

匠心家居(301061)

报告日期: 2023年05月14日

垂直一体化智能家居龙头, 自主品牌建设扬帆起航

——匠心家居深度报告

投资要点

□ 全球智能家居 ODM 龙头, 深度绑定大客户

匠心家居自 2002 年成立以来专注智能家具业务, 掌握智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产技术, 成为全球智能家居行业重要 ODM 供应商, 与 Ashley、PrideMobility、HomeStretch、Raymours、R.C.Willey 等国际知名家具企业建立良好长期业务合作关系。

□ 核心产品表现亮眼, 毛利率持续提升

2017-2021 年匠心家居实现收入/净利润 CAGR 分别为 21.08%/30.19%, 收入、净利润双高速增长, 其中核心产品智能电动沙发 2018-2021 年营收从 4.56 亿元增长至 13.42 亿元, CAGR 为 43.30%, 营收增长亮眼; 2022 年实现收入和净利润 14.63 亿元/3.34 亿元, 同比-24.02%/11.95%, 22 年业绩下滑主要受美国高通胀影响, 智能电动沙发营收有所下滑。

□ 持续研发投入实现技术沉淀, 自主品牌建设可期

匠心家居始终坚持自主研发、自主创新, 2018-2021 年, 匠心家居研发费用率均处于可比公司前列, 截至 2023Q1, 公司拥有 603 项境内外专利以及 161 项尚在申请中的专利。截至 22 年末, 匠心家居剔除 Ashley 后其他零售商客户占比 38.17%, 该类零售商主要为 OBM 客户, 自主品牌建设可期。

□ 智能家居市场持续增长, 渗透率稳步提高

2015-2020 年全球功能沙发市场规模从 154 亿美元增长到 245 亿美元, CAGR 为 7%, 预计到 2025 年市场规模将达 369 亿美元, CAGR 达 8.5%。美国系全球第一大市场, 2020 年在全球功能沙发的占比达 54.01%, 过去 5 年美国行业的复合增速达 3.2%。2019 年美国功能沙发市场占有率 CR5 52%, 市场集中度较低。市场渗透率方面, 据观研报告网披露的数据, 自 2016-2023 年, 预计市场渗透率将由 47.2% 增长到 49.5%, 市场渗透率整体较高且稳步提升。

□ 海外产能布局避税, 垂直供应链降本增效

2019 年匠心家居组建全资孙公司匠心越南, 并于同年 8 月起投产, 至 2021 年 7 月营收占比达 65.8%, 已超过公司国内基地。此外匠心越南有效缓解了高关税客户和反倾销、反补贴税压力。公司自 15 年起自制部分金属结构件和电机, 18 年开始自制开关、电路板和电子控制系统, 21Q2 匠心越南实现电机、线束、智能沙发铁架、智能床床架等核心配件自制, 部分配件在满足自用之余出口至美国的家具厂, 垂直供应链在保证产品质量的同时促进了降本增效。

□ 海运费优化、核心客户有序去库, 订单恢复可期

22Q1 海运费见顶后 Q2 后海运费加速优化; 22 年 8 月起中国对美国出口额进入负增长阶段, 预计 23Q1-Q2 库存增速将进入加速下行阶段, 海外客户下单需求或将在 Q2 迎来边际修复; 核心客户 Flexsteel 库存已连续 5 个季度下降, 22Q4 库销比为 1.19, 库存有序去化。

□ 盈利预测与估值

2017-2021 年, 匠心家居营业收入从 8.96 亿元增长至 19.25 亿元, CAGR 为 21.08%, 2022 年实现收入和净利润 14.63 亿元/3.34 亿元, 同比-24.02%/11.95%, 毛利率为 32.56%, 同比+3.78pct, 毛利提升稳定。预计 2023-2025 年实现收入 18.57/22.74/27.88 亿元, 分别同比增长 26.9%/22.5%/22.6%, 实现归母净利润 3.47/4.30/5.47 亿元, 分别同比增长 3.8%/24.1%/27.3%, 对应 PE 13/10/8X。

□ 风险提示

投资评级: 买入(首次)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

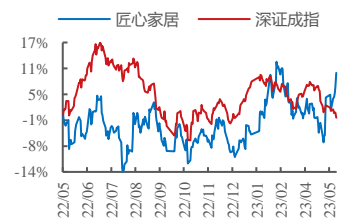
研究助理: 曾伟

zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 35.14
总市值(百万元)	4,497.92
总股本(百万股)	128.00

股票走势图



相关报告

海外需求超预期下滑、自主品牌发展不及预期、汇率波动风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,462.65	1,856.73	2,273.78	2,787.76
(+/-) (%)	-24.02%	26.94%	22.46%	22.60%
归母净利润	334.11	346.95	430.47	547.93
(+/-) (%)	11.95%	3.84%	24.07%	27.29%
每股收益(元)	2.61	2.71	3.36	4.28
P/E	13.46	12.96	10.45	8.21

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 1 全球智能家居 ODM 龙头，绑定核心客户营收突出	6
1.1 业务升级迈向品牌化，实控人深度参与公司经营	6
1.1.1 技术积累完成业务转型升级，完善产能布局迈向全球知名品牌	6
1.1.2 实控人持股比例高，股权激励绑定核心员工	7
1.2 智能沙发业务高速增长，产品力突出	9
1.2.1 核心产品增长迅速，毛利率持续抬升	9
1.3 持续扩大智能家居研发&制造布局	10
2 功能沙发市场稳步成长，渗透率提升空间广阔	11
2.1 全球家具市场超 5000 亿，中国家具出口增长迅速	11
2.2 美国市场：家具市场规模全球最大，功能沙发需求持续增长	12
2.3 中国市场：消费升级催化智能家具，行业潜力大	14
3 产品力奠定发展基础，垂直一体化降本增效	16
3.1 深度绑定优质客户，充分受益行业红利	16
3.2 研发投入位居前列，技术沉淀巩固产品力	18
3.3 海外布局规避关税，供应链垂直一体化支撑研发&降本增效	19
3.4 自主品牌建设扬帆起航，静待成果落地	22
4 海外库存有序消化，业绩稳定增长可期	24
5 盈利预测与投资建议	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资建议	28
6 风险提示	29

图表目录

图 1: 匠心家居发展历程.....	7
图 2: 公司股权结构.....	8
图 3: 匠心子公司分工.....	9
图 4: 全球家具市场规模 (亿美元)	12
图 5: 2011-2021 年中国家具及零部件出口金额 (亿美元)	12
图 6: 美国家具零售市场规模及增速.....	12
图 7: 美国家具市场规模占比.....	12
图 8: 美国家具市场市场占比前十情况.....	13
图 9: 全球功能沙发市场规模 (亿元)	13
图 10: 美国功能沙发市场规模 (亿美元)	13
图 11: 全球智能电动床市场规模及增速.....	14
图 12: 美国智能电动床市场规模及增速.....	14
图 13: 2019 年美国功能沙发市场份额.....	14
图 14: 美国功能沙发渗透率.....	14
图 15: 中国功能沙发市场规模 (亿元)	15
图 16: 中国智能电动床市场规模 (亿元)	15
图 17: 2020 年中国功能沙发市场竞争格局.....	15
图 18: 中国功能沙发市场渗透率情况.....	15
图 19: 匠心家居前五大客户营收及占比.....	16
图 20: 匠心家居部分核心客户简介.....	16
图 21: Top5 大家具企业在美本土出货量统计 (亿美元)	17
图 22: Ashley 贡献营收及占比.....	17
图 23: 匠心家居及同业可比公司研发费用对比 (亿元)	18
图 24: 匠心家居及同业可比公司研发费用率对比.....	18
图 25: 匠心家居越南工厂.....	20
图 26: 匠心家居越南孙公司营收及净利润 (百万元)	20
图 27: Ashley 贡献公司营收来源情况.....	20
图 28: 匠心越南投产后帮助公司缓解关税压力.....	20
图 29: 匠心家居智能电动沙发工艺流程.....	21
图 30: 匠心家居电子器件及电机金属零件采购情况.....	21
图 31: 匠心家居通过电路板、木架自制节约大量成本 (万元)	21
图 32: 匠心家居智能电动沙发单位成本情况.....	22
图 33: 匠心家居智能电动床单位成本情况.....	22
图 34: 中源家居功能沙发单位成本情况.....	22
图 35: 顾家家居沙发单位成本情况.....	22
图 36: 匠心家居自主品牌收入与收入占比.....	23
图 37: 匠心家居分产品自主品牌收入与占品类收入比.....	23
图 38: 匠心家居品牌矩阵.....	23
图 39: 美国零售商客户.....	24
图 40: 匠心美国售后服务中心.....	24
图 41: 美国耐用品销售增速 21 年快速上行.....	25
图 42: 美国家具及家居摆设销售增速 21 年快速上行.....	25

图 43: 海运费走势 (美元/标准柜)	25
图 44: 美国批发商库存销售比 21 年起上升	25
图 45: 中国对美出口额增速与美国零售商库存增速	26
图 46: 美国细分品类月度库存增速与 12 月增速历史分位数	26
图 47: 中国功能沙发出口规模及增速	26
图 48: Flexsteel 库存及库销比	27
图 49: Flexsteel 库存及库销比	27
图 50: 麒盛科技 PE BAND	29
图 51: 梦百合 PE BAND	29
表 1: 匠心家居财务数据	6
表 2: 匠心家居 2023 激励计划业绩考核条件	8
表 3: 匠心家居主要管理层介绍	9
表 4: 匠心家居主要产品介绍	10
表 5: 公司产品拆分	10
表 6: 公司上市前产能情况	11
表 7: 匠心家居产能募投情况	11
表 8: 匠心家居各业务主要客户情况	16
表 9: 匠心家居客户实力强劲、关系稳定	17
表 10: 匠心家居部分核心技术	18
表 11: 匠心家居部分核心技术	19
表 12: 匠心家居盈利预测拆分	28
表 13: 可比公司估值表(一致预期)(截至 2023 年 5 月 10 日)	29
表附录: 三大报表预测值	30

1.1 全球智能家居 ODM 龙头，绑定核心客户营收突出

专注国际市场智能家具，“ODM+自主品牌”双轮驱动。公司自 2002 年成立以来专注智能家具业务，掌握智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产技术。作为全球智能电动沙发和智能电动床行业重要 ODM 供应商，公司深耕国际市场多年，产品主要销往美国，与 Ashley Furniture、Pride Mobility、Home Stretch、Raymours Furniture、R.C. Willey 等国际知名家具企业建立良好长期业务合作关系。同时，大力开展自主品牌业务，形成了 Moto Motion、Moto Sleep、HHC、Yourway 等具有一定国际知名度的自主品牌。

核心产品增长迅速，公司盈利能力突出。2017-2021 年匠心家居实现收入/净利润 CAGR 分别为 21.08%/30.19%，实现收入、净利润双高速增长，其中核心产品智能电动沙发 2018 年至 2021 年营收从 4.56 亿元增长至 13.42 亿元，CAGR 为 43.30%。主要受美国高通胀、沙发产品价格大幅上涨影响，智能电动沙发营收有所下滑，2022 年实现收入和净利润 14.63 亿元/3.34 亿元，同比-24.02%/11.95%。

表1：匠心家居财务数据

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	895.52	1,097.00	1,174.70	1,318.13	1,924.96	1,462.65
YOY	-	22.50%	7.08%	12.21%	46.04%	-24.02%
归母净利润	103.88	137.58	112.94	205.60	298.44	334.11
YOY	-	32.43%	-17.91%	82.05%	45.15%	11.95%
扣非归母净利润	107.28	135.28	169.98	197.77	297.63	288.94
YOY	-	26.11%	25.65%	16.35%	50.49%	-2.92%
毛利率	35.36%	28.98%	32.46%	35.45%	28.78%	32.56%
期间费用率	19.63%	13.77%	19.43%	17.90%	10.71%	8.77%
销售费用率	7.40%	7.94%	7.52%	7.14%	2.22%	3.43%
管理+研发费用率	9.86%	9.44%	13.94%	8.07%	7.95%	10.14%
财务费用率	2.38%	-3.60%	-2.04%	2.68%	0.55%	-4.80%
归母净利率	11.60%	12.54%	9.61%	15.60%	15.50%	22.84%
存货	106.21	127.75	213.04	280.17	393.43	295.64
较上年同期增减	-	21.55	85.29	67.12	113.27	-97.79
存货周转天数	0.00	54.05	77.32	104.34	88.44	125.74
较上年同期增减	#REF!	54.05	23.27	27.02	-15.90	37.30
应收账款及票据	119.30	136.78	178.51	172.43	178.59	162.86
较上年同期增减	-	17.48	41.73	-6.08	6.16	-15.73
应收账款周转天数	47.46	41.68	48.19	47.89	32.78	42.00
较上年同期增减	#REF!	-5.78	6.51	-0.30	-15.10	9.22
应付账款及应付票据	259.22	326.15	353.76	386.83	440.56	202.92
较上年同期增减	-	66.93	27.61	33.06	53.73	-237.64
应付账款周转天数	86.05	72.39	87.08	96.13	62.50	66.93
较上年同期增减	#REF!	-13.66	14.70	9.05	-33.63	4.43
预收账款（合同负债）	0.00	0.00	0.00	0.32	6.56	2.62
较上年同期增减	3.05	1.14	1.61	0.32	6.56	2.62
较上年同期增减	-	-1.91	0.46	-1.28	6.24	-3.95
经营性现金流净额	170.23	123.14	111.83	237.41	255.12	263.72
较上年同期增减	-	-27.66%	-9.19%	112.30%	7.46%	3.37%
筹资性现金流净额	-22.96	-40.95	-92.77	39.15	1,289.09	-204.29
较上年同期增减	-	78.32%	-126.56%	-142.20%	3192.29%	-115.85%
资本开支	33.55	22.11	26.02	45.04	62.04	36.24
较上年同期增减	-	-11.45	3.91	19.03	17.00	-25.79
ROE	23.90%	31.77%	17.25%	24.10%	11.96%	12.38%
YOY（±）	-	7.87%	-14.52%	6.85%	-12.14%	0.42%
ROIC	23.90%	29.48%	18.92%	25.07%	16.80%	12.03%
YOY（±）	-	5.58%	-10.56%	6.14%	-8.27%	-4.76%
资产负债率	42.89%	53.48%	37.99%	36.49%	19.44%	13.32%
YOY（±）	-	10.59%	-15.49%	-1.50%	-17.05%	-6.12%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1 业务升级迈向品牌化，实控人深度参与公司经营

