

软体家居内外兼修，格局优化看好龙头扬帆起航

——软体家居行业深度报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎️ 联系人：傅嘉成、姜文锴
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

轻工制造 看好

报告导读

近期软体家居龙头已经迎来了较好的布局时机：（1）提价预计可覆盖原料成本短期上涨影响；（2）内销业务格局洗牌，21年渠道扩张预期加速，继续驱动内销份额提升；（3）外销业务订单应接不暇，龙头在供应端份额提升，业绩有望超预期兑现。建议重点关注**顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合**。

投资要点

□ 出口业务：美国家具积压需求庞大，持续保障订单和业绩增长

美国按揭利率已有逐步回升迹象、但仍处于绝对底部，且疫情未得到控制下真实住房需求持续驱动，我们保守估计美国的地产景气至少延续至21年上半年，对后周期的家具消费需求将持续形成拉动，看好软体龙头21年外销业绩弹性。

1) **美国家具订单高增、本土供给不足，进口供应链失衡、积压订单激增。**美国家具积压订单高增，20年7/8/9/10/11月分别+69%/102%/123%/141%/148%，持续增长未见有缩量趋势，后续进口动力仍然充沛。

2) **中国供应链稳定优势凸显，竞争格局改善龙头份额提升。**20年下半年以来家具出口数据保持高增长：家具及零件出口金额8-11月持续提速，11月高点达到+42%，12月为+27%。从供应链竞争格局来看，贸易战+两轮反倾销清退中小产能，龙头产能布局优势突出、份额提升。

□ 内销业务：竣工交房周期向好，疫情加速格局洗牌

21年竣工景气预期贯穿全年，软体不受精装冲击零售最为受益。我们保守测算，2021年住宅竣工面积有望达到7.28亿平(+10.5%)，对后周期家居板块21年内销业绩形成支撑。

1) **软体家居内销竞争格局逐渐走向集中。**从竞争格局来看，2013至2019年，顾家市占率从2.13%→4.55%，敏华从1.73%→4.75%，喜临门从0.81%→2.82%，梦百合从0.1%→0.53%，CR4合计从4.76%→12.65%，集中度逐渐提升，龙头品牌效应持续凸显。

2) **疫情加速洗牌，龙头渠道扩张提速、坪效有望提升。**20年软体中小品牌大量出清、龙头内销普遍逆势增长，展望21年规划开店速度均较往年提速，看好内销持续高增。

□ 原料端：短期原料涨价可通过产品提价对冲，盈利能力预期维持

近期软体家居上游原料如皮革、海绵、铁架/弹簧出现不同程度涨幅。我们通过测算提价5%左右能够覆盖成本端的上升，龙头2-3月纷纷软体龙头纷纷开展提价举措；叠加在20年原料低位时多有备库（如顾家20Q3-20Q4囤积的皮革原料预期可使用至21年7-8月），预期提价后盈利能力可以维持。

□ 风险提示：原料涨价超预期、海外疫情加剧、中小品牌出清不达预期

相关报告

- 1 《【浙商轻工】英美烟草20H2雾化烟增长提速，持续看好思摩尔国际》2021.02.19
- 2 《【浙商轻工】IQOS四季度稳健成长，看好HNB产业链发展》2021.02.10
- 3 《【浙商轻工】成长无虞，从海外看国内规范》2021.02.02
- 4 《【浙商轻工 周观点】业绩兑现，持续推荐顺周期优质资产》2021.01.31
- 5 《【浙商轻工 周观点】年报预告密集发布，推荐布局家居二线优质低估资产》2021.01.17

报告撰写人：马莉、史凡可

联系人：傅嘉成、姜文锴

正文目录

| | |
|---|----|
| 1. 外销：美国积压家具订单庞大保障需求，供应链端龙头区位优势保障份额提升 | 3 |
| 2. 内销：竣工交房周期向好，疫情加速格局洗牌 | 8 |
| 3. 原料：产品提价对冲成本抬升影响，利润率无需过忧 | 11 |
| 4. 风险提示 | 13 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：需求-美国按揭利率下行至历史最低区间 | 3 |
| 图 2：需求-美国房价指数从 7 月起大幅上涨，12 月涨幅 10% | 3 |
| 图 3：需求-美国新屋&成屋销售折年数均创近年新高 | 4 |
| 图 4：库存-美国新屋库销比处于 2002 年以来的低位 | 4 |
| 图 5：供给-住宅投资 2020Q3/Q4 美国 GDP 拉动较大 | 4 |
| 图 6：供给-19H2 以来美国新建住宅增速处于高位 | 4 |
| 图 7：美国家具月度新增订单&出货量增速，剪刀差形成 | 5 |
| 图 8：美国本土家具就业下滑、积压订单激增 | 5 |
| 图 9：20H2 起我国家具及零件出口金额保持高增 | 5 |
| 图 10：主要家具品类出口金额月度同比增速 | 5 |
| 图 11：中国出口集装箱运价指数持续上涨 140% | 6 |
| 图 12：海运费持续暴涨（盐田→洛杉矶，单位美元/40 尺柜） | 6 |
| 图 13：住宅竣工面积当月增速（12 月+2.28%，连续 3 月正增长） | 8 |
| 图 14：测算 21 年竣工面积有望增长 10.5% | 8 |
| 图 15：床垫、沙发目前基本不受精装冲击 | 8 |
| 图 16：我国精装房开盘规模 21 年预计增长 29.34% | 8 |
| 图 17：近年来软体龙头内销增速普遍快于外销 | 10 |
| 图 18：内销 vs 外销盈利能力 | 10 |
| 图 19：顾家家居营业成本结构（单位：%） | 12 |
| 图 20：敏华控股营业成本结构（单位：%） | 12 |
| 图 21：梦百合营业成本结构（单位：%） | 12 |
| 图 22：喜临门营业成本结构（单位：%） | 12 |
| 表 1：美国第一轮及第二轮反倾销税率情况 | 6 |
| 表 2：软体家居龙头海外产能布局一览 | 7 |
| 表 3：家居出口主要龙头业绩一览 | 7 |
| 表 4：软体家居市场规模&竞争格局一览 | 9 |
| 表 5：软体龙头线下门店扩张计划（家） | 10 |
| 表 6：软体龙头线上品牌营销打法 | 10 |
| 表 7：软体家居龙头单店和坪效的拆分 | 11 |
| 表 8：软体家居上游主要原材料近期涨价情况 | 11 |
| 表 9：软体龙头原材料涨价影响测算&提价措施一览 | 13 |

