场份额有望进一步向龙头靠拢。

3.1、国内沙发市场：行业整体趋于稳定，功能沙发快速发展

随着全球经济水平的不断提升和疫情后的加速修复，全球功能沙发市场规模预期恢复迅速发展的态势，北美领先欧洲、亚太地区，占据较高的市场份额。据匠心家居招股说明书，全球功能沙发市场规模由 2015 年的 174.52 亿美元增长至 2019 年的 251.00 亿美元，受疫情影响 2020 年功能沙发市场规模下降为 244.73 亿美元。从消费区域的角度来看，2020 年北美市场份额占据双品类领先地位，亚太地区与欧洲地区差距随着经济增速差异扩大逐渐缩小。

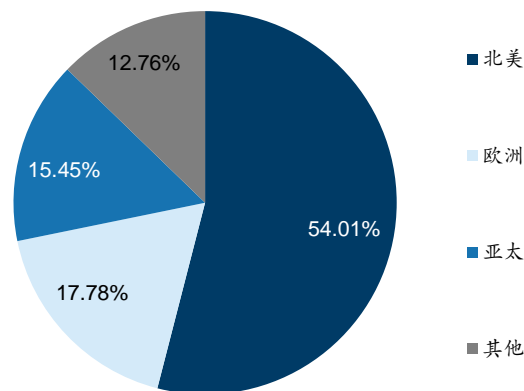
受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场增长性较强，而渗透率相对较低。据匠心家居招股说明书，目前中国的沙发市场整体趋于稳定，从细分品类来看，我国功能沙发市场规模从 2014 年的 42.52 亿元增长至 2020 年的 87.8 亿元，年复合增长率为 12.85%。从市场渗透率的角度来看，据观研报告网，美国功能沙发渗透率在近年平均保持 40% 的渗透率，而截至 2019 年我国功能沙发渗透率仅不及 10%。随着消费主体年轻化，沙发功能偏好增强，购买力及意愿的提升将促进功能沙发市场超越传统固定沙发市场，获得进一步增长。

图 26：受疫情影响全球功能沙发市场规模增速放缓



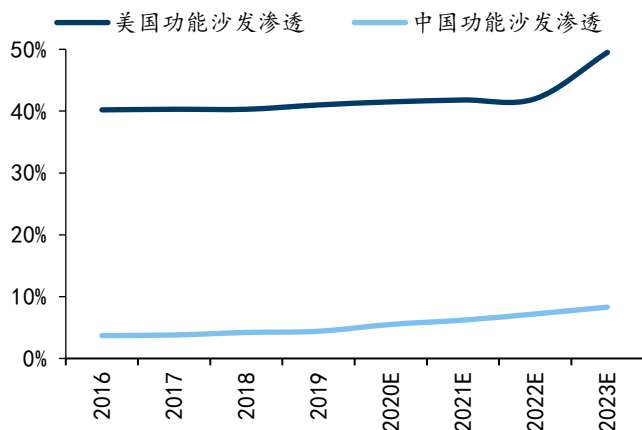
资料来源：匠心家居招股说明书，国海证券研究所

图 27：北美占全球功能沙发市场主导（2020 年）



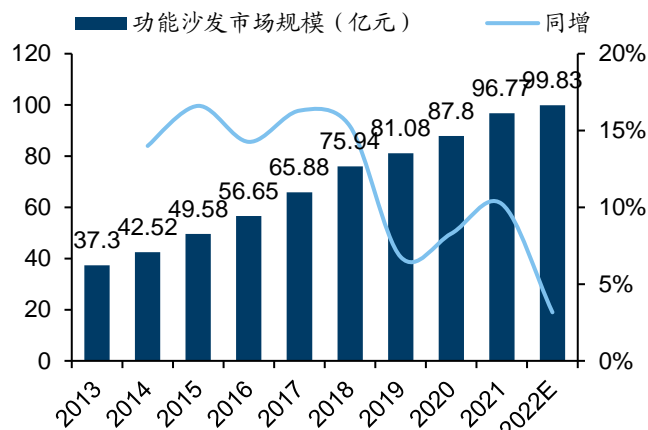
资料来源：匠心家居招股说明书，国海证券研究所

图 28：中国功能沙发渗透率相较美国仍有提升空间



资料来源：观研报告网，国海证券研究所

图 29：中国功能沙发市场规模稳步增长



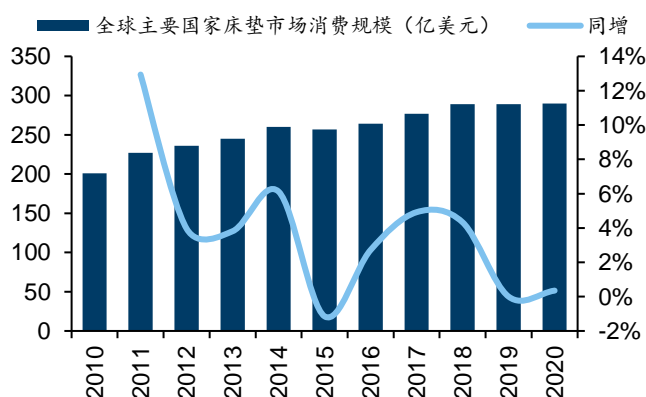
资料来源：匠心家居招股说明书，国海证券研究所

3.2、国内床垫市场：集中度逐步提升，拓展个性化定制模式

3.2.1、国内床垫市场增量增速趋近海外，集中度有望提升

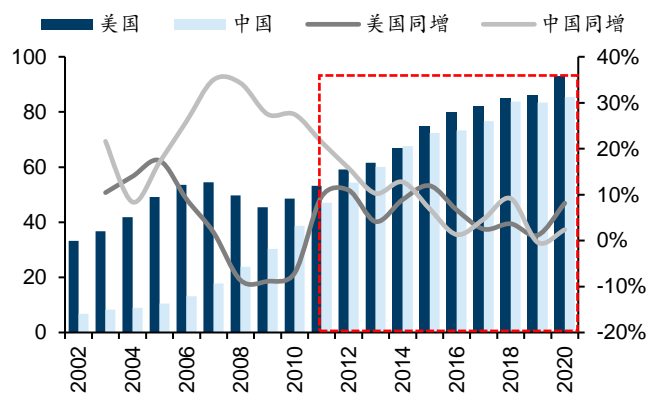
全球主要国家床垫消费规模稳步提升，中美两国分居全球前二，发展态势逐渐趋近。根据 CSIL 统计，2020 年主要国家床垫消费合计达 290 亿美元，规模稳步增长。美国、中国、印度、巴西等国家占全球床垫消费量约 72.07%，美国、中国在全球床垫市场分居全球前二，消费量显著高于其他国家。2010-2020 年，中国床垫行业消费规模的年均复合增长率达到 6.15%，高于其他国家床垫消费市场的增速。2011 年前后至 2020 年间，中美床垫消费规模增量差异渐缩，增速趋同。

图 30：全球主要国家床垫市场消费规模稳步提升（亿美元，%）



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，国海证券研究所

图 31：中美床垫行业消费规模增量差异逐渐缩小（亿美元，%）



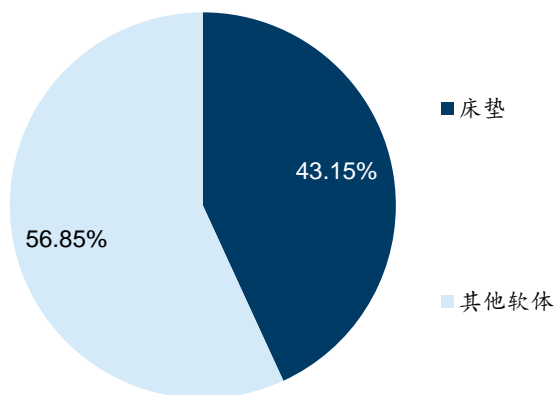
资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，国海证券研究所

注：2014 至 2020 年美国床垫行业消费规模数据为根据慕思股份招股说明书数据估算

国内床垫市场占家具消费规模的比例略高于全球整体水平。从软体市场的主要

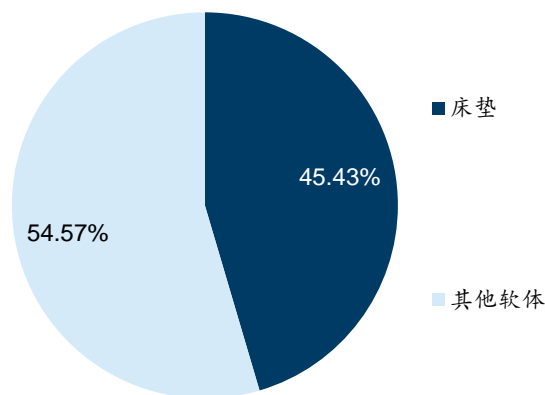
品类消费规模占比来看，据 CSIL 数据，2020 年全球口径下的床垫占整体消费规模的 43.15%，2020 年中国床垫行业消费规模 85.40 亿美元，占中国软体家具消费规模的 45.43%，略高出全球床垫市场占软体行业比例。

图 32：2020 年全球软体家具床垫行业占比较高



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，国海证券研究所

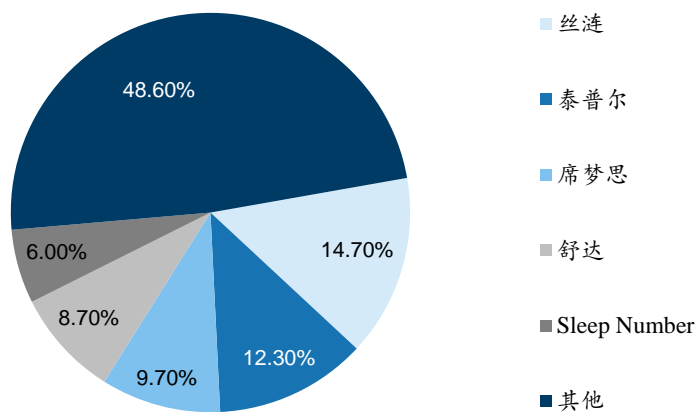
图 33：2020 年中国软体家具床垫行业占比相对较高



资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，国海证券研究所

国内外床垫行业市场结构分化显著。发达国家床垫行业“高集中，低分散”，国内床垫行业“大行业，小公司”。据今日家居，2020 年全美前 5 大品牌（CR5）合计占 51.40% 的市场份额，集中度相对较高。而中国市场行业起步时间较晚，地方性品牌较多，龙头公司集中度仍有提升空间，床垫行业仍呈现出“大行业，小公司”的结构特征。随着住房翻新需求逐渐提升，软体家具行业将逐渐进入存量房市场，预计新房需求占比降低，二手房及在住房等存量需求进一步提升。

