



# 格局优化，零售能力与供应链构筑核心壁垒

## 投资要点

- 核心逻辑：**软体板块是家居行业中竞争格局最优、中长期投资价值突出、结构性机会逐渐显现的优质赛道。经历过去三年中行业周期下行、疫情洗牌和头部企业价格带下沉，软体家居行业格局优化的进程加速。头部企业跑马圈地，多渠道扩张；慕思、CBD等优质玩家加快上市节奏，加速对小品牌的挤压。格局优化背景下，我们认为1) 短期内各头部企业将充分受益于卖场流量再分配，占领空白渠道和地方性小品牌份额，扩大用户基本盘；2) 中长期伴随门店数量加密，头部企业零售能力强，可以使经销体系保持活力，通过品类扩张形成品牌聚集效应，突破单品收入天花板；3) 伴随销售规模扩大，头部企业具备精益生产和供应链整合能力，规模优势得以更好的发挥，利润更具弹性。
- 千亿市场，行业格局优化进行时。**在过去几年软体家居行业格局持续优化，头部企业凭借扎实的供应链基础、价格带下沉和渠道策略，竞争优势逐渐扩大。根据我们测算，2015-2020年四家上市公司市占率合计从4.5%上升至13.5%，其中19-20年提升3pp左右，疫情后头部企业率先修复。我们认为2021-2023年软体家居在卖场中的开店空间依然充分，顾家、敏华、喜临门等头部软体企业21-23年有望保持每年800-1000家的开店速度，且对比美国来看，目前国内软体企业的集中度仍然很低，头部企业仍在渠道扩张阶段，看好头部企业凭借产品、供应链及精细化管理等α优势持续提升市场份额。
- 零售能力不断夯实，打造多极成长驱动力。**近年软体家居头部企业逐步由生产商向零售商、品牌商转型，零售能力不断夯实。我们认为软体家居企业的零售能力集中体现为：1) 产品能力，与消费者联动反馈高效，提供符合新消费趋势的产品或一站式产品解决方案。近年软体企业新品类逐渐贡献重要收入增量。顾家20年定制家具取得33%的增长，床类增速也接近20%；敏华20年床具增速超过70%，喜临门沙发及梦百合沙发/电动床20年亦均取得亮眼增长，头部企业从单品逐渐向两厅一卧空间进行品类扩张，一站式购物提升消费者体验；2) 渠道精细化管理，提升经销商及单店活力。凭借完善的信息化系统、组织管理架构和激励考核措施，头部企业拓店加快后单店收入不减反增，20年顾家/敏华/喜临门单店收入分别同增18.5%/38.7%/22%，而小品牌管理半径有限，全国范围来看难以与头部品牌形成竞争优势；3) 充分把握多元的流量入口，针对不同购物场景精准营销。软体品牌发力电商渠道成效显著。2020年敏华、喜临门、梦百合电商渠道收入占比分别达到13.3%/12%/6.8%，估算顾家电商渠道收入占比在10%左右，电商渠道逐渐贡献重要收入增长。头部品牌通过多元流量入口引流，品牌知名度进一步提升。
- 制造壁垒逐渐突出，供应链将成为头部企业分化所在。**头部品牌通过垂直整合供应链，精益生产和自建物流体系赋能终端，可以充分让利消费者，更快的占领市场，长期利润弹性突出。对比各软体企业单位成本，可以发现：1) 头部企业原材料采购有规模优势，议价能力更强，有抵御成本波动的能力。2) 头部企业工厂人均生产效率提升，单位人工成本下行；自动化水平提升后单位制造费用降低。3) 新品起量后规模优势较快显现。值得一提的是，从产品属性

## 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlit@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	148
行业总市值(亿元)	12,962.57
流通市值(亿元)	12,738.45
行业市盈率TTM	22.97
沪深300市盈率TTM	14.3

## 相关研究

- 轻工行业20年年报及21年一季报总结：行业景气较高，个股变革与分化 (2021-05-10)
- 轻工行业双周报(4.5-4.18)：地产竣工、家居社零数据向好，龙头α突出 (2021-04-18)
- 轻工行业双周报(3.22-4.4)：文化纸小幅提价，家居延续景气 (2021-04-06)
- 轻工行业双周报(3.8-3.21)：生活用纸提价转嫁成本压力，家居景气持续上行 (2021-03-22)
- 轻工行业双周报(2.22-3.7)：把握家居板块当前投资窗口期 (2021-03-07)



来看，床垫是软体各品类最标准化、最能体现规模优势的品类，考虑到目前头部品牌的床具收入规模均在 50 亿以下，预计伴随头部品牌业务扩张，供应链优势有望进一步放大。整体来看，龙头企业在上游垂直整合供应链，中游提升工厂人效、精益生产，下游完善工厂和物流体系，生产壁垒逐渐凸显。

- **投资建议：**建议关注三类标的：1) 产品定位差异化、供应链有突出壁垒的敏华控股（01999）；2) 渠道管理精细化、零售能力强的顾家家居（603816）；3) 拓店处于上升期、自主品牌加速成长的喜临门（603008）、梦百合（603313）。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险、中美贸易摩擦加剧的风险、疫情影响范围扩大的风险。

#### 重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603816.SH	顾家家居	71	买入	1.34	2.55	3.14	53	28	23
1999.HK	敏华控股	16.48	买入	0.49	0.58	0.74	34	28	22
603008.SH	喜临门	29.39	买入	0.81	1.25	1.55	36	24	19

数据来源：Wind，西南证券

## 目 录

<b>1 千亿市场，行业格局优化进行时.....</b>	<b>1</b>
1.1 流量集中，市场空间广阔.....	1
1.2 头部企业收入增长提速，内外销协同发力 .....	2
1.3 头部战略灵活转变，行业格局持续优化.....	8
1.4 与美国相比头部集中度低，国产品牌仍处于高速扩张期.....	10
<b>2 零售能力不断夯实，打造多极成长驱动力 .....</b>	<b>11</b>
2.1 顺应新消费趋势，品类多点开花 .....	11
2.2 渠道精细化管理，激发经销体系活力 .....	16
2.3 把握多元流量入口，线上线下融合.....	17
<b>3 制造壁垒逐渐突出，供应链将成为头部企业分化所在.....</b>	<b>18</b>
<b>4 推荐标的 .....</b>	<b>21</b>
4.1 顾家家居（603816）：品类渠道全面铺开，经营管理优质 .....	21
4.2 敏华控股（01999）：供应链护城河深厚，内销加速扩张.....	22
4.3 喜临门（603008）：发力全渠道营销，自主品牌零售快速发展 .....	22
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>23</b>

## 图 目 录

图 1: 2015-2020 头部软体企业收入对比 (亿元) .....	3
图 2: 2019Q1-2021Q1 头部软体企业季度收入增速 .....	3
图 3: 2017-2020 年远超智慧/趣睡科技收入 (亿元) 及增速 .....	3
图 4: 2017-2020 年远超智慧/趣睡科技净利率 .....	3
图 5: 2016-2020 年软体公司内销增速对比 .....	3
图 6: 2016-2020 年软体公司外销增速对比 .....	3
图 7: 美国新屋销售面积及增速 .....	4
图 8: 美国成屋销售面积及增速 .....	4
图 9: 美国房贷利率 (%) .....	4
图 10: 美国家具积压订单、新订单与发货订单数量 (百万单) .....	4
图 11: 2016-2020 年软体公司毛利率对比 .....	6
图 12: TDI/MDI 价格走势 (元/吨) .....	6
图 13: 2017-2020 年软体企业毛销差对比 .....	7
图 14: 2015-2020 年软体企业净利率对比 .....	7
图 15: 软体板块 20 年以来 PE-TTM (整体法) .....	8
图 16: 2015-2020 年软体上市公司市占率测算 .....	9
图 17: 2017-2020 顾家及敏华沙发出厂均价 (元/套) .....	9
图 18: 美国床垫市场规模 (亿美元) .....	10
图 19: 美国床垫市场规模增速与地产增速对比 .....	10
图 20: 美国床垫厂商出货量占比 .....	11
图 21: 2017-2020 年中国头部企业床具收入 (亿元) .....	11
图 22: 顾家配套品/床具/定制收入与沙发收入比例 .....	12
图 23: 敏华床具占沙发及配套品内销收入比重 .....	12
图 24: 美国记忆棉床垫市占率 .....	14
图 25: 2019/2020 年美国床垫厂商出货额增长率 .....	14
图 26: 中国电动床市场规模及增速 .....	16
图 27: 2016-2020 年各软体品牌门店数量 .....	16
图 28: 2016-2020 年各软体品牌单店收入 (万元) .....	16
图 29: 2018-2020 年各品牌电商渠道收入及占比 .....	18
图 30: 敏华内销线上及线下收入增速 .....	18
图 31: 敏华皮革采购成本 (元/平方英尺) .....	19
图 32: TDI 市场价和敏华采购价增速对比 .....	19
图 33: 2016-2020 年顾家沙发和床具毛利率对比 .....	20
图 34: 2015-2020 年梦百合及喜临门床垫出厂均价 (元/件) .....	20
图 35: 软体企业运输费用率对比 .....	21
图 36: 2017-2020 年软体企业人均创收 (万元/人) .....	21
图 37: 2017-2020 年软体企业运输费用率对比 .....	21

## 表 目 录

表 1: 中国沙发及床垫市场规模测算.....	2
表 2: 反倾销时间节点梳理.....	4
表 3: 2017-2019 年美国向 8 国进口床垫的数量及金额.....	5
表 4: 软体企业 2020-2021 年提价时间表.....	6
表 5: 2017-2020 年软体企业各项销售费用占收入比例.....	7
表 6: 软体企业净开店情况.....	9
表 7: 软体家居卖场开店空间测算.....	9
表 8: 软体企业各品类增速对比.....	11
表 9: 天猫官旗功能沙发 VS 普通沙发最高销量产品价格.....	13
表 10: 功能沙发市场规模测算.....	14
表 11: 主要床垫品牌天猫官旗价格对比.....	15
表 12: 智能床主要行业参与者.....	16
表 13: 软体企业精细化管理举措.....	17
表 14: 各公司单位生产成本对比.....	18
表 15: 软体企业上游供应链布局.....	19
表 16: 软体企业交货周期.....	21
表 17: 重点关注公司盈利预测与评级.....	23

软体板块是家居行业中竞争格局最优、中长期投资价值突出、结构性机会逐渐显现的优质赛道。经历过去三年中行业周期下行、疫情洗牌和头部企业价格带下沉，软体家居行业格局优化的进程加速。头部企业跑马圈地，多渠道扩张；慕思、CBD等优质玩家加快上市节奏，加速对小品牌的挤压。格局优化背景下，我们认为 1) 短期内各头部企业将充分受益于卖场流量再分配，占领空白渠道和地方性小品牌份额，扩大用户基本盘；2) 中长期伴随门店数量加密，头部企业零售能力强，可以使经销体系保持活力，通过品类扩张形成品牌聚集效应，突破单品收入天花板；3) 伴随销售规模扩大，头部企业具备精益生产和供应链整合能力，规模优势得以更好的发挥，利润更具弹性。建议关注三类标的：1) 产品定位差异化、供应链有突出壁垒的敏华控股(01999)；2) 渠道管理精细化、零售能力强的顾家家居(603816)；3) 拓店处于上升期、自主品牌加速成长的喜临门(603008)、梦百合(603313)。