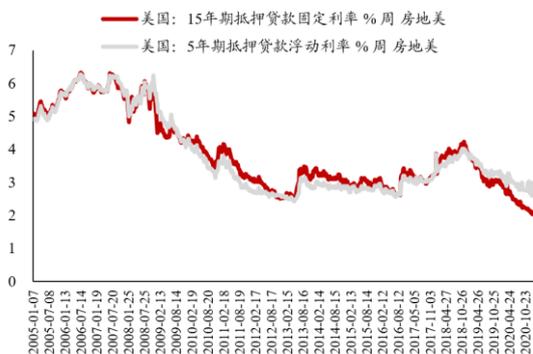
近期市场回调幅度较大，我们认为软体家居龙头已经迎来了较好的买点，核心理由如下：（1）**出口业务**存在一定的预期差，海外尤其是美国市场的地产热仍会驱动家具需求再“飞一会”，更重要的是由于全球供应链仍大面积瘫痪、美国的积压家具订单需求量十分庞大，中国作为为数不多的输出国外贸订单持续爆棚、供不应求，我们跟踪部分龙头订单已经排至下半年，看好21年外销业绩超预期兑现；（2）**内销业务**经历20年疫情洗牌后，格局发生了实质性变化，龙头业绩增速大幅超过行业、份额提升，是渠道逆势扩张与品牌综合运营的结果，21年将继续驱动内销业务的高增；（3）**原料成本**短期上涨，但我们通过测算提价5%左右能够覆盖，龙头2-3月纷纷推出提价举措转嫁成本压力，利润率无需过忧；（4）**标的推荐**：顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合。

1. 外销：美国积压家具订单庞大保障需求，供应链端龙头区位优势保障份额提升

按揭利率历史低位+疫情下置换住宅需求，美国地产市场火热。20年疫情爆发后，美联储大规模宽松政策，驱动了美国抵押贷款利率一路下行至历史低位，15年期抵押贷款固定利率最低下行至2.16%（18年高点4.36%）、5年期下行至2.75%（18年高点4.14%），大幅压低了购房成本；同时疫情下消费者倾向于搬至低密度地区居住，且居家办公、孩子在家学习使得消费者追求更大的住房空间。**导致了消费者购房热情高涨：**（1）**美国房价指数**大幅上涨，20年12月20大中城市均价同比上涨10%；（2）**新房、成屋销售**折年数高点曾达到100万套（+42%）、686万套（+27%）；（3）**库存至低位**，21年1月库销比（月度新房待售/销售）为0.33，跌至03-05年的历史低位。**从住房供给端来看，地产商建房意愿较强：**（1）**美国GDP中住宅投资总额**20Q3/Q4季度同比增速分别为7.2%、14.1%；（2）**新建住宅折年数与住宅建造支出**19H2以来持续正增长，疫情后建造支出增长提速，为后续交房提供保障。

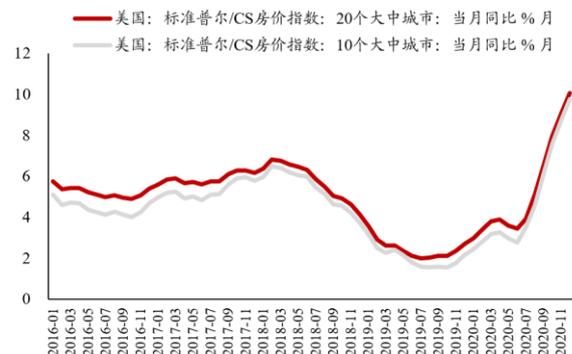
尽管美国按揭利率已有逐步回升迹象，但仍处于绝对底部，且疫情未得到控制下真实住房需求持续驱动，我们保守估计美国的地产景气至少延续至21年上半年，对后周期的家具消费需求将持续形成拉动。

图 1：需求-美国按揭利率下行至历史最低区间



资料来源：房地美，浙商证券研究所

图 2：需求-美国房价指数从7月起大幅上涨，12月涨幅10%



资料来源：标普，浙商证券研究所

图 3：需求-美国新屋&成屋销售折年数均创近年新高



资料来源：美国商务部、全美房地产经纪商协会，浙商证券研究所

图 4：库存-美国新屋库存比处于 2002 年以来的低位



资料来源：美国商务部、全美房地产经纪商协会，浙商证券研究所

图 5：供给-住宅投资 2020Q3/Q4 美国 GDP 拉动较大



资料来源：美国国家经济分析局，浙商证券研究所

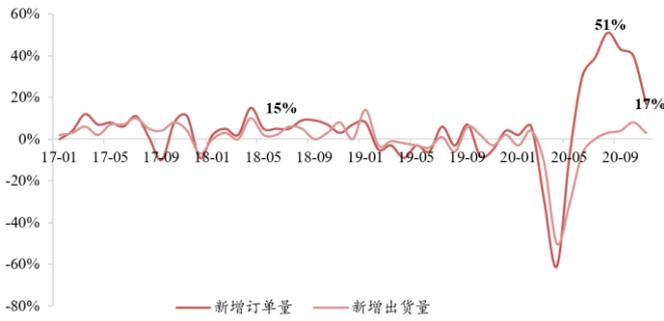
图 6：供给-19H2 以来美国新建住宅增速处于高位



资料来源：美国商务部、全美房地产经纪商协会，浙商证券研究所

美国家具订单高增、本土供给不足，进口供应链失衡、积压订单激增。在楼市高热催化下，后周期家具需求高速增长：根据咨询公司 Smith Leonard 统计，2020 年美国家具业新增订单自 6 月起同比连续大幅增长，6/7/8/9/10 月分别同增+30%/39%/51%/43%/40%，尽管 11 月增速放缓至 17%，但也是自 17 年以来的高增水准。**供应链来看：**（1）**本土供应方面**，疫情下美国家具行业就业人数持续下滑，至 10/11 月仍有分别下滑 5%、3%，导致本土厂商产品供应不足；（2）**进口方面**，除中国以外，多数出口国疫情控制不当、工厂停工停产形式严峻，如越南 20 年 12 月报道已有近 9.35 万家企业停工（+15.6%）、20 年 1-11 月胡志明市工业生产指数同比下降 4.4%；（3）**供给端承压**，实际出货量仅有小幅增长，产生大量积压订单，2020 年 1-11 月美国家具出货量（shipments）同比减少 7%，其中 8/9/10/11 月分别同比+3%/4%/8%/3%，不能满足新增订单量的增长，**导致积压订单（backlog）高增**，7/8/9/10/11 月分别+69%/102%/123%/141%/148%，持续增长未见有缩量趋势，后续进口动力仍然充沛。