图 34：美国床垫行业集中度较高（2020 年）

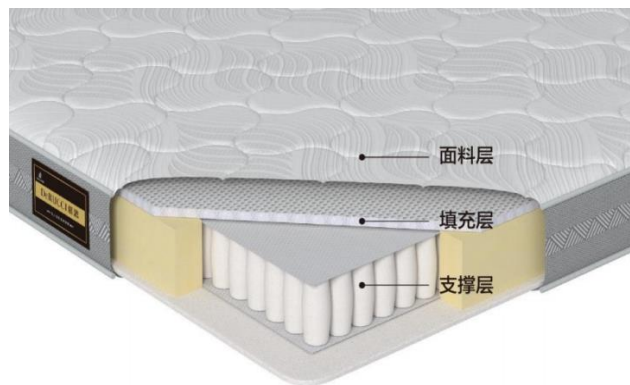


资料来源：Furniture Today，国海证券研究所

3.2.2、弹簧床垫受众广泛，未来或将进入个性化定制阶段

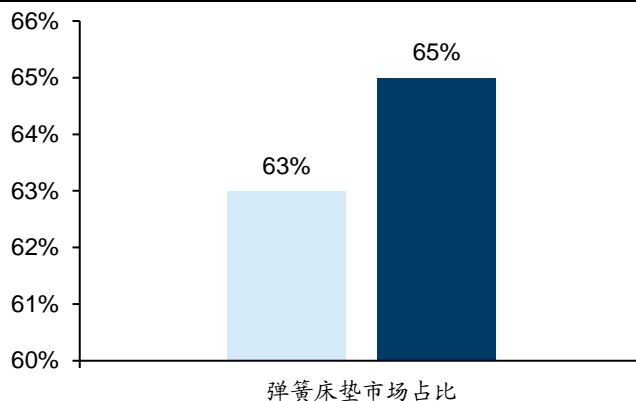
弹簧床垫是全球范围内受众最广的品类。床垫内部结构分为“面料层”、“填充层”、“支撑层”，按照“支撑层”是否含有弹簧材料划分为弹簧床垫与非弹簧床垫，非弹簧床垫大类内部按照“填充层”的主要材质构成进行细分。因具有均匀称重，承托性好等优势，据 CSIL，2018 年全球床垫市场中弹簧床垫的市场份额约为 63%，2020 年国内床垫市场中弹簧床垫的市场份额约为 65%，是全球范围内受众最广的品类。

图 35：按“支撑层”划分弹簧床垫与非弹簧床垫



资料来源：慕思股份招股说明书

图 36：当前全球范围内弹簧床垫占据主流地位



资料来源：慕思股份招股说明书，CSIL，国海证券研究所

伴随着科技进步，“填充层”品类将不断延拓，满足个性化的睡眠需求。非弹簧床市场内部按照“填充层”质料划分为乳胶床垫、海绵床垫、记忆棉床垫、棕榈床垫以及运用 3D 棉、太空树脂球等其它新型材料的床垫。在健康消费能力提升的背景下，追求高质量睡眠的观念逐渐深入人心，根据自身身体结构选择特定睡感、软硬度、耐用性与价格组合的质料将成为未来床垫市场的消费趋势。

表 3：国内市场不同种类床垫特点不同

划分	分类	主要材料	睡感/软硬度	优点	缺点
按“支撑层”主要材质划分	弹簧床垫	弹簧、棕垫、动物毛羽、乳胶、记忆棉、海绵等	适中	均匀称重，承托性好	睡感偏硬；弹簧用久容易变形
非弹簧床垫：按“填充层”主要材质划分	乳胶床垫	天然乳胶或人工乳胶	软	透气性好、睡感柔软	弹性较差；耐用性较差；价格较高
	海绵床垫	海绵	软	价格适中	承托性较差
	记忆棉床垫	慢回弹太空棉	软	睡感柔软，材料根据环境温度和压力产生变化，包裹性好；	支撑性较差；易变形；产品容易变硬；价格较高
	棕榈床垫	椰棕或山棕纤维及少量化纤	硬	承托性好，适合腰椎间盘突出患者	制造过程可能用到醛类粘合剂，环保属性较弱；植物纤维材质易生虫；易变形
	其他材料床垫	3D 棉、太空树脂球等其它材料	适中	承托性好、透气	价格较高

资料来源：慕思股份招股说明书，国海证券研究所

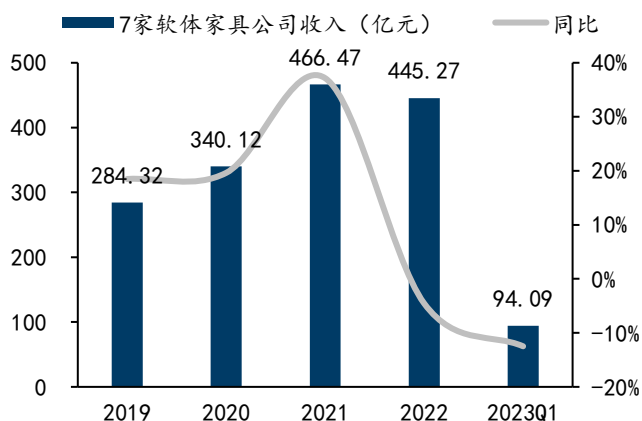
4、软体家具龙头优势凸显，战略升级适应市场变化

多品牌与多品类持续推进，战略升级适应市场变化。随着行业竞争的加剧和流量入口多元化等趋势的出现，软体家具企业开店重视质量与数量，多品牌线下门店建设仍为当前布局重点。受海运费与原材料价格提升的影响，盈利能力有所下降，综合毛利率及各品类毛利率变化主要来自结算汇率变动、渠道及产品结构的调整。从中长期来看，头部企业将持续发力产品设计并向多品类拓展持续推进，进一步凸显龙头优势。

4.1、2022 年行业收入尚在恢复，净利润表现分化

2022 年软体家具行业整体收入尚在恢复。2019 年，随着软体家具行业持续快速发展和行业集中度提升，软体家具公司在新产品研发、多渠道等方面加大投入力度，2019 年 7 家软体家具公司（顾家家居/喜临门/中源家居/梦百合/慕思股份/匠心家居/麒盛科技）收入接近 300 亿元，部分公司各季度收入增速呈现前低后高的趋势。受 2020 年疫情爆发影响，部分公司 2020Q1 归母净利润增速下降，如顾家家居增速同比下降 6.23pct，匠心家居增速同比下降 11.71pct。随着消费场景的复苏实现逐季修复，2021 年 7 家公司全年收入突破 450 亿元大关，同比增长 37.15%。2022 年营业收入约 445.27 亿元，同比下滑 4.54%，归母净利润为 31.17 亿元，同比下滑 12.18%。

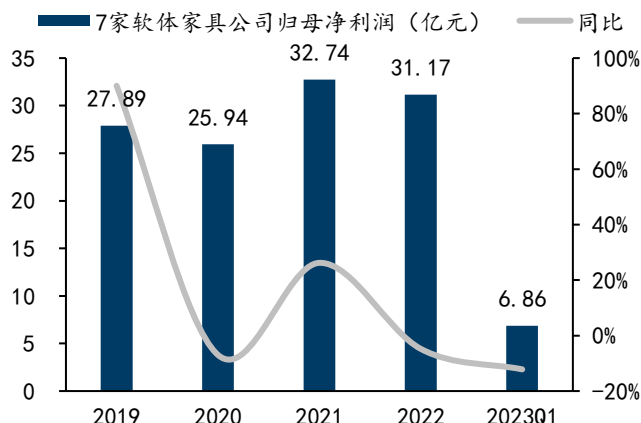
图 37：2022 年 7 家软体家具公司营业收入明显回升



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：考虑数据披露时点区别，在此加总数据不含敏华控股；7 家软体家具公司包括顾家家居、喜临门、中源家居、梦百合、慕思股份、匠心家居、麒盛科技

