



Research and  
Development Center

# 智能家居方兴未艾，匠心独具成长可期

—匠心家居（301061.SZ）深度报告

2021年9月17日

汲肖飞 行业分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 分析师助理  
liyuan@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**深度报告**
**匠心家居 (301061.SZ)**
**投资评级 买入**
**公司主要数据**

收盘价 (元)	75.50
52 周内股价	74.00-103.99
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-23.39%
总股本 (亿股)	0.80
流通 A 股比例 (%)	25.00
总市值 (亿元)	60.40

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDASECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 智能家居方兴未艾，匠心独具成长可期

2021 年 9 月 17 日

**本期内容提要：**

- ◆ **智能家居行业龙头，销量驱动整体业绩增长。**公司主要从事智能家具的研发、生产和销售，成立于 2002 年，产品包括智能电动沙发、智能电动床及其核心配件。公司业务模式分为自主品牌、ODM、OEM，下游面向国际一线家具品牌、零售商。公司是智能家具行业龙头，2020 年实现收入 13.18 亿元、同增 12.21%，归母净利 2.06 亿元、同增 82.05%。近年来随着智能家居产品接受度逐渐提升，公司下游需求景气度较高，智能电动沙发等销量持续提升，驱动整体收入、业绩保持增长趋势。
- ◆ **市场需求潜力巨大，行业集中度有待提升。**1) 目前智能家具市场以欧美等发达国家为主，国内渗透率仍处低位。未来随着居民消费水平和对智能家具认知水平的提升，国内智能家居行业有望享受高增长红利，据智研咨询测算 2025 年国内智能电动沙发和电动床市场规模将达到 148.2 亿元、36.7 亿元；2) 智能家居行业发展时间短，竞争较为激烈，国内龙头企业收入规模处于较低水平，未来集中度有望提升。海外家居零售行业发展相对成熟，龙头零售商市占率较高且近年来收入多数保持增长，推动国内智能家居代工企业共同发展。
- ◆ **多年经验积累发展优势，国内外发力拓展市场。**公司经过多年运营积累：1) 重视技术研发，内外部合作共同提高设计研发水平，多年来研发费用率高于竞争对手，产品性能较为领先；2) 打造垂直一体化供应链，成品、核心部件自主生产，控制生产成本，确保产品质量；3) 全球产能布局顺应趋势，2019 年越南工厂投入运营满足客户需求，降低生产成本，提升盈利能力；4) 绑定国际一线家居零售商、品牌商，成立美国子公司加强客户服务，与头部客户合作关系紧密。公司未来将以海外市场为基础，发力国内市场，布局线上线下渠道推广自有品牌。公司上市后将快速扩大产能，推动收入增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们看好公司受益于下游智能家居行业发展，2021 年在欧美货币政策宽松、居家时间延长背景下，家居消费景气度较高，智能家居需求快速增长，预计 2021-2023 年公司收入为 18.91/24.35/29.69 亿元，同增 43.5%/28.7%/22.0%，归母净利为 2.66/3.37/4.15 亿元，同增 29.3%/26.9%/22.9%，目前股价对应 21 年 22.49 倍 PE，低于同业水平。通过相对估值法，我们给予公司目标价 100.00 元，公司竞争优势明显，短期受益于海外家居消费快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

**◆ 风险因素：**疫情无法及时控制、行业竞争加剧、原材料价格波动风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,175	1,318	1,891	2,435	2,969
增长率 YoY%	7.1%	12.2%	43.5%	28.7%	22.0%
归属母公司净利润(百万元)	113	206	266	337	415
增长率 YoY%	-17.9%	82.0%	29.3%	26.9%	22.9%
毛利率%	32.5%	35.4%	31.9%	32.0%	32.2%
净资产收益率ROE%	17.2%	24.1%	10.3%	11.6%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	1.41	2.57	3.32	4.22	5.18
市盈率 P/E(倍)	-	-	22.49	17.72	14.42
市净率 P/B(倍)	-	-	2.32	2.05	1.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 9 月 15 日收盘价

## 投资逻辑

公司主要从事智能家具的研发、生产和销售，具有十余年境外市场的生产销售经验，主要产品包括智能电动沙发、智能电动床和核心配件，下游面向国际一线家具品牌以及终端零售商等。我们认为未来智能家居行业发展空间广阔，公司产品生产壁垒高，在智能家居方面具有深厚的技术经验，上市之后将不断扩张产能，未来成长确定性强。

短期来看，公司业务下游绑定国际知名智能家具品牌，合作具有长期、稳定性。短期欧美疫情下货币政策宽松、居家时间延长，终端家居产品消费景气度高，受下游订单需求推动，2020年公司智能电动沙发销量为 47.3 万件，同比增长近 50%。智能家居在欧美市场渗透率高，远高于国内水平，下游产品销量快速增长，2021H1 公司收入同增 114.41%、净利同增 70.45%，预计全年公司业绩将快速增长。

长期来看，未来公司在巩固海外优势市场的同时，加大发力自主品牌，并将中国作为业务发展的重点地区。伴随着消费者对智能家居的认知提升，以及国内居民生活水平的提升，未来国内智能家居渗透率具有巨大潜力，需求景气度有望持续提升。同时随着公司募投项目的建设，新建产能将逐步释放、线下直营网点逐步建立，公司未来业绩成长空间巨大。

## 与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司收入体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 公司本身由于在境外市场多年为一线品牌代工的技术积淀，在智能家居生产、设计和研发方面有着丰富的经验。同时公司重视研发、能够实现核心配件的自主供应，与成品产品有高度的协同作用。因此公司不论是在成本优化，还是在快速响应市场方面，都表现十分亮眼。
- 2) 目前公司下游以大型智能家居品牌商为主，客户多分布于欧美地区。未来随着国内智能家居渗透率水平的不断提升，叠加公司在国内市场自主品牌方面的多方布局，公司将迎来下游需求的快速增长，业绩成长空间较大。
- 3) 公司目前产能利用率接近 100%，随着募投项目的建成，公司将打开产能天花板。未来公司在 ODM 业务方面可以继续深入与国际一线品牌客户的合作，自主品牌方面可以深入境内外市场，满足下游需求的增长。

## 目录

公司分析：智能家居行业龙头，深耕美国市场十余年	6
公司概况：双轮驱动的智能家居龙头	6
财务分析：海外需求景气度高，公司业绩快速增长	7
公司治理：实控人持股比例高，管理层行业经验丰富	9
行业分析：智能家居空间广阔，份额有望向头部集中	10
市场规模：海外智能家居渗透率领先，国内处于发展初期	10
行业趋势：全球市场持续扩容，中国需求潜力巨大	11
行业格局：智能家居集中度低，龙头企业成长空间大	13
未来成长：多年运营奠定发展基础，募投项目打开产能空间	14
设计研发：重视技术研发，全方位打造优秀产品力	14
品质管控：打造垂直一体化产业链，质量管理业内领先	15
产能布局：产能布局顺应行业趋势，强化全球供应能力	16
客户结构：绑定国际一线家居零售商，共享行业成长红利	17
募投项目：打开产能天花板，逐步打造国内营销网络	19
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
估值与投资评级	21
风险提示	21

## 表目录

表 1：公司部分在研产品储备	15
表 2：公司部分产品获得欧美认证	16
表 3：公司与头部客户合作时间较长	19
表 4：公司业绩与盈利预测（百万元）	21
表 5：可比公司 EPS 及估值对比	21

## 图目录

图 1：公司主要发展历程	6
图 2：公司智能家居产品矩阵	6
图 3：2018-2020 年公司主要业务收入变动情况（百万元）	7
图 4：2020 年公司分产品收入结构情况	7
图 5：2017-2020 年公司前五大客户收入占比变动情况	7
图 6：2020 年公司营业收入区域分布情况	7
图 7：2017 年-2021H1 公司营业收入变化（百万元）	8
图 8：2017-2020 年公司主要产品收入结构变化	8
图 9：2018-2020 年公司主要产品产量和产销率（万套）	8
图 10：2018-2020 年公司主要产品单价变化情况（元）	8
图 11：2017 年-2021H1 公司毛利率变化情况	9
图 12：2017 年-2021H1 公司期间费用率变化情况	9
图 13：2017 年-2021H1 公司净利润增长情况（百万元）	9
图 14：2017 年-2021H1 公司 ROE 变化情况	9
图 15：公司股权结构图（截止到 2021 年 8 月 26 日）	10
图 16：公司的智能沙发可充电、收纳	10
图 17：公司的电动床随心选择躺倒角度	10
图 18：近年来全球智能家居产品市场规模	11
图 19：2020 年全球主要地区功能沙发市场规模占比	11
图 20：智能家具产品实现三阶段的自我迭代	11
图 21：全国居民人均可支配收入水平不断提升	11
图 22：2009-2020 年全国城镇化率逐年提升（%）	12
图 23：2020 年城镇与农村居民可支配收入对比	12
图 24：全球功能性沙发市场规模增长情况	12
图 25：美国智能电动床市场规模增长情况	12
图 26：2021-2025 年中国智能沙发市场规模（亿元）	13
图 27：2021-2025 年中国智能电动床市场规模（亿元）	13
图 28：家居公司沙发收入及占全球功能性沙发规模（百万元）	13

