

轻工行业深度研究报告

**沙发生产工艺深度对比分析—顾家家居、敏华控股和恒林股份**

**推荐 (维持)**

- **中国国内沙发市场规模 2017 年预计为 500 亿，出口方面美国占比近四成，沙发市场集中度有待提升。** 1) 2016 年我国沙发销售额为 478.11 亿元，同比增长 5%，预计 2017 年沙发市场规模约为 500 亿元。2) 从出口来看，2015 年我国沙发出口额为 74.79 亿美元，出口主要对象为美国，出口额为 31.34 亿美元，占比 41.90%。3) 中国国内区域性品牌、中小企业居多，且大多定位国内低端市场，产品同质化严重，具有品牌影响力和规模化优势的大型企业主要定位中高端市场。目前，美国沙发 CR4 已达 50% 左右，但中国沙发行业 CR4 不足 15%。
- **家具龙头沙发产品品类丰富，但各有侧重。** 1) **顾家家居：**以皮制休闲沙发为主，近几年通过内生、并购、代理等方式不断丰富功能沙发和布艺沙发产品线。2) **敏华控股：**“芝华仕”为公司旗下最主要的品牌，沙发产品以功能沙发为主打类型，并根据不同的消费群体推出了多款非功能沙发。3) **恒林股份：**公司主要客户是国外大型办公用品、家具家居零售商，沙发产品以 ODM 为主，但功能沙发占绝大多数，2016 年占比达到九成。
- **沙发产品生产工艺深度对比：** 1) **直接材料占比方面，**恒林股份直接材料占营业成本比重最高，敏华控股最低。顾家家居/敏华控股/恒林股份的占比分别为 75.7%/71.9% 和 78.4%。2) **直接材料组成方面，**一般而言，按采购金额比较，皮布面料:化学品(包括海绵):木材:钢铁制品=4:1:1:1.5。敏华控股皮布面料、化学品和钢铁制品占比均显著高于顾家家居和恒林股份，而恒林股份木材类原材料的占比偏高。3) **直接材料价格方面，**海绵、钢铁制品价格在 2015 年出现比较明显下降以及皮布面料价格在 2016 年有所回落，因此 2015 年和 2016 年是敏华控股和恒林股份毛利率的改善期，顾家家居沙发产品毛利率也基本保持平稳，但 2017 年海绵、钢铁制品价格涨幅很大，敏华控股和恒林股份毛利率均显著下滑。
- **成本角度对比沙发产品毛利率，** 1) **毛利率差异较大：**顾家家居和敏华控股沙发产品毛利率均为 37% 左右，但恒林股份只有 26.4%，主要是由于三家公司在经营规模、品牌、经营模式等多方面存在差异。2) **顾家家居：**皮革价格与公司毛利率呈负相关关系，但海绵价格波动对毛利率的影响并不显著。3) **敏华控股：**皮布成本占比高，价格变化对毛利率影响大，但化学品和钢材原材料价格的大幅波动亦需密切关注。4) **恒林股份：**沙发产品议价能力有限，相比收入端，毛利率受材料成本影响更大
- **风险提示：**宏观经济下行导致软体家具需求不振，贸易战加剧影响家具出口

华创证券研究所

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598

邮箱: dongguangyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518040001

联系人: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	67	1.89
总市值(亿元)	4,135.8	0.76
流通市值(亿元)	2,443.24	0.63

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.96	-17.59	-22.47
相对表现	-4.89	-6.25	-15.82



相关研究的报告

《家居消费品牌化系列报告二: 席卷的风潮, 全屋定制风起云涌》

2018-07-22

《【华创轻工】读齐家网招股书, 细说互联网家装行业》

2018-08-01

《【华创轻工】家居消费品牌化系列报告三: 变革的力量, 从全屋定制到全屋整装》

2018-08-10

# 目录

一、中国是全球最大的软体家具生产国，行业集中度较低.....	5
（一）中国软体家具产值位列全球第一，产值、出口经高速发展后增长呈放缓趋势.....	5
（二）预计 2017 年国内沙发市场达到 500 亿元，沙发出口中美国占比 4 成多.....	6
（三）中国沙发行业分散，市场集中度有待提升.....	7
二、家具龙头沙发品类丰富，形成差异化竞争格局.....	7
（一）顾家家居：皮制休闲沙发为主，功能、布艺沙发布局渐次完善.....	7
（二）敏华控股：功能沙发为主打，多款非功能沙发满足差异化需求.....	8
（三）恒林股份：功能沙发占比九成，以 ODM 模式为主.....	9
三、沙发制作工艺对比分析.....	10
（一）皮革布料、海绵、木材和金属配件构成沙发制作的四大基本原材料.....	10
（二）软体同行业公司沙发产品成本对比.....	12
1、顾家家居：皮革采购成本占比大，与公司毛利率负相关.....	13
2、敏华控股：沙发产品材料成本占总成本七成多，毛利率受成本端多因素影响.....	15
3、恒林股份：沙发产品材料成本占总成本近八成，毛利率受成本端影响更显著.....	16
（三）总结：直接材料占比、直接材料组成、直接材料价格波动三维度深层对比.....	17
四、风险提示.....	19

# 图表目录

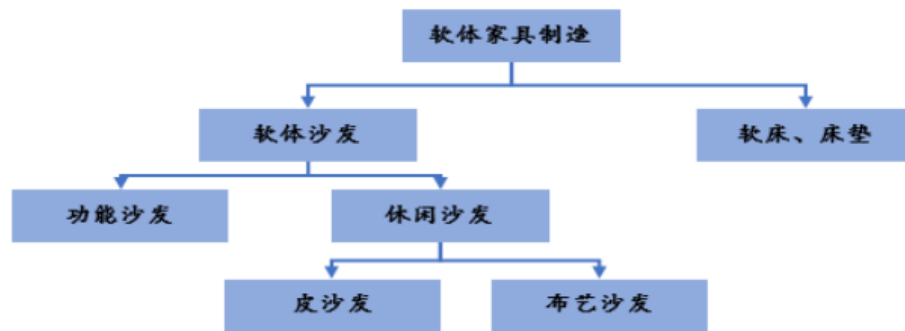
图表 1: 软体家具分类.....	5
图表 2: 家具采购顺序.....	5
图表 3: 中国软体家具产值世界第一.....	6
图表 4: 中国软体家具产量增速放缓.....	6
图表 5: 软体家具出口增长放缓.....	6
图表 6: 沙发销售量增长趋势与软体相似.....	7
图表 7: 沙发主要出口对象为美国.....	7
图表 8: 中国沙发行业 CR4 不足 15%.....	7
图表 9: 美国沙发行业 CR4 占比超过 50%.....	7
图表 10: 2017 年顾家家居营收组成.....	8
图表 11: 皮质休闲沙发为主.....	8
图表 12: 顾家家居休闲沙发产品.....	8
图表 13: 顾家家居功能沙发产品.....	8
图表 14: 2018 财年敏华控股营收组成.....	9
图表 15: 2016 年公司沙发产品组成.....	9
图表 16: 敏华控股贵族真皮功能沙发.....	9
图表 17: 敏华控股都市非功能沙发.....	9
图表 18: 2017 年恒林股份营收组成.....	10
图表 19: 2016 年功能沙发占沙发总营收的九成.....	10
图表 20: 沙发产品 ODM 模式占比九成.....	10
图表 21: 沙发制作过程.....	11
图表 22: 制作沙发木架.....	11
图表 23: 海绵切割、拼接.....	11
图表 24: 将海绵包在沙发木架外边.....	12
图表 25: 皮革裁剪.....	12
图表 26: 皮革缝纫.....	12
图表 27: 沙发成品.....	12
图表 28: 顾家家居、敏华控股和恒林股份沙发产品毛利率对比.....	13
图表 29: 敏华控股、顾家家居和恒林股份沙发产品的规模、品牌和经营模式对比.....	13
图表 30: 自产家具中材料成本占总成本的 75.7%.....	14
图表 31: 皮革为主要采购原材料, 海绵次之.....	14
图表 32: 顾家家居历年皮革采购数量对比 (万平方英尺).....	14
图表 33: 2016H1 来自圣诺盟的海绵原材料占比为 68.6%.....	14