图 38：2022 年 7 家软体家具公司归母净利润基本持平

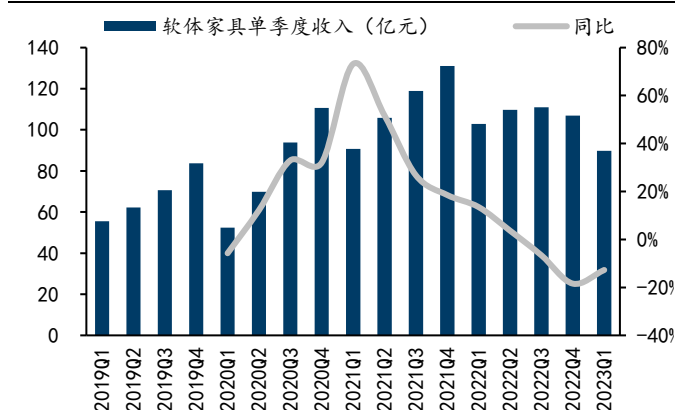


资料来源：Wind，国海证券研究所

注：考虑数据披露时点区别，在此加总数据不含敏华控股；7 家软体家具公司包括顾家家居、喜临门、中源家居、梦百合、慕思股份、匠心家居、麒盛科技

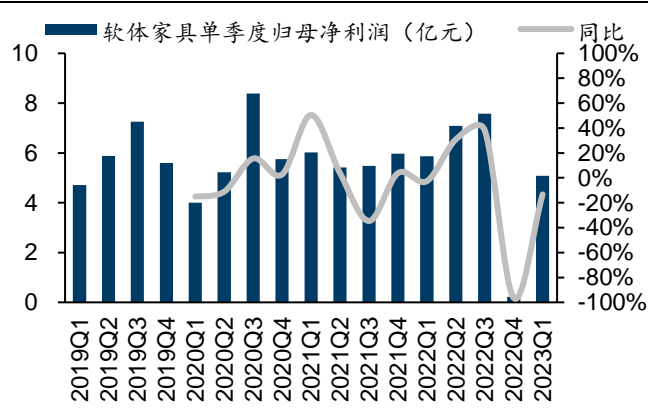
从净利润角度来看，经疫情修复后行业单季度增速趋缓，年度净利润及增速存在一定程度的分化。受疫情影响，2020Q1-Q2 部分软体家具企业净利润下降幅度较大，2020Q4 修复至 2019 年同期水平，达到 5.75 亿元。在小基数的影响下，2021 年全年季度净利润绝对值表现相对平稳，Q1 恢复出色，Q2-Q4 单季度收入呈现逐步递增的修复趋势，增速分别为 73.17%/51.68%/26.75%/18.50%。从年度数据来看，受 2020 年疫情影响，5 家公司净利润由 2019 年的 23.44 亿元降至 18.53 亿元；2021 年修复后净利润上升至 22.89 亿元，增速有所回升。2022 年受到疫情及宏观环境影响，下降为 20.75 亿元。

图 39：部分软体家具公司 2023Q1 收入同比有回升



资料来源：Wind，慕思股份招股说明书，国海证券研究所
注：考虑数据可获得性与可比口径，软体家具企业加总包含顾家家居、喜临门、梦百合、中源家居、慕思股份、麒盛科技

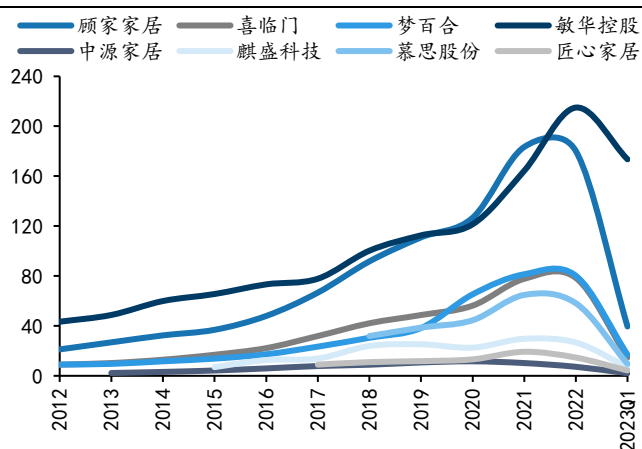
图 40：部分软体家具公司 2023Q1 归母净利润尚在恢复



资料来源：Wind，慕思股份招股说明书，国海证券研究所
注：考虑数据可获得性与可比口径，软体家具企业加总包含顾家家居、喜临门、梦百合、中源家居、麒盛科技，为排除非主营业务导致利润重大变化，顾家家居 2020Q4 数据剔除当期计提商誉减值 4.84 亿元影响

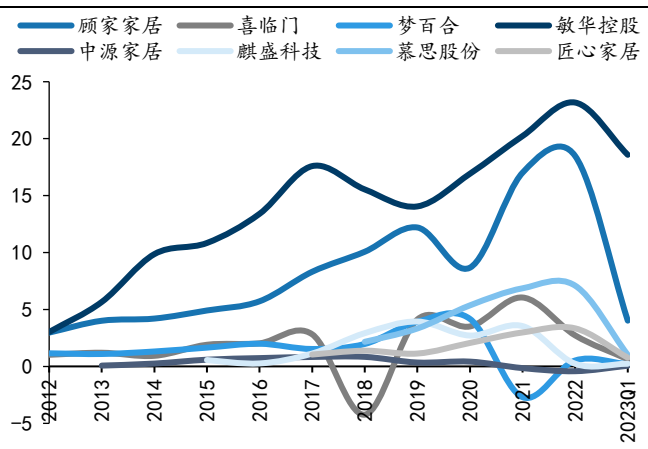
各公司年度营业收入、净利润及相应增速存在一定程度的分化。由于主要销售区域市场环境及应对策略不同，受 2020 年疫情影响各公司净利润表现存在差异，部分公司营业收入增速放缓，净利润呈下降趋势。2021 年，部分公司得益于下游消费需求的复苏，营业收入快速增长产生较强的基数效应使得销售费用率相对下行，且部分实现主营产品高毛利率销售，净利润增长较快；而部分公司抵抗原材料成本上行能力较弱，且发生部分非主营业务成本变动、预计负债损失导致净利润增长不及预期。2022 年，受到疫情扰动、地产市场下行以及外销需求放缓影响，软体公司营业收入整体呈同比下滑态势。因原材料成本、汇率、海运等因素影响，多数公司利润表现较 2021 年有所优化，少数公司因费用前置投放及减值影响利润表现弱于去年同期。

图 41：2022 年软体公司营业收入同比略下滑（亿元）



注：敏华控股数据为对应财年，资料来源：Wind，国海证券研究所

图 42：2022 年公司净利润存在一定分化（亿元）

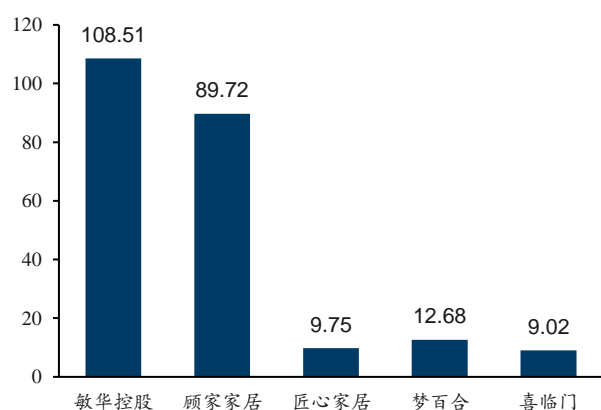


注：敏华控股数据为对应财年，资料来源：Wind，国海证券研究所

沙发市场梯队分化明显，床垫市场头部企业收入规模相对均衡，顾家家居双品类

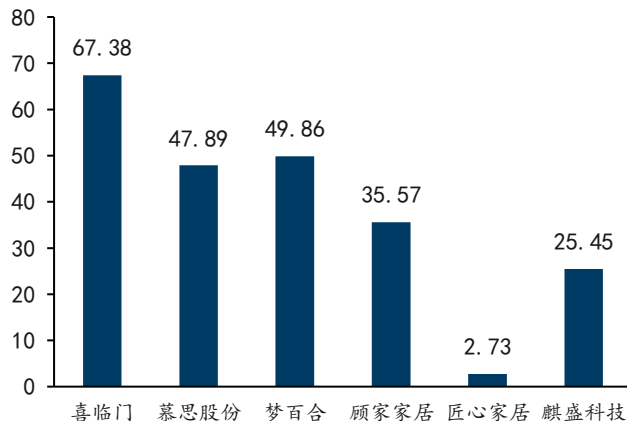
收入总额最高。对比沙发与床垫两个软体家具的主要品类，收入榜单上 TOP5 头部企业重合率不高。在沙发市场方面，2022 年敏华控股、顾家家居分别以 108.51/89.72 亿元位列行业前二，而匠心家居/梦百合/喜临门的收入分别为 9.75/12.68/9.02 亿元，不同梯队存在数量级差异。在床垫市场方面，2022 年喜临门/慕思股份/梦百合/顾家家居/麒盛科技收入分别为 67.38/47.89/49.86/35.57/25.45 亿元，并未形成差异悬殊的梯队格局。顾家家居在沙发与床垫的两大主要品类分别实现 89.72/35.57 亿元的收入水平，其他公司以较强的单品规模优势为主。

图 43：沙发市场中，敏华控股、顾家家居为收入第一梯队（亿元，2022 年）



注：敏华控股数据经 2022 年港币兑人民币年化汇率调整前后排名不变，资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图 44：床垫市场中，喜临门与梦百合位列前二（亿元，2022 年）



注：床垫市场品类包括“电动床、床垫、床品”，资料来源：各公司公告，国海证券研究所

4.2、深挖渠道潜力，品牌建设当先

随着行业竞争的加剧和流量入口多元化等趋势的出现，软体家具企业开店重视质量与数量。顾家家居在房地产行业红利期驱动家具行业快速发展的时代已率先实现了全国大范围门店覆盖，现在处于从制造型向零售型家居企业转型的关键时期，1+N+X 渠道布局全面推进，布局传统家具卖场的同时寻求其他专营渠道的跨界合作。慕思股份截至 2022 年末共有线下专卖店 5600 余家，计划在未来不断完善零售终端网络布局。截至 2022 年末，梦百合旗下加盟店、直营店的门店数量分别达到 1171/282 家。

多品牌线下门店建设仍为当前布局重点。以床垫市场为例，消费者的线下门店体验产品可以提高客源转化率和购买率，而随着消费升级的趋势不断上行，市场集中度逐渐提高，品牌门店建设的重要性日益凸显。顾家家居发力布局大店/综合店与多类型品类店，全面开启 1+N+X 渠道变革。喜临门自 2018 年开始分设喜临门、M&D、夏图品牌专卖店，进一步强化全国门店精致化星级认证，有效提升了终端销售业绩。