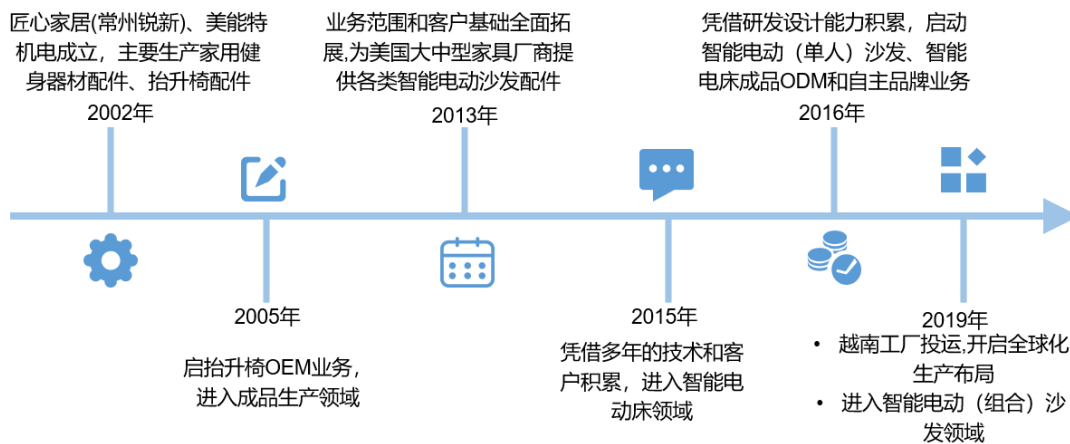
图 29: 2020 年智能电动床主要公司及市占率 (百万元)	13
图 30: 2019 年美国家具零售商龙头收入情况 (百万美元)	14
图 31: 美国家居行业各品类零售额增长预计 (亿美元)	14
图 32: 公司及同行业可比公司研发投入对比	14
图 33: 公司所获得核心技术	14
图 34: 公司获得高新技术企业、两化融合等证书	16
图 35: 公司使用机器人设备生产	16
图 36: 2020 年主要国家对美国家具出口额	17
图 37: 公司越南子公司组织架构图	17
图 38: 公司越南工厂一期	17
图 39: 公司智能电动床产能出货金额占比 P394	17
图 40: 公司与美国家具零售商龙头建立 ODM 合作	18
图 41: 公司自主品牌覆盖美国家具零售商龙头	18
图 42: 公司长期稳定的下游合作伙伴	18
图 43: 美国拉斯维加斯家具展覆盖众多家居品牌	18
图 44: 公司 IPO 募投项目投资概况	20
图 45: 公司智能工厂建设项目新增产品产能/万套	20

## 公司分析：智能家居行业龙头，深耕美国市场十余年

### 基本概况：双轮驱动的智能家居龙头

公司主要从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售，2002年成立以来秉承“让智能家居奢而不贵、无所不在”的使命，深耕美国、欧洲等海外市场。公司是全球智能电动沙发、智能电动床行业重要的 ODM 供应商，并拥有 MotoMotion、MotoSleep、HHC、Yourway 等具有一定国际知名度的自主品牌，实现 ODM、自主品牌两大业务布局。公司发展过程中不断拓展智能家居品类，2019 年开始投资越南工厂，2021 年登陆创业板，推动收入持续增长。

图 1：公司主要发展历程



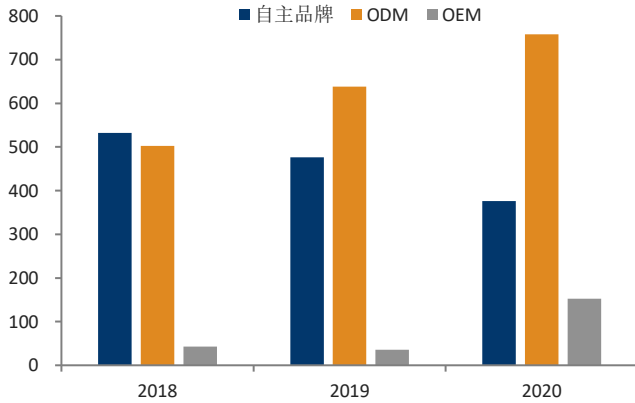
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司早期主要从事家居类产品配件的研发、生产和销售，此后逐步转型升级，由单纯代工转为自主研发设计、生产自主品牌，产品结构由配件为主转为成品为主，ODM、成品收入占比不断提升。2020 年公司 ODM、OEM、自主品牌业务收入为 7.58 亿元、1.52 亿元、3.76 亿元，智能电动沙发、智能电动床、智能家具配件收入为 7.73 亿元、2.70 亿元、2.44 亿元，2018-20 年收入结构不断优化。

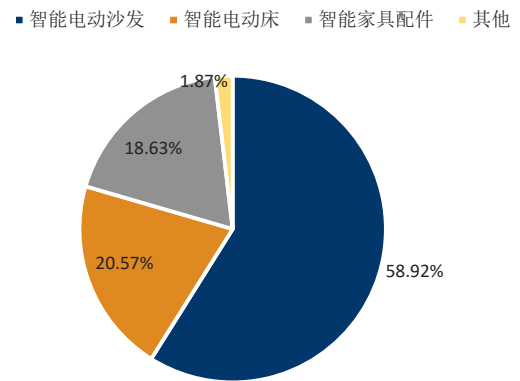
图 2：公司智能家居产品矩阵



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

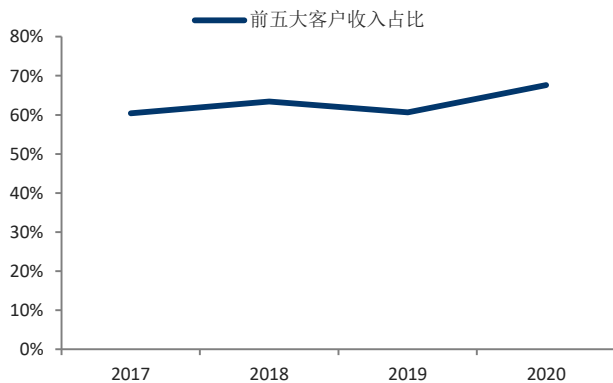
**图 3：2018-2020 年公司主要业务收入变动情况（百万元）**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

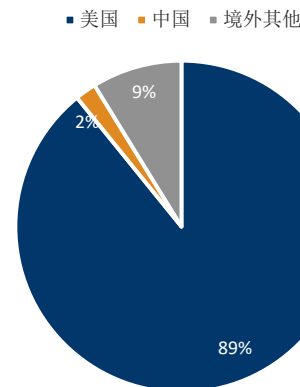
**图 4：2020 年公司分产品收入结构情况**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司产品以外销为主，美国为主要销售市场。2020 年公司境外收入占比为 97.40%，其中 91% 境外收入来自美国市场，并出口澳大利亚、法国、英国、意大利等国家。公司与国际主流家具企业建立长期战略合作关系，ODM 业务下游客户包括 Ashley Furniture、Bob's Discount、Badcock 等美国头部家具零售企业，成为重要的 ODM 供应商，自主品牌覆盖海外 HomeStretch、Mor Furniture、Jackson Furniture 等零售商，借助其渠道背书提高在终端市场知名度。公司客户集中度处于较高水平，2017-2020 年前五大客户收入占比均在 60% 以上，与头部客户合作关系稳定。

**图 5：2017-2020 年公司前五大客户收入占比变动情况**


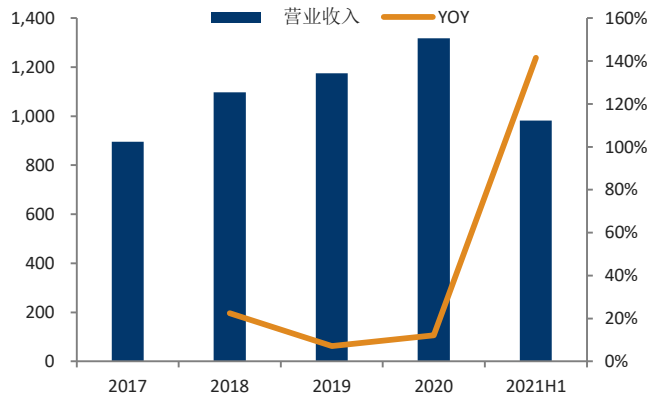
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**图 6：2020 年公司营业收入区域分布情况**


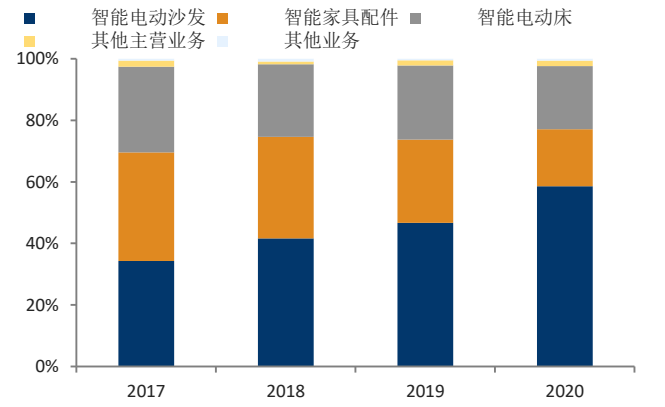
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