若无特殊说明，本报告中敏华控股的经营数据采用的币种均为人民币，港元兑人民币汇率=0.85；2021 财年财务数据对应 2020 自然年以便于横向比较，以此类推。

## 1 千亿市场，行业格局优化进行时

与其他家具板块类似，软体家居市场规模广阔，竞争格局分散，需求增速受地产销售竣工影响呈现一定的周期性，区域性小品牌众多。但我们认为软体的市场空间和竞争格局均为家具板块中最优，主要由于：1) 相比于柜类等前装家具，软体翻新率更高，平滑部分地产周期性波动；2) 流量相对集中，不受精装、整装分流，品牌方直接面对经销商和消费者，议价能力较强；3) 市场集中度天花板高，目前头部企业加速扩张，行业格局持续优化；4) 产品属性偏标准，服务链条短，生产端可充分发挥规模优势，渠道复制快。

### 1.1 流量集中，市场空间广阔

20 年受到疫情和房地产政策变化影响，地产销售-竣工-家具销售的周期有所拉长，但软体家居精装配置率低，流量入口相对集中，厂商的利润空间不会受到家装公司或地产商挤占，可充分受益于终端需求释放。我们根据中国商品房销售面积及存量房翻新的套数估计，测算出 2021 年中国沙发和床垫的市场规模分别约为 696 亿元和 774 亿元，到 2025 年沙发及床垫的市场规模有望分别达到 926 亿元和 1050 亿元。

#### 预测假设

- 假设 2021-2025 年商品房销售面积以每年 2% 增速增长；
- 假设存量房套数为过去 30 年内每年商品房销售面积之和/假定每套 100 平米；
- 假设新房沙发配套率为 100%，存量房中沙发翻新率为 1%；根据 CSIL 数据，假设床垫的配套率为 60%，每套住房平均配套 2 张床垫；根据《2021 喜临门中国睡眠指数报告》，假设床垫翻新率约为 3.5%；
- 根据中商产业研究院及 CSIL 测算的中国沙发及床垫市场规模，结合测算的沙发及床垫需求量，推算出 2019 年中国沙发及床垫均价增速分别为 2% 和 5%。考虑到 2021-2022 年原材料价格偏高，软体家居企业提价逐渐落地，产品均价提升。假设 2021-2022 年固定沙发及床垫均价增速分别为 2% 和 4%，23-25 年分别为 1% 和 3%。

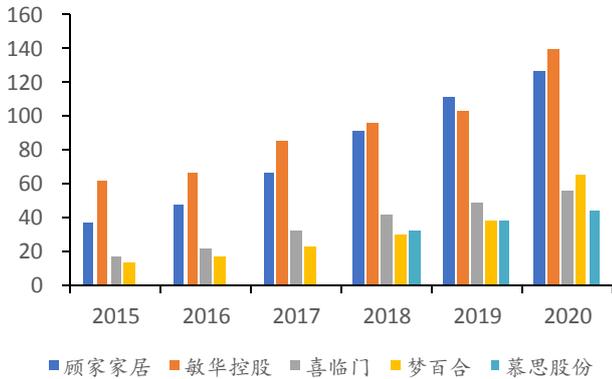
**表 1：中国沙发及床垫市场规模测算**

单位：亿元人民币	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
商品房销售面积（万平方米）	147929	150144	154878	157976	161136	164358	167645	170998
yoy	2%	1%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
商品房销售套数（万套）	1479	1501	1549	1580	1611	1644	1676	1710
沙发配套率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
新房沙发需求量（万套）	1449	1479	1501	1549	1580	1611	1644	1676
存量房套数（万套）	23739	26201	28704	31337	34022	36762	39556	42406
沙发翻新率	1%	1%	0.8%	1%	1%	1%	1%	1%
翻新需求套数（万套）	237	262	230	313	340	368	396	424
<b>中国沙发市场规模（万套）</b>	<b>1686.3</b>	<b>1741.3</b>	<b>1731.1</b>	<b>1862.2</b>	<b>1920.0</b>	<b>1979.0</b>	<b>2039.1</b>	<b>2100.5</b>
功能沙发渗透率（按销量）	4.2%	4.4%	5.5%	7.0%	8.8%	11.0%	13.0%	15.0%
市场功能沙发均价（元/套）	11106	10550	10656	10869	10978	10758	10543	10332
yoy	-2%	-5%	1.0%	2%	1%	-2%	-2%	-2%
<b>功能沙发市场规模（亿元）</b>	<b>78.7</b>	<b>80.8</b>	<b>101.5</b>	<b>141.7</b>	<b>185.5</b>	<b>234.2</b>	<b>279.5</b>	<b>325.5</b>
固定沙发均价（元/套）	3048	3077	3138	3201	3265	3298	3331	3364
yoy	-2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
固定沙发市场规模（亿元）	492.3	512.2	513.4	554.3	571.7	580.8	590.9	600.6
<b>中国沙发市场规模（亿元）</b>	<b>571.0</b>	<b>593.0</b>	<b>614.8</b>	<b>696.0</b>	<b>757.2</b>	<b>815.0</b>	<b>870.3</b>	<b>926.1</b>
yoy	4.6%	3.9%	3.7%	13.2%	8.8%	7.6%	6.8%	6.4%
床垫渗透率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
平均每套住宅床垫需求量	2	2	2	2	2	2	2	2
新房床垫需求量（万套）	1739	1775	1802	1859	1896	1934	1972	2012
床垫翻新率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
床垫翻新需求量（万套）	831	917	1005	1097	1191	1287	1384	1484
<b>中国床垫市场规模（万套）</b>	<b>2569.5</b>	<b>2692.2</b>	<b>2806.4</b>	<b>2955.3</b>	<b>3086.5</b>	<b>3220.3</b>	<b>3356.8</b>	<b>3495.9</b>
市场床垫均价（元/套）	2304	2422	2519	2619	2724	2833	2918	3006
yoy		5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
<b>中国床垫市场规模（亿元）</b>	<b>592.0</b>	<b>652.0</b>	<b>706.8</b>	<b>774.1</b>	<b>840.8</b>	<b>912.4</b>	<b>979.6</b>	<b>1050.8</b>
yoy		10.1%	8.4%	9.5%	8.6%	8.5%	7.4%	7.3%

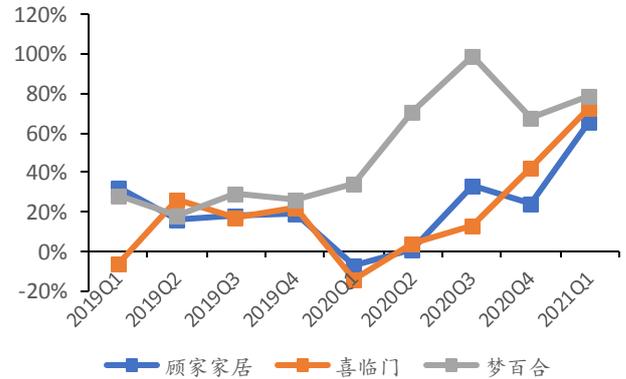
数据来源：中商产业研究院，敏华控股公告，CSIL，西南证券

## 1.2 头部企业收入增长提速，内外销协同发力

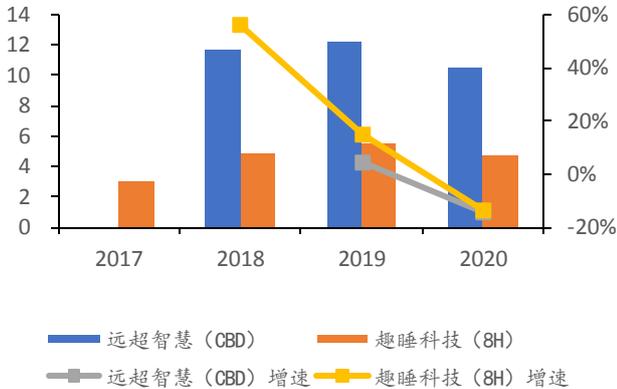
疫情后头部企业率先恢复，20 年各软体企业收入规模站上新台阶，与地方性小品牌的规模差距逐渐扩大。从季度收入数据来看，20 年软体头部企业疫情后发力渠道扩张和线上营销，业务率先恢复。顾家、喜临门、梦百合 Q2 基本实现收入增速转正，全年实现逆势高增长，20 年顾家、敏华收入均已突破百亿收入关口向 200 亿进发；喜临门、梦百合收入达到 50 亿以上；慕思约为 45 亿，逐渐成长为全国性品牌，头部企业扩张加速。

**图 1：2015-2020 头部软件企业收入对比（亿元）**


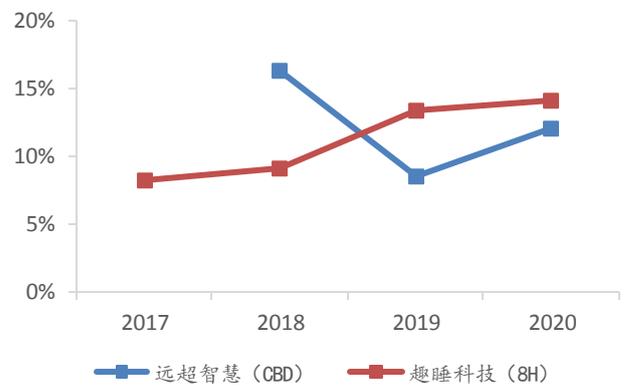
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 2：2019Q1-2021Q1 头部软件企业季度收入增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

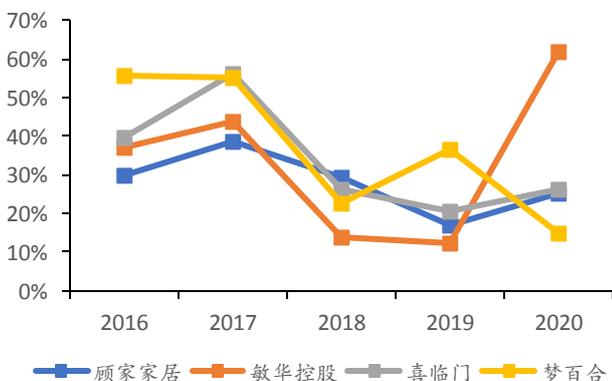
**图 3：2017-2020 年远超智慧/趣睡科技收入（亿元）及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

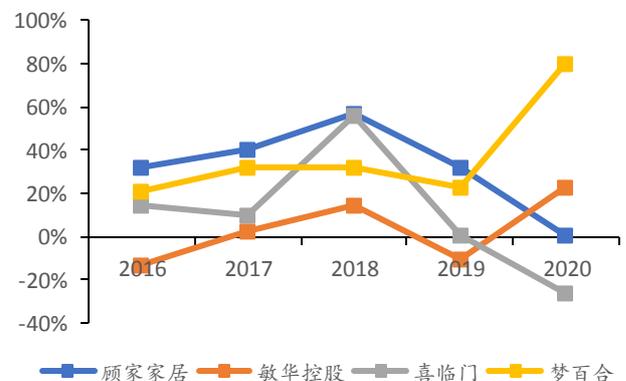
**图 4：2017-2020 年远超智慧/趣睡科技净利率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

内销增长提速，外销开启复苏新周期。伴随地产数据回暖及行业格局持续优化，软件企业内销逐渐从 18-19 年的行业低谷期走出，迎来加速增长。从外销来看，2018-2019 年头部企业较快完成产能转移，中美贸易摩擦的影响逐渐消化；20 年下半年开始美国地产景气上行，带动家居用品需求上涨，内外需整体向好。