表 4：2022 年软体家具公司的开店增速有所回升，经销/加盟类门店高于直营门店（家）

公司\年份	2019A	2020A	2021A	2022A	2020 同增	2021 同增	2022 同增
顾家家居（经销店）	6377	6581	6304	6600	3.20%	-4.21%	4.70%
慕思股份（经销店）	1906	1401	1179	-	-26.50%	-15.85%	-
梦百合（加盟店）	525	767	1171	1171	46.10%	52.67%	0.00%
顾家家居（直营店）	109	110	152	143	0.92%	38.18%	-5.92%
慕思股份（直营店）	145	97	108	-	-33.10%	11.34%	-
梦百合（自营店）	121	181	293	282	49.59%	61.88%	-3.75%
喜临门（合计）	3000	3643	4495	5273	21.43%	23.39%	17.31%
专卖店	2168	2340	3899	3280	7.93%	66.62%	-15.88%
分销店	380	800	-	-	110.53%	-	-
子品牌店	452	503	596	1993	11.28%	18.49%	234.40%
敏华控股（品牌店）	2614	2874	4122	5968	9.95%	43.42%	44.78%
净增长	215	260	1125	1846	20.93%	332.69%	64.09%

注：喜临门子品牌门店包括 Milano & Design (M&D) 沙发专卖店与 Chateau d'Ax (夏图) 客厅家具专卖店；敏华控股均为中国市场门店数据，2019/2020 年专卖店指“芝华仕头等舱”品牌沙发及“芝华仕五星床垫”专卖店及北欧宜居专卖店，2021 年品牌店数据不包括 123 家乐德飞翼智能床及意斯特原有门店；资料来源：各公司公告，国海证券研究所

经销渠道是软体家具行业的主要销售模式，单个公司经销商实力与所处市场环境有关，可通过大客户销售额和占比水平来体现。在出口型企业中，2022 年梦百合前五大客户销售额 20.57 亿元，占公司总收入 25.66%，产品销往美国、英国、日本等全球 73 个国家及地区。麒盛科技前五大客户销售额 18.80 亿元，占公司总营收 70.57%，与多家客户建立了长期战略关系，比如美国知名床垫生产销售商舒达席梦思、泰普尔丝涟。匠心家居的主营产品智能电动沙发、智能电动床主要销往美国市场，在全球排名靠前的零售商带动作用，公司前五大客户占比位于行业较高水平，2022 年占比达到 54.94%。在内销型企业中，2022 年前五大客户销售额绝对值相似，占比相差较小。慕思股份 2022 年前五大客户销售额 10.61 亿元，占比最高，达到 18.25%，第一大客户占营业收入比例 11.48%。

图 45：出口型企业前五大客户销售额绝对值与占比差别较大（2022）

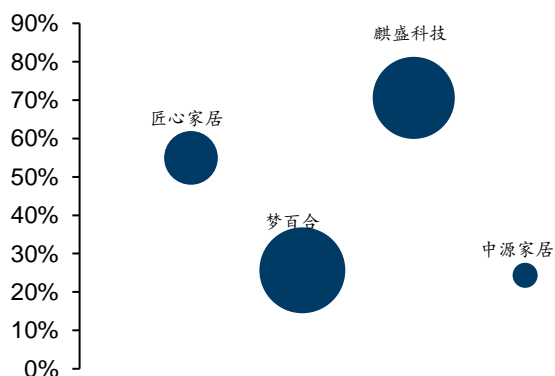
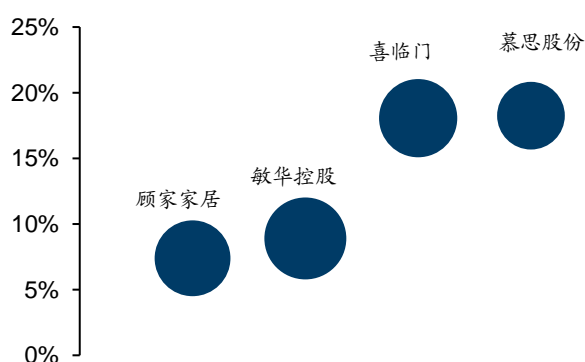


图 46：内销型企业前五大客户销售额绝对值相似，占比相差较小（2022）



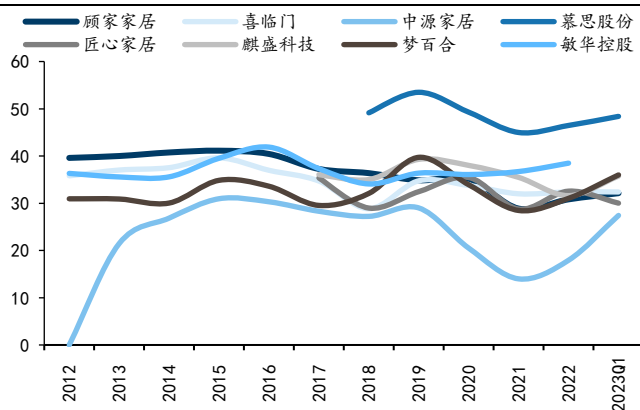
注：圆圈大小代表收入规模，资料来源：各公司公告，国海证券研究所

注：圆圈大小代表收入规模，敏华控股数据经 2022 年港币兑换人民币汇率调整，资料来源：各公司公告，国海证券研究所

4.3、宏观因素变动叠加结构变化影响盈利能力

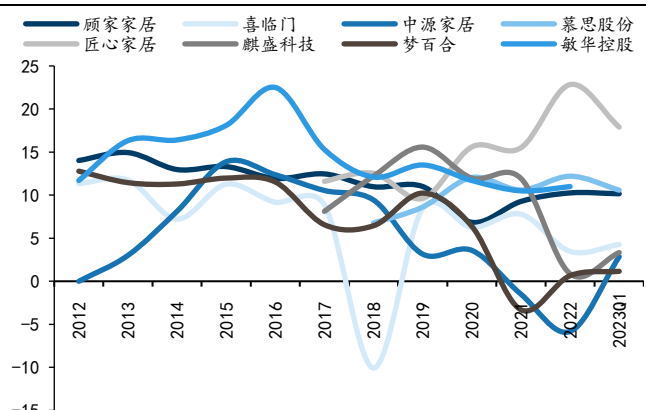
受海运费与原材料价格回落影响，盈利能力整体有所提升，综合毛利率及各品类毛利率变化主要来自海运费及原材料价格回落、产品推新与内部降本。2022 年宏观经济周期性变动，海运费及大宗原材料成本高位回落，软体家具企业在成本端压力减轻的情况下，通过提升品牌力的同时调整价格、精益内部成本控制等策略推动盈利能力进一步优化。从年度数据来看，软体家具行业主要上市公司的综合毛利率均有所回升，净利率呈现分化趋势，出口业务享受汇兑收益，同时部分企业费用投放前置，与收入显效不匹配，拖累净利率表现。

图 47：2022 年软体家具企业综合毛利率回升 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

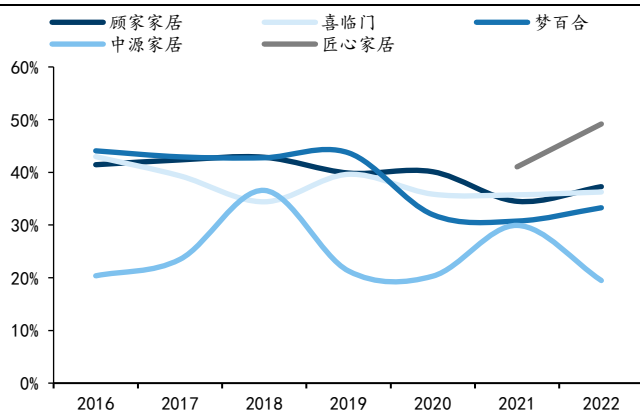
图 48：2022 年软体家具企业净利率分化 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

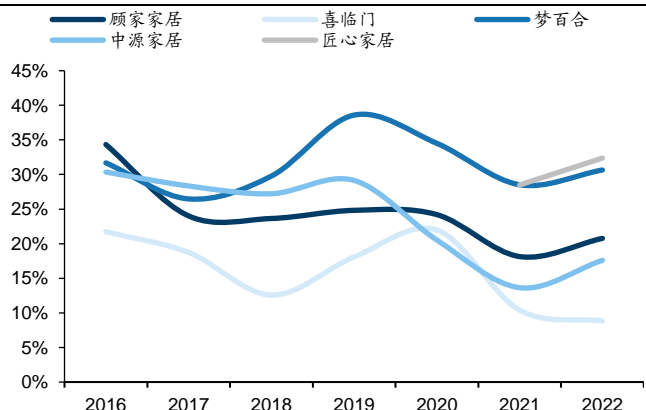
境内业务毛利率表现分化，境外业务毛利率呈回升趋势。软体家具企业外销业务主要以美元结算，若人民币汇率先于产品价格调整持续走弱，外销产品收入与毛利率将受益提升，并伴随有较高的美元应收账款汇兑收益，反之人民币升值则对出口业务形成相应负面贡献。2022 年人民币先对于美元整体走弱，利好软体公司境外业务盈利能力。

图 49：2022 年境内业务毛利率表现分化 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 50：2022 年境外业务毛利率呈现回升趋势 (%)



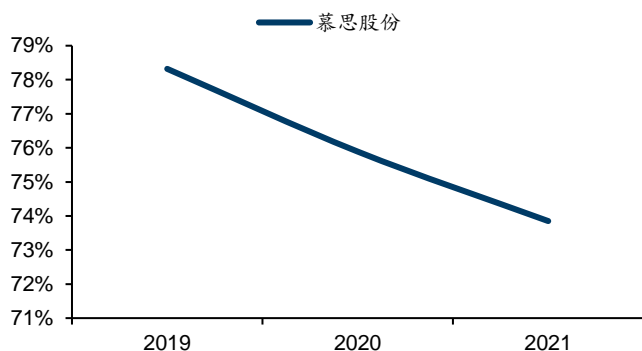
资料来源：Wind，国海证券研究所

直营渠道毛利率持续下降，直供渠道毛利率 2021 年降幅趋缓。直销模式按照渠道可以划分为直营店、直供等销售渠道，直供渠道近年在家具行业内兴起，是指针对行业内地产、家具、酒店等客户采取的由厂家直接销售的模式，具有规模化