### 财务分析：海外需求景气度高，公司业绩快速增长

近年来公司收入呈快速增长趋势，智能电动沙发成为营收增长的主要驱动力。2020 年公司收入 13.18 亿元，2017-2020 年收入年均复合增速为 10.15%，其中智能沙发年复合增速高达 25.91%，收入占比由 2017 年的 34% 提升至 2020 年的 59%。相比之下公司智能电动床收入增长不明显，主要由于传统床型收入下降，产品结构优化，智能家居配件收入有所缩减，主要由于智能配件毛利率较低，公司将业务重心转向成品的研发和销售。2021H1 公司实现收入 9.82 亿元、同比增长 114.54%，海外消费高景气度推动公司收入快速增长。

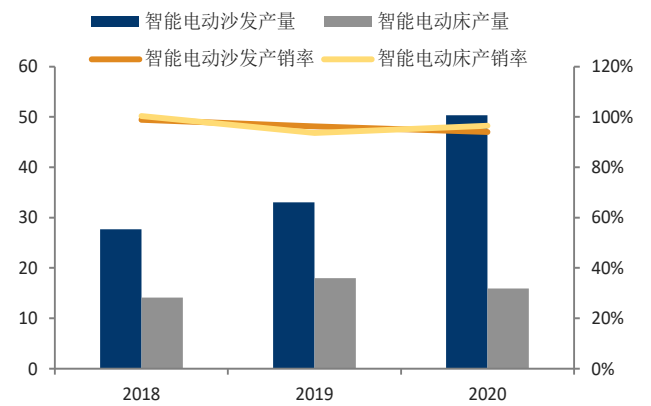
**图 7：2017 年-2021H1 公司营业收入变化（百万元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

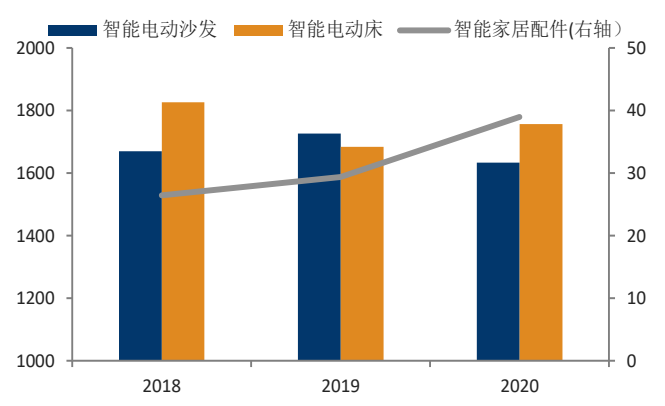
**图 8：2017-2020 年公司主要产品收入结构变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

量价拆分来看，近年来智能电动沙发销量持续增长，是收入增长的核心驱动力，2018-20 年智能电动沙发销量由 27.32 万张增至 47.30 万张。智能电动床产量则出现小幅波动，2018-20 年维持在 14-18 万件的水平，超薄床销量快速增长。2018-2020 年公司主要产品的产销率均在 95% 以上，处于较高水平。从产品价格来看，智能电动沙发价格先升后降，主要系汇率、关税以及产品结构变动的的影响。智能电动床价格先降后升但整体呈现下行趋势，主要系较低成本、体验升级、单价较低的超薄床和快运床销量占比提升，传统床型由于运输、收纳成本较高，销量逐年下降。

**图 9：2018-2020 年公司主要产品产量和产销率（万套）**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

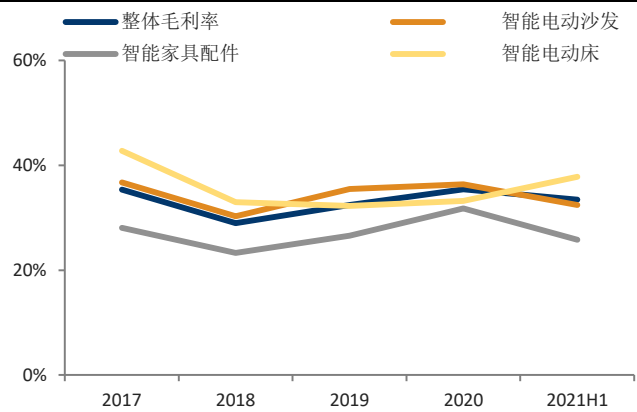
**图 10：2018-2020 年公司主要产品单价变化情况（元）**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

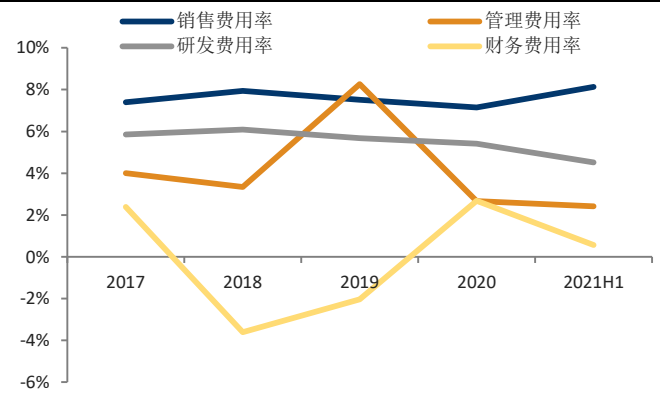
2017-2020 年公司毛利率与各项产品毛利率走势趋同，毛利率先下行后逐年提升。2018 年各产品毛利率有所下降，带动整体毛利率出现下行趋势。2018 年后公司产品持续升级，通过增加零部件自制、与供应商议价、改进生产流程等方式控制生产成本，且高毛利率电动沙发收入占比提升，整体毛利率持续增长。2021H1 公司毛利率同增 0.66PCT 至 33.46%。

2017-2020 年公司销售费用率基本处于下降趋势，主要由于公司加强费用管控，且收入规模持续提升。公司管理费用率波动较大，2019 年显著提升主要由于对核心员工实施股权激励、股份支付增加，2020 年公司收入增长、疫情期间社保费用减免，管理费用率降至正常水平。2018-20 年公司研发费用率持续下降，主要由于收入规模增长，公司持续增加研发投入，改进产品设计，实现产品的迭代升级。



**图 11: 2017 年-2021H1 公司毛利率变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 2017 年-2021H1 公司期间费用率变化情况**


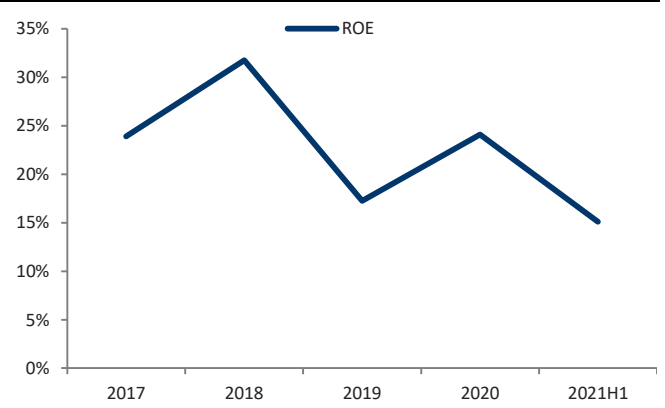
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017-2020 年公司净利润保持增长趋势, 2020 年实现净利 2.06 亿元、同增 82.05%。2019 年受管理费用率显著增长影响, 公司净利同比下滑, 2020 年公司毛利率提升、管理费用率下降, 净利恢复增长。2021H1 公司实现净利 1.50 亿元、同增 71.35%。

公司盈利能力强, 资产负债率处于较低水平, ROE 持续较高。2019 年受净利率下降影响, ROE 同比下降, 2020 年公司 ROE 增至 24.09%。

**图 13: 2017 年-2021H1 公司净利润增长情况 (百万元)**

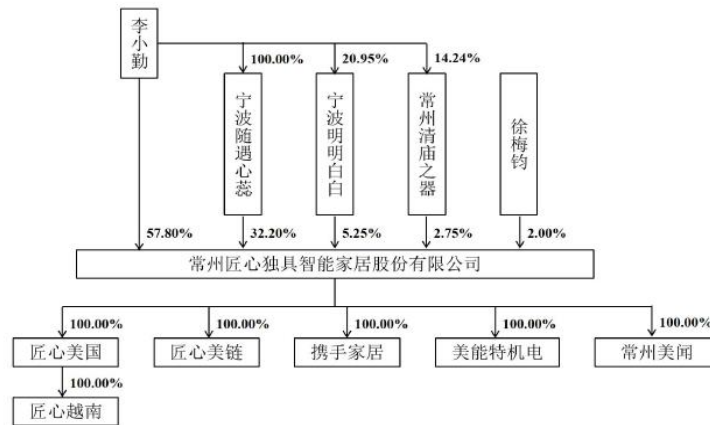

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 14: 2017 年-2021H1 公司 ROE 变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 公司治理: 实控人持股比例高, 管理层行业经验丰富

公司股权结构集中, 实控人掌控能力强。公司实际控制人、控股股东为李小勤女士, 截止到 2020 年 6 月 30 日直接持股比例为 57.80%, 并通过宁波随遇心蕊企业管理合伙企业、宁波明明白白企业管理合伙企业、常州清庙之器企业管理合伙企业等分别间接持股 32.20%、1.08%、0.39%。发行前实际控制人合计持股比例为 98.00%。对公司决策控制能力较强。