图表 34: 沙发产品毛利率与皮革单价呈负相关.....	15
图表 35: 沙发产品毛利率与海绵单价无明显关系.....	15
图表 36: 2018 财年敏华控股营业成本组成.....	15
图表 37: 直接材料成本占沙发总成本的 71.9%.....	15
图表 38: 皮布成本占比一半, 钢材占比超两成.....	16
图表 39: 功能沙发.....	16
图表 40: 2014-2017 财年毛利率显著提升, 2018 财年承压.....	16
图表 41: 敏华控股原材料价格波动情况.....	16
图表 42: 材料成本占沙发总成本的 78.4%.....	17
图表 43: 面料成本占比超四成, 海绵占比一成.....	17
图表 44: 恒林股份沙发平均售价、材料成本和毛利率对比.....	17
图表 45: 顾家家居、敏华控股、恒林股份沙发产品直接材料占营业成本比重对比.....	18
图表 46: 顾家家居、敏华控股和恒林股份沙发产品原材料组成成分对比.....	18
图表 47: 顾家家居原材料价格变动情况.....	18
图表 48: 敏华控股原材料价格变动情况.....	19
图表 49: 恒林股份沙发产品原材料价格变动情况.....	19

## 一、中国是全球最大的软体家具生产国，行业集中度较低

软体家具主要指的是以海绵、织物为主体的家具，沙发是软体家具的重要组成部分。

图表 1：软体家具分类



资料来源：华创证券整理

从家具采购顺序来看，软体家具一般为消费者采购家具的最后一环。消费者首先订购厨房橱柜、灶台、油烟机等，其次为卫生洁具，紧接着采购门、窗、地板、灯具等。成品的软体家具一般在整体装修完成后才开始根据其他家装的位置和大小进行采购，是家居购买的最后一环。

图表 2：家具采购顺序

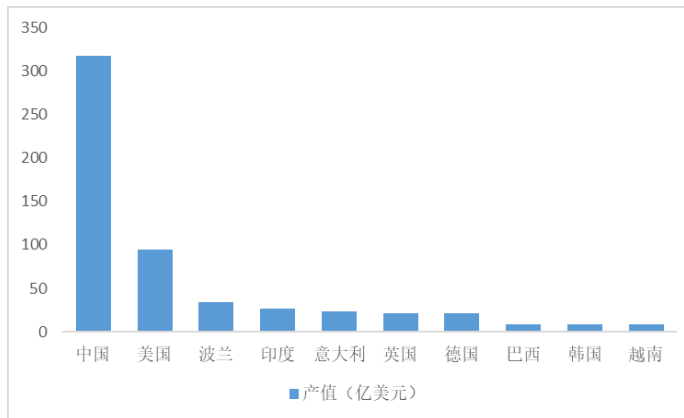


资料来源：华创证券整理

### （一）中国软体家具产值位列全球第一，产值、出口经高速发展后增长呈放缓趋势

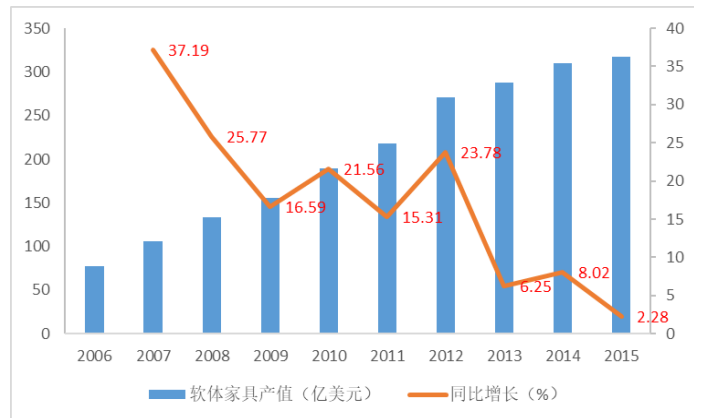
中国是全球最大的软体家具生产国。2015 年，中国软体家具总产值为 317.33 亿美元，约占全球总产值的 46.96%，远高于第二的美国，产值仅为 94.07 亿美元。2006 到 2015 年，中国软体家具产值从 77.45 亿美元增长到 317.33 亿美元，CAGR 为 15.15%，但自从 2013 年以来，总体上软体家具产量增速呈现放缓的趋势，2015 年同比增长率只有 2.28%。

图表 3: 中国软体家具产值世界第一



资料来源: CSIL, 华创证券

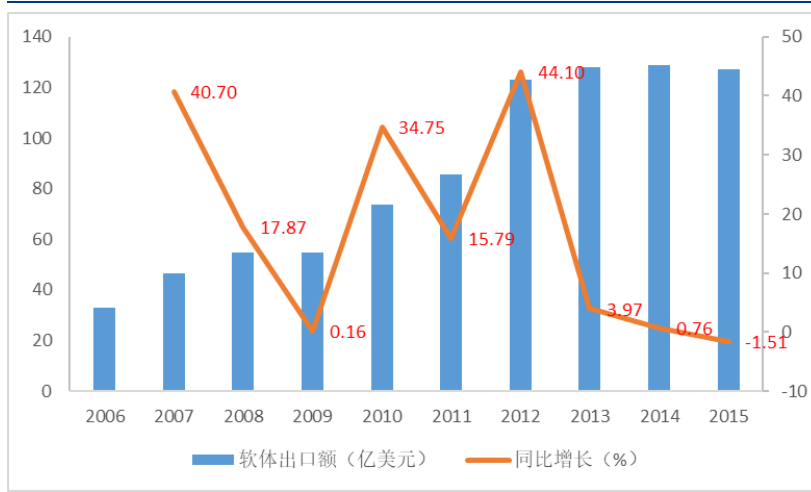
图表 4: 中国软体家具产量增速放缓



资料来源: CSIL, 华创证券

2006 年到 2015 年, 我国软体家具出口额从 32.97 亿美元上增长至 127.04 亿美元, CAGR 为 14.44%。2015 年, 国内软体家具出口额为 127.04 亿美元, 同比下降 1.51%, 占国内软体家具产值的 40.03%, 约占全球软体家具出口总额的 51.45%。

