



# 匠心家居 (301061.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 智能家居出海先驱,开启自主品牌新征程

### 前言

公司主要从事智能电动沙发、床等品类的 ODM 业务 (近年来海外市场收入占比均超 95%, 其中美国市场收入占比近 90%), 与此同时, 公司 2022 年确立了打造自主品牌的长期目标, 持续加大 OBM 业务发展。公司 19-23 年收入/归母净利 CAGR 分别达 13.1%/37.8%, 24Q1 收入/归母净利分别同比增长 30.6%/57.1%, 整体继续保持优异增长态势。

### 投资逻辑

**出口景气度延续性或较强, 智能家居市场空间仍较广。** 行业层面短期来看, 美国家具行业正处补库周期, 24 年 1-6 月, 中国家具出口金额同比+14.8%。复盘历史补库有望持续 6-12 个月, 助推中国家具出口景气度或延续至 24H2。并且 24 年 7 月美国降息预期升温, 若后续如期降息, 美国地产链修复或将助推中国出口景气延续。长期来看, 以功能沙发/智能电动床为核心品类的智能家居产品正逐步替代传统家居产品, 23 年美国功能沙发/智能电动床市场规模合计达 158.8 亿美元, 产品渗透率分别约为 50%/20%, 后续产品结构升级及产品渗透率提升有望推动行业进一步扩容。

**ODM 业务: 产品创新为先, 客户持续拓展, 共促量价齐升。** ODM 业务近年来呈现“量价齐升”态势, 19-23 年公司智能电动沙发销量 CAGR 为 21.1%、均价 CAGR 为 4.9%。公司保持优异增长主要基于公司在产品研发、客户拓展和供应链上的竞争优势, 三大优势也将驱动公司后续持续增长: 1) 产品研发: 历年研发费用率维持在 6%以上, 重视产品创新, 树立中高端定位; 2) 客户拓展: 绑定核心大客户的同时, 依靠优异口碑拓展中小零售客户, 截至 24Q1 美国 TOP100 零售商中公司客户已达 37 家(21 年仅 21 家); 3) 供应链: 前瞻布局越南基地规避关税、降低成本, 并且拥有美国本土化仓储、售后服务团队, 共同助力前端销售。

**OBM 业务: 自主品牌加速孵化, 店中店模式有望跑通。** 23 年公司多举措加速自主品牌发展, 效果逐步显现, 有望贡献业绩增量: 1) 品牌: 23 年 1 月更换 Logo 并推出 MotoLiving 品牌, 24Q1 订单已达千万美元级别; 2) 产品: 对比可发现公司功能沙发产品用料扎实、功能丰富; 3) 渠道: 联合零售客户打造店中店模式, 持续优化店态的同时, 加大多方面赋能, 自主品牌认知度有望提升。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 24-26 年归母净利润为 4.93/5.97/7.06 亿元, 同比 +21.0%/+21.3%/+18.2%。考虑公司自主品牌发展可期, 给予 24 年合理估值 18X, 目标价 53.3 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

外需改善低预期、净利率下降、汇率波动、海运费大幅上涨。

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师: 龚轶之 (执业 S1130523050001)

gongyizhi@gjzq.com.cn

分析师: 叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 41.49 元

目标价 (人民币): 53.30 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,463	1,921	2,358	2,873	3,475
营业收入增长率	-24.02%	31.37%	22.74%	21.83%	20.93%
归母净利润(百万元)	334	407	493	597	706
归母净利润增长率	11.95%	21.93%	20.94%	21.25%	18.16%
摊薄每股收益(元)	2.610	3.183	2.961	3.590	4.242
每股经营性现金流净额	2.06	4.14	2.85	3.35	3.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.38%	13.56%	14.79%	16.02%	16.87%
P/E	11.02	15.63	14.01	11.56	9.78
P/B	1.36	2.12	2.23	1.99	1.78

来源: 公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、匠心家居：智能家居出海先驱，ODM 向 OBM 迈进.....	5
1.1、深耕智能家居行业，聚焦美国 ODM 业务.....	5
1.2、产品升级+高效拓客，支撑公司高盈利能力.....	7
1.3、全产业链布局，股权激励提振动能.....	9
二、行业：短期出口景气有望延续，长期行业扩容空间较大.....	11
2.1、短期：美国补库+降息预期，出口景气度持续性较强.....	11
2.2、中长期：智能化趋势明确，美国市场空间广阔.....	13
三、ODM 业务：产品创新为先，客户持续拓展，共促量价齐升.....	14
3.1、研发：重视产品创新，打造中高端定位.....	15
3.2、客户：绑定核心客户，开拓零售商渠道.....	16
3.3、供应链：海外产能布局，本土贴近式服务.....	17
四、OBM 业务：品牌加速孵化，店中店模式有望跑通.....	18
4.1、品牌：升级品牌形象，推出 MotoLiving.....	19
4.2、产品：优质产品为基，形成差异化竞争.....	19
4.3、渠道：探索店中店模式，加强自有品牌露出.....	20
五、盈利预测与投资建议.....	21
六、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：公司发展大事记.....	5
图表 2：公司营业收入及增速.....	5
图表 3：公司归母净利润及增速.....	5
图表 4：公司产品线梳理.....	6
图表 5：公司分产品收入结构（%）.....	6
图表 6：公司分产品毛利率（%）.....	6
图表 7：公司分地区收入占比（%）.....	7
图表 8：公司美国市场收入占比（%）.....	7
图表 9：匠心家居 ROE 居行业前列（%）.....	7
图表 10：匠心家居净利率水平领先可比公司（%）.....	7
图表 11：公司产品持续提价（元/件）.....	8
图表 12：公司经调整主营业务毛利率（%）.....	8



图表 13: 可比公司毛利率对比 (%)	8
图表 14: 2018-2023 年可比公司毛利率累计变动 (%)	8
图表 15: 公司经调整销售费用率 (%)	9
图表 16: 可比公司销售人效对比 (万元/人/年)	9
图表 17: 可比公司销售费用率 (%)	9
图表 18: 2018-2023 年可比公司销售费用率累计变动 (%)	9
图表 19: 公司股权及子公司架构	10
图表 20: 公司股权激励对象	10
图表 21: 股权激励业绩考核目标	11
图表 22: 中国家具及其零件出口金额当月同比 (%)	11
图表 23: 中国家具及其零件出口金额累计同比 (%)	11
图表 24: 美国家具渠道库销比	12
图表 25: 下游大客户 Flexsteel 开始补库	12
图表 26: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘	12
图表 27: 美国经济下行拖累家具消费	12
图表 28: 美国成屋销售水平 (万套)	13
图表 29: 美国房贷利率有望下行 (%)	13
图表 30: 2020 年全球功能沙发市场分布 (%)	13
图表 31: 2020 年全球智能电动床市场分布 (%)	13
图表 32: 美国功能沙发市场规模及增速	14
图表 33: 美国功能沙发渗透率	14
图表 34: 美国智能电动床市场规模及增速	14
图表 35: 美国智能电动床渗透率 (%)	14
图表 36: 公司产品销量 (万件)	15
图表 37: 公司产品均价 (元/件)	15
图表 38: 可比公司研发费用率对比 (%)	15
图表 39: 2023 年度主要研发项目梳理	16
图表 40: 前五大客户收入占比 (%)	16
图表 41: 大客户 Ashley 贡献收入及占比	16
图表 42: 除 Ashley 外美国零售客户贡献收入规模 (亿元)	17
图表 43: 美国家居市场品牌集中度较低	17
图表 44: 美国 TOP100 零售商中公司客户数量 (家)	17
图表 45: 匠心越南贡献收入及占比	18
图表 46: 匠心越南是公司主要生产子公司 (亿元)	18
图表 47: 公司品牌 Logo 升级	19



图表 48: 2023 年 4 月推出 Moto Living 品牌.....	19
图表 49: 智能电动沙发产品对比.....	19
图表 50: 美国零售客户数量占比 (%) .....	20
图表 51: 除 Ashley 外美国零售客户收入占比 (%) .....	20
图表 52: 美国家具零售仍以线下为主.....	20
图表 53: “店中店”设计范本 .....	20
图表 54: 公司收入拆分.....	21
图表 55: 可比公司估值.....	22



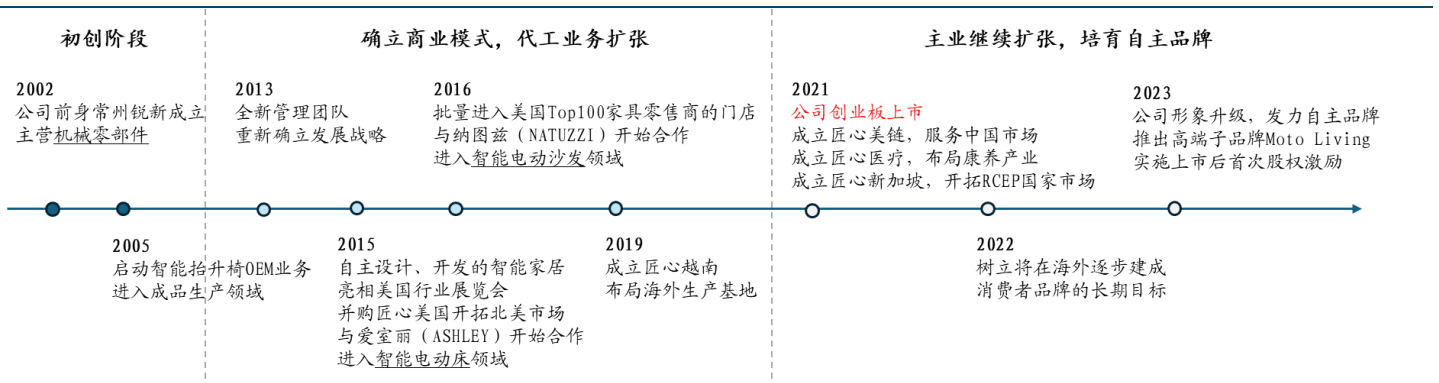
## 一、匠心家居：智能家居出海先驱，ODM 向 OBM 迈进

### 1.1、深耕智能家居行业，聚焦美国 ODM 业务

匠心家居深耕智能家居二十余年，主要从事智能电动沙发、智能电动床和智能电动家居零配件的 ODM 业务，面向以美国为主的海外市场。定位中高端价格带，以坚持产品创新和“让智能家居奢而不贵”为公司发展理念。

公司 2002 年成立初期主要以智能家居零配件制造为主，2013 年管理团队全面调整，确立以发展自主设计、开发智能家居为主业，2015、2016 年先后进入智能电动床、智能电动沙发领域，2019 年建设越南生产基地，已成为欧美市场最重要的 ODM 和零配件供应商之一。2021 年公司创业板上市，一方面继续开拓美国市场 ODM 业务，并成立了匠心新加坡探索更多国家市场；另一方面加强自主品牌推广，目前旗下拥有 MotoMotion、MotoSleep、MotoLiving 等自主品牌，2023 年公司品牌形象全面升级，加快品牌建设步伐。整体来看，公司 ODM 与 OBM 业务目前均现较优发展态势，持续成长可期。

图表1：公司发展大事记



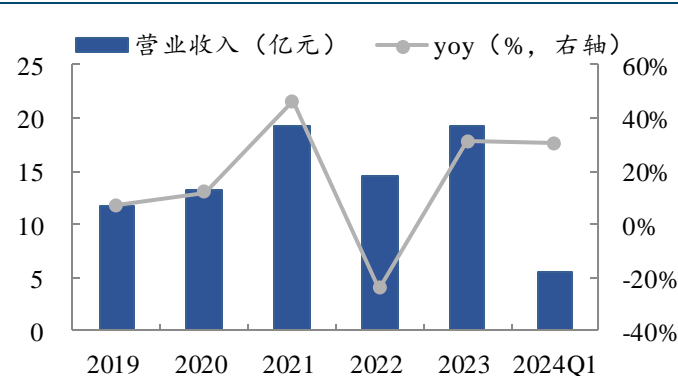
来源：公司官网，国金证券研究所整理

近年来公司坚定执行战略，实现业绩持续增长：1) 美国市场 ODM 业务继续扩张，不断拓展客源、推出新品；2) 积极筹备自有品牌，贡献业绩增量。2019-2023 年，公司营业收入从 11.8 亿元上升至 19.2 亿元，期间复合增速约 13.1%。尽管有公共卫生事件、地缘政治和 2022-2023 年美国加息、去库存等不利因素扰动，但得益于和核心客户的稳定合作关系及自身突出的产品力，公司业务依然保持较强韧性。

