

家具行业深度研究报告

软体家具产业转移正当时，国内龙头放眼全球前景广

推荐（维持）

- **软体家具产业化始于欧美，中国成软体家具主要生产国和消费国。**全球软体家具行业的工业化生产始于二十世纪初的欧洲。进入二十世纪90年代，软体家具行业的制造能力随着全球加工制造技术的进步而大幅提升，市场需求亦不断扩大。根据意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）统计，2017年全球软体家具总产值约737亿美元。软体家具制造业属于劳动密集型产业，受发达国家劳动力成本较高等因素的影响，全球软体家具产业正持续向拥有劳动力价格优势和充足原材料资源的发展中国家转移。目前主要软体家具制造国为中国、美国、波兰、印度、意大利、德国。2017年中国软体家具产值约占全球的46%，软体家具消费量约占全球的31%，已成为全球最大的软体家具生产国和消费国。
- **沙发：中国成为全球主要沙发生产区，欧美品牌占据全球畅销榜首。**全球沙发行业稳步发展，中国、波兰等国依靠较低价劳动力、原材料丰富等优势吸引大量产业转移，成为主要沙发出口国，美英德等发达国家为沙发主要进口国，2016年中国、波兰、意大利沙发出口额全球占比分别为54%、10%和9%，美国、德国、英国沙发进口额全球占比分别为33%、9%和6%。中国沙发行业需求平稳上升，2011-2018年我国沙发行业市场规模年均复合增速7.49%，产量年均复合增速5.33%。**竞争格局方面**，从全球软体家具行业的整体竞争格局来看，行业集中度较低，根据美国调查网站Ranker（www.ranker.com）调查结果，全球排名前20的沙发品牌主要来自欧美。此外，功能沙发逐步兴起，目前市场集中度较整体沙发市场高，其中中国功能沙发市场竞争格局呈现一超多强的态势，2019年敏华控股旗下芝华仕品牌零售额市场份额提升至50.1%。
- **床垫：中国已超美国成为全球最大床垫消费市场，集中度提升空间大。**全球床垫市场规模持续扩大，中国成为全球最大床垫消费市场。根据博思数据发布的《2018-2023年中国床垫市场深度调研与投资前景研究报告》，2017年全球床垫市场规模340.1亿美元，同比增长2.65%，全球床垫消费量5.5亿万个，同比增长2.88%，增速较前期放缓，但整体量仍在逐步扩大。根据国际睡眠产品协会（International Sleep Products Assn., ISPA）公布的统计数据，2017年美国床垫行业市场规模约为87.71亿美元，同比增长6.5%，同期中国床垫消费规模93.10亿美元，同比增长13.8%，中国已超美国成为全球最大床垫消费市场。**竞争格局方面**，全美床垫市场高度集中在头部床垫品牌中，2019年TOP20榜单的床垫制造商出货量占总体市场出货量的94.6%，而其中3S品牌（舒达、席梦思和丝涟3个品牌）占到了47.7%。中国床垫市场集中度低，根据中国产业信息网数据，2017年我国床垫行业集中度CR4仅为14%，未来提升空间大。
- **积极并购，我国软体家具企业有望实现弯道超车。**目前我国A股上市的软体家具公司在原有主业稳定发展的基础上，积极通过并购等形式完善全球产业布局与品牌矩阵。其中顾家家居2012年与战略合作品牌美国“LAZBOY”功能沙发联合推出全新功能沙发品牌“顾家家居 LA-Z-BOY”、2018年收购意大利高端家居品牌“Natuzzi”、德国顶级家居品牌“Rolf Benz”、美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“Delandis 玺堡”组成了满足不同消费群体需求的品牌矩阵；曲美家居2018年10月全资收购挪威国宝级躺椅公司Ekornes，开始加速品牌全球化扩张的步伐；梦百合于2017年收购西班牙思梦及其子公司COMOTEX、MAXCOLCHON，为公司打开自有品牌在欧洲零售市场；2020年2月27日梦百合完成了对美国家具零售商MOR的85%股权交易交割，利用MOR公司的平台实现自有品牌产品在MOR家居零售终端的覆盖。**我们认为，在全球软体家具行业生产制造向亚洲转移、欧美市场发展逐步成熟、中国软体家具市场快速发展但市场集中度低等大背景下，我国软体家具公司料将通过全球产能布局与品牌收购整合实现弯道超车。**
- **风险提示：**中美贸易摩擦加剧、全球“新冠”疫情蔓延、原材料价格大幅波动、技术升级不及预期等。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658
邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	72	1.86
总市值(亿元)	5,605.71	0.82
流通市值(亿元)	3,823.05	0.77

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	5.73	8.02	9.84
相对表现	4.85	7.14	1.22



相关研究报告

《家具行业跟踪报告：渠道变革加速，流量获取能力成取胜内核》

2019-09-05

《人造板行业深度研究报告：行业竞争加剧，龙头企业向上下游延伸优势凸显》

2019-10-21

《品牌家居的白银时代系列报告（七）：渠道管理精细化定生死，区域性定制家具公司的求索之路》

2020-02-09

投资主题

报告亮点

报告的与众不同。本篇报告对全球软体家具发展情况进行梳理基础上，通过对比研究探究全球沙发与床垫行业发展中出现的新趋势与品牌发展前景。

投资逻辑

本篇报告首先对软体家具市场进行概述，然后分别对沙发和床垫两大软体家具产品全球发展情况与竞争格局进行分析，最后对四家我国 A 股上市公司进行研究。我们认为，在全球软体家具行业生产制造向亚洲转移、欧美市场发展逐步成熟、中国软体家具市场快速发展但市场集中度低等大背景下，我国软体家具公司料将通过全球产能布局与品牌收购整合实现弯道超车。

目录

一、软体家具产业源起欧美，生产制造向亚洲转移.....	7
（一）发源欧美，中国成为软体家具主要生产国和消费国	7
（二）产业链条长，贯穿农牧业制造业与零售业	8
二、沙发：中国成为全球主要沙发生产区，欧美品牌占据全球畅销榜首	10
（一）沙发市场：全球沙发行业市场需求不断扩大，中国、波兰等国为主要沙发生产区	10
1、全球沙发行业市场需求扩大，中国和美国占据重要地位	10
2、中国沙发行业需求平稳上升，美国为我国沙发主要出口国家	10
3、消费需求升级促进多功能性沙发兴起	12
（二）竞争格局：行业集中度低，欧美品牌占据全球畅销榜首	13
三、床垫：中国已超美国成为全球最大床垫消费市场，集中度提升空间大	15
（一）床垫市场：全球床垫行业规模扩大，亚太与北美为主要产区	15
1、全球床垫市场规模逐步扩大，亚太、北美为主要产区	15
2、中国已超美国成全球最大床垫消费市场	16
3、记忆绵床垫开始在发达国家兴起	16
（二）竞争格局：欧美格局稳定，中国床垫市场格局分散	17
1、欧美地区床垫格局稳定，市场集中度相对高	17
2、中国床垫市场格局分散，市场集中度低	18
四、我国主要上市软体家具公司积极进行全球化运营	19
（一）顾家家居：多品类拓展助龙头地位稳固	19
（二）曲美家居：整合 Ekorner， “曲美+” 战略全球稳步推进	22
（三）梦百合：记忆绵床垫领先企业，全球化运营持续推进	26
（四）喜临门：国内首家上市床垫企业，多品牌运营	29
五、风险提示	34

图表目录

图表 1	全球软体家具消费总量及增速	7
图表 2	2017 年全球主要国家软体家具消费占比	7
图表 3	2016 年全球前十大软体家具生产国的产量情况	8
图表 4	2016 年全球前十大软体家具消费国的消费情况	8
图表 5	中国软体家具生产量及增速	8
图表 6	中国软体家具消费量及增速	8
图表 7	软体家具行业产业链	9
图表 8	沙发发展历史	9
图表 9	2016 年全球主要国家沙发进口额占比	10
图表 10	2016 年全球主要国家沙发出口额占比	10
图表 11	中国沙发行业市场规模及增速	11
图表 12	中国沙发行业需求平稳上升	11
图表 13	中国沙发进口金额及增速	11
图表 14	中国沙发出口金额及增速	11
图表 15	2018 年我国沙发进口主要国家占比	12
图表 16	2018 年我国沙发主要出口国家占比	12
图表 17	中国功能沙发市场规模及占比	12
图表 18	中国沙发市场中功能沙发占比	12
图表 19	芝华仕功能沙发示例	13
图表 20	2019 年 Ranker 网站全球沙发排行榜	13
图表 21	敏华控股功能沙发中国市场市占率变动	14
图表 22	全球床垫市场规模及增速	15
图表 23	全球床垫消费量及增速	15
图表 24	全球床垫产量及增速	16
图表 25	亚太地区是主要的床垫生产区	16
图表 26	美国床垫市场规模及增速	16
图表 27	中国床垫市场规模及增速	16
图表 28	2018 年美国床垫制造商出货量市场份额	17
图表 29	2019 年美国床垫制造商出货量市场份额	17
图表 30	2019 年美国床垫制造商本土市场出货量 Top20 (单位: 亿美元)	17
图表 31	2017 年国内床垫市场集中度较低, CR4 仅为 14%	18
图表 32	顾家家居发展历程	19
图表 33	顾家家居七大产品系列	20

图表 34	顾家家居品牌.....	20
图表 35	2020Q1 顾家家居十大股东持股明细	21
图表 36	顾家家居收入呈现逐年上升	21
图表 37	顾家家居归母净利润保持稳步提升	21
图表 38	顾家家居沙发为主，软床及床垫收入占比提升	22
图表 39	顾家家居以内销为主，国外收入占比提升	22
图表 40	顾家家居毛利率水平基本稳定（单位：%）	22
图表 41	顾家家居净利率水平保持平稳（单位：%）	22
图表 42	曲美家居发展历程	23
图表 43	曲美家居主要产品示例	24
图表 44	2020Q1 曲美家居十大股东持股明细	24
图表 45	曲美家居收入呈现快速增长	25
图表 46	2018 年曲美家居归母净利润受并购影响下滑	25
图表 47	曲美家居目前收入以 Stressless 为主	25
图表 48	曲美家居 2019 年国外收入占比超过国内	25
图表 49	曲美家居 2019 年国内收入华北地区为主	26
图表 50	曲美家居毛利率水平平稳上升（单位：%）	26
图表 51	曲美家居净利率水平 2019 年回升（单位：%）	26
图表 52	梦百合公司发展历程	27
图表 53	梦百合主要产品品类	27
图表 54	2020Q1 梦百合十大股东持股明细	28
图表 55	梦百合收入呈现逐年上升趋势	28
图表 56	梦百合归母净利润近年来快速增长	28
图表 57	梦百合以记忆绵床垫为主，近年多品类发展	29
图表 58	梦百合国外占八成	29
图表 59	梦百合毛利率水平基本稳定（单位：%）	29
图表 60	梦百合净利率水平（单位：%）	29
图表 61	喜临门发展历程	30
图表 62	喜临门主要产品矩阵	31
图表 63	2020Q1 喜临门十大股东持股明细	32
图表 64	公司 2019 年年报股权结构图	32
图表 65	喜临门收入呈现逐年上升	33
图表 66	喜临门归母净利润变动	33
图表 67	喜临门收入以家具为主	33

图表 68 喜临门以内销为主	33
图表 69 喜临门家具中以民用家具为主	34
图表 70 喜临门民用家具中床垫占收入主要部分	34
图表 71 喜临门毛利率水平（单位：%）	34
图表 72 喜临门净利率水平（单位：%）	34

一、软体家具产业源起欧美，生产制造向亚洲转移

全球软体家具行业的工业化生产始于二十世纪初的欧洲。进入二十世纪 90 年代，软体家具行业的制造能力随着全球加工制造技术的进步而大幅提升，市场需求亦不断扩大。根据意大利米兰轻工业信息中心（CSIL）统计，2017 年全球软体家具总产值约 737 亿美元。软体家具制造业属于劳动密集型产业，受发达国家劳动力成本较高等因素的影响，全球软体家具产业正持续向拥有劳动力价格优势和充足原材料资源的发展中国家转移。目前主要软体家具制造国为中国、美国、波兰、印度、意大利、德国。2017 年中国软体家具产值约占全球的 46%，软体家具消费量约占全球的 31%，已成为全球最大的软体家具生产国和消费国。

（一）发源欧美，中国成为软体家具主要生产国和消费国

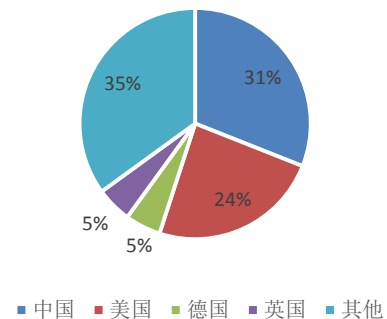
软体家具主要指的是以海绵、织物为主体的家具，主要包括沙发、软床、床垫以及床头柜、茶几等与床、沙发相配套的产品。其中床垫和沙发是最主要两种软体家具。全球软体家具行业的工业化生产始于二十世纪初的欧洲。进入二十世纪 90 年代，软体家具行业的制造能力随着全球加工制造技术的进步而大幅提升，市场需求亦不断扩大。根据意大利米兰轻工业信息中心（The Centre for Industrial Studies，以下简称“CSIL”）2018 年 9 月发布的《UPHOLSTERED FURNITURE: WORLD MARKET OUTLOOK 2019》统计，2017 年全球软体家具总产值约 737 亿美元，软体家具制造业属于劳动密集型产业，受发达国家劳动力成本较高等因素的影响，全球软体家具产业正持续向拥有劳动力价格优势和充足原材料资源的发展中国家转移。目前主要软体家具制造国为中国、美国、波兰、印度、意大利、德国。2017 年全球软体家具消费总额约为 696 亿美元，最大的软体家具消费市场依次为：中国、美国、德国、英国，分别占比 31%、24%、5%、5%。

图表 1 全球软体家具消费总量及增速



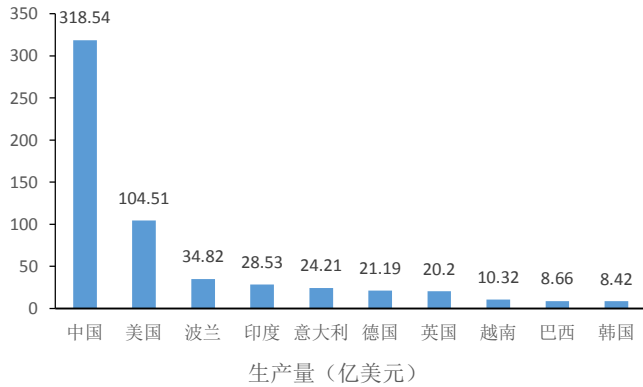
资料来源：CSIL《UPHOLSTERED FURNITURE: WORLD MARKET OUTLOOK 2019》，华创证券