和标准化特点。慕思股份以内销大陆市场为主，直营渠道毛利率由 2019 年 78.32% 持续下降到 2021 年 73.85%。

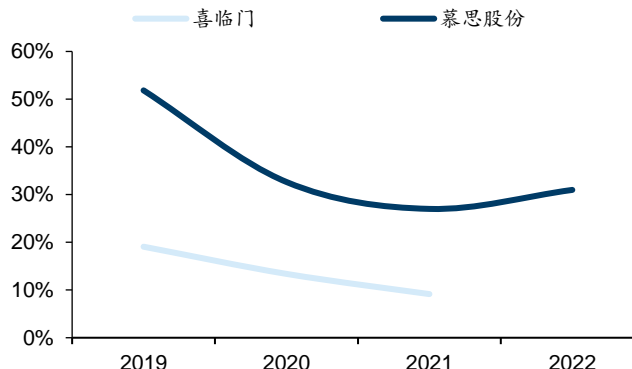
经销渠道毛利率受市场竞争加剧及价格影响有所降低，电子商务/线上销售渠道毛利率明显有所下降。截至 2022 年，喜临门/慕思股份的经销渠道毛利率分别为 43.39%/45.70%。电商渠道包括官方旗舰店、平台自营店等模式，2022 年喜临门/慕思股份的电商渠道毛利率分别为 40.92%/57.26%。

图 51：直营渠道毛利率持续下降（%）



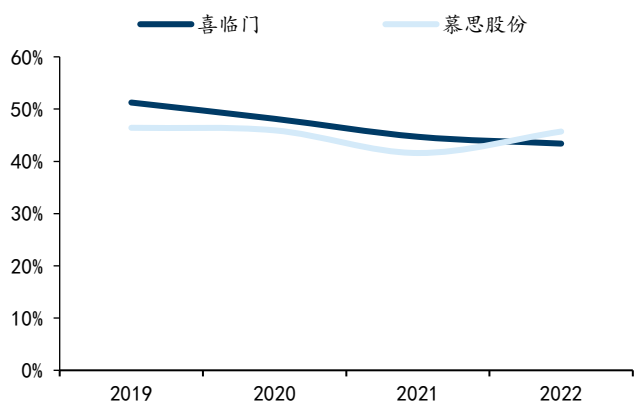
资料来源：慕思股份公告，国海证券研究所

图 52：2022 年慕思股份直供渠道毛利率回升（%）



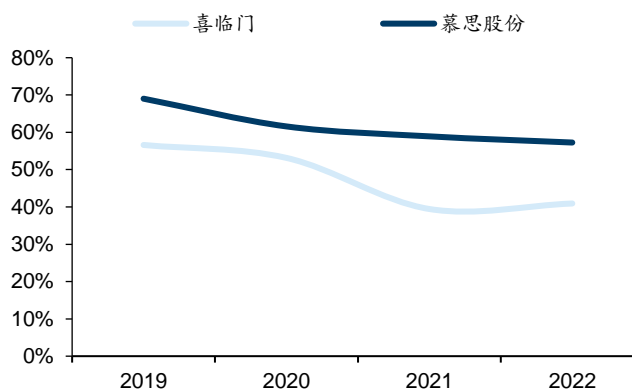
资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图 53：2022 年经销渠道毛利率分化（%）



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

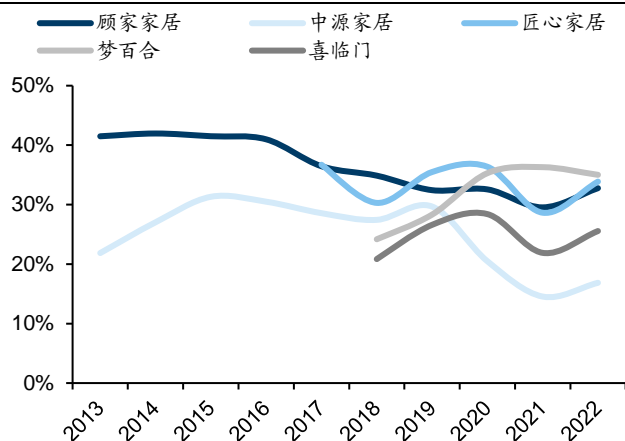
图 54：2022 年电商渠道毛利率有所降低（%）



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

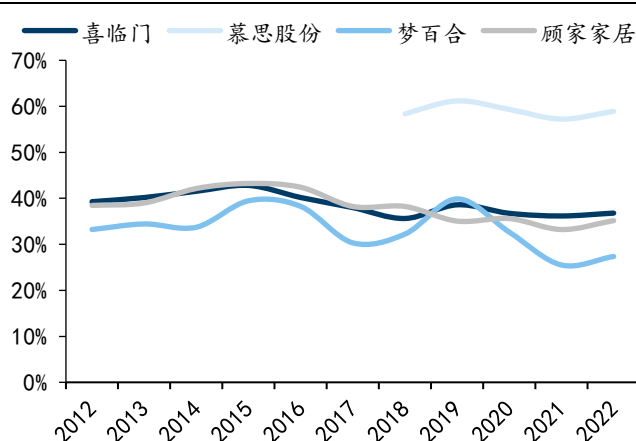
从分品类的角度看，沙发毛利率普遍提升，床垫毛利率存在分化。2022 年沙发产品呈现未增收却增利的情况，推断或为原材料采购成本下行及产品结构升级影响。床垫产品毛利率有小幅回升。

图 55: 2022 年沙发毛利率整体回升 (%)



资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

图 56: 2022 年床垫毛利率小幅回升 (%)

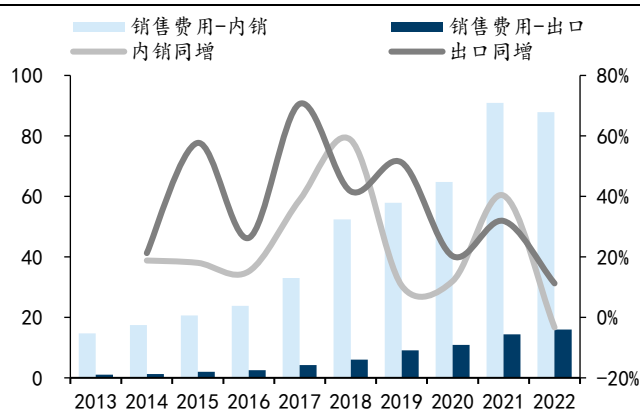


资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

销售费用率同比上升; 内销型企业管理费用率有所提升, 出口型企业稳定。2022 年软体家居企业收入同比承压, 而在行业竞争更为激烈的情况下销售费用投放同比多有增长, 致使销售费用率同比有所提升。从管理费用率的角度看, 2019-2022 年间的阶段性费用结构优化使得管理费用同比增速降低, 管理费用率逐渐下降至相对稳定的状态, 考虑到未来一体化经营流程的更新与经销门店管理水平的提升, 出口与内销型企业管理费用率有望释放更多优化空间。

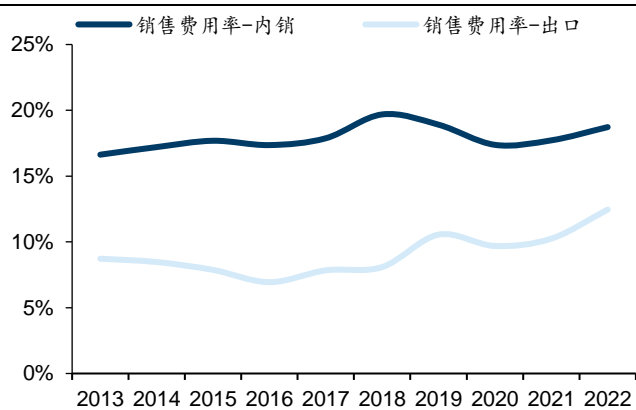
费用投放策略将持续适应市场环境的变化, 通过结构优化调整的方式使投放效果趋近最优。在当前阶段, 家具企业通过信息化系统升级对前后端获客及生产环节进行精益管理及效率优化, 整体费用率达到相对稳定的状态; 而随着直播带货等电商新零售模式的出现以及对线下经销门店数量的增长, 销售费用的变化将更多体现为投放的结构调整, 从传统的广告宣传模式向线上线下协同引流、定向获客的方向转变, 进一步优化费用投放效果。

图 57: 2022 年软体家具销售费用同比持平(亿元, %)



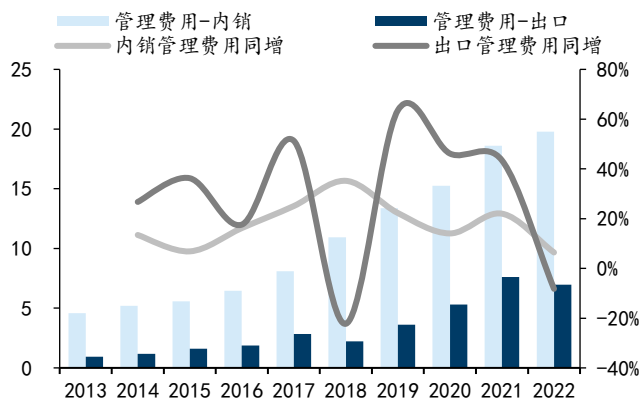
注: 出口型企业包括梦百合、中源家居、匠心家居; 内销型企业包括顾家家居、喜临门、敏华控股(经港币兑换人民币 2022 年年化汇率调整)、慕思股份; 2017 年起加入匠心家居, 2019 年起加入慕思股份, 资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 58: 2022 年软体家具销售费用率有所提升 (%)



