

匠心家居 (301061)

全球智能电动沙发/床领域重要供应商，垂直一体化供应链打造匠心产品

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。公司成立于 2002 年，致力于智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产与销售，是全球智能软体家居行业重要的 ODM 供应商，同时也拥有 MotoMotion、MotoSleep 等自主品牌，业务覆盖中国、美国、澳大利亚、法国等多个国家，与 Ashley Furniture、Pride Mobility 等国际知名家具企业建立良好的长期合作关系。

21Q1-3 公司实现收入 14.9 亿元，同比+70.4%，归母净利润 2.36 亿元，同比+53.1%。2017-2020 年，公司营业总收入由 8.96 提升至 13.18 亿元，CAGR 为 13.8%，21Q1-3 营收规模达 14.9 亿元，同比+70.4%。2017-2020 年，公司归母净利润由 1.04 提升至 2.06 亿元，CAGR 为 25.6%，21Q1-3 实现 2.36 亿元，同比+53.1%。2021Q1-3 公司毛利率、净利率分别为 33.9%、15.9%，毛利率基本稳定，净利率总体呈提升态势。

智能电动沙发业务高速增长，智能电动床业务稳健发展。智能电动沙发为公司核心产品，2017-20 年营收 CAGR 为 36.0%，21H1 实现收入 6.90 亿元，同比+196.2%，占收入比为 70.3%。智能电动床业务总体较为稳定，21H1 实现收入 1.29 亿元，同比+9.9%。21H1 智能家具配件营收占比下降至 13.9%，主要为公司调整产品结构，配件业务优先保障成品生产需求，对外销售减少。**公司立足海外市场，外销占比 95%以上，其中美国为最大市场。**2017-2020 年，公司境外主营业务收入由 8.50 提升至 12.84 亿元，CAGR 为 14.7%。2018-2020 年，公司外销收入占比均在 95%以上，其中 20 年美国地区占总营收比为 88.7%。

全球功能沙发市场规模近 250 亿美元，电动床市场超 40 亿美元，国内市场仍处于低渗透红利期。欧美地区是当前功能沙发、电动床的主要消费地区，美国功能沙发市场已较为成熟，电动床市场处于快速增长时期；2019 年国内功能沙发市场渗透率约为 4.4%，处于快速发展阶段，而电动床市场仍处于认知度提升阶段，消费者教育尚需时间，未来伴随消费升级与人口老龄化趋势，国内智能沙发/床市场规模有望快速提升，前景广阔。

公司深耕美国市场多年，客户资源丰富，ODM 业务持续增长。2019 年美国零售额排名前 100 的家具零售商中，公司与其中 20 家都建立了良好的合作关系。公司拥有 OEM、ODM 和自主品牌三种经营模式，其中 ODM 业务 20 年实现营收 7.58 亿元，17-20 年 CAGR 为 30.76%，增长迅速，占主营收入比上升至 20 年的 57.8%。

打造内部垂直一体化供应链，海外产能布局应对贸易摩擦风险。公司具备电机、电控、机构件等核心配件自制能力，形成内部垂直整合的供应链体系，有效降低成本、加强品控，提升公司整体研发效率。公司于 2019 年在越南建厂，有效减轻关税影响，截至公司上市时，越南匠心已成为越南家具行业出口排名前十的工厂。

研发投入行业领先，以差异化打造产品竞争优势。公司研发费用率行业领先，拥有多项核心技术及发明专利。研发能力推动产品更新迭代，高附加值产品占比提升推动整体毛利率提升。公司以抬升椅作为切入点，产品具备辅助站立的功能，满足行动不便的消费者需求。人口老龄化趋势或将催生对康养功能的需求，有利于已有成熟产品的制造商迅速抢占份额，确立先发优势。

盈利预测与估值：公司专注于智能电动沙发、智能电动床及智能家具配件的研发、生产与销售，深度绑定大客户，完善的供应链体系与高品质、多功能的产品驱动公司进一步扩大营收规模，伴随境内外市场进一步拓展，我们预期公司 21-23 年收入分别为 19.35/24.57/30.58 亿元，同比分别 +46.8%/+27.0%/+24.4%，21-23 年归母净利润分别为 2.75/3.54/4.41 亿元，同比分别 +33.8%/+28.7%/+24.5%，22 年目标市值 67-74 亿元，目标价

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	76.07 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	80.00
流通 A 股股本(百万股)	20.00
A 股总市值(百万元)	6,085.60
流通 A 股市值(百万元)	1,521.40
每股净资产(元)	30.54
资产负债率(%)	20.59
一年内最高/最低(元)	103.99/63.24

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

84.17-93.03 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料涨价风险，汇率波动风险，国际贸易摩擦加剧风险，国内市场拓展不及预期，短期内股价波动风险，跨市场估值风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,174.70	1,318.13	1,935.46	2,457.33	3,057.65
增长率(%)	7.08	12.21	46.83	26.96	24.43
EBITDA(百万元)	197.37	347.96	343.22	410.02	506.23
净利润(百万元)	112.94	205.60	275.12	354.03	440.74
增长率(%)	(17.91)	82.05	33.81	28.68	24.49
EPS(元/股)	1.41	2.57	3.44	4.43	5.51
市盈率(P/E)	53.88	29.60	22.12	17.19	13.81
市净率(P/B)	9.29	7.13	2.45	2.14	1.85
市销率(P/S)	5.18	4.62	3.14	2.48	1.99
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.84	8.16	6.10

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 全球智能沙发/床行业重要的 ODM 供应商.....	6
1.1. 专注电动软体家居领域，积极推广自主品牌.....	6
1.2. 股权结构稳定，员工持股绑定公司利益.....	7
1.3. 收入：21 年前三季度营收达 14.9 亿元，同比+70.4%，规模增长迅速.....	8
1.3.1. 21H1 智能电动沙发业务规模达 6.90 亿元，营收占比超 70%.....	8
1.3.2. 公司业务立足美国市场，境外营收贡献超 95%.....	9
1.4. 利润：21 年前三季度归母净利润达 2.36 亿元，持续盈利能力较强.....	10
1.5. 募投项目扩大产能，持续研发投入提升产品竞争力.....	11
2. 智能电动沙发/床行业发展迅速，国内渗透率提升仍有空间.....	11
2.1. 20 年全球功能沙发市场规模近 245 亿美元，内销渗透率仍有提升空间.....	12
2.2. 全球智能电动床高速增长，国内尚处于导入期.....	13
2.3. 中国智能沙发/床渗透率较低，消费升级+养老市场发展推动行业扩容.....	14
3. 公司亮点.....	15
3.1. 渠道：深度绑定优质大客户，境外 ODM 业务持续增长.....	15
3.1.1. 深耕美国市场多年，客户资源优质、稳定.....	15
3.1.2. ODM/OEM 业务持续增长，自主品牌占比因产品结构调整有所下降.....	16
3.2. 生产：垂直一体化供应链降本增效，海外产能布局分散贸易政策风险.....	18
3.2.1. 垂直一体化供应链，有效降低成本，提升产品研发效率.....	18
3.2.2. 产能利用率、产销率维持高位，全球化布局分散贸易政策风险.....	18
3.3. 产品：高研发投入打造产品力，抬升椅有望成为业务增长点.....	19
3.3.1. 拥有多项核心技术，研发投入力度行业领先.....	19
3.3.2. 高毛利抬升椅产品销售规模快速扩张，国内市场发展可期.....	21
4. 盈利预测与估值.....	23
4.1. 总结.....	23
4.2. 盈利预测及估值.....	24
4.3. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2021/09/30）.....	8
图 3：2017-2021 前三季度营业总收入（亿元）及同比.....	8
图 4：2017-2021H1 各品类占总营收比.....	8
图 5：2017-2021H1 智能电动沙发营收（亿元）及同比.....	8
图 6：2017-2021H1 智能电动床营收（亿元）及同比.....	9
图 7：2017-2021H1 智能家具配件营收（亿元）及同比.....	9
图 8：2017-2020 公司各地区营收占比.....	9

图 9: 2017-2020 公司境外主营业务收入 (亿元) 及同比	9
图 10: 2017-2021 年前三季度公司归母净利润 (亿元) 及同比	10
图 11: 2017-2021 年前三季度公司扣非归母净利润 (亿元) 及同比	10
图 12: 2017-2021 年前三季度公司毛利率、净利率	10
图 13: 2017-2021H1 公司分品类毛利率	10
图 14: 2017-2021 年前三季度公司期间费用率	11
图 15: 2017-2021 年前三季度公司各项费用率	11
图 16: 2014-2027E 全球功能沙发市场规模及同比增速	12
图 17: 2020 年全球主要国家及地区功能沙发规模占比	12
图 18: 2014-2020 美国功能沙发市场规模及同比增速	12
图 19: 2019 年美国市占率前五的功能沙发生产商	12
图 20: 2014-2027E 中国功能沙发市场规模及同比增速	12
图 21: 2019 年中国市占率前五的功能沙发品牌	12
图 22: 2016-2023E 中美功能沙发市场渗透率 (按销售量)	13
图 23: 2015-2020 全球智能电动床市场规模及同比增速	13
图 24: 2020 年全球主要国家及地区智能电动床市场规模占比	13
图 25: 2015-2027E 美国智能电动床市场规模及同比增速	14
图 26: 2014-2027E 中国智能电动床市场规模及同比增速	14
图 27: 中国智能电动床认知度情况分析	14
图 28: 2013-2020 年全国居民人均可支配收入	15
图 29: 2010-2020 年中国城镇化率	15
图 30: 中国近四次全国人口普查 65 岁及以上人口比例	15
图 31: 抬升椅可辅助中老年人群起身站立	15
图 32: 2017-2020 年前 5 大客户销售收入 (百万元)	15
图 33: 2017-2020 年前 5 大客户销售收入占比	15
图 34: 2017-2020 年 ODM 业务营收及同比增速	16
图 35: 2017-2020 年各业务模式销售收入占主营收入比	16
图 36: 2017-2020 年自主品牌智能家具配件营收 (亿元) 及同比	17
图 37: 2017-2020 年自主品牌智能电动沙发营收 (亿元) 及同比	17
图 38: 2017-2020 年自主品牌中各产品收入占主营业务收入比	17
图 39: 公司电子器件采购均价 (元/件) 及增幅	18
图 40: 电路板与木架自制节约成本 (万元)	18
图 41: 智能电动沙发产能、产量、产能利用率情况	18
图 42: 智能电动床产能、产量、产能利用率情况	18
图 43: 智能电动沙发产能利用率、产销率	19
图 44: 智能电动床产能利用率、产销率	19
图 45: 越南工厂	19
图 46: 2018-2020 年公司毛利受关税影响金额 (万元)	19
图 47: 可比公司研发费用率	19
图 48: 2017-2020 年智能电动床各细分品类营收 (亿元)	20
图 49: 2017-2020 年智能电动床各细分品类毛利率	20

图 50: 2017-2020 年智能家具配件各细分品类平均售价	21
图 51: 2017-2020 年智能家具配件各细分品类毛利率	21
图 52: 智能电动沙发各细分品类占总营收比例	21
图 53: 智能电动沙发各细分品类毛利率	21
图 54: 2017-2020 年公司抬升椅销量与平均售价	22
图 55: 2017-2020 年抬升椅营收 (亿元) 及同比	22
图 56: 淘宝电商平台词条搜索结果 (条)	23
表 1: 主要产品简介	6
表 2: 募投项目	11
表 3: 2020 年公司前五大客户简介	16
表 4: 公司部分核心技术情况	20
表 5: 公司产品与芝华仕敬老椅对比	22
表 6: 公司分产品收入拆分	24
表 7: 可比公司估值	25