图表 5: 软体家具出口增长放缓



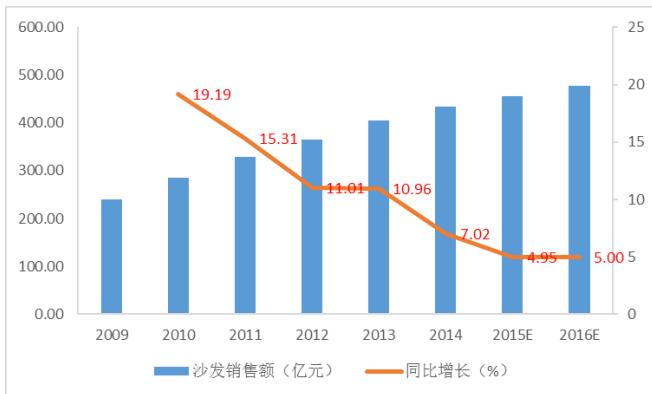
资料来源: CSIL, 华创证券

## (二) 预计 2017 年国内沙发市场达到 500 亿元, 沙发出口中美国占比 4 成多

2016 年我国沙发销售额为 478.11 亿元, 同比增长 5%; 预计 2017 年沙发市场规模约为 500 亿元。从出口来看, 我国的沙发出口主要对象为美国。2015 年, 我国沙发出口额为 74.79 亿美元, 其中出口美国 31.34 亿美元, 占比 41.90%。出口额前五的其他国家为英国、日本、韩国、澳大利亚, 占比分别为 7.22%, 6.30%, 5.23%, 5.09%。

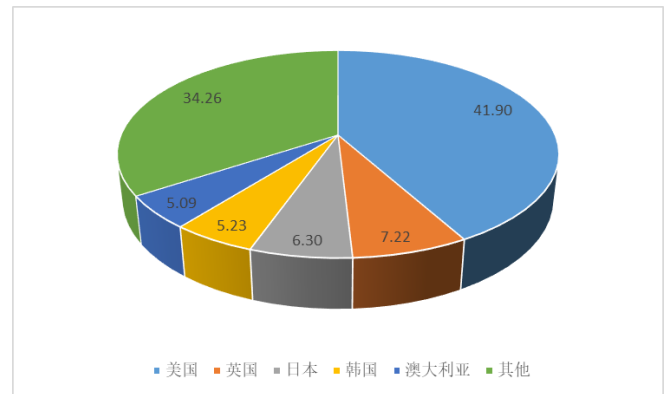


图表 6: 沙发销售量增长趋势与软体相似



资料来源: CSIL, 华创证券

图表 7: 沙发主要出口对象为美国



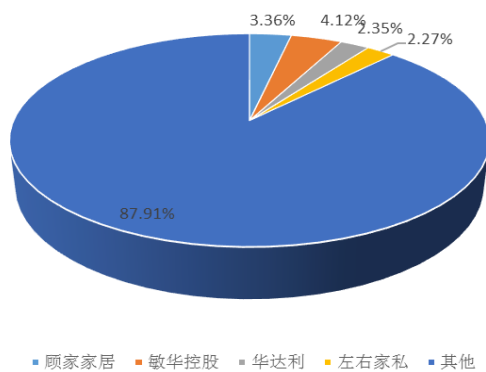
资料来源: 产业信息网, 华创证券

### (三) 中国沙发行业分散, 市场集中度有待提升

我国沙发市场总规模约为 500 亿元, 敏华控股/顾家家居/华达利/左右家私作为龙头企业所占沙发市场份额分别为 4.12%/3.36%/2.35%/2.27%, 其他品牌的沙发占总体的 87.91%。区域性品牌、中小企业居多, 且大多定位国内低端市场, 产品同质化严重, 具有品牌影响力和规模化优势的大型企业主要定位中高端市场。

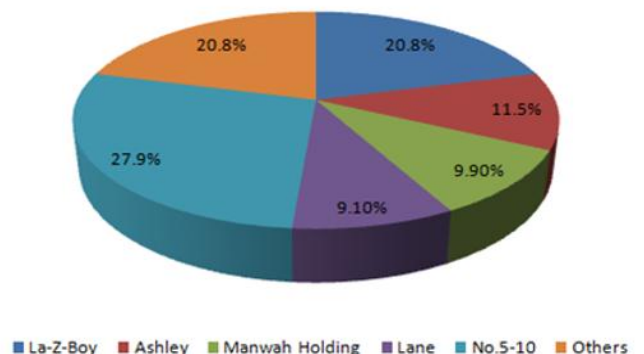
发达国家软体家具市场发展比较成熟, 龙头企业行业集中度高, 规模效应发挥充分。美国软体家具中沙发 CR4 已达 50%左右, 相比较, 中国沙发产品的市场集中度还有很大的提升空间。

图表 8: 中国沙发行业 CR4 不足 15%



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 9: 美国沙发行业 CR4 占比超过 50%



资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

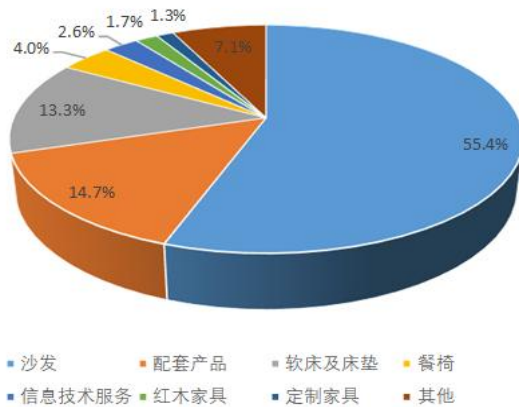
## 二、家具龙头沙发品类丰富, 形成差异化竞争格局

### (一) 顾家家居: 皮制休闲沙发为主, 功能、布艺沙发布局渐次完善

顾家家居成立于 1983 年, 主营中高档软体家具的研发、设计生产和销售。2017 年公司实现营业收入 66.65 亿元, 同比增长 39.02%, 其中沙发销售收入为 36.92 亿元, 占主营业务收入的 58.89%, 为公司主要的收入来源。

顾家家居主要的沙发产品以皮制休闲沙发为主, 兼有功能沙发和布艺沙发。2016H1 在顾家家居沙发产品销售收入中, 皮制沙发销售收入为 79.04%, 功能沙发销售收入占比为 14.58% (2013 年, 功能沙发销售收入占比仅为 1.68%), 布艺沙发销售收入占比达到 6.38%。

图表 10: 2017 年顾家家居营收组成



资料来源: 公司年报, 华创证券

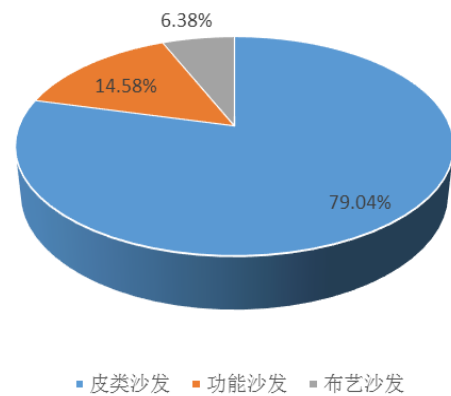
目前, 顾家家居是国内软体家具行业的龙头, 旗下产品包括“顾家工艺沙发”、“布艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“KUKAART 欧美”、“米檬”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列。同时, 公司还经营和美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”。

图表 12: 顾家家居休闲沙发产品



资料来源: 公司官网

图表 11: 皮质休闲沙发为主



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 13: 顾家家居功能沙发产品



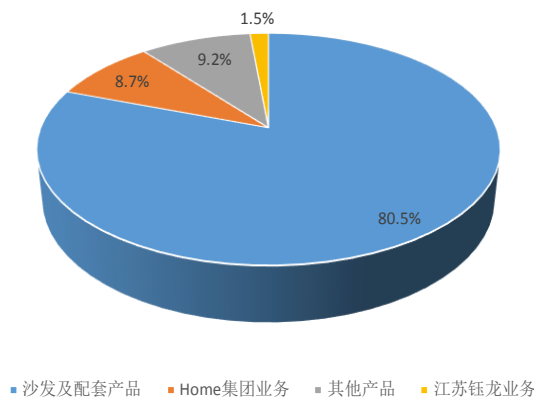
资料来源: 公司官网

## (二) 敏华控股: 功能沙发为主打, 多款非功能沙发满足差异化需求

敏华控股 1992 年始于香港, 现从事沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等产品的研发、制造、销售和服务, 其中功能沙发是公司主要的产品。公司 2018 财年 (2017.4.1-2018.3.31) 实现营业收入 80.34 亿元, 沙发及其配套产品 2018 财年实现营收 64.71 亿元, 占总营收的八成。