**图 15: 公司股权结构图 (截止到 2021 年 8 月 26 日)**


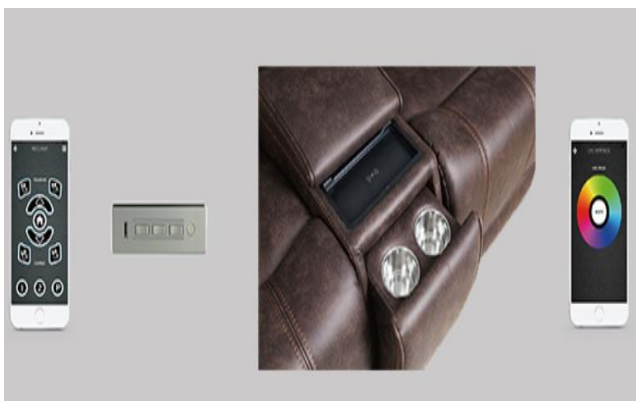
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司管理层具有丰富的行业经验与扎实的专业知识, 是公司技术水平持续提升, 产品不断发展的重要力量。董事、副总经理 Liu Chih-Hsiung 拥有 12 年家具设计及研发的行业经验, 曾担任多家公司设计研发高管, 对家居产品外观设计、内外结构研发、材料应用、工程转化经验丰富。董事、副总经理徐梅钧具有 18 年表面处理、钣金和自动化设备设计、制造和管理经验, 同时负责生产技术质量中心、生产服务中心等技术业务工作。公司积极引进外部优秀员工, 2019 年 10 月、2020 年 5 月引进在产品的设计、研发、制造等方面经验丰富的孙军涛、蒋海国等核心技术人才。

## 行业分析: 智能家居空间广阔, 份额有望向头部集中

### 市场规模: 海外智能家居渗透率领先, 国内处于发展初期

智能家居融合技术与工艺, 强调智慧、个性、功能、舒适的家居空间。智能家居产品在传统家具的基础上, 通过计算机网络、机械、电子等先进技术, 赋予家具更为丰富立体的多功能, 提高用户使用体验, 提供更高的便捷性与舒适性。目前智能沙发、智能床为智能家居的核心产品, 可以根据使用者不同的需求, 精确调整座椅尺寸、坐卧角度、座椅材质、软硬度, 结合人体工学, 为使用者提供头、颈、肩、腰、臀、腿部位的放松和舒适的用户体验。此外, 智能家居还融入消费者的生活场景, 提供了无线充电、蓝牙音响、杂物收纳、USB 接口等功能, 全方位打造智能体验。

**图 16: 公司的智能沙发可充电、收纳**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

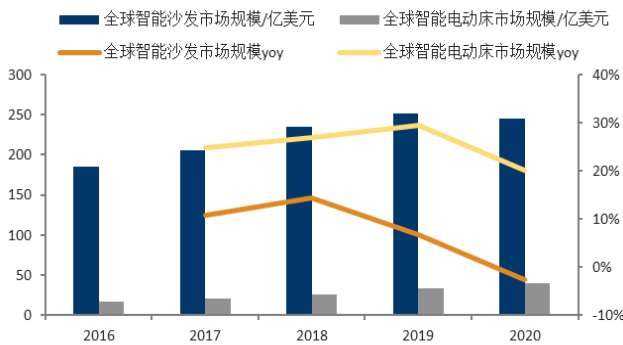
**图 17: 公司的电动床随心选择躺倒角度**


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

全球智能家具行业蓬勃发展，海外市场渗透率较高。据智研咨询数据，全球智能沙发、智能电动床市场规模由 2016 年的 185.47/16.49 亿美元，提升到 2020 年的 244.73/40.58 亿美元，年复合增长率为 7.18%/25.25%。2020 年受肺炎疫情影响，全球智能沙发市场规模有所下降。

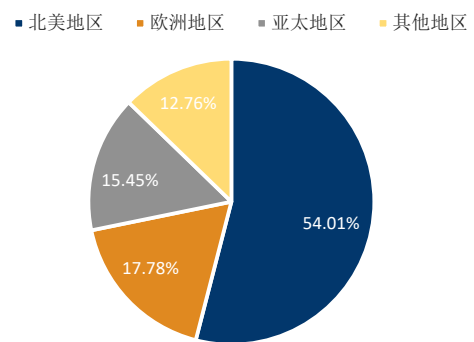
从地区来看，目前欧美地区为智能家具的核心消费市场，当地居民消费水平高，消费理念较为成熟。欧美国家是智能电动沙发和智能电动床的发源地，相关产品渗透率较高。智研咨询数据显示 2020 年全球功能沙发市场规模中北美、欧洲地区占比为 54.01%、17.78%，智能电动床市场同样以欧美国家为主。

图 18: 近年来全球智能家居产品市场规模



资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 19: 2020 年全球主要地区功能沙发市场规模占比

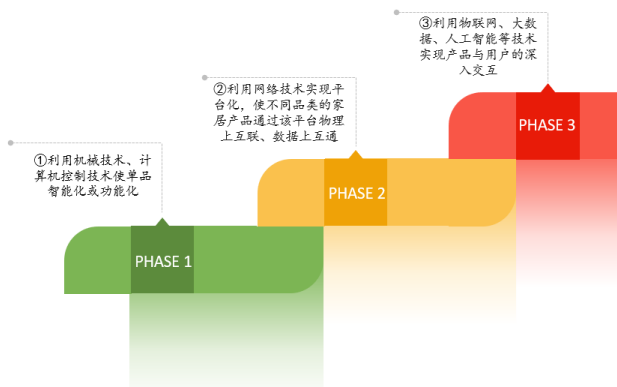


资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

## 行业趋势：全球市场持续扩容，中国需求潜力巨大

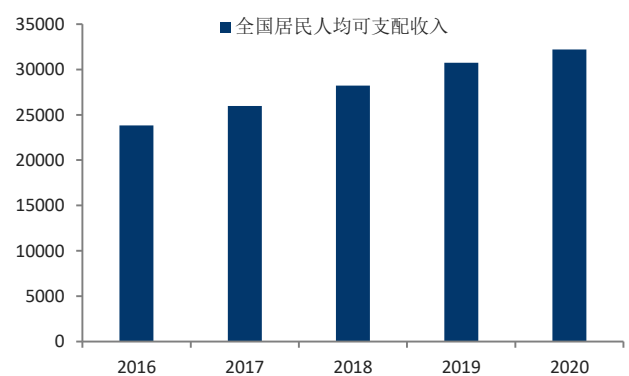
动力一：产品智能化程度的日益提升，叠加消费升级趋势，助力智能家居市场持续扩容。一方面，智能家具产品已经逐步实现了三阶段的升级迭代，从最初的利用计算机、机械技术来改善产品的舒适性，到中期通过网络平台实现远程操控，再到后期的利用大数据与人工智能，获取和学习用户行为，实现产品与用户的深入交互，并提供安保检测、健康管理等高品质功能。家居产品智能化水平提升有助于获得更多消费者认可。另一方面，海外及国内消费持续升级，居民购买力提升，消费理念也从价格导向型转变为对产品的品质、质量、使用体验更为关注，传统家居消费逐步向智能家居升级。此外智能电动沙发、电动床等早期是为方便老年人生活而发明的，全球人口老龄化程度加剧也推动需求增长。

图 20: 智能家具产品实现三阶段的自我迭代



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

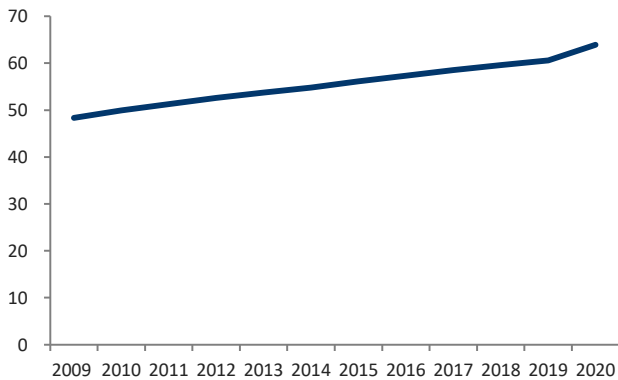
图 21: 全国居民人均可支配收入水平不断提升



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

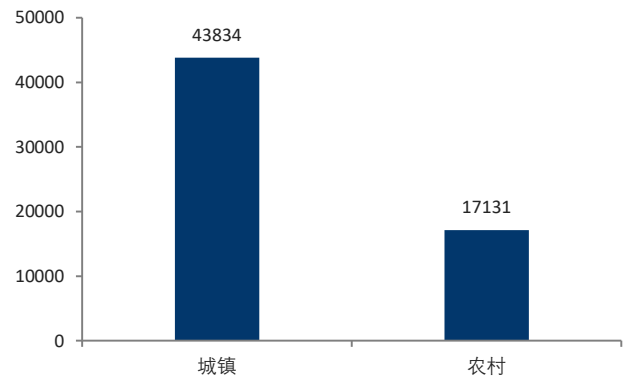
动力二：我国城镇化进程持续，为智能家具提供庞大需求潜力。目前智能家居消费以海外市场为主，近年来我国城镇化水平持续提升，2020年城镇化率已达到63.89%。一方面，城镇人口的可支配收入、消费水平相对较高，2020年城镇人口人均可支配收入达到43834元，城镇人口增加将导致对新住房配备的家具的购置需求增加，推动家具需求增长；另一方面，城镇居民对时尚与品质更加敏感，在家具的选择方面，也更注重家具的品牌、质量以及科技性，更愿意选择智能家居产品。