图 7: 美国家具月度新增订单&出货量增速, 剪刀差形成



资料来源: Smith Leonard, 浙商证券研究所

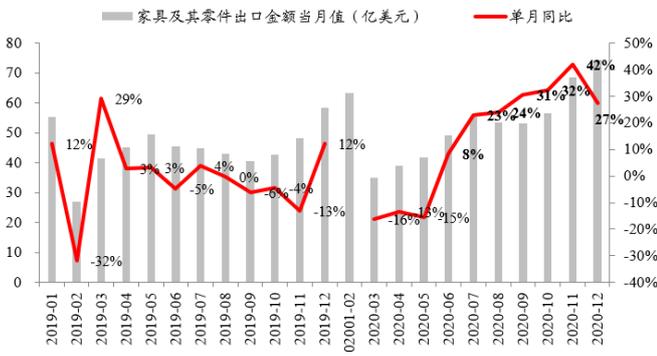
图 8: 美国本土家具就业下滑、积压订单激增

| 月份 | 新增订单量 | 新增出货量 | 未完成订单量 | 国内工厂就业人数 |
|---------|-------|-------|--------|----------|
| 2020/1 | 2% | -3% | 7% | -2% |
| 2020/2 | 6% | 4% | 10% | -2% |
| 2020/3 | -29% | -11% | -8% | -4% |
| 2020/4 | -61% | -50% | -12% | -15% |
| 2020/5 | -8% | -31% | 13% | -10% |
| 2020/6 | 30% | -7% | 32% | -8% |
| 2020/7 | 39% | 0% | 69% | -7% |
| 2020/8 | 51% | 3% | 102% | -7% |
| 2020/9 | 43% | 4% | 123% | -5% |
| 2020/10 | 40% | 8% | 141% | -5% |
| 2020/11 | 17% | 3% | 148% | -3% |

资料来源: Smith Leonard, 浙商证券研究所

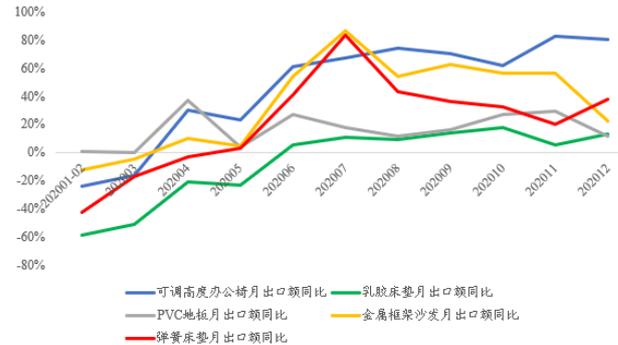
中国供应链稳定优势凸显, 出口数据大幅向好, 考虑美国需求缺口预计景气延续至 21 年。我国疫情自 20Q2 以后得到妥善控制, 生产复工稳定性大幅优于海外, 20 年下半年以来家具出口数据保持高速增长: (1) 家具及零件出口金额 8-11 月持续提速, 11 月高点达到+42%, 12 月为+27%、仍处于快速增长; (2) 细分品类增速来看, 可调节高度办公椅增长势头最好, 增速维持在 60-80%, 金属框架沙发增速在 50-60%左右, 弹簧床垫增速在 40%左右波动, 乳胶床垫在 5-20%, PVC 地板在 10-30%区间; (3) 中美运货量的暴增导致了集装箱价格和海运费的持续攀升, 2021 年 2 月中国出口集装箱运价指数达到 2072 (较 8 月低点上涨 140%) 运输, 中美海运费在 20 年 4-8 月期间翻倍增长, 20 年 8 月至 21 年 1 月再次增长 63%, 累计增幅接近 3 倍。据我们跟踪, 顾家、敏华等龙头采用 FOB 报价模式, 运费主要由客户承担、对业绩不会造成影响。展望 21 年, 考虑美国有大量积压家具订单, 且中国出口厂商稳定供应的优势仍然突出, 我们判断我国家具外销出口后续的景气延续时间比市场预期更长, 有望贯穿 21 年全年。

图 9: 20H2 起我国家具及零件出口金额保持高增



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 主要家具品类出口金额月度同比增速



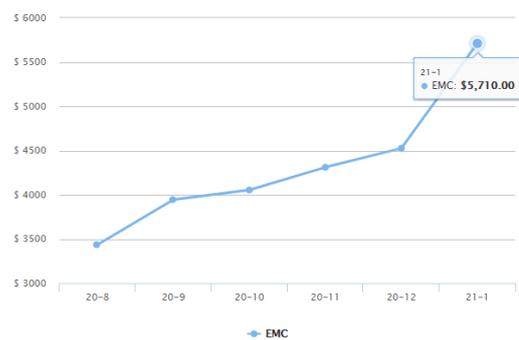
资料来源: 中国海关总署, 浙商证券研究所

图 11: 中国出口集装箱运价指数持续上涨 140%



资料来源: 上海航运交易所, 浙商证券研究所

图 12: 海运费持续暴涨 (盐田→洛杉矶, 单位美元/40 尺柜)



资料来源: 搜航, 浙商证券研究所

国内竞争格局: 贸易战+两轮反倾销清退中小产能, 龙头产能布局优势突出、份额提升。 (1) **沙发:** 软体家居中沙发、床垫均在中美贸易加征关税范畴中, **敏华控股**越南工厂已经实现 80-90%对美出口覆盖、**顾家家居**越南+墨西哥 21 年底预计可覆盖 60%对美出口, 供给端的优势逐渐凸显。(2) **床垫:** 美国对中国发起第二次床垫反倾销对柬埔寨 (252.74%)、印度尼西亚 (2.61%)、马来西亚 (42.92%)、塞尔维亚 (13.65%)、泰国 (572.56%-763.28%)、土耳其 (20.03%) 和越南 (190.79-989.90%) 7 国征税, 预计在 21 年 5 月 3 日执行命令, 其中泰国、柬埔寨和越南的反倾销税率均超过 190%, 多地区、多企业的对美出口产能直接面临淘汰; 记忆棉床垫龙头**梦百合**海外产能区位优势凸显、受益于格局优化份额有望持续提升。