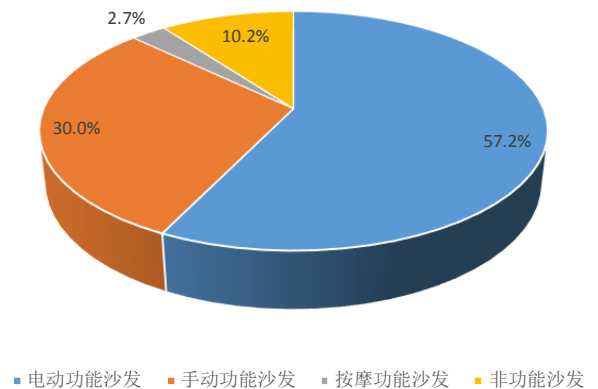


图表 14：2018 财年敏华控股营收组成



资料来源：公司年报，华创证券

图表 15：2016 年公司沙发产品组成



资料来源：招股说明书，华创证券

公司旗下主要有“Cheers 芝华仕”以及“Fleming 北欧宜居”两大品牌。“芝华仕”为敏华控股旗下最主要的品牌，面向大陆和海外主要提供沙发及配套产品、床垫及配套产品，其中沙发以功能沙发为主打类型，并根据不同的消费群体推出了多款非功能沙发产品系列。“Fleming 北欧宜居”是北欧著名的时尚家居品牌，在进入中国市场之前，它已诞生 20 多年，在 20 多个欧洲国家和地区设立超 1200 个营销网点，2016 年，敏华收购该品牌母公司 Home Group Ltd. 50% 股份。此外，在香港地区，敏华控股有“名华轩”品牌，主要负责采购全球的沙发等家具进行零售或者提供上门量尺进行家具定制等服务，是家具零售连锁机构。

图表 16：敏华控股贵族真皮功能沙发



资料来源：公司官网

图表 17：敏华控股都市非功能沙发

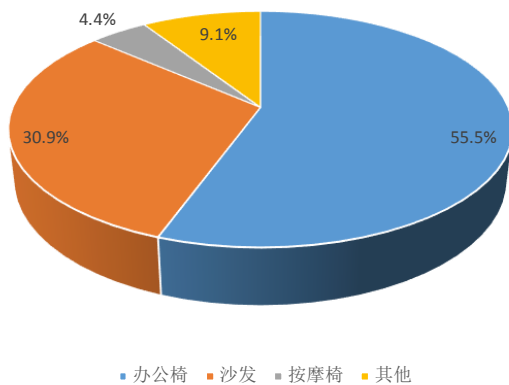


资料来源：公司官网

### （三）恒林股份：功能沙发占比九成，以 ODM 模式为主

沙发产品占总营收的三成，以功能沙发为主。1) 公司 2017 年实现营业收入 18.96 亿元，其中沙发产品营收达到 4.31 亿元，占比为 30.9%。2) 根据 2016 年数据，功能沙发占公司沙发总营收的 89.8%。

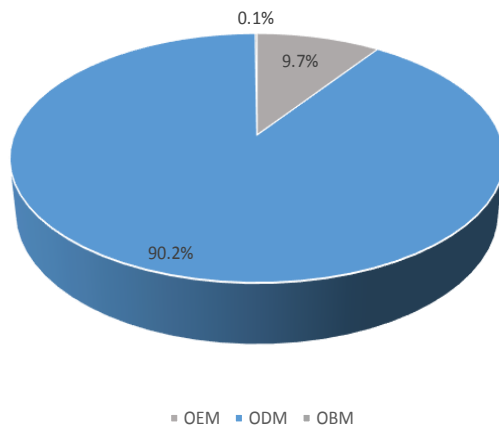
图表 18: 2017 年恒林股份营收组成



资料来源: 公司年报, 华创证券

公司主要客户是国外大型办公用品、家具家居零售商。按业务模式分类, ODM (即接受品牌厂商的委托, 按其技术要求承担部分设计任务, 生产制造产品并销售给品牌商的业务模式) 占比高, OEM (即接受品牌厂商的委托, 依据品牌商提供的样式生产制造产品并销售给品牌商的业务模式) 主要是对宜家家居的销售, 目前尚处于发展初期。截止 2017H1, ODM/OBM/OEM 占比分别为 90.2%、9.7%和 0.1%。

图表 20: 沙发产品 ODM 模式占比九成



资料来源: 招股说明书, 华创证券

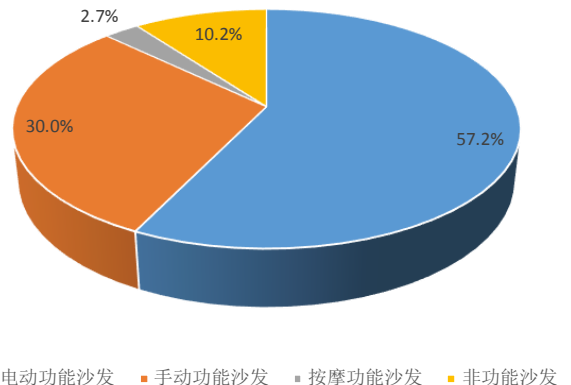
### 三、沙发制作工艺对比分析

#### (一) 皮革布料、海绵、木材和金属配件构成沙发制作的四大基本原材料

沙发作为软体行业的重要组成部分, 主要原材料是皮革布料、海绵、木材和金属配件。

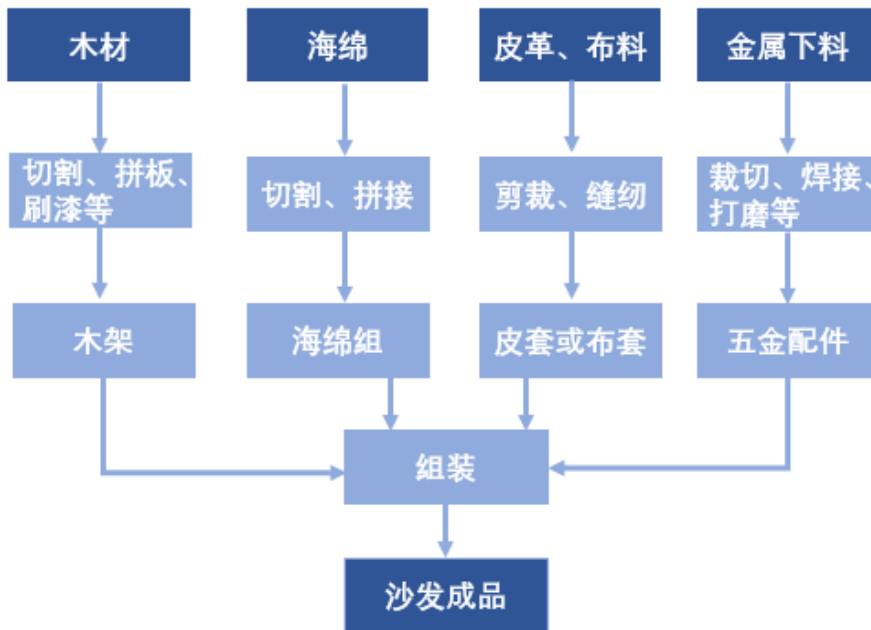
沙发产品生产一般是按照制作木架、拼接海绵组、皮或布套包装的顺序开展。生产制造企业首先确定沙发产品设计图。进入生产环节, 厂商采购木材经过切割、拼板、刷漆等工艺形成沙发木架, 然后对海绵进行切割、拼接得到特定尺寸、特定结构的海绵组, 部分海绵组需要粘接在沙发的木架上。最后便是对皮革或布料剪裁、缝纫制成皮套或布套, 将沙发木架和单独的海绵组包装起来, 经过最后的拼装便得到了沙发成品。期间每个环节基本都需要五金配件进行拼接和加固。功能沙发在木架制作环节还涉及到钢铁架、电机类等产品的安装。