图 22：2009-2020 年全国城镇化率逐年提升（%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

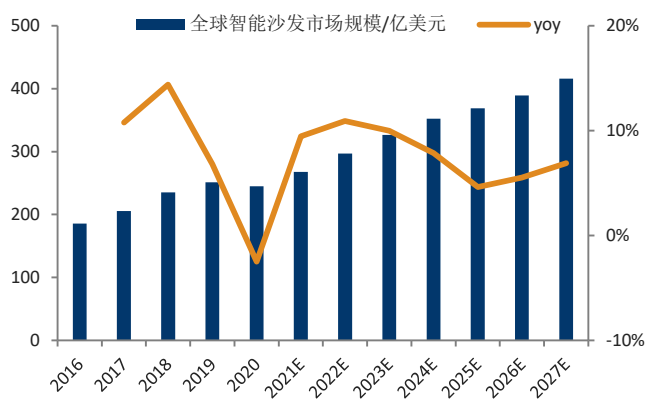
图 23：2020 年城镇与农村居民可支配收入对比



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

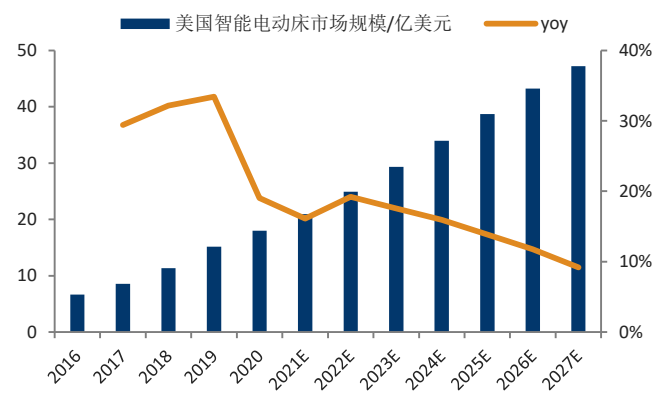
综上，我们预计智能家居行业海外市场将持续扩容，推动国内代工行业增长。目前欧美智能家居产品渗透率相对较高，但整体市场规模仍有成长空间，消费者更加追求居家舒适体验，更多人将使用功能性、便利性、舒适性优势更为明显的智能家具。2021 年全球疫情持续、货币宽松环境下欧美消费者居家时间延长，且消费能力增强，对家居用品需求快速增长。据智研咨询预测，海外功能性沙发、电动床市场规模预计将持续增长，2027 年全球功能性沙发市场规模将达 415.97 亿美元，美国智能电动床销售额将达 47.19 亿美元。海外需求持续增长将推动国内智能家居代工企业成长。

图 24：全球功能性沙发市场规模增长情况



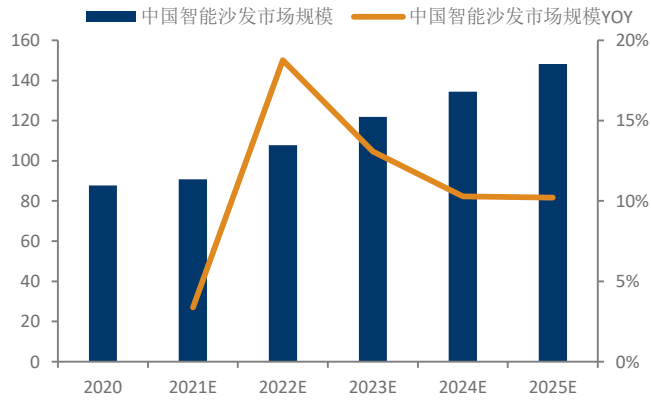
资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 25：美国智能电动床市场规模增长情况

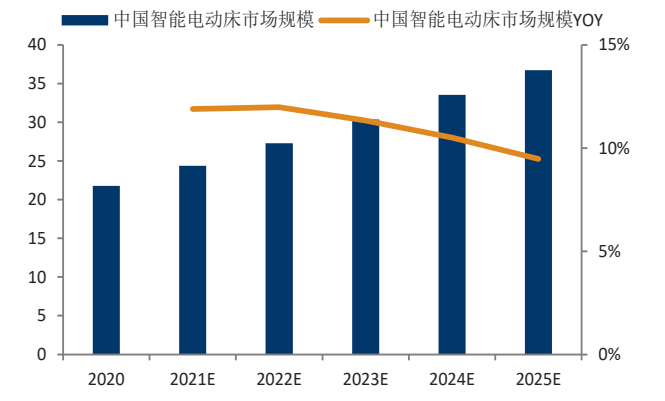


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

国内智能家居产品消费发展潜力巨大，将成为行业长期扩张驱动力。目前中国智能电动沙发、电动床等产品处于低渗透率的发展早期，尤其低线市场尚未大规模普及，消费者认知度处于较低水平。2020 年中国功能性沙发市场渗透率为 15.9%，较 2011 年增长 7.8PCT，仍处于较低水平。未来随着城镇化率不断提升、家居消费持续升级，且老年人口占比不断提高，智能家居产品市场规模将持续扩大。据智研咨询预测，2025 年中国智能沙发和智能电动床市场规模有望达到 148.2 亿元、36.74 亿元，2020-25 年复合增速为 10.30%、8.57%。

**图 26: 2021-2025 年中国智能沙发市场规模 (亿元)**


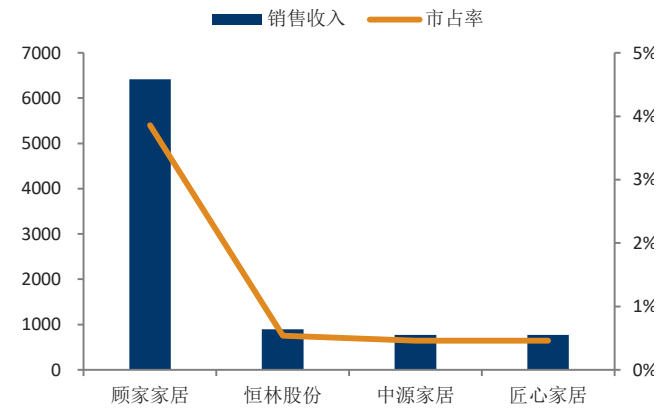
资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

**图 27: 2021-2025 年中国智能电动床市场规模 (亿元)**


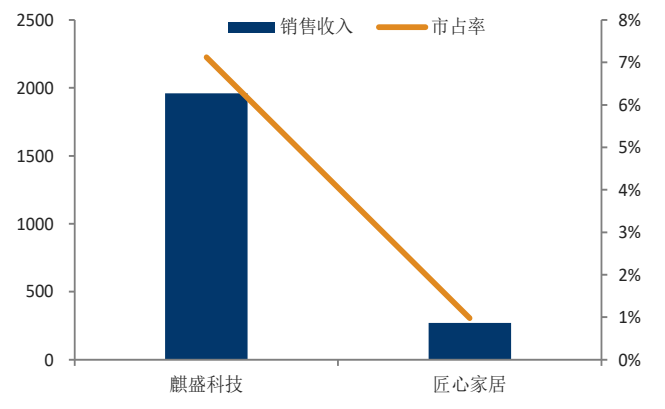
资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

### 行业格局: 智能家居集中度低, 龙头企业成长空间大

从行业格局来看, 智能家居行业集中度低, 国内龙头市场份额有较大提升空间。以智能电动沙发为例, 2020 年全球功能性沙发市场规模为 244.73 亿美元, 由于产品具有非标品属性, 融合现代技术、创新创意、传统制造等方面知识, 且龙头企业发展时间较短, 目前集中度处于较低水平。2020 年国内家居公司敏华控股、中源家居、顾家家居、匠心家居沙发品类收入为 99.09 亿元、7.68 亿元、64.13 亿元、7.73 亿元, 占全球功能性沙发市场规模均低于 5%。考虑多数公司以传统非功能性沙发为主, 智能电动沙发龙头收入规模及市占率将低于测算水平。智能电动床行业龙头市占率同样处于较低水平。

**图 28: 家居公司沙发收入及占全球功能性沙发规模 (百万元)**


资料来源: Wind, 智研咨询, 信达证券研发中心

**图 29: 2020 年智能电动床主要公司及市占率 (百万元)**


资料来源: 公司招股说明书, Wind, 信达证券研发中心

从海外市场来看, 头部家居零售商销售额占比较高, 市场格局较为稳定。据《今日家具》统计, 2019 年美国前 100 名家具店销售额连续 10 年保持增长, 合计销售额占全行业 85%, 较 2018 年增长 7PCT, 集中度处于较高水平。成熟市场格局中头部家具品牌增长较为稳定, 在迎合消费变化趋势、优化渠道结构、升级产品品类等方面拥有优势, 2019 年全美前 10 大家具零售店有 7 家收入同比增长。分品类来看, 《今日家具》预计美国沙发类产品消费将保持较快增速, 预计 2025 年固定沙发/沙发床、移动沙发零售额将达 219 亿美元、68 亿美元, 2020-25 年复合年增速为 25.1%、23.6%, 组合沙发、活动沙发、功能沙发等更受到消费者认可。

海外家居零售商销售规模持续扩张, 国内家居制造企业收入有望保持增长。国内头部家居制造商与海外渠道商建立了长期、稳固的合作关系, 提供设计、生产等服务, 在疫情背景下中