表 1: 美国第一轮及第二轮反倾销税率情况

| 案件进程 | 时间 | 国家 | 企业 | 裁定税率 | |
|----------------------|-------------|-------------|---------------------------------------|--|----------|
| 第一轮反倾销 | 立案调查 | 2018年10月10日 | 中对美出口床垫企业 | | |
| | | | 梦百合 | 38.56% | |
| | 初裁落地 | 2019年5月29日 | 中国 | 陈诺思 (厦门) | 84.64% |
| | | | | 敏华控股 | 74.65% |
| | | | | 达特中国 | 74.65% |
| | | | | 梦倍家居 | 74.65% |
| | | | | 乐美家居 | 74.65% |
| | | | | 其它单独税率公司 | 74.65% |
| | | | | 剩余所有 | 1731.75% |
| | | | | 梦百合 | 57.03% |
| 终裁落地 | 2019年10月18日 | 中国 | 陈诺思 | 192.04% | |
| | | | 敏华控股 | 162.76% | |
| 第二轮反倾销 | 立案调查 | 2020年3月31日 | 七个国家 (柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其以及越南) | | |
| | | | 柬埔寨 | Best Mattresses International Company Limited | 252.74% |
| | 初裁落地 | 2020年10月28日 | 柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其、越南 | 其他出口商及制造商 | 252.74% |
| | | | | PT Zinus Global Indonesia | 2.61% |
| | | | | 其他出口商及制造商 | 2.61% |
| | | | | Delandis Furniture (M) Sdn. Bhd | 42.92% |
| | | | | Far East Foam Ind. Sdn. Bhd | 42.92% |
| | | | | Vision Foam Ind. Sdn Bhd | 42.92% |
| | | | | 其他出口商及制造商 | 42.92% |
| | | | | Healthcare Eurpo DOO Ruma | 13.65% |
| | | | | 其他出口商及制造商 | 13.65% |
| | | | | Nisco (Thailand) Co., Ltd | 763.28% |
| | | | | Saffron Living Co. | 763.28% |
| | | | | 其他出口商及制造商 | 572.56% |
| | | | | BRN Yatak Baza Ev Tekstili Insaat | 20.03% |
| | | | | Sanavi Ticaret A.S. | 20.03% |
| | | | | 其他出口商及制造商 | 20.03% |
| | | | | Wanek Furniture Co.,Ltd./Millennium Furniture Co., Ltd/Comfort Bedding Company Limited | 190.79% |
| | | | | Vietnam Glory Home Furnishings Co., Ltd | 989.90% |
| | | | | Separate Rate | 190.79% |
| Vietnam -Wide Entity | 989.90% | | | | |
| 终裁落地 | 2021年3月前后 | | | | |

资料来源: USITC, 浙商证券研究所

表 2: 软体家居龙头海外产能布局一览

| 公司 | 海外工厂 | 投产时间 | 产能 | 获取方式 | |
|------|----------|----------|--|-----------------|----|
| 梦百合 | 塞尔维亚一、二期 | 2018年10月 | 年化产能达到5000万欧元、二期增加至850万欧元/月，年化1亿 | 自建 | |
| | 塞尔维亚三期 | 2020年4月 | 产能逐渐爬坡至1.32亿欧元，对应8~10亿人民币 | 自建 | |
| | 西班牙 | | 2017年10月 | 年产能2000万欧元 | 收购 |
| | | | 2020年9月 | 扩建后产能达到8-10亿人民币 | 扩建 |
| | 美国东岸 | 2019年12月 | 20年4月满产，年产能5000万美金（约60万张），未来达到100万张，对应产值约8-10亿人民币。 | 收购后改扩建 | |
| | 美国西岸 | 2021年2月 | 21年底满产，对应年产值约8-10亿人民币 | 建厂 | |
| 喜临门 | 泰国 | 2019年 | 60万张/年（弹簧床垫）单价约为700元 | 自建 | |
| | 越南 | 2019年 | 900张/日（海绵床垫） | 自建 | |
| 顾家家居 | 越南一期、二期 | 2020Q4 | 45万标准套软体家具产品项目。一期2020年Q4投产，二期预计21年底竣工。一期覆盖20%（二期覆盖50%）对美出口 | 租用 | |
| | 越南 | 2021年 | 20年开始筹建，预计21年有新增 | 租用 | |
| 敏华控股 | 越南 | 2018年6月 | 收购后持续投资扩建，20年6月对美出口实现80-90%以上覆盖 | 收购后改扩建 | |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

看好软体龙头 21 年外销业绩弹性，重点推荐梦百合。根据我们与上市公司沟通，海外订单需求仍然景气很高，订单排产情况基本已经排至年中甚至下半年，龙头对订单的选择性较大、优先承接高利润率的订单，盈利能力或有边际向上。基于此，我们看好 21 年梦百合、敏华控股、顾家家居外销销售表现超预期，且两轮反倾销下床垫竞争格局的集中度比沙发更快，梦百合预期最为受益。

表 3: 家居出口主要龙头业绩一览

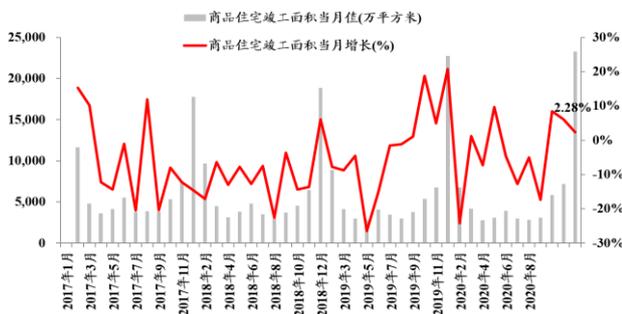
| 公司 | 渠道结构 (2019年) | 客户结构 (2019年) | 2020E | | | | 2021E | | | | PE | |
|------|---|---|-----------|--------|------------|--------|-----------|--------|------------|--------|-------|-------|
| | | | 营业收入 (亿元) | YOY | 归母净利润 (亿元) | YOY | 营业收入 (亿元) | YOY | 归母净利润 (亿元) | YOY | 2020E | 2021E |
| 顾家家居 | 主要以经销商、直营专卖店销售模式和线上销售模式为主 内生内销: 53.99亿元, 占比48.7% 内生外销: 26.56亿元, 占比23.9% 外延: 26.5亿元, 占比23.9% | CR5 11.3%, 销售额12.54亿元 | 126.93 | 14.42% | 13.27 | 14.29% | 157.23 | 23.87% | 16.03 | 20.79% | 34.92 | 28.91 |
| 敏华控股 | 内销: 61.63亿港元, 占比50.7% (其中电商15.1亿港元, 占比12.4%) 外销: 40.41亿港元, 占比33.3% Home Group: 7.44亿港元, 占比6.1% 其他业务: 7.92亿港元, 占比6.5% | 外销重要客户: IKEA、Sam's、macy's、Costco (覆盖美国前100零售商中一半) | 150.08 | 21.68% | 18.17 | 10.92% | 189.19 | 26.06% | 24.01 | 32.12% | 38.34 | 29.02 |
| 梦百合 | 内销: 7.45亿元, 占比19.4% (其中直营渠道2.09亿元, 加盟1.64亿元, 线上1.84亿元, 其他1.47亿元) 外销: 30.86亿元, 占比80.6% (其中美国19.21亿元, 欧洲8.48亿元, 其他区域3.18亿元) | CR5 40.52%, 销售额15.52亿元 ODM主要客户: Walmart、Macey's等 | 66.11 | 72.54% | 5.01 | 34.13% | 93.03 | 40.72% | 8.01 | 59.88% | 29.43 | 18.40 |
| 喜临门 | 喜临门线上零售: 4.96亿元, 占比10.5% 喜临门线下零售: 14.34亿元, 占比30.3% 喜临门酒店工程: 5.00亿元, 占比10.6% M&D零售: 3.85亿元, 占比7.9% 夏图零售: 0.87亿元, 占比1.8% OEM渠道: 18.23亿元, 占比37.4% (其中内销7.52亿元, 占比15.9%; 外销10.71亿元, 占比22.7%) | OEM内销: 主要为尚品、欧派等国内家居龙头; OEM外销: 主要为宜家等。 | 52.03 | 6.81% | 3.45 | -9.31% | 60.89 | 17.03% | 4.68 | 35.62% | 25.86 | 19.07 |