图表 2 2017 年全球主要国家软体家具消费占比



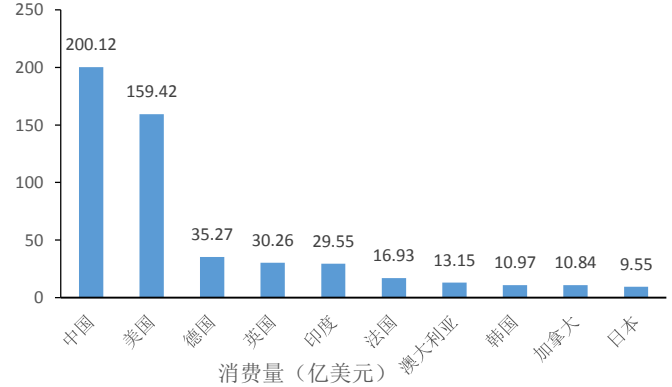
资料来源：CSIL《UPHOLSTERED FURNITURE: WORLD MARKET OUTLOOK 2019》，华创证券

图表 3 2016 年全球前十大软体家具生产国的产量情况



资料来源: CSIL, 转引自顾家家居可转债募集说明书, 华创证券

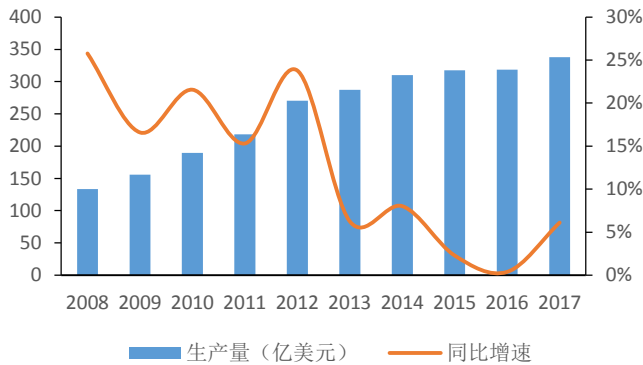
图表 4 2016 年全球前十大软体家具消费国的消费情况



资料来源: CSIL, 转引自顾家家居可转债募集说明书, 华创证券

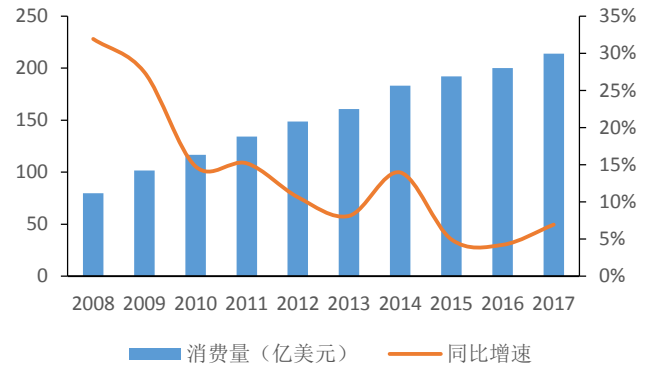
中国已成为软体家具主要生产国和消费国。我国现代软体家具产业正式起步于二十世纪 80 年代初。近年来, 通过消化吸收国外先进软体家具设计技术和加工工艺, 并在充分发挥原材料资源及劳动力成本优势的基础上, 我国软体家具产业发展迅速。根据 CSIL 统计, 我国软体家具年产值已由 2008 年的 134 亿美元增长至 2017 年的 338 亿美元, 年均复合增速 10.86%, 2017 年中国软体家具产值约占全球的 46%; 我国软体家具的消费量由 2008 年的 80 亿美元增长至 2017 年的 214 亿美元, 年均复合增速 11.60%, 2017 年中国软体家具消费量约占全球的 31%, 是全球最大的软体家具生产国和消费国。

图表 5 中国软体家具生产量及增速



资料来源: CSIL, 转引自顾家家居可转债募集说明书, 华创证券

图表 6 中国软体家具消费量及增速

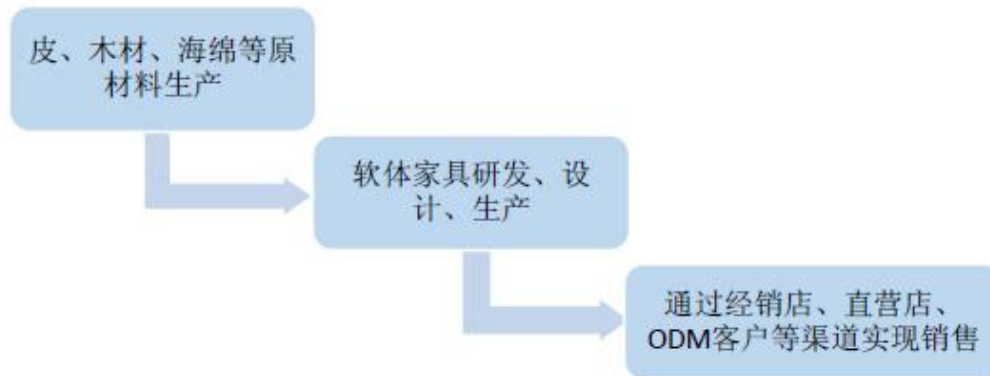


资料来源: CSIL, 转引自顾家家居可转债募集说明书, 华创证券

(二) 产业链条长, 贯穿农牧业制造业与零售业

软体家具行业的产业链条较长, 贯穿农牧业、制造业与零售业。上游主要包括皮革、木材、海绵等原材料生产行业, 下游主要是通过经销店、ODM 客户以及直营店等渠道将产品销售给终端消费者。其中, 皮革主要用于软体家具外表面的包覆, 以天然牛皮为主; 木材主要用于软体家具主体架构的搭建, 林木种植业的发展直接影响到软体家具行业的木材供应量和采购成本; 海绵即聚氨酯软泡, 是一种典型的垫材, 主要用于软体家具中坐垫、扶手、靠背等部位, 以提高软体家具的柔软度和舒适度, 海绵以聚氨酯为原料, 通过发泡、热压加工、切割成型等环节制成, 作为石化加工过程中的衍生产物, 海绵受石油价格波动影响较大。软体家具生产企业的下游主要是通过直营店、经销店等途径将产品销售给终端消费者, 而拉动终端消费者需求的主要是居民家庭收入和房地产行业发展等因素。

图表 7 软体家具行业产业链



资料来源：顾家家居公开发行可转换公司债券募集说明书，华创证券

从软体家具发展历史来看，软体家具发展与材料应用相关，同时功能也逐渐多元化与个性化。

图表 8 沙发发展历史

时间	主要进展	特点	主要地区
古埃及时代	沙发雏形	人们用木桩或石头做成供人坐的工具，后来发现在上面铺上兽皮坐起来更舒服一点。	埃及
16 世纪末 17 世纪初	软包沙发	主要用天然的弹性材料（马鬃、禽羽、植物绒毛等）作为填充物，以形成一种柔软的人体接触表面（天然鹅绒、刺绣品或其他织物）。	法国、英国等欧洲国家
17 世纪-18 世纪	洛可可式沙发	款式别致，各种舞会厅、会客厅、沙龙也都使用一些经过精雕细刻、带有天鹅绒或花布垫衬的软椅。	英国、德国、葡萄牙、西班牙、意大利、希腊、俄国等
19 世纪	弹簧沙发	1828 年后弹簧出现；1904 年，莫里斯发明了弹簧的组装体，他将成组的喇叭弹簧装入框架内，是现代深座弹簧沙发的先例。	
20 世纪 20 年代	发泡橡胶沙发	橡胶发泡工艺出现，简化了沙发填装蒙面工艺并具有弹簧软垫等外观质量与功能效果	
20 世纪 60 年代	充气、充水软垫	由于塑料工业的发展，聚氯乙烯材料性能的提高，使得充气、充水软垫得以实现。	

资料来源：百度百科，华创证券整理

二、沙发：中国成为全球主要沙发生产区，欧美品牌占据全球畅销榜首

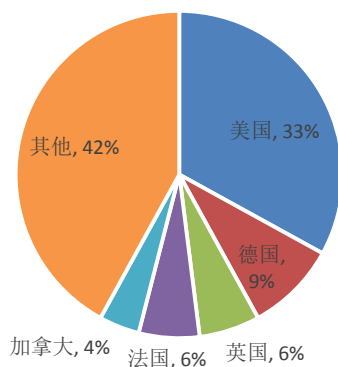
全球沙发行业不断发展，中国、波兰等国依靠低价劳动力、原材料丰富等优势吸引大量产业转移，成为主要沙发出口国，美英德等发达国家为沙发主要进口国，2016 年中国、波兰、意大利沙发出口额全球占比分别为 54%、10%和 9%，美国、德国、英国沙发进口额全球占比分别为 33%、9%和 6%。中国沙发行业需求平稳上升，2011-2018 年我国沙发行业市场规模年均复合增速 7.49%，产量年均复合增速 5.33%。**竞争格局方面**，从全球软体家具行业的整体竞争格局来看，行业集中度较低，根据美国调查网站 Ranker（www.ranker.com）调查结果，全球排名前 20 的沙发品牌主要来自欧美。此外，功能沙发逐步兴起，目前市场集中度较整体沙发市场高，其中中国功能沙发市场竞争格局呈现一超多强的态势，2019 年敏华控股旗下芝华仕品牌零售额市场份额提升至 50.1%。

（一）沙发市场：全球沙发行业市场需求不断扩大，中国、波兰等国为主要沙发生产区

1、全球沙发行业市场需求扩大，中国和美国占据重要地位

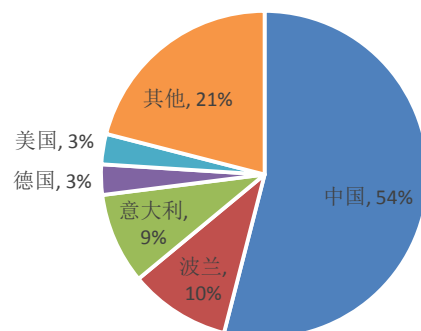
全球沙发行业的工业化生产始于二十世纪初的欧洲。进入二十世纪 90 年代，随着全球加工制造技术的进步，沙发行业的制造能力大幅提升，市场需求不断扩大。全球沙发贸易额有所下降，根据联合国商品贸易数据库统计，2015、2016 年全球沙发进出口贸易总额出现负增长，2016 年全球沙发进出口贸易总额降至 210 亿美元，中国、波兰等国依靠低价劳动力、原材料丰富等优势吸引大量产业转移，成为主要沙发出口国，美英德等发达国家为沙发主要进口国。

图表 9 2016 年全球主要国家沙发进口额占比



资料来源：观研天下《2018-2023 年中国家具行业市场发展现状调查及投资方向评估分析报告》，华创证券

图表 10 2016 年全球主要国家沙发出口额占比

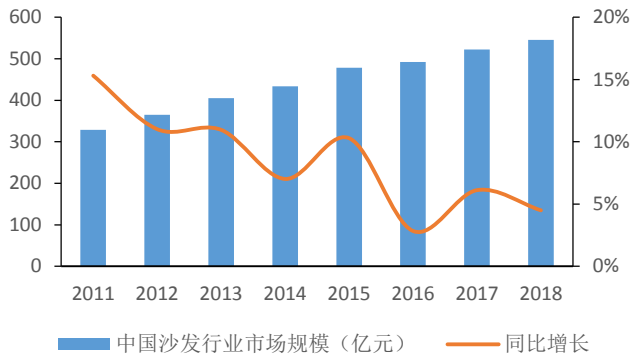


资料来源：观研天下《2018-2023 年中国家具行业市场发展现状调查及投资方向评估分析报告》，华创证券

2、中国沙发行业需求平稳上升，美国为我国沙发主要出口国家

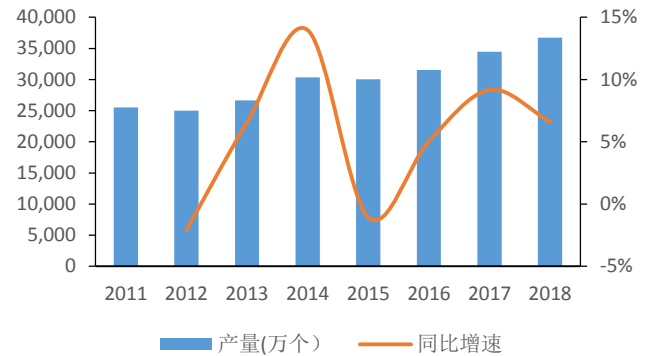
根据智研咨询发布的《2020-2026 年中国功能沙发行业发展现状调研及投资战略决策报告》，在市场规模方面，2018 年我国沙发行业市场规模约 545.74 亿元，同比增长 4.5%，2011-2018 年均复合增速 7.49%；在产量方面，我国沙发行业产量稳步增长，从 2011 年的 25533 万个增长到 2018 年的 36722 万个，年均复合增速 5.33%。

图表 11 中国沙发行业市场规模及增速



资料来源：智研咨询《2020-2026 年中国功能沙发行业发展现状调研及投资战略决策报告》，华创证券

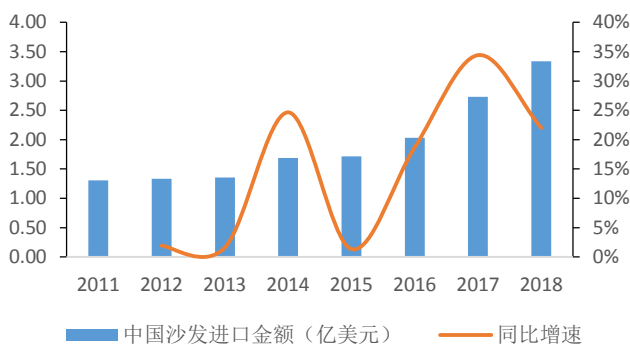
图表 12 中国沙发行业需求平稳上升



资料来源：智研咨询《2020-2026 年中国功能沙发行业发展现状调研及投资战略决策报告》，华创证券

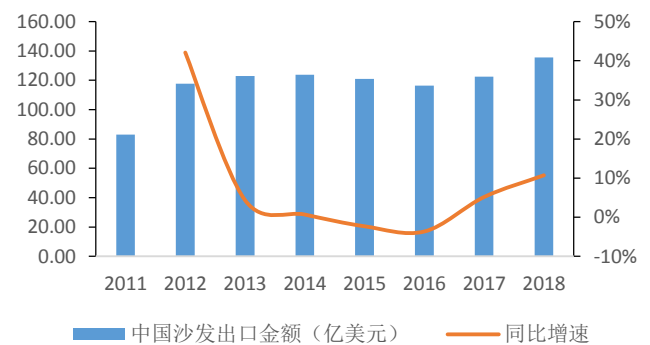
根据中国海关针对沙发产品的进出口贸易统计数据，中国沙发行业进出口规模都呈现出增长趋势，其中出口金额远高于进口金额。近年来，由于中国市场消费升级，对国外高端产品需求增加，我国沙发进口金额增速高于出口增速。