图表 19: 2016 年功能沙发占沙发总营收的九成



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 21: 沙发制作过程



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 22: 制作沙发木架



资料来源: 招股说明书

图表 23: 海绵切割、拼接



资料来源: 招股说明书

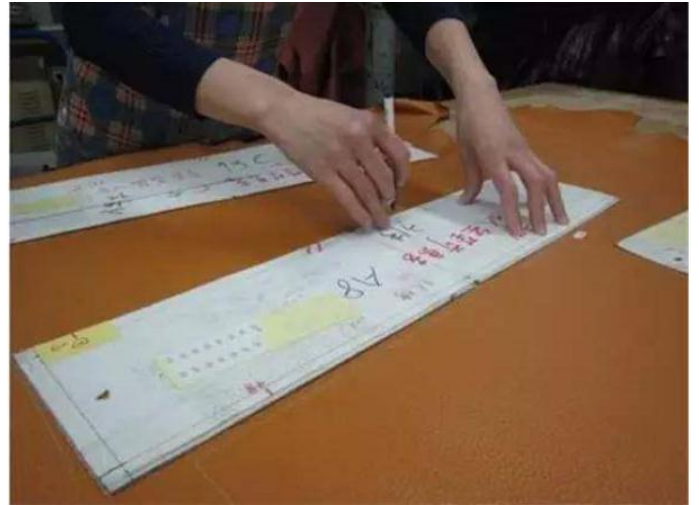


图表 24: 将海绵包在沙发木架外边



资料来源: 公司年报

图表 25: 皮革裁剪



资料来源: 招股说明书

图表 26: 皮革缝纫



资料来源: 公司年报

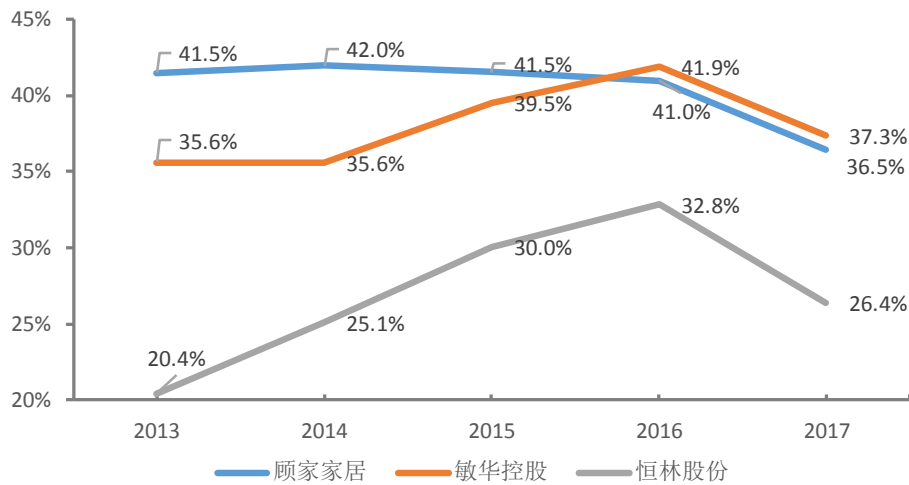
图表 27: 沙发成品



资料来源: 招股说明书

## (二) 软体同行业公司沙发产品成本对比

顾家家居和敏华控股沙发产品毛利率接近, 而恒林股份比较低。1)2017 年顾家家居毛利率为 36.5%, 敏华控股与其相当, 2018 财年毛利率达到 37.3%, 但恒林股份毛利率在 2017 年只为 26.4%。2) 毛利率差异较大是由于三家公司在经营规模、品牌、经营模式等多方面存在差异。一方面, 敏华控股和顾家家居销售规模大具有成本优势, 同时因拥有自有品牌而享受品牌溢价, 另一方面, 恒林股份主要为国外大型办公用品、家具家居零售商进行 ODM 生产、议价能力弱也是其毛利率较低的重要原因。

**图表 28: 顾家家居、敏华控股和恒林股份沙发产品毛利率对比**


注：敏华控股2017年为2018财年（2017.4.1-2018.3.31）公司整体数据，2013-2016数据依次类推

资料来源：公司公告，华创证券

**图表 29: 敏华控股、顾家家居和恒林股份沙发产品的规模、品牌和经营模式对比**

	敏华控股	顾家家居	恒林股份
<b>经营规模</b>	沙发及配套产品 2018 财年（2017.4.1-2018.3.31）销售规模达到 64.71 亿元，有很大的规模成本优势	沙发产品销售规模 2017 年达到 36.92 亿元，有较大的规模成本优势	沙发产品销售规模 2017 年达到 5.86 亿元
<b>品牌角度</b>	拥有自有品牌，毛利率中具有一定的品牌溢价	拥有自有品牌，毛利率中具有一定的品牌溢价	以 ODM 为主销售沙发产品
<b>经营模式</b>	向境内、北美、欧洲及其他海外市场向分销商批发销售和终端客户零售销售，其中批发销售业务占比达到 85% 左右	主要市场在境内，直营、经销为其主要销售模式，客户包括众多经销商和终端消费者	以外销为主，外销占比为 90% 左右，主要客户是国外大型办公用品、家具家居零售商

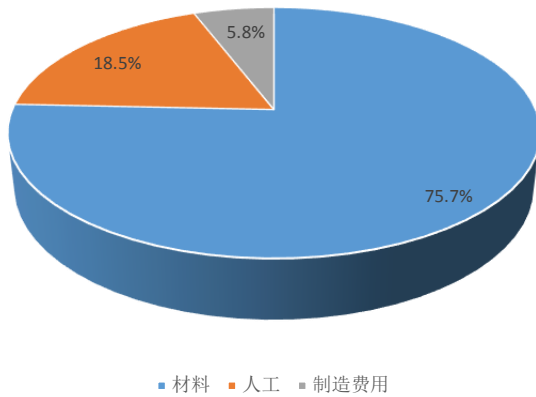
资料来源：公司公告，华创证券

### 1、顾家家居：皮革采购成本占比大，与公司毛利率负相关

2017 年公司营业成本总计为 40.24 亿元，其中家具制造业务（沙发、床类产品等主打产品基本为自制，配套产品全部为外购）成本为 40.12 亿元。自制家具制造业务营业成本具体来看，材料成本为 24.93 亿元，占总成本的 75.7%，另外，人工成本/制造费用分别为 6.08 亿元/1.92 亿元，分别占比为 18.5%/5.8%。