1. 全球智能沙发/床行业重要的 ODM 供应商

常州匠心独具智能家居股份有限公司，成立于 2002 年，致力于智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产与销售，是全球智能软体家居行业重要的 ODM 供应商，同时也拥有 MotoMotion、MotoSleep 等自主品牌，业务覆盖中国、美国、澳大利亚、法国等多个国家，与 Ashley Furniture、Pride Mobility 等国际知名家具企业建有良好的长期合作关系。

1.1. 专注电动软体家居领域，积极推广自主品牌

公司专注电动软体家居十余年。2002 年公司成立，以做抬升椅、健身器材配件加工起家，主要客户为 Pride Mobility；2005 年将业务拓展至抬升椅的 OEM 业务，正式进入成品生产领域；2013 年，公司建立全新团队，确立了在智能电动家具领域的发展战略与目标，业务范围与客户基础全面拓展；2015 年，与美国著名家具企业 Ashley Furniture 展开合作，进入智能电动床领域；2016 年，开始在美国前 100 位的家具零售店批量推广公司自主研发的智能家居产品，启动智能沙发、智能电动床的 ODM 与自主品牌业务；2019 年，匠心越南成立，越南工厂投产，开始形成海外生产基地的布局，并进入制造智能电动组合沙发领域；2021 年，公司在创业板上市。


图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

以代工业务起家，积极发展自主品牌。公司主要产品为智能电动沙发、智能电动床及其核心配件，其中智能电动沙发包括智能电动躺椅、抬升椅和组合沙发，智能电动床包括传统床型与体积更轻便的快运床和超薄床。目前公司以 ODM 代工业务为主，与 Ashley Furniture、Pride Mobility、Home Stretch、Raymours Furniture、R.C.Willey 等国际知名家具企业都保持良好的合作关系，同时，公司也拥有 MotoMotion、MotoSleep、HHC、Yourway 等自主品牌。

表 1：主要产品简介

产品种类	产品名称	产品特点	产品图
智能电动沙发	智能电动躺椅	在普通沙发的基础上增加了姿态调整功能，同时具备收纳、助力、按摩加热、手机充电等功能，可遥控或通过 App 控制；公司部分产品配备了具有自主知识产权的头靠腰托机构，进一步提升便捷性与舒适度	

	<p>抬升椅</p> <p>在智能电动躺椅的基础上，增加了助力抬升的功能，可同时实现抬升与躺平功能，帮助使用者从坐姿改为站姿，适用于中老年及行动不便者</p>	
	<p>组合沙发</p> <p>由若干个电动单椅与非电动功能位组成</p>	
<p>智能电动床</p>	<p>传统床型</p> <p>利用电机与感应器自动调节床架各个部位的升降角度，可自由调整躺倒角度、腰部支撑，更具舒适性</p>	
	<p>快运床</p> <p>较传统床型更加轻便，可满足快递运输的尺寸、重量等要求，节省搬运、储存成本</p>	
	<p>超薄床</p> <p>在适当减轻床体重量的基础上，在头部、颈部、脚部等位置配备电机装置，功能体验更加丰富</p>	
<p>智能家具配件</p>	<p>机构件</p> <p>主要材质为金属，是智能电动沙发等智能家具的内部骨架，具有结构支撑、角度调节等功能</p>	
	<p>电机</p> <p>智能家具的核心动力来源</p>	
	<p>电控装置</p> <p>控制智能家具动力系统及其他功能，可通过有线、遥控或 App 等方式控制，是家具智能化的核心器件</p>	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

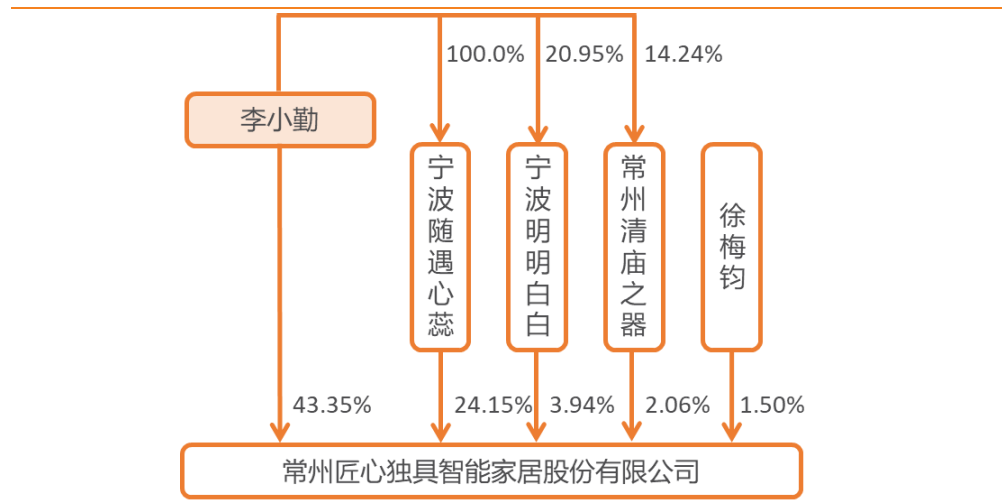
1.2. 股权结构稳定，员工持股绑定公司利益

公司股权结构稳定。李小勤女士为公司控股股东及实际控制人，直接持有公司 43.35% 的股份，并通过其全资投资公司宁波随遇心蕊间接持股 24.15%，还分别通过两个员工持股平台持股 0.83%/0.29%，合计持有公司 68.62% 的股份。此外，持股 1.50% 的股东徐梅钧与李小勤

为夫妻关系。

建立员工持股平台，深度绑定中高层管理利益。公司建有宁波明明白白、常州清庙之器两个员工持股平台，分别持股 3.94%/2.06%，其中，包含李小勤在内，共有 55 名员工间接持有公司股份，充分调动核心员工积极性。

图 2：公司股权结构（截至 2021/09/30）

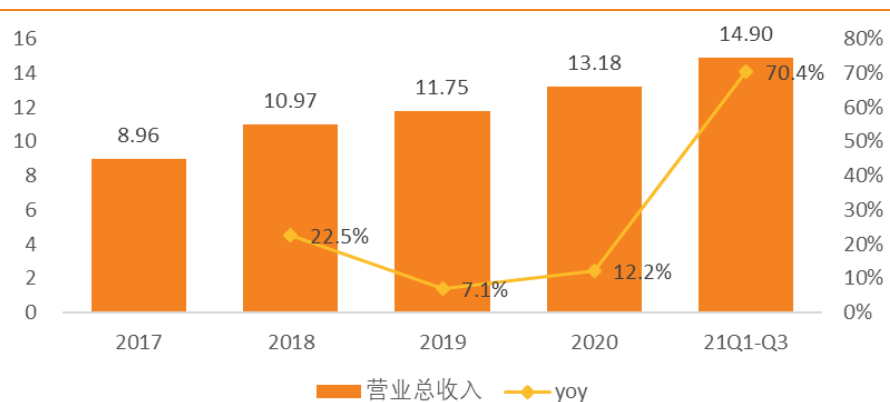


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 收入：21 年前三季度营收达 14.9 亿元，同比+70.4%，规模增长迅速

公司营收规模稳步增长，21 前三季度营业总收入达 14.9 亿元。2017-2020 年，公司实现营业总收入 8.96/10.97/11.75/13.18 亿元，CAGR 为 13.8%。21 前三季度公司营收规模达 14.9 亿元，同比+70.4%，较 19 同期+86.1%。

图 3：2017-2021 前三季度营业总收入（亿元）及同比



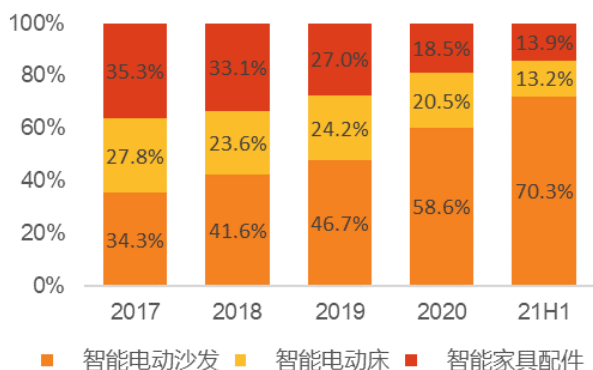
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.1. 21H1 智能电动沙发业务规模达 6.90 亿元，营收占比超 70%

智能电动沙发业务高速增长，21H1 占总营收比达 70.3%。2017-2020 年，智能电动沙发营收分别为 3.07/4.56/5.49/7.73 亿元，CAGR 为 36.0%，21H1 实现收入 6.90 亿元，同比+196.2%，增速明显提升，收入占比由 2017 年的 34.3% 迅速提升至 21H1 的 70.3%。

图 4：2017-2021H1 各品类占总营收比

图 5：2017-2021H1 智能电动沙发营收（亿元）及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

智能电动床业务稳健发展，配件业务因产品结构调整占比逐渐减少。2017-2020年，公司智能电动床业务分别实现营收 2.49/2.58/2.84/2.70 亿元，CAGR 为 2.7%，21H1 实现收入 1.29 亿元，同比 +9.9%，总体较为稳定。2017-21H1，智能家具配件营收分别为 3.16/3.63/3.17/2.44/1.37 亿元，营收占比由 35.3% 下降至 13.9%，主要为公司调整产品结构，以成品业务为重心，配件业务优先保障成品生产需求，对外销售减少。

图 6: 2017-2021H1 智能电动床营收(亿元)及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 2017-2021H1 智能家具配件营收(亿元)及同比



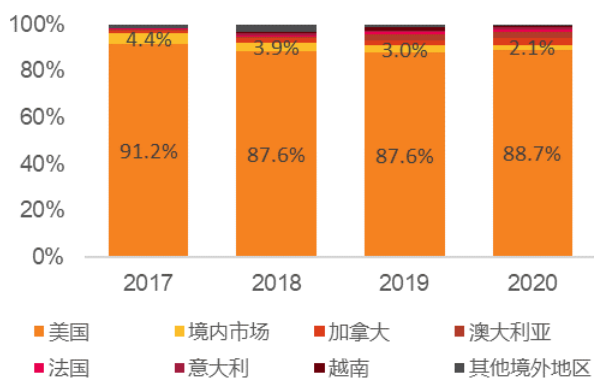
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3.2. 公司业务立足美国市场，境外营收贡献超 95%

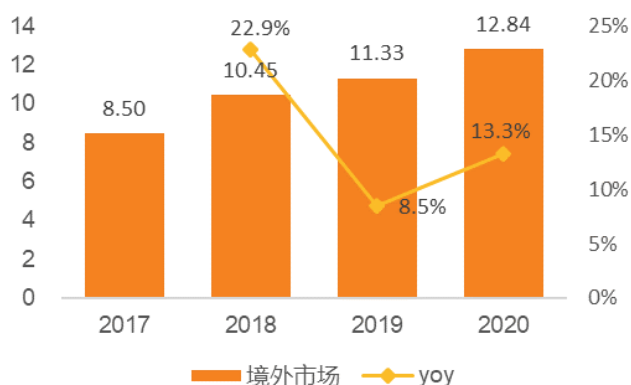
公司收入以外销为主，占比 95% 以上，其中美国为最大市场。2017-2020 年，公司境外主营业务分别实现营收 8.50/10.45/11.33/12.84 亿元，CAGR 为 14.7%。2018-2020 年，公司外销收入占比均在 95% 以上，其中美国地区占总营收比例自 2017 年的 91.2% 小幅下降至 2020 年的 88.7%，加拿大、澳大利亚、法国、意大利等其他境外地区营收占比有所增长。**国内市场仍在筹划开拓阶段，目前占比较小，主要销售至广东、浙江、江苏等家具制造业较为发达的地区。**

图 8: 2017-2020 公司各地区营收占比

图 9: 2017-2020 公司境外主营业务收入(亿元)及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