图表 13 中国沙发进口金额及增速



资料来源：中国海关，华创证券

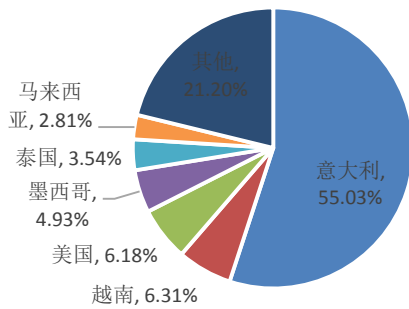
图表 14 中国沙发出口金额及增速



资料来源：中国海关，华创证券

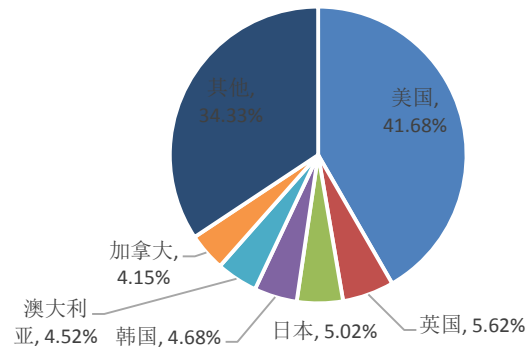
区域分布上，在进口地区方面，2018 年我国沙发主要从意大利（占比 55.03%）、越南（占比 6.31%）、美国（占比 6.18%）等国家进口。在出口地区方面，2018 年我国沙发主要出口至美国（占比 41.68%）、英国（占比 5.62%）、日本（占比 5.02%）等国家。

图表 15 2018 年我国沙发进口主要国家占比



资料来源：中国海关，华创证券

图表 16 2018 年我国沙发主要出口国家占比

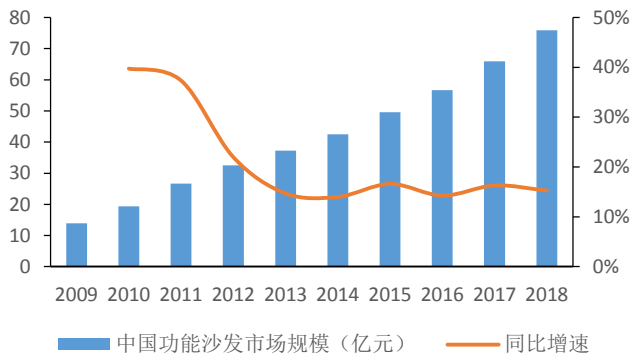


资料来源：中国海关，华创证券

3、消费需求升级促进多功能性沙发兴起

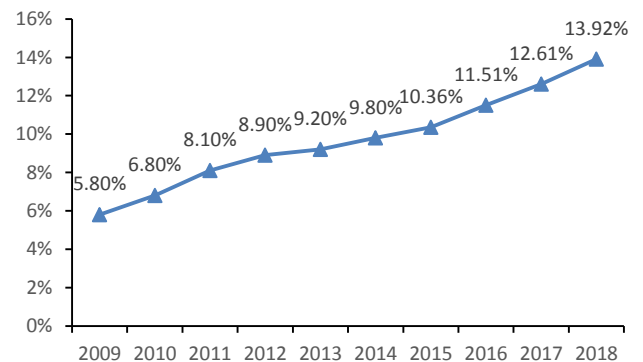
随着消费升级与沙发原材料及工艺技术提升，功能沙发快速兴起。据智研咨询发布的《2019-2025 年中国功能沙发行业市场潜力分析及投资机会研究报告》，我国功能沙发市场规模由 2009 年的 13.89 亿提升至 2018 年的 75.94 亿，年均复合增速 20.77%，同期我国传统沙发市场规模由 225.59 亿提升至 469.80 亿，年均复合增速 8.49%。结构上来看，我国沙发市场中功能沙发占比也已经由 2009 年的 5.80% 提升至 2018 年的 13.92%。

图表 17 中国功能沙发市场规模及占比



资料来源：智研咨询《2019-2025 年中国功能沙发行业市场潜力分析及投资机会研究报告》，华创证券

图表 18 中国沙发市场中功能沙发占比



资料来源：智研咨询《2019-2025 年中国功能沙发行业市场潜力分析及投资机会研究报告》，华创证券

多功能沙发主要是以沙发的不同功能与功能延伸应用来进行分类。按照功能可分为：1) 调姿沙发；具有姿态调整功能、转向功能与摇摆功能，同时，可分为手动调整与自动调整。2) 变形沙发；主要具有折叠、推拉以及拼合的功能，其中折叠也包含了翻折与收纳；3) 附加功能沙发；分为保健、娱乐与储藏，其中保健功能以保健按摩椅为主，分为了机械、气动、电磁以及足浴功能。目前在中国市场中，CHEERS 芝华仕头等舱沙发拥有超过 2500 家专卖店，2019 年在中国大陆功能沙发市场占有率达到 50.1%，连续 10 年领跑中国功能沙发零售市场，深得行业和消费者的肯定。自创立以来，芝华仕始终专注于品牌全球化发展战略，据公司官网数据，芝华仕在中国拥有 2600 家品牌专卖店，在全球拥有超过 3000 个销售终端，产品畅销美国、英国、加拿大、中国等 100 多个国家及地区，运营网络横跨六大洲。

图表 19 芝华仕功能沙发示例



资料来源：芝华仕官网

（二）竞争格局：行业集中度低，欧美品牌占据全球畅销榜首

软体家具国际市场竞争复杂，由于各个国家都有自己独特的文化习俗和消费者习惯，普通软体家具厂商开拓全球市场面临着文化差异和消费者偏好理解不透彻等诸多困难，软体家具品牌的国别性、地域性特征比较明显。但当前部分世界一流软体家具品牌厂商，如意大利的 Natuzzi、Chateaud'AX、美国的 LA-Z-BOY 和德国的 PBV Holding 等也凭借先进的设计理念、优质的产品质量和丰富的销售经验开始拓展全球市场。从全球软体家具行业的整体竞争格局来看，行业集中度较低，市场竞争较为充分。根据美国调查网站 Ranker（www.ranker.com）调查结果，全球排名前 20 的沙发品牌主要来自欧美。

图表 20 2019 年 Ranker 网站全球沙发排行榜

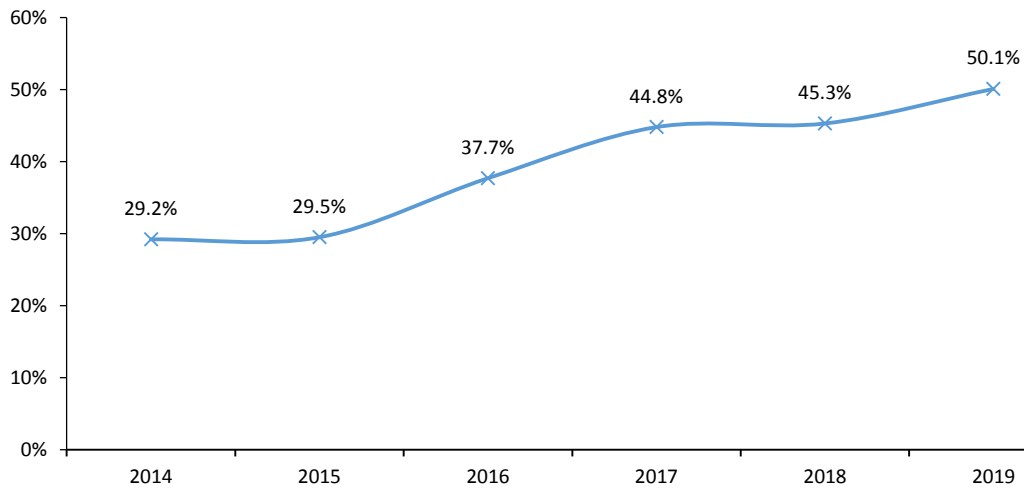
排名	品牌	创立国	创立年份	排名	品牌	创立国	创立年份
1	B&B Italia	意大利	1966	11	Ethan Allen Furniture Company	美国	1932
2	Thomasville Furniture Industries	美国	1904	12	Hooker Furniture	美国	1924
3	Smith Brothers of Berne	美国	1926	13	Chateau d'Ax	意大利	1948
4	Drexel Heritage	美国	1903	14	Minotti	意大利	1948
5	Broyhil	美国	1905	15	Bernhardt Design	美国	1983
6	Baker Furniture	美国	1890	16	Natuzzi	意大利	1959
7	La-Z-Boy	美国	1927	17	Stressless	挪威	1934
8	Bassett Furniture Industries, Incorporated	美国	1902	18	Mitchell Gold and Bob Williams	美国	1989
9	LEE Industries	美国	1969	19	Urban Habits Inc	澳大利亚	1997
10	England, Inc.	美国	1964	20	Crate & Barrel	美国	1962

资料来源：Ranker，华创证券

功能沙发集中度相对高。相较于普通沙发，功能沙发生产工艺相对复杂，进入门槛较高；加上功能沙发对铁架/电机等性能的要求更高，消费者往往更倾向于品牌产品，市场集中度较整体沙发市场高。目前国内功能沙发市场竞争格

局呈现一超多强的态势,2019 年敏华控股旗下芝华仕品牌零售额市场份额提升至 50.1%,是我国功能沙发市场龙头。

图表 21 敏华控股功能沙发中国市场市占率变动



资料来源：敏华控股年报，华创证券

三、床垫：中国已超美国成为全球最大床垫消费市场，集中度提升空间大

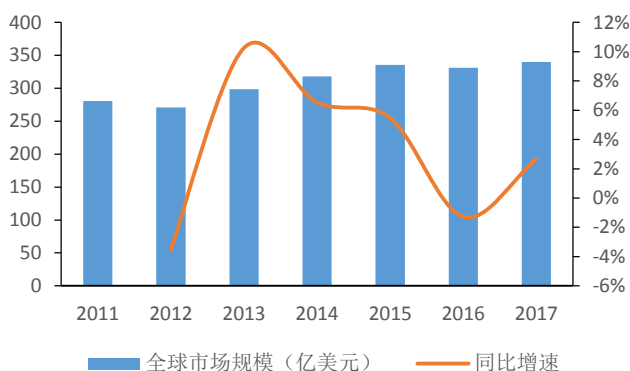
全球床垫市场规模扩大，中国成为全球最大床垫消费市场。根据博思数据发布的《2018-2023 年中国床垫市场深度调研与投资前景研究报告》，全球床垫市场规模逐渐扩大，2017 年全球床垫市场规模 340.1 亿美元，同比增长 2.65%，全球床垫消费量 5.5 亿万个，同比增长 2.88%，增速较前期放缓，但整体量仍在逐步扩大。根据国际睡眠产品协会（International Sleep Products Assn., ISPA）公布的统计数据，2017 年美国床垫行业市场规模约为 87.71 亿美元，同比增长 6.5%，同期中国床垫消费规模 93.10 亿美元，同比增长 13.8%，中国已超美国成为全球最大床垫消费市场。竞争格局方面，美国地区床垫格局稳定，中国床垫市场集中度低。全美床垫市场高度集中在头部床垫品牌中，2019 年 TOP20 榜单的床垫制造商出货量占总体市场出货量的 94.6%，而其中 3S 品牌（舒达、席梦思和丝涟 3 个品牌）占到了 47.7%。中国床垫市场集中度低，根据中国产业信息网数据，2017 年我国床垫行业集中度 CR4 仅为 14%，未来提升空间大。

（一）床垫市场：全球床垫行业规模扩大，亚太与北美为主要产区

1、全球床垫市场规模逐步扩大，亚太、北美为主要产区

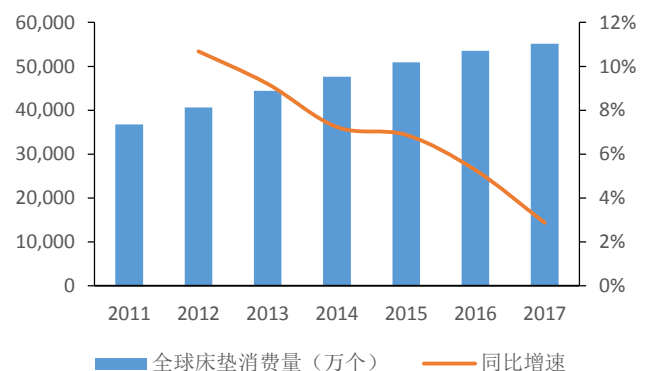
根据博思数据发布的《2018-2023 年中国床垫市场深度调研与投资前景研究报告》，全球床垫市场规模逐渐扩大，2017 年全球床垫市场规模 340.1 亿美元，同比增长 2.65%，全球床垫消费量 5.5 亿万个，同比增长 2.88%，增速较前期放缓，但整体量仍在逐步扩大。

图表 22 全球床垫市场规模及增速



资料来源：博思数据《2018-2023 年中国床垫市场深度调研与投资前景研究报告》，华创证券

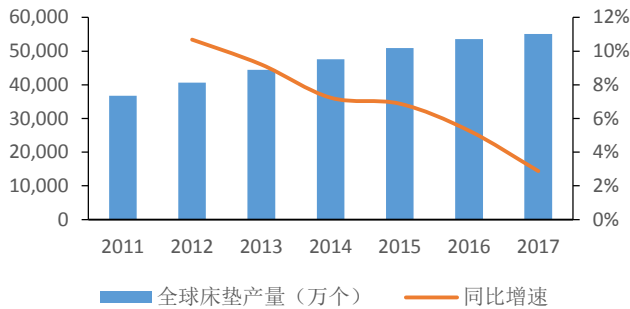
图表 23 全球床垫消费量及增速



资料来源：博思数据《2018-2023 年中国床垫市场深度调研与投资前景研究报告》，华创证券

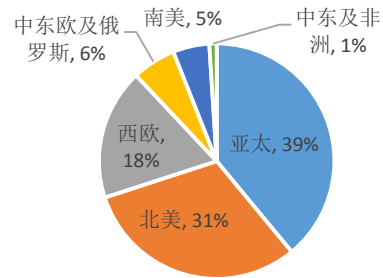
亚太、北美为全球主要床垫生产区。产业信息网数据显示，2014 年亚太地区与北美地区床垫产量分别占全球床垫产量的 39% 和 31%，其中，我国是亚太地区主要床垫生产国。