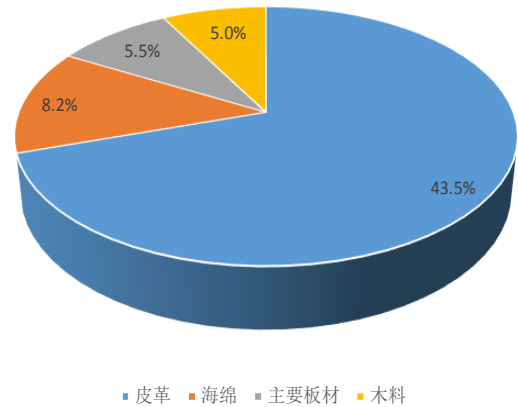
**皮革采购成本占比最大。**沙发是公司的主要产品，因而公司采购的材料主要来源于制作沙发所需要的原材料，包括皮革、海绵及木材。其中皮革为沙发最主要采购的原材料，2016H1 公司皮革采购额占比高达 43.5%，海绵次之，为 8.2%。

图表 30: 自产家具中材料成本占总成本的 75.7%



资料来源: 公司年报, 华创证券

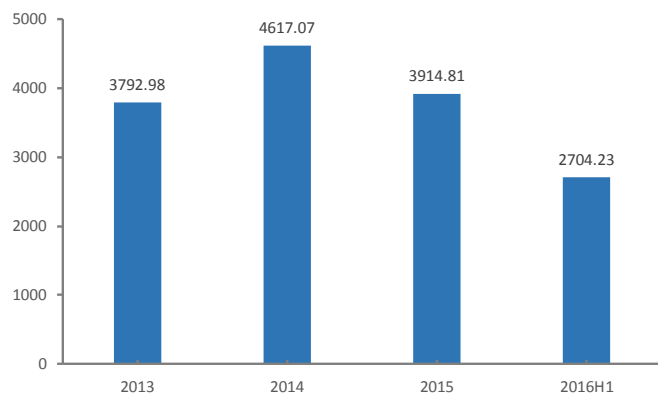
图表 31: 皮革为主要采购原材料, 海绵次之



资料来源: 招股说明书, 华创证券

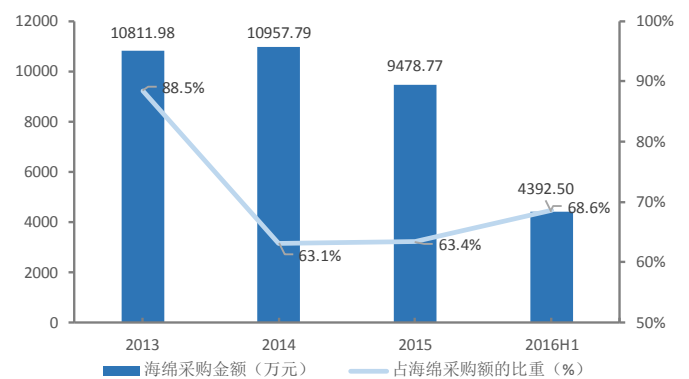
**动态调整皮革库存降成本, 集中采购确保海绵供给稳定。** 1) 2015 年, 公司皮革采购量为 3914.8 万平方英尺, 占 2014 年采购量的 84.8%, 占比较低, 主要是由于公司预测 2014 年全球的皮革价格处于低点, 基于对皮革价格未来上涨的预期, 加大了向巴西 JBS 等供应商的皮革采购力度, 适度提高了皮革的战略库存。2015 年以来, 公司陆续消化这部分战略库存, 采购量降低。2) 2016H1 公司 68.6% 的海绵原材料来自持股 40% 的参股公司—浙江圣诺盟顾家海绵有限公司。圣诺盟生产的海绵距离公司杭州生产基地较近, 同时公司对其采购还能确保海绵的较高品质与稳定供给。

图表 32: 顾家家居历年皮革采购数量对比(万平方英尺)



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 33: 2016H1 来自圣诺盟的海绵原材料占比为 68.6%

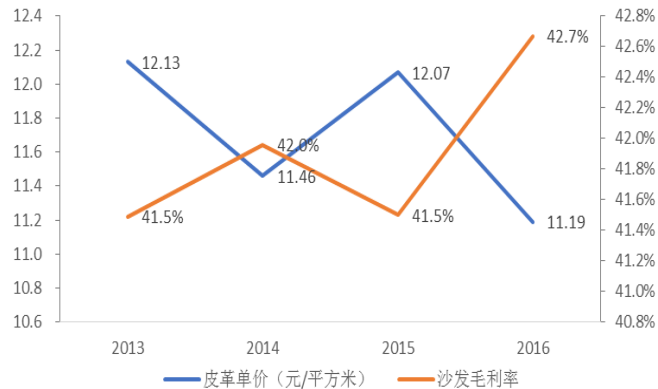


资料来源: 招股说明书, 华创证券

**皮革价格与公司毛利率呈负相关关系, 但海绵价格波动的影响不显著。** 1) 从成本端原材料价格传导的角度来看, 皮革价格的波动对公司毛利率影响显著, 呈明显负相关关系。2) 海绵价格波动对毛利率影响不显著, 这主要是因为一方面海绵占总采购额比例不大。

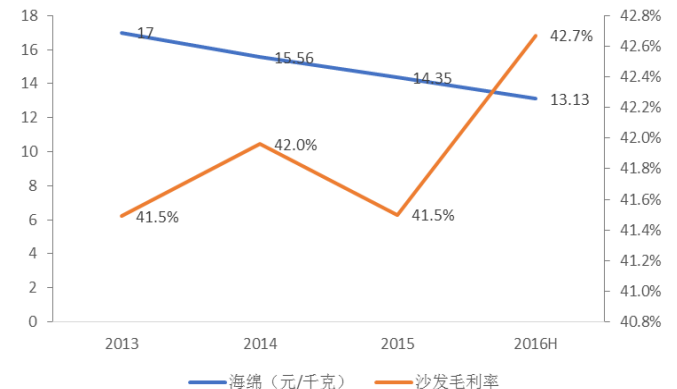


图表 34: 沙发产品毛利率与皮革单价呈负相关



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 35: 沙发产品毛利率与海绵单价无明显关系



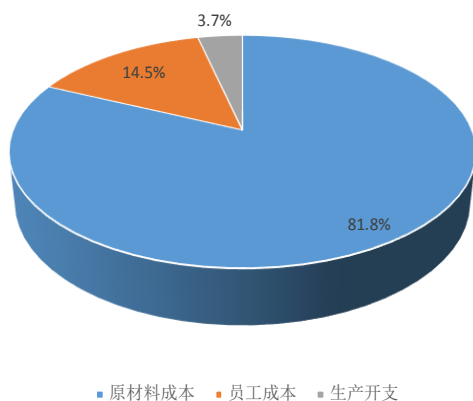
资料来源: 招股说明书, 华创证券

## 2、敏华控股: 沙发产品材料成本占总成本七成多, 毛利率受成本端多因素影响

2018 财年营业成本总计为 50.35 亿元, 其中原材料成本为 41.18 亿元, 占总成本的 81.8%。另外, 员工成本/生产开支分别为 7.30 亿元/1.86 亿元, 分别占比为 14.5%/3.7%。