1.1.1 技术积累完成业务转型升级，完善产能布局迈向全球知名品牌

回顾公司发展历程，可分为以下三个阶段：

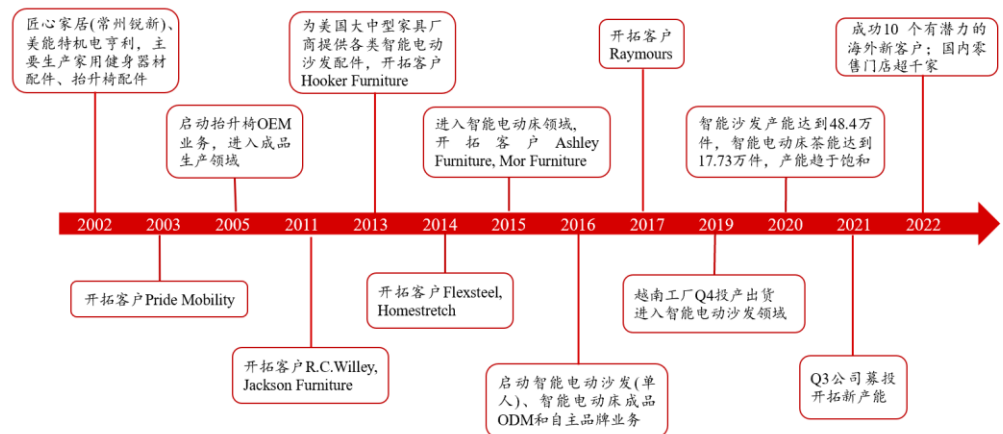
阶段一（2002-2014 年）：以产品配件代工生产为主，开拓客户不断提升研发技术。公司于 2002 年成立，早期主要生产家用健身器材与抬升椅配件。2003 年与全球领先的电动产品制造商 Pride Mobility 建立合作关系，产品包括抬升椅、助力车、电动轮椅等。2005 年公司从零部件业务拓展至成品 OEM 代工。2011-2014 年，公司开拓了包括 R.C Willey、Jackson Furniture、Hooker Furniture 等美国大中型家居厂商，业务延申至各类智能电动沙发配件。

阶段二（2015-2018 年）：技术积累推动公司转型升级，自主设计和自主品牌起步。2015 年，公司凭借多年技术经验和客户积累进入智能电动床成品制造领域。2016 年，公司业务进一步拓展至智能电动沙发领域，并逐渐开拓 Ashley Furniture、Mor Furniture 等家居制造品牌商和 Bob's Discount 等大型零售商，进一步化智能家居理解力。在自主研发和技术合作的基础上，公司形成了较强的设计研发能力，业务从 OEM 向 ODM 和自主品牌转型升级。

阶段三（2019-2022）：完善产能布局推广自主品牌，打造国际知名智能家居企业。公司业务以向美外销为主，受中美贸易摩擦影响，公司 2019 年成立越南子公司匠心越南完善全球产能布局，形成了中-越协同支持的国际化生产基地网络。同时公司自主品牌培育和推广成绩亮眼，2019 年公司自主品牌成品有 15 家进入全美前 100，自主品牌零售 2 家进入全美前 10，形成了一定的国际知名度，目前自主品牌外销业务已覆盖美洲欧洲、澳洲、亚洲等多个地区，形成了全球化销售格局。

阶段四（2023 开始）：品牌推广模式变化，自主品牌建设进入新阶段。23 年起公司加大自主品牌建设力度，以店中店形式实现自主品牌强露出。截至 22 年公司美国零售商客户占美国家具类客户总数的 65%，对美国零售商客户占公司总营收 56%，剔除 Ashely 后其他零售商客户占比 38.17%，该类零售商主要为 OBM 客户，预计模式转化较为顺利成为未来成长核心驱动。

图1：匠心家居发展历程



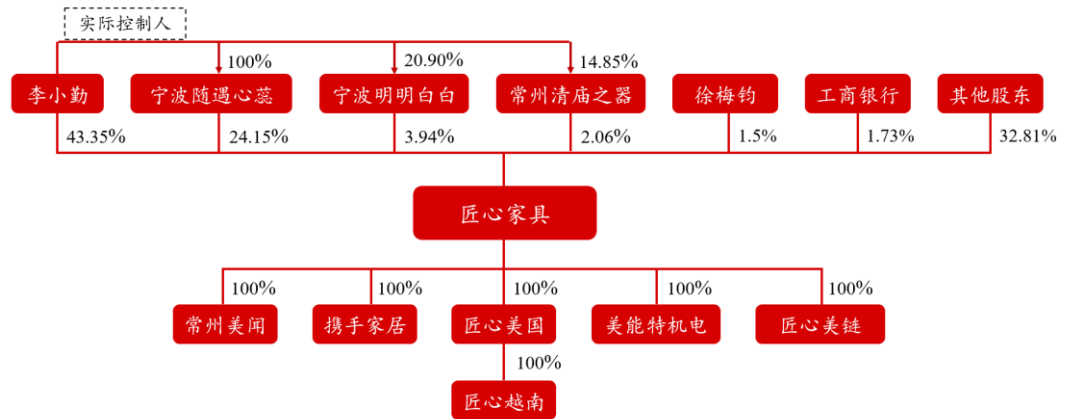
资料来源：招股书、公司公告，浙商证券研究所

1.1.2 实控人持股比例高，股权激励绑定核心员工

公司股权较为集中，多个持股平台实现员工高激励。公司上市后，控股股东、实际控制人李小勤持股直接比例为 43.35%，宁波随遇心蕊持股 24.15%，宁波明明白白持股 3.94%。

其中，李小勤对宁波随遇心蕊 100% 控股，对宁波明明白白控股 20.95%，宁波明明白白、常州清庙之器为公司员工持股平台，通过员工持股计划实施建立健全了激励机制，充分调动了公司中高层管理人员和骨干员工的工作积极性。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

推出 23 年股权激励计划，强化员工利益绑定，保障业绩实现。公司推出 23 年股权激励计划，本次激励计划拟授予占公司总股本 2.46% 的股票，激励对象包括董事总经理等 103 位核心管理人员及技术骨干，授予价格 16.05 元/股。本次激励计划分四年考核，彰显长期成长决心。

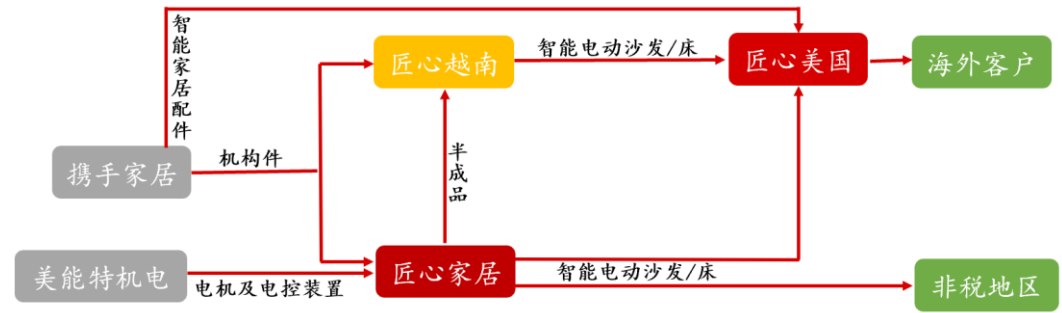
表2：匠心家居 2023 激励计划业绩考核条件

考核年度	以22年营收为基数，对应考核年度营收增长率		以22年净利润为基数，对应考核年度净利润增长率	
	触发值	目标值	触发值	目标值
2023	10.0%	15.0%	10.0%	15.0%
2024	21.0%	32.3%	21.0%	32.3%
2025	33.1%	52.1%	33.1%	52.1%
2026	46.4%	74.9%	46.4%	74.9%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

子公司业务分工明确，实控人深度参与公司管理。公司旗下共有 5 家全资子公司，其中携手家居负责配件生产和研发；高新技术子公司美能特机电负责电机生产研发；常州美闻从事销售业务；匠心美国负责美国地区产品销售&售后；匠心越南包括除原材料-配件外所有前道工序生产，智能电动床及其配件的生产制造；各子公司协同配合实现业务高效运转。

图3：匠心子公司分工



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表3：匠心家居主要管理层介绍

姓名	职务	简介
李小勤	董事长	本科学历，2012年3月至2018年11月，历任常州锐新董事长、董事长兼总经理；2018年12月至今，任公司董事长
徐梅钧	董事、总经理	本科学历，2016年8月至今，任携手家居总经理。2016年8月至2018年8月，任常州锐新副总经理；2018年9月至2018年11月，任常州锐新董事、副总经理；2018年12月至今，任公司董事、总经理
张聪颖	董事、副总经理、董事会秘书	本科学历，中级工程师，2012年11月至2016年5月，任常州锐新监事；2016年6月至2018年11月，任常州锐新董事、副总经理；2018年12月至今，任公司董事、副总经理、董事会秘书
LiuChih-Hsiung	董事、副总经理	南非共和国国籍，本科学历，2016年10月至2018年11月，任常州锐新副总经理；2018年12月至今，任公司董事、副总经理
郭慧怡	董事	大专学历，2016年7月至2019年8月，任常州锐新监事、匠心美国财务副总裁、常州美闻监事、美能特机电监事、携手家居监事；2019年至今，任公司董事、匠心美国财务副总裁、常州美闻监事、美能特机电监事、携手家居监事
许红梅	董事	大专学历，中级会计师，2018年6月至2018年11月，任常州锐新初级财务总监；2018年12月至今，任公司董事
王俊宝	财务总监	本科学历，中级会计师，2007年4月至2018年7月，历任常州宝菱重工机械有限公司预算部副部长、财务部副部长、物流部部长。2018年8月至2018年11月，任常州锐新高级财务总监；2018年12月至今，任公司财务总监

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2 智能沙发业务高速增长，产品力突出

1.2.1 核心产品增长迅速，毛利率持续抬升

主营业务为智能家具成品及配件，核心产品智能电动沙发表现亮眼。公司主要产品为智能电动沙发、智能电动床以及智能家具配件，2022年销售额占比分别为67%/19%/12%。公司核心产品智能电动沙发是在普通沙发的基础上增加了姿态调整、坐卧功能等，进一步提升沙发的便捷性和舒适度，2019年-2021年，公司智能电动沙发实现营收分别为5.49/7.73/13.42亿元，CAGR达43.30%。智能电动床是利用电机和感应器自动调节床架各部位升降并嵌入颈部及腰部调节、遥控及APP控制、动作感应氛围灯、手机充电等功能，更好地满足不同消费者的需求，可运用在家庭休闲和康养领域。

表4：匠心家居主要产品介绍

产品类型	产品细分	图示	特点
智能电动沙发	智能电动躺椅		可按摩加热、调节头靠腰托、转动、摇摆等辅助功能
	抬升椅		除具有智能电动躺椅的功能外，兼具助力抬升的功能，可使使用者从坐姿改为站姿
	组合沙发		若干个电动单椅和非电动功能位组成的沙发组合
智能电动床	传统床垫		早期设计床型的统称，用料厚实，质量可靠，但相对较为笨重，运输成本和收纳成本较高
	快运床		2018年推出新款，具有轻量化特征，满足快速要求，可节省搬运、储存成本
	超薄床		2018年推出新品，具有超轻质量，同时通过头部、颈部、脚部等位置组合搭配电机装置提供更加丰富的功能体验
智能家具配件	机构件		智能电动沙发等智能家具的内部骨架，主要材质为金属，具有结构支撑、角度调节等功能。
	电机		电智能家具的核心动力来源，帮助智能家具实现姿态调整及多种功能。
	电控装置		电控装置是对智能家具动力系统及其它功能进行有线、遥控或APP控制的装置，是家具智能化的核心器件