图表 24 全球床垫产量及增速



资料来源：博思数据《2018-2023 年中国床垫市场深度调研与投资前景研究报告》，华创证券

图表 25 亚太地区是主要的床垫生产区

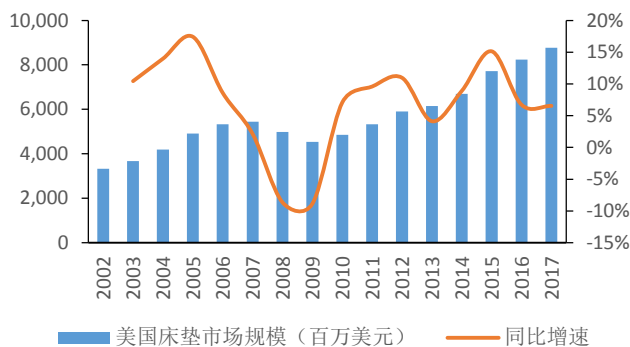


资料来源：产业信息网《2017 年中国床垫市场规模现状及行业发展趋势》，华创证券

2、中国已超美国成全球最大床垫消费市场

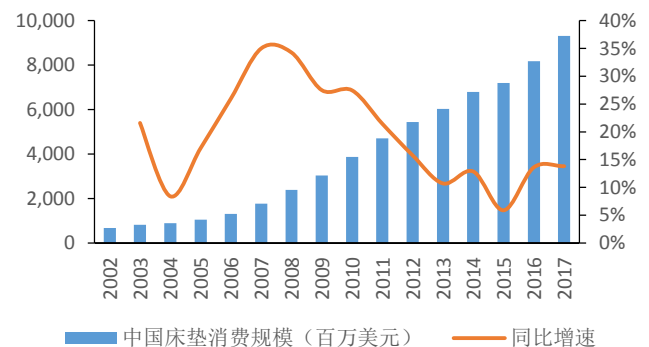
根据国际睡眠产品协会（International Sleep Products Assn., ISPA）公布的统计数据，2017 年美国床垫行业市场规模约为 87.71 亿美元，同比增长 6.5%，同期中国床垫消费规模 93.10 亿美元，同比增长 13.8%，中国已超美国成为全球最大床垫消费市场。

图表 26 美国床垫市场规模及增速



资料来源：CSIL, ISPA, 华创证券

图表 27 中国床垫市场规模及增速



资料来源：CSIL, ISPA, 华创证券

3、记忆绵床垫开始在发达国家兴起

随技术工艺的不断进步，目前市场中床垫种类逐渐趋向多元化，按材质的不同，可划分为海绵床垫、棕垫、弹簧床垫、乳胶床垫、记忆绵床垫五大类。其中，弹簧床垫是最传统也是最常用的床垫，2014 年弹簧床垫的市场份额为 85% 以上。乳胶床垫接触人体面积比普通床垫接触人体面积高很多，能平均分散人体重量的承受力，具有矫正不良睡姿功能，更有杀菌的功效。此外，乳胶床垫无噪音，无震动，有效提高睡眠质量。记忆绵床垫使用的特殊聚合材料能根据温度变化使床垫产生不同的软硬度，并调整到适宜的软硬度，可以全面释放身体压力，给身体各部位完整的支撑和舒适的承托。其最大的特点是对脊椎、颈椎疾病有治疗作用，能够消除腰酸背痛之苦，保障血液循环通畅。

记忆绵床垫是目前在发达国家新兴的功能床垫。美国市场：据梦百合招股说明书以及 ISPA 统计数据，美国市场记忆绵床垫销售规模自 2004 年的 6.25 亿美元提升至 2015 年的 17.88 亿美元，年均复合增长率为 10%，同期弹簧床垫销售规模由 33.05 亿美元升至 49.36 亿美元，年均复合增长率 3.7%。市场份额方面，美国记忆绵床垫占床垫市场的份额约为 20% 左右。**欧洲市场：**基于良好的居民收入水平和庞大的人口基础，欧洲床垫市场需求规模较大；同时，

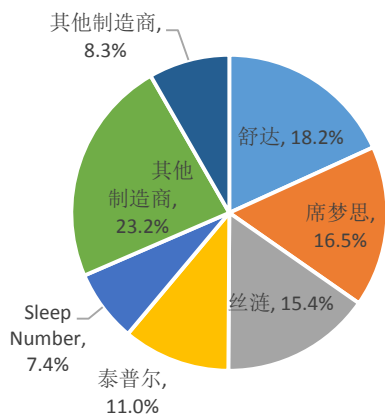
欧洲地区居民收入水平、消费习惯与美国地区较为接近，对记忆绵床垫的市场认可度较高，记忆绵床垫市场占比与美国地区较为接近，是记忆绵床垫重要的消费地区。**中国市场：**受居民收入水平及传统消费习惯影响，记忆绵床垫在国内尚处于产品导入期，记忆绵床垫市场占比约为 5%至 10%左右，记忆绵床垫市场空间广阔。我们认为随着我国城镇化水平的提高，城镇居民住宅销售面积持续扩大，装修和家居需求将持续扩大，同时，消费者逐步接受健康睡眠理念，消费偏好发生改变，记忆绵床垫市场规模有望迎来加速发展。

（二）竞争格局：欧美格局稳定，中国床垫市场格局分散

1、欧美地区床垫格局稳定，市场集中度相对高

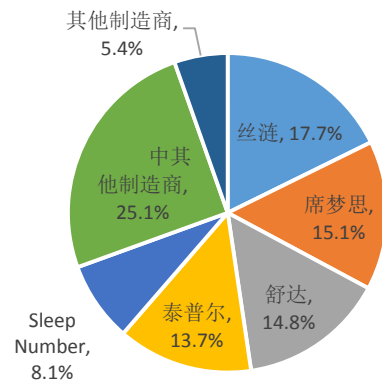
全美床垫市场高度集中在头部床垫品牌中，2019 年 TOP20 榜单的床垫制造商出货量占总体市场出货量的 94.6%，而其中 3S 品牌（舒达、席梦思和丝涟 3 个品牌）就占到了 47.7%，其中丝涟的出货量占整个市场的 17.7%，席梦思占比 15.1%，舒达占比 14.8%，泰普尔占比 13.7%，Sleep Number 占比 8.1%，TOP20 中其他品牌的总计占比为 25.1%。

图表 28 2018 年美国床垫制造商出货量市场份额



资料来源：Furniture Today 《全美床垫制造商排行榜》，华创证券

图表 29 2019 年美国床垫制造商出货量市场份额



资料来源：Furniture Today 《全美床垫制造商排行榜》，华创证券

图表 30 2019 年美国床垫制造商本土市场出货量 Top20（单位：亿美元）

2019 排名	2018 排名	公司	2019 年出货	2018 年出货	同比增速
1	3	丝涟/Sealy	14.36	12.76	12.5%
2	2	席梦思/Simmons	12.29	13.66	-10.0%
3	1	舒达/Serta	12.05	15.06	-20.0%
4	4	泰普尔/Tempur-Pedic	11.15	9.12	22.3%
5	5	Sleep Number	6.60	6.16	7.1%
6	7	爱宝丽/Ashley Furniture inds.	3.67	2.36	55.5%
7	6	科丝娜/Corsicana	2.97	3.62	-18.0%
8	9	斯丽比迪/Therapedic	1.70	1.60	6.3%
9	8	Sherwood	1.55	1.89	-18.0%
10	11	Symbol	1.38	1.18	16.9%
11	10	蕾丝/Restonic	1.29	1.38	-6.3%

2019 排名	2018 排名	公司	2019 年出货	2018 年出货	同比增速
12	13	E.S.Kluft	1.15	1.12	2.7%
13	12	Englander	1.11	1.16	-4.6%
14	14	金斯当/Kingsdown	1.03	1.02	0.6%
15	15	金可儿/KingKoil	0.91	0.96	-5.2%
16	16	Spring Air	0.87	0.78	11.5%
17	18	Southerland	0.69	0.55	25.5
18	17	Classic Brands	0.65	0.63	3.7%
19	20	伊丽丝/Eclipse	0.51	0.45	12.7%
20	19	Boyd	0.44	0.45	-2.2%
20	无	Diamond	0.44	无	无
Top 20 总计			76.81	75.91	1.2%

资料来源: Furniture Today 《全美床垫制造商排行榜》，华创证券

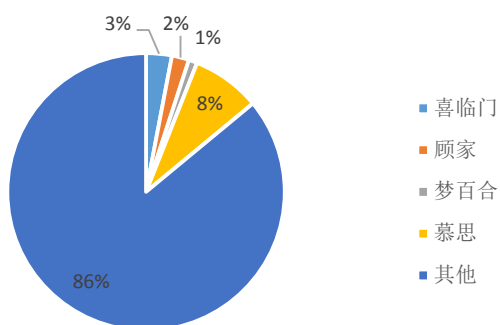
注: 1、丝涟包括旗下 Sealy 和 Steam&Foster 两个品牌, 出货量大约 3.1 亿美元, 以及新泽西州单一特许经销商 Sealy Mattress Co.;

2、伊丽丝包括旗下 Eclipse 和 Eastman House 两个品牌, 不包括贴牌产品和向床垫电商公司 Saatva 的直供产品。

2、中国床垫市场格局分散, 市场集中度低

中国床垫市场集中度低, 根据中国产业信息网数据, 2017 年我国床垫行业集中度 CR4 仅为 14%。慕思、喜临门、梦百合是目前行业内的主流企业, 其中, 慕思定位为中高端产品, 主要价格为 2199-21498 元, 爆款产品价格 4299 元; 喜临门产品覆盖范围较广, 主要价格区间 1299-12888 元, 爆款产品价格 2299 元; 顾家家居则进入较晚, 产品定位为中端产品, 价格区间主要为 2000-4000 元, 爆款产品价格 3899 元。

图表 31 2017 年国内床垫市场集中度较低, CR4 仅为 14%



资料来源: 产业信息网 《2018 年中国床垫行业集中度及发展趋势分析》，华创证券

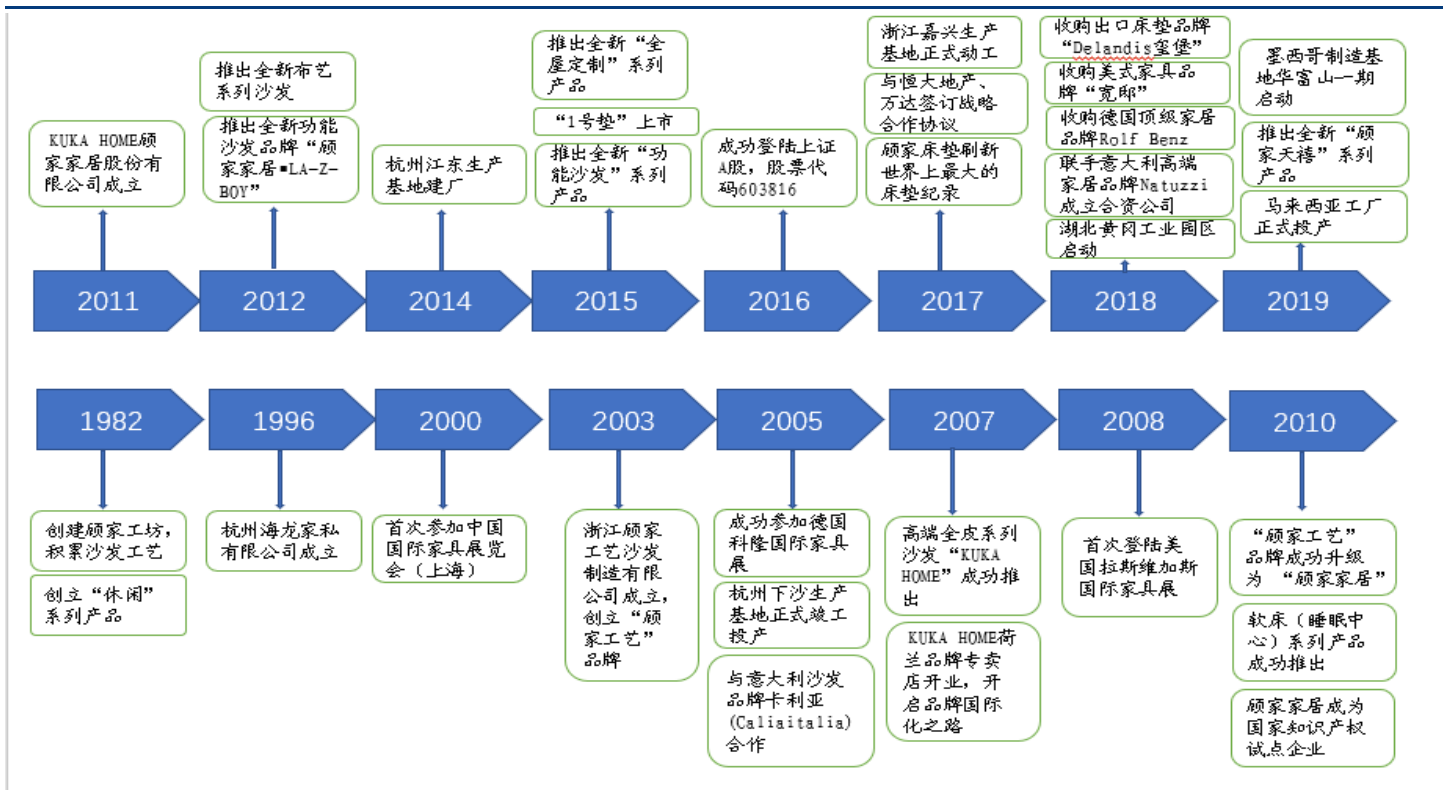
四、我国主要上市软体家具公司积极进行全球化运营

目前我国 A 股上市的软体家具公司在原有主业稳定发展的基础上，积极通过并购等形式完善全球产业布局与品牌矩阵完善。其中顾家家居目前拥有自有品牌顾家和“东方荟”（新中式风格家具），2012 年与战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发联合推出全新功能沙发品牌“顾家家居 LA-Z-BOY”、2018 年收购意大利高端家居品牌“Natuzzi”、德国顶级家居品牌“Rolf Benz”、美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“Delandis 玺堡”组成了满足不同消费群体需求的品牌矩阵；曲美家居 2018 年 10 月，全资收购挪威国宝级躺椅公司 Ekornes，开始加速品牌全球化扩张的步伐；梦百合于 2017 年收购西班牙思梦及其子公司 COMOTEX、MAXCOLCHON，为公司打开自有品牌在欧洲零售市场；2020 年 2 月 27 日梦百合完成了对美国家具零售商 MOR 的 85% 股权交易交割，利用 MOR 公司的平台实现自有品牌产品在 MOR 家居零售终端的覆盖。我们认为，在全球软体家具行业生产制造向亚洲转移、欧美市场发展逐步成熟、中国软体家具市场快速发展但市场集中度低等大背景下，我国软体家具公司料将通过全球产能布局与品牌收购整合实现弯道超车。