2019-2023 年公司归母净利润也从 1.1 亿元上升至 4.1 亿元，期间复合增速约 37.8%，主要来自于产品结构升级带动毛利率提升以及费用率的有效控制共同推动净利率显著提升。

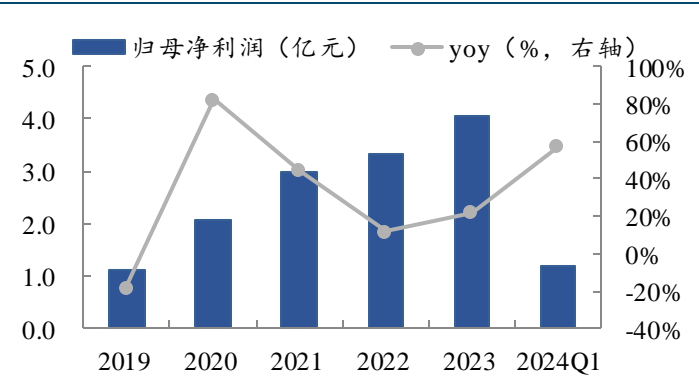
2024 年一季度，公司收入、归母净利分别为 5.6 亿元、1.2 亿元，同比增长 30.6%、57.1%，延续快速增长。

图表2：公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

分产品看，公司以软体智能家居为主（2023 年合计收入占比接近 90%）、智能家居配件占比较小。二者在商业模式上也存在一定差异，目前智能电动沙发、智能电动床仍以 ODM 为主，服务于海外家居零售商或制造商，自主品牌尚处于培育阶段。但作为公司早期业务的智能家居配件则全部为自主品牌，服务于海外家居制造商。



图表4: 公司产品线梳理

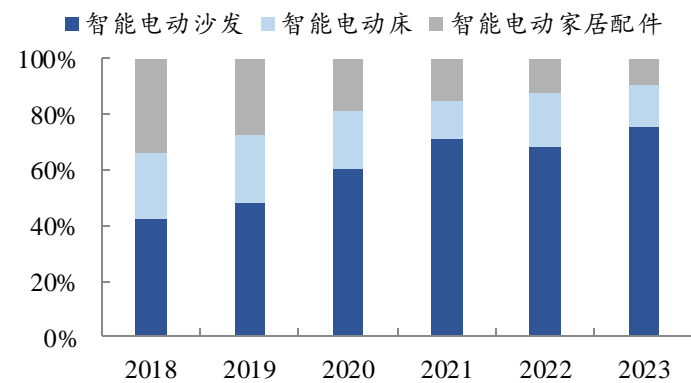
产品类别	23 年收入占比	23 年毛利率	细分产品线
智能电动沙发	74.5%	33.0%	1、智能电动躺椅：以金属机构件为骨架，由电机和电控装置控制和驱动，可附加按摩加热、可调节头靠腰托、转动、摇摆、影音功能、无线充电等辅助功能。 2、抬升椅：适用于中老年及行动不便者。与智能电动躺椅具有相似性，但两者使用金属机构件具有较大区别。抬升椅椅架能同时实现抬升和躺平功能。 3、组合沙发：由若干个电动单椅和非电动功能位组成的沙发组合。
智能电动床	15.0%	36.7%	1、传统床型：一系列较早设计床型的统称，包括基本款、倾斜床、零靠墙床等。其用料厚实，质量可靠，但相对而言较为笨重，运输成本和收纳成本较高。 2、快运床：公司 2018 年针对快递运输需求推出的新品，具有轻量化特征。 3、超薄床：在适当减轻床体重量的基础上，在头部、颈部、脚部等位置组合搭配电机装置，实现了比快运床更加丰富的功能体验。
智能家居配件	9.8%	35.7%	1、机构件：智能家居内部骨架，主要材质为金属，具有结构支撑、角度调节等功能。 2、电机：智能家居的动力来源，帮助实现姿态调整及多种功能。 3、电控装置：对智能家居动力系统及其它功能进行有线、遥控或 APP 控制的装置。

来源：公司公告，国金证券研究所

分产品来看，2023 年智能电动沙发、智能电动床收入占比分别达到 74.5%、15.0%，合计约为 89.5%。其他配件收入占比则不断降低，2023 年已经下降至 9.8%。2023 年智能电动沙发、智能电动床、智能家居配件的毛利率分别为 33.0%、36.7%、35.7%，2019-2023 年的平均中枢水平分别为 33.5%、33.4%、27.5%。

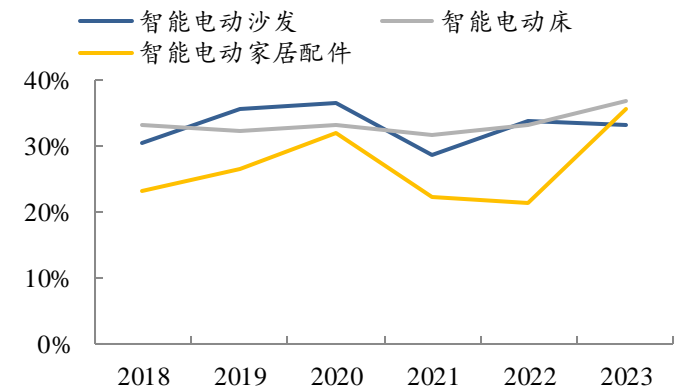
分区域来看，2018-2023 年，公司境外收入占总营业收入比例从 95.2% 上升至 99.0%，在保持高位情况下继续明显提升。同时在各大海外市场中，美国市场重要性尤其突出，历年来均保持在接近 90% 的水平，2023 年美国市场收入占公司总营业收入的比例达到 88.3%。

图表5: 公司分产品收入结构 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

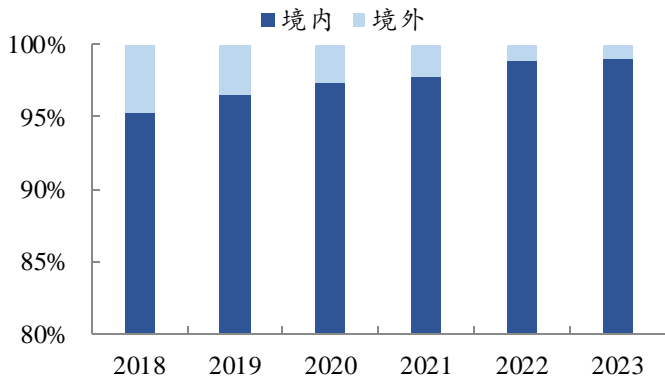
图表6: 公司分产品毛利率 (%)



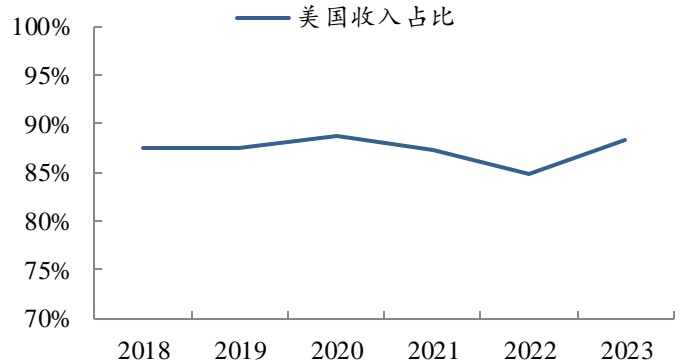
来源：公司公告，国金证券研究所



图表7: 公司分地区收入占比 (%)



图表8: 公司美国市场收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

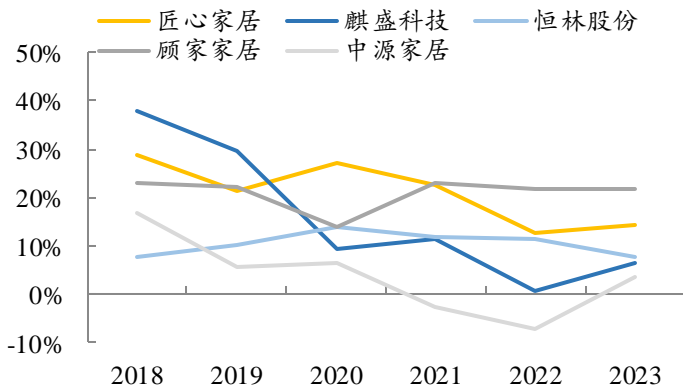
### 1.2、产品升级+高效拓客, 支撑公司高盈利能力

尽管公司业务目前以 ODM 模式为主, 但凭借强大的产品力、和主要大客户的深厚关系、自身的高效管理, 依然具备较高的盈利能力, 公司的净资产收益率、净利率水平均处于行业前列。

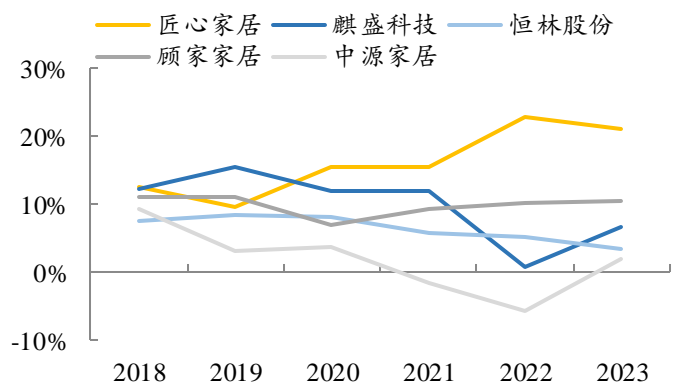
2023 年公司净资产收益率为 14.2%, 可比公司中仅次于顾家家居; 2018-2023 年平均 ROE 为 21.1%, 明显高于同期行业平均 14.5% 的水平。并且公司净利率水平在 2018-2023 年持续上升, 从 12.5% 上升至 21.2%, 位列行业第一, 而同期可比公司平均水平则从 10.5% 下滑至 8.7%。

公司净利率逐步远超出行业平均水平, 背后是公司竞争优势的不断巩固。主要包括: ① 公司产品升级带来的毛利率持续提升; ② 高效率拓客所保持的低销售费用率, 而在同期可比公司毛利率增长不明显且销售费用率大幅提升。

图表9: 匠心家居 ROE 居行业前列 (%)



图表10: 匠心家居净利率水平领先可比公司 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

#### ■ 产品结构升级推动毛利率显著提升

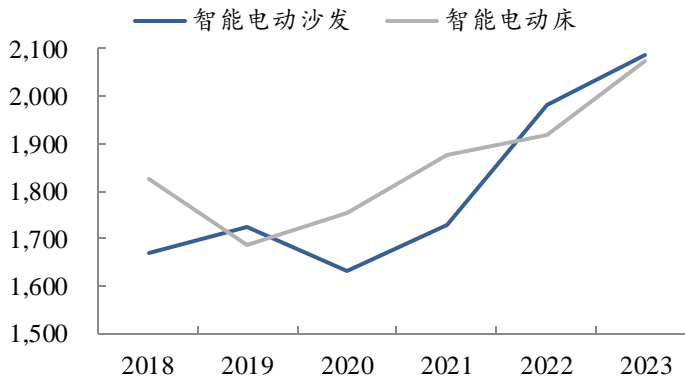
我们拆解测算了 2018-2023 年公司净利率变动原因, 毛利率的显著提升是公司利润率持续提升的关键。

分项目看, 2018-2023 年公司净利率提升 8.7pct, 期间毛利率提升、销售费用率下滑是主要因素, 分别贡献 4.97pct、5.04pct。由于 2021 年会计准则发生调整, 运输费用计入主营业务成本, 而公司运输费用占营业收入比例一直维持在 4.0% 左右, 因此 2018-2023 年销售费用率的下滑很大部分是由科目调整所致, 整体来看, 毛利率的提升是公司净利率提升的主要因素。