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

强产品力&创新能力支撑，收入盈利能力齐头并进稳健成长。2018年至2021年，公司营业收入从10.97亿元增长至19.25亿元，CAGR为20.63%，毛利率、净利率从整体保持增长趋势。营收增长主要源于智能电动沙发业务增速迅猛。受疫情影响，客户户外运动受限、更加注重居家舒适度，智能家具需求旺盛，2018年-2021年，智能电动沙发业务营收从4.56亿元增长至13.42亿元，CAGR为43.30%。22年受美国加息影响，核心产品有所下滑，但公司并未降价，通过产品结构升级驱动毛利率提升。

表5：公司产品拆分

单位(百万元)		2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	营业收入	1,097.00	1,174.70	1,318.13	1,924.96	1462.65
	YOY	22.50%	7.08%	12.21%	46.04%	-24.02%
	毛利率	28.98%	32.46%	35.45%	28.78%	32.56%
智能电动沙发	营业收入	456.14	548.78	772.52	1,342.19	974.97
	YOY	48.42%	20.31%	40.77%	73.74%	-27.36%
	占比	41.58%	46.72%	58.61%	69.73%	66.66%
智能电动床	营业收入	258.40	283.65	269.68	257.37	273.32
	YOY	3.70%	9.77%	-4.93%	-4.56%	6.20%
	占比	23.56%	24.15%	20.46%	13.37%	18.69%
智能家具配件	营业收入	362.63	317.11	244.27	283.71	181.99
	YOY	14.73%	-12.55%	-22.97%	16.15%	-35.85%
	占比	33.06%	26.99%	18.53%	14.74%	12.44%
	毛利率	23.27%	26.56%	31.76%	22.21%	21.43%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 持续扩大智能家居研发&制造布局

产能利用率较高，募投项目改善产能瓶颈。2018-2020 年公司智能电动沙发和智能电动床产能利用率、产销率均接近 100%，产品需求量已触及产能上限，公司 2021 年于深交所上市，募集资金主要用于智能家居生产基地项目。随着产能提升，公司营收将迎来更高增长。公司设有常州、越南两地产能，越南产能工序覆盖全面；其中越南工厂于 2019 年完成建设并于下半年投产出货。

表6：公司上市前产能情况

单位:万件	产品	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2020年	智能电动沙发	48.40	50.3	47.30	103.93%	94.03%
	智能电动床	17.73	15.91	15.36	89.72%	96.53%
2019年	智能电动沙发	35.8	33.04	31.8	92.29%	96.25%
	智能电动床	16.96	17.99	16.84	106.09%	93.62%
2018年	智能电动沙发	27.72	27.65	27.32	99.75%	98.79%
	智能电动床	13.44	14.11	14.15	104.98%	100.29%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

产能建设有序进行，支撑业绩成长。公司募投项目计划投资 10 亿元，分别用于产能、研发与销售。其中：1) 7.89 亿元用于建设智能家居生产基地项目，预计新增面积 19 万平方米，与现在相比产能翻倍，改善产能不足的劣势；2) 0.98 亿元用于新建研发中心项目，新增研发人员 113 人，推动公司智能家居产品升级，并促进新技术与家具行业深度融合，支持创新创意；3) 1.22 亿元用于新建营销网络，新增销售人员 180 人，主要用于自有品牌推广以提升自主品牌的知名度。

表7：匠心家居产能募投情况

项目名称	投资金额(亿元)	募投项目设计规模			建设进度	预计投产时间
		产能	厂房面积	员工人数(人)		
新建智能家居生产基地项目	7.89	约45万套智能电动沙发 约28万套智能电动床 约35万套床垫	19.02万平	2258	2.14%	2025年
新建研发中心项目	0.98	-	2.13万平	113	0.00%	2024年
新建营销网络项目	1.22	-	1.17万平	180	0.00%	2025年

资料来源：招股说明书、公司年报，浙商证券研究所

2 功能沙发市场稳步成长，渗透率提升空间广阔

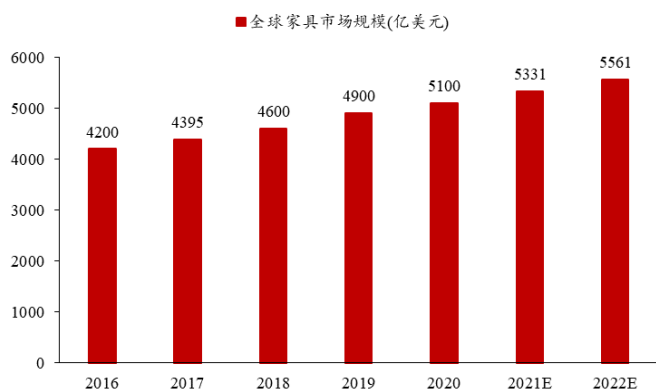
2.1 全球家具市场超 5000 亿，中国家具出口增长迅速

全球家具市场规模持续增长，中国成为世界第一大家具出口国。根据 CISL 数据，2020 年全球家具市场规模达到 5100 亿美元，预计 2022 年将达到 5561 亿美元，年均增长规模约

为 5%。2020-2021 年中国家具及配件出口金额分别为 587 亿美元、740 亿美元，同比增速分别为 8.33%、25.93%。

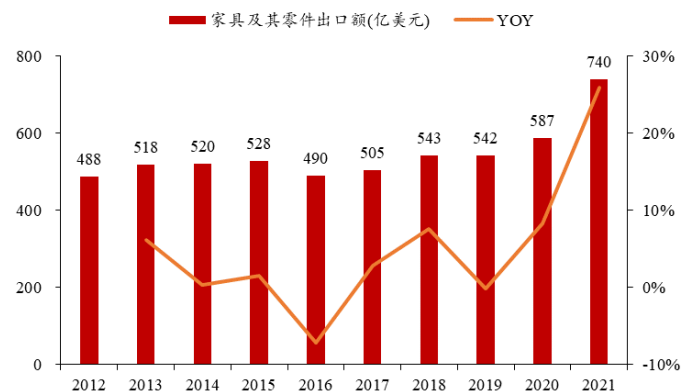
智能家具依赖科技创新，核心产品是沙发和床。智能家具行业是传统家具行业与现代技术融合的典范，产品创新高度依赖科技研发，是传统行业衍生下的高成长新兴产业。智能家具产品运用美学、人体工学、机械技术、物联网技术乃至人工智能技术等跨学科知识，实现家具产品从静态向动态转变，从单一功能向多功能转变，满足客户家庭生活品质提升需求，符合消费升级大趋势。智能电动沙发和智能电动床是家具智能化的核心产品，国内具有国际客户经验的家具生产商通过多年自身技术积累，形成了稳定的客户关系并兼具垂直产业链，在消费升级趋势下，具有一定先发优势。

图4：全球家具市场规模（亿美元）



资料来源：CSIL，浙商证券研究所

图5：2011-2021年中国家具及零部件出口金额（亿美元）

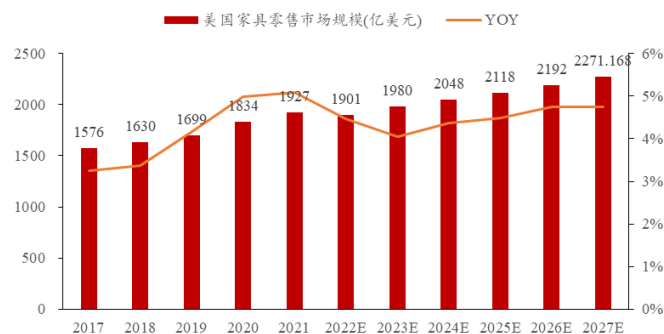


资料来源：海关总署，浙商证券研究所

2.2 美国市场：家具市场规模全球最大，功能沙发需求持续增长

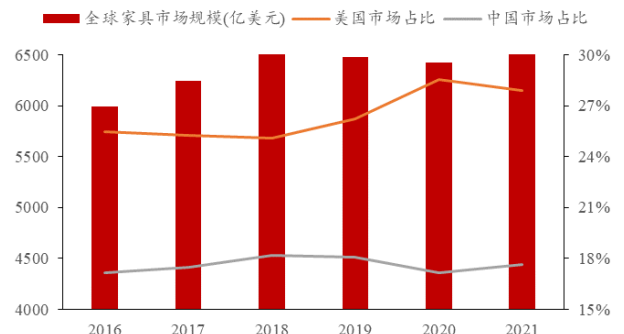
美国家具市场规模持续增长，市场规模全球第一。根据欧睿（Euromonitor）数据，美国家具零售市场规模 2021 年达到 1927 亿美元，预计家具零售市场规模将在 2024 年超过 2000 亿美元。2017-2021 年内 CAGR 为 5.15%，占比保持在 25%左右，市场增长平稳向上。

图6：美国家具零售市场规模及增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

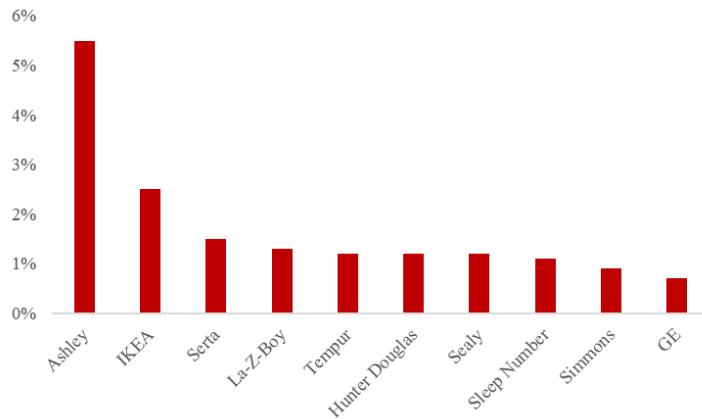
图7：美国家具市场规模占比



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

美国家具市场集中度低，Ashley 市占率领先。根据欧睿数据，2021 年家具市场份额占比 CR5 为 12%，CR10 为 17.1%，其中 Ashley 市场份额占比最高为 5.5%，IKEA 市场份额第二占比为 2.5%，其他品牌市场份额占比均在 2% 以下，家具市场集中度较低。

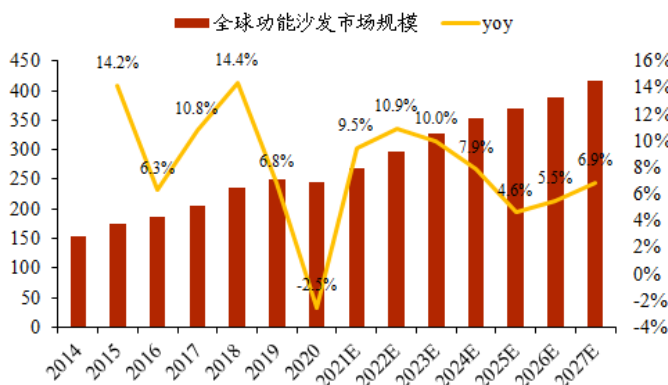
图8：美国家具市场市场占比前十情况



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

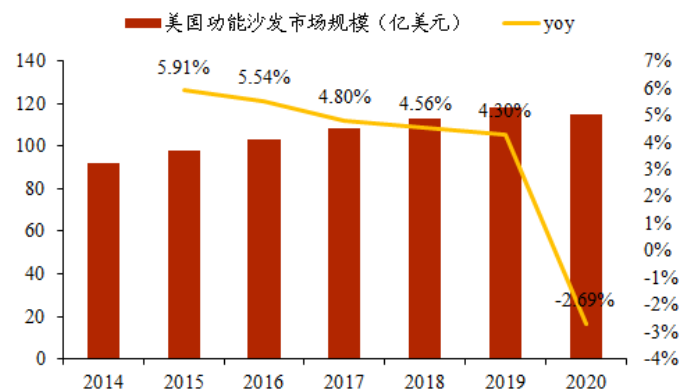
全球智能沙发持续增长，美国为智能电动沙发最大市场。2015-2020 年全球功能沙发市场规模从 154 亿美元增长到 245 亿美元，过去 5 年复合增速为 7%，预计到 2025 年市场规模将达 369 亿美元，复合增速达 8.5%。智能电动沙发与传统沙发相比能通过电力驱动和智能控制实现自动调整沙发座椅头颈部、腰部、腿部等部为的角度，满足不同场景的姿势要求。从产品地域分布看，目前欧美是智能沙发的主要消费市场，其中美国作为智能电动沙发的发源地和世界第一大经济体，2020 年在全球功能沙发的占比达 54.01%，约 114.8 亿美元，过去 5 年美国行业的复合增速达 3.2%。