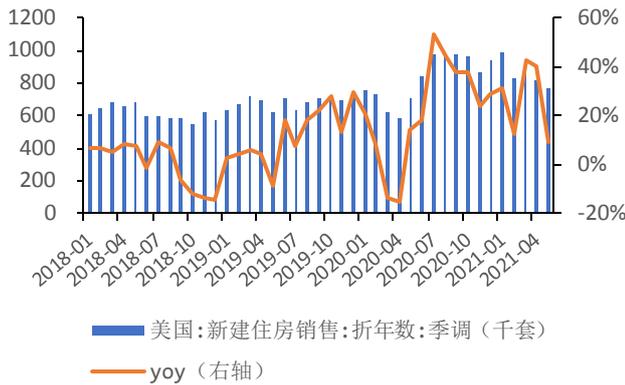
**图 5：2016-2020 年软件公司内销增速对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

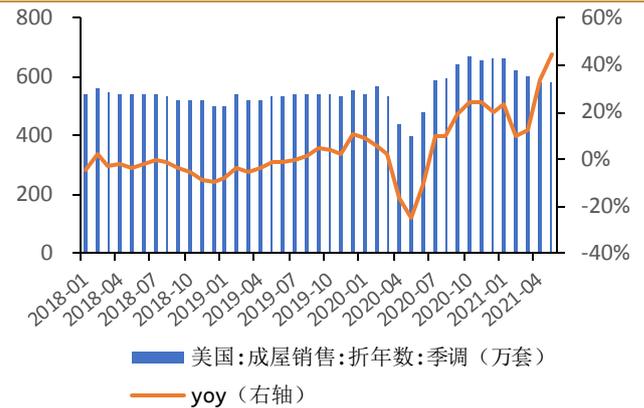
**图 6：2016-2020 年软件公司外销增速对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

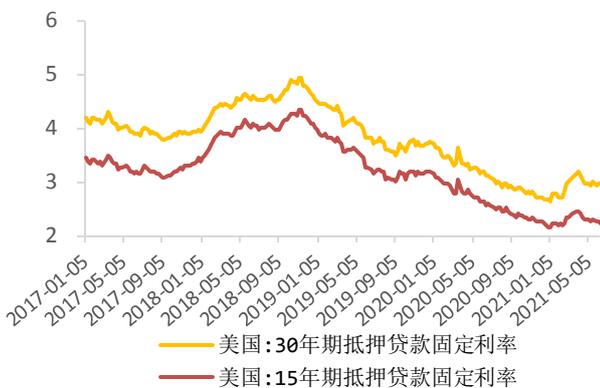
2020年美国新建住房销售达到82.2万套，同比增长20.4%。进入21年美国地产热略有降温，21年4-5月美国新房销售及成屋销售面积连续环比下降，但单月销售面积仍高于19年平均水平。尽管贷款利率在3月份以来小幅回升，但拉长周期来看仍处于底部区间，住房更新需求仍然可以在低利率水平下兑现。根据Smith Leonard数据，美国家具新订单与出货订单的剪刀差依然存在，积压订单在上升区间，主要由于出口集装箱短缺、海运费上行，出口订单发货有滞后。

**图7：美国新屋销售面积及增速**


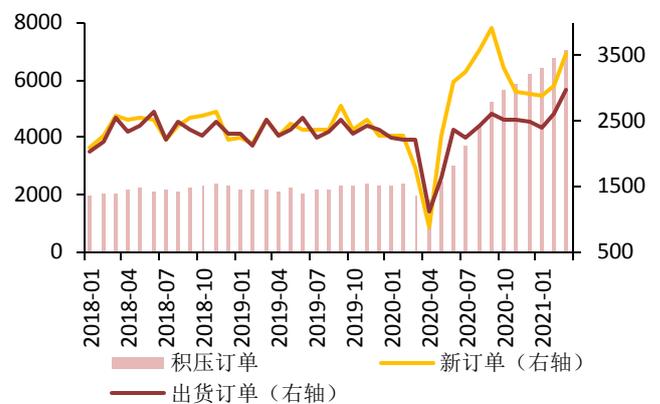
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图8：美国成屋销售面积及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图9：美国房贷利率（%）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图10：美国家具积压订单、新订单与发货订单数量（百万单）**


数据来源：Smith Leonard Furniture Insights, 西南证券整理

**表2：反倾销时间节点梳理**

	时间	内容
第一次反倾销	2018/10/10	美国商务部宣布对进口自中国的床垫发起反倾销立案调查
	2019/5/29	公布初裁结果：初步裁定梦百合的反倾销税率为38.56%、际诺思的反倾销税率为84.64%、其他获得单独税率的出口商反倾销税率为74.65%、中国普遍反倾销税率为1731.75%
	2019/10/18	公布终裁结果：梦百合的反倾销税率为57.03%、际诺思的反倾销税率为192.04%、其他获得单独税率的出口商反倾销税率为162.76%、中国普遍反倾销税率为1731.75%
第二次反倾销	2020/4/20	美国商务部宣布对进口自柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其和越南的床垫发起反倾销立案调查
	2020/10/27	公布初裁结果：初步裁定柬埔寨反倾销税率为252.74%、印度尼西亚反倾销税率为2.61%、马来西亚反

	时间	内容
		倾销税率为 42.92%、塞尔维亚反倾销税率为 13.65%、泰国梦百合和喜临门反倾销税率为 763.28%，其他企业为 572.56%、土耳其反倾销税率为 20.03%、越南反倾销税率为 190.79%-989.9%
	2021/3/19	公布终裁结果：裁定柬埔寨反倾销税率为 45.34%、印度尼西亚反倾销税率为 2.22%、马来西亚反倾销税率为 42.92%、塞尔维亚反倾销税率为 112.11%、泰国梦百合反倾销税率为 763.28%，喜临门的 37.48%，其他企业为 37.48%、土耳其反倾销税率为 20.03%、越南反倾销税率为 144.92%-668.38%
反补贴	2021/3/19	裁定强制应诉企业梦百合、际诺思（厦门）以及中国其他床垫生产商/出口商的补贴税率均为 97.78%

数据来源：美国商务部，西南证券整理

表 3：2017-2019 年美国向 8 国进口床垫的数量及金额

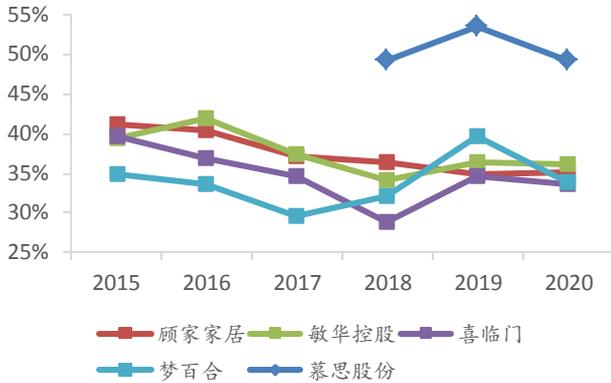
国家	数量/金额	2017	2018	2019	yoy (2018-2019)
柬埔寨	数量 (units)	3,876	4,012	510,828	12632.5%
	金额 (USD)	\$223,897	\$236,169	\$33,125,297	13926.1%
中国	数量 (units)	4,596,297	5,930,203	1,869,709	-68.5%
	金额 (USD)	\$435,864,953	\$544,496,079	\$166,471,747	-69.4%
印度尼西亚	数量 (units)	1	3	940,065	
	金额 (USD)	\$500	\$650	\$102,632,609	
马来西亚	数量 (units)	0	2	371,787	
	金额 (USD)	\$0	\$423	\$38,781,213	
塞尔维亚	数量 (units)	0	0	281,366	
	金额 (USD)	\$0	\$0	\$24,135,311	
泰国	数量 (units)	10	0	194,598	
	金额 (USD)	\$2,553	\$0	\$18,814.95	
土耳其	数量 (units)	259	461	241,408	52266.2%
	金额 (USD)	\$37,771	\$81,791	\$19,448,304	23678.0%
越南	数量 (units)	727	3,582	1,689,241	47059.2%
	金额 (USD)	\$64,401	\$294,299	\$166,698,279	56542.5%

数据来源：美国商务部，西南证券整理

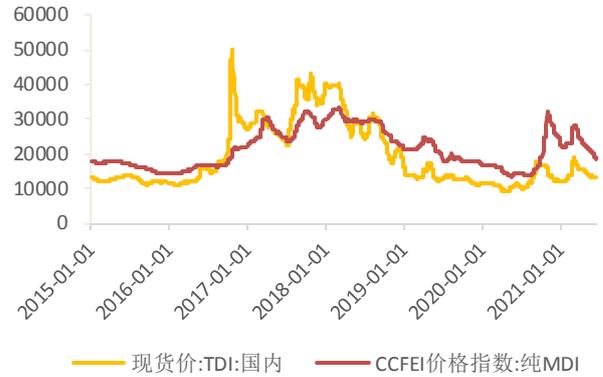
2021 年 3 月美国对床垫进口的第二次反倾销终裁落地，梦百合塞尔维亚工厂及泰国工厂分别被征收 112% 和 763% 的反倾销税率；喜临门泰国工厂反倾销税率为 37.5%，顾家旗下的玺堡家居（马来西亚工厂）税率为 42.9%。短期来看，被征收高税率的企业出口成本上升，部分工厂停止发货，交付能力承压。但中长期来看，反倾销落地后，东南亚国家的小产能清退，部分国产企业转回国内市场，对美供应产能出现缺口；而国内头部企业较早进行产能外迁，例如梦百合在西班牙、美东、美西等地布局工厂，在产能缺口期有望承接小厂及东南亚本地工厂的订单，拓展客户资源，出口格局进一步集中。

各企业毛利率在 2016-2018 年下行，主要由于 1) 软体家居主要原材料 TDI 等价格 2016-2017 年达到高位；2) 2018 年行业周期下行，头部企业主动新增中低端产品线，下沉价格带，扩大对消费者需求的覆盖面。2019-2020 年伴随行业格局优化及原材料压力减弱，头部企业毛利率改善。21 年初软体家居的主要原材料皮革及 TDI 价格波动较大，头部企业前瞻性在价格低位时储备原材料库存，同时通过推新品和直接提价等形式逐渐向下游转嫁成本，行业格局优化也使得头部企业提价更顺利。根据全球皮革实际市场数据，21 年 1 月皮

革价格同比增长 14.8%，相比于 20 年平均价格上涨 38.2%；2-4 月短暂回落后 5 月再次上升至高点。TDI 价格自 20 年中起上涨，21 年 3 月后价格逐渐回落。预计下半年提价的利好可逐渐传导到利润端，原材料及运输成本上涨的影响有望充分消化。

**图 11：2016-2020 年软体公司毛利率对比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 12：TDI/MDI 价格走势 (元/吨)**


数据来源：Wind，西南证券整理

**表 4：软体企业 2020-2021 年提价时间表**

	时间	提价幅度
顾家	2020 年 Q4	通过新品提价
	2021 年 3 月	内销提价 5%
	2021 年 1 月、3 月	外销提价 10%+
敏华	2020 年 10 月	内销提价 5%
	2021 年 3 月	内销提价 5%，外销提价 12%左右
	2021 年 6 月	内销提价 5%
喜临门	2021 年 4 月	内销提价 6-9%，外销提价 10%