小企业生存发展遇到困难，而海外渠道商需求景气度较高，订单进一步向国内头部制造商集中，未来国内家居制造企业收入有望保持增长。

图 30: 2019 年美国家具零售商龙头收入情况 (百万美元)

商店	2019	2018	增长率
爱室丽家居	\$4961	\$4536	9.4%
宜家	\$3310	\$3220	2.8%
威廉姆斯·索诺玛	\$3260	\$3100	5.2%
Mattress Firm	\$3139	\$3270	-4.00%
Rooms To Firm	\$2560	\$2560	0
RH	\$2355	\$2135	10.30%
Berkshire Hathaway furniture division	\$2069	\$2096	-1.3%
Sleep Number	\$1688	\$1518	11.20%
必乐透	\$1636	\$1475	10.90%
Bob's Discount Furniture	\$1612	\$1434	12.40%

资料来源:《今日家具》, 信达证券研发中心

图 31: 美国家居行业各品类零售额增长预计 (亿美元)

品类	2020年	2025年	增长率
固定沙发/沙发床	\$175	\$219	25.1%
寝具	\$170	\$209	22.9%
主卧室	\$119	\$148	24.4%
娱乐家具	\$76	\$94	23.7%
正式餐厅家具	\$74	\$92	24.3%
青年卧室、客卧	\$67	\$84	25.4%
休闲桌	\$61	\$75	23.0%
休闲餐桌	\$60	\$74	23.3%
书桌	\$55	\$69	25.5%
移动沙发	\$55	\$68	23.6%

资料来源:《今日家具》, 信达证券研发中心

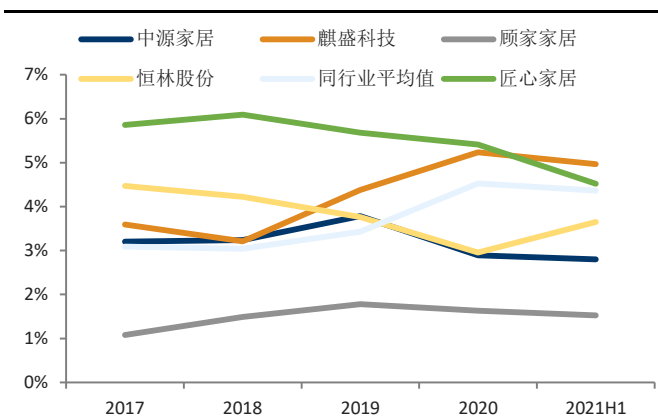
## 未来成长: 多年运营奠定发展基础, 募投项目打开产能空间

公司致力于成为国际知名的智能家居龙头, 未来将以国际市场为基础, 加强自主品牌销售、ODM 代工两大业务, 并加大国内市场拓展力度, 在线上、线下渠道打造优质智能家居品牌。公司经过多年经验积累, 拥有研发设计创新、产业链一体化、全球产能布局、客户资源拓展等优势, 未来将借助 IPO 募投项目不断扩张产能, 推动收入持续增长。

## 研发设计: 重视技术研发, 全方位打造优秀产品力

研发投入行业领先, 技术成果丰硕。公司重视技术创新研发, 2017-2020 年研发费用处于行业领先水平, 研发范围广泛, 覆盖电机、电控装置、机构件等核心配件, 形成内部垂直供应链整合。公司拥有多项核心技术, 内部设计团队与国际客户合作设计团队合作, 每季度推出新产品, 满足客户需求。公司及子公司美能特机、携手家居被评为高新技术企业, 并获得“江苏省认定工业设计中心”、“江苏省认定企业技术中心”等称号, 被认定为“江苏省软体家居智能化集成工程技术研究中心”, 截止 2020 年末获得 165 项境内外专利, 其中 8 项发明专利。

图 32: 公司及同行业可比公司研发投入对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33: 公司所获得核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	技术所处阶段
1	分体结构的智能电动床	自主研发	大批量生产
2	可折叠包装的智能电动床	技术引进	大批量生产
3	适合快递运输的智能电动床	自主研发	大批量生产
4	超薄智能电动床	技术引进	大批量生产
5	智能电动沙发的头靠腰托机构	技术引进	大批量生产
6	智能电动沙发及智能电动床的 APP 控制系统	自主研发	大批量生产
7	智能电动沙发及智能电动床的语音控制系统	自主研发	大批量生产

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司积极与外部机构合作提高研发设计水平。2014 年公司与英国智能家居设计机构 A 公司

签署协议，共同进行研发合作，由 A 机构提供原创设计、产品开发等服务，双方优势互补、产业协同。此外公司加强与境内外研发机构、高等院校合作，借助外部优势资源共同开发产品、技术、工艺，提升自身创新能力。

公司从成品到核心配件的一体化研发覆盖，不断拓展自身产品矩阵。1) 从深度来看，公司注重成品与核心配件之间的协同性，研发过程覆盖了从成品的研发设计，到核心配件的开发制造、生产工艺与质量检测。一体化的协同研发模式提高了产品研发的成功率，更快、更好地响应消费者及下游品牌商对产品性能的需求。2) 从广度来看，公司不断拓展自身产品，丰富产品线。从沙发品类来看，在单人沙发的基础上，拓展了组合沙发品类，成为了 2019 年的业绩增长点；在电动床领域，公司推出超薄床，由于其性价比高、方便收纳等特点，深受消费者喜爱。公司目前在进行多项技术研发，预计未来将推出更多有竞争力的智能家居产品，满足消费者需求。

**表 1：公司部分在研产品储备**

序号	项目名称	主要内容	目前进展	行业水平对比
1	尽早实现 5G 技术在智能电动沙发及智能电动床上的运用	1. 可帮助减少延迟、节省能源 2. 可长期降低使用成本 3. 可大大改善用户的体验和满意度 4. 可让长期的粉丝用户有着强烈的“拥有”自豪感。	研发阶段	行业先进
2	智控云操作系统在智能电动沙发及智能电动床上的运用	1. 结合线下模块及云端大数据 2. 透过语音、无线网及蜂窝移动通信技术 3. 对智能家居进行一站式整合 4. 可大大改善用户的体验和满意度：	研发阶段	行业先进
3	用户使用记录系统在智能电动沙发及智能电动床上的运用	1. 仅在得到用户充分授权后使用 2. 帮助用户监测产品使用情况及由此反映出来的身体及健康状况 3. 与用户充分共享所有和他本人有关的数据及信息，帮助用户建立完整的档案 4. 本者为用户着想，为用户寻找最佳方案的宗旨，确保该系统先为用户服务，始终为用户利益着想。	研发阶段	行业先进
4	智能活血按摩系统在智能电动沙发及智能电动床上的运用	1. 特别适合久坐或久卧的病人、老人 2. 根据需要，可选择不间断或定时的活血按摩，有效帮助化淤 3. 本系统狭长、扁平，不会占据很多空间 4. 力争同时做到（床）的舒适、美观和便利。	研发阶段	行业先进
5	智能电动可收缩陪护床	1. 白天不用时可完全收缩，靠智能电动操作 2. 完全延展时，力争同时做到舒适、美观、耐久及便于清洗 3. 保障了陪护人员的休息与睡眠，有助于（她们）更好地照顾患者或老人 4. 帮助维护、改善了病房、护理房的整洁、有序	研发阶段	行业先进

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## 品质把控：打造垂直一体化产业链，质量管理业内领先

公司智能家居产品在传统家具基础上，结合电机、机械、网络等技术，具有电力驱动下的姿势调整、电动按摩、智能控制等功能，多种技术融合使得产品具有较大的多样性和复杂性，生产制造具备一定的技术门槛。公司作为行业龙头具有垂直产业一体化优势，控制产品生产成本，确保产品质量安全，从而进入品牌客户供应链，满足终端消费需求。

公司打造内部垂直整合的供应链体系，具有智能家居成品生产和组装能力，并拥有完整的电机、电控、机构件等核心配件的研发、生产能力，全产业链自主可控，既可控制生产成本，又能够实现生产环节全程质量跟踪，确保产品质量及安全性。公司积极应用智能化、柔性化生产，引进自动化设备，提高生产效率，降低生产成本。

**图 34: 公司获得高新技术企业、两化融合等证书**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**图 35: 公司使用机器人设备生产**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

在质量保障方面, 公司对产品的生产环节进行实时质量控制, 为保证产品质量, 会进行多项极限疲劳测试, 同时对机电电控也施以多重检测, 来保证产品性能。公司对产品研发、生产、检验、销售等环节实施标准化管理和控制, 成功通过 ISO9001:2015 国际质量管理体系认证, 并有多款产品获得 UL、GS、CE 等欧美市场广受认可的质量安全认证, 从而加强与客户合作粘性, 提升品牌在国内外市场影响力。截至 2020 年底公司拥有国际质量认证证书 29 份, 涉及产品型号超过一百种。