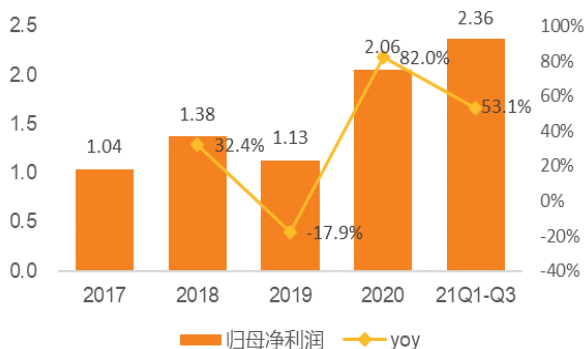


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4. 利润: 21 年前三季度归母净利润达 2.36 亿元, 持续盈利能力较强

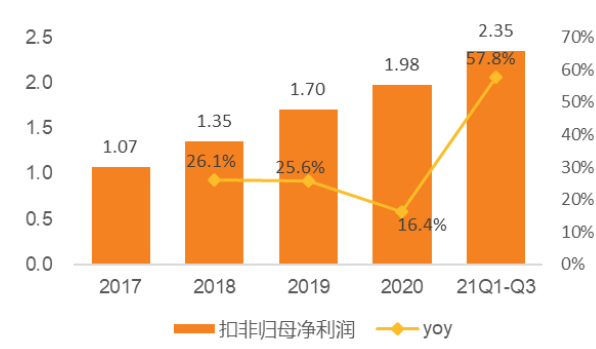
21 年前三季度公司归母净利润同比+53.06%，逐年稳步增长。2017-2021 前三季度，公司归母净利润分别为 1.04/1.38/1.13/2.06/2.36 亿元，2019 年归母净利润有所下降，主要由于公司采取员工激励政策，产生 6022.50 万元股份支付费用计入当期非经常性损益。2017-2020 年，公司实现扣非归母净利润 1.07/1.35/1.70/1.98 亿元，CAGR 为 22.6%，21 前三季度实现 2.35 亿元，同比+57.8%，保持双位数快速增长。

图 10: 2017-2021 年前三季度公司归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 2017-2021 年前三季度公司扣非归母净利润 (亿元) 及同比



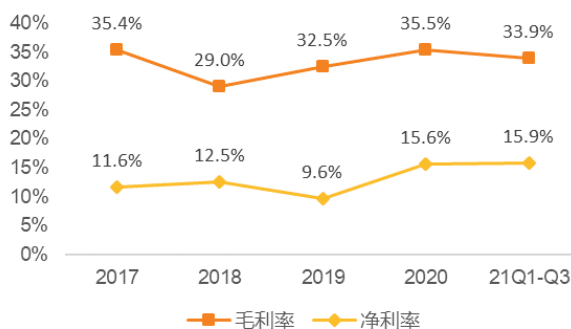
资料来源: Wind, 天风证券研究所

毛利率基本保持稳定，净利率逐步提升。2017-2021 前三季度公司毛利率分别为 35.4%/29.0%/32.5%/35.5%/33.9%，同比分别-6.4pct/+3.5pct/+3.0pct/-1.0pct，2018 年毛利率下降主要因为美国开始加征关税，公司与主要客户协商共同承担关税成本，毛利率受到一定影响，2019 年 9 月，匠心越南达产并实现销售，关税影响减轻，毛利率逐步回升。2017-2021 前三季度公司净利率分别为 11.6%/12.5%/9.6%/15.6%/15.9%，同比分别+0.9pct/-2.9pct/+6.0pct/-1.8pct，2019 年由于实施股权激励有所下降，整体呈稳步提升态势。

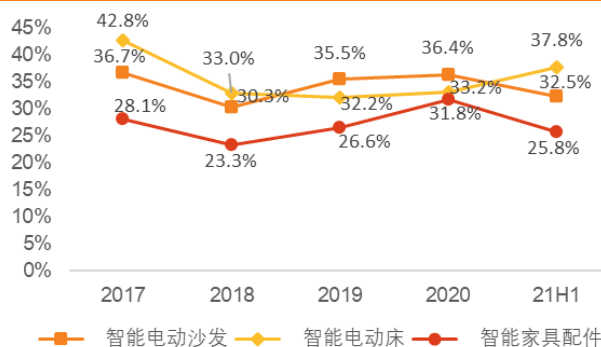
分产品看，智能电动沙发、智能电动床毛利率更高，各品类毛利率整体较为稳定。2017-2021H1，智能电动床毛利率由 42.8%下降至 37.8%，智能电动沙发毛利率由 36.7%下降至 32.5%，智能家具配件毛利率由 28.1%下降至 25.8%，均有小幅下降，2018 年主要受关税影响，此后主要受原材料价格影响有所波动，但同时得益于公司部分核心原材料自制率提升，各品类毛利率总体有所回升。

图 12: 2017-2021 年前三季度公司毛利率、净利率

图 13: 2017-2021H1 公司分品类毛利率



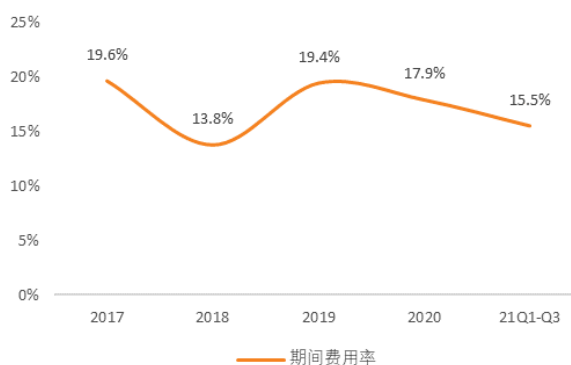
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

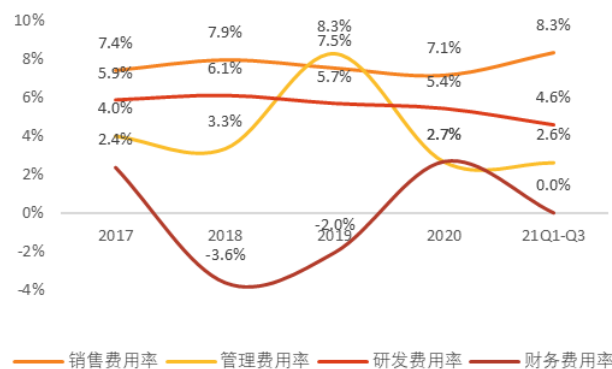
公司费用控制良好，期间费用率整体呈下降趋势。2017-2021 前三季度，公司期间费用率分别为 19.6%/13.8%/19.4%/17.9%/15.5%，同比分别-5.9pct/+5.7pct/-1.5pct/-0.4pct，整体趋势稳中有降，其中 2018 年下降较多主要由于公司当期汇兑收益较多，财务费用率显著下降，2019 年费用率上升主要由于员工股权激励，管理费用增加。21 年前三季度，公司销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 8.31%/2.63%/4.56%/0.02%，同比分别 +1.24pct/-0.11pct/-1.01pct/-0.64pct，销售费用率提升主要系疫情期间全球运费上涨。

图 14: 2017-2021 年前三季度公司期间费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 2017-2021 年前三季度公司各项费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.5. 募投项目扩大产能，持续研发投入提升产品竞争力

新建基地扩大产能，加大研发投入，提高市场竞争力。公司投资 7.89 亿元在常州新建智能家具生产基地，项目达产后，预计将具备约 45 万套智能电动沙发、约 28 万套智能电动床、约 35 万套床垫及若干金属机构件的产能，缓解产能不足，提升公司生产的自动化、柔性化水平，降本增效。同时，公司拟投资 0.98 亿元在新基地同址建立研发中心，招募业内高端人才，专注于智能家居产品及零部件的研发与测试，提升产品竞争力。

表 2: 募投项目

序号	项目名称	项目总投资额 (亿元)	建设期
1	新建智能家具生产基地项目	7.89	3 年
2	新建研发中心项目	0.98	2 年
3	新建营销网络项目	1.22	3 年
合计		10.08	-

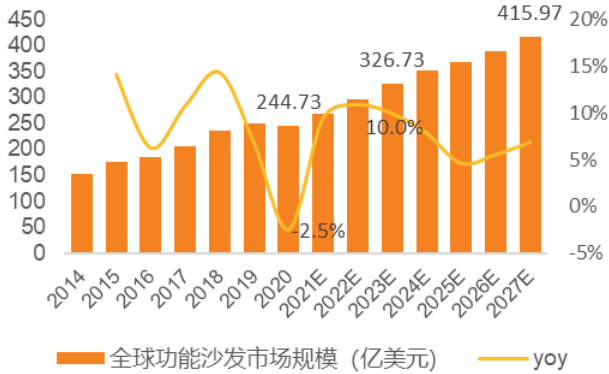
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 智能电动沙发/床行业发展迅速，国内渗透率提升仍有空间

2.1. 20 年全球功能沙发市场规模近 245 亿美元，内销渗透率仍有提升空间

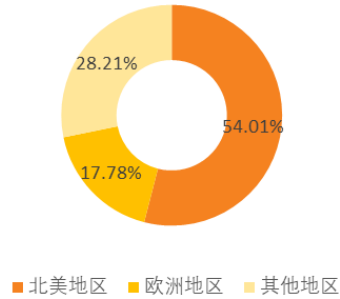
全球功能沙发市场规模稳步增长，欧美为主要消费市场。据智研咨询统计，2020 年全球功能沙发市场规模达 244.73 亿美元，同比-2.5%，受新冠疫情影响略有下降，但整体呈快速增长态势，2014-2020 CAGR 为 8.2%，智研咨询预计 2027 年可达 415.97 亿美元。其中，北美与欧洲为主要消费市场，2020 年功能沙发规模占全球市场比例分别为 54.01%/17.78%。

图 16：2014-2027E 全球功能沙发市场规模及同比增速



资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

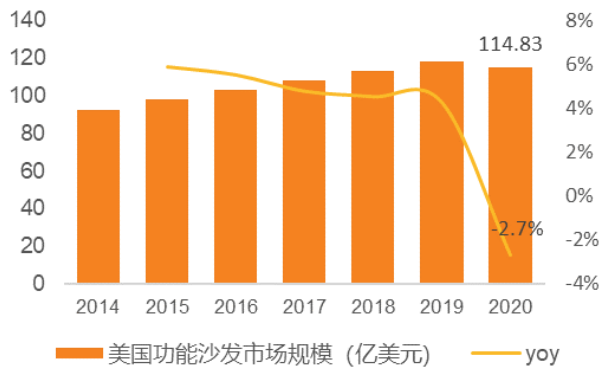
图 17：2020 年全球主要国家及地区功能沙发规模占比



资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

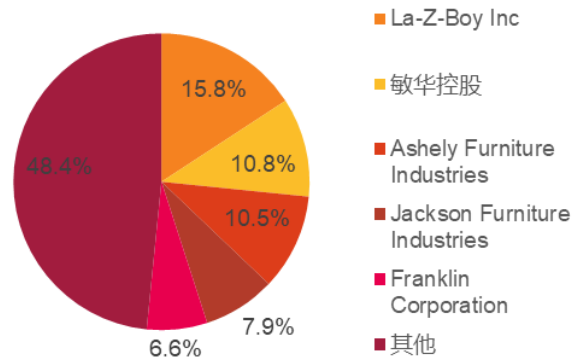
美国功能沙发市场增速趋缓，行业集中度较高。根据智研咨询数据，2020 年美国功能沙发市场规模为 114.83 亿美元，近 6 年 CAGR 为 3.7%。2019 年，美国功能沙发市场 CR5 为 51.6%，其中市场份额最高的是 La-Z-Boy，占比为 15.8%，其次为敏华、Ashley Furniture、Jackson Furniture 和 Franklin Corporation，市占率分别为 10.8%/10.5%/7.9%/6.6%。