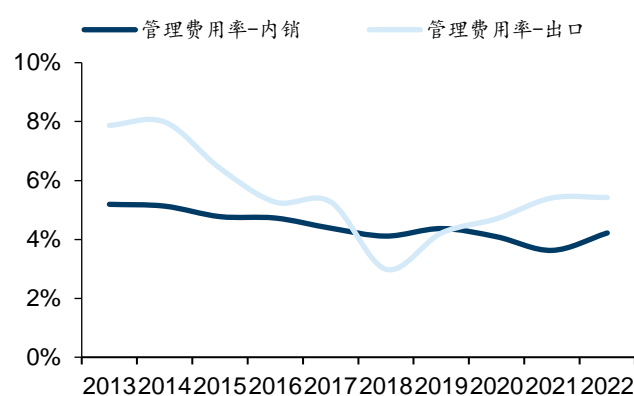
注: 加权销售费用率 = $\frac{\sum \text{销售费用}}{\sum \text{收入}}$, 出口型企业包括梦百合、中源家居、匠心家居; 内销型企业包括顾家家居、喜临门、敏华控股、慕思股份; 2017 年起数据加入匠心家居, 2019 年起加入慕思股份, 资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 59：2022 年软体家具出口与内销型企业管理费用增速趋近（亿元，%）



注：同销售费用注释，资料来源：Wind，国海证券研究所

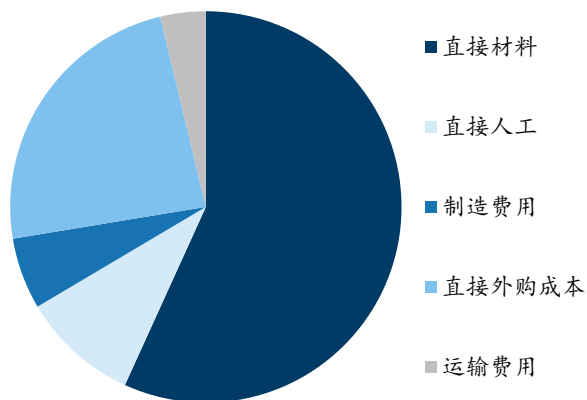
图 60：2022 年软体家具内销型企业管理费用率有所提升，出口型企业稳定（%）



注：加权管理费用率=Σ 管理费用/Σ 收入，其余同销售费用率注释，资料来源：Wind，国海证券研究所

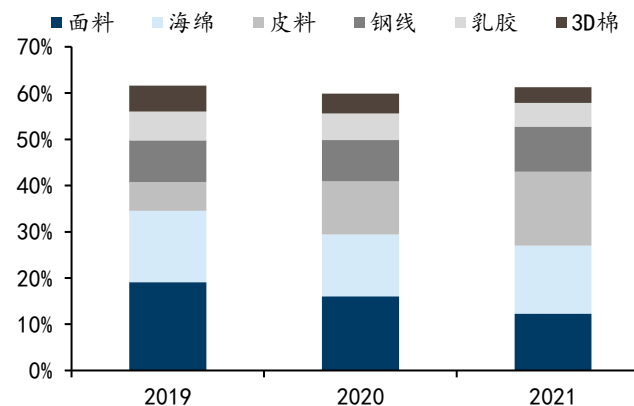
软体家具的主要原材料为皮革、木材、海绵、钢线等材料。软体家具行业上游的制造生产企业众多，均较为成熟完善，可提供稳定充足的原材料。根据慕思股份招股说明书，2019-2022 年公司直接材料占主营成本的比例分别为 65.20%/61.70%/58.18%/56.79%，占比较高。其中，2019 年-2021 年面料、海绵、皮料占直接材料比例约为 60%，占生产成本比例约为 35%。

图 61：慕思股份主要生产成本为用于生产床垫及沙发品类的直接材料（2022 年）



资料来源：慕思股份 2022 年报，国海证券研究所

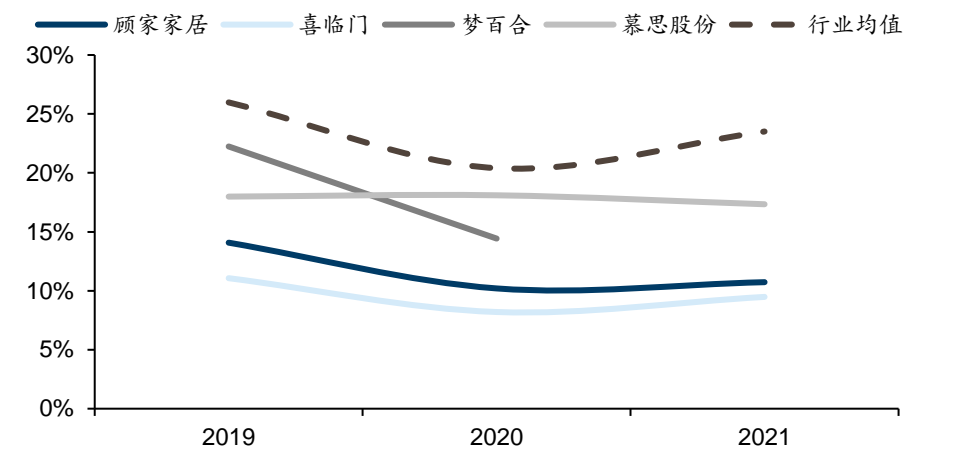
图 62：慕思股份的直接材料中，海绵、面料、皮料分是主要原材料



注：参考慕思股份招股说明书中的详细成本拆分数据，资料来源：慕思股份招股说明书，国海证券研究所

相对于原材料厂商的集中度，软体家具企业议价能力的提升在一定程度上化解原材料价格上涨对盈利能力的负面影响。软体家具企业主要原材料中，木材和钢材受全球宏观经济因素影响较大。以床垫市场为例，床垫产品的料工费占比稳定，呈上涨趋势的原材料采购价格将通过较高的直接材料占比使生产端承压，而企业提升产品力和市占率有望获得更强的议价能力。此外，企业主要原材料供应商集中度低于行业均值可以在一定程度上为后端释放盈利空间。

图 63: 头部企业主要原材料供应商集中度通常低于行业均值



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4.4、发力产品设计，多品类拓展持续推进

重点发力产品设计环节，由单品带动室内空间智能化升级。由于不同企业主营业务发展阶段存在差异，各家公司通过自主研发核心技术、收购生产线、与海外龙头企业合作等方式发力产品设计环节，由锚定某一特定品类或细分赛道转向室内空间的智能化改造。随着核心主品类规模的持续成熟，中长期有望持续向多品类方向转型拓展。

表 5: 回顾各公司发展进程，2021-2023 年注重产品设计与创新

公司	2021、2022、2023 年最新成果展示	“智能化+功能化”战略发展历程
梦百合	 <p>0压智能床3件套 智能床=集成智能软床+电动升降床架+0压绵床垫</p> <p>20cm0压绵床垫 电动升降床架 智能软床</p>	<p>2003 年: 公司成立, 2008 年公司自主品牌 Milily 梦百合品牌正式创立, 2017 年公司更名为梦百合。</p> <p>2017 年: 推出 Milily 梦百合智能床垫、智能电动床、智能止鼾枕, 借助智能科技, 引领智能睡眠变革, 带来新的利润增长点。</p> <p>2018 年: 募集资金 51,000 万元, 用于投资智能仓储中心建设项目、功能家居研发及产业化等项目。</p> <p>2019 年: 0 压智能产品进入海尔智能生态体系, 联手优势品牌, 共同打造 0 压智能卧室。</p> <p>2020 年: 持续推进与海尔公司打造 0 压智慧卧室的合作, 布局华为 HiLink 生态, 持续关注智能产品研发与推广。</p> <p>2022 年: 将重点推出 NISCO LIVING 沙发新品类, 通过融入 0 压记忆绵材质, 满足消费者全屋 0 压式生活需求。</p>

<p>敏华控股</p>	 <p>科学七区承托体系 让[久躺]和[躺卧]一样舒适</p> <p>肩背区 腰椎区 臀部区 手臂区 大腿区 小腿区 脚踝区</p>	<p>1992 年：成立敏华控股。1996 年：于深圳开设第一家芝华仕专卖店。</p> <p>2011 年：成立锐迈科技，提前布局功能沙发核心零部件智能铁架研发生产。</p> <p>2019 年：突破欧式小铁架生产，向市场逐步推出小巧美观舒适的功能沙发。</p> <p>2020 年：研发推出“零重力平躺”、“零靠墙”、“美观吊脚”等系列创新功能的新型智能家具产品，实现生产尺寸小、美观、轻盈、平躺等更加升级版功能沙发。</p> <p>2021 年：收购智能家具生产线公司，实现智能铁架领域全方位布局（美式、意式、德式齐全）。</p>
<p>慕思股份</p>	 <p>权威认证人体工程学分区设计 针对性舒缓压力</p> <p>基于人体工程学，采用分区释压技术，划分不同释压程度的五区，根据不同受力点释压，舒缓压力。</p> <p>2.1mm 释压区 1.9mm 释压区</p> <p>小腿 大腿 腰背 臀部 头部</p> <p>释压 1.1区 释压 1.2区 释压 1.3区 释压 1.4区 释压 1.5区</p> <p>释压 1.1区：释压 1.2区：释压 1.3区：释压 1.4区：释压 1.5区</p>	<p>2007 年：成立有限公司。</p> <p>2020 年：成立股份公司。</p> <p>2022 年：向“健康睡眠技术研究中心建设项目”募集资金 1.49 亿元。推出 T10 智能睡眠系统，可通过床垫内置传感器，实现心率、呼吸、体动、打鼾等监测，智能匹配人体各部位所需的软硬度，自适应人体脊椎生理曲线，提升睡眠质量。</p> <p>2023 年：发布 2023 健康睡眠新战略，以科技为翼，推进睡眠革命 3.0 时代，推出旗舰新品“世纪梦”</p>
<p>匠心家居</p>		<p>2021 年：公司上市，从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售。</p> <p>2021 年：专为中国康养市场服务的匠心医疗在常州总部开始组建，与养老公寓、康复医院、以色列研究机构等单位合作。</p> <p>2021 年：研发出康养机构智能床、多体位康复治疗床、家用护理智能床等创新产品。</p>
<p>中源家居</p>	 <p>智能仓</p>	<p>2016 年：成立子公司“浙江慧动智能家居有限公司”，主营智能家居用品、家具及配件的生产、销售。</p> <p>2020 年：开展“机器换人”，推行智能仓储系统，将仓储信息库与生产信息库打通，形成一套高效物流仓储体系。</p> <p>2021 年：推进生产基地项目建设，已完成募投项目“年产 53 万件沙发扩建项目”中的智能仓项目建设。</p>