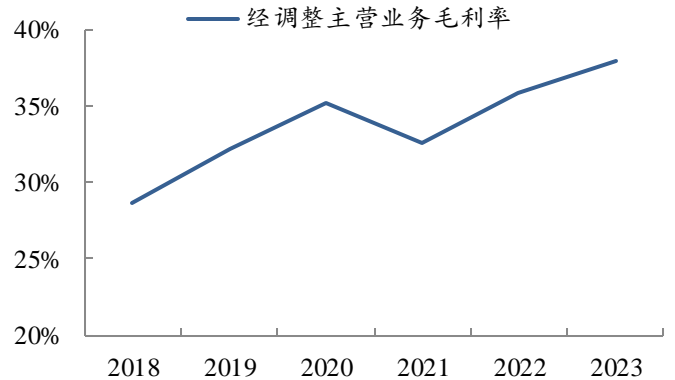
2018-2023 年公司主要产品智能电动沙发、智能电动床均价都出现明显上升, 期间涨幅分别为 24.9%、13.7%。产品升级、美国通胀提高了公司产品出厂价, 进而推动了毛利率的提升, 公司经调整主营业务毛利率 2018-2023 年由 28.6% 上升至 37.9%, 提升 9.2pct。



图表11: 公司产品持续提价 (元/件)



图表12: 公司经调整主营业务毛利率 (%)



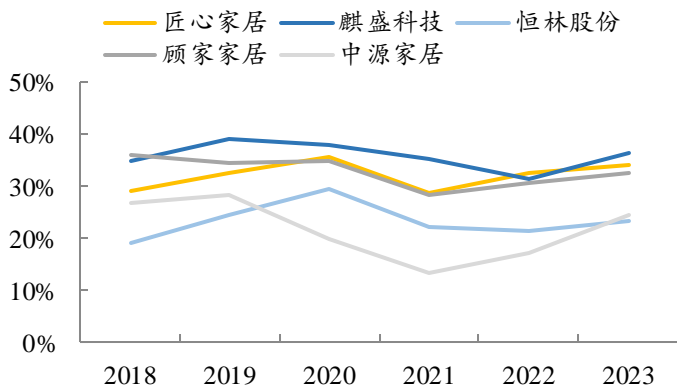
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 2021-2023 年毛利率扣除运输费用计算)

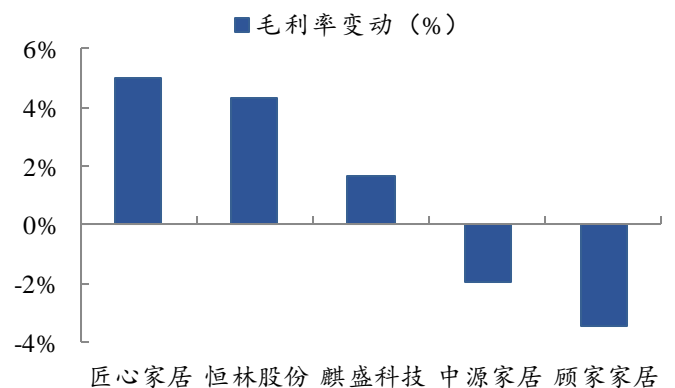
对比可比公司, 公司毛利率水平逐步超越行业平均水平。2018 年公司毛利率 29.0%, 同期行业平均水平 29.1%; 而到 2023 年, 公司毛利率已达 34.0%, 远超行业平均的 30.2%。

2018-2023 年, 期间公司毛利率提升 5.0pct, 在行业中提升幅度最为显著。公司凭借强大的产品力实现了逆势增长, 而其他公司则受会计准则调整、市场竞争加剧影响导致毛利率面临压力。

图表13: 可比公司毛利率对比 (%)



图表14: 2018-2023 年可比公司毛利率累计变动 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 高效拓客促使销售费用率维持低位

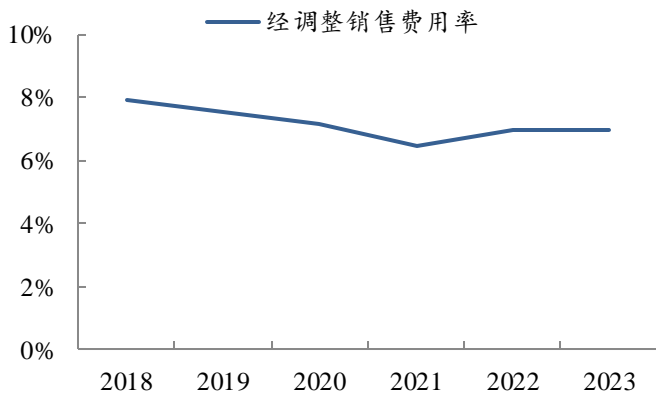
公司净利率领先的另一原因在于更低的销售费用率, 公司的产品升级和市场拓展不依赖于销售费用投放, 2018-2023 年公司经调整销售费用率 (包括运输费用) 约为 7.2%, 保持较低水平。对比可比公司, 2018-2023 年公司未调整销售费用率由 7.9% 下降至 2.9%, 降幅位列行业第一, 而同期行业平均水平则从 11.2% 小幅上升至 11.5%。

销售费用率下降除受会计准则调整影响外, 主要由于: 1) 公司与核心客户保持良好合作关系并且具有良好的行业口碑, 在受益于大客户稳步增长的同时, 公司逐步获取老客户转介绍订单, 口碑及规模效应逐步显现; 2) 公司销售团队管理优异, 效率位居行业前列。从销售团队人效角度分析, 2018-2023 年公司销售人员年人均创收 2626 万元, 同样远超行业平均的 1810 万元。



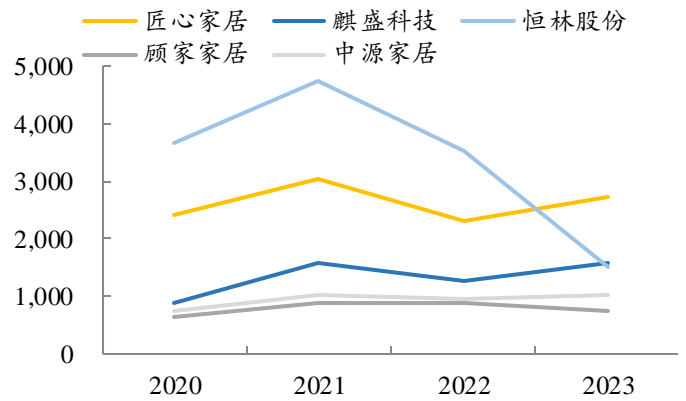


图表15: 公司经调整销售费用率 (%)



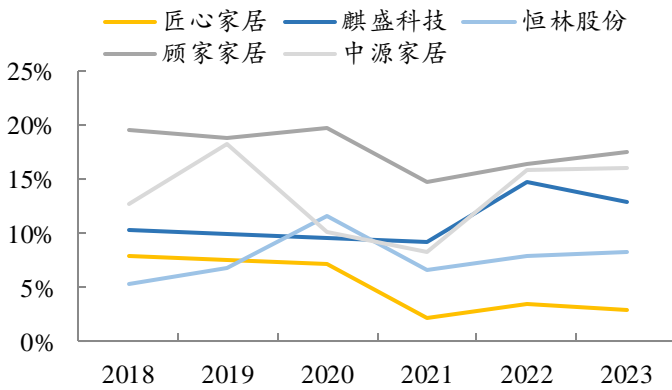
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 2021-2023 年包括运输费用进行计算)

图表16: 可比公司销售人效对比 (万元/人/年)



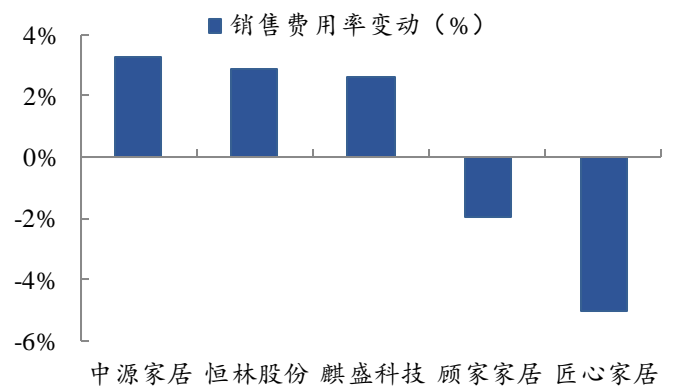
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 可比公司销售费用率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 2018-2023 年可比公司销售费用率累计变动 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

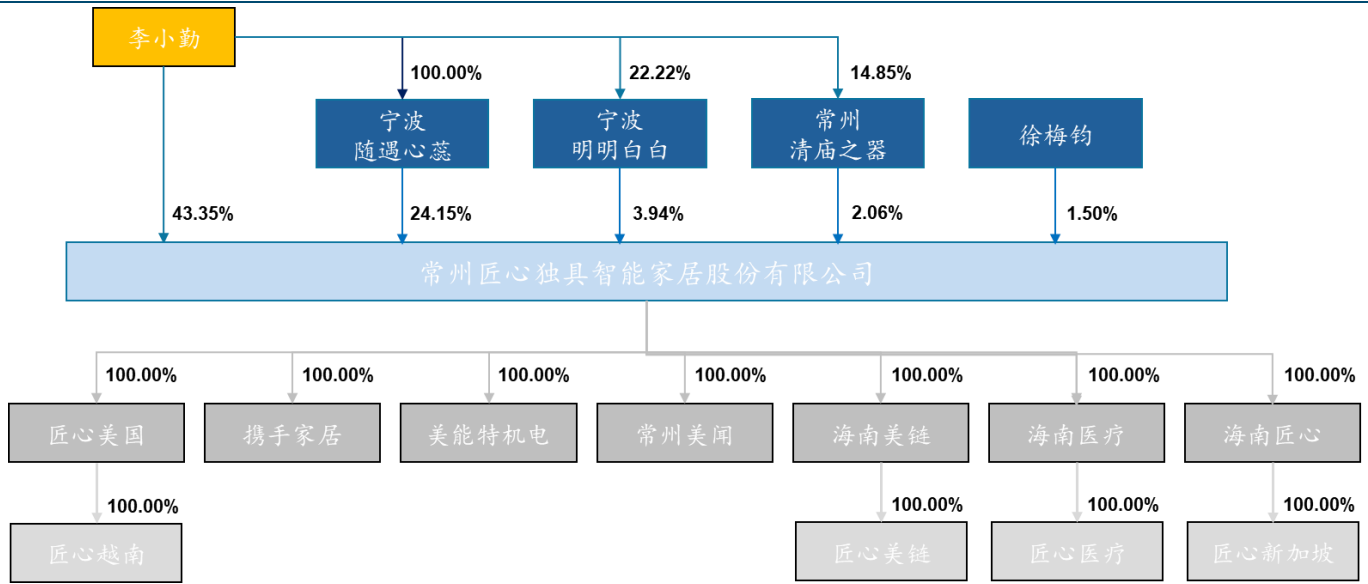
### 1.3、全产业链布局, 股权激励提振动能

公司股权结构稳定, 创始人及实控人李小勤女士担任董事长, 配偶徐梅钧先生担任副董事长、总经理, 两者均长期从事智能家居行业, 在销售、生产管理上具备深厚经验。

公司经营架构上, 板块分工明确, 匠心美国和匠心越南分别是最重要的销售、生产子公司, 持续向上游延申产业链布局: 1) 匠心美国作为公司的主要销售子公司, 服务于最重要的美国市场, 2021 年新设孙公司匠心新加坡开拓东南亚 RCEP 国家市场; 2) 生产端主要包括匠心越南、携手家居、美能特机电, 其中匠心越南负责公司主要涉税产品生产及出口, 而携手家具、美能特机电则分别负责结构件、电机生产; 3) 其他业务: 2021 年公司上市后还新设立了匠心美链、匠心医疗、海南匠心, 开拓中国本土市场和康养产业。



图表19: 公司股权及子公司架构



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (数据截至 2023 年 12 月 31 日)

2023 年 7 月, 公司完成了上市后首次股权激励计划的授予, 将有效调动管理层积极性。授予对象包括公司高管、生产/销售/物流部门负责人及主要中层骨干, 覆盖范围广, 合计人数达到 101 人, 共授予 311.15 万股, 占公司总股本的 2.43%。

图表20: 公司股权激励对象

姓名	职务	国籍	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本次激励计划公告时股本总额的比例
徐梅钧	董事/总经理	中国	60	19.28%	0.47%
Liu Chih-Hsiung	董事/副总经理	南非	30	9.64%	0.23%
张聪颖	董事/副总经理/董秘	中国	9	2.89%	0.07%
郭慧怡	董事	中国	6	1.93%	0.05%
COPLEY JOHN ARTHUR	子公司总经理	美国	30	9.64%	0.23%
CHAN KAM THONG	生产部高级总监	马来西亚	7.5	2.41%	0.06%
CHEN XIAO	销售总监	美国	5	1.61%	0.04%
HICKS DAVID JAMES	销售副总裁	美国	4	1.29%	0.03%
PHAM PHUONG THY	物流主管	越南	2	0.64%	0.02%
TO THI HA	物流主管	越南	1.5	0.48%	0.01%
核心管理人员及技术 (业务) 骨干 (91 人)			156.15	50.19%	1.22%
合计			311.15	100%	2.43%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