（一）顾家家居：多品类拓展助龙头地位稳固

沙发起家，整合床垫，向全屋定制延伸。公司于 1982 年创立，最初依靠沙发工艺，创立“休闲产品”，之后由国内逐渐走向国际化。2011 年 KUKA HOME 顾家家居股份有限公司成立，通过技术研发进行品牌升级并进军床垫行业，在不断完善沙发系列产品的同时，提升床垫睡眠专业化，2015 年“1 号垫”上市，引发行业和消费者热捧，成功塑造互联网思维打造的现象级产品，同年 8 月推出全新“全屋定制”系列产品。2016 年 10 月在上证 A 股成功上市，股票代码 603816。2017 年与恒大地产、万达签订战略合作协议，拓展销售渠道。2018 年收购多个国外高端家具品牌，进一步夯实市场领先地位。为了向国际化运营提供产能保障和海外业务增长提供后端制造保障，2019 年，公司马来西亚工厂正式投产，墨西哥制造基地华富山一期启动。公司一直注重管理与研发技术开发，5 月与华为技术有限公司达成深度合作，开启公司管理变革的新篇章，9 月海外首个研发基地——米兰设计研究中心成立。

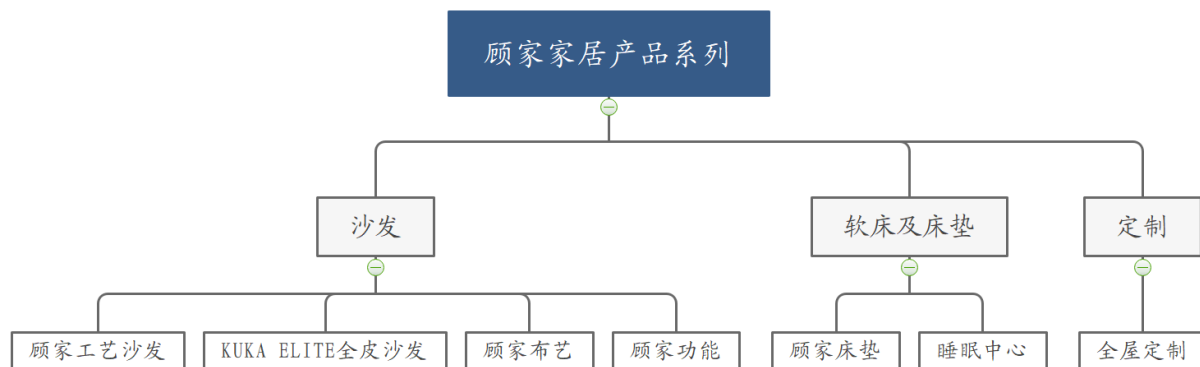
图表 32 顾家家居发展历程



资料来源：顾家家居官网

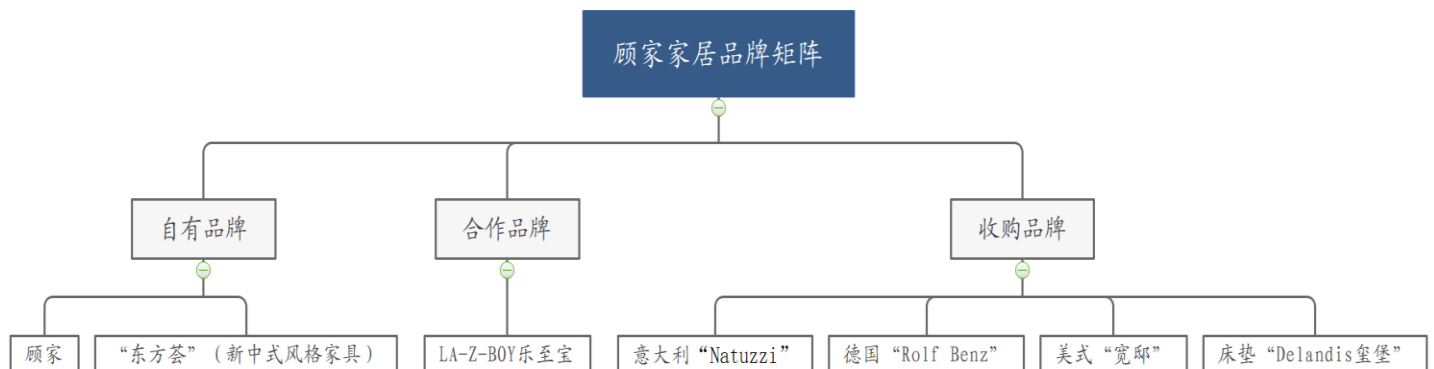
产品品类齐全，品牌布局广，满足多层次需求。公司远销 120 余个国家和地区，拥有 6000 多家品牌专卖店。旗下拥有“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列，品牌方面，公司拥有自有品牌顾家和“东方荟”（新中式风格家具），并与战略合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发联合推出全新功能沙发品牌“顾家家居 LA-Z-BOY”、收购意大利高端家居品牌“Natuzzi”、德国顶级家居品牌“Rolf Benz”、美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“Delandis 玺堡”组成了满足不同消费群体需求的品牌矩阵，坚持以用户为中心，围绕用户需求持续创新，并创立行业首个家居服务品牌“顾家关爱”，为用户提供一站式全生命周期服务。

图表 33 顾家家居七大产品系列



资料来源：顾家家居官网，华创证券

图表 34 顾家家居品牌



资料来源：顾家家居官网，华创证券

公司股权集中，管理层率先引入职业经理模式。截至 2020 年 3 月底，顾家集团持股 44.31%，TB Home Limited 持股 26.34%。公司法定代表人为顾江生，顾家家居的实际控制人为顾江生、顾玉华和王火仙，股权集中。除顾家集团和 TB Home Limited 之外，前十大股东中，陆股通 2020 年 3 月底持股 2.74%，李东来为公司董事兼高级管理人员，据公司公告披露，截至 2020 年 5 月 27 日，李东来直接持有公司 A 股 5,766,600 股，占公司总股本 0.96%，间接持有公司 A 股股票 5,729,500 股，占公司总股本 0.95%，合计占比 1.91%。

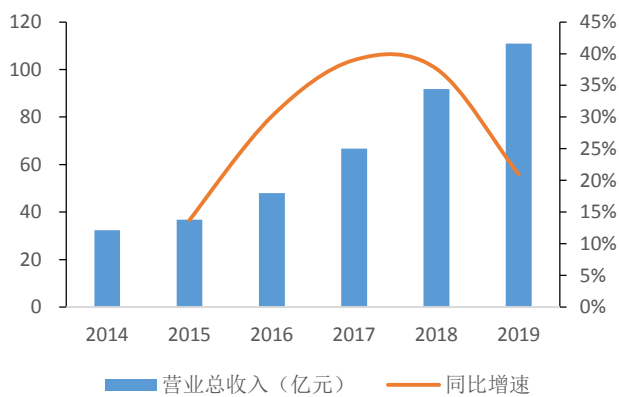
图表 35 2020Q1 顾家家居十大股东持股明细

股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	2020Q1 持股数量(股)	占总股本比例 (%)
顾家集团有限公司	减少	93.6210	266,574,600	44.31
TB Home Limited	不变	55.6533	158,466,000	26.34
顾家集团有限公司-顾家集团有限公司 2020 年非公开发行可交换公司债券质押专 户	新进	10.5360	30,000,000	4.99
香港中央结算有限公司(陆股通)	减少	5.7913	16,489,896	2.74
顾家家居股份有限公司回购专用证券账户	增加	2.4603	7,005,304	1.16
李东来	不变	2.0252	5,766,600	0.96
中国光大银行股份有限公司-兴全商业模 式优选混合型证券投资基金(L0F)	新进	1.7991	5,122,815	0.85
宁波双睿汇银股权投资合伙企业(有限合 伙)	不变	1.6225	4,620,000	0.77
宁波梅山保税港区顾家投资管理有限公司	不变	1.2775	3,637,652	0.60
汇添富基金-建设银行-中国人寿-中国人 寿委托汇添富基金公司混合型组合	不变	1.1115	3,164,778	0.53
合计		175.8977	500,847,645	83.25

资料来源: Wind, 华创证券

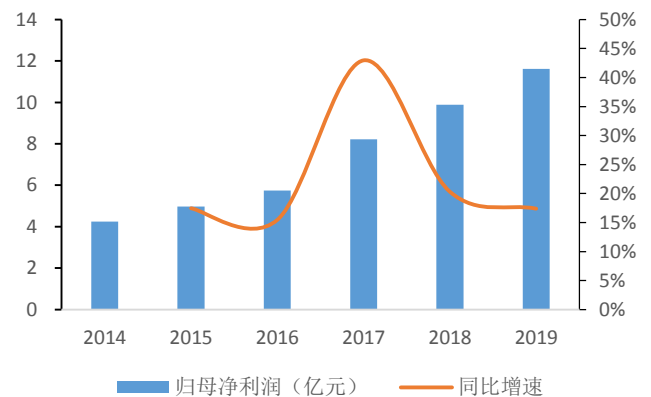
公司收入业绩规模逐年上升。2014 年至 2019 年公司收入规模由 32.4 亿元提升至 110.94 亿元, 复合增长率 27.91%; 归母净利润由 2014 年的 4.24 亿元提升至 2019 年的 11.61 亿元, 复合增长率 22.32%。

图表 36 顾家家居收入呈现逐年上升



资料来源: Wind, 华创证券

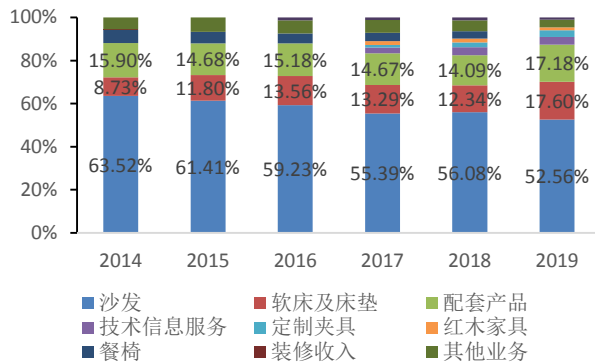
图表 37 顾家家居归母净利润保持稳步提升



资料来源: Wind, 华创证券

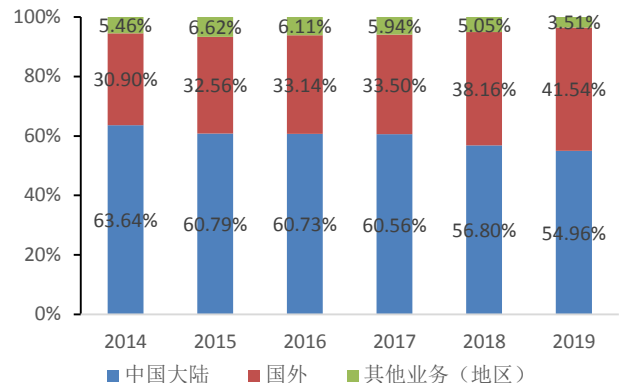
收入结构以沙发为主, 主销国内市场。目前公司收入结构中, 分产品来看, 沙发占比在 52.56%, 沙发占比增速有所放缓, 2019 年软床及床垫占比 17.60%。分区域来看, 公司以内销为主, 国外收入占比呈上升趋势, 2019 年公司国外收入占比约为 41.54%, 中国大陆收入占比 54.96%。

图表 38 顾家家居沙发为主，软床及床垫收入占比提升



资料来源: Wind, 华创证券

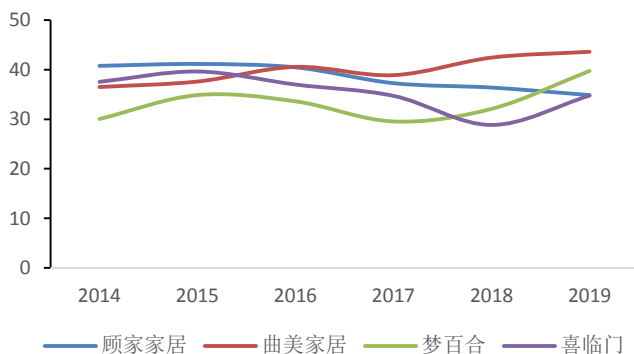
图表 39 顾家家居以内销为主，国外收入占比提升



资料来源: Wind, 华创证券

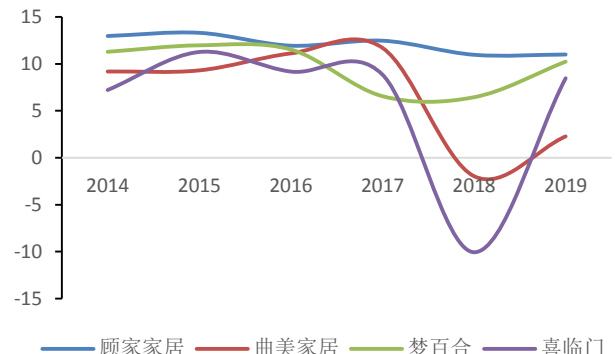
盈利能力呈稳定发展趋势。公司毛利率与净利率水平基本稳定，2019 年毛利率 34.86%，净利率 11%，净利率处于软体家具行业较好水平且相对较为稳定。

图表 40 顾家家居毛利率水平基本稳定 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 顾家家居净利率水平保持平稳 (单位: %)