资料来源：各公司官网，各公司公告，淘宝网，慕思股份招股说明书，中源家居招股说明书，国海证券研究所

2022 年，各公司基于自身发展阶段与行业洞察，以产品设计为核心，从制造、品类结构等方面进行战略布局。从产品设计的角度来看，顾家家居、喜临门与慕思股份从材料、结构、设备、品牌等角度进行布局，推动工业设计创新性发展与产品矩阵的迭代升级。中源家居以功能沙发为核心，强调产品制造流程的标准化，梦百合持续深化特色“0 压”睡眠标签，强化产品体验。考虑到培养内生型科研工作者的的重要性，敏华控股与匠心家居率先提出抢占智能化人才赛道。

表 6：2022 年软体公司基于自身“智能化+功能化”发展阶段，从不同维度进行战略布局

公司	战略维度	战略规划
顾家家居	3 个智能化：品牌、材料、家具智能化 4 项新技术：新材料、新工艺、新结构、新设备	荟聚国内外顶尖家居设计团队并不断融入新科技，实现了家具产品时尚化、科技化和智能化的转型；持续布局自重力单椅、电动储物床、智能床、智能家居四大项目；数字化能力建设上推动顾家会员 b2c 运营链路闭环及会员系统产品沉淀
喜临门	睡眠相关，寝具智能化	以智能装备化为牵引、打造“人、机、料”一体的高效智慧工厂，利用 CI 改善平台提升工厂组织活力，并加以跨工厂复制，不断促成采购集约化、制造精益化、物流整合化，打通运营流程，加强全局协调能力。
慕思股份	2023 健康睡眠新战略	布局以科技为翼，以创领者姿态强化产品研发，以创领者姿态，推进睡眠革命 3.0 时代，倡导科学提升睡眠。
梦百合	持续推进梦百合“0 压”品牌主张和“照顾者”人设	继续深化具有 MLILY 梦百合品牌特色的试睡项目，强化产品体验，打造梦百合触觉标签；初步建立了标准化的全球数据中心，进一步打造数字化、智能化工厂。
中源家居	制造流程智能化	坚持以专业的功能沙发等软体家居制造为核心，积极向关联品类拓展，通过营销模式的变革与创新，持续扩大自有品牌影响力，实现市场多元化、制造智能化、研发标准化、财务信息化、管理扁平化、人才专业化，努力成为以功能沙发为主，软体、板式多品类的综合性家居运营商。
敏华控股	将在智能制造、数字化管理和品牌影响力等方面加大投入	将在智能制造、数字化管理和品牌影响力等方面加大投入，通过生产过程自动化一体式作业，实现沙发工艺再次突破创新，降低人工成本。重视人才培养和组织梯队建设，实施五年管培生计划，不断完善绩效政策，实施组织革新战略。
匠心家居	坚持尊重人才，国际化布局	未来公司已形成独特的文化、氛围和可以确保人才得到重用及发挥的环境，决心要逐步发展成为全球家具市场的消费者品牌

资料来源：各公司公告，慕思股份官方公众号，国海证券研究所

4.5、拓展多空间多产品，套餐营销策略升级

4.5.1、顾家家居：一体化整家升级

顾家家居迈向从“全屋定制”到“一体化整家”的升级。2023 年 2 月，顾家家居启动一体化整家战略，将“全屋定制”全面升级成为“一体化整家”，提出设计、制造、研发、交付、服务等“7 个一体化”。整家套餐具备“全自制、不拼凑、零增项、自由选”的特点。2023 年 5 月，公司发布一体化整家升级战略，着力实现沙发、床、床垫、衣柜、橱柜、护墙、木门等全品类自制。

表 7：顾家家居一体化整家套餐内容

发布时间	2023.2.4
套餐名称	39800 元套餐
套餐价格（元）	39800
全屋定制	20 m ²
背景墙	5 m ²
家具家品	3 件客厅家具+5 件餐厅家具+2 件卧室家具
橱柜	7 m ²
其他	加 999 换购 KUKA 木门，不含五金，时尚系列 36 款 任选

资料来源：顾家家居官方公众号，国海证券研究所

图 64：顾家一体化整家实现“7 个一体化”



资料来源：今日家居公众号，国海证券研究所

4.5.2、慕思股份：从强势单品出发走向套系化营销

套系化打法带动床垫床架配套率持续提升。慕思股份深耕健康睡眠领域，占据国内中高端床垫市场自主品牌第一的份额。公司采用套系化销售打法，以强势单品床垫为抓手带动床架、床头柜、床品等销售，提升产品连带率。同时，公司推出“全家庭×全生命周期×全场景”健康睡眠解决方案，将消费场景从单一主卧空间扩展到主卧连带老人房儿童房多空间，带动客单值提升。

在套系化营销打法下，公司床架:床垫销售配套率由 2018 年的 26.21%提升至 2021 年的 38.19%。据公司 2022 年 8 月 22 日的投资者关系活动记录表，通过床垫床架连带率、床头柜产品的配套、产品套餐销售等措施，公司客单值稳步上升，从前几年的 1.5-1.7 万元，到 2022 年 8 月平均 2.1 万元，未来有望达到 2.5 万元。

2023 年 3 月，公司发布旗舰新品“世纪梦”，主推 16999 元套餐同样沿用套系

化销售方式，以床垫搭配床架形式进行销售。

图 65：2018-2021 年慕思股份床垫对床架连带率有所提升

	2018	2019	2020	2021
床垫销量 (万张)	74.52	93.04	113.97	157.64
yoy		24.85%	22.50%	38.32%
床架销量 (万套)	19.53	22.46	36.68	60.20
yoy		15.00%	63.31%	64.12%
床架：床 垫配套率	26.21%	24.14%	32.18%	38.19%

资料来源：慕思股份招股说明书，国海证券研究所

图 66：慕思股份新品“世纪梦”仍以床垫配套床架的套餐形式销售

	套餐内容	套餐价格
1	1.8m*2m 世纪梦套床 (床垫+床架)	16999 元
2	1.8m 世纪梦主卧 +1.5m 世纪梦次卧	23800 元
3	1.8m 世纪梦主卧 +1.5m 世纪梦次卧 +1.5m 儿童套床	32688 元

资料来源：慕思股份新品发布会，国海证券研究所

4.5.3、敏华控股：围绕核心单品拓展品类提升连带

敏华控股围绕核心单品功能沙发打造客卧空间多样套餐。敏华控股开展 315 品质升舱节活动，围绕功能沙发核心单品，拓展客厅空间品类，提升连带，同时通过电动床切入卧室空间，促进客单提升。

图 67：敏华控股套餐实现客卧多品类连带



资料来源：芝华仕品牌公众号，国海证券研究所

图 68：敏华控股套餐实现客卧多品类连带



资料来源：芝华仕品牌公众号，国海证券研究所

5、行业评级和重点关注标的

受传统消费偏好影响，当前国内功能沙发市场渗透率存在提升空间，床垫市场逐渐向成熟阶段过渡，集中度有望进一步提升。随着住房翻新需求逐渐提升，软体家具行业将逐渐进入存量房市场，预计新房需求占比降低，二手房及在住房等存量需求进一步提升。从床垫行业来看，行业呈现“大行业、小公司”的特点，随着消费者品牌认知提升及渠道持续拓展，市场份额有望进一步向龙头靠拢。重点

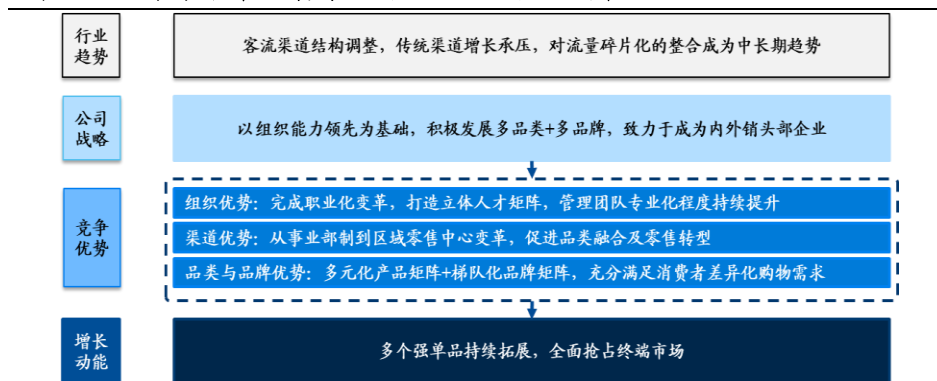
关注标的：顾家家居、喜临门、慕思股份、敏华控股。

5.1、顾家家居：内销稳健增长，大家居持续推进

渠道布局持续推进，大家居业务稳步推进。公司积极推进“1+N+X”的渠道发展战略，在巩固品类专业店优势下，积极打造多品类组合的融合大店模式，致力于发展全品类大家居的变革与创新，进一步构建渠道势能。同时公司顺应流量碎片化趋势，积极打造线上线下协同发展，拓宽用户触达面。随着公司信息化系统持续完善优化，以及仓储物流配送等环节标准化推进，有望逐步从制造型向零售型家居企业转型。

外销业务短期承压，中长期有望实现盈利能力改善提升。受海外需求回落、并购公司拖累等因素影响，外销业务短期承压；随着公司积极拓展目标市场及产品类型，有望实现稳步增长，成本端改善及规模释放逐步释放，有望带动盈利能力改善提升。