根据股权激励中指定的解锁目标, 2023-2026 年达成解锁要求的底线为营业收入或归母净利润 (扣除股份支付影响) 年度同比增速至少须达到 10% 以上, 目标值为 15%, 显示出公司对于未来增长的信心。2023 年公司营业收入、归母净利润 (扣除股份支付) 分别同比增长 31.4%、21.8%, 已达成第一个归属期目标。



图表21：股权激励业绩考核目标

考核年度	以 2022 年营业收入为基础		以 2022 年净利润为基准	
	对应年度营业收入增长率 (%)		对应年度净利润增长率 (%)	
	触发值	目标值	触发值	目标值
2023	10.0%	15.0%	10.0%	15.0%
2024	21.0%	32.3%	21.0%	32.3%
2025	33.1%	52.1%	33.1%	52.1%
2026	46.4%	74.9%	46.4%	74.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、行业：短期出口景气有望延续，长期行业扩容空间较大

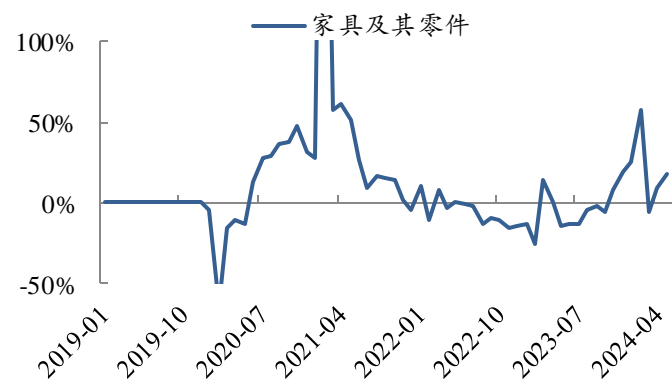
公司业务聚焦美国家居市场，与其市场需求高度相关，从行业层面来看，公司长短期维度下出口景气度均有支撑：

- 短期来看，美国家居行业从 23 年下半年即已开启补库周期，渠道库存回补带动中国家居出口订单回暖，2024 年 1-6 月中国家居及零配件出口金额累计同比增长 14.8%。2024 年 6 月美国 CPI 回落幅度超预期，美元降息预期进一步升温，或带动下半年美国地产链复苏进而刺激终端家具消费需求回升。美国补库叠加美元降息，2024 年公司下游景气无虞。
- 长期来看，公司主营的智能家居产品渗透率仍在持续提升，智能化大趋势明确。北美是全球智能家居主要市场，2023 年美国功能沙发、智能电动床市场规模合计达 158.8 亿美元，产品渗透率分别为 50%、20%，市场空间广阔，其中智能电动床仍具备较大提升空间。

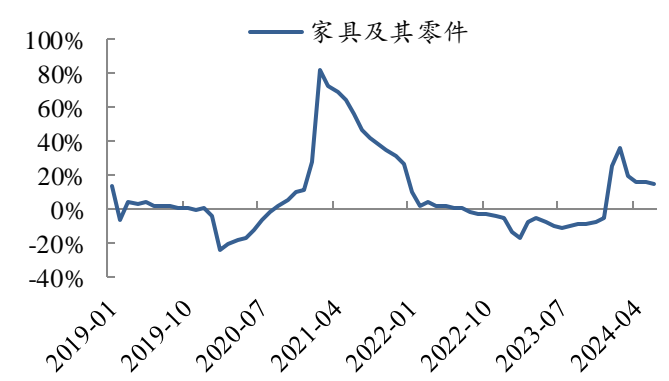
### 2.1、短期：美国补库+降息预期，出口景气度持续性较强

由于公司业务主要以海外市场为主，因此和家具出口景气度关联度较高，2022-2023 年中国家具出口较为低迷，但随着海外市场下游库存出清逐步开启补库，2023 年四季度起中国家具出口整体已迎来景气度上行。2024 年 1-6 月，中国家具及零件累计出口金额同比 +14.8%，延续较优景气度。整体来看，在补库与后续降息推动下，中国家具出口景气度持续性有望较强。

图表22：中国家具及其零件出口金额当月同比 (%)



图表23：中国家具及其零件出口金额累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

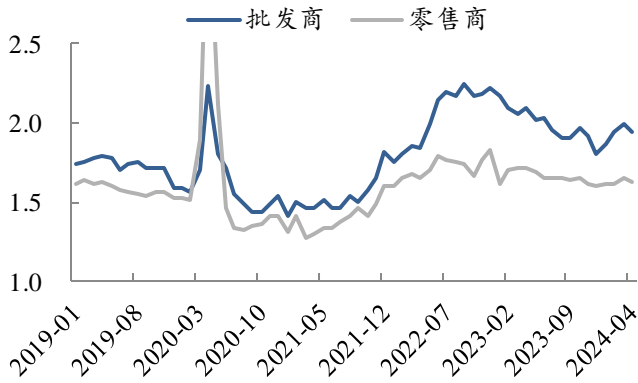
#### ■ 驱动一：美国家居渠道补库

由于 2022-2023 年美国市场需求下行，美国家具渠道库存在 2022 年初开始逐步上升，直至 2022 年 7 月美国家具批发商库销比达到 2.2 的峰值。此后海外渠道开启去库周期，终端销售持续不振、家居零售商去化库存，因此 2022 年公司智能家居产品销量明显承压，智能电动沙发同比下滑，对公司收入端造成较大压力。

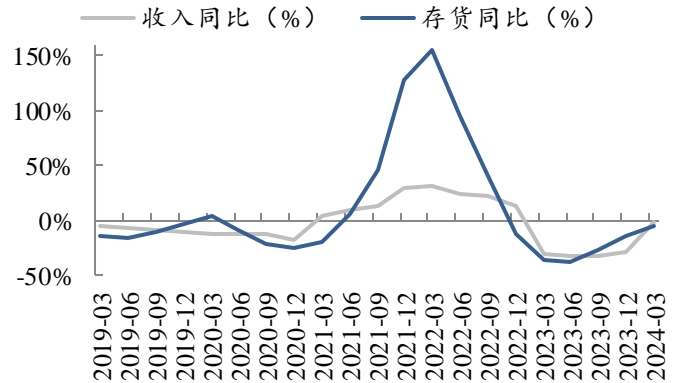
当前美国家具渠道库存已显著去化，库销比已逐步恢复到历史正常水平，渠道正进入补库周期。例如公司长期合作的前五大客户之一 Flexsteel 在 2023 年库存水平明显回落，2024 年一季度收入、存货同比降幅从 2023 年的双位数收窄至 -1.1%、-4.1%，进入补库周期。



图表24: 美国家具渠道库销比



图表25: 下游大客户 Flexsteel 开始补库

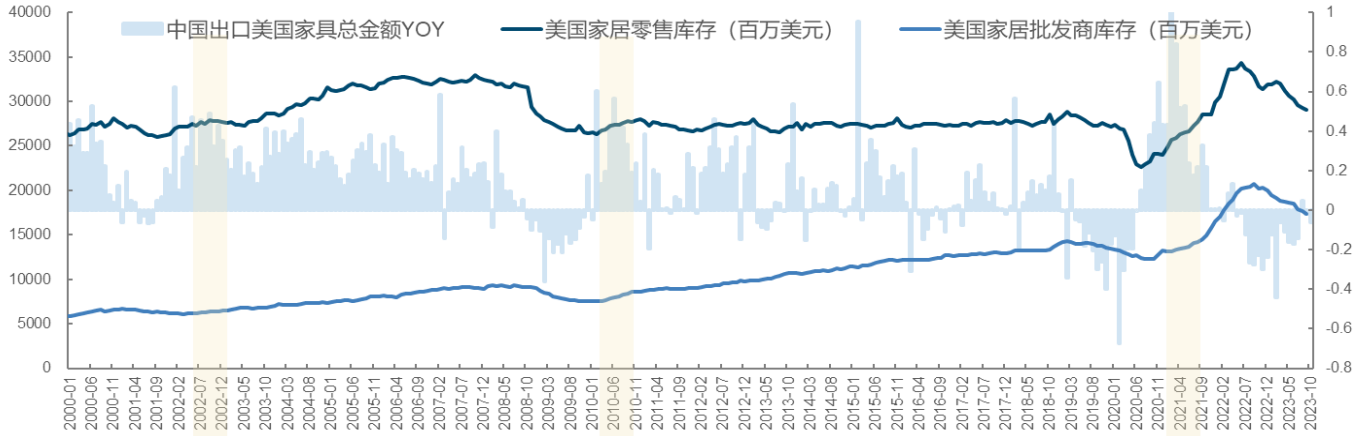


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

此外通过对历史复盘,我们发现历史上美国家居行业库存见底后通常会迎来一段补库周期,时长普遍为 6-12 个月。参考来看,本轮补库或将持续至 2024 年下半年,景气持续性无虞。

图表26: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘

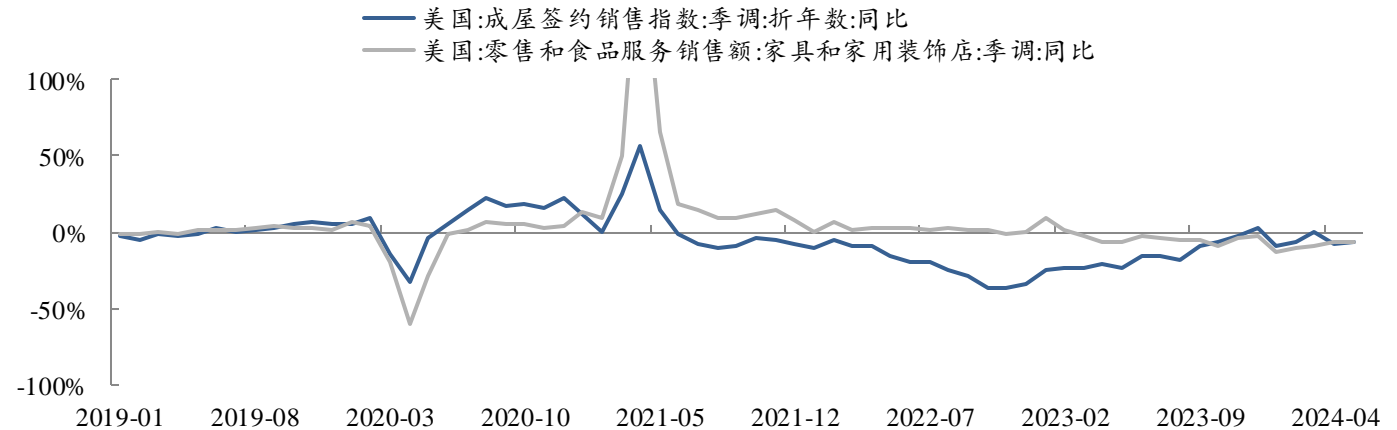


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 驱动二: 美国降息有望落地, 或带动地产链复苏

美国家具零售额和成屋销售表现高度相关, 2022 年初开始随着美联储加息影响显现, 美国地产销售受到明显拖累, 2022 年美国成屋销售折年套数从年初的 600 万套快速下滑至 400 万套的水平, 从而抑制了终端家具消费需求。