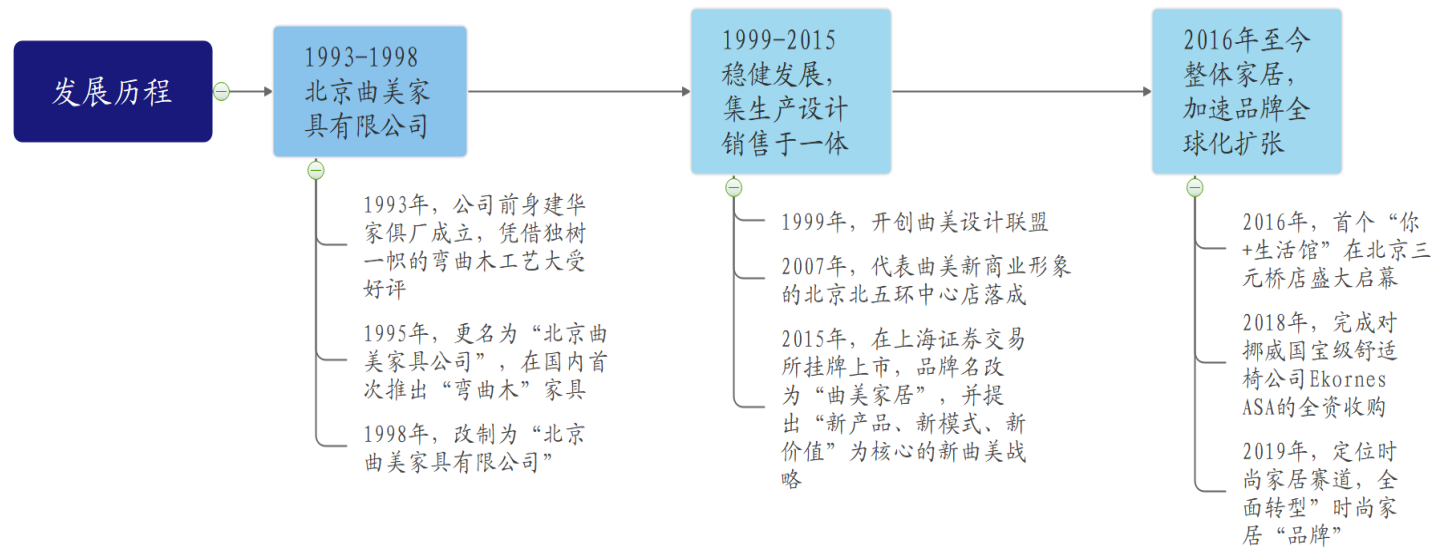


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 曲美家居: 整合 Ekornes, “曲美+”战略全球稳步推进

弯曲木家居起步, 逐步转型为集设计生产销售于一体的全品类家居企业。公司前身为成立于 1993 年的建华家俱厂, 凭借独树一帜的弯曲木工艺大受好评。1995 年在国内首次推出“弯曲木”家具, 并正式更名为“曲美家具”。公司是国内家居企业中最先引入设计美学的品牌。2015 年 4 月, 在上海证券交易所主板上市 (股票代码: 603818), 品牌改名“曲美家居”。2018 年 10 月, 全资收购挪威国宝级躺椅公司 Ekornes, 开始加速品牌全球化扩张的步伐。2019 年, 公司定位时尚家居赛道, 全面转型“时尚家居”品牌, 专注为 80 后、90 后提供外形时尚、品质环保、性价比高的家居产品, 以设计能力为核心驱动力, 推进品牌转型升级, 重塑品牌价值, 实现品牌和产品减龄。

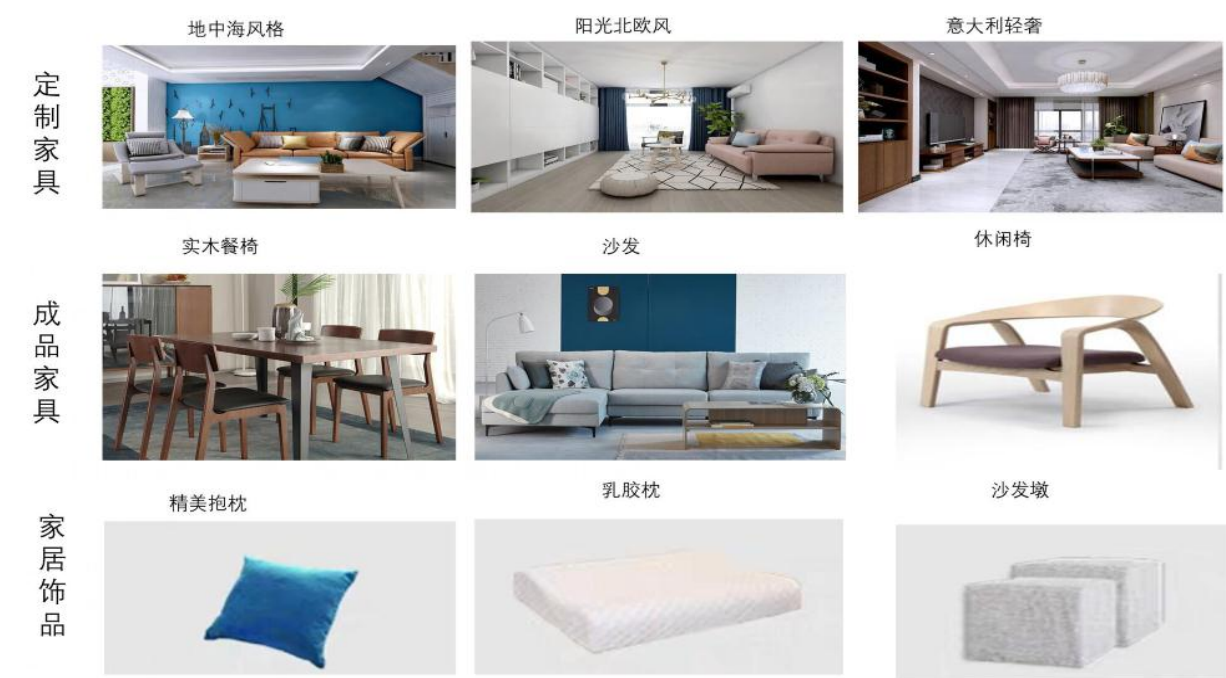
图表 42 曲美家居发展历程



资料来源：曲美家居官网，曲美家居招股说明书，华创证券

多品类协同，订单式生产模式助力销售终端灵活搭配。公司产品线包括定制家具、成品家具及家居饰品等全屋家居用品。通过定制家具与成品家具自产，将定制产品与成品家具的色系、造型、工艺打通，使全屋家具方案具备整体性，真正做到整体家居生活方案的设计，此外，公司还具备板式、板木、实木等各类材质系列的产品生产能力，在销售端，不同于OEM的批量式备货采购，公司成品家具强大的订单式生产模式，给予消费者最大限度的可选择性，帮助销售终端灵活搭配产品方案，在尺寸、颜色上具备极强的可延展性和可变性，结合定制家具，真正做到全屋定制和全屋设计，这些优势能够极大满足消费者的多元化家具需求；公司旗下产品主要包括“你+大家居生活馆”、“居+大家居生活馆”、“B8全屋定制”、“万物现代中式定制生活馆”、“凡希高端轻奢定制生活馆”、“QM整体厨房”、“曲美生活”和“妙物工坊”八大系列生活馆，形成不同客户需求的产品矩阵。

图表 43 曲美家居主要产品示例



资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华创证券

公司股权结构集中。公司股权高度集中，实际控制人为赵瑞海、赵瑞宾，截至 2020Q1 分别持股 27.74%、27.14%，除此之外第三大股东由赵瑞杰转变为张家港产业资本投资有限公司，持股 10.11%，赵瑞杰持股 7.21%保持不变。前四大股东合计持有公司 72.2%的股权，股权结构集中。

图表 44 2020Q1 曲美家居十大股东持股明细

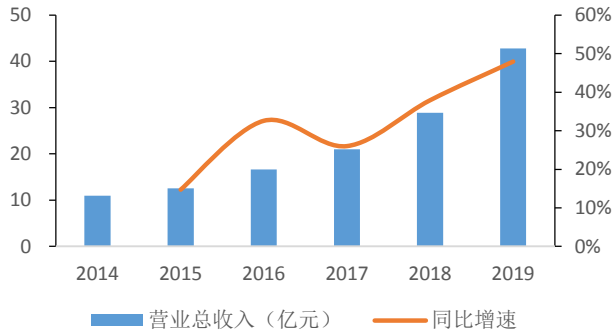
股东名称	方向	期末参考市值（亿元）	2020Q1 持股数量（股）	占总股本比例（%）
赵瑞海	减少	9.1360	135,548,472	27.74
赵瑞宾	减少	8.9380	132,611,400	27.14
张家港产业资本投资有限公司	新进	3.3290	49,391,328	10.11
赵瑞杰	不变	2.3754	35,244,000	7.21
民生证券-招商银行-民生证券曲美家居 1 号集合资产管理计划	增加	1.4351	21,291,586	4.36
中意人寿保险有限公司-中石油年金产品-股票账户	不变	0.5261	7,805,865	1.60
陈秀华	增加	0.1780	2,641,628	0.54
吴娜妮	不变	0.1751	2,598,000	0.53
张秀芳	增加	0.1022	1,516,200	0.31
张剑平	新进	0.1011	1,500,000	0.31
合计		26.2960	390,148,479	79.85

资料来源：Wind，华创证券

公司收入规模逐年提升，并购项目影响短期盈利。2014 年至 2019 年公司收入规模由 10.94 亿元提升至 42.79 亿元，

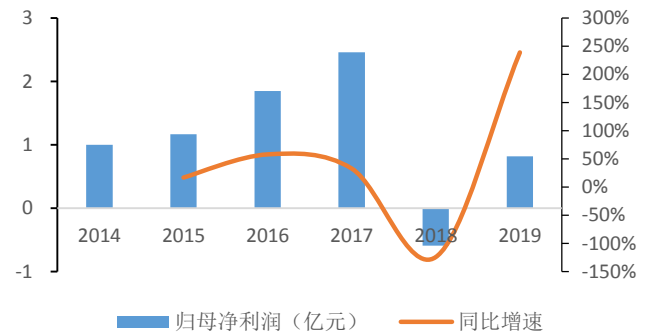
复合增长率 31.36%；归母净利润由 2014 年的 1.00 亿元提升至 2017 年的 2.46 亿元，复合增长率为 34.99%。2018 年由于公司收购挪威 Ekornes 公司产生三个多亿的并购费用，以及北京北五环直营店闭店装修 135 天打造曲美京东生活馆，归母净利润出现下滑。预计随着并表业务与原有业务整合逐渐理顺以及收购费用计提完成，公司收入与业绩有望恢复稳定增长

图表 45 曲美家居收入呈现快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

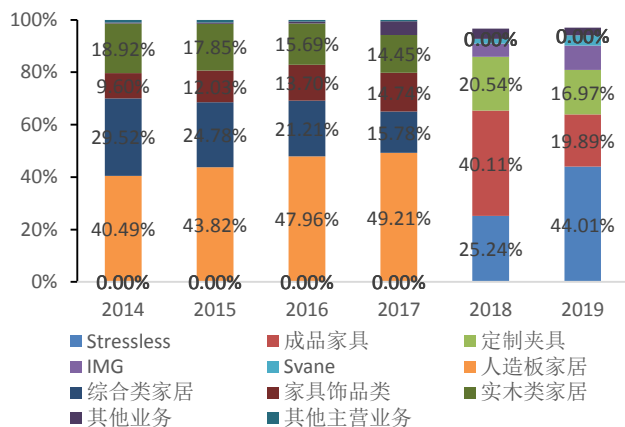
图表 46 2018 年曲美家居归母净利润受并购影响下滑



资料来源: Wind, 华创证券

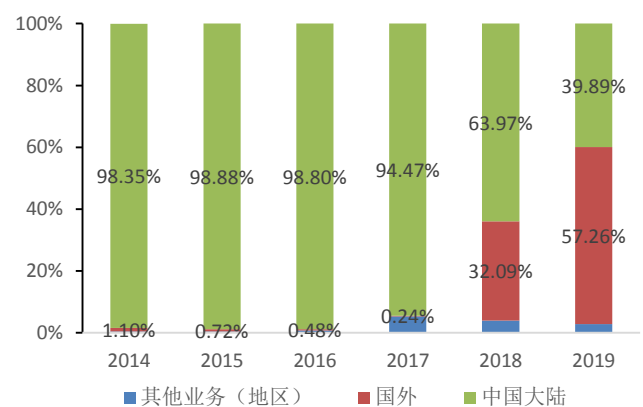
目前收入结构以 Stressless 产品为主，国外收入占比超过国内收入占比。2014-2017 年公司最主要的营业收入来自人造板家居，人造板家居营收占比持续提升，到 2017 年占比达到 49.21%。2018 年，公司改变会计披露口径，将收入按照成品家具、定制家具、Stressless、IMG、Svane、饰品及其他进行拆分列示，2019 年公司 Stressless/成品家具/定制家具营收占比分别为 44.01%/19.89%/16.97%，合计占比 80.87%。分区域来看，公司 2018 年之前以内销为主，之后由于收购加速海外市场扩张，2019 年国外收入占比超过国内；国内收入中又以华北区为主，2019 年华北区域收入占国内收入 45.17%。

图表 47 曲美家居目前收入以 Stressless 为主



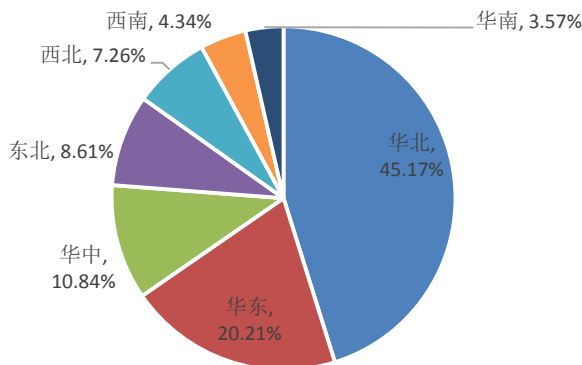
资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 曲美家居 2019 年国外收入占比超过国内