**表 2: 公司部分产品获得欧美认证**

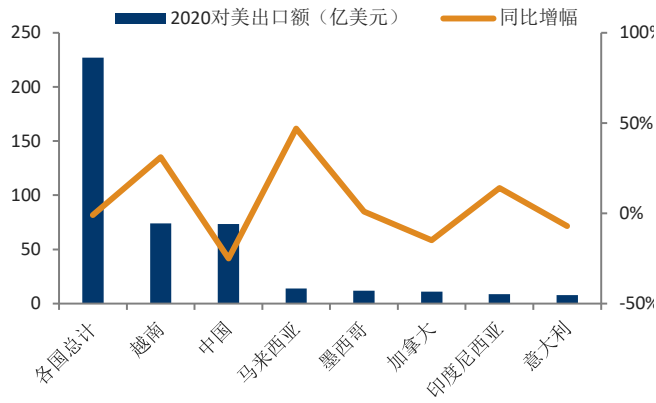
产品类别	证书类型
遥控器(Control Wand)	UL、FCC
设备控制器(ApplianceControls)	UL、CE
动作传感器(Motion Sensor)	UL
LED 杯托(LED 杯 Holder)	UL
遥控器(WirelessWand)	UL、FCC
USB 接口 (USB Port)	UL
LED 连接器(LED Connector)	UL
控制盒(Control Box)	UL、FCC、CE
机构件、电机、电控组合(Full Kit with Mechanisms, Motors and Electronics)	UL、CE
按摩加热系统(Massage and Heating System)	UL
无线充电器(WirelessCharger)	FCC、UL
电机(Motor)	TUV、CE、UL

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

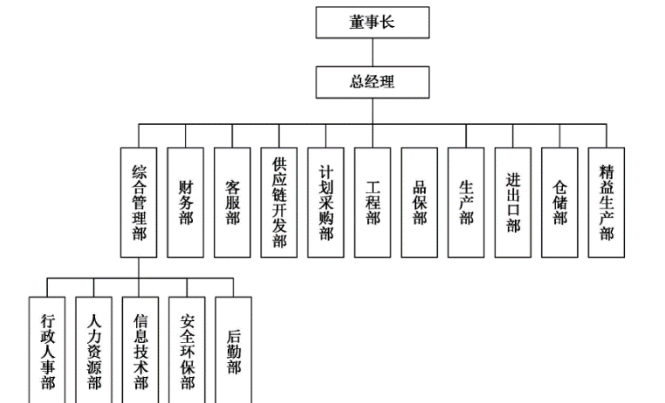
### 产能布局: 产能布局顺应行业趋势, 强化全球供应能力

近年来随着国内劳动力成本上涨、海外贸易政策风险加大、经济结构转型升级, 国内家居产能逐步向东南亚转移以控制成本, 海外品牌客户也推动国内 ODM 供应商产能转移。2020 年越南对美家具出口金额为 74 亿美元, 同比增长 31%, 首次超越中国成为对美第一大家具出口国。公司积极顺应产业趋势, 2019 年越南工厂投入运营, 开启全球化生产布局。目前越南基地已实现大批量出货, 初步形成本土员工与中国员工搭配的国际管理团队, 建立完整的生产管理和质量检测体系, 承接生产任务并成为对美销售渠道之一。



**图 36: 2020 年主要国家对美国家具出口额**


资料来源：家居微观察，信达证券研发中心

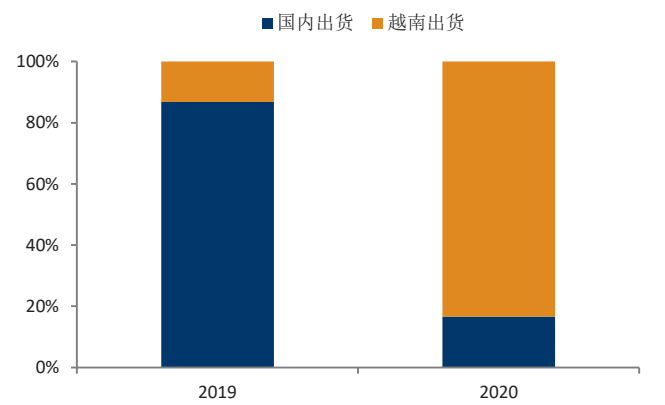
**图 37: 公司越南子公司组织架构图**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2020 年内以来越南对美国出口家具无需加征关税，且当地政府发布所得税优惠政策吸引投资，因此越南子公司产能快速投放，其中智能电动床制造工艺相对简单、适合当地劳动力生产，因此公司智能电动床越南出货占比由 2019 年 13.20% 快速提升至 2020 年 83.33%。此外越南子公司也承接了大客户 Ashley Furniture 组合沙发等产能。匠心越南子公司自 2020 年起开始享受“两免四减半”所得税优惠政策，强化盈利能力。未来公司将不断扩大越南产能，承接更多客户订单，推动收入增长。

**图 38: 公司越南工厂一期**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 39: 公司智能电动床产能出货金额占比 P394**


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

### 客户结构：绑定国际一线家居零售商，共享行业成长红利

建立丰富稳定的客户资源，与国际一线家居零售商持续合作。公司智能电动沙发、电动床产品具有优良的口碑、性能和质量控制水平，与多家国际知名品牌建立长期稳定的合作关系，包括 Ashley Furniture、Pride Mobility、HomeStrech、Bob's Discount、Flexsteel 等中高端家具零售商。在《Furniture Today》杂志公布的 2019 年度全美零售额前 100 家家具零售商中，有 11 家与公司建立 ODM 业务合作关系，其中前 10 家零售商中有 3 家建立合作。此外 2019 年度全美前 100 家家具零售商中，公司自主品牌成品覆盖 15 家客户，其中前 10 家中覆盖 2 家，借助优势渠道资源提升品牌在海外市场知名度。

**图 40: 公司与美国家具零售商龙头建立 ODM 合作**

ODM 客户名称	2019 年度全美零售额前 100 名家具零售商	2019 年度全美零售额前 10 名家具零售商	2019 年度全美出货量前 10 的家具厂商
Ashley Furniture	√	√	
Bob's Discount	√	√	
Flexsteel			√
Badcock	√		
Factory Direct	√		
American Signature	√		
Hooker Furniture			
Rooms To Go	√	√	
Raymours			
Mor Furniture	√		

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**图 41: 公司自主品牌覆盖美国家具零售商龙头**

自主品牌成品客户	2019 年度全美零售额前 100 名家具零售商	2019 年度全美零售额前 10 名家具零售商	自主品牌成品客户	2019 年度全美零售额前 100 名家具零售商	2019 年度全美零售额前 10 名家具零售商
R. C. Willey	√	√	Knoxville Wholesale	√	
Furniture Mart	√		Ashley Furniture	√	√
Kane's Furniture	√		Factory Direct	√	
City Furniture	√		American Signature	√	
Weekends Only Furniture Outlet	√		Steinhafels Furniture	√	
Roomplace	√		Haynes Furniture	√	

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

公司积极开拓销售渠道, 建立海外销售团队加强本地化服务。公司在美国组建国际化销售、管理团队, 定期与当地大型家具生产商、零售商沟通, 调查、了解消费者对智能家居产品需求, 获取市场信息, 并对已有客户进行服务, 及时响应客户需求。此外公司积极参与美国拉斯维加斯家具展、美国高点家具展等全球知名家具展会, 向潜在客户品牌商推介产品和服务, 拓展更多品牌商资源。

**图 42: 公司长期稳定的下游合作伙伴**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心整理

**图 43: 美国拉斯维加斯家具展覆盖众多家居品牌**


资料来源: 去展网, 信达证券研发中心整理

优良的品质把控与售后服务带来较强的客户粘性。欧美知名家具零售商对供应商资质有非常严格的审核程序和进入门槛, 在供应商生产管控、质量管理、售后服务、快速响应、全球供应等多方面都有严格要求。而供应商进入供应链体系后会与品牌商建立长期、稳定的合作关系。公司经过多年积累, 拥有国内领先的生产管控、售后服务、快速响应能力, 且越南产能不断扩张强化全球供应能力, 与头部品牌建立合作关系后稳定性强, 其中前十大客户合作历史较长, 供货关系稳定。

**表 3: 公司与头部客户合作时间较长**

客户名称	合作起始时间
Ashley Furniture	2015 年
Jackson Furniture	2011 年
HomeStretch	2014 年
Pride Mobility	2003 年
Bob's Discount	2016 年
Flexsteel	2014 年
Hooker Furniture	2013 年
American Signature	2016 年
Factory Direct	2016 年
R. C. Willey	2011 年
Mor Furniture	2015 年
Raymours	2017 年
Badcock	2019 年
Pal User Furniture	2016 年

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

### 募投项目: 打开产能天花板, 逐步打造国内营销网络

公司产能利用率处于较高水平, 高行业景气度下产能限制业绩增长。2018-2020 年公司智能电动沙发、电动床产能利用率多处于 100%左右, 产销率同样位于较高水平。近年来下游客户销售快速增长, 公司行业优势地位明显, 订单持续增加, 因此不断扩张产能, 推动整体收入增长。2021H1 货币宽松背景下海外家居消费进一步增长, 公司收入同比增长 114.54%, 需要快速扩张产能, 满足客户订单需求。

公司本次 IPO 募集资金投资项目包含新建智能家具生产基地、新建研发中心、新建营销网络等项目, 其中新建生产基地项目拟投资 7.89 亿元, 建设期为 3 年, 将增加 45 万套智能电动沙发、28 万套智能电动床、35 万套床垫, 较现有产能大幅增长, 员工人数、厂房面积也将显著提升。此外公司借助募投项目资金将积极引进先进设备, 提高自动化、柔性化生产水平, 降低生产成本。