图表27: 美国经济下行拖累家具消费

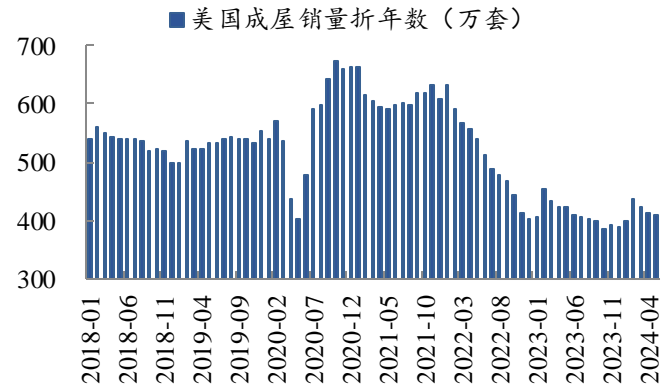


来源: Wind, 国金证券研究所

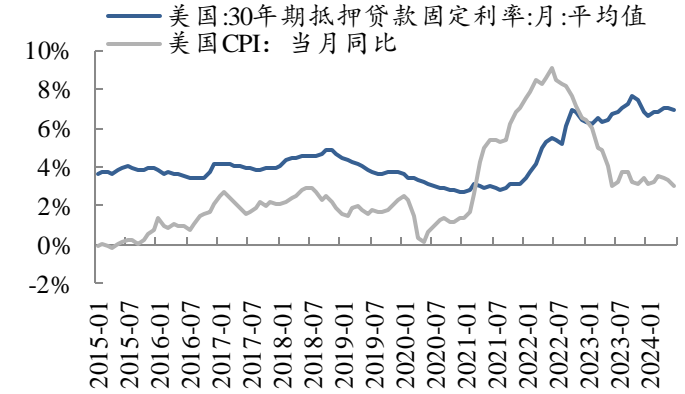


截至 2024 年 6 月，美国 CPI 同比增速已经回落至 3.0%，通胀水平得到有效控制，美国降息预期不断升温，目前 FedWatch 一致预期美联储 9 月议息会议下调基准利率 25BP 的概率约为 90.3%。若后续降息落地、房贷利率开启下行，美国地产销售有望回暖，进而刺激家具消费需求回暖，中国家具出口有望受益。

图表28: 美国成屋销售水平 (万套)



图表29: 美国房贷利率有望下行 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

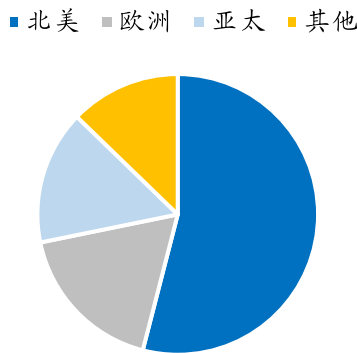
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、中长期: 智能化趋势明确, 美国市场空间广阔

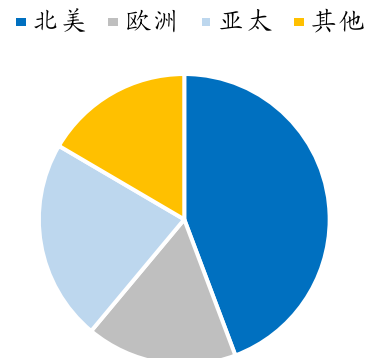
公司涉及的智能家具是对传统家具的升级替代产品, 近年来家具行业智能化趋势愈发明显。智能家居通过融合先进技术实现更多功能, 让消费者的体验更加舒适、便捷。公司也正是瞄准这一趋势, 因而在 2015 年 7 月开始推出自主设计的智能家居产品, 其中智能电动沙发、智能电动床是智能家居的核心品类。

根据公司招股书披露, 2020 年北美市场占全球智能功能沙发、智能电动床市场规模的比例分别达到 44.3%、54.0%。2023 年美国功能沙发、智能电动床规模分别为 131 亿美元、27.8 亿美元, 合计达到 158.8 亿美元, 并且部分产品目前渗透率仍具进一步提升空间, 行业中长期扩容空间仍较大。

图表30: 2020 年全球功能沙发市场分布 (%)



图表31: 2020 年全球智能电动床市场分布 (%)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

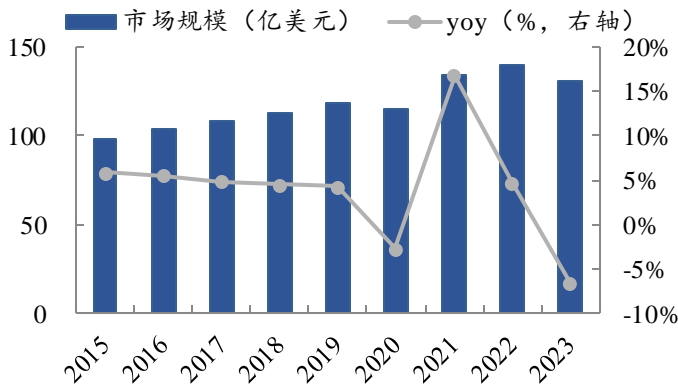
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

■ 功能沙发: 美国渗透率相对较高, 产品结构升级有望助推行业扩容

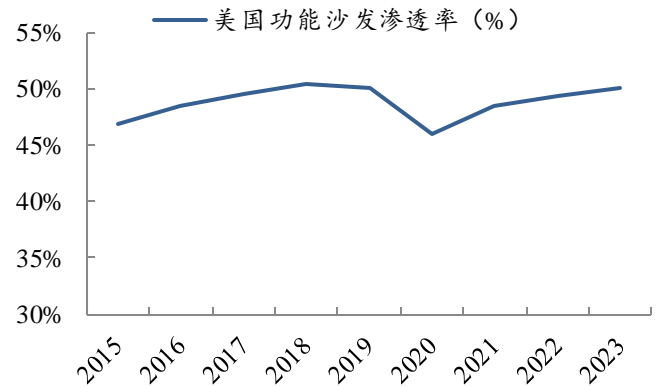
美国功能沙发消费成熟度全球领先, 体现在销售规模、市场渗透率均处于较高水平。2023 年美国功能沙发市场规模约 131 亿美元, 同比下滑 6.7%, 2019-2023 年期间复合增速约为 2.6%。展望后续, 虽然美国功能沙发渗透率已较高, 但智能化趋势依然确定, 后续产品结构升级或仍有望驱动行业进一步扩容。



图表32：美国功能沙发市场规模及增速



图表33：美国功能沙发渗透率



来源：公司招股书，敏华控股官网，欧睿，国金证券研究所测算

来源：公司招股书，敏华控股官网，欧睿，国金证券研究所测算

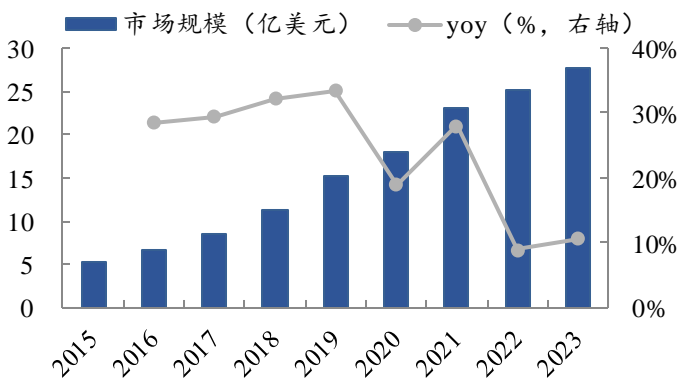
■ 智能电动床：产品推广相对早期，未来扩张可期

智能电动床相比于功能沙发出现时间较晚，早期主要用于护理功能，使用群体为行动不便的中老年人群。而随着消费者对生活品质要求的提高及厂商推广，越来越多人开始购买智能电动床，功能上也增加了包括多区域床板曲线控制、震动按摩、蓝牙音箱、睡眠监测等新项目。

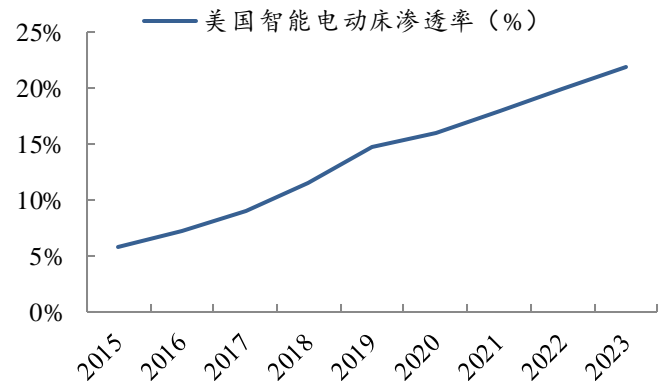
2023年美国智能电动床市场规模约27.8亿美元，同比增长10.6%，2019-2023年复合增速约为16.4%。由于智能电动床尚处于产品推广初期，规模较小但增速更高，外部不利因素也并未影响品类规模持续扩张。

以市场规模口径计算，2019-2023年智能电动床市场渗透率从5.8%快速提升至21.9%，我们预计随着消费者习惯养成和品牌推广，智能电动床还有较大增长空间。

图表34：美国智能电动床市场规模及增速



图表35：美国智能电动床渗透率 (%)



来源：公司招股书，欧睿，国金证券研究所测算

来源：公司招股书，欧睿，国金证券研究所测算

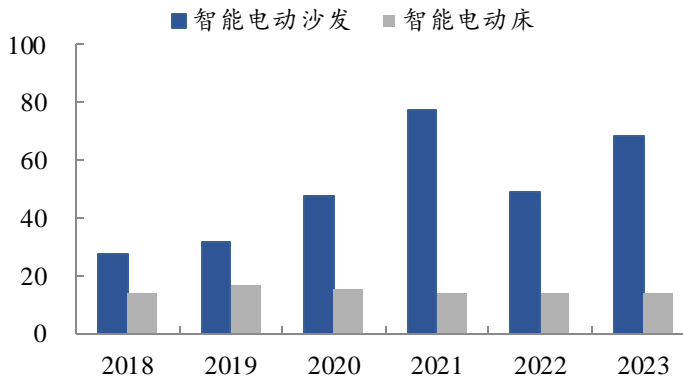
### 三、ODM业务：产品创新为先，客户持续拓展，共促量价齐升

公司近年业绩的快速增长背后，是公司主营的智能家居ODM业务尤其是智能电动沙发产品的“量价齐升”。

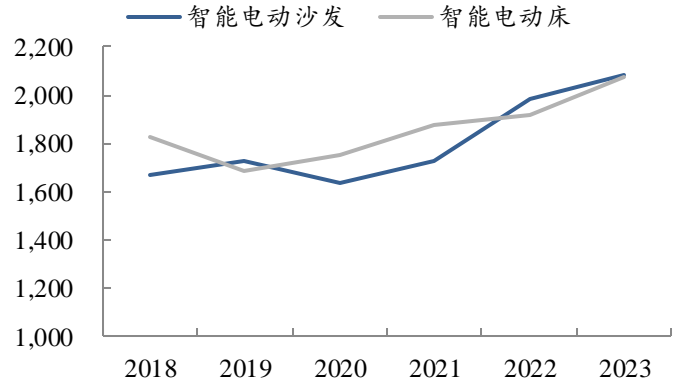
- 量的维度：2019-2023年公司智能电动沙发、智能电动床期间销量复合增速分别为21.1%、-4.8%。虽然2022年公司在下游客户去库存的情况下，产品销量有所下降，但2023年随着渠道去库存接近尾声，公司销量已显著修复。截至2023年公司智能电动沙发、智能电动床销量分别为68.4万件、13.8万件。
- 价的维度：公司产品均价也在持续提升，尤其是产品结构优化之下公司更高价格和盈利能力的产品占比提升，美国通胀亦促进提价。2019-2023年，公司智能电动沙发、智能电动床均价期间复合增速分别为4.9%、5.4%。尤其是2021年公司上市后加大自主品牌培育力度，智能家居产品的价格中枢由1700元/件来到2000元/件以上。



图表36: 公司产品销量 (万件)