资料来源：Wind、各公司年报，浙商证券研究所

2. 内销：竣工交房周期向好，疫情加速格局洗牌

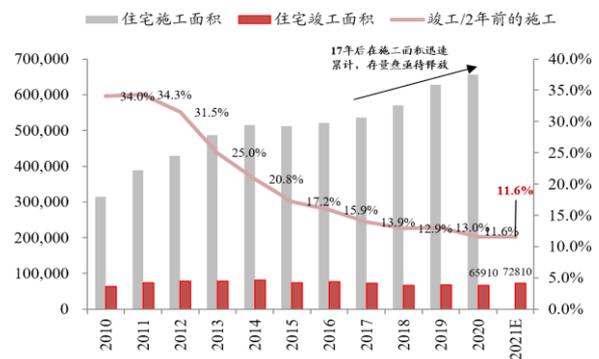
21年竣工景气预期贯穿全年，软体不受精装冲击零售最为受益。市场此前担忧疫情后的消费回补结束后、零售家居增长动力边际下行，20Q4起地产竣工数据已经重返回升通道、且增长景气将贯穿21年：20年底住宅在施工面积已经进一步增长至65.56亿平(+4.44%)、亟待竣工，竣工面积/施工面积(2年前)这一比例于20年进一步下降至11.6%，我们保守按21年该比例维持在11.6%（实际向上的概率更大）测算，2021年住宅竣工面积有望达到7.28亿平(+10.5%)，对后周期家居板块21年业绩形成支撑。从细分赛道来看，软体家居沙发、床垫由于目前精装房配置率基本为0、仅涉及极少量的拎包入住楼盘，受精装房挤压大幅弱于定制、地板，预计其零售需求最为受益于竣工景气。

图 13：住宅竣工面积当月增速（12月+2.28%，连续3月正增



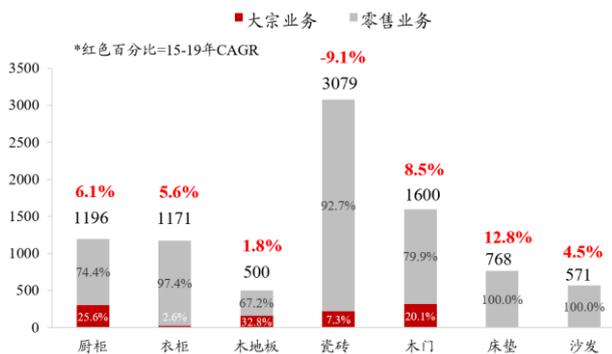
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：测算 21 年竣工面积有望增长 10.5%



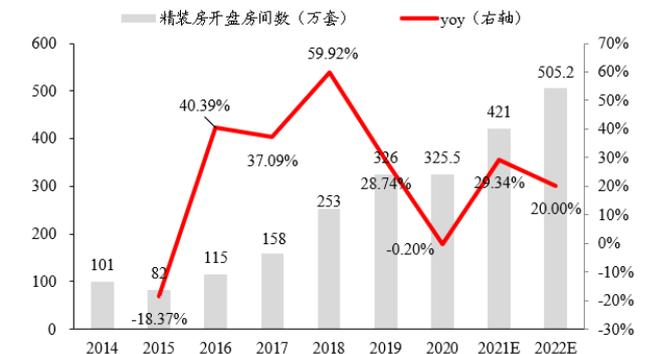
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：床垫、沙发目前基本不受精装冲击



资料来源：奥维云网、泛家居网等，浙商证券研究所

图 16：我国精装房开盘规模 21 年预计增长 29.34%



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

软体家居内销市场规模持续成长，竞争格局逐渐走向集中。2019年我国出厂口径沙发市场规模570.6亿(+4.56%，13-19年CAGR为5.86%)、床垫市场规模768亿(+13.11%，13-19年CAGR为11.49%)，沙发+床垫构成主要的软体家居市场，19年规模合计1338.6亿(+9.3%)。从竞争格局来看，2013至2019年，顾家市占率从2.13%→4.55%，敏华从1.73%→4.75%，喜临门从0.81%→2.82%，梦百合从0.1%→0.53%，CR4合计从4.76%→12.65%，集中度逐渐提升，龙头品牌效应持续凸显。

表 4：软体家居市场规模&竞争格局一览

| 单位：亿元 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| 沙发 | 405.43 | 433.88 | 478.53 | 492.12 | 522.24 | 545.74 | 570.6 |
| YOY | - | 7.02% | 10.29% | 2.84% | 6.12% | 4.50% | 4.56% |
| 床垫 | 400 | 434 | 475 | 541 | 620 | 679 | 768 |
| YOY | 13.64% | 8.50% | 9.45% | 13.89% | 14.60% | 9.52% | 13.11% |
| 软体家居合计规模 | 805.43 | 867.88 | 953.53 | 1033.12 | 1142.24 | 1224.74 | 1338.6 |
| YOY | - | 7.8% | 9.9% | 8.3% | 10.6% | 7.2% | 9.3% |
| 顾家家居 | | | | | | | |
| 内销收入 | 17.12 | 20.62 | 22.40 | 29.12 | 40.36 | 52.10 | 60.97 |
| YOY | | 20.40% | 8.66% | 30.00% | 38.60% | 29.07% | 17.03% |
| 内销市占率 | 2.13% | 2.38% | 2.35% | 2.82% | 3.53% | 4.25% | 4.55% |
| 敏华控股（已换算成人民币口径） | | | | | | | |
| 内销收入 | 13.94 | 16.37 | 20.45 | 29.85 | 38.71 | 47.08 | 63.55 |
| YOY | 24.02% | 17.43% | 24.92% | 45.97% | 29.68% | 21.62% | 34.98% |
| 内销市占率 | 1.73% | 1.89% | 2.14% | 2.89% | 3.39% | 3.84% | 4.75% |
| 喜临门 | | | | | | | |
| 内销收入 | 6.49 | 8.38 | 11.37 | 15.9 | 24.79 | 31.3 | 37.79 |
| YOY | 0.1418 | 0.2908 | 0.3573 | 0.3984 | 0.5593 | 0.2626 | 0.2077 |
| 内销市占率 | 0.81% | 0.97% | 1.19% | 1.54% | 2.17% | 2.56% | 2.82% |
| 梦百合 | | | | | | | |
| 内销收入 | 0.80 | 0.97 | 1.74 | 2.71 | 4.20 | 5.15 | 7.04 |
| YOY | | 21.60% | 79.50% | 55.45% | 55.16% | 22.60% | 36.82% |
| 内销市占率 | 0.10% | 0.11% | 0.18% | 0.26% | 0.37% | 0.42% | 0.53% |
| CR4 | 4.76% | 5.34% | 5.87% | 7.51% | 9.46% | 11.07% | 12.65% |