资料来源: Wind, 华创证券

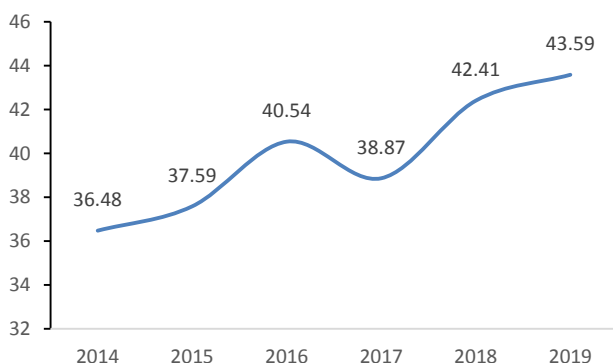
图表 49 曲美家居 2019 年国内收入华北地区为主



资料来源: Wind, 华创证券

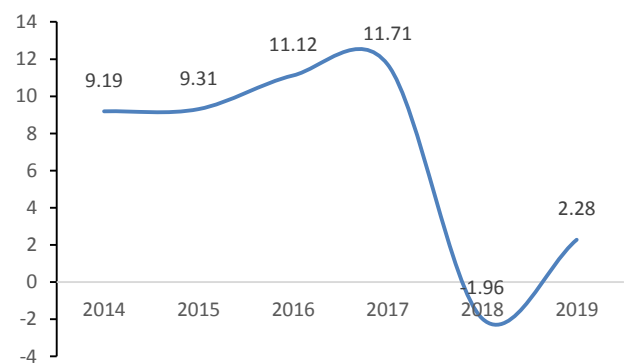
公司毛利率水平平稳上升, 近年盈利能力逐渐改善。公司毛利率水平基本稳定, 呈波动上升态势; 2012-2017 净利率保持在 10%左右。2018 年由于公司收购 Ekornes, 销售和管理费用大幅提升, 加上汇率波动对净利润的影响, 公司出现亏损。2019 年出现好转, 毛利率为 43.59%, 净利率为 2.28%。

图表 50 曲美家居毛利率水平平稳上升 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 51 曲美家居净利率水平 2019 年回升 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

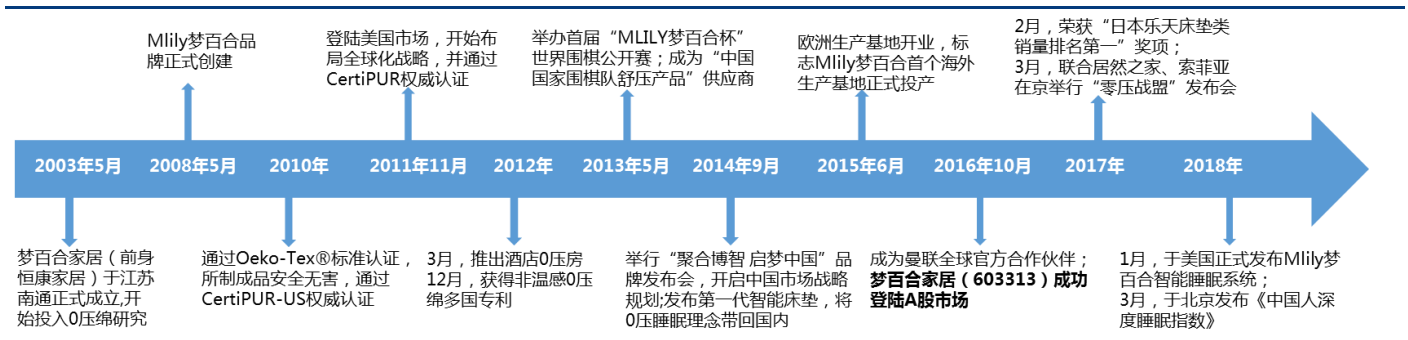
(三) 梦百合: 记忆绵床垫领先企业, 全球化运营持续推进

零压床垫开创者。梦百合家居科技股份有限公司前身系江苏恒康家居科技有限公司 (原名南通恒康海绵制品有限公司), 系由自然人倪张根、于友明和吴德友共同出资组建, 于 2003 年 5 月 30 日在江苏省南通市如皋工商行政管理局登记注册, 总部位于江苏省如皋市。公司股票已于 2016 年 10 月 13 日在上海证券交易所挂牌交易。公司主营业务为记忆绵床垫、枕头、沙发、电动床及其他家居制品的研发、生产、销售, 主要产品包括记忆绵床垫、记忆绵枕、沙发、电动床等。

全球化运营, 积极布局海外产能。梦百合于 2011 年 11 月登陆美国市场, 开始全球化战略布局; 2015 年欧洲生产基地开业, 标志着 Mlily 梦百合首个海外基地正式投产; 2017 年, 梦百合收购西班牙思梦及其子公司 COMOTEX、MAXCOLCHON, 这三家公司为西班牙地区床垫产品的生产商和渠道商, 梦百合完成收购后借助其在欧洲的销售渠道为公司打开自有品牌零售市场; 2020 年 2 月 27 日梦百合完成了对美国家具零售商 MOR 的 85% 股权交易交割, 梦百合可以利用 MOR 公司的平台实现自有品牌产品在 MOR 家居零售终端的覆盖。通过自建和并购等方式, 目前公

公司拥有包括位于境内、塞尔维亚及西班牙、泰国、美国等五个生产基地，公司全球化的产能布局已初步成型。

图表 52 梦百合公司发展历程



资料来源：梦百合官网，华创证券

图表 53 梦百合主要产品品类



资料来源：梦百合年报，华创证券

公司股权结构集中，实际控制人为倪张根。公司实控人为倪张根先生，截至2020年一季度末，公司实控人直接持有公司54.05%的股份，公司股权结构稳定。

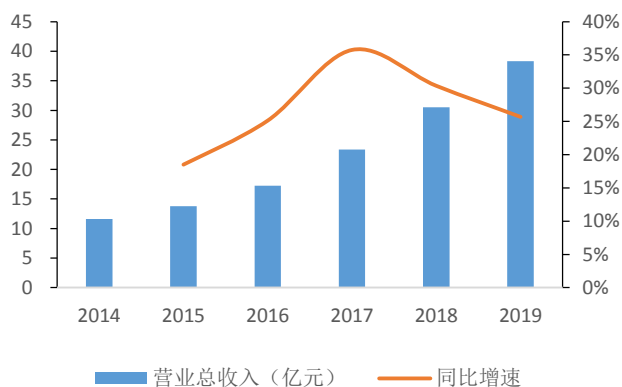
图表 54 2020Q1 梦百合十大股东持股明细

股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	2020Q1 持股数量(股)	占总股本比例 (%)
倪张根	不变	32.8788	184,401,319	54.05
吴晓风	不变	3.7112	20,814,271	6.10
红塔证券-红塔证券股份有限公司-证券行业支持民企发展系列之红塔证券 1 号单一资产管理计划	不变	2.8528	16,000,000	4.69
全国社保基金一一一组合	新进	0.9395	5,269,352	1.54
中信信托有限责任公司-中信信托锐进 58 期源乐晟投资集合资金信托计划	新进	0.5570	3,123,776	0.92
中国银行股份有限公司-平安匠心优选混合型证券投资基金	新进	0.3595	2,016,230	0.59
法国兴业银行	新进	0.3423	1,919,630	0.56
季戈甫	增加	0.3035	1,702,000	0.50
平安银行股份有限公司-长信可转债债券型证券投资基金	新进	0.2999	1,682,111	0.49
中国工商银行股份有限公司-泓德泓富灵活配置混合型证券投资基金	减少	0.2955	1,657,272	0.49
合 计		42.5399	238,585,961	69.93

资料来源: Wind, 华创证券

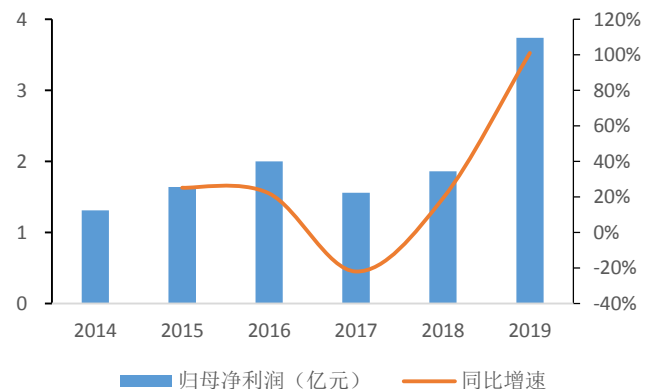
公司收入规模逐年提升。2014 年至 2019 年公司收入规模由 11.62 亿元提升至 38.32 亿元, 复合增长率 27.0%; 归母净利润由 2014 年的 1.31 亿元提升至 2019 年的 3.74 亿元, 复合增长率 23.0%。

图表 55 梦百合收入呈现逐年上升趋势



资料来源: Wind, 华创证券

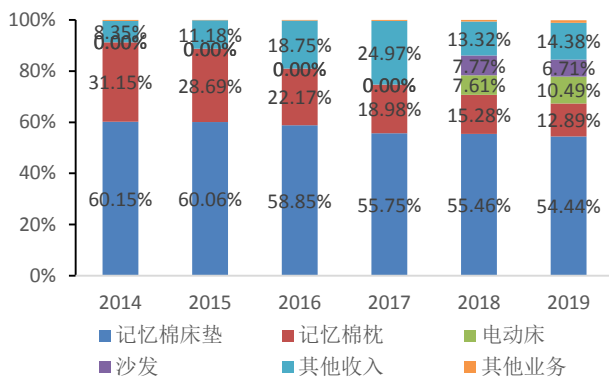
图表 56 梦百合归母净利润近年来快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

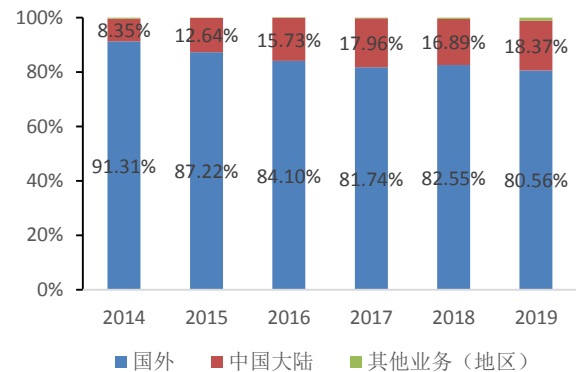
收入构成以记忆绵床垫为主, 主销国外市场。目前公司收入结构中, 分产品来看, 记忆绵床垫占比在 55%左右, 记忆绵枕占比下降, 2019 年记忆绵枕收入占比 12.89%, 公司 2017 年逐步开始开拓新品类, 2019 年新品类沙发和电动床分别贡献 6.71%和 10.49%的收入。分区域来看, 公司以外销为主, 2019 年海外收入占比为 80.56%, 国内收入占比不断提升。

图表 57 梦百合以记忆绵床垫为主，近年多品类发展



资料来源: Wind, 华创证券

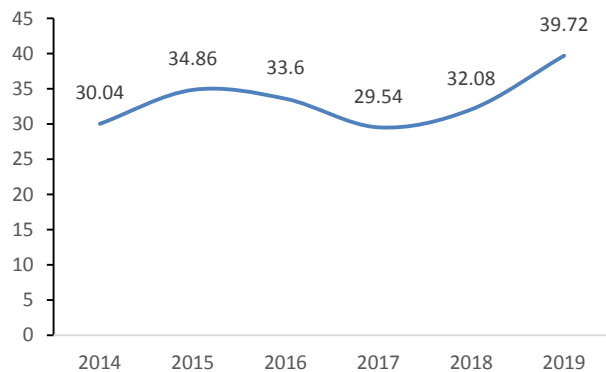
图表 58 梦百合国外占八成



资料来源: Wind, 华创证券

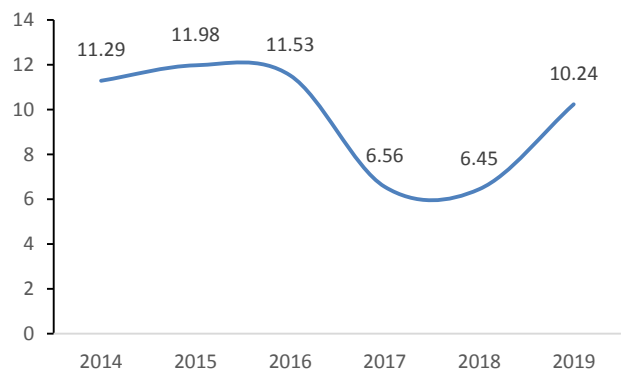
盈利能力基本稳定。公司毛利率水平基本稳定，2019 年毛利率 39.72%。公司净利率水平 2017 年、2018 年受原材料价格上行周期影响出现下降，2019 年管控提效明显，净利率回升为 10.24%。

图表 59 梦百合毛利率水平基本稳定 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 60 梦百合净利率水平 (单位: %)

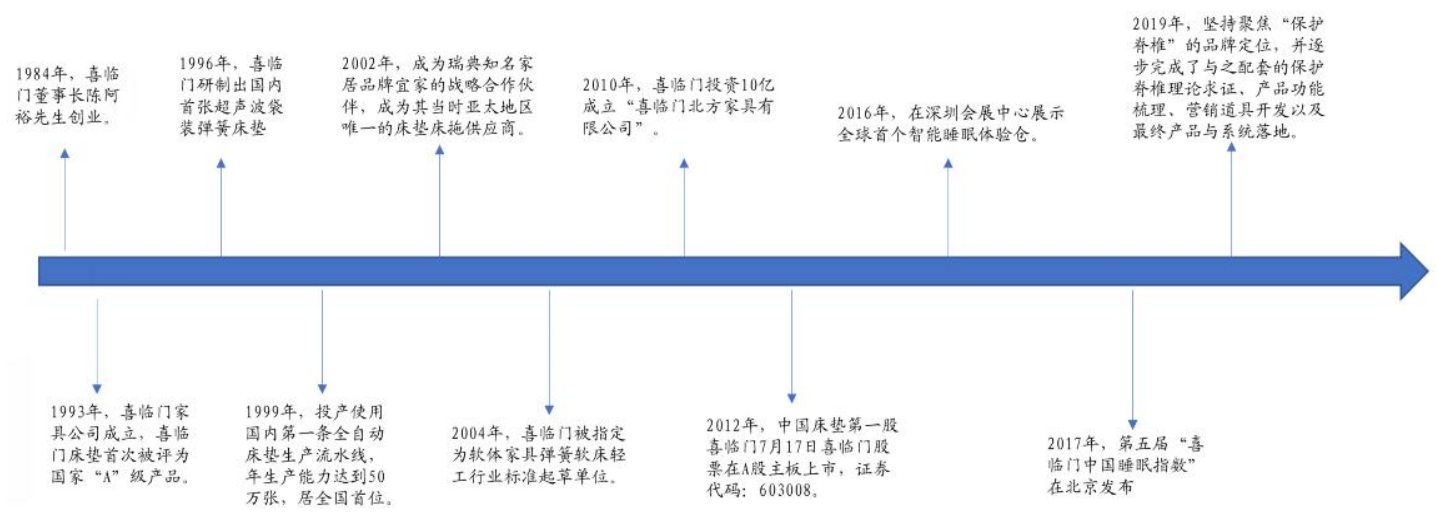


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 喜临门: 国内首家上市床垫企业，多品牌运营

公司为国内首家在 A 股上市的床垫生产企业。1984 年，喜临门董事长陈阿裕先生白手起家创业。1993 年，喜临门家具公司成立，喜临门床垫首次被评为国家“A”级产品。通过不断创新研发，1996 年，喜临门研制出国内首张超声波袋装弹簧床垫。此外，积极拓展海外市场，2002 年，成为瑞典知名家居品牌宜家的战略合作伙伴，成为其当时亚太地区唯一的床垫床拖供应商。于 2012 年在 A 股主板上市，证券代码: 603008，为中国床垫第一股。2019 年公司坚持聚焦“保护脊椎”的品牌定位，并逐步完成了与之配套的保护脊椎理论求证、产品功能梳理、营销道具开发以及最终产品与系统落地。