图表37: 公司产品均价 (元/件)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

具体拆解来看, 我们认为公司逆势实现“量价齐升”反映出公司在产品研发、客户拓展上的强大竞争力, 此外公司全球化的产能布局也为前端拓展保驾护航。

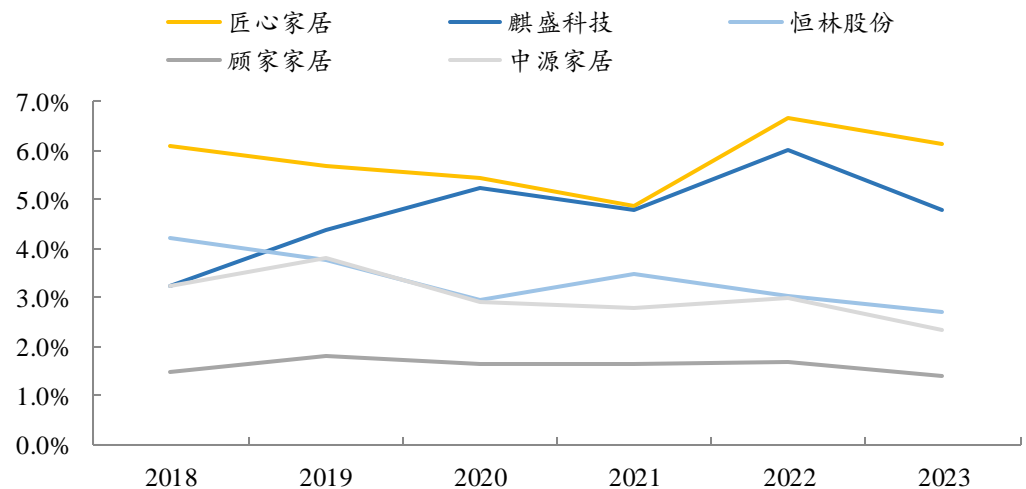
### 3.1、研发: 重视产品创新, 打造中高端定位

公司 2015 年进军智能家居之初即以自主设计、开发产品打开美国市场, 因此在后续发展中也一直保持对产品研发的重视和持续投入。对比同行业可比公司, 公司研发费用率位列前茅, 2023 年研发费用率约 6.1%, 近年来一直维持在接近 6.0% 水平。

在具体产品设计上, 公司尤其注重产品质量和客户体验, 不断融入更多智能化功能。例如在智能电动沙发产品上增加了零重力结构、USB 充电口、防夹装置、隐藏杯架等功能, 满足消费者的痛点需求。根据 2023 年中报披露, 公司已有 620 项境内外专利, 申请中专利 215 项, 研发实力进一步提升。

从结果上看, 公司产品由于更重视设计和差异化, 大多定位中高端, 因此毛利率在可比公司中也更高, 2019-2023 年平均中枢水平约 32.0%。此外公司注重创新的理念也在下游客户中树立了良好口碑, 通过客户自发转介拓展新客户的情况亦时有发生, 这也提高了公司在市场营销上的效率。

图表38: 可比公司研发费用率对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所



图表39: 2023 年度主要研发项目梳理

主要研发项目名称	项目目的	预计对公司未来发展的影响
智能多媒体中控台沙发	一种带有多功能 中控台的智能沙发, 提高美观和体验	增加产品卖点, 优化产品性能, 提升市场竞争力
沉浸式体感茶几	一种带有多媒体音响装置的茶几, 提升产品功能、增加产品美观度	打破人们对原有茶几的固有认知, 加快市场同类产品升级换代
零重力摇椅单椅	一种新型的电动摇椅, 减轻因久坐带来的疲劳和不适, 提高客户的舒适性和健康性	优化公司产品性能, 确保产品在该领域的市场竞争力。
休闲转椅沙发	一种 360 度旋转的电动沙发, 提高沙发舒适、便捷性	实现产品技术的革新, 提高市场竞争力。
隐藏式移动靠背沙发	一种带有自由移动靠背机构的电动沙发, 满足不同客户不同座位深度需求, 提高客户的体验感	增加公司产品品类, 提高市场竞争力和抗风险能力。
养老公寓沙发	一种抬升椅功能和轮椅功能相结合的养老沙发, 满足养老领域的用户需求	实现产品的升级换代, 提升产品的适老化水平, 提高市场竞争力。
可升降、倾斜护理床床架	一种新型的具有升降和倾斜功能的康复护理床, 提高产品功能性及医护人员的便捷性	开拓公司在康养及护理领域的市场。
零重力平躺摇椅椅架	一种具备零重力感和摇摆功能的椅架, 提高舒适性	丰富公司产品的功能性, 提高市场竞争力。
医规级三防电控系统	一种用于医疗类具 IPX4 防水功能的三防电控系统。	对公司未来拓展医疗行业市场助力。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2、客户：绑定核心客户，开拓零售商渠道

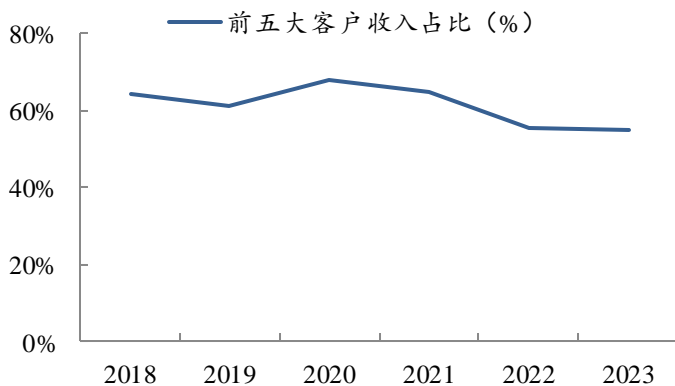
#### ■ 产品口碑+长期合作，绑定核心客户

公司掌握的另一重要竞争优势在于和核心大客户稳定的合作关系, 在各主要产品线与核心客户的合作时长都接近 10 年以上, 建立了良好的业内口碑。例如 2021 年公司上市当年披露的五大客户为: Ashley Furnitue (2015 年开始合作, 沙发/床/配件)、Pride Mobility (2003 年开始合作, 沙发/配件)、Bob's Discount (2016 年开始合作, 沙发/床)、HomeStretch (2014 年开始合作, 配件)、Flexsteel (2014 年开始合作, 沙发/配件)。

核心大客户在公司智能家居 ODM 业务发展过程中提供了有力支持, 通过严格的资质审核纳入供货体系后不仅订单更加稳定、客户也倾向于不断提高订单量。其中较为典型的是公司第一大客户 Ashely Furnitue, 一家位列全美家具零售额榜首的专业家具零售商, 自 2015 年建立合作以来不断深化关系。2018-2020 年 Ashely 贡献的收入从 3.1 亿元上升至 4.1 亿元, 占公司当期营业收入总额的 30% 左右。

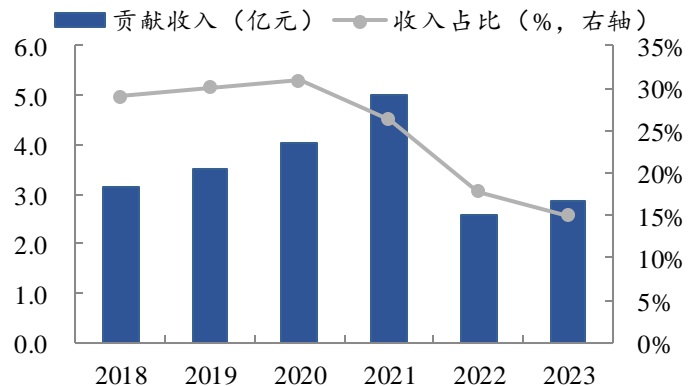
尽管 2021 年公司上市后加大了新客户开拓, 但前五大客户收入占比也一直维持较高水平。2019-2023 年前五大客户收入占比平均为 60.8%, 2023 年继续达到 55.0%。依托较优产品质量及服务, 与头部客户长久且稳定的合作关系, 是公司智能家居销量能保持韧性并持续增长的关键。

图表40: 前五大客户收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表41: 大客户 Ashely 贡献收入及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所



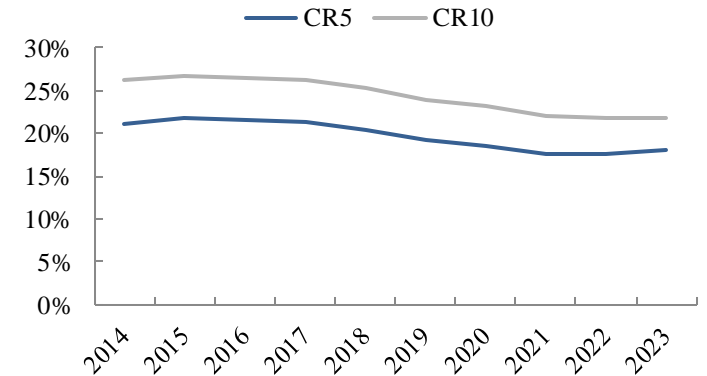
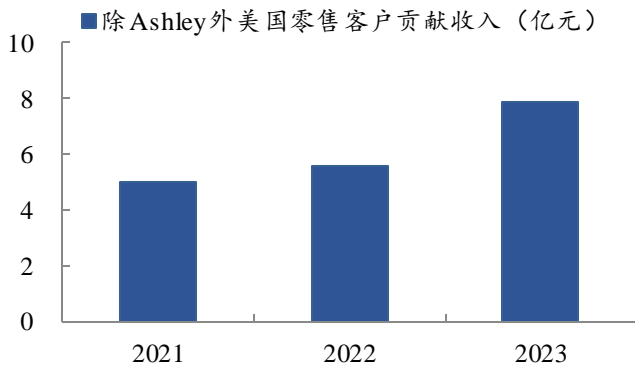


■ 积极开发零售客户，拓展空间广阔

在存量 ODM 大客户背书下，公司也在积极开发增量客户。2021 年开始公司着手打造自主品牌、拓展零售客户，因此除大客户 Ashley 外零售客户贡献收入规模有明显提升，从 2021 年的 5.0 亿元提升至 2023 年的 7.9 亿元。

美国家具市场一直有重渠道、轻品牌的特征，品牌集中度不高，拥有成熟的线下零售体系。2018-2023 年品牌集中度 CR5、CR10 分别平均维持在 18.5%、23.0%，但同期家具渠道商 CR5、CR10 则可以达到 34.9%、54.4%，不仅渠道集中度更高、产业链话语权更强，并且还存在着数量众多的独立零售商。

图表42：除 Ashley 外美国零售客户贡献收入规模(亿元) 图表43：美国家居市场品牌集中度较低

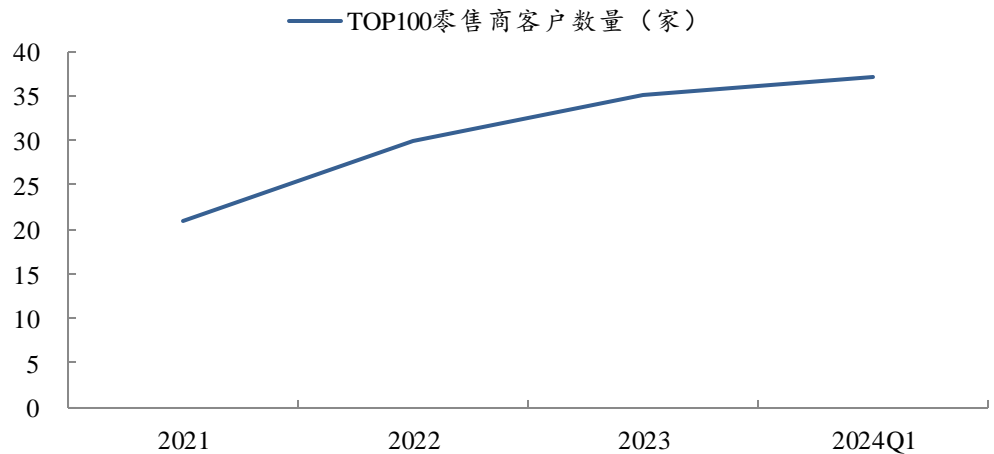


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

公司过去业务集中于部分大客户，未来仍有较多增量客户可以拓展。截至 2023 年，美国家具零售榜 TOP100 的零售商中有近 37 家是公司的客户，优质客户数量持续上升。

图表44：美国 TOP100 零售商中公司客户数量 (家)



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3、供应链：海外产能布局，本土贴近式服务

除了前端产品研发、客户拓展上的努力，公司在生产端所构建的海外产能和美国本土的物流服务团队也是重要的竞争力之一。不仅保障了公司业务能够持续扩张，同时规避了国际贸易关税对利润带来的不利影响。

■ 海外产能：建设越南基地，降低整体成本

2018 年中美贸易战爆发，公司作为出口导向型企业同样受到较大影响，因此 2019 年 4 月在越南成立了子公司匠心越南、在越南平阳省开始建设生产基地。据公司披露，2020