资料来源：CSIL、中商产业研究院、各公司年报，浙商证券研究所

20 年疫情加速洗牌，龙头线下渠道高速扩张、线上营销打法丰富抢占消费者心智，看好 21 年以后市场加速集中。 疫情期间，大量中小品牌资金断裂、经营不善从市场上退出，龙头抓住机遇逆势扩张份额，内销普遍实现逆势增长：

1、20 年内销增速：20 年我国家具零售额同比下滑 7%，但顾家家居 20Q1-Q3 内销同比+21.3%，敏华控股 20/21FY 上半财年（20 年 4-9 月）内下同比+32%，喜临门 20Q2/Q3 自主品牌零售业务同比+28%/30%，梦百合 20 年 H1 内销增长 21%左右，龙头份额提升。

2、线下渠道运营：大量小品牌经销商门店营业不善、倒闭关店，腾出优质店面位置，被龙头逆势抢占。20 年四大龙头门店数量均有净增，敏华（预计 1000+家）尤其亮眼、招商进度基本未受疫情干扰；展望 21 年，龙头均制定了激进的开店计划，顾家预计净增 800-1000 家，敏华预计净增 800 家以上，喜临门预计净增 800-1000 家，梦百合预计净增 800 家以上，我们认为渠道扩张的加速，背后本质是疫情优化了格局、增强了龙头开店信心。

3、线上品牌营销：龙头品牌把握 MCN 趋势积极开展线上直播引流大促营销活动，抢占消费者心智的同时蓄水订单池、成为 20H2 线下订单转化的重要来源。小品牌投入产出比低，且不具备请大牌的资金实力、基本没有做线上营销，与龙头的差距再次被拉大。

表 5: 软体龙头线下门店扩张计划 (家)

| 公司 | 类别 | 2019 | 2020H1 | 2020年底估计数量 | 2020年预计合计新开 店数量 | 2021年预计合计新开 店数量 |
|------|-----------|------|--------|------------|--------------------|--------------------|
| 顾家家居 | 自主品牌门店 | 4850 | 5000 | 5200 | 300-400 | 800-1000 |
| 敏华控股 | 总门店 | 2874 | 3532 | 4000 | 1000-1200 | 800+ |
| 喜临门 | 喜临门 (含喜眠) | 2548 | 2711 | 3600-3700 | 400-500 | 800-1000 |
| | M&D | 399 | 415 | | | |
| | 夏图 | 53 | 56 | | | |
| 梦百合 | 总门店 | 646 | - | 800-900 | 200-300 | 800+ |
| | 直营店 | 121 | - | | | |
| | 加盟店 | 525 | - | | | |

资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

表 6: 软体龙头线上品牌营销打法

| 公司 | 线上打法 |
|------|---|
| 顾家家居 | 1.连续两年独家冠名赞助天猫双十一晚会、线下活动。 2.2020年上半年,通过“321购新家”结合促销活动进行线上“H5游戏”、热搜话题和抖音挑战赛造势。 3.在杭州、昆明、西安、无锡、宁波五地同步进行跨年直播活动,携手超模何穗为消费者送上新年礼物。 4.在天猫超级品牌日特邀奇葩界的辩论大咖、明星夫妻——程璐和思文、傅首尔和老刘,围绕话题“婚房装修,男女双方到底应该谁做主?”展开精彩讨论。 |
| 敏华控股 | 1.公司早于2015年搭建线上平台,同时线上线下门店的产品更新及体验上不断加强,做到线上+线下一体双翼发展。 2.2018年携手分众、天猫联合营销发布会,网易家居作为战略合作媒体,全程直播。 3.2017年举行“敏华25年,感恩有您相伴”活动,腾讯家居对活动全程直播。 |
| 喜临门 | 1.邀请网红一同打造“线下专场严选日”淘宝直播活动。网红主播+优质产品+巨大折扣的组合大幅度拉动线上销售。 2.携手欧亚达家居开启520专场直播,实时数据显示本次直播活动3小时订单数超1000单,展示曝光量80000+。 3.喜临门发动线上抽奖和红包活动,以及自定义金额免单,增加此次大促观众的参与感 4.联动百万级大咖网红“大聪薛子”直播,推出爆款“喜乐安康”床垫,以超值价换购。 |
| 梦百合 | 1.梦百合董事长倪张根直播首秀开启家居线上“发布+带货”新模式 2.进驻天猫、京东、亚马逊等主流平台,结合天猫 MLily 旗舰店、天猫梦百合旗舰店等电商平台,全面打造国内市场线上线下融合的消费体验。 3.公司同时也提供C2M的生产模式:用户可以通过直接绑定定制生产线的门店、电商以及其它客户终端,通过软件对产品进行个性化的选配。 |

资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

内销零售收入占比提升,有望驱动整体利润率抬升。近年来四大龙头的内销增速普遍快于外销,内销市场成为主战场。各龙头内销毛利率均显著高于外销,据我们跟踪,顾家、敏华、喜临门的内销零售净利率均达到双位数,而外销净利率在中低个位数,因此零售在业务结构中的占比提升有望驱动公司整体利润率上移,看好利润增速表现。

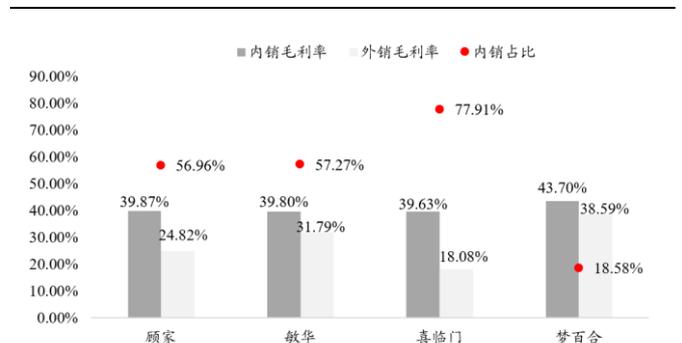
图 17: 近年来软体龙头内销增速普遍快于外销

| 指标 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 顾家内生内销YOY | 20.4% | 8.7% | 30.0% | 38.6% | 23.4% | 8.4% | 6.9% |
| 顾家内生外销YOY | 18.2% | 19.9% | 32.4% | 40.5% | 25.8% | -5.4% | -24.5% |
| 敏华内销YOY | 17.6% | 18.8% | 37.0% | 43.7% | 13.6% | 26.7% | 37.2% |
| 敏华外销YOY | 6.0% | 18.8% | -9.4% | 17.6% | 11.0% | -10.0% | -8.9% |
| 喜临门内销YOY | 29.1% | 35.7% | 39.8% | 55.9% | 26.3% | 20.8% | |
| 喜临门外销YOY | 21.0% | 22.3% | 14.8% | 9.4% | 56.1% | 0.7% | |
| 梦百合内销YOY | 21.6% | 79.5% | 55.5% | 55.2% | 22.6% | 36.8% | 21.2% |
| 梦百合外销YOY | 21.8% | 13.2% | 20.6% | 32.0% | 31.7% | 22.6% | 57.3% |