图 18：2014-2020 年美国功能沙发市场规模及同比增速



资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

图 19：2019 年美国市占率前五的功能沙发生产商

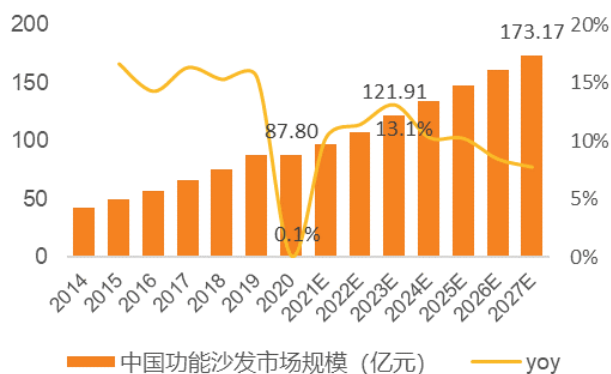


资料来源：沙利文，敏华控股公司官网，天风证券研究所

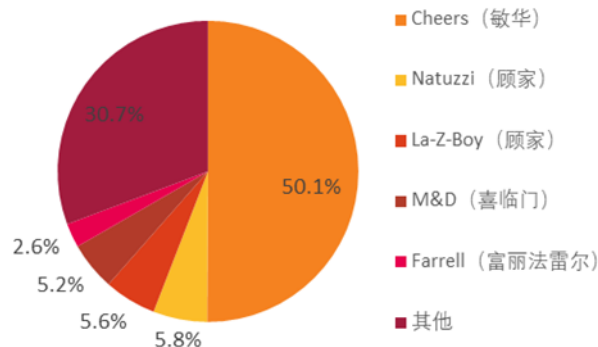
国内市场规模增长快速，头部企业占据较大市场份额。根据智研咨询，2020 年中国功能沙发市场规模为 87.80 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 12.8%，处于快速增长阶段，预计 2023 年可达 121.91 亿元。2019 年，我国功能沙发市场品牌 CR5 为 69.3%，集中度较高，软体家居龙头企业纷纷布局功能沙发赛道，敏华控股旗下芝华仕品牌市场份额为 50.1%，并于 2020 年增加至 59%，占据我国功能沙发市场龙头地位；顾家家居通过与欧美龙头品牌 La-Z-Boy 和 Natuzzi 合作，共占据了 11.4% 的市场份额；喜临门旗下的 M&D 品牌、富丽法雷尔家私旗下的 Farrell 品牌市占率分别为 5.2%/2.6%。

图 20：2014-2027E 中国功能沙发市场规模及同比增速

图 21：2019 年中国市占率前五的功能沙发品牌



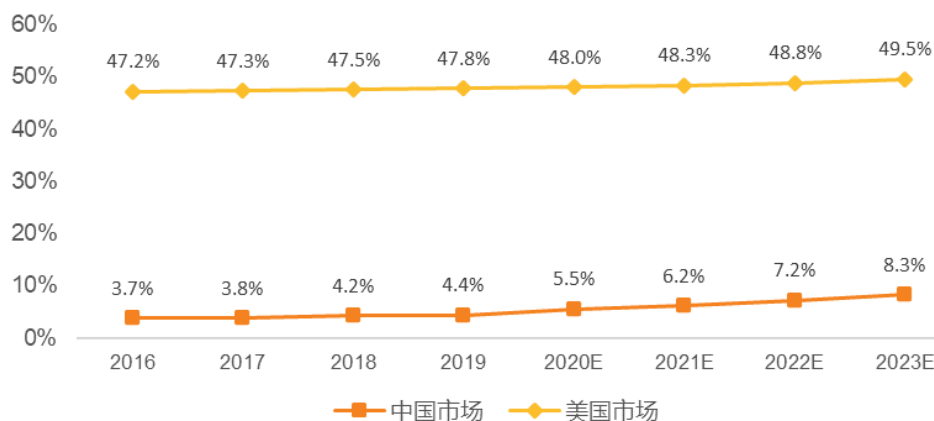
资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所



资料来源：沙利文，敏华控股公司官网，天风证券研究所

相比美国，中国市场仍处低渗透、高增长的红利期，发展前景广阔。据欧睿国际统计，中国市场功能沙发市场渗透率不断上升，由2016年的3.7%提升至2019年的4.4%，预计2023年可达8.3%，提升态势明显。2019年美国功能沙发市场渗透率已达47.8%，远高于国内市场水平，对标美国市场来看，国内市场尚处于发展初期，具备高增长潜力。

图 22：2016-2023E 中美功能沙发市场渗透率（按销售量）

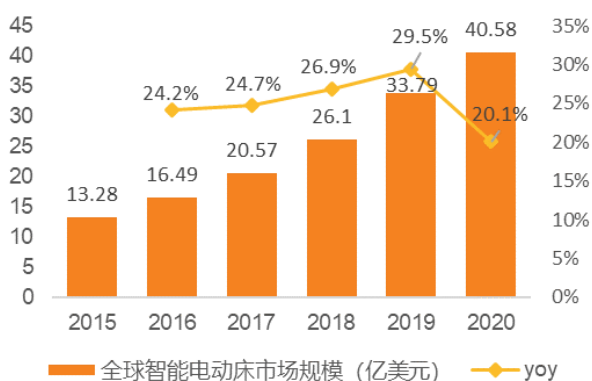


资料来源：欧睿国际，敏华控股公司官网，天风证券研究所

2.2. 全球智能电动床高速增长，国内尚处于导入期

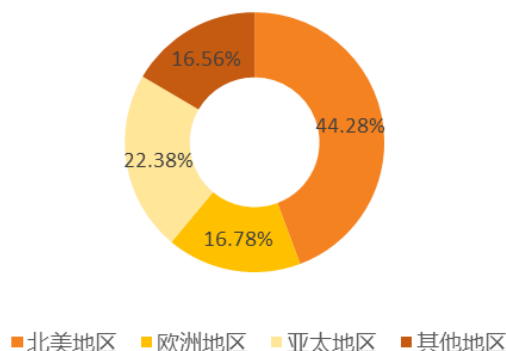
全球智能电动床规模高速增长，消费市场以美国为主。2015-2020年，全球智能电动床市场规模自13.28亿美元增长至40.58亿美元，CAGR达25.0%，增长迅速。主要消费市场是以美国为代表的欧美地区，2020年北美地区智能电动床市场规模占比达44.28%。

图 23：2015-2020 全球智能电动床市场规模及同比增速



资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

图 24：2020 年全球主要国家及地区智能电动床市场规模占比



资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

美国智能电动床市场保持稳定快速增长，15-20年CAGR为28.4%。2015-2020年，美国智能电动床市场规模自5.16亿美元增长至18.01亿美元，CAGR达28.4%，智研咨询预计2023年美国电动床市场规模可达29.31亿美元。据ISPA（国际睡眠用品协会）统计，2020年美国智能电动床销量约为313万张，同比+20.90%，整体市场保持稳定快速增长。

图 25：2015-2027E 美国智能电动床市场规模及同比增速

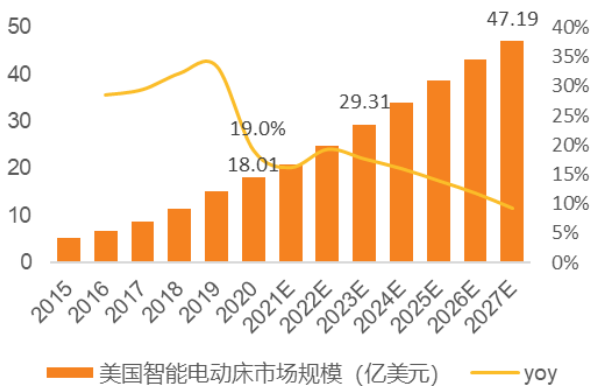
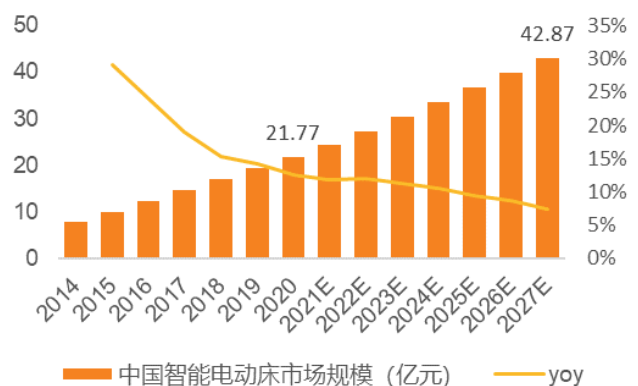


图 26：2014-2027E 中国智能电动床市场规模及同比增速

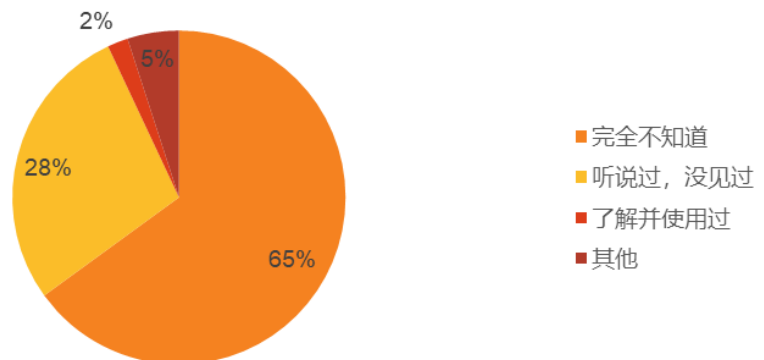


资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，智研咨询，天风证券研究所

国内市场智能电动床尚处于导入期，消费者认知度较低，产品推广仍需时间。2014-2020年智能电动床国内市场规模自7.72亿元增长至21.77亿元，CAGR为18.9%，预计2027年可达42.87亿元。目前国内智能电动床品类少而价格偏高，市场对智能电动床的认知度较低，据中商产业研究院调查，2018年国内仅2%的消费者了解并使用过智能电动床；28%的消费者听说过，但未使用过；超过六成的消费者则完全不知道。当前国内智能电动床仍处于推广阶段，但未来市场发展潜力较大：1）供给端：业内供应商通过降低产品成本、优化产品设计、加强市场推广，推动行业进一步发展；2）需求端：在消费升级与人口老龄化的大背景下，更加舒适便利的电动床接受度有望显著提升。

图 27：2018 年中国智能电动床认知度情况分析



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

2.3. 中国智能沙发/床渗透率较低，消费升级+养老市场发展推动行业扩容

随着城镇化水平的提升与居民可支配收入的增加，消费升级将推动智能沙发、智能床渗透率逐步提高。从2013年至2020年，中国居民人均可支配收入自1.83万元增长至3.22万元，年复合增长率达8.4%，居民消费行为随购买力提升而改变，影响消费决策的因素由价格逐渐发展至品牌、质量等多方面，消费者或将更倾向于选择更舒适便利的智能家具。2010-2020年，我国城镇化率自50.0%提升至63.9%，城镇人口比重持续上升。一方面，城镇人口购买力更强，对于智能家具的认知度和接受度更高，新增城镇人口购置新房将带动智能家具产品的需求增长；另一方面，城镇人口对于产品外观设计、品牌、质量及科技性