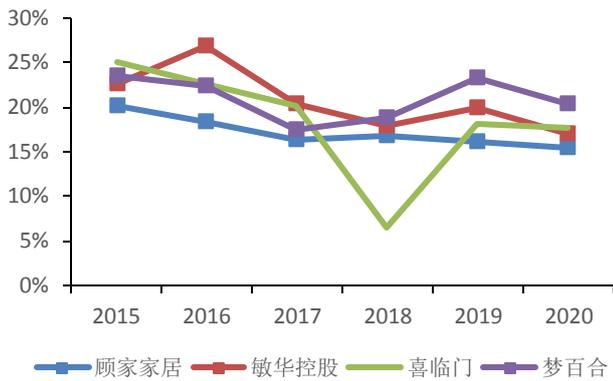
数据来源：各公司公告，西南证券整理

**头部企业增加渠道投入，销售费率上行。**20 年各企业对渠道的支持和费用投放力度加大，例如顾家主动为经销商承担干线物流运费，帮助经销商专注于前端营销，运输费提升；敏华增加市场推广及品牌建设投入，相关费用率同比增长 0.6pp；喜临门增加电商平台费用投放，发力线上获客；梦百合扩张销售团队，近两年渠道及品牌推广费用也加大投入。整体来看，头部企业为抢占市场份额在营销投放上加码，线上线下渠道并进，预计 21 年在各企业高速开店、加码线上营销的规划下，销售费用仍将保持较高的投入。整体来看，2020 年底至今皮革、TDI 等原材料成本上行，头部品牌增加营销费用投放，各企业毛销差较 19 年下滑，盈利能力短期受到一定压制。中长期来看，品牌通过开店支持、提货返点等手段赋能经销商，有助于前端提升转化率和客单值，渠道占有率有望进一步提升。

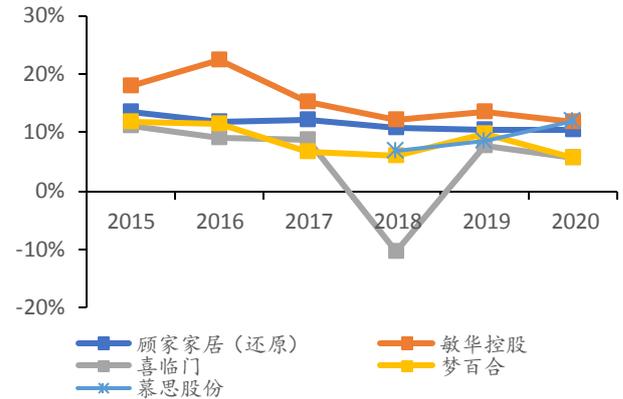
**表 5：2017-2020 年软体企业各项销售费用占收入比例**

		2017	2018	2019	2020
顾家家居	广告宣传费	6.0%	4.7%	4.9%	4.8%
	职工薪酬	4.7%	4.8%	5.3%	4.7%
	运输费	1.6%	1.3%	1.6%	3.1%
敏华控股	广告、市场推广及品牌建设费	2.3%	1.9%	2.3%	2.9%
	职工薪酬	2.9%	2.5%	2.8%	3.0%
	运杂费	8.1%	7.5%	7.0%	8.8%
喜临门	销售渠道+广告宣传	4.1%	9.9%	5.4%	5.0%
	职工薪酬	3.3%	3.9%	3.7%	3.7%
	运费及商检费	3.5%	3.7%	3.8%	3.4%
	电子商务费	1.5%	1.8%	1.6%	2.3%
梦百合	销售渠道+广告宣传	6.0%	6.2%	7.7%	7.3%
	职工薪酬	1.2%	1.9%	2.4%	5.0%
	运杂费	4.4%	4.6%	5.6%	0.0%

数据来源：Wind，西南证券整理

**图 13：2017-2020 年软体企业毛销差对比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 14：2015-2020 年软体企业净利率对比**


数据来源：Wind，西南证券整理，顾家家居 20 年净利率为还原商誉减值损失后的净利率

我们选取 A 股中顾家、喜临门、梦百合为软体板块代表，年初以来尤其是春节过后板块走势以盘整为主，主要由于一季度原材料涨势凶猛，品牌提价尚需时间传导至利润端，市场对于软体板块短期业绩有担忧。五一后软体板块较快反弹，逐渐表现出超出 SW 家具板块整体的估值弹性，主要由于行业格局优化的逻辑持续强化，以及 TDI 等原材料价格逐渐见顶回落。中长期来看，我们认为头部与小品牌差距逐渐拉开，在渠道、供应链、管理等方面的护城河逐渐加深，头部企业的  $\alpha$  优势逐渐确立。

**图 15：软体板块 20 年以来 PE-TTM（整体法）**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 头部战略灵活转变，行业格局持续优化

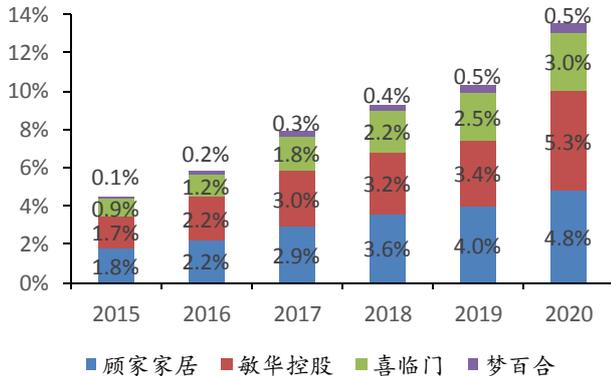
在过去几年软体家居行业格局持续优化，头部企业凭借扎实的供应链基础、价格带下沉和渠道策略，竞争优势逐渐扩大。整体来看我们认为行业格局优化主要有以下几个原因：

1) 早期软体家居由于体积重量大，受制于高运输费用，有一定销售半径限制。2013-2019 年伴随物流成本下行，及头部企业多地建厂，头部企业的销售半径延长，小企业靠近区域消费市场的优势不再；

2) 线上渠道兴起及直播等方式帮助头部企业获得更多曝光度，全国性品牌凭借全国渠道布局和落地服务能力，影响力进一步扩大；

3) 经历 18-20 年初地产下行、疫情等因素，加剧行业洗牌，卖场空置率增加，头部企业厚积薄发积累制造和零售能力，抓住机遇延伸产品线，拓宽价格带，覆盖消费者多元化需求，获得更多的开店空间。

品牌优势在行业复苏后加速释放，行业集中度提升。18 年中-20Q3 头部品牌推出中低端系列，向下延伸价格带。顾家推出天禧系列，定位三四线城市中低端消费群体，定价较顾家休闲低 30% 左右，在价格上形成充分优势；敏华 18-19 年产品价格带下行明显，2019 年公司沙发出厂套单价约为 5471 元/标准套，同比下降 8.4%。降价后头部企业扩大消费者覆盖面，市场份额进一步提升。根据前瞻产业研究院数据，2019 年软体家居整体（含沙发、床垫、餐椅等）市场规模在 1530 亿元左右，假设 20 年软体家居行业规模增速保持 5% 左右稳健增长，测算得 2015-2020 年四家上市公司市占率合计从 4.5% 上升至 13.5%，其中 19-20 年市占率提升 3pp 左右，行业集中度实现小幅跃迁。

**图 16：2015-2020 年软体上市公司市占率测算**


数据来源：前瞻产业研究院，公司公告，西南证券整理

**图 17：2017-2020 顾家及敏华沙发出厂均价（元/套）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**短期头部企业跑马圈地，充分受益卖场流量再分配。**19-20 年头部软体品牌开店速度明显提升，20 年全年顾家除并购品牌外净开店 360 家左右，21-23 年预计每年新开 800-1000 家；敏华 2020 年净开店 1125 家，在原来基础上渠道数量扩张了 40% 左右，22 财年预计保持 20 年的开店节奏；喜临门 21-23 年预计每年新增 800-1000 家；曲美家居、梦百合等品牌拓店也明显加速。头部品牌主观上亦希望抓住渠道洗牌的契机扩大渠道覆盖面积，充分受益于渠道份额的再分配。

**表 6：软体企业净开店情况**

	2017	2018	2019	2020
顾家（自主品牌）	266	956	296	219
敏华	424	215	260	1125
喜临门	420	580	233	643
曲美（除收购外）		161	45	511
梦百合		48	407	302

数据来源：公司公告，西南证券整理

**拓店空间充分，1-3 年内头部品牌迎来拓店高峰。**我们认为 2021-2023 年软体家居在卖场中的开店空间依然充分，根据我们测算，软体品牌在全国可进驻的卖场近 3000 家，目前头部两家品牌在卖场软体门店中占有率约为 21%，到 2025 年软体家具在卖场中的开店空间约为 50000 家，届时头部两家逐渐达到 7000-8000 家门店规模，合计渠道占有率大约 30%。

关键假设：

假设 1：2021-2025 年卖场总建筑面积保持 4% 的稳定增长；

假设 2：21-23 年头部企业保持 20 年的开店节奏，23 年后开店速度放缓。

**表 7：软体家居卖场开店空间测算**

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
家居卖场收入（亿元）	9174	9662	10057	7624					
单卖场平均坪效（元/平/年）	6000	6000	6000	5500					
总建筑面积（万平方米）	15290	16103	16762	13862	14417	14993	15593	16217	16865

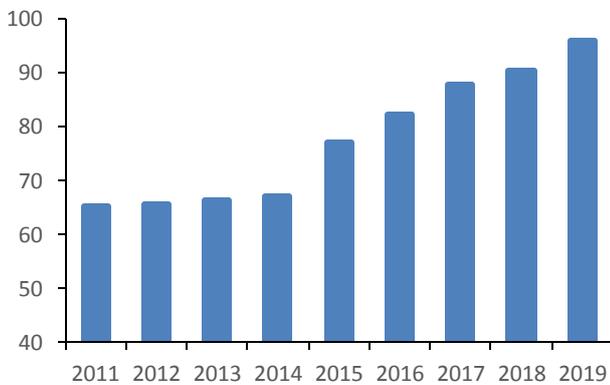
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
yoy	-23%	3%	3%	-17%	4%	4%	4%	4%	4%
每个卖场平均面积(万方)	5	5	5	5	5	5	5	5	5
全国可进驻卖场数	3058	3221	3352	2772	2883	2999	3119	3243	3373
单卖场平均软体门店数量	15	15	15	15	15	15	15	15	15
<b>软体开店空间</b>	<b>45869</b>	<b>48308</b>	<b>50286</b>	<b>41586</b>	<b>43250</b>	<b>44980</b>	<b>46779</b>	<b>48650</b>	<b>50596</b>
顾家门店数	3266	4222	4518	4737	5537	6337	7137	7637	8137
敏华门店数	2399	2614	2874	3999	4999	5799	6399	6899	7399
<b>头部企业卖场渠道占有率</b>	<b>12.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.7%</b>	<b>21.0%</b>	<b>24.4%</b>	<b>27.0%</b>	<b>28.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>30.7%</b>

数据来源: Wind, 家居卖场收入为 wind 统计, 卖场坪效参考自 2019 和 2020 年建材家居市场发展现状调研报告; 卖场平均面积参考自居然之家和红星美凯龙年报, 西南证券

## 1.4 与美国相比头部集中度低, 国产品牌仍处于高速扩张期

以美国床垫市场为例, 可以发现近年美国床垫市场规模与地产规模强相关, 但整体高于地产增速, 且增速差值逐渐拉大。主要由于床垫规模扩张不止依赖于地产销售带来的新增需求, 随着消费者习惯的转变, 翻新的需求也逐渐增多, 翻新频率提升。《2021 喜临门中国睡眠指数报告》显示, 大多数国人认为 4-6 年需要更换一次床垫, 但仅有 16.5% 的人基本达到这个标准, 仍需时间进行市场教育, 相比于欧美国家约每 5 年更换一次床垫的频次, 国内翻新的市场规模仍有提升空间。