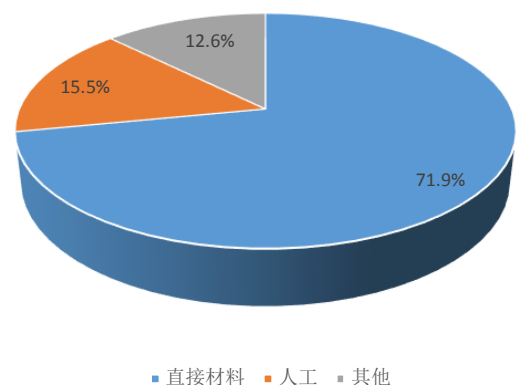
对于公司的沙发产品而言, 根据公司 2017 财年数据, 1) 直接材料/人工成本/其他成本分别占沙发产品总成本的 71.9%/15.5%/12.6%。2) 所耗用的直接材料分类型来看, 皮布面料合计占比为 49.9%, 其中真皮/印花布/PVC 仿皮分别占总材料成本的 31.6%/16.6%/1.8%, 钢材占比次之, 达到 24.6%, 钢材同行业相比占比较高主要是由于公司主要产品为功能沙发, 所用钢铁架较多。

图表 36: 2018 财年敏华控股营业成本组成



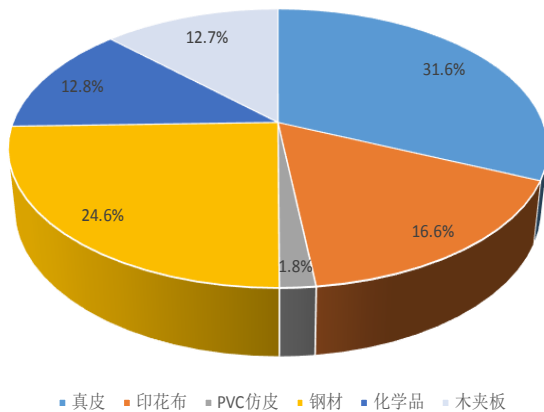
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 37: 直接材料成本占沙发总成本的 71.9%



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 38: 皮布成本占比一半, 钢材占比超两成



资料来源: 公司业绩简报, 华创证券

图表 39: 功能沙发

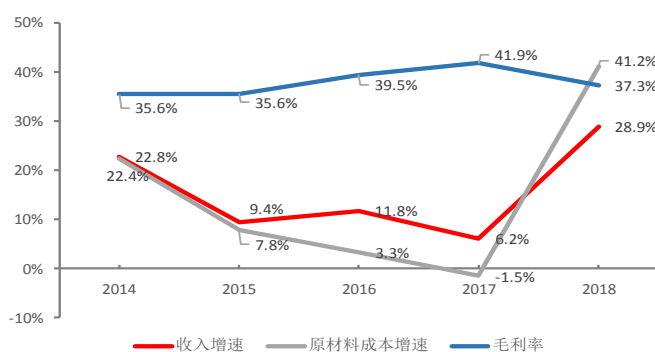


资料来源: 公司业绩简报, 华创证券

**垂直一体化产业链整合带来成本优势。**1)公司自主研发海绵专利配方, 所需海绵基本完全自产。上游生产的布局有利于缓解海绵价格大幅增长对公司毛利率的压力。2) 除旗下锐迈科技负责铁架生产外, 2017 年底公司还以 2.4 亿元收购江苏钰龙的 80% 股份, 其主营业务是家具业务的铁架的生产与销售。铁架产能进一步扩大, 规模效应增强有望降低铁架成本。

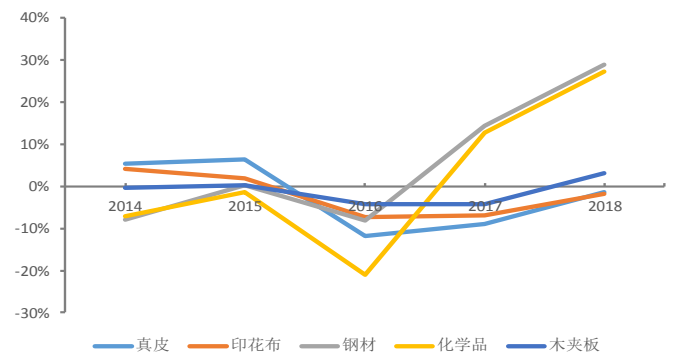
**皮布成本占比高, 价格变化对毛利率影响大, 但化学品和钢材原材料价格的大幅波动亦不容忽视。**1) 2015-2017 财年公司毛利率从 35.6% 显著提升 6.3pct 达到 41.9%, 主要是受益于合计成本占比近一半的真皮和印花布原材料成本显著下降 19.8% 和 13.7%。2) 2018 财年化学品和钢铁制品价格继 2017 财年后延续上涨势头, 分别大幅提升 27.3% 和 28.9%, 而皮布面料价格基本持平, 导致营收增长 28.9% 的同时, 营业成本中原材料总成本大幅增长 41.2%, 公司整体毛利率承压下滑到 37.3%, 降低 4.6pct。

图表 40: 2014-2017 财年毛利率显著提升, 2018 财年承压



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 41: 敏华控股原材料价格波动情况

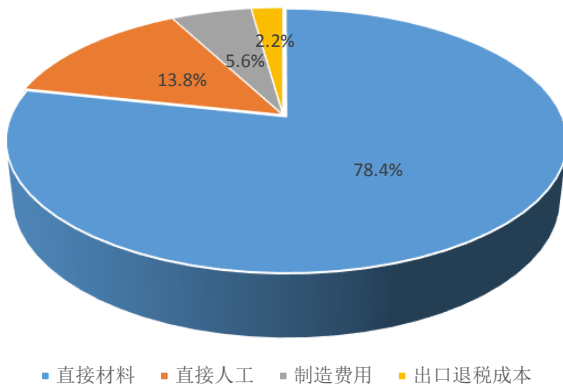


资料来源: 公司年报, 华创证券

### 3、恒林股份: 沙发产品材料成本占总成本近八成, 毛利率受成本端影响更显著

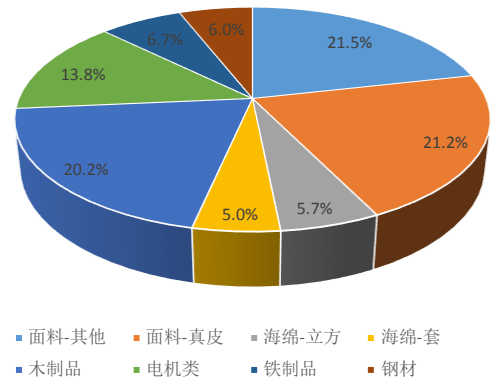
**关于沙发产品, 1) 2017 年总成本为 4.31 亿元, 其中材料成本为 3.38 亿元, 占总成本的 78.4%。**直接人工/制造费用/出口退税成本分别为 0.60 亿元/0.24 亿元/0.09 亿元, 分别占沙发产品总成本的 13.8%/5.6%/2.2%。**2) 沙发产品所耗用的直接材料分类型来看, 在 2016 财年中, 面料占比为 42.7%, 其中真皮面料占总材料成本的 21.2%, 其他面料(其他皮、布等) 占比为 21.5%, 而海绵占比为 10.7%。**