注: 1、喜临门18年外销高增主要系18Q4反倾销抢出口。2、顾家外销并购较多,故采用内生口径。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 内销 vs 外销盈利能力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

线下同店表现和坪效情况对比：单品类坪效普遍边际下滑，融合大店有望驱动坪效提升。（1）单品类坪效较难提升：18年以来地产链景气下行、流量分散化，进店客流减少导致了单品类单店收入&坪效增长承压。（2）开店策略：多品类融合店成为发展趋势、有望驱动客单值和坪效的提升，如顾家家居推进融合店在低线城市的扩张。（3）渠道下沉：在低线城市，大量低端品牌蚕食市场，因此龙头在攻打低线城市时均推出了高性价比的品牌/系列便于渠道快速下沉。如顾家家居的天禧系列、喜临门的喜眠分销店等。

表 7：软体家居龙头单店和坪效的拆分

| | | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | |
|------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 顾家家居 | 总门店数 | 期末门店数量(个) | 3078 | 3500 | 4,935 | 6,076 | 6,486 |
| | | 有效门店数量(个) | 2821 | 3289 | 4218 | 5506 | 6281 |
| | | 收入(百万元) | 2,240 | 2,912 | 4,036 | 5,210 | 6,097 |
| | | 单店收入(万元) | 79 | 89 | 96 | 95 | 97 |
| | | 坪效(万元/㎡) | 0.40 | 0.44 | 0.48 | 0.47 | 0.49 |
| 敏华控股 | 总门店数 | 期末门店数量(个) | 1645 | 1966 | 2399 | 2614 | 2874 |
| | | 有效门店数量(个) | 1543 | 1806 | 2183 | 2507 | 2744 |
| | | 收入(百万元) | 2,454 | 3,362 | 4,831 | 5,489 | 6,955 |
| | | 单店收入(万元) | 159 | 186 | 221 | 219 | 253 |
| | | 坪效(万元/㎡) | 0.80 | 0.93 | 1.11 | 1.09 | 1.27 |
| 喜临门 | 喜临门自主品牌 | 期末门店数量(个) | 988 | 1030 | 1,517 | 2,020 | 2,548 |
| | | 有效门店数量(个) | - | 1009 | 1274 | 1769 | 2284 |
| | | 收入(百万元) | - | - | 1,306 | 1,629 | 1,931 |
| | | 单店收入(万元) | - | - | 103 | 92 | 85 |
| | | 坪效(万元/㎡) | - | - | 0.73 | 0.66 | 0.60 |
| 梦百合 | 总门店数(含直营) | 期末门店数量(个) | 121 | 119 | 191 | 239 | 646 |
| | | 有效门店数量(个) | 121 | 120 | 155 | 215 | 443 |
| | | 收入(百万元) | 34 | - | 45 | 101 | 373 |
| | | 单店收入(万元) | 28 | - | 29 | 47 | 84 |
| | | 坪效(万元/㎡) | 0.20 | - | 0.21 | 0.34 | 0.60 |

注：敏华线下收入=内销收入-内销铁架-电商-房地产-大宗收入，喜临门线下收入剔除电商。

资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

3. 原料：产品提价对冲成本抬升影响，利润率无需过忧

供给端缩减导致大宗原料价格上涨，或推升软体家居企业产品成本。全球疫情肆虐、气候严厉、海内外化工厂纷纷停产下，近期软体家居上游原料如皮革（21年1-2月均价同比+14.8%）、海绵（TDI/MDI分别上涨13.5%/36.3%）、铁架/弹簧（钢材均价同比上涨19.1%）出现不同程度涨幅。从成本结构来看，软体家具企业原材料采购成本占总产品比重较高（顾家72.5%、敏华81%、梦百合80%、喜临门86%），预计生产成本将有所提升。

表 8：软体家居上游主要原材料近期涨价情况

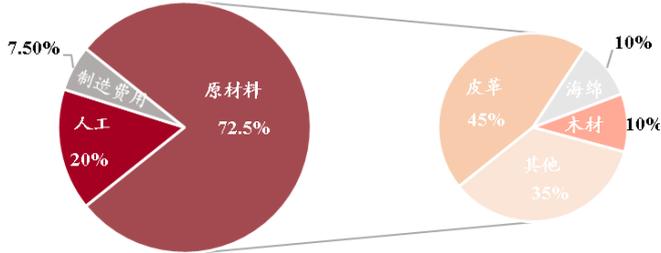
| | 皮革 | TDI(海绵) | MDI(海绵) | 钢材(铁架) | 布 | 软泡聚醚 |
|-----------------------------|-------|---------|---------|--------|------|-------|
| 期间涨跌幅 (2021.1.1-2.23) | 9.2% | 36.6% | 11.1% | 2.4% | 4.0% | -1.3% |
| 同比涨跌幅 (2021.1-2月均价同比20年) | 14.8% | 13.5% | 36.3% | 19.1% | 0.0% | 77.5% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

海绵影响整体，皮革主要影响沙发、钢材主要影响弹簧床垫&功能沙发。就原料成本结构而言：（1）皮革涨价主要影响沙发企业，由于顾家休闲皮沙发和皮床占比较高，因此

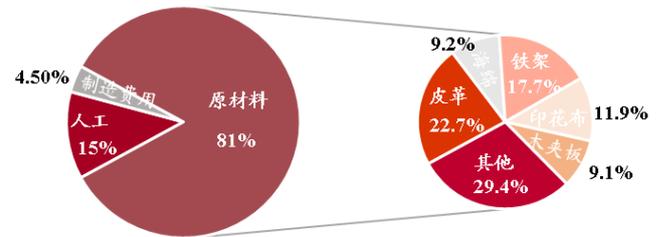
影响来看顾家(45%)>敏华(23%);(2)钢材涨价主要影响功能沙发的铁架成本以及床垫中的弹簧成本,敏华原料中铁架成本占比17.7%,喜临门原料中弹簧成本占比约15%;(3)海绵合成原料TDI/MDI/聚醚涨价则对所有产品均有影响,尤其是基本以记忆棉产品为主的梦百合(聚醚+TDI+MDI占原料44%)。

图 19: 顾家家居营业成本结构(单位: %)