图 18: 美国床垫市场规模(亿美元)



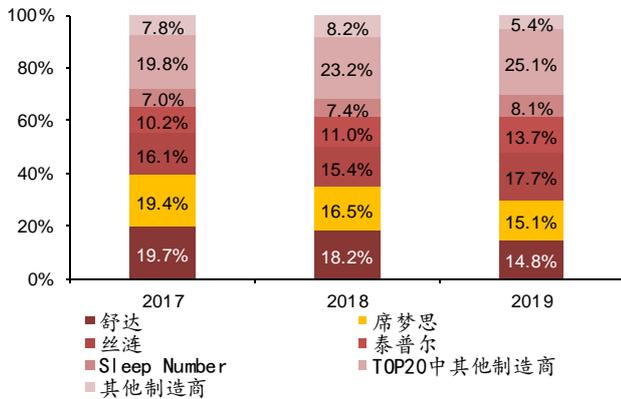
数据来源: 今日家具, Wind, 西南证券整理

图 19: 美国床垫市场规模增速与地产增速对比

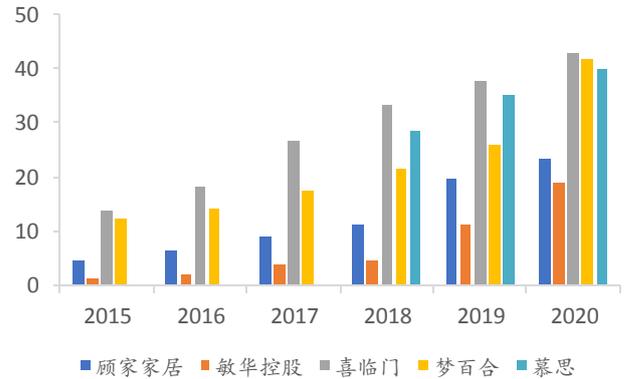


数据来源: 今日家具, 西南证券整理

美国床垫品牌通过龙头之间的整合, 促进行业高度集中; 中国市场竞争格局依然分散, 预计伴随头部企业加快渠道扩张和营销投入, 品牌优势将逐渐凸显。2008 年, 席梦思被舒达控股股东收购, 与舒达成为同一控制下的品牌集团; 2012 年丝莲接受泰普尔的收购, 合并后公司整体更名为泰普尔丝莲国际公司。美国床垫行业形成“席梦思+舒达”、“丝莲+泰普尔”的两大品牌集团, 成为美国家具集中度最高的子行业。2019 年, TOP5 出货量占比为 69.4%, 丝莲、席梦思、舒达三家龙头企业占床垫市场份额分别为 17.7%/15.1%/14.8%。相比美国, 中国床垫市场竞争格局依然高度分散, 头部企业床具的生产规模仍不足 50 亿, 集中度提升还有较大空间。

**图 20：美国床垫厂商出货量占比**


数据来源：今日家具，西南证券整理

**图 21：2017-2020 年中国头部企业床具收入（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 零售能力不断夯实，打造多极成长驱动力

近年软体家居头部企业逐步由生产商向零售商、品牌商转型，零售能力不断夯实。我们认为软体家居企业的零售能力集中体现为：1) 产品能力，提供符合新消费趋势的产品或一站式产品解决方案；2) 渠道精细化管理，提升经销商及单店活力；3) 充分把握多元的流量入口，针对不同购物场景精准营销。

### 2.1 顺应新消费趋势，品类多点开花

伴随悦己经济、懒人经济的崛起，消费者一站式购买家居产品的偏好增加，头部企业顺应消费趋势的变化，从单品逐渐向两厅一卧空间进行品类扩张，一站式购物提升消费者体验。此外，头部企业在功能沙发、记忆棉床垫、智能睡眠产品等新品抢先布局，满足了消费者对于健康、休闲、娱乐等功能的偏好，对传统产品需求形成替代或者创造新需求。

头部企业品类扩张顺利，协同作用明显。与定制家居类似，软体家居头部企业近年在品类战略上呈现明显的横向渗透，除第一大品类以外的新品类逐渐贡献重要收入增量。顾家 19 年开始布局定制，产品供应能力逐渐强化，20 年定制家具取得 33% 的增长，床类增速也接近 20%；敏华 20 年床具增速超过 70%；喜临门沙发及梦百合沙发/电动床 20 年亦均取得亮眼增长。我们认为两厅一卧空间产品产生了较强协同作用，主要由于：1) 客餐厅及卧室家具在家装环节进场时间类似，消费者会在同一时间采购，前端渠道共享流量，新开店的边际获客成本更低；2) 沙发和床类在后端生产的协同作用明显，皮革、布料、海绵、板材等供应链共享，规模效应放大后可以为前端渠道赋能，让利消费者提升市场份额。2020 年顾家和敏华床具及配套品的连带率都表现出来较明显提升，销售已经初具规模，成为收入增长的重要贡献。

**表 8：软体企业各品类增速对比**

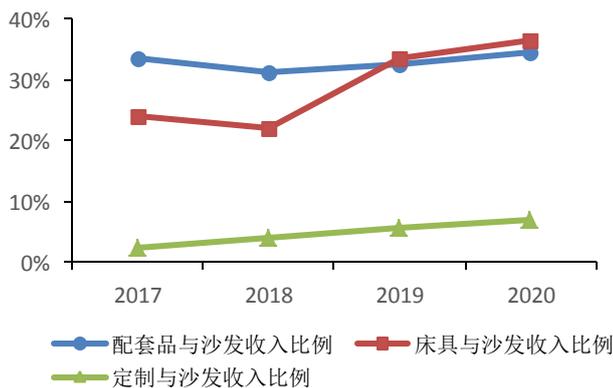
收入增速	2018	2019	2020
顾家			
沙发	39.3%	13.4%	10.0%
床	27.8%	72.5%	19.7%

收入增速	2018	2019	2020
定制	145.8%	61.7%	32.9%
配套	29.6%	18.4%	16.7%
<b>敏华</b>			
沙发及配套	6.7%	-5.3%	43.8%
床具	11.7%	145.3%	72.6%
<b>喜临门</b>			
床垫	36.9%	4.5%	4.5%
沙发		6.4%	16.0%
<b>梦百合</b>			
床垫	29.7%	23.4%	47.7%
沙发		8.1%	279.9%
电动床		73.8%	63.8%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

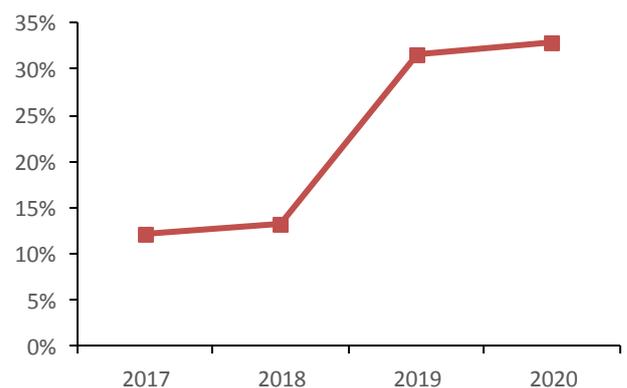
随着产品线的丰富和厂家对渠道营销活动的支持，消费者连带购买配套产品的意愿加强，小品牌由于渠道支持力度及品类协同效应有限，价格优势减弱。我们以除传统沙发产品以外的新品（含床具、配套品、定制家居）与传统沙发产品的收入比例为标准，观测新品连带销售的变化。可以发现近年顾家和敏华的新品与沙发收入的比例逐渐上行，2020年顾家的配套品/床具/定制与沙发收入的比例分别上升 2pp/3pp/1.2pp，敏华的床具占沙发内销收入的比例达到 32.8% (+0.9pp)，主要由于扩品类后，头部企业凭借品牌影响力为新品引流，并给予渠道促销活动相应支持，充分让利消费者以争取市场份额，消费者配套购买客餐卧产品的比例提升。而小品牌品类丰富度与品牌知名度有限，单独依靠经销商在同等品质下很难形成价格优势，头部品牌规模优势进一步彰显。

图 22：顾家配套品/床具/定制收入与沙发收入比例



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：敏华床具占沙发及配套品内销收入比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

功能沙发、记忆棉床垫、智能睡眠等新品类渗透率提升空间巨大，新品牌进入壁垒较高，头部品牌可以优先形成一定品牌认知，伴随规模效应提升后价格优势逐渐显现，市场份额加速扩张。

1) 功能沙发：产品上的缺陷已经大有改善，目前畅销款价格逐渐接近固定沙发，对比小厂仍保持价格优势，渗透率增长有望提速。

2018 年后头部品牌通过使用科技布等新型面料代替皮革，通过供应链整合、精益生产等方式缩减成本，主动降价。根据渠道调研，同等材质的功能沙发比固定沙发价格高 1000 元左右，价格带已经有较大程度重叠，功能沙发价格上对普通沙发已有较强可替代性，支撑功能沙发加快向普通家庭渗透。此外，品牌推出功能单椅爆款单品，以低价打开市场，除固定沙发升级为功能沙发的改善型需求外，功能单椅由于兼具休闲娱乐功能，创造新需求。

表 9：天猫官旗功能沙发 VS 普通沙发最高销量产品价格

品牌	材质	规格	尺寸	到手价（元）
芝华仕	科技布	3 座含 1 功能位+1 躺位	310cm*167cm*104cm	<b>5599</b>
	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	203cm*160cm*99cm	<b>7999</b>
	科技布	3 座+1 躺位	343cm*162cm*92cm	5829
	真皮	3 座+1 躺位	330cm*162cm*94cm	8959
顾家	科技布	3 座含 1 功能位+1 躺位	264cm*153cm*97cm	<b>5799</b>
	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	349cm*150cm*98cm	<b>9099</b>
	科技布	3 座+1 躺位	308cm*161cm*81cm	5999
	真皮	3 座+1 躺位	340cm*160cm*88cm	7499
乐至宝 (lazboy)	科技布	3 座含 1 功能位	208cm*98cm*104cm	<b>5999</b>
	真皮	3 座含 1 功能位	226cm*98cm*96cm	<b>7999</b>
林氏木业	科技布	3 座含 1 功能位+1 躺位	300cm*161cm*99cm	<b>5099</b>
	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	337cm*165cm*92cm	<b>7680</b>
	科技布	3 座+1 躺位	342cm*174cm*84cm	4580
	真皮	3 座+1 躺位	345cm*160cm*74cm	7280
全友	科技布	3 座含 1 功能位+1 躺位	316cm*175cm*81cm	<b>4827</b>
	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	294cm*176cm*103cm	<b>6122</b>
	科技布	3 座+1 躺位	353cm*184cm*70cm	2430
	真皮	3 座+1 躺位	346cm*179cm*78cm	5039
联邦	真皮	3 座含 1 功能位	206cm*92cm*100cm	6099
博畅家具	科技布	3 座含 1 功能位+1 躺位	323cm*164cm*80cm	6799
	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	275cm*160cm*105cm	9699
狄普	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	322cm*178cm*92cm	6260
美柏	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	322cm*178cm*92cm	6160
卡尔适	真皮	3 座含 1 功能位+1 躺位	332cm*178cm*77cm	5880

数据来源：天猫，西南证券整理

根据我们测算，假设 21-23 年中国沙发市场规模以 5% 的增速稳健增长，预计 21 年中国沙发市场规模达到 629 亿元。根据敏华控股发布的业绩简报，到 2021 年功能沙发渗透率预计达到 15.7%，测算得到 21 年功能沙发市场规模约 100 亿元。如果按套数计算，功能沙发 20 年渗透率仅 5.5%，未来渗透率提升空间巨大。20 年上半年行业受冲击较大，增速有所放缓（+9.5%），进入 21 年预计行业增长提速。