图9：全球功能沙发市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

图10：美国功能沙发市场规模（亿美元）

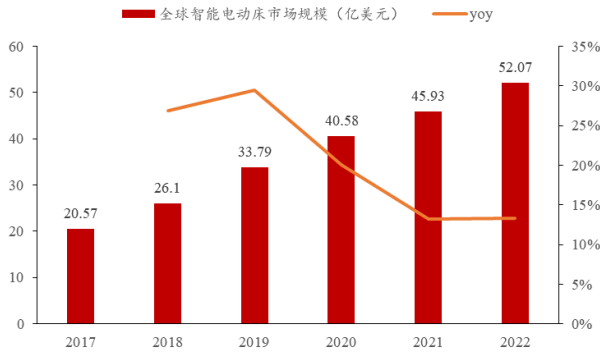


资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

智能电动床规模高速增长，欧美为主要市场。2017-2022 年，全球智能电动床市场规模从 20.57 亿美元增长到 52.07 亿美元，过去 5 年复合增速为 20.41%。从产品地域分布看，目前欧美是智能沙发的主要消费市场，不同地区对电动智能床的接受度存在较大差异，其

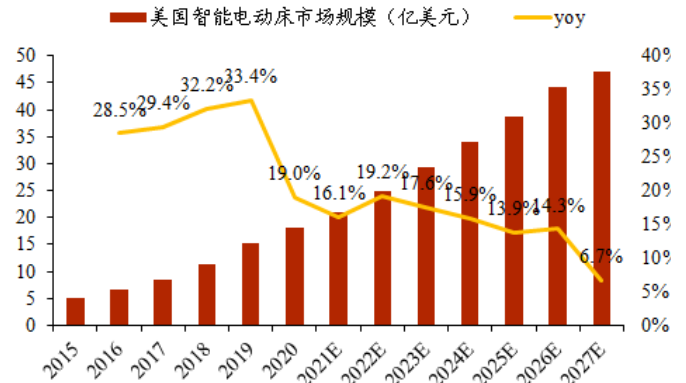
中美国 2020 年在全球智能电动床的占比达 44.28%，约 18 亿美元，过去 5 年美国行业的复合增速达 28.4%，根据 Euromonitor 预测，预计在 2025 年美国电动床市场规模将达到 38.7 亿美元，复合增速 16.5%。智能电动床早期用于护理功能，通过多种该科技硬件技术使床具有多区域调节控制床板曲线、震动按摩、蓝牙音箱、睡眠监测、遥控及 APP 控制等功能，使用群体主要为行动不便的中老年人群，随着消费升级及中高端床垫厂商的市场推广，智能电动床逐渐“出圈”，使用人群越来越广泛，目前增长较快，未来具有广阔前景。

图11：全球智能电动床市场规模及增速



资料来源：观研报告网，浙商证券研究所

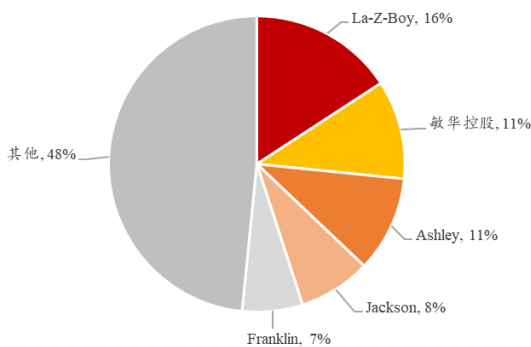
图12：美国智能电动床市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

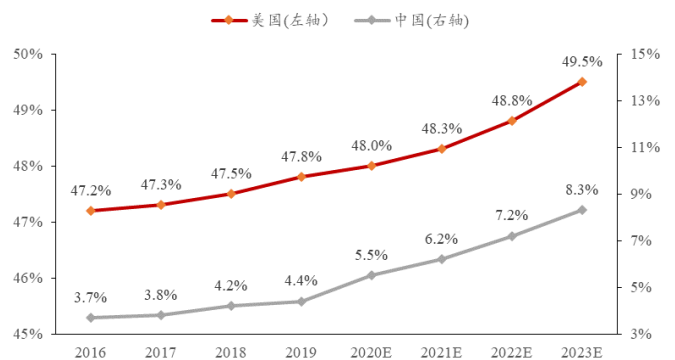
市场集中度低，渗透率近五成。根据华经产业研究院的数据，2019年美国功能沙发市场占有率排名前三的是 La-Z-Boy、敏华控股、Ashley，市场占有率分别为 15.8%、10.8%、10.5%，CR5 市场占有率为 52%，市场集中度较低。市场渗透率方面，根据观研报告网披露的数据，自 2016-2023 年，预计市场渗透率将由 47.2% 增长到 49.5%，市场渗透率整体较高且稳步提升。

图13：2019年美国功能沙发市场份额



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图14：美国功能沙发渗透率



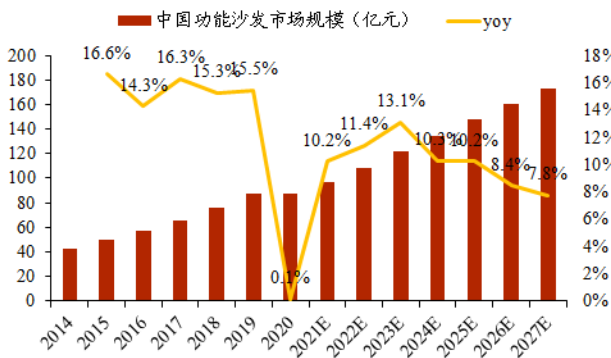
资料来源：观研报告网，浙商证券研究所

2.3 中国市场：消费升级催化智能家具，行业潜力大

功能沙发业务快速发展，低渗透下发展空间巨大。市场规模从 2015 年的 49.58 亿元增长至 2020 年的 87.8 亿元，5 年复合增速为 12.1%，根据智研咨询数据，预计到 2025 年中国功能沙发规模将达到 148.2 亿元，复合增速 11%。目前我国功能沙发行业仍处于低渗透率、高增长的红利期。据新思界产业研究中心数据，2020 年中国一二线城市功能沙发的渗透率达 22% 左右，而三四线城市受传统消费偏好影响功能沙发渗透率仍较低，与美国市场渗透率仍有较大距离。

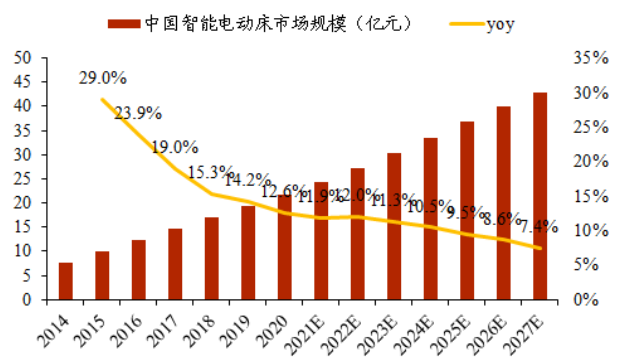
高价阻碍市场认知，产品推广势在必行。智能电动床由于价格较高，市场认知度仍较低；当前产品结构有待丰富，产品推广和消费者教育尚需要时间，但由于其在舒适性和功能性上具备显著优势，在未来人口老龄化+消费升级的大背景下，消费者对电动床的接受度有望显著提升。2015-2020 年中国电动床市场规模从 9.96 亿元提升至 21.77 亿元，5 年复合增速为 16.9%，预计到 2025 年行业规模将达到 36.74 亿元，复合增速 11%。

图15：中国功能沙发市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

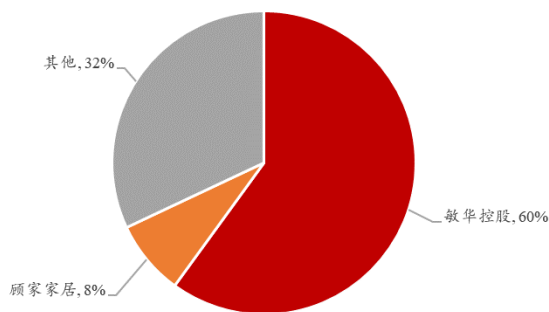
图16：中国智能电动床市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

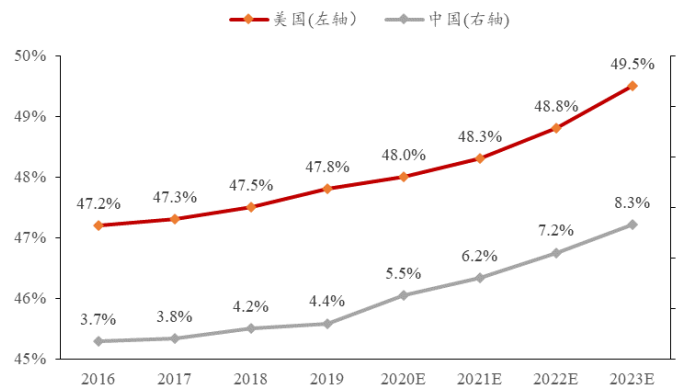
市场集中度高，渗透率提升空间大。据华经产业研究院的数据，中国功能沙发的市场集中度高，其中敏华控股占据主导地位，2020 年敏华控股市场占有率达到 60%，顾家家居、喜临门等其他品牌占有率远低于敏华。市场渗透率方面，中国功能沙发的市场渗透率远低于美国，自 2016 年到 2023 年，预计市场渗透率将由 3.7% 增长至 8.3%，对比美国来看，市场渗透率的提升空间较大。

图17：2020 年中国功能沙发市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图18：中国功能沙发市场渗透率情况



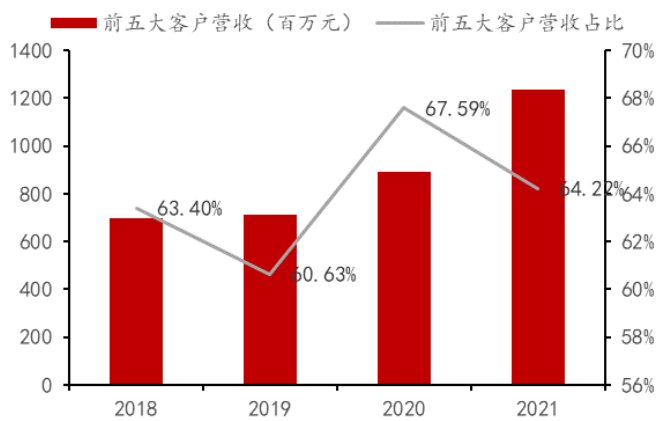
资料来源：观研报告网，浙商证券研究所

3 产品力奠定发展基础，垂直一体化降本增效

3.1 深度绑定优质客户，充分受益行业红利

覆盖知名家居品牌，客户集中度高。公司智能电动沙发、智能电动床等产品在全球行业范围内具有优良的口碑，与多家国际知名品牌建立了合作关系，包括美国最大的家具制造商和零售商之一 Ashley Furniture、美国历史最悠久的家具制造商和零售商之一 Flexsteel 等。公司与客户关系稳定，未出现核心客户流失情况，2021 年前五大客户贡献营收 12.36 亿元，营收占比为 64.22%；分业务看，ODM/OEM/自主品牌业务 CR5 均处于较高水平，其中 2020 年自主品牌业务 CR5 为 47.84%，相对较低。

图19：匠心家居前五大客户营收及占比



资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图20：匠心家居部分核心客户简介

名称	简介	2020年匠心销售收入及占比	匠心主要销售品类
Ashley Furniture	美国最大的家具制造商和零售商之一，在全球各地开设超过900家门店	4.05亿元 (30.75%)	智能电动沙发、智能电动床、智能家具配件
Pride Mobility	全球领先的电动产品制造商，产品涵盖抬升椅、助力车、电动轮椅等	2.08亿元 (15.75%)	智能电动沙发、智能家具配件
HomeStretch	美国功能沙发制造商	1.00亿元 (7.57%)	智能家具配件
Bob's Discount	美国知名折扣家具零售商，在美国开设了百余家门店	0.98亿元 (7.45%)	智能电动沙发、智能电动床
Flexsteel	美国历史最悠久的家具制造商和零售商之一	0.80亿元 (6.07%)	智能电动沙发、智能家具配件