图表 42: 材料成本占沙发总成本的 78.4%



资料来源: 公司年报, 华创证券

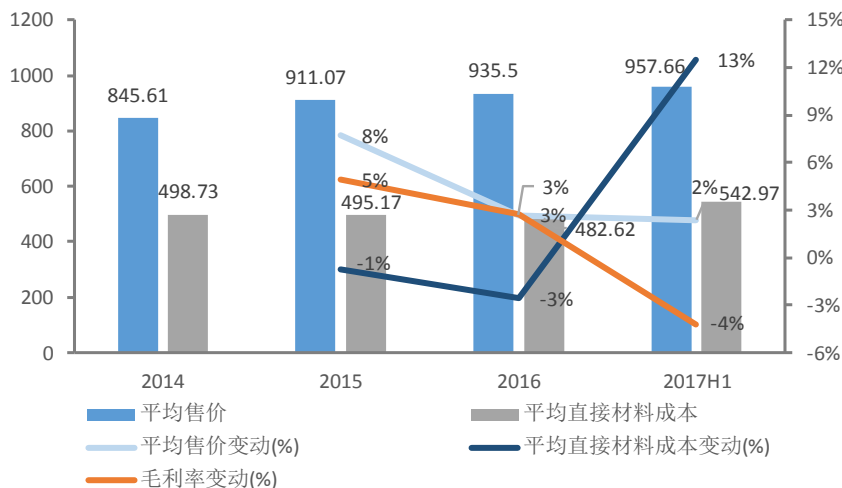
图表 43: 面料成本占比超四成, 海绵占比一成



资料来源: 招股说明书, 华创证券

从整体上看, 沙发产品议价能力有限, 毛利率受材料成本影响更大。1) 公司主要客户是国外大型办公用品、家具家居零售商。按业务模式分类, ODM 占比高达 90.2%, OEM 主要是对宜家家居的销售, 鉴于之前公司在办公椅产品的销售上跟宜家家居的合作较好, 公司在初期与宜家家居开展沙发业务时采取让利的销售政策。2) 2014-2016 年, 公司沙发的直接材料中主要铁制品、塑料制品、面料、钢材的单价呈整体降低趋势, 导致沙发平均直接材料成本逐年降低, 沙发产品毛利率在 2016 年为 32.81%, 达到历史高点。3) 2017H1 公司沙发的直接材料中主要铁制品、面料-真皮、海绵-立方、钢材的单价上升, 导致沙发平均直接材料成本大幅上涨 13%, 沙发产品的毛利率下降到 28.59%, 2017 年底为 26.37%, 相比 2016 年下降 6.4pct。

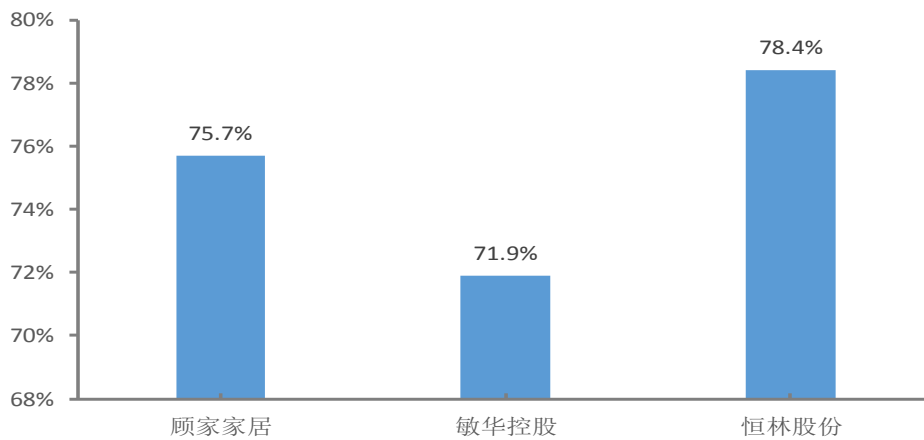
图表 44: 恒林股份沙发平均售价、材料成本和毛利率对比



资料来源: 招股说明书, 华创证券

### (三) 总结: 直接材料占比、直接材料组成、直接材料价格波动三维度深层对比

恒林股份直接材料占营业成本比重最高, 敏华控股最低。我们比较三家公司自产沙发产品中直接材料在营业成本中的比重, 顾家家居/敏华控股/恒林股份的占比分别为 75.7%/71.9%和 78.4%。

**图表 45: 顾家家居、敏华控股、恒林股份沙发产品直接材料占营业成本比重对比**


注:顾家为2017年公司整体数据,敏华为2017财年(2016.3-2017.3)沙发产品数据,恒林为2017年沙发产品数据

资料来源: 公司年报, 华创证券

**直接材料组成成分占比情况**, 1)一般而言,沙发产品直接材料按采购金额比较,皮布面料:化学品(包括海绵):木材:钢铁制品=4:1:1:1.5。2)敏华控股皮布面料、化学品和钢铁制品占比均显著高于顾家家居和恒林股份,而恒林股份木材类原材料的占比偏高。

**图表 46: 顾家家居、敏华控股和恒林股份沙发产品原材料组成成分对比**

	顾家家居	敏华控股	恒林股份
皮布类	43.5%	49.9%	42.7%
化学品(包括海绵)	8.2%	12.8%	10.7%
木材类	10.5%	12.7%	20.2%
钢铁制品		24.6%	12.7%
电机类			13.8%

注:顾家为2016H1公司整体数据,敏华为2017财年沙发产品数据,恒林为2016年沙发产品数据

资料来源: 公司公告, 华创证券

**关于直接材料价格情况**, 1)2015和2016是敏华控股和恒林股份毛利率的改善期,顾家家居沙发产品毛利率也基本保持平稳,从原材料价格角度分析,这主要分别受益于海绵、钢铁制品价格在2015年出现比较明显下降以及成本占比超4成的皮布面料价格在2016年有所回落。3)2017年海绵、钢铁制品价格涨幅很大,敏华控股和恒林股份毛利率均显著下滑。

**图表 47: 顾家家居原材料价格变动情况**

	2013年	2014年	2015年	2016年H1
皮革		-5.5%	5.3%	-7.3%
海绵		-8.5%	-7.8%	-8.5%
主要板材		1.6%	-2.0%	2.5%
木料		6.5%	2.8%	-4.7%
公司整体毛利率	40.0%	40.8%	41.1%	42.1%

	2013年	2014年	2015年	2016年H1
沙发产品毛利率	41.5%	42.0%	41.5%	42.7%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 48：敏华控股原材料价格变动情况

	2014财年	2015财年	2016财年	2017财年	2018财年
真皮	5.4%	6.3%	-11.9%	-9.0%	-1.3%
印花布	4.2%	1.8%	-7.3%	-6.9%	-1.7%
钢材	-8.0%	0.3%	-8.2%	14.4%	28.9%
化学品	-7.2%	-1.3%	-21.1%	12.8%	27.3%
木夹板	-0.3%	0.3%	-4.3%	-4.3%	3.2%
公司整体毛利率	35.6%	35.6%	39.5%	41.9%	37.3%

注：敏华控股财年为去年4月到当年3月底

资料来源：公司公告，华创证券

图表 49：恒林股份沙发产品原材料价格变动情况

	2014年	2015年	2016年	2017年H1
面料-其他		14.6%	-4.0%	-3.1%
面料-真皮		9.0%	-4.7%	3.6%
海绵-立方		-8.7%	-1.5%	20.8%
海绵-套		0.3%	-57.4%	-3.2%
木制品		-39.2%	8.5%	-11.2%
电机类		13.3%	-7.9%	-1.4%
铁制品		-13.6%	-24.3%	46.4%
钢材		-21.5%	12.3%	21.9%
沙发产品毛利率	25.1%	30.0%	32.8%	28.6%

资料来源：公司公告，华创证券

#### 四、风险提示

宏观经济下行导致软体家具需求不振，贸易战加剧影响家具出口

## 轻工组团队介绍

研究员：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。

## 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
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@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
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@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