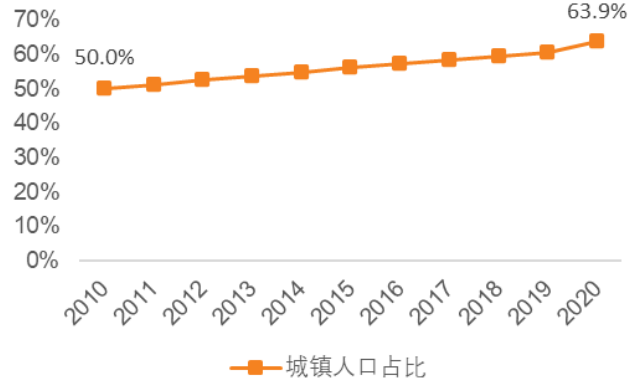
要求更高，推动行业更新发展。

图 28：2013-2020 年全国居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

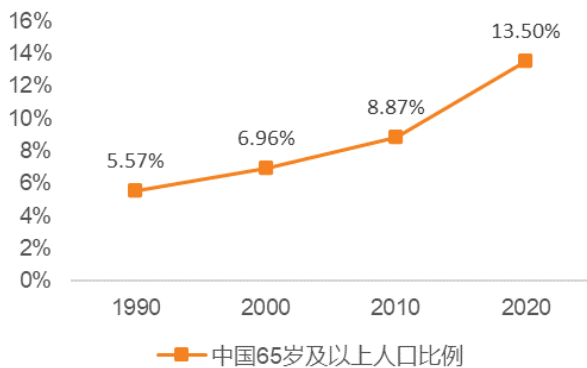
图 29：2010-2020 年中国城镇化率



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

智能沙发、智能床家居具有舒适性、便捷性等优势，将受益于养老市场的发展。智能软体家具除了舒适性更高外，部分产品还可为行动不便的人群提供便捷性，智能电动沙发和智能电动床最初主要用于护理行动不便的中老年人群，其智能驱动、人机交互、实时身体机能监测等功能可为老人提供更便利的家居服务，还可以快捷地监测、记录老人的健康数据。据国家统计局数据显示，自 1990 年起，我国 65 岁及以上人口比例不断上升，2020 年已达 13.5%，智能软体家具需求有望随老龄化趋势逐步提升。

图 30：中国近四次全国人口普查 65 岁及以上人口比例



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

图 31：抬升椅可辅助中老年人群起身站立



资料来源：天猫，天风证券研究所

3. 公司亮点

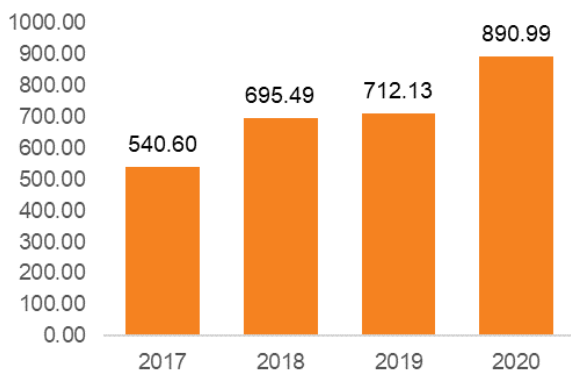
3.1. 渠道：深度绑定优质大客户，境外 ODM 业务持续增长

3.1.1. 深耕美国市场多年，客户资源优质、稳定

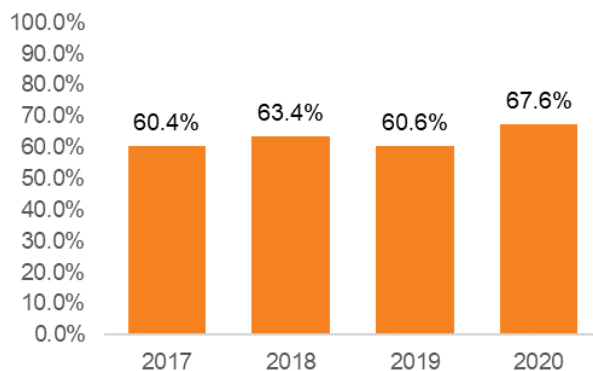
美国排名前 100 的家具零售商中，20 家为公司客户。公司在美国成立了专业的销售团队，为美国市场提供售后服务，公司研发、销售团队对美式家具的款式特点、功能需求及使用场景等具有深刻理解，有利于开发出符合市场需求的产品。据美国知名家具行业杂志 Furniture Today 公布的 2019 年全美零售商排行，按零售额排名的前 100 名家具零售商中，公司与其中 20 家都建立了良好的合作关系。2017-2020 年，前 5 大客户合计销售收入占总营收比从 60.4% 上升至 67.6%，公司与客户关系稳定，合作历史较长且未有流失情况。

图 32：2017-2020 年前 5 大客户销售收入（百万元）

图 33：2017-2020 年前 5 大客户销售收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 3：2020 年公司前五大客户简介

客户名称	主营业务	2020 年匠心对该客户销售收入	匠心家居主要销售品类	开始合作时间
Ashley Furniture	始于 1945 年，是美国最大的家具制造商和零售商之一，在全球 123 个国家开设超 900 家门店，2019 年在美市占率 10.5%，排名第三	4.05 亿元	智能电动沙发、智能电动床、智能家具配件	2015 年
Pride Mobility	始于 1986 年，世界领先移动辅具制造商，主要产品包括抬升椅、助力车、电动轮椅等	2.08 亿元	智能电动沙发、智能家具配件	2003 年
Bob's Discount	始于 1991 年，美国知名折扣家具零售商，在美开设 126 家门店	1.00 亿元	智能电动沙发、智能电动床	2016 年
Home Stretch	始于 2010 年，美国功能沙发制造商	0.98 亿元	智能家具配件	2014 年
Flexsteel	始于 1893 年，美国历史最悠久的家具制造商与零售商之一；美国纳斯达克上市公司	0.80 亿元	智能电动沙发、智能家具配件	2014 年

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

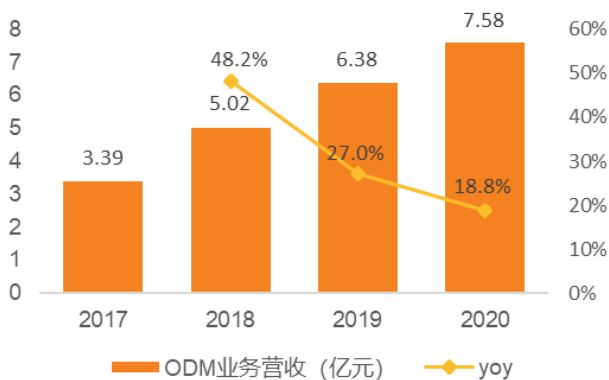
提前布局全球发展资源，降低对美国单一市场的依赖风险。公司在中国、美国、越南等多地设有办事处，并于 2021 年 7 月在新加坡设立办公室，作为公司在《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 签署区域的运营中心，利用其优越的地理位置，触达东南亚及周边地区的客户；同时，公司计划在新加坡打造研发中心，进一步提升企业在智能家具、康复治疗器械等方向的研发、设计能力。

3.1.2. ODM/OEM 业务持续增长，自主品牌占比因产品结构调整有所下降

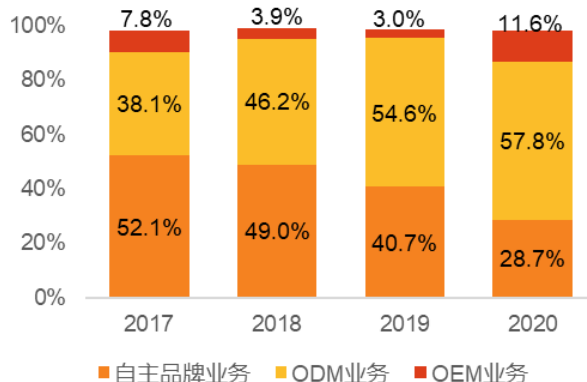
2020 年 ODM/OEM 业务合计贡献约七成收入，规模持续增长。公司拥有 OEM、ODM 和自主品牌三种经营模式，其中 2017-2020 年 ODM 业务营收分别为 3.39/5.02/6.38/7.58 亿元，3 年 CAGR 为 30.76%，增长迅速，占主营收入比自 2017 年的 38.1% 上升至 2020 年的 57.8%。OEM 业务以智能电动沙发为主，2020 年占比提升 8.6pct，主要由于匠心越南承接了 Ashley Furniture 部分组合电动沙发 OEM 订单。

图 34：2017-2020 年 ODM 业务营收及同比增速

图 35：2017-2020 年各业务模式销售收入占主营收入比



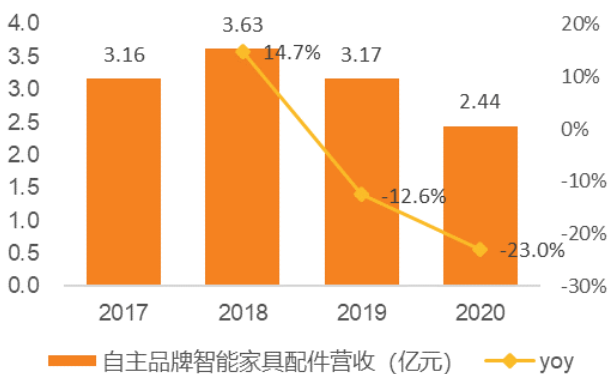
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

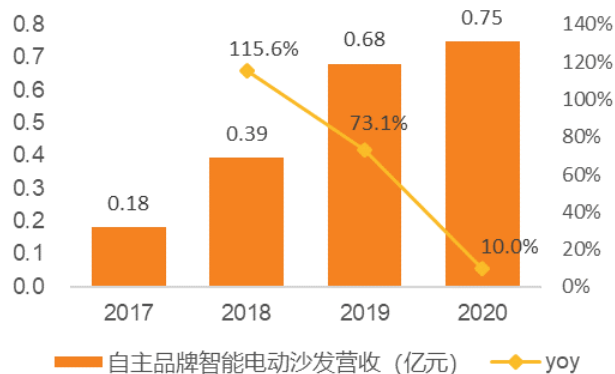
自主品牌因产品结构调整总体占比有所下降, 其中自主品牌智能沙发销售规模持续扩大。公司拥有 MotoMotion、MotoSleep、Yourway 等自主品牌, 2017-2020 年自主品牌占比由 52.1% 下降至 28.7%, 主要由于公司为了重点发展成品业务, 配件优先保障成品生产的需求, 产品结构优化导致自主品牌中的低附加值配件销售减少。2020 年智能家具配件实现营收 2.44 亿元, 同比-23.0%, 占主营业务的收入比例由 35.5% 持续下降至 18.6%。自主品牌中智能电动沙发销售规模有所扩大, 2017-2020 年分别实现营收 0.18/0.39/0.68/0.75 亿, 3 年 CAGR 为 60.1%, 占主营业务收入比由 2.1% 上升至 5.7%。

图 36: 2017-2020 年自主品牌智能家具配件营收 (亿元) 及同比



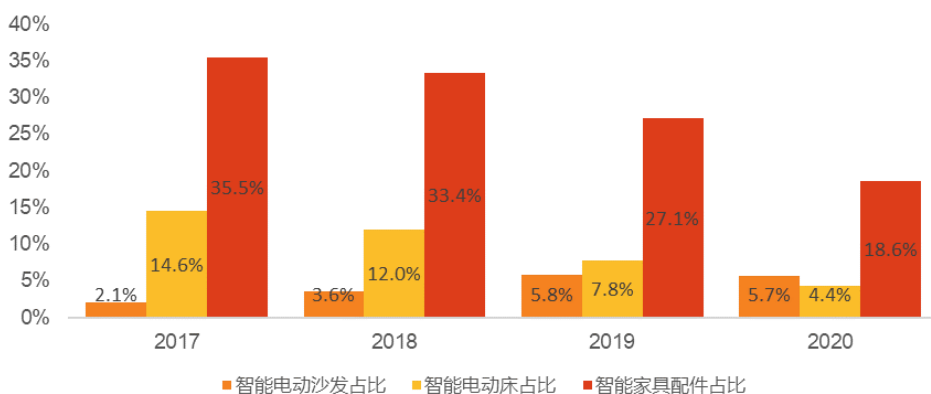
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 37: 2017-2020 年自主品牌智能电动沙发营收 (亿元) 及同比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 38: 2017-2020 年自主品牌中各产品收入占主营业务收入比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