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表8：匠心家居各业务主要客户情况

类型	客户	占各业务营收比		
		2018	2019	2020
ODM	Ashley Furniture	58.94%	50.23%	40.50%
	Pride Mobility	10.74%	11.56%	17.14%
	Bob's Discount	11.27%	10.07%	13.17%
	Flexsteel	7.97%	7.82%	9.75%
	Badcock	--	2.42%	4.02%
	Hooker Furniture	4.39%	4.63%	1.74%
	CR5	93.31%	84.31%	84.59%
OEM	Ashley Furniture	--	--	60.54%
	Pride Mobility	86.05%	94.23%	38.28%
	YS Design	1.79%	2.86%	1.12%
	Hooker Furniture	12.16%	2.91%	0.06%
	CR5	100.00%	100.00%	100.00%
自主品牌	HomeStretch	20.21%	24.62%	24.85%
	Mor Furniture	3.70%	5.68%	7.39%
	Jackson Furniture	19.28%	10.35%	6.44%
	Palliser Furniture	1.90%	3.36%	4.70%
	Pride Mobility	4.22%	3.73%	4.46%
	R.C. Willey	6.43%	2.90%	2.71%
	Ashley Furniture	3.62%	6.48%	1.71%
	CR5	53.83%	50.85%	47.84%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

深耕美国市场，优质客户长期合作。公司在美国成立了专业的销售团队，并积极参加美国高点家具展、美国拉斯维加斯家具展等全球知名家具展会，直接接触潜在客户，向其推介产品和服务，积累了较高的行业知名度和丰富稳定的客户资源。截至 2021 年，美国知名家具行业杂志 Furniture Today 公布的 2019 年全美零售额前 100 名家具零售商中，公司与其中 11 家建立了 ODM 合作关系，与其中 15 家建立了自主品牌合作关系；全美前 10 名家具零售商中，公司 ODM 业务覆盖 3 家，自主品牌业务覆盖 2 家；全美出货量前 10 名家具厂商中，公司 ODM 业务覆盖 3 家。公司在美国中高端家具零售商中具有优良的口碑和广泛的覆盖，与客户建立了良好的粘性，部分客户已合作 10 年以上。

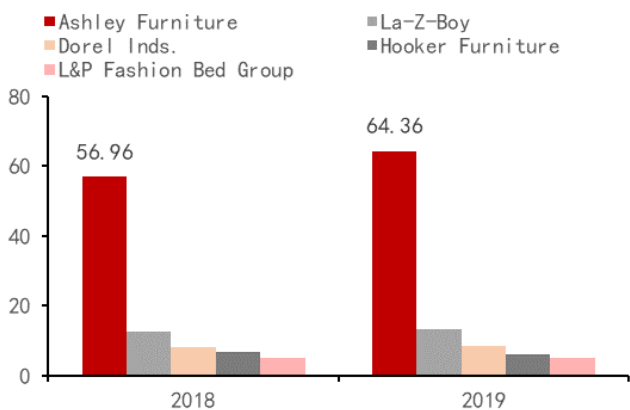
表9：匠心家居客户实力强劲、关系稳定

客户名称	开始合作时间	2019年度全美零售额前100名的家具零售商	2019年度全美零售额前10名的家具零售商	2019年度全美出货量前10名的家具厂商
Ashley Furniture	2015	√	√	√
Jackson Furniture	2011			
HomeStretch	2014			
Pride Mobility	2003			
Bob's Discount	2016	√	√	
Flexsteel	2014			√
Hooker Furniture	2013			√
American Signature	2016	√		
Factory Direct	2016	√		
R. C. Willey	2011	√	√	
Mor Furniture	2015	√		
Raymours	2017	√		
Badcock	2019	√		
Palliser Furniture	2016			
Furniture Mart	2016	√		

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

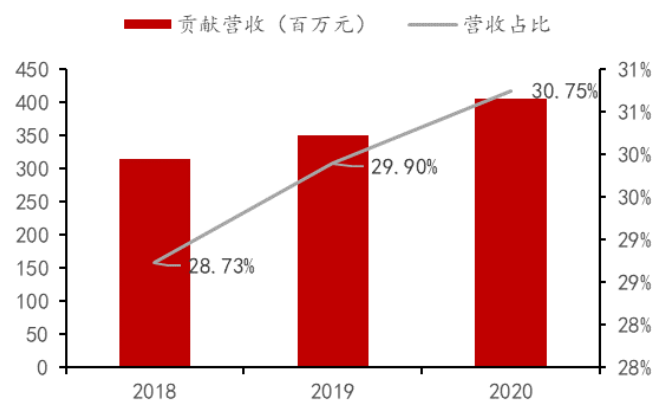
核心客户扩张顺利，公司尽享规模红利。公司核心客户 Ashley Furniture（爱室丽家居）1945 年创立于美国，致力于为消费者提供全屋解决方案。2019 年 Ashley Furniture 在美本土出货量达 64.36 亿美元，同比增长 13%，接近第 2-5 名在美本土出货量的两倍，是美国最大的家具企业。得益于客户规模扩张，2020 年匠心家居与 Ashley Furniture 销售额达 4.05 亿元，同比增长 15.39%，营收占比达 30.75%。

图21：Top5 大家具企业在美本土出货量统计（亿美元）



资料来源：新浪家居，浙商证券研究所

图22：Ashley 贡献营收及占比

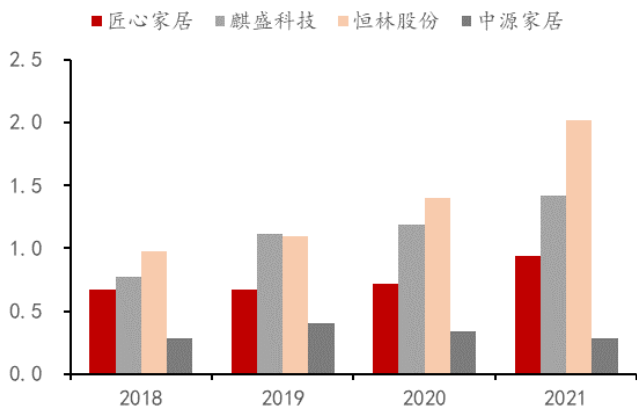


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2 研发投入位居前列，技术沉淀巩固产品力

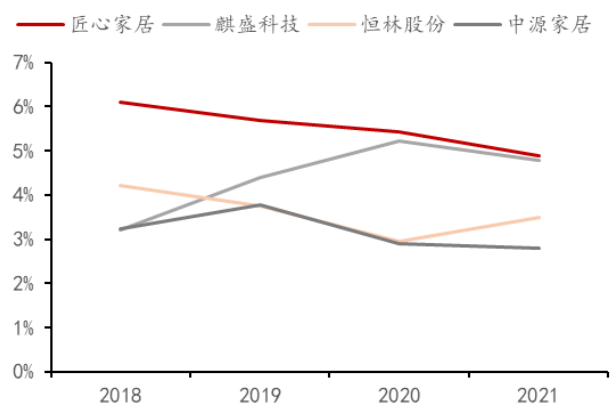
研发投入积极，技术成果丰富。公司一直重视产品设计研发能力的提升，始终坚持自主研发、自主创新。公司在研发体系建设、研发团队建设、研发设计项目实施、科研设备购置等方面投入了大量的人力物力。2022年，公司研发费用达9746万元，位于行业中游，当年研发费用率为6.66%，高于可比公司。经过多年发展，公司建立了一套科学有效、运行良好的研发体系，拥有较强的自主设计和创新能力。截至2023Q1，公司拥有603项境内外专利以及161项尚在申请中专利。

图23：匠心家居及同业可比公司研发费用对比（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图24：匠心家居及同业可比公司研发费用率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

技术储备紧跟前沿，高效满足客户需求。公司在坚持自主创新的同时，也十分注重与境内外专业机构及高等院校的合作：2014年公司与英国智能家居设计机构A公司签署协议，共同进行研究工作。公司取得的部分核心技术已处于大批量生产阶段，为公司经营业绩带来直接贡献。公司在研项目紧跟市场新需求与行业技术前沿，均以实现技术转化及批量化生产为目标，且致力于改善用户体验，以高效满足客户需求。部分在研项目可帮助用户监测健康状况，公司也在开发智能陪护床等产品，有利于公司开拓医疗领域家具市场。

表10：匠心家居部分核心技术

技术名称	技术特点	技术来源	专利情况
分体结构的智能电动床	减轻单件包装的体积和重量，让智能电动床的配送变得方便、省心，容易组装、固定，可以通过电梯送达城市楼房住户的家中。	自主研发	实用新型专利
可折叠包装的智能电动床	领先的正面折叠专利结构，减轻了单件包装的体积和重量，可以通过电梯送达城市楼房住户的家中，且无需工具即可快速、便捷地安装。	技术引进	实用新型专利、境外发明专利
适合快速运输的智能电动床	减轻单件包装的体积和重量，将智能电动床的运费控制到最低，并变成适合在网上及会员制俱乐部销售的商品。	自主研发	实用新型专利
超薄智能电动床	显著减轻单件包装的体积和重量，适合安装在带抽屉的床架上，极大地增加了适配用户群；将智能电动床的运费控制到最低，将智能电动床成为适合在网上及会员制俱乐部销售的商品，且无需工具即可快速、便捷地安装。	技术引进	实用新型专利
智能电动沙发的头靠腰托机构	实现颈部及腰部的支持且不影响智能电动沙发款式设计；有非常可靠的强度及耐久力保证，确保用户使用安全。	技术引进	境外发明专利
智能电动沙发及智能电动床的APP控制系统	通过APP加蓝牙通讯技术对中央控制模块进行控制，界面友好方便用户使用；可实现按钮之外能操纵的其它功能，包括但不限于预设位置、氛围灯等。	自主研发	实用新型专利
智能电动沙发及智能电动床的语音控制系统	将语音识别系统集成到中央控制模块，可随心通过语音指挥智能电动产品的各个动作，不需要操作按钮和APP；可实现按钮之外能操纵的其它功能，包括但不限于预设位置、氛围灯等。	自主研发	实用新型专利

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

研发覆盖成品和配件，突破性设计确保产品力。公司注重核心配件与成品间的联系，研发过程覆盖成品的功能升级和舒适性提升，也包括核心配件的灵活性和精准度，能有效缩短产品开发周期，更好地满足消费者需求。此外，公司紧跟市场潮流更新迭代，推出了一系列有创新设计、有自主知识产权而且美观、舒适的产品，保证了自身强大的产品力，并得到了众多零售商、品牌商客户的认可。

表11：匠心家居部分核心技术

产品类别	细分品类	简介	公司研发方向	创新目的
智能电动沙发	单椅, 组合沙发	在普通沙发基础上增加了姿态调整功能, 在坐卧功能之外还具有收纳、助力、按摩加热、遥控及APP控制、手机充电等附加功能, 可用于家庭休闲或康复领域	增加独特设计的头靠腰托机构	提升沙发的便捷性和舒适度
			开发具有声控系统的智能沙发, 并能无线联网	保障产品在万物互联的科技前景下能满足消费者需求
			研发智能多媒体体感娱乐系统并集成到智能沙发上, 使用户产生身临其境的沉浸感	进一步满足公司产品在多媒体及娱乐方面的市场需求
			研发一种具有按摩和加热功能的助起沙发, 提升高龄用户的舒适性	丰富公司产品的功能性, 提升产品的适老化水平
智能电动床		利用电机和感应器自动调节床架各个部位的升降角度, 可用于家庭休闲或康复领域	将茶几与智能沙发集成一体, 扩充储物空间和扩大沙发的功能性	丰富公司产品的功能性, 提高市场竞争力
			研发超薄床、可折叠床等新款式, 并嵌入颈部及腰部调节、遥控及APP控制、动作感应氛围灯、手机充电等功能	更好地满足不同消费者的需求, 引领市场创新
			研发硬件及相应的软件保护程序, 预防智能床在运动过程中造成的挤压伤害	进一步提升公司产品的安全性和可靠性
			研发超薄的零靠墙机构, 保证床体在运动时始终贴近床头, 方便获取床头柜上的物品或开关、灯, 同时降低运输成本及仓储费用	填补了市场上同时具有零靠墙、可折叠和超薄的空缺, 具有巨大的经济效益
智能家具配件	机构件, 电机, 电控装置	机构件是智能家具的内部骨架, 具有结构支撑、角度调节等功能; 电机是智能家具的核心动力来源, 帮助智能家具实现姿态调整等功能; 电控装置是对智能家具动力系统及其它功能进行有线、遥控或APP控制的装置	实现可快速整理床上用品的床架结构, 减轻酒店保洁人员频繁置换床上用品的劳动强度及缩短整理时间	适用于商用酒店场景, 可帮助公司拓展相关的市场及领域
			研发一种轻量化的倾斜智能电动床, 能实现倾斜休闲角度的同时, 还需具有轻薄及易于运输的特点	产品在同类竞品中具有更好的物流优势, 能降低成本并提升产品的市场竞争力
			研究以低功耗分布式技术, 实现家居产品在智能环境下的识别、管理、控制及互联互通	开发全新的智能家居产品的控制技术, 强化公司在智能化技术应用上的先进性
			研发一种能灵活调节脚托、腰托、头枕及靠背的机构, 方便用户自由调整沙发到舒适的角度	将公司单、双电机助起沙发机构进行升级换代, 进一步扩大该领域的市场
			研发零重力多功能沙发机构, 实现人体在休息姿势时的零重力负压迫感, 消除人体疲劳, 提高舒适性	满足消费者对该类别产品的期望
			开发新型的智能家居驱动系统, 提高智能家居控制的精准度	进一步强化公司关键零部件的技术与质量水平