**表 10：功能沙发市场规模测算**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
中国沙发市场规模(亿元)	478.5	492.1	522.2	545.7	570.6	599.1	629.1	660.5	693.6
同比增速	10.3%	2.8%	6.1%	4.5%	4.6%	5.0%	5%	5%	5%
渗透率(销售额)	10.6%	11.5%	12.3%	13.1%	14.0%	14.6%	15.7%	16.9%	18.0%
渗透率(销售量)		3.7%	3.8%	4.2%	4.4%	5.5%	6.3%	7.2%	8.3%
功能沙发规模(亿元)	50.7	56.6	64.2	71.5	79.9	87.5	98.8	111.6	124.8
同比增速		11.6%	13.5%	11.3%	11.7%	9.5%	12.9%	13.0%	11.8%

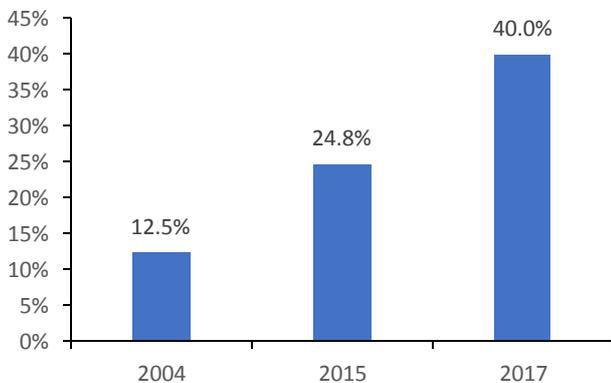
数据来源：敏华控股公告，前瞻产业研究院，凯迪股份招股书，西南证券

## 2) 记忆棉床垫：对比美国渗透率仍低，行业参与者较少，龙头有望形成先发优势

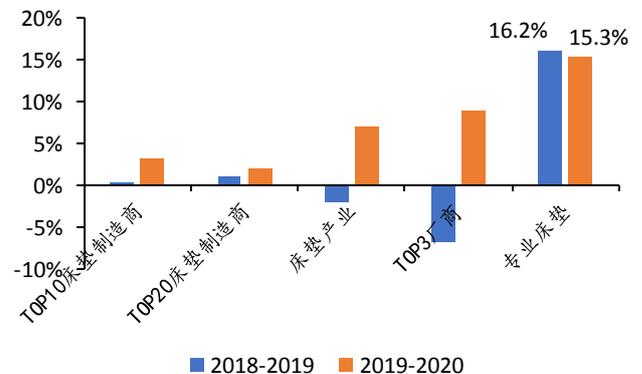
复盘美国床垫规模发展历程，我们发现**床垫材质**的变化对竞争格局的影响较大。我们以材质变化为节点来划分美国床垫的发展历程：

- 1876 年，席梦思生产出世界第一张弹簧床垫，此后一个多世纪内，美国床垫企业主要围绕弹簧床垫进行舒适度的改进和产品开发。例如，1925 年席梦思发明首部能批量生产独立袋装弹簧的机器；1983 年，舒达推出革命性的“妙而扣”连续弹簧系统，并采用波浪形海绵，起到分散重量增加舒适感的作用；
- 1991 年，泰普尔将 NASA 研发的**记忆棉**技术投入民用，但由于产品导入初期价格较高，市场规模一直较小。2000 年后渗透率逐渐提升，美国市场开启了由弹簧床垫向主打舒适健康的**功能性**床垫转型。2011 年舒达推出使用凝胶记忆海绵的 icomfort 智能系列，在记忆棉技术上实现突破；
- 2014 年 Casper 推出可压缩包装的盒装床垫，打破床垫销售的渠道限制，带动电商渠道销售占比较快提升，电商新锐品牌涌现。

美国消费者对于专业床垫偏好有提升趋势，2015-2017 年美国记忆棉床垫的渗透率增长 15pp 至 40%，而目前中国市场专业床垫的渗透率依然较低，处于消费者教育阶段。从美国床垫厂商出货增长来看，专业床垫（采用乳胶、记忆绵特殊材料的床垫，主要是泰普尔和 Sleep Number）增速亮眼，2019/2020 年增速分别达到 16.2%/15.3%，高于 TOP3 品牌整体增速；传统床垫品牌 3S 出货量整体下滑。

**图 24：美国记忆棉床垫市占率**


数据来源：立鼎产业研究院，西南证券整理

**图 25：2019/2020 年美国床垫厂商出货额增长率**


数据来源：今日家具，西南证券整理

目前国内以记忆棉床垫为主要产品的国产品牌主要有梦百合、舒是，以及蓝盒子等电商品牌，行业玩家较少，可凭借产品定位建立一定消费者认知。通过对比各品牌相似规格产品的天猫旗舰店价格，可以发现不同品牌定位、不同材质的床垫价格带有明显区分。除慕思外，国产品牌价格普遍低于外资品牌；从材质来看，以天然乳胶为主要材质的单价最高，而记忆棉床垫单价与其他国产品牌乳胶垫的价格较为接近，低于泰普尔记忆棉床垫价格。伴随销售规模扩大，供应链规模优势有望逐渐显现，终端价格优势有望扩大。

**表 11：主要床垫品牌天猫官旗价格对比**

国内品牌	材质	厚度	尺寸	到手价（元）
梦百合	弹簧床垫	20cm	150*190-180*200cm	3340-3938
	记忆棉弹簧床垫	20cm	150*190-180*200cm	2928-3268
	记忆棉床垫	10cm	150*200-180*200cm	1769-2039
慕思	乳胶床垫（睡眠精灵）	24cm/25cm	150*190-180*200cm	4498
	椰棕床垫	20cm	150*190-180*200cm	4458
	弹簧床垫	26cm	150*190-180*200cm	8529
喜临门	乳胶+黄麻床垫（白骑士）	26cm	150*190-180*200cm	2399
	椰棕床垫	23cm	150*190-180*200cm	1359
雅兰	乳胶床垫	22cm	150*190-180*200cm	2297
	椰棕床垫	22cm	150*190-180*200cm	2919
	弹簧+乳胶床垫	22cm	150*190-180*200cm	3896
国外品牌	材质	厚度	尺寸	到手价（元）
金可儿	弹簧床垫	22cm	150*200-180*200cm	3707
	乳胶床垫	22cm	150*200-180*200cm	4699
	凝胶床垫	30cm	150*200-180*200cm	6699
丝涟	乳胶床垫	28cm	150*200-180*200cm	5699
	记忆棉床垫	30cm	150*200-180*200cm	6592
	弹簧床垫	19cm	150*200-180*200cm	4197
舒达	乳胶床垫	23cm	150*200-180*200cm	4289
	弹簧床垫	15cm	150*200-180*200cm	3389-3989
泰普尔	弹簧床垫	24cm	150*200-180*200cm	7099
	海绵床垫	21cm	150*200-180*200cm	7999
	复合床垫	18cm	150*200-180*200cm	8170

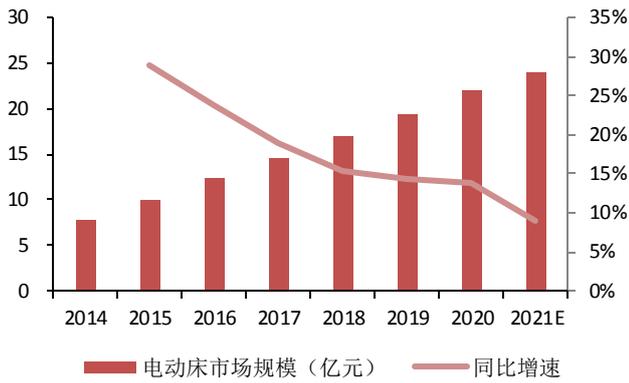
数据来源：天猫，西南证券整理

### 3) 智能睡眠：市场尚需时间培育，国内外家居企业及互联网企业已逐渐布局

目前智能睡眠产品规模尚小，产品形态仍在不断迭代中。常见的智能睡眠产品依靠电动床架，实现调整床板角度的功能，或通过改造床垫材质，实现温度控制功能；更理想化的智能睡眠产品将接入智能家居系统，以床为入口协调卧室的光源、门窗开关和空调温度等，需要联动产业链上下游，包含产品端智能床架、智能床垫；技术端的智能家居系统；以及渠道和品牌等多方参与。根据华经情报网数据，2020年中国电动床市场规模约为22亿元，消费者认知还比较低，但众多企业已经提前入场布局。舒达、金可儿等外资品牌凭借在海外市场

积累的产品经验，逐渐将 icomfort 等爆款智能床产品推广至中国；国内家居品牌敏华、喜临门、慕思、梦百合等也利用生产和渠道的协同优势，逐步研发生产电动智能床；小米、华为等互联网公司通过和 8H、美亚 MPE 等家居品牌合作将智能睡眠系统纳入智能家居生态，解决不同家居品类的互联互通。从目前各品牌推广智能床的进展来看，消费者对传统床具的使用习惯较难快速改变，智能睡眠产品仍需一段时间进行产品宣传和消费者培育，但智能睡眠市场广阔，潜力可期。

图 26：中国电动床市场规模及增速



数据来源：华经情报网，西南证券整理

表 12：智能床主要行业参与者

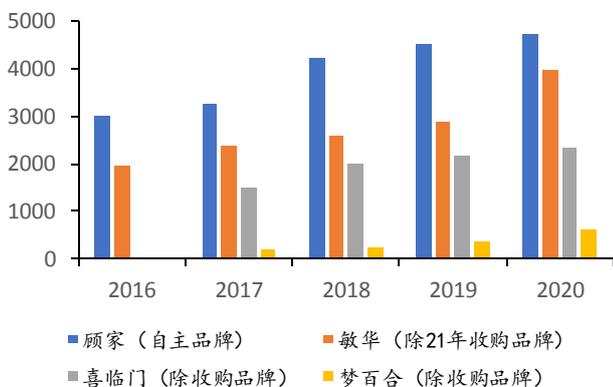
类别	品牌
专注电动床制造商	麒盛科技(龙头)、荣泰健康、Sleep Number (美企, 代表产品 360 智能床)、幻知曲(美企)、礼恩派(美企)、美亚 MPE
传统家居制造商	梦百合(电动床为非主打产品)、顾家、慕思、丝涟、敏华控股、永艺股份、恒林股份、中源家居
跨界竞争者	小米(8H Milan 智能电动床)

数据来源：华经情报网，西南证券整理

## 2.2 渠道精细化管理，激发经销体系活力

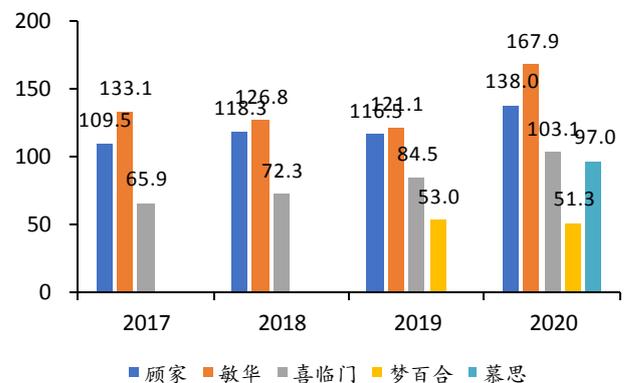
伴随开店逐渐加密，能否保持同店增长将是对公司运营管理能力的检验。20 年各头部企业在拓店节奏加快后单店收入不减反增，20 年顾家/敏华/喜临门单店收入分别同增 18.5%/38.7%/22%，单店收入仍然保持向上趋势，主要得益于 1) 品类丰富，定位明晰，不同系列之间产品定位分化，避免品牌内部竞争，和竞品款式定位也相对差异化；2) 品类延伸后相关产品的连带率提升，购买配套品的客户比例增加，客单价天花板提升；3) 渠道精细化管理，给予经销商营销支持及适当的考核激励，帮助经销商进行存货管理。