**图 44: 公司 IPO 募投项目投资概况**

项目名称	投资金额/万元
新建智能家居生产基地项目	78859.9
新建研发中心项目	9757.4
新建营销网络项目	12230.4
合计	100847.5

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

**图 45: 公司智能工厂建设项目新增产品产能/万套**

指标	现有生产经营规模	募投项目设计规模
员工人数	3,348 人 (截至2020年12月31日)	2,258人 (新建智能家居生产基地项目) 113人 (新建研发中心项目) 180人 (营销网络建设项目)
厂房面积	143,441.02 平方米 (截至2020年12月31日, 含租赁厂房)	190,260.22平方米 (新建智能家居生产基地项目) 21340.44平方米 (新建研发中心项目) 11,700平方米 (营销网络建设项目)
产能	48.40万套智能电动沙发17.73万套智能电动床	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

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

研发中心建设项目提升公司在核心技术及设计方面领先优势。公司拟投资 9757.40 万元, 总建筑面积 2.13 万平米, 包括软体家居技术部、机构技术部、CNC 中心、测试中心等区域。研发中心将专注于智能家居产品及零部件的研发测试, 购置先进研发检测设备, 吸引高端人才, 提高公司的研发实力和企业市场竞争力。

公司打造国内优质销售渠道, 拓展自主品牌业务。公司将在 3 年内投入 1.22 亿元, 在常州、上海、北京、深圳等城市建设 27 家旗舰店及直营店, 拓展国内家居零售市场。公司设立营销网络管理部门, 负责直营店的开设、经营、改进。未来公司将加大力度进行品牌推广、口碑营销, 与国内知名家居品牌、家装企业、房地产企业合作, 将公司产品与全屋定制、精装修房屋嫁接, 打造智能家居领域领导品牌。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

我们预计:

1) 收入方面, 2021 年受益于疫情后欧美市场家居需求快速增长, 公司智能电动沙发、智能电动床销量快速增长, 原材料涨价推动产品价格有所提升, 公司收入增速相对较高。2022-2023 年公司持续扩张产能, 拓展国内外更多客户, 品牌知名度提升, 产品需求有望持续较快增长, 推动整体收入提升。

2) 毛利率方面, 2021 年由于上游原材料涨价幅度较大, 公司主要产品毛利率预计将同比下滑, 2022-2023 年预计原料涨价将会趋缓, 公司提升智能化生产水平, 加强成本管控, 毛利率有望企稳回升。

3) 费用率方面, 公司国内渠道布局逐步推进, 直营店数量增加, 预计销售费用率将保持增长, 公司收入持续扩张, 规模效应显现, 加强费用管控, 我们预计 2021-2023 年管理、研发费用率持续下降。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司收入为 18.91/24.35/29.69 亿元, 同增 43.5%/28.7%/22.0%, 归母净利为 2.66/3.37/4.15 亿元, 同增 29.3%/26.9%/22.9%, 看好未来业绩成长性。

**表 4: 公司业绩与盈利预测 (百万元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	1,175	1,318	1,891	2,435	2,969
增速	7.1%	12.2%	43.5%	28.7%	22.0%
归母净利润	113	206	266	337	415
增速	-17.9%	82.0%	29.3%	26.9%	22.9%
毛利率	32.5%	35.4%	31.9%	32.0%	32.2%
EPS	1.41	2.57	3.32	4.22	5.18

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 估值与投资评级

公司可比上市公司包括敏华控股、顾家家居、欧派家居、麒盛科技等家居龙头, 其沙发、电动床等家居产品收入占比较高, 我们预计公司 2021 年 EPS 为 3.32 元, 目前股价对应 22.49 倍 PE, 可比公司平均估值为 2021 年 24.50 倍 PE, 考虑到公司收入增长弹性更大、智能家居产品渗透率成长空间更高, 我们认为可以给予一定估值溢价, 合理估值为 2021 年 30 倍, 对应目标价为 100 元。

**表 5: 可比公司 EPS 及估值对比**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
1999.HK	敏华控股	12.78	419.29	25.56	20.88	16.54	13.69	0.50	0.61	0.77	0.93
603816.SH	顾家家居	65.19	412.17	48.65	24.69	19.86	16.20	1.34	2.64	3.28	4.02
603833.SH	欧派家居	137.50	837.58	39.63	31.26	25.72	21.66	3.47	4.40	5.35	6.35
603610.SH	麒盛科技	24.04	67.33	18.21	21.17	17.73	14.88	1.32	1.14	1.36	1.62
	行业平均			33.01	24.50	19.96	16.61				
301061.SZ	匠心家居	74.75	59.80	-	22.49	17.72	14.42	2.57	3.32	4.22	5.18

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2021 年 9 月 15 日收盘价; 敏华控股、顾家家居、欧派家居、麒盛科技为 wind 一致预期

我们采用相对估值法给予公司目标价 100 元, 看好公司短期业绩快速增长、长期成长空间较大, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

**新冠病毒疫情扩散风险:** 公司目前主要客户集中在美国市场, 疫情爆发对美国居民可支配收入和消费能力造成中长期影响, 为公司带来终端需求不达预期的结果。

**行业竞争加剧风险:** 沙发和床等家居市场空间巨大, 消费者教育充分, 竞争者众多。若未来消费者对智能电动沙发和电动床的接受程度无法持续提升, 公司将在与传统家具竞争中处于不利地位, 进而影响公司业务持续增长。

**原材料价格波动风险:** 公司钢材、填充材料等主要原材料主要受全球及国内大宗商品市场价格波动的影响, 如果未来原材料价格大幅上涨, 将可能为公司经营带来不利影响。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>913</b>	<b>1,179</b>	<b>2,931</b>	<b>3,290</b>	<b>3,740</b>
货币资金	486	626	2,103	2,159	2,366
应收票据	0	0	1	1	1
应收账款	179	172	256	339	401
预付账款	4	4	5	8	9
存货	213	280	424	590	717
其他	31	96	143	194	245
<b>非流动资产</b>	<b>143</b>	<b>165</b>	<b>350</b>	<b>515</b>	<b>660</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	107	121	191	241	291
无形资产	17	16	31	46	61
其他	19	27	127	227	307
<b>资产总计</b>	<b>1,056</b>	<b>1,344</b>	<b>3,281</b>	<b>3,805</b>	<b>4,400</b>
<b>流动负债</b>	<b>398</b>	<b>484</b>	<b>702</b>	<b>888</b>	<b>1,069</b>
短期借款	0	43	43	43	43
应付票据	145	141	212	272	331
应付账款	209	246	371	476	579
其他	44	55	77	97	116
<b>非流动负债</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	<b>401</b>	<b>490</b>	<b>708</b>	<b>894</b>	<b>1,075</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	655	853	2,573	2,910	3,325
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,056</b>	<b>1,344</b>	<b>3,281</b>	<b>3,805</b>	<b>4,400</b>

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,175	1,318	1,891	2,435	2,969
同比(%)	7.1%	12.2%	43.5%	28.7%	22.0%
归属母公司净利润	113	206	266	337	415
同比(%)	-17.9%	82.0%	29.3%	26.9%	22.9%
毛利率(%)	32.5%	35.4%	31.9%	32.0%	32.2%
ROE%	17.2%	24.1%	10.3%	11.6%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	1.41	2.57	3.32	4.22	5.18
P/E	0.00	0.00	22.49	17.72	14.42
P/B	0.00	0.00	2.32	2.05	1.80
EV/EBITDA	-3.63	-2.08	10.23	8.01	6.42

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>1,175</b>	<b>1,318</b>	<b>1,891</b>	<b>2,435</b>	<b>2,969</b>
营业成本	793	851	1,289	1,656	2,012
营业税金及附加	11	6	6	7	9
销售费用	88	94	151	207	267
管理费用	97	35	53	66	77
研发费用	67	71	95	122	140
财务费用	-24	35	-18	-16	-17
减值损失合计	-1	-2	-2	-2	-2
投资净收益	0	0	0	0	1
其他	-1	7	4	7	10
<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>231</b>	<b>318</b>	<b>399</b>	<b>490</b>
营业外收支	0	0	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>140</b>	<b>231</b>	<b>317</b>	<b>397</b>	<b>488</b>
所得税	27	26	51	60	73
<b>净利润</b>	<b>113</b>	<b>206</b>	<b>266</b>	<b>337</b>	<b>415</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>113</b>	<b>206</b>	<b>266</b>	<b>337</b>	<b>415</b>
EBITDA	134	280	383	482	569
EPS(当年)(元)	1.41	2.57	3.32	4.22	5.18

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	<b>112</b>	<b>237</b>	<b>327</b>	<b>360</b>	<b>492</b>
净利润	113	206	266	337	415
折旧摊销	16	20	85	105	105
财务费用	-11	50	3	3	3
投资损失	0	0	0	0	-1
营运资金变动	-10	-39	-30	-89	-34
其它	4	2	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-26</b>	<b>-89</b>	<b>-302</b>	<b>-302</b>	<b>-281</b>
资本支出	-26	-43	-272	-272	-252
长期投资	0	-46	-30	-30	-30
其他	0	0	0	0	1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-93</b>	<b>39</b>	<b>1,451</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
吸收投资	48	0	20	0	0
借款	0	42	0	0	0
支付利息或股息	-141	-1	-3	-3	-3
<b>现金流净增加额</b>	<b>6</b>	<b>147</b>	<b>1,477</b>	<b>56</b>	<b>208</b>

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监(主持工 作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工 作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。