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.3 海外布局规避关税，供应链垂直一体化支撑研发&降本增效

积极布局越南基地，有效缓解关税压力。为了规避高额关税、扩张产能、保持竞争力，公司于2019年6月组建全资孙公司匠心越南，并于8月起投产，至2021年7月越南疫情全面爆发之际，匠心越南员工人数突破2500人，当年贡献营收12.67亿元，营收占比达65.8%，已超过公司国内基地。匠心越南有效缓解了关税压力，如21年8月加拿大对来自中国和越南的部分软垫坐具进行倾销和补贴的最终裁定，公司国内基地适用的反倾销/反补贴税率分别为17.2%/3%，匠心越南适用的反倾销/反补贴税率分别为13.5%/3.7%。此外，公司将高关税客户订单转到越南生产，如20年公司在Ashley的营收中的97%由匠心越南

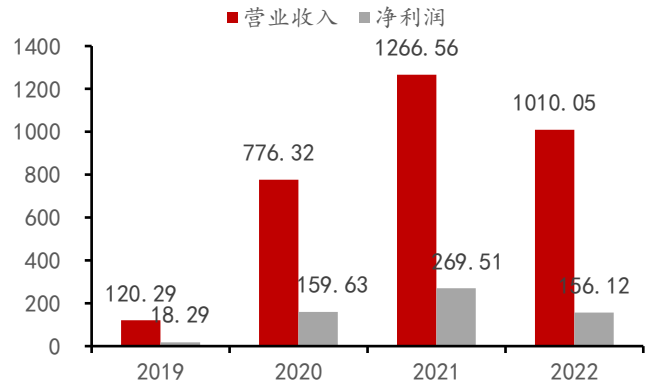
制造。受益于此，公司 20 年受关税影响的毛利金额由 19 年的 8045 万元大幅降低至 2313 万元。

图25：匠心家居越南工厂



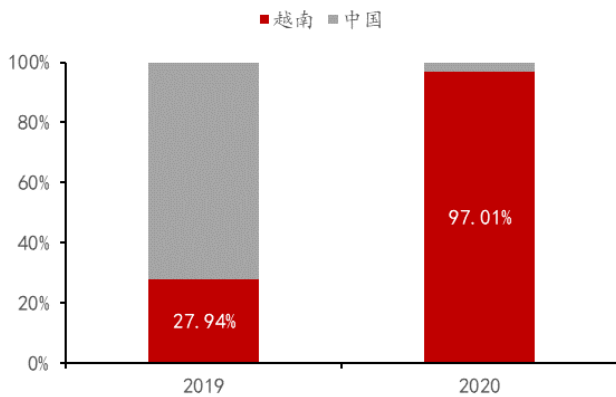
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图26：匠心家居越南孙公司营收及净利润（百万元）



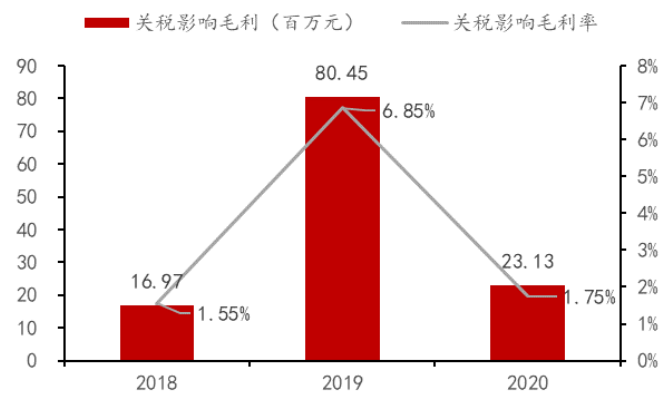
资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图27：Ashley 贡献公司营收来源情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

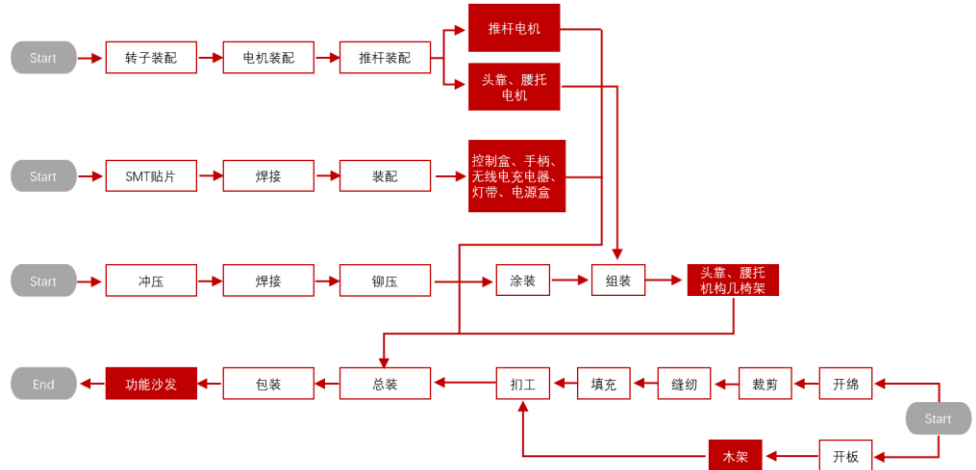
图28：匠心越南投产后帮助公司缓解关税压力



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

垂直整合供应链，部分配件实现自制。智能家居产品功能和质量依赖电机、电子控制系统、机构件等核心配件，公司逐步实现部分配件自制，在保证产品质量的同时还可降本增效。公司自 15 年起自制部分金属结构件和电机，18 年成立 SMT（电子电路表面组装技术）部门，开始自制开关、电路板和电子控制系统，21Q2 实现匠心越南的核心配件自制，包括电机、线束、智能沙发铁架、智能床床架等，部分配件在满足自用之余还出口至美国的家具厂。核心配件自制可使公司在研发过程中快速验证设计合理性，效率高、浪费少，供应链闭环也可有效保护公司知识产权。

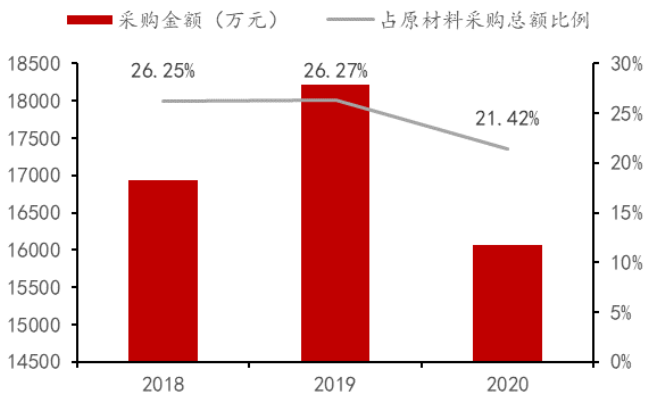
图29：匠心家居智能电动沙发工艺流程



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

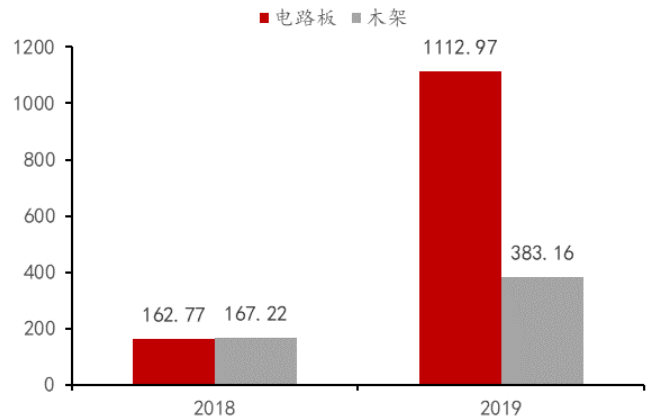
核心配件自制帮助公司降低生产成本提高竞争优势。公司从 2018 年起开始自制电路板，至 2019 年基本实现完全自产，外采原材料也从电路板组合变成电路板零件，2020 年公司电子器件及电机金属零件采购额占原材料采购总额比例降至 21.42%，同比-4.85pct。公司还不断降低外采木架占比，2019 年因电路板/木架自制节省的成本分别达 1113 万元/383 万元。原材料自制使公司智能电动沙发、智能电动床单位成本自 2019 年起下降（21 年单位成本上升主因原材料价格高位和与收入合同履约义务相关的货代运输费调整至营业成本列报），而同期行业内中源家居功能沙发、顾家家居沙发的单位成本均处于上升或基本持平状态。

图30：匠心家居电子器件及电机金属零件采购情况



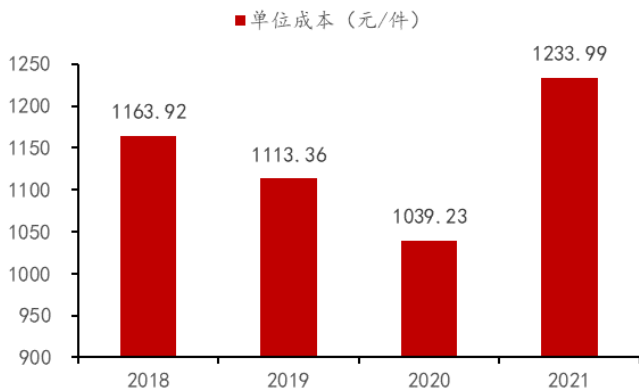
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图31：匠心家居通过电路板、木架自制节约大量成本 (万元)



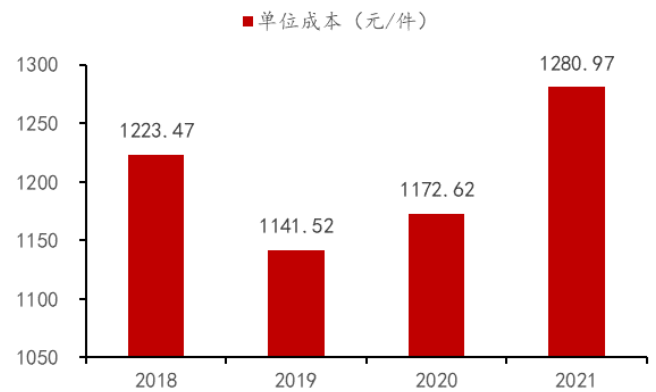
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图32：匠心家居智能电动沙发单位成本情况



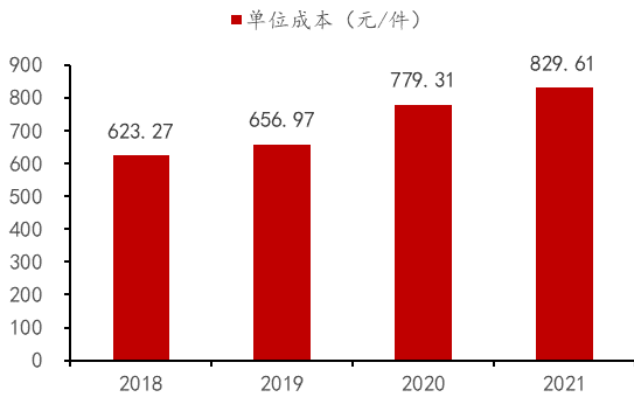
资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图33：匠心家居智能电动床单位成本情况



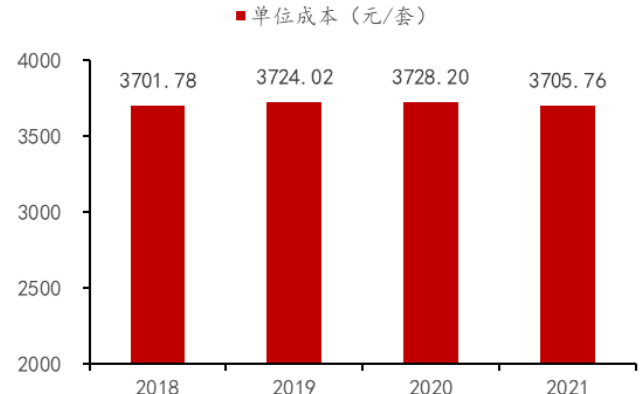
资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图34：中源家居功能沙发单位成本情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图35：顾家家居沙发单位成本情况