图表 61 喜临门发展历程



资料来源：喜临门官网，公司公告，华创证券

以“喜临门”品牌为核心，形成多风格多层次的品牌矩阵。公司主要产专注于设计、研发、生产和销售以床垫为核心产品的高品质客卧家具，主要产品包括床垫、床、沙发及其他配套客卧家具。公司产品以“保护脊椎”为核心功能诉求，以“抗菌、防螨、除甲醛”为健康护航，倾力为消费者打造绿色、智能、舒适、健康的睡眠和居家体验，并已形成以“喜临门”品牌为核心，多风格多层次的品牌体系以满足不同消费者个性化需求，旗下系列主要包括“净眠”、“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“喜临门儿童”及“可尚”，以及意大利沙发品牌“Chateau d'Ax”、“M&D Milano&Design”、“M&D Casaitalia”等。

图表 62 喜临门主要产品矩阵

核心品牌	产品类型	品牌系列	产品定位	目标客户群	产品图例
喜临门	床垫	净眠	中高端	关注睡眠健康的消 费群	
	床	法诗曼	中高端	追求时尚浪漫的年 轻消费 群	
		爱尔娜	高端	追求品质生活的高 端消费 群	
	寝具	爱信	中端	追求经济简约的网 络消费 群	
		城市爱情	中端	年轻时尚的网 络工 薪消费 群	
			可尚	中高端	追求简约时尚的中端消费群
M&D	沙发	Milano&design	中高端	追求意大利设计风格的中高 端消费群	
		Casaitalia	中端	追求意大利设计风格的中端 消费群	
Chateau d'Ax		Chateau d'Ax	高端	追求品质和意大利原创的高 端消费群	

资料来源：喜临门年报，华创证券

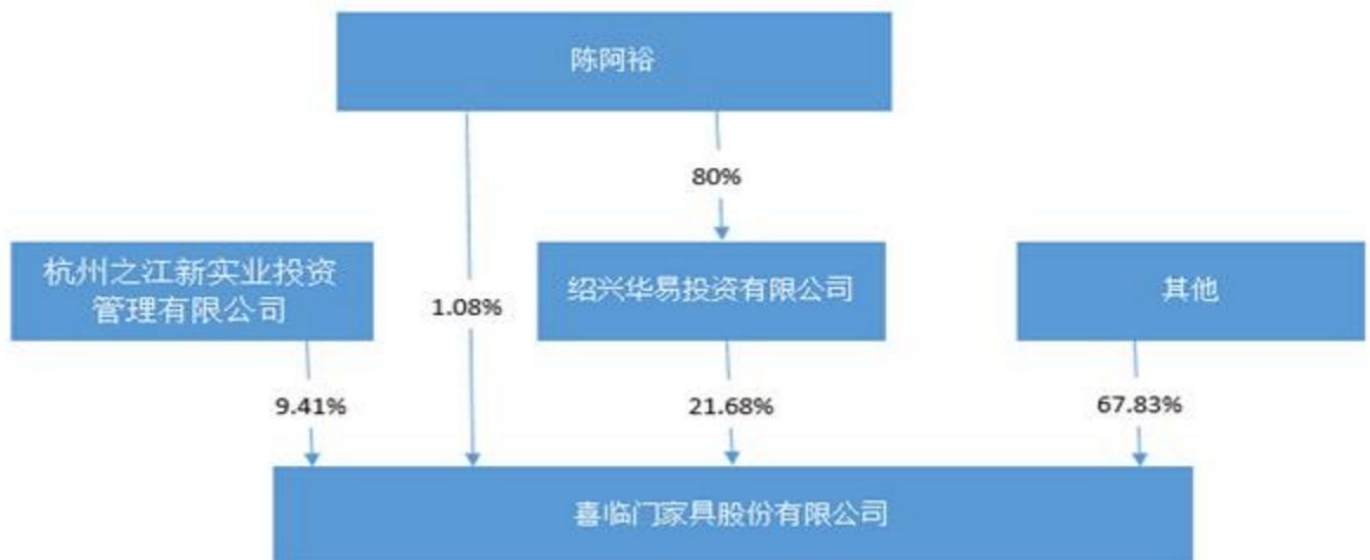
截至 2020 年一季度，绍兴华易投资有限公司持股 21.68%。根据 2019 年年报，陈阿裕先生、华易投资及杭州之江新实业投资管理有限公司作为一致行动人，合计持有喜临门 32.17% 的股份。

图表 63 2020Q1 喜临门十大股东持股明细

股东名称	方向	期末参考市值（亿元）	2020Q1 持股数量（股）	占总股本比例（%）
绍兴华易投资有限公司	不变	10.2268	84,799,659	21.68
杭州之江新实业投资管理有限公司	不变	4.4390	36,807,950	9.41
周伟成	不变	2.0611	17,090,705	4.37
浙商证券资管-中国银行-证券行业支持民企发展系列之浙商证券 1 号分级集合资产管理计划	不变	1.7756	14,723,143	3.76
香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	1.1130	9,229,067	2.36
天堂硅谷资产管理集团有限公司-天堂硅谷久盈 10 号私募投资基金	增加	0.8878	7,361,749	1.88
沈冬良	不变	0.6784	5,625,000	1.44
全国社保基金四一二组合	新进	0.6591	5,465,217	1.40
宁波平方和投资管理合伙企业(有限合伙)-平方和 2 号私募基金	新进	0.6445	5,344,522	1.37
孙芳	新进	0.6123	5,077,036	1.30
合计		23.0978	191,524,048	48.97

资料来源：Wind，华创证券

图表 64 公司 2019 年年报股权结构图

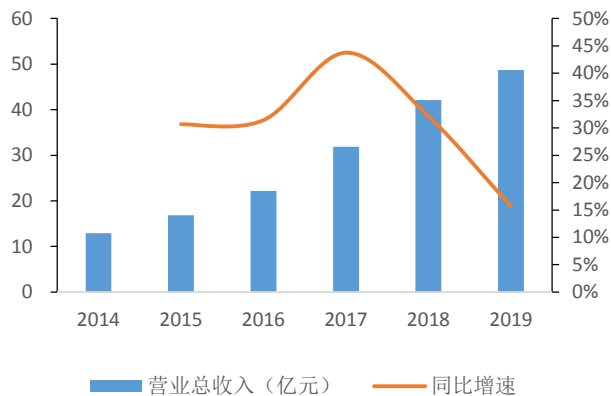


资料来源：公司公告，华创证券

公司收入规模逐年提升。2014 年至 2019 年公司收入规模由 12.91 亿元提升至 48.71 亿元，复合增长率 30%；归母净利润由 2014 年的 0.94 亿元提升至 2017 年的 2.84 亿元，复合增长率 44.57%。2018 年，中美贸易摩擦不断升级，美

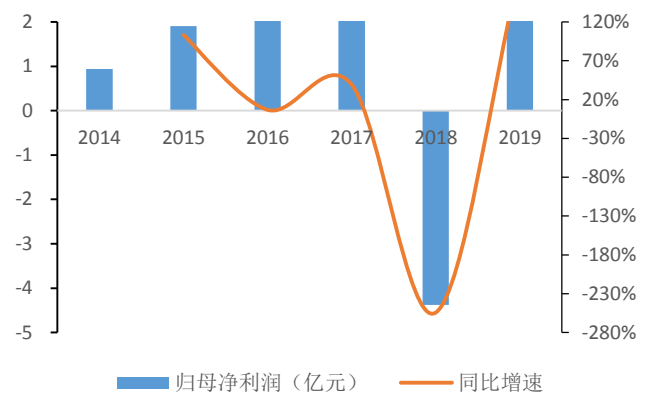
国对从中国进口的包括床垫在内的 2000 亿美元清单商品加征 25% 的关税，同时，对进口自中国的床垫作出反倾销裁定，叠加原材料价格上行周期，归母净利率出现负值。2019 年出现回升至 3.8 亿元。

图表 65 喜临门收入呈现逐年上升



资料来源: Wind, 华创证券

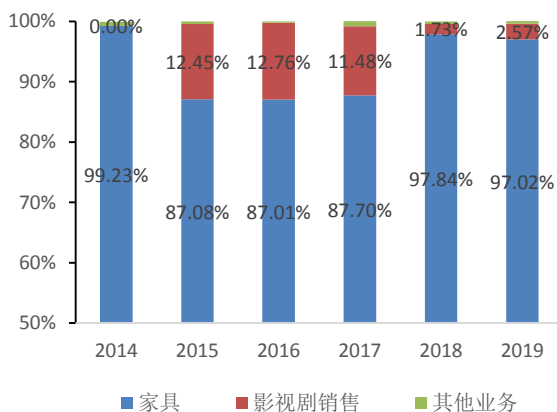
图表 66 喜临门归母净利润变动



资料来源: Wind, 华创证券

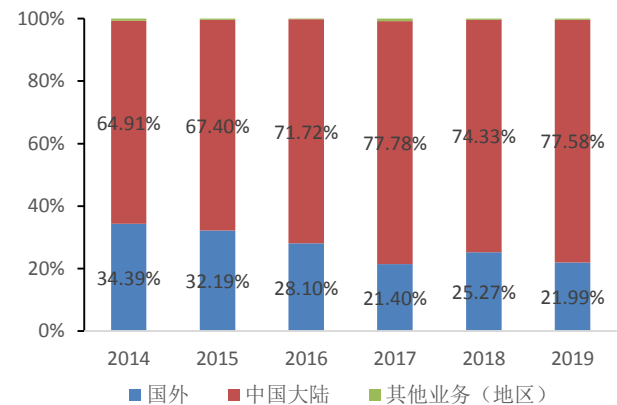
公司收入以家具为主，主要为内销。目前公司收入结构中，分产品来看，家具占主要比例，其中家具又以民用家具为主，占比 94% 左右。民用家具中床垫占主要比例，但占比呈逐年下降趋势，2018 年以来沙发占比 14% 左右。分区域来看，公司以内销为主，且占比逐年扩大，海外收入占比约为 22%。

图表 67 喜临门收入以家具为主



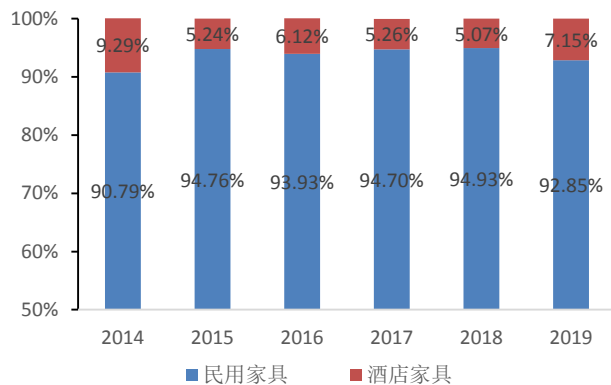
资料来源: Wind, 华创证券

图表 68 喜临门以内销为主



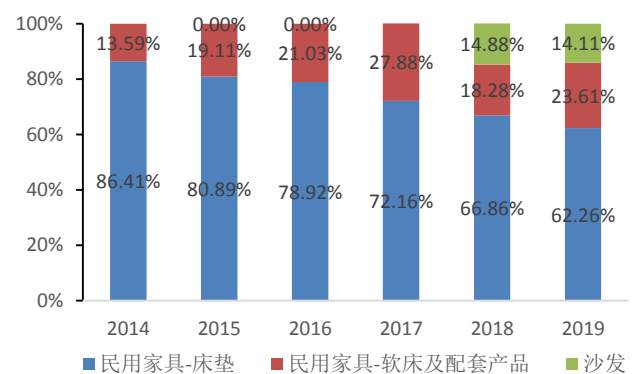
资料来源: Wind, 华创证券

图表 69 喜临门家具中以民用家具为主



资料来源: Wind, 华创证券

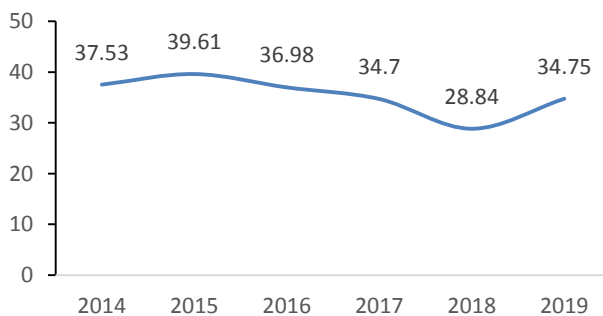
图表 70 喜临门民用家具中床垫占收入主要部分



资料来源: Wind, 华创证券

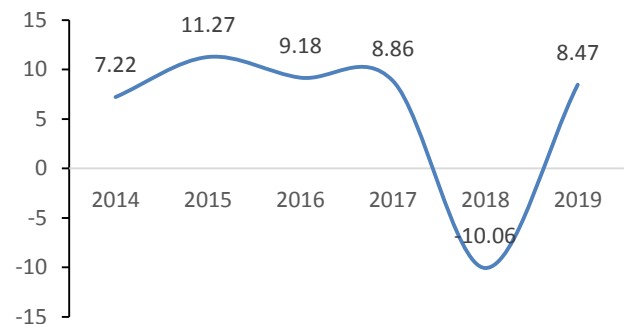
盈利能力整体较为稳定。2018 年因材料价格上涨导致成本上升, 汇率波动及老剧成本结转等因素, 毛利率和净利率均有所下降。2019 年公司盈利水平回升, 其中毛利率 34.75%, 净利率 8.47%,

图表 71 喜临门毛利率水平 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 72 喜临门净利率水平 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

五、风险提示

中美贸易摩擦加剧、全球“新冠”疫情蔓延、原材料价格大幅波动、技术升级不及预期等。

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500