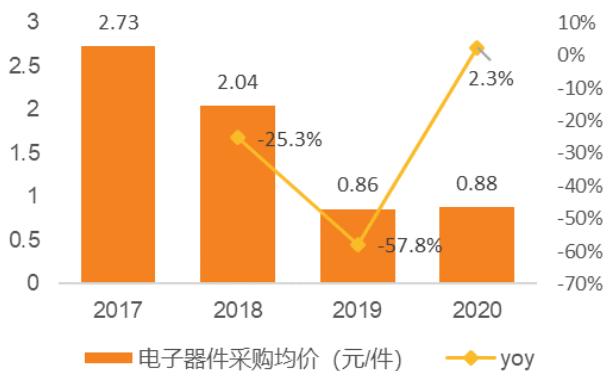
3.2. 生产：垂直一体化供应链降本增效，海外产能布局分散贸易政策风险

3.2.1. 垂直一体化供应链，有效降低成本，提升产品研发效率

自主研发、生产核心配件，垂直整合供应链提升新品研发效率。匠心家居以生产家具配件起家，目前研发体系已覆盖电机、电控装置、机构件等核心配件，形成内部垂直整合的供应链体系，提升成品设计环节与配件制造环节的协同性，显著提高公司整体设计研发效率，快速响应市场及客户的需求。

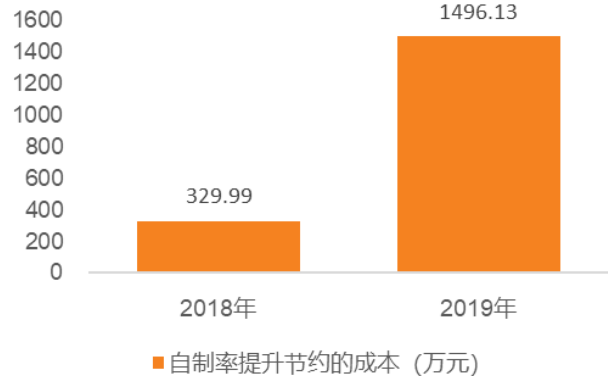
核心配件自制率逐步提升，有效降低成本。公司于 2018 年下半年成立 SMT（电子电路表面组装技术）部门，实现了电路板自制，由购买数量少、单价高的电路板组合转变为购买数量多、单价低的电路板零件，电子器件的采购均价由 2017 年的 2.73 元/件大幅降低至 2020 年的 0.88 元/件。同时，公司还持续推动电动沙发木架的自制，不断降低木架的外部采购占比，2019 年电路板与木架自制共节约成本 1496.13 万元，提升毛利率 1.27pct。核心零部件逐步实现自产，减少对外采购所需支付的溢价，同时实现生产环节的全程跟踪，有效保证产品质量。

图 39：公司电子器件采购均价（元/件）及增幅



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：电路板与木架自制节约成本（万元）

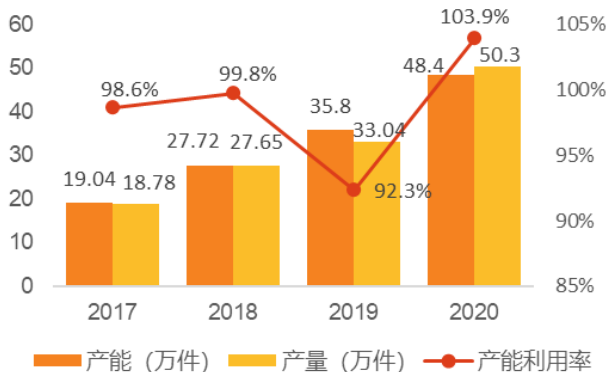


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. 产能利用率、产销率维持高位，全球化布局分散贸易政策风险

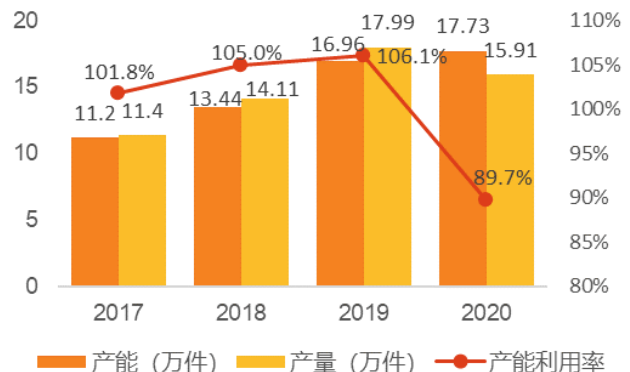
主要产品产量、销量持续增长，整体产能利用率较为饱和。目前公司在江苏常州、越南平阳省拥有两大生产基地，当前产能规模为 48.4 万套智能电动沙发与 17.73 万套智能电动床，产能利用率基本保持较高水平。上市后，公司拟在常州新建智能家具生产基地，占地约 180 亩，达产后将新增 45 万套智能电动沙发、28 万套智能电动床与 35 万套床垫及若干金属机构件的产能，合计产能约 93.4 万套智能电动沙发、45.73 万套电动床、35 万套床垫。

图 41：智能电动沙发产能、产量、产能利用率情况



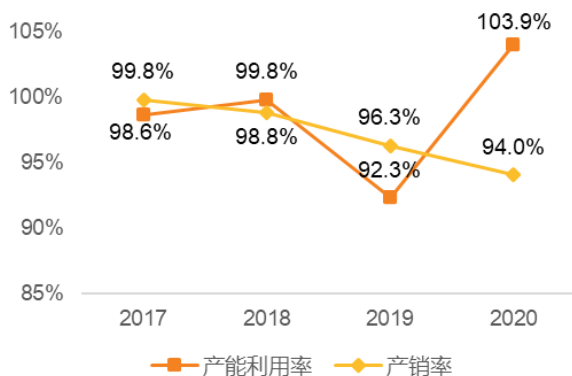
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42：智能电动床产能、产量、产能利用率情况



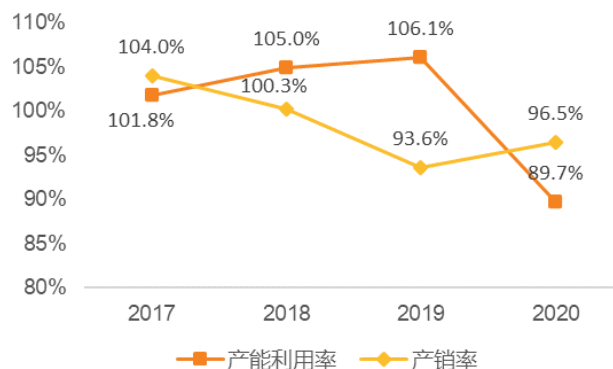
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：智能电动沙发产能利用率、产销率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 44：智能电动床产能利用率、产销率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

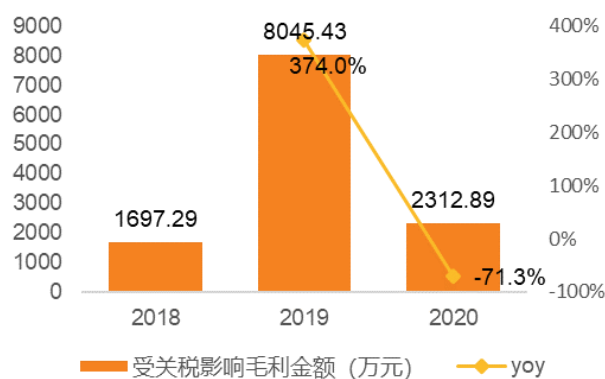
积极布局海外产能，缓解关税压力。2018、2019 年，公司出口美国的产品普遍被加征关税，公司陆续与主要客户达成关税分摊协议，毛利受到一定影响。伴随越南基地于 2019 年 8 月起投产，2020 年出货量提升，关税负担逐步有所缓解，受影响的毛利金额由 2019 年的 8045.43 万元大幅缩减至 2312.89 万元。截至公司上市时，越南匠心已成为越南家具行业出口排名前十的工厂。

图 45：越南工厂



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 46：2018-2020 年公司毛利受关税影响金额（万元）



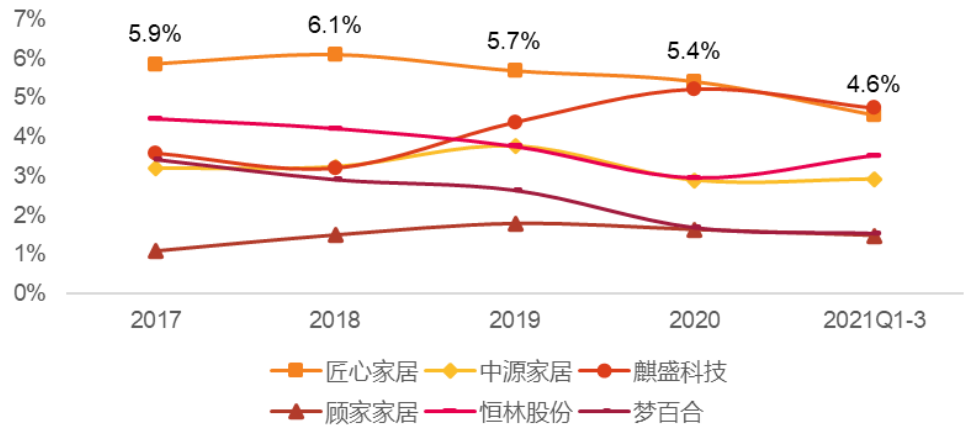
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 产品：高研发投入打造产品力，抬升椅有望成为业务增长点

3.3.1. 拥有多项核心技术，研发投入力度行业领先

公司研发费用率位居行业前列，拥有 165 项专利，其中 8 项发明专利。2017-21 年前三季度，公司研发费用率分别为 5.9%/6.1%/5.7%/5.4%/4.6%，处于行业较高水平。截至 2020 年 12 月 31 日，公司共拥有 165 项境内外专利（其中 8 项发明专利）与 2 项软件著作权，利用相关技术的含头枕腰托的智能电动沙发、可折叠智能电动床等产品已得到市场验证。

图 47：可比公司研发费用率



资料来源: Wind, 招股说明书, 天风证券研究所

表 4: 公司部分核心技术情况

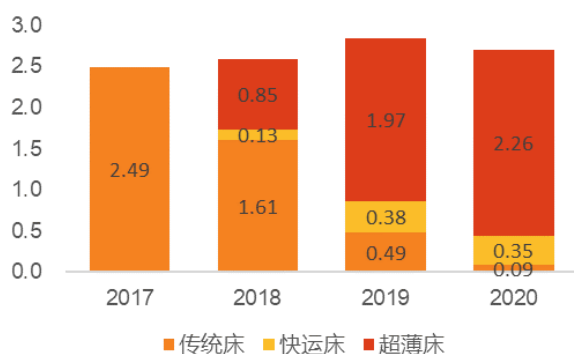
核心技术名称	技术所处阶段	相关专利名称	相关专利类型
分体结构的智能电动床	大批量生产	拆卸式电动床	实用新型专利
可折叠包装的智能电动床	大批量生产	Adjustable Furniture/电动床	发明专利/实用新型专利
适合快递运输的智能电动床	大批量生产	快运床/电动床的可拆卸式头套	实用新型专利
超薄智能电动床	大批量生产	超薄电动床	实用新型专利
智能电动沙发的头靠腰托机构	大批量生产	SEATBACK FOR AN ARTICLE OF ADJUSTIBLE FURNITURE (可调家具的靠背)	发明专利
智能电动沙发及智能电动床的 APP 控制系统	大批量生产	电动沙发的蓝牙控制电路	实用新型专利
智能电动沙发及智能电动床的语音控制系统	大批量生产	电动沙发的语音控制电路	实用新型专利