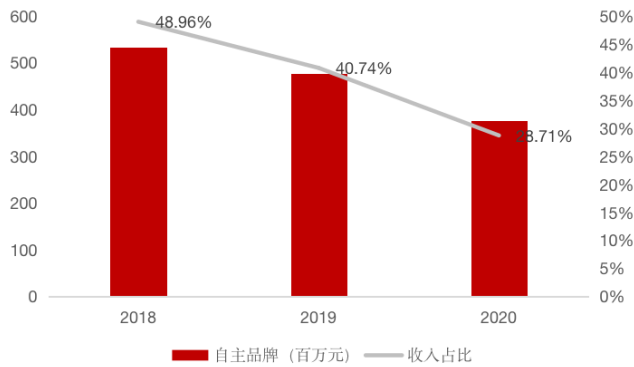
资料来源：wind，浙商证券研究所

供应链垂直一体化降本增效同时有效支撑研发快速转化。公司从铁架到电机电控等功能沙发生产制造全流程完全一体化完成，这在节省成本同时更支撑了创意、研发、样品、量产的快速转化，对应公司截至 2022 年 6 月 30 日，拥有 444 项境内外专利，其中发明专利 13 项、实用新型专利 114 项、外观专利 317 项。同一时期，申请中的专利尚有 194 项，其中发明专利 42 项、实用新型专利 19 项、外观专利 133 项。

3.4 自主品牌建设扬帆起航，静待成果落地

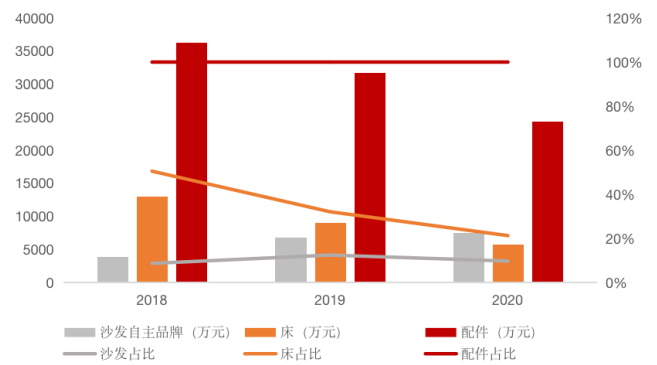
早期自主品牌主要为智能家居零部件产品。公司当前三类产品均具有自主品牌，其中功能沙发、智能床以 ODM 为主，智能家居配件均为自主品牌，整体看截至 20 年公司自主品牌收入占比 28.71%，收入占比下降主要系配件生产优先供应沙发、智能床产品生产，外售数量减少。分产品看，截至 2020 年功能沙发/功能床/智能家居配件分别贡献自主品牌收入 7485/5725/24427 万元，分别占对应产品总收入 9.69%/21.23%/100%。**公司当前已形成了以 MotoMotion（主要为功能沙发）/MotoSleep（主要为智能床）为主的核心品牌矩阵。**

图36：匠心家居自主品牌收入与收入占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图37：匠心家居分产品自主品牌收入与占品类收入比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图38：匠心家居品牌矩阵



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

23年店中店模式加速渠道拓展，智能沙发自主品牌建设扬帆起航。公司目前合作客户主要分为三类，1) 中型美国零售商，该类客户主要采购公司自主品牌产品；2) Ashely 等大型零售商，该类客户 ODM 同时亦会采购部分自身尚未覆盖的自主品牌产品；3) Lazboy 等品牌商，该类客户合作模式为 ODM。截至 22 年底公司已成功覆盖全美排名前 100 位家具零售商中的 30 位，而美国零售商客户占美国家具类客户总数 65.45%，**对美国零售商客户销售占营业收入 55.87%，若剔除 ODM 为主的 Ashely，剩余零售商客户的收入贡献达 38.17%，预计该类客户中 OBM 占比较高。**

美国仓库开始供货，销售模式多元化。为解决美国大客户对供应链的稳定性和库存成本的需求及日益提高的供应商门槛，公司已通过从美国仓库供货的方式成为两位上市公司大客户的新供应商，以满足客户在不同地区按需提货的需求。目前公司已开始向美国仓库发货。未来要进一步满足客户对不同地方备货的需求，公司可与第三方物流公司合作，为客户提供便利的同时，为公司的业绩增长带来新的机会。

图39：美国零售商客户



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

研发&售后服务体系建设完备，支撑自主品牌发展。公司强研发、设计能力是自主品牌发展的最强支撑，除了多年研发积累，公司持续吸引行业顶尖人才强化公司核心竞争力，23年3月美国市场口碑甚好、影响力甚强的软体沙发优秀设计师 Jackson Carpenter 加盟公司，专门负责创建并开发公司全新的高档产品系列：MotoLiving。美国子公司提供强售后服务保障品牌成长，自2015年起，匠心美国就在美国家具的集中生产地密西西比州建起了专门的售后服务中心，有着本土化的专业客服团队，确保工作时间的接听并处理来自各方面的电话、信息、邮件等；存放了各种各样用于售后服务的配件和材料，确保根据需要进行及时发送配件甚至提供上门服务。

图40：匠心美国售后服务中心



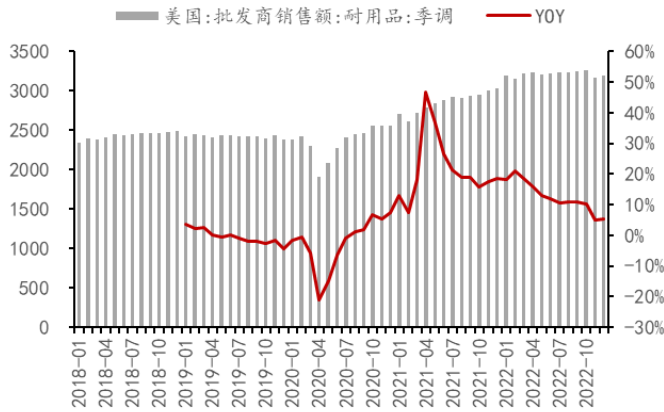
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 海外库存有序消化，业绩稳定增长可期

需求叠加海运因素，驱动海外库存上行。21年随持续补贴与疫后经济修复，海外需求高涨，耐用品、家具及家居摆设需求快速放量，同时海运资源紧张拉长订单交付周期（从一个季度延长至半年甚至更久），导致客户集中下单&提前下单以加大库存储备满足C端需

求。22年海外通胀加剧叠加进入加息周期，需求增长放缓（绝对值环比仍平稳），叠加海运22Q2后加速优化，21年集中下单订单集中到港驱动库存迅速上行：22年6月美国家具及家居摆设批发商库存销售比达2.08%，同比+0.51pct。

图41：美国耐用品销售增速 21 年快速上行



资料来源：wind，浙商证券研究所

图42：美国家具及家居摆设销售增速 21 年快速上行



资料来源：wind，浙商证券研究所

图43：海运费走势（美元/标准柜）



资料来源：wind，浙商证券研究所

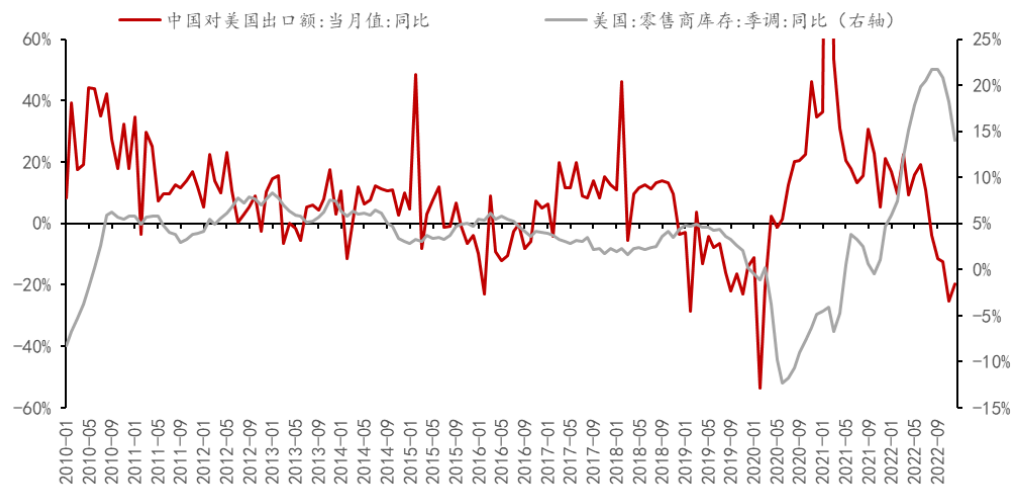
图44：美国批发商库存销售比 21 年起上升



资料来源：wind，浙商证券研究所

去库存致出口承压，边际修复可期。 中国对美国出口额增速与美国零售商库存增速具有明显正相关性，海外进入去库周期时库存增速下降，中国出口同步承压，22年8月起中国对美国出口额进入负增长阶段。考虑海外库存基数22Q1-Q2加速提升，预计23Q1-Q2库存增速将进入加速下行阶段，海外客户下单需求或将在Q2迎来边际修复。

图45： 中国对美出口额增速与美国零售商库存增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

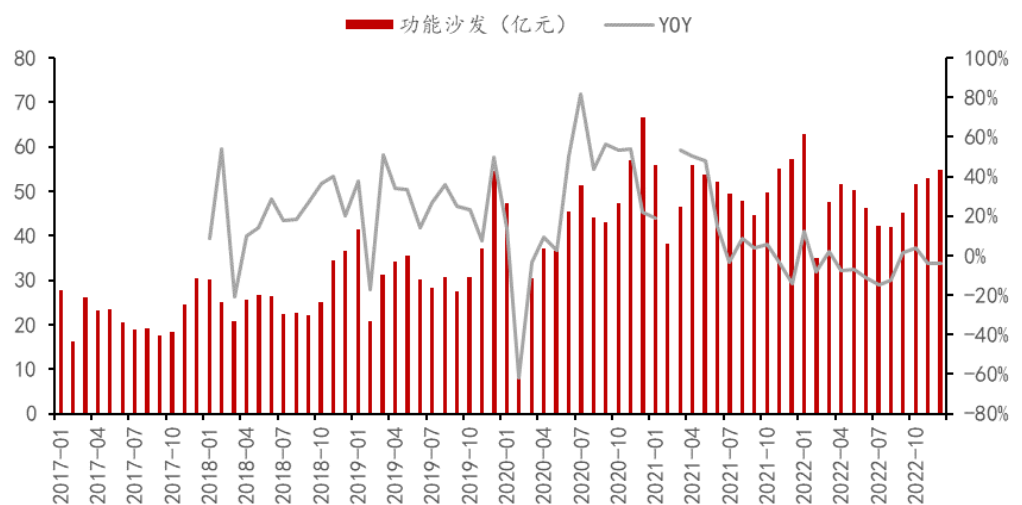
家居建材承压较久，或率先修复。22年12月美国家居建材品类库存增速已降低至历史50%分位数，为所有耐用品中历史分位数消化最低的品类；当月中国功能沙发出口额54.93亿元，同比降幅收窄至-4.09%，且环比增长3.82%，预计将率先迎来修复，公司有望充分受益。

图46： 美国细分品类月度库存增速与12月增速历史分位数

库存同比	2022.9	2022.10	2022.11	2022.12	12月历史分位
耐用品:家具及家居摆设	42.41%	34.69%	27.57%	20.92%	57%
耐用品:木材及其他建材	19.48%	16.46%	16.47%	10.90%	50%
耐用品:专业及商业设备和用品	18.62%	16.32%	16.13%	10.16%	70%
耐用品:电气和电子产品	32.61%	33.28%	29.57%	26.36%	82%
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	34.07%	31.29%	27.92%	25.03%	74%
耐用品:机械设备和用品	23.12%	25.83%	27.20%	28.89%	100%
非耐用品:纸及纸制品	16.04%	15.33%	13.48%	8.57%	67%
非耐用品:服装及服装面料	66.99%	59.42%	57.12%	46.77%	73%
非耐用品:化学品及有关产品	25.10%	20.23%	17.70%	15.25%	73%
非耐用品:石油及石油产品	17.31%	10.76%	18.60%	9.73%	45%
非耐用品:药品及杂品	12.82%	7.80%	14.71%	10.60%	52%