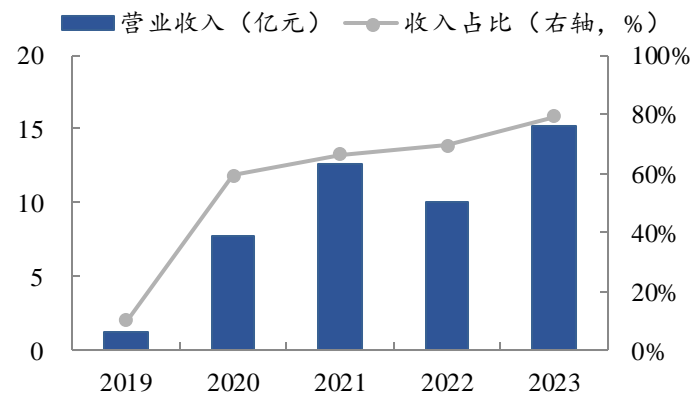
年匠心越南产能开始爬坡，2021 年产量即已经超过中国本土、核心配件实现自制，2022 年已经承担了所有对美国、加拿大市场出口家具涉税产品的生产。

从匠心越南的收入规模占比上可以看到，自 2019 年成立之后其收入占比不断提升，2021 年开始已占到集团营收的接近 70%，2023 年进一步提升至 79.3%。此外从公司经营性资产（除货币资金、理财产品之外的资产）分布上看，2019-2021 年匠心越南资产规模不断接近集团经营性资产总额，亦能反映公司在产能布局上的转换。

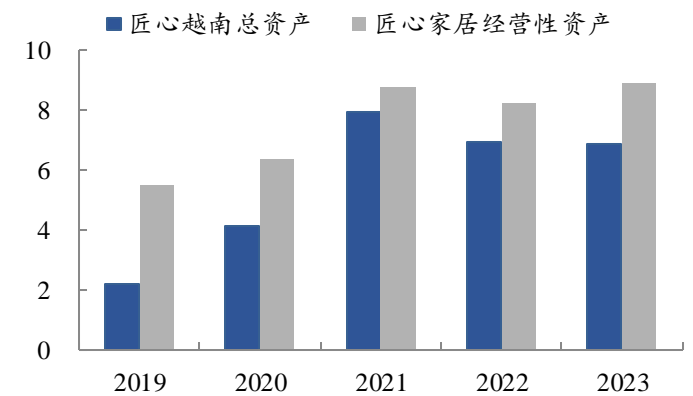
目前公司拥有江苏常州、越南平阳两大生产基地，以越南生产为主。此布局有两大优势：

- 1) 降低成本：帮助公司有效规避、降低关税、反倾销税的压力，还能充分利用东南亚地区较为廉价的劳动力和土地资源，帮助公司有效降低生产成本。
- 2) 提升效率：公司越南基地已经实现了产业一体化整合，核心零配件以自制为主，不仅降低采购成本也提高了产品研发设计的灵活性、生产排期的可控性和资产周转效率。

图表45：匠心越南贡献收入及占比



图表46：匠心越南是公司主要生产子公司 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 本土服务：本土物流+服务，贴近客户需求

国际业务的成功也有赖于“海外基础设施”的建设，包括在海外仓储、售后服务上的投入。

- 1) 海外仓储：公司一直积极参与美国市场物流及仓储服务的建设，尤其是针对不具备专业国际物流团队的中小型零售商客户。2015 年起，匠心美国组织建立了专门的团队和系统，为中小客户提供“门到门”物流服务，抹平公司和其他美国本土供应商在客户感受上的差别。2022 年门到门交易模式的成交金额已经达到全年营收总额的 18.1%，更便捷的服务也有助于客户拓展。
- 2) 售后服务：此外公司还在美国家具集中生产地密西西比州建立了专门的售后服务中心，组织本土化客服团队处理客户反馈，并储备了用于售后服务的配件及材料，收到客户反馈后 24 小时内即可。截至 2022 年，公司海外员工人数占比达到 55%，国际化的团队和组织在公司海外客户拓展上贡献重要力量。

#### 四、OBM 业务：品牌加速孵化，店中店模式有望跑通

公司一直以来注重产品自主研发设计，虽较早推出自主品牌，但过去经营重心主要在于产品打磨和客户维护。公司 2021 年上市之初即提出要“加强与零售商合作、提高自主品牌销量及知名度”，并且在 2022 年将建成消费品品牌树立为长期目标。

2023 年公司开始加速孵化自主品牌：1) 品牌形象升级，推出高端 Moto Living 系列；2) 发挥产品优势，形成差异化竞争；3) 探索店中店渠道，加大品牌露出。在品牌/产品/渠道多维发力下，公司自主品牌发展有望进入快车道，新增长驱动力值得期待。



#### 4.1、品牌：升级品牌形象，推出 MotoLiving

培育自主品牌的进程中，公司不断自我革新以提升品牌形象。2023年1月公司提出了全新的 Logo 和广告语“Fashion.Forward.Furniture”，打造更年轻、活力、亲近消费者的品牌形象，并于2023年7月在拉斯维加斯展会上首次使用。同时公司还邀请了专业团队摄制展厅及产品视频，首次开始尝试在社交平台进行宣传。

此外在2023年4月的高点展会上公司推出由新招募的美国知名家具设计师 Jackson Carpenter 设计的高端品牌 MotoLiving 系列产品，凸显更好的外观、材料、功能和创新元素。2023年8月底已开始陆续出货，根据配置不同定价在5000-6000美元/组合。截至2024年一季度，MotoLiving 收到的订单体量已经达到千万美元级别。

图表47：公司品牌 Logo 升级

图表48：2023年4月推出 Moto Living 品牌



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2、产品：优质产品为基，形成差异化竞争

自主品牌的推广离不开优质产品的支持，公司具备长期研发基因、定位中高端市场，已经在业内树立良好口碑。通过加强和线下零售客户的合作能更好的展现差异化产品力优势、提供现场体验、提升消费者认知，凭借优质产品吸引终端客户。

对标同行业，公司自主品牌电动沙发产品用料扎实、功能丰富，并更具性价比。以公司旗下 MotoMotion 及竞争对手 La-Z-boy、Man Wah（敏华）的同类型代表性产品为例，公司三人位、双人位沙发定价均低于竞品。但公司在产品细节上的打磨和功能创新上并不逊色，例如 MotoMotion 产品配备有160度平躺、USB/无线充电、隐藏杯架等附加功能。

图表49：智能电动沙发产品对比

产品类型	三人位智能电动沙发			双人位智能电动沙发			
	品牌名称	MotoMotion	La-Z-boy	Man Wah	MotoMotion	La-Z-boy	Man Wah
产品名称	Power Reclining Sofa	Power Reclining Sofa	Leather Power Reclining Sofa	Power Reclining Console Loveseat	Hawthorn Power Reclining Loveseat	Power Reclining Console Loveseat	
价格(美元)	1999.99	3499	2999.99	1999.99	3199	2999.99	
产品特征	电动头枕 160度平躺 USB充电插头 腰部支撑	电动头枕 可调节靠背/腿托 USB充电口	电动头枕 零重力躺椅 皮革座椅	电动头枕 160度平躺 无线充电底座 腰部支撑 扶手隐藏杯托	电动头枕 可调节靠背/腿托 USB充电口 隐藏杯架 优质皮革	电动头枕 零重力躺椅 中控台扶手 皮革座椅	
尺寸 (英寸)	长度	41	40	40	41	40.5	40
	高度	42	41	40	42	41	40
	宽度	88	84	89	82	74.5	77



来源: Miskellys, La-Z-boy, 国金证券研究所整理

### 4.3、渠道：探索店中店模式，加强自有品牌露出

自主品牌渠道拓展方面，2022 年公司开始着手联合零售客户共同打造店中店模式 (Moto Gallery)，依托公司广泛的客户资源，升级自主品牌渠道、加快自有品牌的形象塑造。

#### ■ 零售商客户增长，拓宽自主品牌渠道

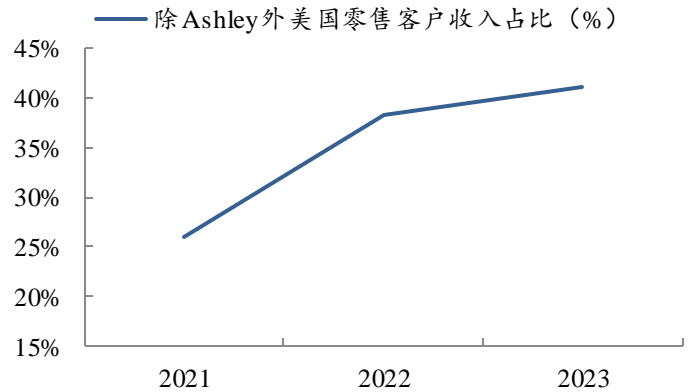
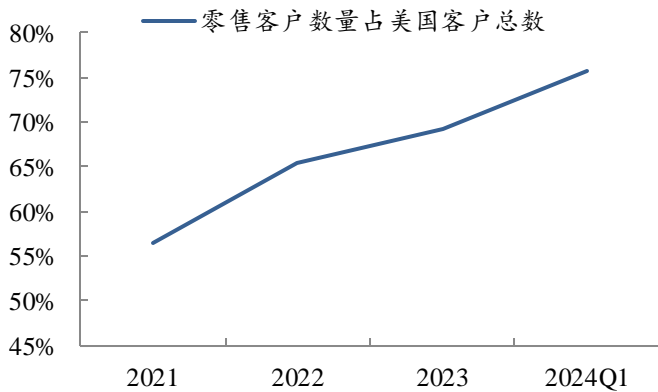
尽管公司尚未披露自主品牌销售表现，但根据公司过往商业模式可知自主品牌智能家居产品主要与美国家居零售商客户合作，零售客户是推广自主品牌产品的主要渠道，因此跟踪公司零售客户表现即可大致推测自主品牌发展情况。

2021-2023 年，公司主要市场美国的零售客户数量占比已有明显提升，从 56.4% 上升至 69.1%，2024 年一季度继续提升至 75.61%，说明公司在自主品牌产品的潜在客户拓展上卓有成效。同时公司除核心大客户 Ashley 外的其他零售客户所贡献收入占比也有明显提升，从 2021 年的 25.9% 提升至 2023 年的 41.1%。

美国家具市场渠道体系完善并且以线下市场为主，扩张零售客户规模是建设、推广自有品牌的必经之路，公司在渠道建设上已取得明显成效。

图表50: 美国零售客户数量占比 (%)

图表51: 除 Ashley 外美国零售客户收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

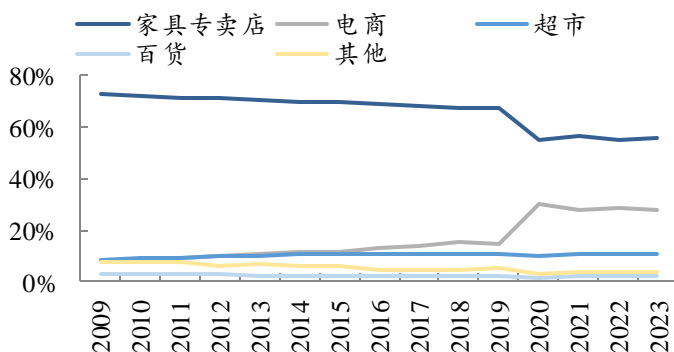
#### ■ 试验单店模型，探索店中店销售模式

由于美国家具零售以线下为主，即便 2020 年公共卫生事件后线下占比仍维持在 70% 以上，尤其是传统专卖店依然占据 55.3% 的份额。因此公司在自主品牌渠道搭建上选择以店中店模式 (Moto Gallery) 模式展开，即在零售商门店中开设专门销售区域、集中呈现自主品牌产品，从而达到更好的品牌露出效果。除此之外，公司还在：1) 产品区隔，按照区域市场选品投放；2) 销售支持、断货后补仓、库存管理等方面赋能零售客户、深化联系。

店面设计上，公司已配备专业设计团队，2023 年 10 月高点展会上公司展区的设计风格获得了客户广泛认可，品牌力进一步加深并为店中店设计提供优秀范本。公司持续走访美国零售门店了解 Moto 系列产品销售及现场陈列情况，优化、加速店中店建设，后续店中店模式顺利运转可期。