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

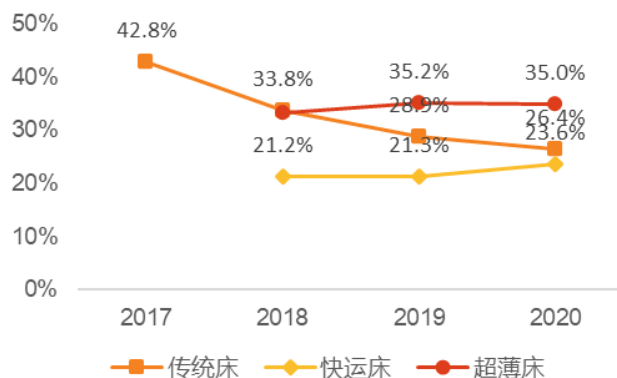
研发能力推动智能床产品更新迭代, 高附加值产品占比提升推动整体毛利率提升。2017年, 公司智能电动床仅有传统床型, 2018年, 公司相继推出快运床、超薄床, 新产品可节省 30%-40%的钢材用料, 也可节省一定运输费用。除此之外, 超薄床还具备折叠功能外, 在头、颈、脚部等位置组合搭配电机装置, 兼备便利性与功能性, 2020 年实现营收 2.26 亿元, 占整体电动床销售额的 83.7%。通过产品迭代、推出附加值更高的产品, 推动整体毛利率提升。

图 48: 2017-2020 年智能电动床各细分品类营收 (亿元)

图 49: 2017-2020 年智能电动床各细分品类毛利率



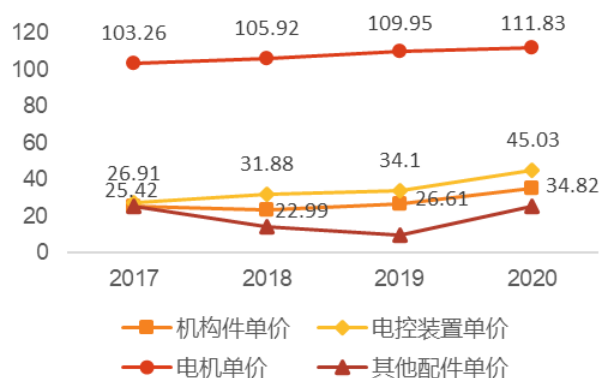
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

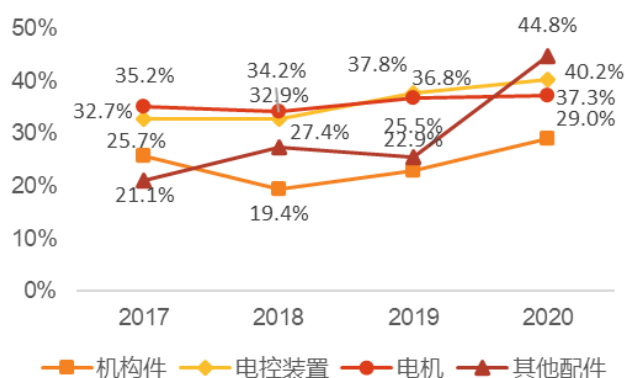
配件产品技术含量不断提高, 产品结构持续优化, 毛利率稳步提升。2019 年以来, 抬升椅成套椅架、头靠腰托等高单价、高附加值产品的占比不断提升, 占整体机构件销售额超过 50%, 机构件的平均售价由 2017 年的 25.42 元/件提升至 2020 年的 34.82 元/件, 毛利率提升至 29.0%。电机、电控产品也不断迭代升级, 2017-2020 年各配件毛利率均有提升, 推动智能家具配件整体的毛利率自 2017 年的 28.1% 上升至 2020 年的 31.8%。

图 50: 2017-2020 年智能家具配件各细分品类平均售价 (元/件)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 51: 2017-2020 年智能家具配件各细分品类毛利率



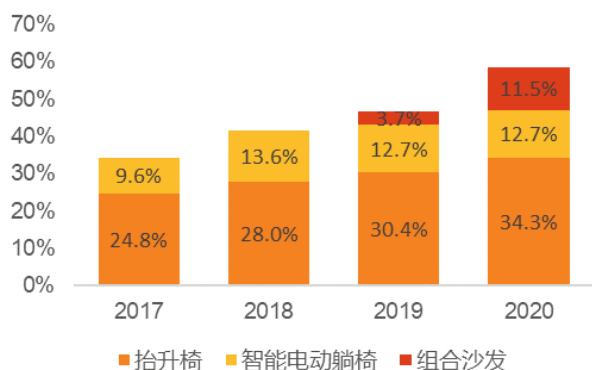
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.3.2. 高毛利抬升椅产品销售规模快速扩张, 国内市场发展可期

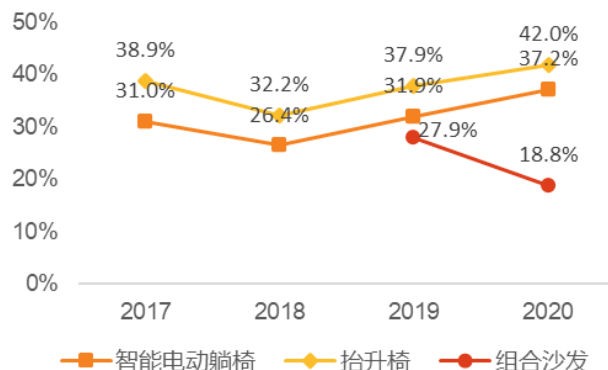
抬升椅销售规模快速扩张, 2020 年毛利率高达 42%。公司于 2005 年通过抬升椅 OEM 业务进入成品生产领域, 2017-2020 年, 抬升椅销量自 14.12 万件提升至 25.21 万件, 平均单价由 1570.76 元/件提升至 1795.07 元/件, 量、价均持续增长。2017-2020 年, 公司抬升椅分别实现收入 2.22/3.07/3.57/4.53 亿元, CAGR 为 26.8%, 占总营收占比自 24.8% 快速提升至 34.3%。2020 年抬升椅毛利率为 42.0%, 为沙发各细分品类中最高。

图 52: 智能电动沙发各细分品类占总营收比例

图 53: 智能电动沙发各细分品类毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



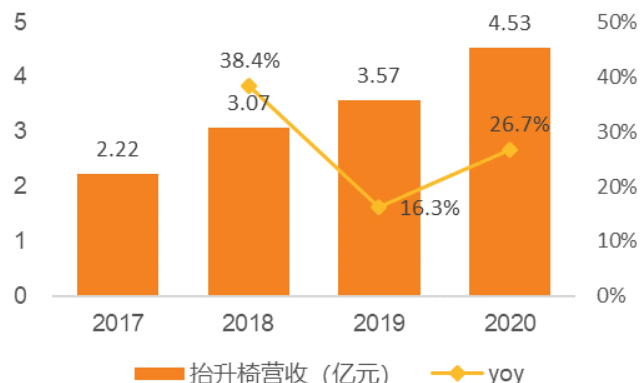
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 54: 2017-2020 年公司抬升椅销量与平均售价



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 55: 2017-2020 年抬升椅营收 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司研究康养功能多年, 充分了解使用者需求。具备完整的电机、电控和机构件的研发生产能力, 让公司在产品设计上更加灵活, 结合公司多年来对护理需求的了解, 产品设计更加贴近消费者需求。公司单椅产品具备抬升功能, 可助力使用者站立, 同时可实现逆 15° 角的康养躺位, 而市面上大部分电动功能沙发最大仅可达 160° 躺位。产品还应用了公司独有的头靠腰托设计, 配备热石按摩、无限充电、隐藏杯托等便利性功能, 细节之处体现对行动不便、有护理需求的消费者的了解。

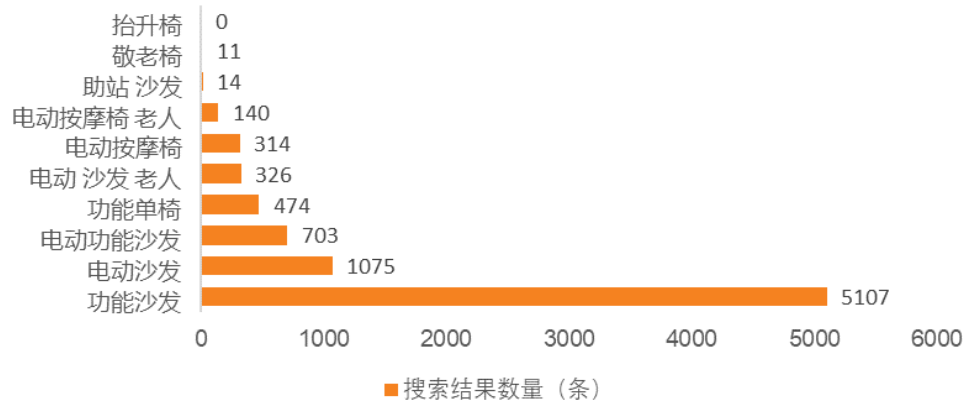
表 5: 公司产品与芝华仕敬老椅对比

产品特点	匠心智能单椅 (具康养功能)	芝华仕敬老椅
起身助力系统 (抬升功能)	√	√
躺位	最大至-15° 康养躺位	110° -160°
按摩功能	√	本款产品不具备
支撑	电动控制头靠腰托	蓬松靠包+腰部加垫+饱满坐垫; 人体工学七区承托设计
储物空间	扶手下有隐藏杯托	本款产品不具备
充电功能	无线充电座	USB 充电
控制方法	遥控器; App	自由伸缩遥控器

资料来源: 匠心家居上市路演, 天猫, 天风证券研究所

国内市场具备康养功能的沙发尚处于发展初期, 适老特性或将推动抬升椅持续放量。抬升椅在国内的销售尚未形成规模, 产品名称不统一, 供应商数量较少, 淘宝电商平台上“功能沙发”的搜索结果有 5107 条, 加入“助站”“老人”等关键词后, 相关单品数量明显减少, 搜索结果最接近的“助站 沙发”仅有 14 条。人口老龄化趋势或将催生对康养功能的需求, 有利于已有成熟产品的制造商迅速抢占份额, 确立先发优势。

图 56：淘宝电商平台词条搜索结果（条）



资料来源：淘宝数据，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 总结

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。公司成立于 2002 年，致力于智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产与销售，是全球智能软体家居行业重要的 ODM 供应商，同时也拥有 MotoMotion、MotoSleep 等自主品牌，业务覆盖中国、美国、澳大利亚、法国等多个国家，与 Ashley Furniture、Pride Mobility 等国际知名家具企业建有良好的长期合作关系。

21Q1-3 公司实现收入 14.9 亿元，同比+70.4%，归母净利润 2.36 亿元，同比+53.1%。2017-2020 年，公司营业总收入由 8.96 提升至 13.18 亿元，CAGR 为 13.8%，21Q1-3 营收规模达 14.9 亿元，同比+70.4%。2017-2020 年，公司归母净利润由 1.04 提升至 2.06 亿元，CAGR 为 25.6%，21Q1-3 实现 2.36 亿元，同比+53.1%。2021Q1-3 公司毛利率、净利率分别为 33.9%、15.9%，毛利率基本稳定，净利率总体呈提升态势。