图 69：顾家家居中长期有望实现全面抢占终端市场



资料来源：国海证券研究所

我们按照产品结构对公司进行盈利预测，公司主要产品包括沙发、软床及床垫、配套产品、定制家具、红木家具、信息技术服务、其他主营业务、其他业务。核心品类的盈利预测核心假设如下：

- 1) 沙发：考虑疫情后消费力恢复，公司作为沙发行业龙头品牌力犹存，我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 13%/12%/11%；
- 2) 配套产品：考虑大家居发展规划、品类连带率提升空间等因素，我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 20%/20%/20%；
- 3) 软床及床垫：考虑品类增长空间和渠道端拓展，我们预测 2023-2025 年收入增速分别为 20%/20%/20%；
- 4) 定制家具：考虑公司从软体到定制的拓展以及定制家居的开店空间，我们预测 2023-2025 年收入增速为 25%/25%/25%。

在毛利率方面，考虑品类规模效应持续提升以及成本端改善空间，我们预测

2023-2025 年综合毛利率分别为 31.33%/31.27%/31.52%。

在费用率方面，我们假设销售费用率、管理费用率、研发费用率方面存在小幅改善空间。

综合以上假设，我们得到顾家家居的盈利预测如表 8 所示：

表 8：顾家家居收入拆分及盈利预测核心指标

财务摘要（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,342	18,010	20,760	23,904	27,489
同比%	45%	-2%	15%	15%	15%
沙发	9267	8972	10138	11355	12604
同比%	45%	-3%	13%	12%	11%
软床及床垫	3338	3557	4269	5123	6147
同比%	43%	7%	20%	20%	20%
配套产品	3140	3016	3619	4343	5212
同比%	41%	-4%	20%	20%	20%
信息技术服务	930	824	866	935	1010
同比%	49%	-11%	5%	8%	8%
定制家具	660	762	952	1190	1487
同比%	45%	15%	25%	25%	25%
红木家具	126	70	67	67	70
同比%	12%	-44%	-5%	0%	5%
其他主营业务	169	136	143	150	157
同比%	28%	-20%	5%	5%	5%
其他业务收入	711	673	707	742	801
同比%	96%	-5%	5%	5%	8%
归母净利润	1,664	1812	2089	2405	2768
同比%	97%	9%	15%	15%	15%

资料来源：顾家家居公司年报，国海证券研究所

我们预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.54/2.93/3.37 元，公司累积的强大品牌力、组织力、研发设计力、渠道力和产品力等多方面优势，持续优化渠道拓展并积极布局大家居业务，中长期有望实现稳步增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产需求不及预期，原材料价格波动，消费复苏不及预期，大店推进不及预期。

5.2、喜临门：积极拓展自主品牌，电商渠道快速发展

快速抢占下沉市场，积极拓展自主品牌。在渠道端，公司以专卖店模式为主进行线下自主品牌拓展，构建辐射各地市城市和经济发达的县级城市营销网络体系。同时公司快速抢占先机进行渠道下沉，建立分销体系，助力经销商扩大渠道优势。在品牌端，公司通过内生培育和层次搭建，满足各层次客户的品牌需求。

电商业务快速发展，多元化引流体系助力终端。公司在天猫、京东、苏宁易购等电商平台均设有自主品牌旗舰店或自营店，全平台覆盖线上消费群体。随着新零售模式、线上线下营销整合推进，公司强化多元化引流体系，持续助力终端销售。

1) 自主品牌: 我们预测其 2023-2025 年收入增速为 20.9%/19.1%/17.7%。其中，我们预测自主品牌民用 2023-2025 年收入增速为 21.5%/19.3%/17.8%；我们预测自主品牌酒店工程 2023-2025 年收入增速为 13.0%/15.0%/17.0%。

2) 非自主品牌: 我们预测其 2023-2025 年收入增速为 27.7%/23.1%/19.4%。

表 9：喜临门收入拆分及盈利预测核心指标

财务摘要（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,772	7,839	9,519	11,452	13,545
同比%	38.2%	0.9%	21.4%	20.3%	18.3%
自主品牌	5,524	5,435	6,573	7,826	9,213
同比%	57.2%	-1.6%	20.9%	19.1%	17.7%
其中：自主品牌民用	5,054	5,092	6186	7380	8692
同比%	63.9%	0.7%	21.5%	19.3%	17.8%
自主品牌酒店工程	470	343	388	446	522
同比%	9.4%	-26.9%	13.0%	15.0%	17.0%
非自主品牌	2,128	2,307	2,945	3,626	4,331
同比%	19.3%	8.4%	27.7%	23.1%	19.4%
归母净利润	558.8	237.6	659.2	806.7	959.4
同比%	78.3%	-57.5%	177.5%	22.4%	18.9%

资料来源：喜临门公司年报，国海证券研究所

我们预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.70/2.08/2.48 元，公司是我们床垫行业龙头，疫情三年逆势开店积累复苏弹性，同时开展经销商增持计划，绑定经销商利益进一步激发营销动力，强化信心。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产需求不及预期，原材料价格波动，终端销售不及预期，渠道开拓不及预期。

5.3、慕思股份：门店布局稳步推进，品类拓展卓见成效

经销渠道持续深化布局，终端网络进一步优化。在经销和直营方面，截至 2021 年末，公司通过经销、直营渠道发展了覆盖国内 500 余个城市、1,900 余家经销商和 4,900 余家专卖店的完善线下终端销售网络，积极推动渠道下沉、开拓区、县级城市。公司依托与家具卖场多年来形成的稳定、良好的合作关系，销售门店在位置、资源、营销等方面长期拥有竞争优势。

套系化销售积极推行，打开客单价提升空间。公司积极推进套系化销售打法，持续发挥品类拓展优势，凭借公司品类的持续完善和拓展，有望进一步提升客单价增长空间，助力多品类大家居持续发展。

5.4、敏华控股：功能沙发领军企业，内销扩张稳步发展

公司常年占据国内功能沙发龙头地位，市占率持续提升进一步分享国内市场扩张红利。公司功能沙发在国内市场的市占率多年来保持在行业第一，2021 年市占率达到 64.4%，从功能沙发的市场份额提升的速度和达到的规模来看超过国内同行业企业。

公司国内收入占据半壁江山，内销业务成为发展重点。自 2016 年以来，公司的国内收入占比迅速提升，并于 2018 财年上半年达到 45.27%，2023 财年国内收入占比已达 65.64%。随着国内经济发展和消费升级，公司逐步将内销业务作为发展重点。受益于中国功能沙发市场的发展和龙头企业市场占有率的进一步提升，敏华控股的内销业务有望继续保持稳步增长。

我们按照产品结构对公司收入端进行盈利预测，公司产品主要包括沙发及配套产品、Home 集团业务、床具和智能家具部件以及其他产品。

1) 沙发及配套产品：考虑 2022 年疫情影响以及功能沙发渗透率提升影响，我们预测 FY2024-2026 沙发及配套产品年收入增速为 12%/11%/11%；

2) Home 集团业务：随着疫情平息，欧洲市场等地区业绩有望引来增长，我们预测 FY2024-2026Home 集团业务年收入增速为-8%/5%/9%；

3) 床具和智能家具部件：我国智能家居市场快速发展，智能家居品类有望快速增长，我们预测 FY2024-2026 床具和智能家具部件年收入增速为 15%/16%/16%。

表 10：敏华控股收入拆分及盈利预测核心指标

财务摘要（百万港元）	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	21,788	17,789	20,031	22,678	25,294
同比%	33%	-18%	13%	13%	12%
沙发及配套产品	14,617	12,299	13,813	15,338	17,046
同比%	25%	-16%	12%	11%	11%
Home 集团业务	891	613	564	767	614
同比%	17%	-31%	-8%	5%	9%
床具和智能家具部件	5,618	4,144	4,766	5,527	6,411
同比%	52%	-26%	15%	16%	16%
其他业务	371	296	320	336	369
同比%	56%	-20%	8%	5%	10%
其他收入	291	438	569	711	854
同比%	-43%	50%	30%	25%	20%
归母净利润	2,247	1,915	2,267	2,663	3,042
同比%	17%	-15%	18%	17%	14%

资料来源：敏华控股年报，国海证券研究所

我们预测公司 2024-2026 财年 EPS 分别为 0.58/0.68/0.78 港元，公司作为功能

沙发龙头，品牌力全球领先，线上线下全域布局内销渠道，外销渠道布局越南&墨西哥产能，未来业绩有望随全球功能沙发渗透率提升而释放。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产需求不及预期，原材料价格波动，汇率波动风险，出口政策变动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/06/14 股价	EPS			PE			投资 评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
603816.SH	顾家家居	39.70	2.20	2.54	2.93	19.41	15.62	13.57	买入
603008.SH	喜临门	25.61	0.61	1.70	2.08	46.05	15.05	12.30	增持
001323.SZ	慕思股份	35.70	1.77	2.03	2.32	17.71	17.56	15.36	增持
01999.HK	敏华控股	5.15	0.49	0.58	0.68	13.25	8.91	7.58	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所；注：敏华控股货币单位为港币，2023 年 6 月 14 日港币兑人民币即期汇率为 0.91。

6、风险提示

- 1) 房地产需求波动的影响：家居行业作为房地产下游行业，受到上游房地产供给释放量及节奏影响；
- 2) 终端消费复苏不及预期：疫情三年对宏观经济及带来一定压力，居民消费力也受到一定冲击，若终端消费恢复不及预期，家具消费作为高额低频消费亦会受影响；
- 3) 品类拓展进度不达预期：市场转入存量前端客流相对受限，提升客单价已成行业共识，家具行业各类公司通过品类拓展提升客单值的竞争愈发加剧，行业内公司存在品类拓展进度不达预期风险；
- 4) 重点公司盈利不及预期：公司业绩预测具有一定主观性与不确定性；
- 5) 国内外市场不具备完全可比性，相关资料和数据仅供参考。

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“Institutional Investor·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究员，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。