资料来源：wind，浙商证券研究所

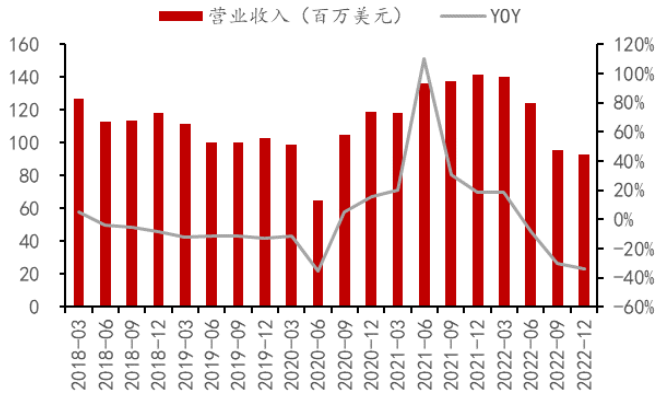
图47： 中国功能沙发出口规模及增速



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

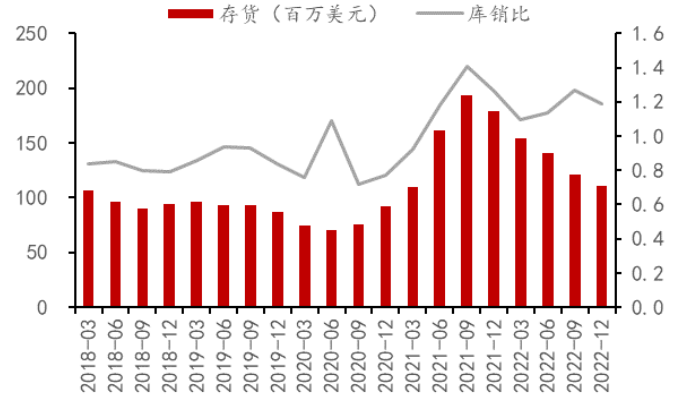
核心客户去库顺利，业绩有望稳定增长。 Flexsteel 为美国家具制造商、零售商，是 2020 年公司第五大客户，营收占比达 6.07%。2022 年末 Flexsteel 库存为 1.11 亿美元，已连续 5 个季度下降，22Q4 库销比为 1.19，库存有序去化。

图48： Flexsteel 库存及库销比



资料来源：wind，浙商证券研究所

图49： Flexsteel 库存及库销比



资料来源：wind，浙商证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

匠心家居作为功能沙发出口龙头之一，22 年需求虽承压，但从细分产品定价、毛利率看公司凭借强产品力在美国市场品牌客户、消费者中形成一定认知度，展望 23 年公司品牌建设进入全新发展阶段，海外去库影响边际减弱，业绩释放值得期待。我们分产品对公司业绩进行如下假设：

1) 智能电动沙发：22 年海外需求稳定，但库存高企持续去库，对应下游企业订单承压，目前有序去化，下单节奏或陆续恢复常态，我们预计 23 年智能电动沙发低基数下销量增长 30%，24-25 年市场需求维持稳健，公司品牌化建设成果陆续释放，预计销量增长稳健 24-25 年分别增长 20%/20%。单价方面，22 年需求承压，但公司通过推出新品、结构化升级产品矩阵、老产品稳价等多重措施下实现单价逆势增长 14.7%，展望 23-25 年预计随着品牌化成果落地，需求好转，公司强产品力将驱动单价进一步稳健提升，预计 23-25 年分别增长 5%/4%/4%。综合预计智能电动沙发 23-25 年实现收入 13.31/16.61/20.73 亿元，分别+36.5%/24.8%/24.8%。毛利率预计原材料下行，公司综合提价，毛利率有望稳步上行，预计 23 年-25 年毛利率分别为 34.5%/35%/35%。

2) 智能电动床：公司 22 年充分贯彻 21 年年报中对电动床业务的相关规划，在美国子公司加大了床品相关人员布局，电动床 22 年实现收入 2.73 亿（同比+6.2%），拆分看量价分别逆势增长 3.9%/2.2%。我们预计伴随公司相关品牌化成果落地与海外库存去化，公司电动床业务将持续稳步增长，考虑公司将继续以电动沙发为发展核心，电动床增速或略慢于电动沙发，预计 23-25 年销量增速分别为 5%/10%/10%，单价方面预计稳健增长 23-25 年分别+2%/+3%/+3%，综合预计智能电动床 23-25 年贡献收入 2.93/3.32/3.76 亿元，分别同比+7.1%/13.3%/13.3%。预计 23-25 年毛利率整体维持稳定。

3) **智能家居配件**: 家居配件产品为 TOB 产品, 库存压力更甚, 22 年整体收入下降 36%。我们预计 23 年或有修复, 但公司亦将优先供应自有电动沙发业务, 24-25 年增长预计提速, 综合预计 23-25 年销量分别同比+0%/+15%/+15%, 单价分别同比+5%/5%/5%, 预计 23-25 年实现收入 1.91/2.31/2.79 亿元, 分别同比+5%/+21%/21%。预计 23-25 年毛利率整体维持稳定。

表12: 匠心家居盈利预测拆分

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,462.65	1,856.73	2,273.78	2,787.76
营业收入增长率(%)	-24.02%	26.94%	22.46%	22.60%
智能电动沙发	974.97	1330.83	1660.88	2072.78
销量(万件)	49.1	64	77	92
yoy	-36.7%	30.0%	20.0%	20.0%
单价(元/件)	1983.81	2083.00	2166.32	2252.97
yoy	14.7%	5.0%	4.0%	4.0%
毛利率	33.87%	34.50%	35.00%	35.00%
智能电动床	273.32	292.73	331.66	375.77
yoy	6.20%	7.10%	13.30%	13.30%
销量(万件)	14.2	15	16	18
yoy	3.9%	5.0%	10.0%	10.0%
单价(元/件)	1918.94	1957.32	2016.04	2076.52
yoy	2.2%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利率	33.20%	33.50%	33.50%	33.50%
智能家具配件	181.99	191.09	230.74	278.62
yoy	-35.85%	5.00%	20.75%	20.75%
销量(万件)	518	518	596	686
yoy	-47.5%	0.0%	15.0%	15.0%
单价(元/件)	35.11	36.86	38.70	40.64
yoy	22.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.43%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 投资建议

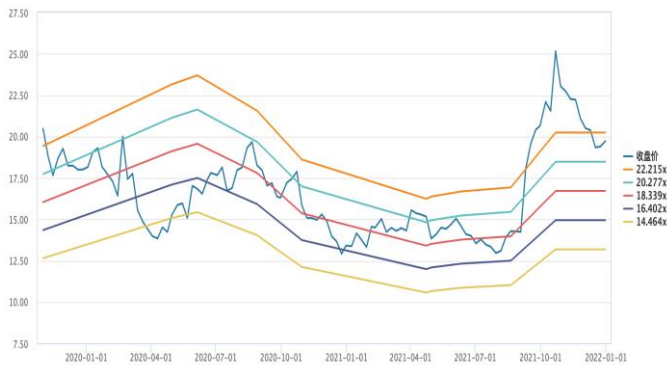
我们预计公司 2023-2025 年实现收入 18.57/22.74/27.88 亿元, 分别同比增长 26.9%/22.5%/22.6%, 实现归母净利润 3.47/4.3/5.47 亿元, 分别同比增长 3.8%/24.0%/27.2%, 对应 PE 12.96/10.45/8.21X。我们选取软体行业龙头顾家家居、出口床垫龙头梦百合、功能沙发龙头敏华控股作为可比公司, 行业 23 年平均估值 12.4X, 剔除港股流动性限制下估值较低的敏华控股后, 可比公司 23 年平均估值 14.1X, 公司当前较低。**综合考虑: 1) 公司当前市值约 39 亿, 拥有在手现金&理财达 21 亿元, 剔除现金后公司 23 年业绩对应估值实际较低; 2) 行业 22 年面临需求、去库的双重压力, 对应估值水平基本达到历史最低水平, 展望 23 年如匠心家居等部分 α 突出的龙头标的有望在海外去库完成, 自身 α 展现的情况下重回稳健增长, 参考智能床出口龙头麒盛科技在 21 年实现稳健成长时(Q1-Q4 收入增速分别为 25%/42%/48%/15%) 估值中枢 18X 以及出口床垫龙头梦百合 19 年稳健成长时估值中枢 19X, 给予公司 23 年目标估值 15X, 目标市值 52 亿, 现价空间 15.70%, 首次覆盖给予“买入”评级。**

表13: 可比公司估值表(一致预期)(截至 2023 年 5 月 10 日)

	总市值 (亿元/港元)	归母净利润 (亿元/亿美元)				PE		
		2022E/A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
顾家家居	303	18.12	20.99	24.69	28.77	14.20	12.08	10.36
梦百合	47	0.41	3.11	4.71	6.51	15.37	10.16	7.35
敏华控股	236	25.25	29.04	33.47	-	9.99	8.68	7.53
平均值						13.19	10.31	8.41
匠心家居	45	3.34	3.47	4.30	5.48	12.96	10.45	8.21

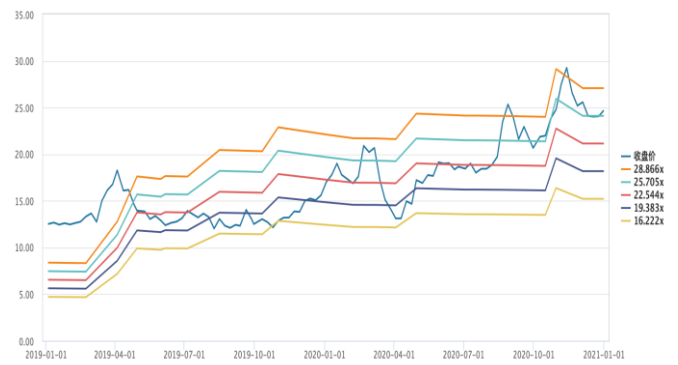
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图50: 麒盛科技 PE BAND



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图51: 梦百合 PE BAND



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

- 1) 海外需求超预期下滑:** 公司收入以外销为主, 对美业务占比 80% 以上, 若美国经济疲软, 海外需求超预期下滑, 公司盈利能力将受到较大冲击。
- 2) 自主品牌发展不及预期:** 智能家居市场竞争激烈, 龙头企业纷纷积极布局, 若自主品牌拓展不及预期, 或对公司盈利预测及估值产生较大影响。
- 3) 汇率波动风险:** 公司营收 95% 以上来自海外市场, 海外订单结算币种主要为美元, 汇率波动产生的汇兑损失将对公司业绩带来不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,769	3,189	3,536	4,157
现金	687	878	1,217	1,727
交易性金融资产	1,434	1,434	1,434	1,434
应收账款	163	259	228	237
其它应收款	14	12	24	20
预付账款	4	5	5	7
存货	296	430	455	561
其他	171	171	171	171
非流动资产	345	459	542	615
金额资产类	5	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
固定资产	130	188	201	216
无形资产	34	45	54	61
在建工程	2	2	3	3
其他	174	220	280	331
资产总计	3,113	3,648	4,078	4,772
流动负债	282	469	469	615
短期借款	0	0	0	0
应付款项	203	380	371	498
预收账款	4	3	4	6
其他	75	86	94	112
非流动负债	133	133	133	133
长期借款	0	0	0	0
其他	133	133	133	133
负债合计	415	603	602	748
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,698	3,045	3,476	4,024
负债和股东权益	3,113	3,648	4,078	4,772

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	264	307	428	575
净利润	334	347	430	548
折旧摊销	65	47	61	62
财务费用	(54)	0	0	0
投资损失	(42)	(46)	(57)	(70)
营运资金变动	(47)	(45)	(11)	32
其它	8	4	4	3
投资活动现金流	(252)	(116)	(89)	(64)
资本支出	(36)	(162)	(146)	(134)
长期投资	0	0	0	0
其他	(216)	46	57	70
筹资活动现金流	(204)	(21)	0	0
短期借款	0	(21)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(204)	0	0	0
现金净增加额	(126)	170	339	510

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,463	1,857	2,274	2,788
营业成本	986	1,235	1,502	1,839
营业税金及附加	7	8	9	12
营业费用	50	84	114	139
管理费用	51	59	68	84
研发费用	97	111	130	148
财务费用	(70)	10	17	12
资产减值损失	(2)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	42	46	57	70
其他经营收益	7	8	10	13
营业利润	387	402	499	633
营业外收支	1	(1)	(1)	0
利润总额	388	401	498	633
所得税	54	54	67	85
净利润	334	347	430	547
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	334	347	430	548
EBITDA	337	415	523	640
EPS (最新摊薄)	2.61	2.71	3.36	4.28

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	(24.02%)	26.94%	22.46%	22.60%
营业利润	12.45%	3.82%	24.09%	27.09%
归属母公司净利润	11.95%	3.84%	24.07%	27.29%
获利能力				
毛利率	32.56%	33.48%	33.93%	34.02%
净利率	22.84%	18.69%	18.93%	19.65%
ROE	12.38%	11.39%	12.38%	13.62%
ROIC	8.20%	9.95%	11.00%	11.98%
偿债能力				
资产负债率	13.32%	16.52%	14.76%	15.68%
净负债比率	15.37%	19.79%	17.32%	18.59%
流动比率	9.83	6.79	7.54	6.76
速动比率	8.16	5.50	6.19	5.56
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.55	0.59	0.64
应收账款周转率	8.57	8.80	9.34	12.00
应付账款周转率	5.38	7.20	6.55	6.55
每股指标(元)				
每股收益	2.61	2.71	3.36	4.28
每股经营现金	2.06	2.40	3.34	4.49
每股净资产	21.08	23.79	27.15	31.43
估值比率				
P/E	13.46	12.96	10.45	8.21
P/B	1.67	1.48	1.29	1.12
EV/EBITDA	9.34	9.08	6.57	4.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>