图表52: 美国家具零售仍以线下为主

图表53: “店中店”设计范本





来源：欧睿，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### ■ 收入及毛利预测

- 1) **智能电动沙发**：随着美国补库周期开启，终端需求有望向好，公司老客户订单量有望回升，同时公司积极开拓新客户、试点自主品牌店中店模式有望贡献增量，预计2024-2026年智能电动沙发销量增速分别为+20%/+19%/+18%。此外由于公司产品结构升级，并继续推进如MotoLiving等更高毛利自主品牌销售，公司智能电动沙发销售均价有望保持上升，预计2024-2026年智能电动沙发均价增速分别为+5.5%/+5.0%/+4.5%。综合来看，预计公司智能电动沙发业务2024-2026年收入增速分别为+26.6%/+25.0%/+23.3%；毛利率维持高位，分别为34.0%/34.0%/34.0%。
- 2) **智能电动床**：智能电动床产品仍处市场渗透早期，随着功能完善、市场教育普及预计仍将保持稳健增长，公司有望享受行业增长机会。我们预计2024-2026年智能电动床销量增速分别为+10.0%/+11.0%/+12.0%，销售均价增速分别为+5.5%/+5.0%/+4.5%。综合来看，公司智能电动床业务将保持和行业整体相一致增长，2024-2026年收入增速分别为+16.1%/+16.6%/+17.0%；毛利率保持平稳，2024-2026年分别为36.5%/36.5%/36.5%。
- 3) **智能电动家居配件**：公司未来发展聚焦成品智能家居业务，因此配件业务增长偏稳定。我们预计2024-2026年公司智能电动家居配件销量增速均为2.0%、销售均价增速均为1.0%。综合来看，2024-2026年智能电动家居配件收入增速分别为+3.02%/+3.02%/+3.02%；预计毛利率也将保持平稳，分别为27.0%/27.0%/27.0%。

### ■ 核心费用率预测

- 1) **销售费用率**：公司持续培育自主品牌业务，2024年开始加大营销投放力度，我们预计2024-2026年销售费用率逐步上升，分别为3.0%/3.5%/4.0%。
- 2) **管理费用率**：公司管理稳健高效，短期内股权激励计划产生的摊销可能抬升管理费用率中枢，我们预计2024-2026年管理费用率分别为3.5%/3.5%/3.5%。
- 3) **研发费用率**：公司长期注重提升产品自主开发、设计能力，预计将继续保持高于行业的研发投入水平，我们预计2024-2026年研发费用率分别为5.7%/5.8%/5.9%。

图表54：公司收入拆分

单位：亿元；%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司营业收入	14.63	19.21	23.58	28.73	34.75
yoy	-24.02%	31.37%	22.74%	21.83%	20.93%
整体毛利率	32.56%	33.95%	33.97%	34.02%	34.05%
收入拆分					
智能电动沙发	974.97	1425.99	1805.30	2255.72	2781.53
yoy	-27.36%	46.26%	26.60%	24.95%	23.31%
毛利率	33.87%	33.00%	34.00%	34.00%	34.00%
销量（万件）	49.15	68.36	82.03	97.62	115.19
yoy	-36.68%	39.10%	20.00%	19.00%	18.00%
均价（元/件）	1983.80	2085.96	2200.69	2310.72	2414.71
yoy	14.73%	5.15%	5.50%	5.00%	4.50%
智能电动床	273.32	286.85	332.89	387.99	454.10
yoy	6.20%	4.95%	16.05%	16.55%	17.04%
毛利率	33.19%	36.69%	36.50%	36.50%	36.50%
销量（万件）	14.24	13.82	15.20	16.87	18.90
yoy	3.88%	-2.97%	10.00%	11.00%	12.00%



单位：亿元；%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
均价（元/件）	1918.93	2075.57	2189.73	2299.22	2402.68
yoy	2.23%	8.16%	5.50%	5.00%	4.50%
智能电动家居配件	181.99	187.07	192.71	198.53	204.53
yoy	-35.85%	2.79%	3.02%	3.02%	3.02%
毛利率	21.43%	35.67%	27.00%	27.00%	27.00%
销量（万件）	518.41	531.14	541.76	552.60	563.65
yoy	-47.51%	2.46%	2.00%	2.00%	2.00%
均价（元/件）	35.10	35.22	35.57	35.93	36.29
yoy	22.20%	0.33%	1.00%	1.00%	1.00%
其他	32.38	21.55	27.56	31.09	34.55
yoy	-22.34%	-33.44%	27.89%	12.78%	11.14%
毛利率	50.32%	46.10%	50.16%	49.01%	48.10%

来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 可比估值

根据我们测算，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 23.58/28.73/34.75 亿元，分别同比+22.7%/+21.8%/+20.9%。2024-2026 年公司归母净利润为 4.93/5.97/7.06 亿元，同比+21.0%/+21.3%/+18.2%，对应 EPS 为 2.96/3.59/4.24 元，对应 PE 为 14.0X/11.6X/9.8X。

我们选取从事智能电动床和床垫代工的麒盛科技以及自主品牌出海顺利的安克创新、致欧科技、赛维时代、石头科技作为可比公司，若公司自有品牌培育成功则估值水平应与可比公司相近。2024 年可比公司平均 PE 估值约 16.0X。

我们认为公司核心大客户关系稳固、新客户拓展顺利，随着美国家居市场重归补库周期，智能家居销量有维持高增长。同时公司积极推进店中店模式培育自主品牌，24 年高端品牌 MotoLiving 开始出货有望贡献增量。

考虑到公司 ODM 客户和新增客户开拓顺利、自主品牌店中店模式有望跑通，给予公司 2024 年 18X 估值，目标价 53.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表55：可比公司估值

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603610.SH	*麒盛科技	33.7	2.06	2.86	3.34	3.82	11.77	10.07	8.82
300866.SZ	*安克创新	294.4	16.15	19.13	22.69	26.47	15.38	12.98	11.12
301376.SZ	致欧科技	76.1	4.13	5.00	6.04	7.28	15.25	12.46	10.33
301381.SZ	*赛维时代	91.7	3.36	4.52	5.84	7.38	20.31	15.70	12.44
688169.SH	*石头科技	437.7	20.51	25.25	29.88	35.30	17.34	14.65	12.40
平均值							16.01	13.17	11.02
301061.SZ	匠心家居	69.0	4.07	4.93	5.97	7.06	14.01	11.56	9.78

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据截至 2024/7/19；注 2：麒盛科技、安克创新、赛维时代、石头科技盈利预测采用 Wind 一致预期）

## 六、风险提示

- 1) 外需改善低预期。若美国为首的海外市场需求未能有效复苏、渠道库存积累，则公司下游订单可能受到影响。
- 2) 净利率下降风险。公司净利率显著高于可比公司，未来或存在一定下降风险。



- 3) **汇率波动风险。**公司境外收入占比较高，若汇率波动加大可能对公司业绩产生影响。
- 4) **海运费大幅上涨。**公司跨境电商业务服务海外市场，若海运费大幅上涨将影响公司业绩。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,925</b>	<b>1,463</b>	<b>1,921</b>	<b>2,358</b>	<b>2,873</b>	<b>3,475</b>	货币资金	872	687	866	950	1,175	1,364	
增长率		-24.0%	31.4%	22.7%	21.8%	20.9%	应收款项	192	177	287	292	365	453	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,371</b>	<b>-986</b>	<b>-1,269</b>	<b>-1,557</b>	<b>-1,896</b>	<b>-2,291</b>	存货	393	296	255	356	424	501	
%销售收入	71.2%	67.4%	66.0%	66.0%	66.0%	65.9%	其他流动资产	1,351	1,609	1,808	1,962	2,063	2,264	
<b>毛利</b>	<b>554</b>	<b>476</b>	<b>652</b>	<b>801</b>	<b>977</b>	<b>1,183</b>	流动资产	2,808	2,769	3,217	3,559	4,026	4,582	
%销售收入	28.8%	32.6%	34.0%	34.0%	34.0%	34.1%	%总资产	90.7%	88.9%	90.3%	90.9%	91.4%	91.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	长期投资	0	5	0	0	0	0	
%销售收入	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	135	132	143	168	195	222	
<b>销售费用</b>	<b>-43</b>	<b>-50</b>	<b>-56</b>	<b>-71</b>	<b>-101</b>	<b>-139</b>	%总资产	4.4%	4.2%	4.0%	4.3%	4.4%	4.5%	
%销售收入	2.2%	3.4%	2.9%	3.0%	3.5%	4.0%	无形资产	48	51	49	50	51	52	
<b>管理费用</b>	<b>-59</b>	<b>-51</b>	<b>-69</b>	<b>-83</b>	<b>-101</b>	<b>-122</b>	非流动资产	289	345	344	356	380	405	
%销售收入	3.1%	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	9.3%	11.1%	9.7%	9.1%	8.6%	8.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-94</b>	<b>-97</b>	<b>-118</b>	<b>-134</b>	<b>-167</b>	<b>-205</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,097</b>	<b>3,113</b>	<b>3,561</b>	<b>3,915</b>	<b>4,406</b>	<b>4,986</b>	
%销售收入	4.9%	6.7%	6.1%	5.7%	5.8%	5.9%	短期借款	28	31	36	36	35	41	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>353</b>	<b>271</b>	<b>401</b>	<b>502</b>	<b>596</b>	<b>701</b>	应付款项	447	203	369	414	509	621	
%销售收入	18.3%	18.5%	20.9%	21.3%	20.7%	20.2%	其他流动负债	45	47	53	60	74	89	
<b>财务费用</b>	<b>-11</b>	<b>70</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	流动负债	520	282	459	510	617	750	
%销售收入	0.5%	-4.8%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-8</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	其他长期负债	83	133	99	75	61	51	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	602	415	557	584	678	802	
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>42</b>	<b>48</b>	<b>40</b>	<b>55</b>	<b>70</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,495</b>	<b>2,698</b>	<b>3,004</b>	<b>3,331</b>	<b>3,728</b>	<b>4,185</b>	
%税前利润	0.4%	10.9%	10.0%	7.0%	7.9%	8.5%	其中：股本	80	128	128	166	166	166	
<b>营业利润</b>	<b>344</b>	<b>387</b>	<b>476</b>	<b>573</b>	<b>695</b>	<b>821</b>	未分配利润	697	850	1,104	1,431	1,828	2,285	
营业利润率	17.9%	26.5%	24.8%	24.3%	24.2%	23.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,097</b>	<b>3,113</b>	<b>3,561</b>	<b>3,915</b>	<b>4,406</b>	<b>4,986</b>	
<b>税前利润</b>	<b>341</b>	<b>388</b>	<b>479</b>	<b>573</b>	<b>695</b>	<b>821</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	17.7%	26.5%	24.9%	24.3%	24.2%	23.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-43</b>	<b>-54</b>	<b>-72</b>	<b>-80</b>	<b>-97</b>	<b>-115</b>	每股收益	3.730	2.610	3.183	2.961	3.590	4.242	
所得税率	12.5%	13.9%	15.0%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	31.191	21.082	23.467	20.016	22.406	25.148	
<b>净利润</b>	<b>298</b>	<b>334</b>	<b>407</b>	<b>493</b>	<b>597</b>	<b>706</b>	每股经营现金净流	3.189	2.060	4.139	2.853	3.349	3.936	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	1.200	1.000	1.000	1.000	1.200	1.500	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>298</b>	<b>334</b>	<b>407</b>	<b>493</b>	<b>597</b>	<b>706</b>	<b>回报率</b>							
净利率	15.5%	22.8%	21.2%	20.9%	20.8%	20.3%	净资产收益率	11.96%	12.38%	13.56%	14.79%	16.02%	16.87%	
							总资产收益率	9.63%	10.73%	11.44%	12.58%	13.56%	14.16%	
							投入资本收益率	12.23%	8.54%	11.21%	12.83%	13.62%	14.27%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	46.04%	-24.02%	31.37%	22.74%	21.83%	20.93%	
							EBIT增长率	35.64%	-23.26%	48.17%	25.09%	18.66%	17.66%	
							净利润增长率	45.15%	11.95%	21.93%	20.94%	21.25%	18.16%	
							总资产增长率	130.52%	0.51%	14.38%	9.94%	12.54%	13.17%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	33.2	42.6	41.4	43.0	44.0	45.0	
							存货周转天数	89.7	127.5	79.2	84.0	82.0	80.0	
							应付账款周转天数	63.4	67.9	54.4	60.0	61.0	62.0	
							固定资产周转天数	25.4	32.5	27.0	25.9	24.6	23.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-67.69%	-77.47%	-57.81%	-54.67%	-54.89%	-53.29%	
							EBIT利息保障倍数	33.6	-3.9	-13.4	-15.0	-15.7	-16.2	
							资产负债率	19.44%	13.32%	15.65%	14.93%	15.38%	16.08%	

来源：公司年报、国金证券研究所





市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	23	29
增持	1	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.20	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究