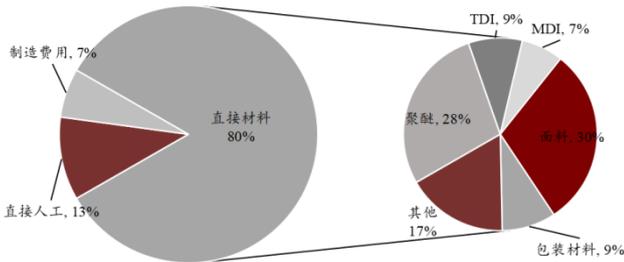
资料来源: 顾家家居招股说明书, 浙商证券研究所

图 20: 敏华控股营业成本结构(单位: %)



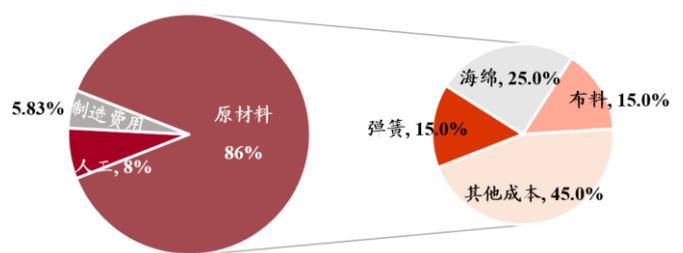
资料来源: 敏华控股年报, 浙商证券研究所

图 21: 梦百合营业成本结构(单位: %)



资料来源: 梦百合年报, 浙商证券研究所

图 22: 喜临门营业成本结构(单位: %)



资料来源: 喜临门年报, 浙商证券研究所

测算情形 1: 终端不提价, 原料涨价带来的利润损失较高。基于 19 年财务数据按当前原料涨幅测算: (1) 顾家毛利率同比下滑 4.31pct 至 30.55%, 净利润同比下滑 33%至 7.78 亿; (2) 敏华毛利率同比下滑 4.68pct 至 31.7%, 净利润同比下滑 27%至 12 亿港元。

测算情形 2: 终端产品提价 5%, 家具企业能够覆盖上游原材料的涨价影响, 甚至带来小幅的利润增长。如果对产品进行 5%的提价, 基于 19 年财务数据按当前原料涨幅测算: (1) 顾家毛利率同比下滑 1pct, 净利润同比上升 5.3%至 12.22 亿; (2) 敏华毛利率同比下滑 1.43pct, 净利润同比增长 1.85%至 16.68 亿港元。床垫企业由于海绵占比相对更高, 预期需要超过 5%的提价幅度才可对成本端原料的涨价影响进行覆盖。

近期软体龙头纷纷开展提价举措, 例如 (1) 顾家家居预计 3 月落地对内销 5%的提价, 对外销 1 月已经提价 5%、3 月有望执行第二轮 5-8%的进一步提价; (2) 敏华控股 20 年 10 月起内销提价 5%, 外销通过海运费分摊变相提价 2%; 21 年 3 月起计划内销外销分别再次提价 5%; (3) 梦百合 20 年 11 月起对外销提价 5-10%; 3 月起外销计划上调 12%, 内销计划上调 8%; (4) 喜临门预期提价动作 3 月落地。

我们认为，本轮软体龙头通过内销品牌力的提升、外销供应链话语权的提升，能够通过提价转嫁成本至下游客户和消费者，叠加在 20 年原料低位时多有备库（如顾家 20Q3-20Q4 囤积的皮革原料预期可使用至 21 年 7-8 月），预期提价后盈利能力可以维持。

表 9：软体龙头原材料涨价影响测算&提价措施一览

| 1、成本构成 | 顾家家居 | | | | 敏华控股 | | | | 喜临门 | | | | 梦百合 | | | |
|--------------------|---|---------|---------|---------|---|---------|---------|----------|--------------------|--------|---------|--------|--|--------|---------|--------|
| | 产品成本结构 | | 原材料采购结构 | | 产品成本结构 | | 原材料采购结构 | | 产品成本结构 | | 原材料采购结构 | | 产品成本结构 | | 原材料采购结构 | |
| | 原材料 | 72.50% | 皮革 | 45.00% | 原材料 | 81.00% | 皮革 | 22.70% | 原材料 | 86.44% | 弹簧 | 15.00% | 原材料 | 80.00% | 聚醚 | 28.00% |
| | 人工 | 20% | 海绵 | 10% | 人工 | 15% | 海绵 | 9% | 人工 | 8% | 海绵 | 25% | 人工 | 13% | TDI | 9% |
| | 制造费用 | 7.50% | 木材 | 10.00% | 制造费用 | 4.50% | 铁架 | 17.70% | 制造费用 | 5.83% | 布料 | 15.00% | 制造费用 | 7.00% | MDI | 7.00% |
| | | | 其他 | 35.00% | | | 印花布 | 11.90% | | | 其他成本 | 45% | | | 布/面料 | 30% |
| | | | | | | | 木夹板 | 9% | | | | | | | 包材 | 9.00% |
| | | | | | | | 其他成本 | 29.40% | | | | | | | 其他成本 | 17% |
| 2. 不提价情形 | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E |
| 毛利率变动pct | -4.31% | -4.30% | -4.68% | -4.78% | -5.13% | -5.13% | -12.28% | -12.18% | | | | | | | | |
| 毛利润变动pct | -12.37% | -12.29% | -12.86% | -13.65% | -14.75% | -14.81% | -30.91% | -30.31% | | | | | | | | |
| 净利润变动百分比 | -33.02% | -32.99% | -26.94% | -30.66% | -52.85% | -62.23% | -99.98% | -127.77% | | | | | | | | |
| 3. 提价5%情形（梦百合为12%） | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | 2019 | 2020E | | | | | | | | |
| 毛利率变动pct | -1.00% | -1.00% | -1.43% | -1.46% | -1.78% | -1.78% | -4.50% | -4.47% | | | | | | | | |
| 毛利润变动pct | 1.98% | 1.99% | 0.88% | 0.63% | -0.37% | -0.39% | -0.69% | -0.45% | | | | | | | | |
| 净利润变动百分比 | 5.28% | 5.35% | 1.85% | 1.42% | -1.31% | -1.63% | -2.24% | -1.89% | | | | | | | | |
| 4. 近期提价预期 | 预计 21 年 3 月落地对内销 5% 的提价，对外销 1 月已经提价 5%、3 月有望执行第二轮 5-8% 的进一步提价 | | | | 20 年 10 月起内销提价 5%，外销通过海运费分摊变相提价 2%；21 年 3 月起计划内销外销分别再次提价 5% | | | | 正在商定提价幅度，预期 3 月落地。 | | | | 20 年 11 月起对外销提价 5-10%；3 月起外销计划上调 12%，内销计划上调 8% | | | |

资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

4. 风险提示

- 1、 原材料价格涨幅超预期；
- 2、 海外疫情加剧；
- 3、 中小品牌出清不达预期。

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，并应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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>