智能电动沙发业务高速增长，智能电动床业务稳健发展。智能电动沙发为公司核心产品，2017-20 年营收 CAGR 为 36.0%，21H1 实现收入 6.90 亿元，同比+196.2%，占收入比为 70.3%。智能电动床业务总体较为稳定，21H1 实现收入 1.29 亿元，同比+9.9%。21H1 智能家具配件营收占比下降至 13.9%，主要为公司调整产品结构，配件业务优先保障成品生产需求，对外销售减少。公司立足海外市场，外销占比 95% 以上，其中美国为最大市场。2017-2020 年，公司境外主营业务收入由 8.50 提升至 12.84 亿元，CAGR 为 14.7%。2018-2020 年，公司外销收入占比均在 95% 以上，其中 20 年美国地区占总营收比为 88.7%。

全球功能沙发市场规模近 250 亿美元，电动床市场超 40 亿美元，国内市场仍处于低渗透红利期。欧美地区是当前功能沙发、电动床的主要消费地区，美国功能沙发市场已较为成熟，电动床市场处于快速增长时期；2019 年国内功能沙发市场渗透率约为 4.4%，处于快速发展阶段，而电动床市场仍处于认知度提升阶段，消费者教育尚需时间，未来伴随消费升级与人口老龄化趋势，国内智能沙发/床市场规模有望快速提升，前景广阔。

公司深耕美国市场多年，客户资源丰富，ODM 业务持续增长。2019 年美国零售额排名前 100 的家具零售商中，公司与其中 20 家都建立了良好的合作关系。公司拥有 OEM、ODM 和自主品牌三种经营模式，其中 ODM 业务 20 年实现营收 7.58 亿元，17-20 年 CAGR 为 30.76%，增长迅速，占主营收入比上升至 20 年的 57.8%。

打造内部垂直一体化供应链，海外产能布局应对贸易摩擦风险。公司具备电机、电控、机构件等核心配件自制能力，形成内部垂直整合的供应链体系，有效降低成本、加强品控，提升公司整体研发效率。公司于 2019 年在越南建厂，有效减轻关税影响，截至公司上市

时，越南匠心已成为越南家具行业出口排名前十的工厂。

研发投入行业领先，以差异化打造产品竞争优势。公司研发费用率行业领先，拥有多项核心技术及发明专利。研发能力推动产品更新迭代，高附加值产品占比提升推动整体毛利率提升。公司以抬升椅作为切入点，产品具备辅助站立的功能，满足行动不便的消费者需求。人口老龄化趋势或将催生对康养功能的需求，有利于已有成熟产品的制造商迅速抢占份额，确立先发优势。

4.2. 盈利预测及估值

核心假设：

1. 收入端：预期 21-23 年智能电动沙发仍为公司核心品类，收入增速分别为 70%/35%/30%；智能电动床销量逐步提升，收入增速为 12%/10%/10%；智能家具配件占比逐步降低，收入增速为 15%/10%/10%。
2. 利润端：21 年受原材料涨价影响，公司智能电动沙发毛利率同比略有下滑，22-23 年伴随毛利率相对较低的 OEM 订单增加，与原材料价格下降等因素抵消，预期毛利率稳定在 33.5%；智能床毛利率伴随产品结构调整而提升，预期 21-23 年毛利率稳定在 38%；配件业务毛利率稳定在 25%左右。

表 6：公司分产品收入拆分

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1097.00	1174.70	1318.13	1935.46	2457.33	3057.65
yoy	22.5%	7.1%	12.2%	46.8%	27.0%	24.4%
毛利率	29.0%	32.5%	35.4%	33.1%	33.1%	33.1%
主营业务收入分产品						
智能电动沙发						
收入	456.14	548.78	772.52	1313.29	1772.94	2304.82
yoy	48.4%	20.3%	40.8%	70.0%	35.0%	30.0%
毛利率	30.3%	35.5%	36.4%	33.5%	33.5%	33.5%
智能电动床						
收入	258.40	283.65	269.68	302.04	332.24	365.46
yoy	3.7%	9.8%	-4.9%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率	33.0%	32.2%	33.2%	38.0%	38.0%	38.0%
智能家具配件						
收入	362.63	317.11	244.27	280.91	309.00	339.90
yoy	14.7%	-12.6%	-23.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	23.3%	26.6%	31.8%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司专注于智能电动沙发、智能电动床及智能家具配件的研发、生产与销售，深度绑定大客户，完善的供应链体系与高品质、多功能的产品驱动公司进一步扩大营收规模，伴随境内外市场进一步拓展，我们预期公司 21-23 年收入分别为 19.35/24.57/30.58 亿元，同比分别 +46.8%/+27.0%/+24.4%，21-23 年归母净利润分别为 2.75/3.54/4.41 亿元，同比分别 +33.8%/+28.7%/+24.5%。

我们采用相对估值法，选取敏华控股、麒盛科技作为可比公司。敏华控股为功能沙发龙头，顾家家居以沙发为核心品类，麒盛科技主要产品为智能电动床，可比公司与匠心家居在产品品类上具有相似性；浙江自然、共创草坪均有 ODM 业务，且以境外作为主要销售市场，与公司的业务模式具有相似性。参考可比公司估值，我们认为公司在智能电动家具生产方面经验丰富，产品力在行业中具有优势，渠道端与大客户合作稳定，具备持续拓展全球市场的潜力，给予公司 22 年合理 PE 19-21 倍，22 年目标市值 67-74 亿元，目标价 84.17-93.03 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值

公司代码	公司名称	现价	PE (2021E)	PE (2022E)	PE (2023E)
1999.HK	敏华控股	11.64	18.91	15.08	12.30
603610.SH	麒盛科技	25.45	18.73	14.20	11.24
603816.SH	顾家家居	68.58	25.70	20.54	16.74
605080.SH	浙江自然	69.83	31.98	23.38	17.58
605099.SH	共创草坪	34.75	29.26	22.01	17.43
平均			24.92	19.04	15.06

资料来源：wind，天风证券研究所；注：价格为 2021/12/20 收盘价，PE 选取 wind 一致预期

4.3. 风险提示

原材料涨价风险：原材料成本占公司主营业务成本比例较大，若原材料价格持续上涨，公司盈利能力将受到一定影响；

汇率波动风险：目前公司营收 95%以上都来自境外市场，主要以美元定价，若人民币贬值，公司将产生一定汇兑损失；

国际贸易摩擦加剧风险：公司对美销售业务占总营收比例超 85%，若中美贸易摩擦进一步加剧，可能对公司盈利能力产生不利影响；与其他国家的贸易摩擦也会对公司业务在当地市场的开拓产生一定负面影响；

国内市场拓展不及预期风险：公司在国内市场发展经验与营销经验较少，若开拓国内市场进展缓慢，或对营收产生一定影响；

短期内股价波动风险：该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险；

跨市场估值风险：可比公司中敏华控股为港股上市公司，港股与 A 股间存在一定估值体系差异。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	485.93	626.20	2,304.77	2,681.78	2,939.69
应收票据及应收账款	178.51	172.43	323.11	324.55	476.39
预付账款	4.17	4.21	5.96	8.00	9.86
存货	213.04	280.17	470.18	309.24	600.22
其他	31.04	95.68	84.19	99.02	99.26
流动资产合计	912.69	1,178.69	3,188.21	3,422.60	4,125.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	106.71	121.12	138.87	176.57	213.24
在建工程	0.91	0.75	36.45	69.87	71.92
无形资产	17.41	16.48	15.54	14.60	13.65
其他	18.23	26.63	14.97	13.33	14.24
非流动资产合计	143.25	164.98	205.83	274.36	313.06
资产总计	1,055.94	1,343.67	3,394.04	3,696.96	4,438.47
短期借款	0.00	42.56	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	353.76	386.83	682.72	716.77	1,019.45
其他	44.30	54.98	219.07	133.46	131.14
流动负债合计	398.06	484.37	901.79	850.23	1,150.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.11	6.00	3.88	4.33	4.74
非流动负债合计	3.11	6.00	3.88	4.33	4.74
负债合计	401.18	490.37	905.67	854.56	1,155.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	385.25	385.25	1,717.86	1,717.86	1,717.86
留存收益	595.04	800.65	2,408.37	2,762.40	3,203.14
其他	(385.54)	(392.59)	(1,717.86)	(1,717.86)	(1,717.86)
股东权益合计	654.76	853.31	2,488.37	2,842.40	3,283.14
负债和股东权益总计	1,055.94	1,343.67	3,394.04	3,696.96	4,438.47

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	112.94	205.60	275.12	354.03	440.74
折旧摊销	15.86	19.77	7.49	9.82	12.22
财务费用	(10.97)	49.55	11.85	(16.51)	(24.72)
投资损失	0.00	(0.42)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(63.81)	(44.41)	138.58	93.16	(145.06)
其它	57.81	7.31	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	111.83	237.41	433.04	440.51	283.18
资本支出	14.85	24.80	62.12	79.55	49.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(40.72)	(113.61)	(122.12)	(159.55)	(99.59)
投资活动现金流	(25.87)	(88.80)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	42.56	0.00	0.00	0.00
股权融资	165.40	(9.68)	1,380.86	49.27	57.48
其他	(258.17)	6.28	(75.32)	(32.76)	(32.76)
筹资活动现金流	(92.77)	39.15	1,305.54	16.51	24.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6.82)	187.76	1,678.58	377.01	257.90

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,174.70	1,318.13	1,935.46	2,457.33	3,057.65
营业成本	793.38	850.87	1,294.48	1,644.14	2,044.35
营业税金及附加	11.33	6.43	9.44	11.99	14.92
营业费用	88.35	94.16	154.84	208.87	259.90
管理费用	97.10	35.06	50.32	68.81	91.73
研发费用	66.67	71.36	89.03	122.87	152.88
财务费用	(23.91)	35.38	11.85	(16.51)	(24.72)
资产减值损失	(1.07)	(1.57)	1.62	0.46	(0.14)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00
其他	2.72	(5.11)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	140.14	231.11	323.88	416.71	518.73
营业外收入	0.14	0.09	0.11	0.11	0.10
营业外支出	0.06	0.02	0.32	0.32	0.32
利润总额	140.21	231.18	323.67	416.50	518.52
所得税	27.27	25.57	48.55	62.48	77.78
净利润	112.94	205.60	275.12	354.03	440.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	112.94	205.60	275.12	354.03	440.74
每股收益(元)	1.41	2.57	3.44	4.43	5.51

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.08%	12.21%	46.83%	26.96%	24.43%
营业利润	-10.83%	64.92%	40.14%	28.66%	24.48%
归属于母公司净利润	-17.91%	82.05%	33.81%	28.68%	24.49%
获利能力					
毛利率	32.46%	35.45%	33.12%	33.09%	33.14%
净利率	9.61%	15.60%	14.21%	14.41%	14.41%
ROE	17.25%	24.10%	11.06%	12.46%	13.42%
ROIC	-110.70%	157.38%	144.83%	277.41%	414.56%
偿债能力					
资产负债率	37.99%	36.49%	26.68%	23.12%	26.03%
净负债率	-74.21%	-68.40%	-92.62%	-94.35%	-89.54%
流动比率	2.29	2.43	3.54	4.03	3.59
速动比率	1.76	1.86	3.01	3.66	3.06
营运能力					
应收账款周转率	7.45	7.51	7.81	7.59	7.64
存货周转率	6.89	5.35	5.16	6.31	6.72
总资产周转率	1.18	1.10	0.82	0.69	0.75
每股指标(元)					
每股收益	1.41	2.57	3.44	4.43	5.51
每股经营现金流	1.40	2.97	5.41	5.51	3.54
每股净资产	8.18	10.67	31.10	35.53	41.04
估值比率					
市盈率	53.88	29.60	22.12	17.19	13.81
市净率	9.29	7.13	2.45	2.14	1.85
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.84	8.16	6.10
EV/EBIT	0.00	0.00	11.08	8.36	6.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com