图 27：2016-2020 年各软体品牌门店数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：2016-2020 年各软体品牌单店收入 (万元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前头部品牌渠道管理架构逐渐理顺，线上运营模式日趋成熟，1-3年内单店收入仍有望保持增长态势。我们从组织架构、激励手段、信息化管理三个维度对比各软体企业的举措，可以发现近年头部企业在渠道管理深耕，已经通过信息化等手段准确掌握终端动销情况，并因地制宜给予适当的激励措施提升经销商主动性。相比而言小品牌管理半径有限，全国范围来看难以与头部品牌形成竞争优势。

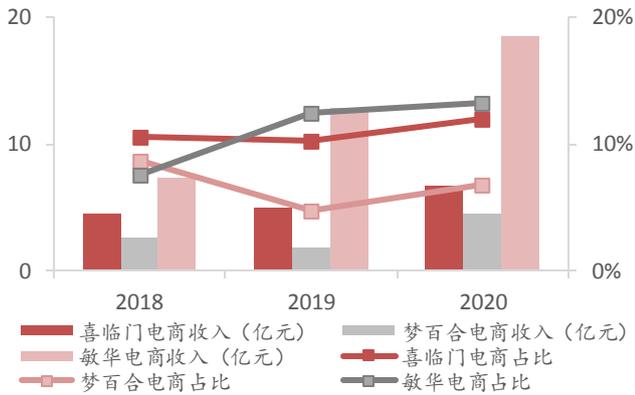
表 13：软体企业精细化管理举措

	顾家	敏华	喜临门
组织架构	1) 成立区域零售中心，缩短营销活动的决策层级，费用投放有的放矢；2) 国内营销中心整体对接产品事业部，产品中台同样有销售指标考核，从消费者需求出发进行产品研发和营销策略制定，品类间营销方案逐步打通，长期有望推动公司有质量的增长。	打造三角形的管理团队，职业经理人冯总主导打造人员架构。对销售组织进行了调整，以头等舱为主力，其他品类协同，内部沟通更加紧密，对内部协作有相应考核和奖励。	团队管理规范化、专业化和狼性化，自我培育和换商同步进行，优化加盟商体系。
激励与支持手段	营销端组织及部门设置成熟，营销活动流程化，侧重过程管控，在每个过程点设置考核指标。	渠道激励充分，打造出更具狼性的经销团队。考核方式上以同店增长为考核核心，提货奖励优渥。营销节点形成全国性的营销活动，全国专卖店营销方案一致，投入的资源包括配套促销产品上市、物料设计等。	和加盟商联合进行广告投入，例如卖场内的活动以及卖场外的广告。营销常态化，每年 4-5 场大促，平时营销活动达 300 多场。考核经销商总提货量、提货增速及开店规模和速度。
信息化管理	信息化系统基本覆盖线下经销商，有效管理库存和串货问题	引进职业经理人后信息化系统铺设加快，CRM 系统基本铺设完毕，帮助经销商进行门店管理，可以监测各个系列，各个门店经营情况，帮助经销商总结经验。	技术已经具备，在逐步推进经销商录入规范化

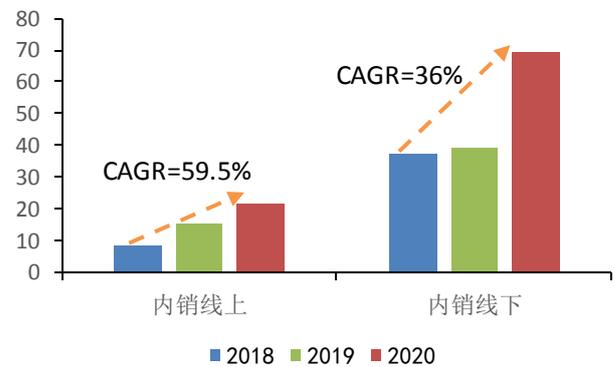
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.3 把握多元流量入口，线上线下融合

品牌发力线上布局，直播助力新品类破圈。伴随直播电商等新零售渠道快速发展，以及疫情催化宅经济崛起，软体品牌发力电商渠道成效显著。2020 年敏华、喜临门、梦百合电商渠道收入占比分别达到 13.3%/12%/6.8%，估算顾家电商渠道收入占比在 10%左右，电商渠道逐渐贡献重要收入增长。功能沙发等产品功能性突出可弥补部分个性化需求，具有大单品属性，适合电商渠道销售。在各大购物节，软体品类逐渐表现出爆款属性，2021 年天猫 618 预售首日，喜临门、芝华仕、顾家家居三个品牌位列住宅家具品类预售额榜单 TOP3，品牌推广作用显著。此外，头部品牌在抖音、快手、小红书等新平台的营销投放密集，并推动线下门店与电商平台对接，引流机制更加顺畅。

**图 29：2018-2020 年各品牌电商渠道收入及占比**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 30：敏华内销线上及线下收入增速**


数据来源：天猫，西南证券整理

线下消费业态逐渐场景化、多元化，头部品牌在线下积极探索大店、融合店等店态，除了软体家居外，也为消费者提供配套定制家具及家纺装饰产品，按空间规划产品陈列，提升引流效果。床垫由于 SKU 少，对场景化展示的面积要求不高，卷包式技术也逐渐普及，因此销售场景不拘泥于卖场，酒店、医院等场景均可作为流量入口。例如梦百合联合 OTA 平台打造“梦百合零压房”模式、铺货中高端酒店、三甲医院、高校，强化用户体验，实现公司产品对商旅人士等中高收入人群及在校生的渗透。整体来看头部品牌通过多元流量入口引流，品牌知名度进一步提升。

### 3 制造壁垒逐渐突出，供应链将成为头部企业分化所在

我们认为完善的供应链体系需要企业长期布局，壁垒较高。一方面，有供应链优势的品牌能够为消费者让利空间更大，可以更快的占领市场。另一方面，规模优势逐渐发挥后，利润弹性也会更加突出。

**表 14：各公司单位生产成本对比**

	2017	2018	2019	2020
顾家家居				
整体（各项成本/沙发+床垫销量）				
单位原材料成本（元/套）	1849.26	1928.26	1921.05	1934.49
单位人工成本（元/套）	451.26	462.49	451.60	424.97
单位制造费用（元/套）	142.51	157.61	150.31	148.21
其中：				
沙发单位原材料成本（元/套）			1917.54	1944.23
沙发单位人工成本（元/套）			486.12	451.83
沙发单位制造费用（元/套）			112.17	118.21
床垫单位原材料成本（元/套）			1254.1	1260.0
床垫单位人工成本（元/套）			220.1	211.9
床垫单位制造费用（元/套）			141.5	139.2
喜临门				

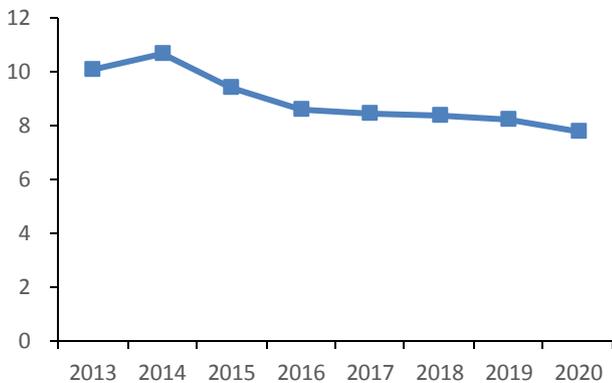
	2017	2018	2019	2020
沙发单位原材料 (元/套)		2270.9	2194.9	2136.2
沙发单位人工 (元/套)		525.8	487.3	464.1
沙发单位制造费用 (元/套)		253.6	194.3	178.4
床垫单位原材料 (元/张)	355.1	429.2	401.7	451.4
床垫单位人工 (元/张)	44.0	38.4	38.5	34.1
床垫单位制造费用 (元/张)	30.8	28.9	36.9	33.4
<b>梦百合</b>				
床垫单位原材料 (元/件)	264.3	255.0	222.1	219.0
床垫单位人工 (元/件)	32.9	33.4	36.7	32.3
床垫单位制造费用 (元/件)	16.9	18.1	28.6	26.5

数据来源: Wind, 西南证券整理

对比各软体企业单位成本, 可以发现:

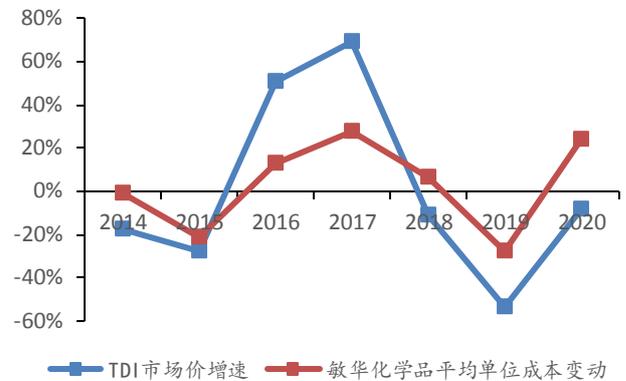
1) 头部企业采购规模更大, 原材料采购有规模优势, 议价能力更强, 有抵御成本波动的能力。2017 年软体家居原材料 TDI 价格同比上涨超过 70%, 但顾家单位原材料成本涨幅较小, 且表现出一定滞后, 证明公司有定期储备原材料以应对成本上行; 喜临门沙发起量后单位原材料成本下行, 采购的规模优势还在爬坡中; 敏华未披露各品类成本, 但公司深入布局上游供应链, 铁架及海绵基本实现自给, 原材料占总收入比例低于同业。

图 31: 敏华皮革采购成本 (元/平方英尺)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 32: TDI 市场价和敏华采购价增速对比



数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券整理

表 15: 软体企业上游供应链布局

	顾家	敏华	喜临门
海绵/乳胶等填充物	向联营公司圣诺盟海绵采购	海绵自主发泡	海绵 90%以上自产
皮革	向供应商协议采购	向供应商协议采购	-
铁架	向供应商协议采购	江苏钰龙、锐迈科技自主生产铁架和电机	-

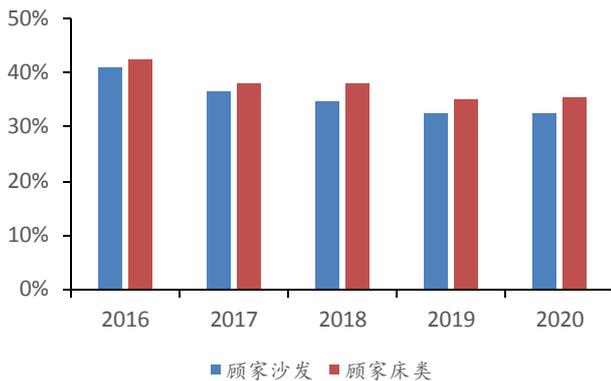
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2) 沙发人工成本占比高，头部企业工厂人均生产效率提升，单位人工成本下行；自动化水平提升后单位制造费用降低。由于生产工艺的差别，沙发的人工成本占比高于床垫，但头部企业通过精益生产提升人效，扩大沙发品类的利润空间。近年顾家单位人工成本下行，一方面由于工厂信息化水平提升，接单排产的时间缩短，另一方面床垫品类加快放量也摊薄整体人工成本；敏华未披露沙发的人工及制造成本，但考虑到功能沙发的制造原理更为复杂，敏华的制造费用率也较低，侧面证明公司生产效率的优越。

3) 新品起量后规模优势较快显现。伴随喜临门沙发品类放量，2018-2020 年沙发的各项成本表现出快速下行趋势，新品成长较快，看好软体企业在品类上互相渗透放大生产规模优势。

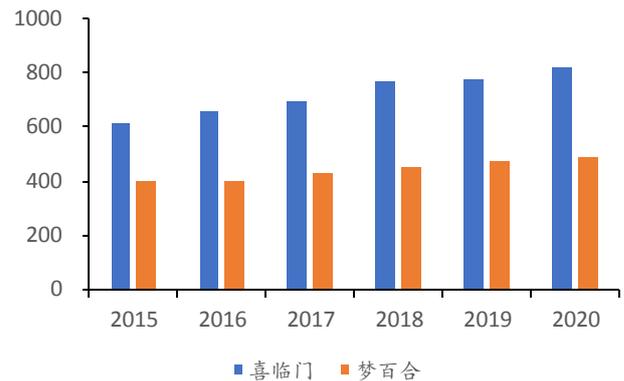
值得一提的是，从产品属性来看，床垫是软体各品类最标准化、最能体现规模优势的品类，但与之相对的是，产品差异化程度低，各品牌主要是在价格带做区分，品牌推广依赖广告营销和渠道铺设，需要对品牌营销做持续投入。床垫的单位制造成本、人工成本低于沙发，SKU 少，在同时生产沙发和床垫两个品类的企业中，床垫毛利率略高于沙发 1-2pp。考虑到目前床垫企业生产规模依然不大，规模优势还未完全释放，单位成本仍有下行空间。

图 33：2016-2020 年顾家沙发和床具毛利率对比



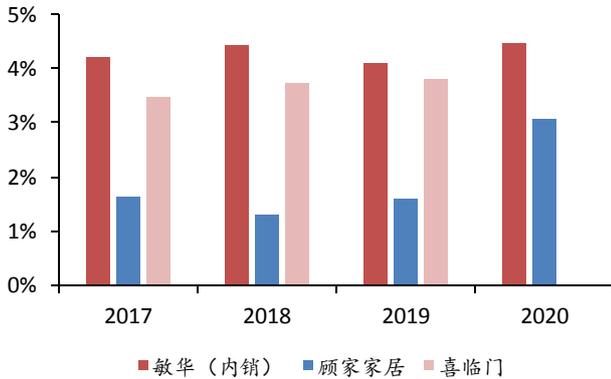
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：2015-2020 年梦百合及喜临门床垫出厂均价（元/件）



数据来源：公司公告，西南证券整理

生产基地和物流体系布局完善，运输效率提升。在产能全国布局支持下，软体头部企业工厂接单到终端交付的周期较短。短交付周期让经销商备货库存压力小，能充分平衡产能和销售淡旺季错配。同时头部企业给予经销商物流支持，提升运输效率及消费者满意度，例如敏华自建物流体系，为经销商送货到周转仓库；顾家疫情后延续了为经销商承担干线物流的政策，向自营物流布局，帮助经销商专注前端营销。供应链优势可赋能终端，提升服务水平和获客能力。整体来看，龙头企业在上游垂直整合供应链，中游提升工厂人效、精益生产，下游完善工厂和物流体系，生产端优势逐渐明晰。

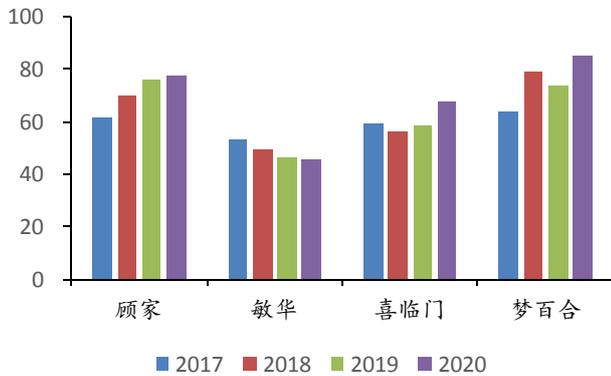
**图 35：软体企业运输费用率对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

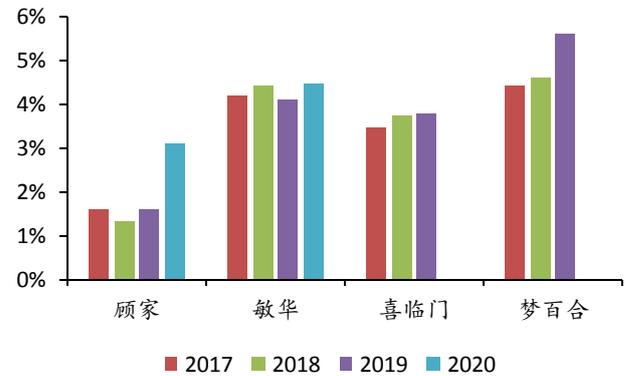
**表 16：软体企业交货周期**

交付周期	淡季	旺季
敏华（工厂到客户）	15 天以内	15-25 天
顾家（工厂到客户）	15-20 天	30 天以内
喜临门（工厂到加盟商）	床垫 7 天，软床 15 天	

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 36：2017-2020 年软体企业人均创收（万元/人）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 37：2017-2020 年软体企业运输费用率对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 推荐标的

3 年内头部企业加速渠道扩张抢份额，核心是考验企业的渠道复制能力和综合管理能力；中长期品牌间竞争将逐渐聚焦于供应链和零售能力。供应链方面要求公司在多品类生产的同时保有较高的规模效应和较强的交付能力，零售方面需要企业提高流量转化率和连带销售率，对消费趋势的变化保持洞察，增强多维度壁垒。从目前来看，各品牌有不同相对优势的差异，建议关注三类标的：1) 产品定位差异化、供应链有突出壁垒的敏华控股（01999）；2) 渠道管理精细化、零售能力强的顾家家居（603816）；3) 拓店处于上升期、自主品牌加速成长的喜临门（603008）、梦百合（603313）。

### 4.1 顾家家居（603816）：品类渠道全面铺开，经营管理优质

个股推荐逻辑：

1) 定制品类厚积薄发，产品设计与营销端协同，针对消费者一站式购物需求，增强产品的套系化和设计感，赋能前端获客。公司 17 年开始试水定制家具，逐渐积累柔性化生产能力，并在设计端与软体品类打通，针对消费者需求，解决定制与软体家具一站式采购的风

格匹配问题；定制产能逐渐爬坡，21年江东工厂定制产能投产，预计2026年达产后年产值在20亿元，有望逐渐贡献重要收入增量。

**2) 多品类拓店齐头并进，大店及新零售业态探索步伐行业领先。**目前公司网点数量居行业第一，布艺、功能、定制等品类加速拓店，仍存在较大的渠道空间；此外积极探索融合店、三级市场大店、生活馆等新型店态，以头部品牌的影响力和产品力提供一站式解决方案，大店盈利能力向好；在官方商城、微信小程序做线上专款推广，抖音、小红书、拼多多等平台也在探索合作模式，多渠道增加消费者触达。

**3) 零售能力突出，渠道管理组织架构明晰，考核指标精细化。**公司信息化系统已经基本覆盖经销商网络，准确掌握终端动销存情况；考核指标精细化，区域零售公司对经销商进行精准的过程管理与营销支持，中长期来看有助于强化经销商综合竞争力，提升终端积极性。

**4) 中长期战略规划明晰，职业化管理团队组织力和执行力强大。**公司已经搭建起从软体到全屋再到生活方式解决方案的三级火箭式发展理论，战略路径明晰；职业经理人李东来、欧亚非持续增持公司股份，对公司中长期发展信心充分；此外公司对核心高管实施股权激励，与公司利益深度绑定，有助于保障核心管理团队稳定性，为实现中长期战略目标奠定基础。

## 4.2 敏华控股 (01999)：供应链护城河深厚，内销加速扩张

**个股推荐逻辑：**

**1) 大单品功能沙发进入渗透率快速提升期。**功能沙发引入国内后经历了一段消费者教育期，消费者对品牌认知逐渐培育，在疫情催化、直播普及和价格带下行后，功能沙发渗透率进入快速提升期；疫情下软体行业小品牌出清速度加快，头部品牌抓住机遇快速开店，竞争格局优化，20年四家软体上市公司合计市占率同比提升3pp至13.5%，敏华在国内功能沙发的市占率提升近9pp至59%。

**2) 完成垂直整合供应链，建立较深壁垒。**公司从原材料采购、核心部件制造、多地产能布局均完善，为前端渠道扩张赋能；在强大供应链支撑产品价格下行后，功能沙发和传统沙发价格带重合较高，对比同行价格优势显著，形成对传统沙发的有效替代，大单品逻辑兑现。

**3) 渠道空间大，产品丰富度提升，经销体系活跃。**公司对经销商开店支持力度大，经销商积极性高，仍存较大渠道红利；床品及配套品销售起量，连带销售效果好，逐渐成为营收重要支撑，客单价上行，同店增长亮眼。

**4) 外销议价力强，订单充裕。**21年公司外销订单快速增长，但由于海运费处于高位，发货有延迟，预计海运费压力缓解后在手订单将逐步转化；上半年对外销已提价12%，转嫁部分原材料及海运费成本，下半年提价的影响有望逐渐传导至收入端，外销盈利能力突出。

## 4.3 喜临门 (603008)：发力全渠道营销，自主品牌零售快速发展

**个股推荐逻辑：**

**1) 床垫具有标品属性，规模优势显著，行业集中度天花板高，疫情后床垫头部企业加快拓店步伐，进一步挤压小品牌市场空间，头部市占率有望加速提升。**

2) 公司发力品牌推广，自主品牌增长亮眼，拉动整体毛利率上行。公司通过综艺节目冠名、发力线上营销、开启直播新零售手段等方式，拓展品牌影响力，2021年618公司电商总销量达3.6亿(+145%)。公司自主品牌毛利率较高，看好随着自主品牌占比提升，对整体毛利率起到拉动作用。

3) 品类系列进一步丰富，产品价格带向下延伸，降维打击小品牌。目前线下品牌有11个系列，其中可尚系列沙发优化设计后，20年实现翻倍增长，看好沙发新品类逐渐贡献重要收入增量；喜眠系列以性价比打开下沉市场，开店空间大，店租成本低，同时得益于品牌优势，在地方性卖场拿店顺利，盈利能力突出。

4) 加盟商体系优化，渠道加速扩张。21年-23年公司保持较快的开店节奏，计划每年新增800-1000家门店，23年之后有望突破6000家，渠道红利充分；同时优化加盟体系，扶持优秀经销商在当地建立头部优势，增加销售团队活力。

表 17：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元/港元)	投资 评级	EPS (元/港元)			PE (倍)		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603816.SH	顾家家居	71	买入	1.34	2.55	3.14	53	28	23
1999.HK	敏华控股	16.48	买入	0.49	0.58	0.74	34	28	22
603008.SH	喜临门	29.39	买入	0.81	1.25	1.55	36	24	19

数据来源：Wind，西南证券

## 5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险、中美贸易摩擦加剧的风险、疫情影响范围扩大的风险。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn