



## 买入 (首次)

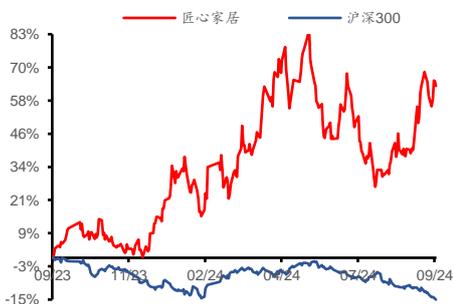
行业: 轻工制造  
日期: 2024年09月14日

分析师: 杜洋  
Tel: 021-53686169  
E-mail: duyang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523090002

### 基本数据

最新收盘价 (元)	51.23
12mth A 股价格区间 (元)	39.52-74.96
总股本 (百万股)	166.40
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值 (亿元)	21.31

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

## 智能家居“专精”领军，打造消费品出海 α 成长

### ■ 投资摘要

智能家居头部OEM&ODM供应商，深耕北美加速出海。匠心家居主营智能电动沙发和电动床，是一家具有自主研发和成长 α 的“专精”出口高新技术企业。公司深耕国际市场多年，绑定核心大客户如AshleyFurniture、PrideMobility等。2024H1实现收入12.07亿元，同比增长27.67%；归母净利润2.85亿元，同比增长41.81%。我们认为，匠心家居有望实现消费品出海0到1成长路径，主要基于管理团队凝聚力强、产品研发创新、自主品牌及店中店模式持续拓展。截至2024H1，公司已在美国零售商客户的门店内建成了100+个店中店，持续推海外自主品牌建设。

**长期增长驱动：全球家居市场迈入稳步增长阶段，智能化成为发展方向。**据 Statista 数据，预计 2024 年全球智能家居市场规模将达 1669 亿美元，CAGR<sub>2020-2026</sub> 预计 17.54%。从细分市场看，全球功能沙发市场规模不断扩大，CAGR<sub>2017-2022</sub> 为 7.73%，预计 2023 年市场规模达到 327 亿美元。欧美为功能沙发主要消费国家，2022 年美国功能沙发渗透率为 48.80%，我们认为渗透率有望伴随需求结构升级持续提升。智能电动床 2022 年全球规模约 52.07 亿美元，CAGR<sub>2017-2022</sub> 为 20.41%。北美是全球智能床的最大消费市场，2022 年占比高达 44%，渗透率约为 14%，我们认为其渗透率较低具备提升空间。

**短期出口催化：美国地产有望复苏、补库重启，中国智能家居出口改善。**我国为家具出口大国，据海关数据，2023 年我国家具及其零件出口额为 641.96 亿美元，CAGR<sub>2019-2023</sub> 为 4.37%。我们认为国货家居龙头通过多年自身技术积累，形成了稳定的客户关系并兼具垂直产业链，在海外市场具有一定优势。另一方面，美国降息预期有望带来美国地产销售复苏，看好我国家居出口增长前景。美国家居零售经历近年的去库存，2023Q4 进入补库阶段，市场需求正逐渐恢复，利好我国出海家居企业订单改善。

**竞争优势：对标 LAZBOY、敏华控股，匠心家居具备强研产销、结合产业链一体化能力，相似产品具备高性价比；公司 ODM、OBM（店中店）、自主品牌业务协同发展，具备供应链一体化优势。**

**“产品+供应链”双轮驱动，国际化布局打开增长空间。**1) 高度重视技术研发，研发投入位列前茅。2023H1 公司共拥有 620 项境内外授权专利及 215 项尚在申请中的专利。公司持续进行研发投入，不断推进项目研发，2018-2023 年研发费用从 0.67 亿元增至 1.18 亿元，CAGR<sub>2018-2023</sub> 达 11.99%。2) 产品生产关键环节自主可控，形成内部垂直整合的供应链体系。公司不仅具有智能电动沙发、智能电动床成品的生产和组装能力，还具备完整的核心配件研发、生产能力。核心零部件自制率不断提升，有效进行成本控制。3) 积极开拓销售渠道，客户资源积累丰富。近年自主品牌与 ODM 业务占比逐步提升，公司与 AshleyFurniture、PrideMobility 等国际知名客户建立长期稳定的合作关系，并持续开拓新客户。2018-2023 年公司前五大客户销售额占比

营收54%以上，并持续开拓新零售商客户，2024H1公司获得49位新客户，在美国的零售商客户数量占美国家具类客户总数的78.43%。

### ■ 投资建议

作为国产智能家居龙头、出口链优质企业，公司拥有长期稳定的客户资源，海外产能布局充分，以及供应链一体化布局完善、自主品牌有望贡献增量，海外补库重启等多维利好因素有望带动业绩增长，2023年业绩显著修复，2024H1业绩整体延续增长，我们预计2024-2026年营收实现23.90/28.93/34.27亿元，分别同比增长24.37%/21.06%/18.45%；预计归母净利润实现5.03/6.05/7.20亿元，分别同比增长23.40%/20.40%/18.90%；预计EPS为3.02/3.64/4.32元，对应PE为17/14/12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

新品销售不及预期风险；地产行业不景气风险；上游原材料成本上涨风险；管理经营风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1921	2390	2893	3427
年增长率	31.4%	24.4%	21.1%	18.4%
归母净利润	407	503	605	720
年增长率	21.8%	23.4%	20.4%	18.9%
每股收益（元）	2.45	3.02	3.64	4.32
市盈率（X）	20.93	16.96	14.08	11.85
市净率（X）	2.84	2.47	2.10	1.79

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年09月13日收盘价）

## 目录

<b>1 智能家居出口龙头，积极推进自主品牌建设</b> .....	<b>5</b>
1.1 聚焦智能家居，OEM 向 ODM+自主品牌转型 .....	5
1.2 主打智能家居品类，产能完善增长稳健 .....	6
1.3 产销发挥协同效应，实控人聚焦海外销售 .....	8
<b>2 智能家居市场持续扩容，渗透率稳步提升</b> .....	<b>9</b>
2.1 智能化为全球家居新方向，北美为智能家居最大市场 .....	9
2.1.1 功能沙发：规模持续扩大，欧美为主要消费市场 .....	10
2.1.2 智能电动床：处于蓝海市场，北美为主要消费市场 .....	11
2.2 美国地产有望复苏、补库重启，中国智能家居出口改善 .....	12
2.3 智能家居竞争格局：LAZBOY 龙头地位稳定，匠心加速海外业务拓展 .....	13
<b>3 产品+供应链双轮驱动，“专精”领军企业夯实壁垒</b> .....	<b>15</b>
3.1 核心技术打造强产品力，夯实企业护城河 .....	16
3.2 供应链垂直一体化，配件自制实现成本可控 .....	17
3.3 积极开拓销售渠道，客户资源积累丰富 .....	18
3.4 全球化产能持续扩张，布局匠心越南降低关税风险 .....	19
<b>4 自主品牌出海正当时，“店中店”模式开启成长</b> .....	<b>20</b>
4.1 自主品牌有序拓展，产品结构持续完善升级 .....	20
4.2 拓宽产品应用场景，加速布局国际市场 .....	21
<b>5 盈利预测&amp;投资建议</b> .....	<b>21</b>
5.1 盈利预测 .....	22
5.2 投资建议 .....	23
<b>6 风险提示：</b> .....	<b>24</b>

## 图

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：2018-2024H1 公司业绩表现 .....	7
图 3：2018-2024H1 公司盈利能力表现 .....	7
图 4：2018-2024H1 公司分产品营收变化 .....	7
图 5：2018-2024H1 公司分地区营收变化 .....	7
图 6：公司主要合作的国际知名客户 .....	7
图 7：公司股权结构图（截至 2024 年半年报） .....	9
图 8：2020-2027 年全球家具市场规模 .....	10
图 9：2017-2026E 全球智能家居市场规模及增速 .....	10
图 10：2017-2022 年全球功能沙发市场规模及增速 .....	11
图 11：2017-2024E 中美市场功能沙发渗透率对比 .....	11
图 12：2017-2022 年全球智能电动床市场规模及增速 .....	12
图 13：全球主要国家及地区智能电动床销售规模占比 .....	12
图 14：2015-2024 年 1-6 月中国家具及零部件出口额及增速 （亿美元） .....	12
图 15：美国家居行业库销比 .....	13
图 16：美国地产销售情况 .....	13

图 17: 美国功能沙发头部企业市场份额测算.....	13
图 18: 公司利润率情况.....	15
图 19: 公司费用率情况.....	15
图 20: 公司研发费用情况.....	16
图 21: 匠心家居及可比公司研发费用率.....	16
图 22: 公司的智能化工厂.....	17
图 23: 2023 年公司营业成本构成.....	17
图 24: 公司原材料采购情况.....	17
图 25: 2018-2020 年公司电子器件采购均价变化.....	18
图 26: 2018-2020 年公司木制品-板材采购均价变化.....	18
图 27: 公司分业务模式情况.....	18
图 28: 公司新增客户数逐年提升.....	18
图 29: 公司主要客户销售额变化 (亿元).....	19
图 30: 公司主要客户销售额占比变化情况.....	19
图 31: 公司智能电动沙发产销情况.....	19
图 32: 公司智能电动床产销情况.....	19
图 33: 美国加征关税影响公司毛利.....	20
图 34: 匠心越南营收及净利润情况.....	20
图 35: 公司全新的品牌设计和广告语.....	21
图 36: 美国拉斯维加斯家具展的匠心展厅.....	21
图 37: 公司推出 MotoLiving 高端系列产品.....	21
图 38: 公司品牌矩阵.....	21

## 表

表 1: 公司主要产品价格带与受众对比.....	6
表 2: 公司高级管理层情况.....	8
表 3: 2023 年股权激励计划目标表.....	9
表 4: 匠心家居智能电动沙发及智能电动床收入及量价拆分 .....	14
表 5: 匠心家居、敏华控股、LAZBOY 竞争优势对比.....	15
表 6: 公司部分所获质量认证产品.....	16
表 7: 公司前五大客户简介.....	19
表 8: 公司营业收入与毛利率预测 (单位: 百万元, %) ...	23
表 9: 可比公司估值对照表.....	24

# 1 智能家居出口龙头，积极推进自主品牌建设

## 1.1 聚焦智能家居，OEM 向 ODM+自主品牌转型

智能家居头部 OEM&ODM 供应商，深耕北美加速出海。匠心家居主营智能电动沙发和电动床，为江苏省高新技术企业且拥有发明专利。公司成立于 2002 年，从家居零配件起家逐渐转型自主研发和生产智能家居产品，并由 OEM 向 ODM、自主品牌突破。2024H1 实现收入 12.07 亿元，同比增长 27.67%；归母净利润 2.85 亿元，同比增长 41.81%；毛利率 33.22%，我们认为匠心的成长性和盈利能力在出口制造企业中实属优异，并非传统 OEM 企业，而是具有自主研发和成长 α 的“专精”出口企业。

公司主要经历以下 3 个发展阶段：

**初创期（2002-2014）：配件起家，扎实制造夯实基础。**匠心家居前身常州锐新，2002 年成立，并由为美国 PrideMobility 生产抬升椅配件到为多家海外客户供应生产成品。

**成长期（2015-2022）：新兴品类，获取头部客户份额。**2015 年至 2016 年分别切入智能电动床和智能沙发赛道，并为 Ashley 等头部家居厂商供应 OEM 产品。

**突破期（2023-至今）：商业模式升级，树立自主品牌之路，开启消费品成长路径。**2023 年开始公司设立“店中店”模式，为打造自主品牌铺路。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，招股说明书，上海证券研究所

## 1.2 主打智能家居品类，产能完善增长稳健

智能家居品类齐全，境外收入达 99%，“制造出海”进行时。公司主要产品包括智能电动沙发、智能电动床及其核心配件，2024H1 收入占比分别为 77.49%/13.41%/7.81%。相较于传统家居产品，智能家居增添了多种附加功能（姿态/按摩/加热/遥控等），公司产品可用于家庭休闲和康复领域，功能设计更加人性化。2019 年公司设立匠心越南生产基地应对增长和产能布局需求，2021 年成立匠心新加坡负责研发设计，持续完善海外研产销布局。

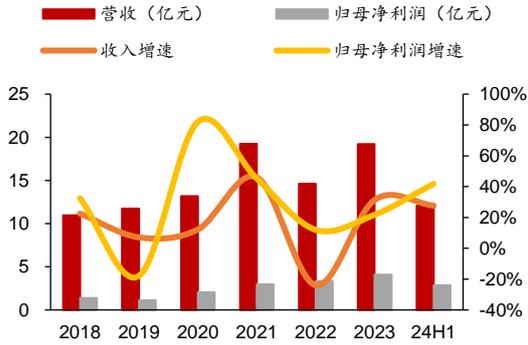
表 1：公司主要产品价格带与受众对比

类型	智能沙发			智能床	
公司对标	匠心家居	敏华控股	LAZBOY	匠心家居	敏华控股
品牌名称	Motomotion	芝华仕头等舱单人沙发	小宇宙 584	Motosleep	芝华仕全自动零重力双人床
产品图					
价格（约合人民币）	¥ 1832	¥ 1599 起	¥ 6979 起	¥ 1862	¥ 6499 起
产品受众	追求功能性、设计感和性价比的人群	追求品质生活的消费人群	对品牌有要求的中高端消费者	注重功能性与设计的人群	追求高品质生活的中高端消费者
产品特点	自主研发，增加姿态调整功能，在坐卧功能之外还具有收纳、按摩加热、遥控及 APP 控制等附加功能	芝华仕自研高品质海绵，大角度调节，360°全方位旋转	三段式脚托设计，LAZBOY 功能架零部件有 9 大全球专利，手工组装，人体工学设计	具备软成型专利技术，独特的 15°倾斜功能，无线液晶手控，USB 充电端口，可调节情绪灯系统等	3+4+N 种角度调节，背部 0-60°可调，腿部 0-35°可调，配置气囊床垫动态释压

资料来源：芝华仕淘宝旗舰店，Motomotion 官网，Motosleep 官网，乐至宝京东旗舰店，上海证券研究所（产品受众为我们通过产品价格带推断的观点，匠心家居产品价格为产品历史均价推算，仅供参考，不代表未来产品均价）

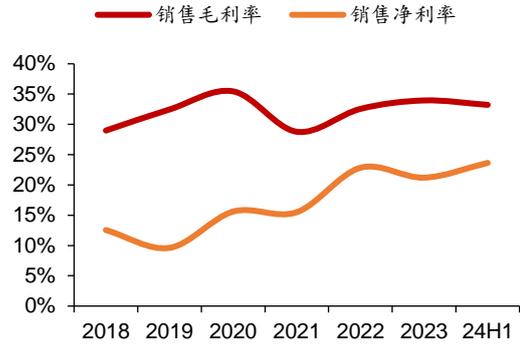
公司业绩复合增长稳健，智能电动沙发增长亮眼，2024H1 利润稳健增长。2018-2023 年营收从 10.97 亿元增长至 19.21 亿元，CAGR<sub>2018-2023</sub> 为 11.86%，归母净利润 1.38 亿元增长至 4.07 亿元，CAGR<sub>2018-2023</sub> 为 24.15%（盈利能力稳健提升，2023 年毛利率和净利率分别达 33.95%/21.20%）。其中智能电动沙发/电动床收入 CAGR<sub>2018-2023</sub> 达 25.61%/2.15%。我们认为受益于公司客户的稳健订单，2024H1 实现营收/归母净利润延续稳健增长，分别同比增长 27.67%/41.81%。

图 2：2018-2024H1 公司业绩表现



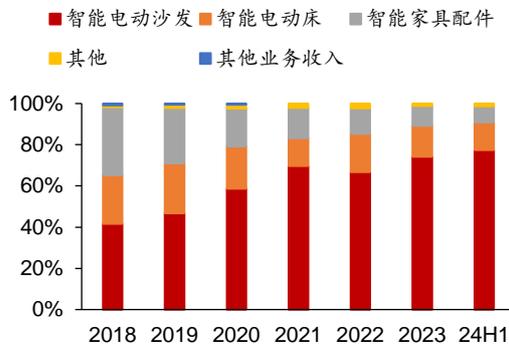
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 3：2018-2024H1 公司盈利能力表现



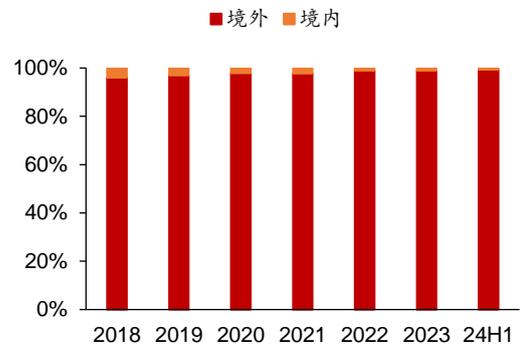
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 4：2018-2024H1 公司分产品营收变化



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 5：2018-2024H1 公司分地区营收变化



资料来源：iFinD，上海证券研究所

公司深耕美国及国际市场多年，凭借优秀设计研发及产品品质获取稳定客户青睐。公司以外销为主，2018-2023 年海外收入占比均在 95% 以上，2024H1 提升至 99.38%。美国为主要销售市场，2023 年占比总收入 56% 左右，此外公司还逐步拓展加拿大、澳大利亚及欧洲市场。

客户层面，现已与 AshleyFurniture、PrideMobility、HomeStretch 等国际知名家具企业建立了良好的长期业务合作关系。

自主品牌端，匠心旗下还拥有 MotoMotion、MotoSleep 等具有一定国际知名度的自主品牌，2023 年 4 月首次推出高端产品系列 MotoLiving 并持续推动自主品牌业务发展。

图 6：公司主要合作的国际知名客户



资料来源：各客户公司官网，招股书，上海证券研究所

### 1.3 产销发挥协同效应，实控人聚焦海外销售

李小勤控股近七成，实控人对战略发展把握主导权。截至2024H1，公司实际控制人李小勤持股 68.68%，其中直接持股 43.35%、通过员工持股平台等间接持股 25.33%。徐梅钧系李小勤配偶，直接持股比例为 1.50%。

董事长具备多年国际联络和商务经验，核心高管各具制造、管理优势。公司核心管理层具备丰富的家具行业设计、研发、制造和管理经验。董事长李小勤曾担任奥委会联络员并具备多年管理经验，总经理徐梅钧拥有多年机电设备、制造管理经验。

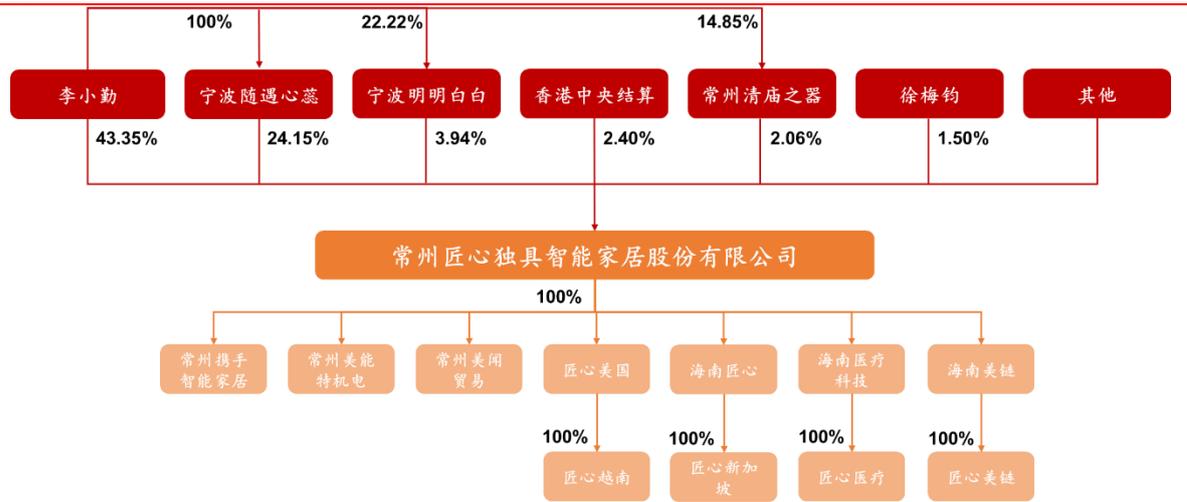
表 2：公司高级管理层情况

姓名	职务	履历
李小勤	董事长	现任公司董事长；曾任中国奥林匹克委员会国际司国际联络员、Fortune Venture 集团副董事长兼首席执行官。
徐梅钧	董事、总经理	现任公司董事、总经理、携手家居总经理；历任多家制造公司管理职位；2016 至今任携手家居总经理。
张聪颖	董事、副总经理、董事会秘书	兼海南美链、海南匠心等监事；曾任职于上海科邦电子、邯郸市市政工程管理处、上海明弈投资、上海美科机械、上海美闻贸易等。
Liu Chih-Hsiung	董事、副总经理	核心技术人员；南非国籍，历任 Carter Harris 服装设计师、TURNING Machinery(HK)产品设计副总经理、万福阁家具（昆山）产品设计研发经理、Freeform Creation(pty)产品设计研发总监。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司多家子公司发挥协同效应，产销设条线完善，打造垂直供应链体系。公司旗下拥有多家全资子公司，垂直供应链从零部件（携手家居）、机电设备（美能特机电）、东南亚工厂（匠心越南等）、及海外销售（匠心美国等），打通智能家居设计、制造、建厂、海外销售等各环节。2013 年至今，匠心家居完成了所有结构件、床架、电机、电子控制及开关、塑料件和线束的研发与自制，形成了一套内部垂直整合的供应链体系。我们认为优异供应链及协同效应推动公司稳定运转、打开成长曲线。

图 7：公司股权结构图（截至 2024 年半年报）



资料来源：iFinD，公司公告，上海证券研究所

股权激励深度绑定核心利益，内外籍骨干均受益。公司于 2023 年推出股权激励计划，向 101 人授予 311.15 万股（占股本 2.43%），彰显长期发展信心，且目前来看实现情况理想，以 2023 年为例，公司已实现营收 19.21 亿元（vs 目标值 16.82 亿元，超额完成 14.21%），净利润 4.07 亿元（vs 目标值 3.84 亿元，超额完成 5.99%）。

表 3：2023 年股权激励计划目标表

归属期	对应年份	22 收入为基，考核收入增速%		22 净利润为基，考核净利润增速%	
		触发值	目标值	触发值	目标值
第一个归属期	2023 年	10.0% (16.09 亿元)	15.0% (16.82 亿元)	10.0% (3.68 亿元)	15.0% (3.84 亿元)
第二个归属期	2024 年	21.0% (17.70 亿元)	32.3% (19.35 亿元)	21.0% (4.04 亿元)	32.3% (4.42 亿元)
第三个归属期	2025 年	33.1% (19.47 亿元)	52.1% (22.25 亿元)	33.1% (4.45 亿元)	52.1% (5.08 亿元)
第四个归属期	2026 年	46.4% (21.41 亿元)	74.9% (25.58 亿元)	46.4% (4.89 亿元)	74.9% (5.84 亿元)

资料来源：公司公告，上海证券研究所（\*注：2023 年股权激励计划旨在激励公司管理层及核心技术人员，2019 年公司上市前已通过员工持股平台宁波明明白白、常州清庙之器实施股权激励 480 万股。）

## 2 智能家居市场持续扩容，渗透率稳步提升

### 2.1 智能化为全球家居新方向，北美为智能家居最大市场

全球家居市场迈入稳步增长阶段，智能化成为发展方向。据 Statista 数据，2027 年全球家具市场规模预计将达到约 6507 亿美元，CAGR<sub>2020-2027</sub> 为 3.55%。智能家居行业快速发展，预计 2024 年全球智能家居市场规模将达 1669 亿美元，CAGR<sub>2020-2026</sub> 约 17.54%。美国为全球智能家居市场规模最大和普及率最高的国家

之一，2022 年全美智能家居市场规模约为 314 亿美元，预计到 2026 年将达 481 亿美元，渗透率约 62.7%，并有望进一步提升。智能化成为家居行业发展方向，其中智能电动沙发和智能电动床是家具智能化的核心产品。

**智能家居行业空间广阔，未来智能家居几大看点：**

- ①**多品类：**从单品智能到全屋智能，全屋多元化智能家居品类的增多；
- ②**重设计：**随着科技发展和审美升级，用户更加注重家居产品符合自身生活方式的设计；
- ③**智能化：**结合 AI 应用及数字化供应链的模式；
- ④**环保&健康趋势：**消费者更加注重环保健康以及功能性。

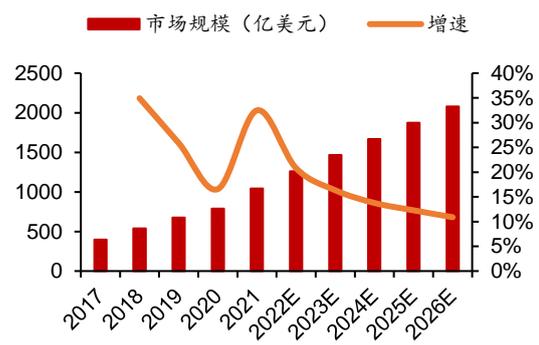
我们认为，以上四点是智能家居行业未来重要趋势，能够满足以上需求的企业有望走出来。匠心家居在功能研发和设计创新层面具备自身优势，并且在渠道和品牌端也在持续开拓，符合智能家居行业长期发展趋势。

图 8：2020-2027 年全球家具市场规模



资料来源：Statista, 上海证券研究所

图 9：2017-2026E 全球智能家居市场规模及增速



资料来源：Statista, 上海证券研究所

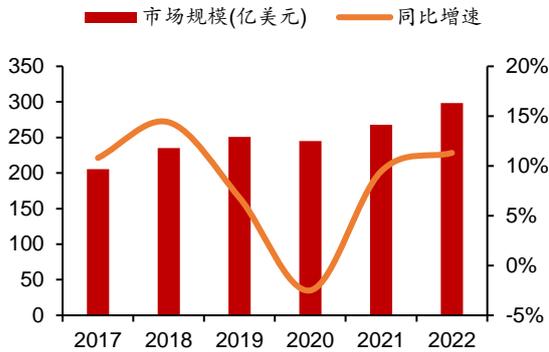
**2.1.1 功能沙发：规模持续扩大，欧美为主要消费市场**

功能沙发市场规模不断扩大，欧美为主要消费市场。功能性沙发因内部构造带有升降、摇动，同时增加热敷、按摩的功能，提升了消费者使用舒适度以及生活质感。据中商情报网数据，从全球看，2022 年全球功能沙发市场规模约 298.15 亿美元，CAGR<sub>2017-2022</sub> 为 7.73%。据华经产业研究院数据，预计 2023 年市场规模达到 327 亿美元。欧美是智能沙发的主要消费市场，其中美国作为智能电动沙发的发源地在全球功能沙发的占比约为达 54%。

美国功能沙发渗透率较高。美国是功能沙发第一消费国和进口国，2022 年美国功能沙发市场渗透率约为 48.80%，渗透率较高，我们认为基于高人均可支配收入+大户型居住条件+长时间用户教育，使得功能沙发占据主流市场。据赛盈调查发现，自疫情以来，

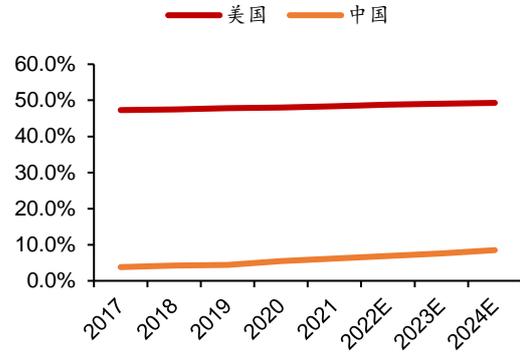
美国人平均每天坐在沙发上的时间要比以往多了2个小时，居家办公时期超60%的用户表示习惯坐在沙发上处理工作。

图 10：2017-2022 年全球功能沙发市场规模及增速



资料来源：中商情报网，上海证券研究所

图 11：2017-2024E 中美市场功能沙发渗透率对比



资料来源：欧睿国际、敏华控股 2023-2024 财年中期业绩发布会 PPT，上海证券研究所

功能沙发通过创新迭代，满足差异化需求实现增长。我们总结功能沙发未来需求迎合点包括：**联动其他智能产品**：如能让扫地机器人自由通过的高脚沙发铁架；APP 自由控制；“万物智联”也将会是很重要的趋势。**健康&老龄化产品**：监测呼吸、脉搏及心率数据等，助站功能辅助腿脚不便的老年人；**搭配智能组件**：可搭载制冷杯座、充电插座、无线充电等，进一步满足各类精细化的细分需求。**多场景需求**：功能沙发的使用场景并不只是客厅，还可以是咖啡厅、健身角等各种空间，产品功能随生活场景而变化。

### 2.1.2 智能电动床：处于蓝海市场，北美为主要消费市场

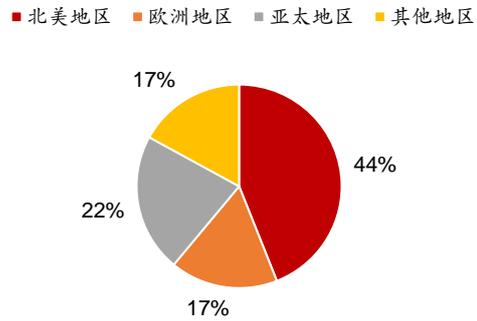
全球智能电动床规模快速增长，北美为主要消费市场。据观研报告网数据，2022 年全球智能床行业市场规模约为 52.07 亿美元，CAGR<sub>2017-2022</sub> 为 20.41%。据《中国智能床市场现状深度研究与投资战略调研报告（2023-2030 年）》数据，北美是全球智能床的最大消费市场，2022 年占比高达 44%；渗透率约为 14%，年销量约 400 万张。

图 12: 2017-2022 年全球智能电动床市场规模及增速



资料来源: 观研报告网, 上海证券研究所

图 13: 全球主要国家及地区智能电动床销售规模占比

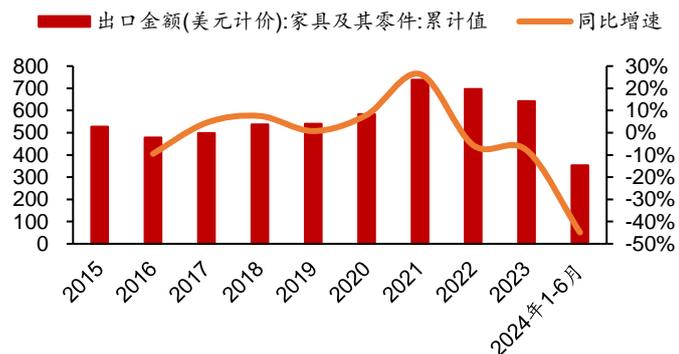


资料来源: 华经产业研究院, 上海证券研究所

## 2.2 美国地产有望复苏、补库重启, 中国智能家居出口改善

中国成为第一大家具及零部件出口国, 国产家居龙头具备优势。据海关数据, 2023 年我国家具及其零件出口额为 641.96 亿美元, CAGR<sub>2019-2023</sub> 为 4.37%。我们认为中国智能家居发展势头迅猛, 国内具有国际客户经验的家具生产商通过多年自身技术积累, 形成了稳定的客户关系并兼具垂直产业链, 在消费升级趋势下, 国货家居龙头在海外市场具有一定优势。

图 14: 2015-2024 年 1-6 月中国家具及零部件出口额及增速 (亿美元)

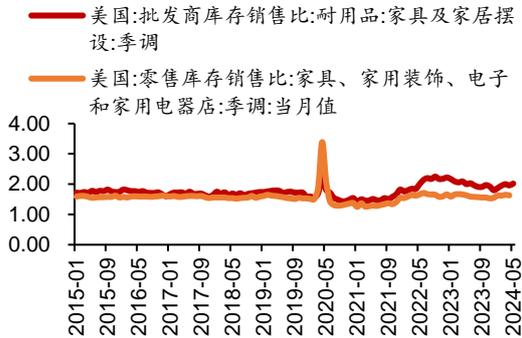


资料来源: iFinD, 上海证券研究所

我们认为, 美国降息预期有望带来美国地产销售复苏, 看好我国家居出口增长前景。美国 2024 年 6 月 CPI 同比上涨 3%, 低于 3.1% 的市场预期, 前值为 3.3%; 核心 CPI 同比上涨 3.3%, 低于 3.4% 的市场预期, 前值为 3.4%。美国 CPI 超预期回落, 降息预期交易或开启。我们认为美国地产或已度过最艰难时期, 处于底部整固的阶段, 家居需求有望恢复增长。另外, 2023Q4 美国国家

具进入补库阶段，我们认为部分家居产品的去库存周期已结束，市场需求正逐渐恢复，利好我国出海家居企业订单改善。

图 15: 美国家居行业库销比



资料来源: ifind, 上海证券研究所

图 16: 美国地产销售情况



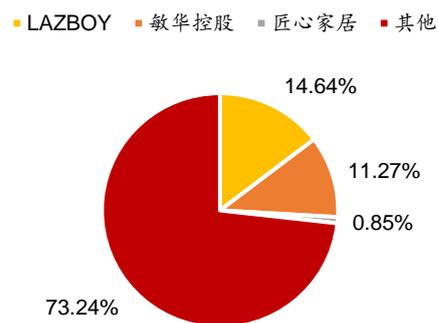
资料来源: ifind, 上海证券研究所

### 2.3 智能家居竞争格局: LAZBOY 龙头地位稳定, 匠心

#### 加速海外业务拓展

美国功能沙发头部企业主要包括 La-Z-Boy、敏华控股、AshleyFurniture 等, 我们根据全球功能沙发市场规模(据中商情报网数据, 2022 年为 298.15 亿美元; 据华经产业研究院数据, 美国市场约占 54%) 测算出 2022 年以下功能沙发企业市场份额: La-Z-Boy (14.64%)、敏华控股 (11.27%)、匠心家居 (0.85%)。敏华控股近年转战国内市场, 匠心家居有望受益美国降息通道、家居行业补库等, 逐步提升美国市场份额。

图 17: 美国功能沙发头部企业市场份额测算



资料来源: ifind, 上海证券研究所

**LAZBOY** 为全球功能沙发的开创者, 沙发单品龙头蓬勃发展。LAZBOY 成立于 1927 年, 23/24FY 总收入为 20.47 亿美元, 同比下降 12.86%。产品力和营销力为 LAZBOY 两大核心竞争力。对标 LAZBOY, 匠心家居具备强研产销、结合产业链一体化能力。根据量价拆分, 我们通过匠心家居 2019-2023 年的产品历史价格,

推算其智能电动沙发均价约 1832 元，智能电动床均价约为 1862 元；根据 LAZBOY 京东官旗产品价格，其功能单椅价格区间在 2179-21110 元左右，多人功能沙发价格区间为 7479-22654 元。匠心家居近年拓展“店中店”模式，并持续做品宣，高性价比产品及模式拓展让匠心家居在海外市场上更具竞争力，利于公司在海外市场拓展。

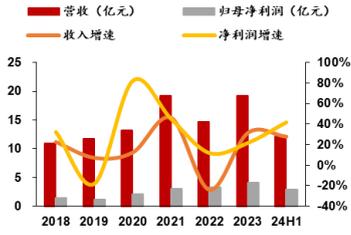
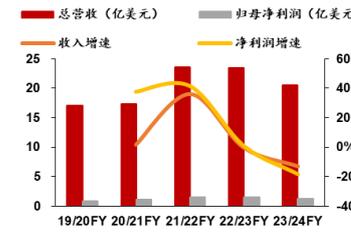
**对标敏华控股，匠心家居 OBM、自主品牌助力其高速拓展海外市场。**敏华控股成立于 1992 年，据欧睿国际，敏华控股 2023 年成为全球销量第一的功能沙发企业，是美国功能沙发市场第三大生产商。旗下主要品牌为芝华仕、头等舱、尼科莱蒂品牌，主要涉及沙发及配套产品、床具及配套产品等的生产销售，2024 财年营收 184.11 亿港元，同比增长 6.1%，实现净利润 23.02 亿港元，同比增长 20.2%。敏华比匠心先切入海外市场，在美国拥有较高市占率，但近年转攻国内市场，其国内市场占比 6 成以上。

**表 4：匠心家居智能电动沙发及智能电动床收入及量价拆分**

年份	2019	2020	2021	2022	2023
智能电动沙发收入 (百万元)	548.78	772.52	1342.19	974.97	1425.99
销量(万件)	31.80	47.30	77.62	49.15	68.36
均价(元)	1725.71	1633.24	1729.18	1983.65	2085.96
智能电动床收入 (百万元)	283.65	269.68	257.37	273.32	286.85
销量(万件)	16.84	15.36	13.71	14.24	13.82
均价(元)	1684.39	1755.70	1877.24	1919.38	2075.57

资料来源：ifind，公司公告，上海证券研究所

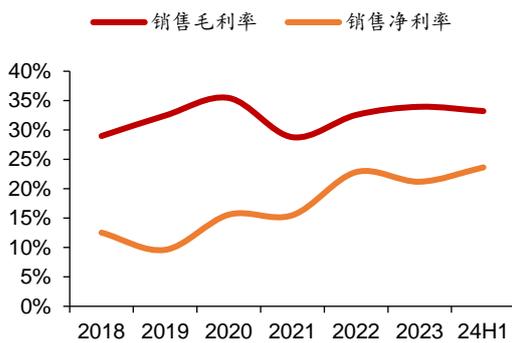
表 5：匠心家居、敏华控股、LAZBOY 竞争优势对比

主要竞对	匠心家居	敏华控股	LAZBOY
主营业务	主要从事智能沙发和智能电动床的研产销，OEM、ODM、自主品牌。	主要从事沙发、床具生产制造，从外销 ODM 为主转变为内销 OBM 为主。	专业从事智能沙发的研产销，自主品牌。
成立时间	2002 年	1992 年	1927 年
旗下主要品牌	Motomotion、Motosleep、Motoliving	芝华仕、头等舱、尼科莱蒂 3 大品牌及 11 大产品系列	LAZBOY
(2023 年) 海外/国内占比	98.97%/1.03%	33.42%/66.58%	-
业绩情况			
竞争优势	高新技术、自主研发（近年研发费率 5%+），性价比高，供应链一体化，海外产能布局，主销海外市场。	多年海外销售经验，近年主攻国内市场，芝华仕等品牌国内知名度高。	全球功能沙发的开创者，海外知名度高，占据主要市场份额。

资料来源：iFinD，各公司年报，经理人家居前沿，敏华控股官网，品牌网，民生周刊，家居新范式，上海证券研究所

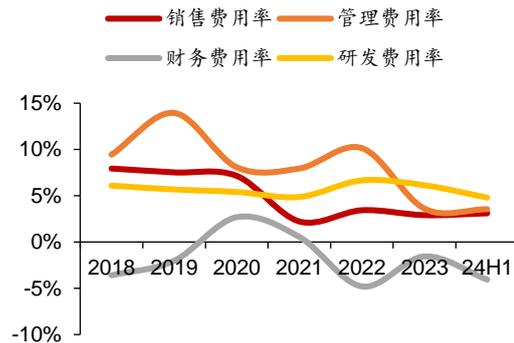
匠心盈利能力稳步提升，成本费用控制得当。利润端，毛利率相对稳定，由 2018 年的 28.98% 提升至 2024H1 的 33.22%，净利率增长显著，由 12.54% 提升至 23.64%。费用端，公司高度重视产品设计研发能力的提升，2018-2024H1 年研发费用率稳定在 4.8-6.7% 左右，我们认为公司得益于供应链端上的优势，有效实现降本提效。

图 18：公司利润率情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 19：公司费用率情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

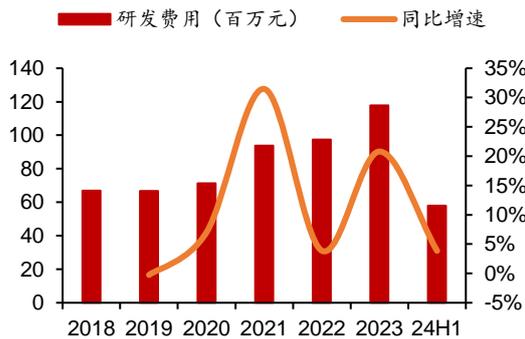
### 3 产品+供应链双轮驱动，“专精”领军企业夯实壁垒

我们认为，匠心家居具备产品创新、供应链垂直一体化实力，夯实其“专精”竞争壁垒。具体优势包括：①产品：2023H1 拥有 620 项境内外授权专利及研发投入占比营收 5.90%，供应链垂直一体化、配件自制优化成本（2023 年配件业务成本同比减少超 15%）；②客户：22 年海外经验，深耕 Ashley 等多个国际大客户并持续不断纳新（2024H1 拓新 49 家）；③产能：2019 年前瞻布局匠心越南助力产能扩张、降低关税风险；④品牌：打造高端自主品牌并借鉴 LAZBOY “店中店”模式加速出海。

### 3.1 核心技术打造强产品力，夯实企业护城河

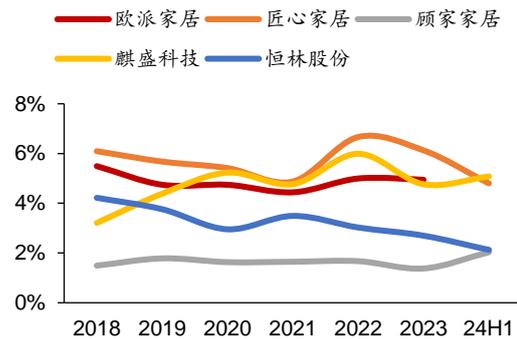
高度重视技术研发，研发投入位列前茅。截至 2023 年 6 月，公司共拥有 620 项境内外授权专利及 215 项尚在申请中的专利；截至 2023 年底，公司拥有研发人员 302 人，占员工总数 7.37%。2018-2023 年研发费用从 0.67 亿元增至 1.18 亿元，CAGR<sub>2018-2023</sub> 达 11.99%，持续进行研发投入，不断推进项目研发，期间研发费用率基本高于各可比公司。

图 20：公司研发费用情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 21：匠心家居及可比公司研发费用率



资料来源：iFinD，上海证券研究所

研发赋能产品，优质的国际质量管控。公司多年累计的多项核心技术已经广泛应用于产品的研发设计和生产制造中，为公司带来业绩增量。多款产品获国际质量管理体系认证、欧美质量安全认证，为产品切入欧美市场提供保障。子公司匠心美国配备本土化专业客服团队，能够及时响应各方售后服务需求，助于提升海外市场客户满意度，打造良好口碑。

表 6：公司部分所获质量认证产品

产品类别	证书类型
动作传感器 (MotionSensor)	UL
机构件、电机、电控组合 (FullKitwithMechanisms,MotorsandElectronics)	UL、CE
按摩加热系统 (MassageandHeatingSystem)	UL
电机 (Motor)	TUV、CE、UL

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

### 3.2 供应链垂直一体化，配件自制实现成本可控

产品生产关键环节自主可控，形成内部垂直整合的供应链体系。子公司携手家居和美能特机电为核心配件的生产主体，通过核心配件自主生产，实现成品设计与配件制造环节的互联互通，使产品设计更易于制造、成本可控。生产车间被常州市工业和信息化局评为“常州市智能车间”和“常州市示范智能车间”等。

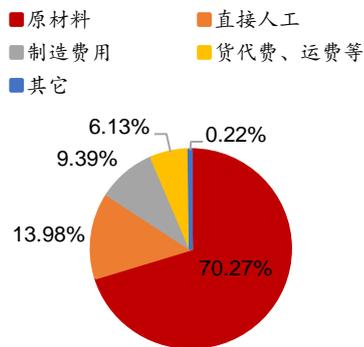
图 22：公司的智能化工厂



资料来源：公司官网，上海证券研究所

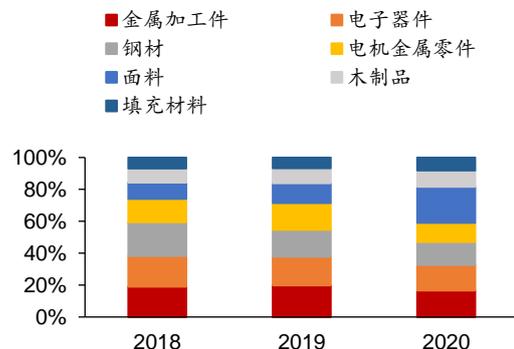
持续优化成本结构，零件自制降低成本。2023 年公司原材料占营业成本比重为 70.27%，为公司成本的主要组成部分。一方面，公司与供应商建立长期合作关系和风险共担机制，优化生产工艺，提高材料利用率水平，降低原材料价格波动风险。另一方面，核心零部件自制率不断提高，保证产品质量、推动成本持续优化。电路板作为电控装置的重要组成部分，2018 年前主要依赖对外采购，成本较高，公司于 2018 年下半年成立 SMT（电子电路表面组装技术）部门，逐步实现电路板自制，电子器件采购均价由 2018 年的 2.04 元/件下降到 2019 年的 0.86 元/件，同比下降 57.99%。木架作为智能电动沙发的重要支撑结构，公司的木架自制率不断提升，木制品-板材采购均价由 2018 年的 86.58 元/张下降到 2019 年的 74.31 元/张，同比下降 14.17%。

图 23：2023 年公司营业成本构成



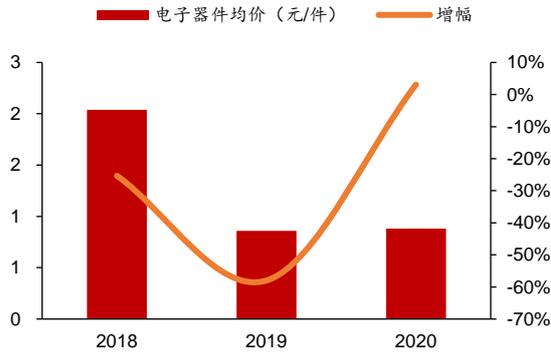
资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 24：公司原材料采购情况



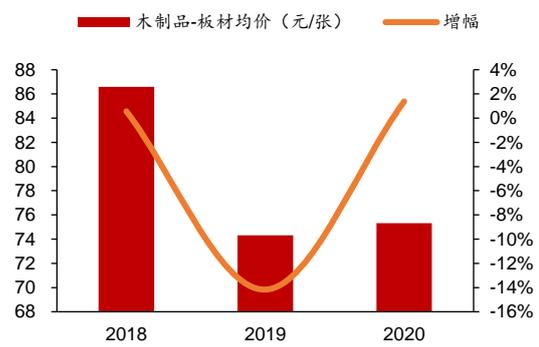
资料来源：招股说明书，上海证券研究所

图 25：2018-2020 年公司电子器件采购均价变化



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 26：2018-2020 年公司木制品-板材采购均价变化

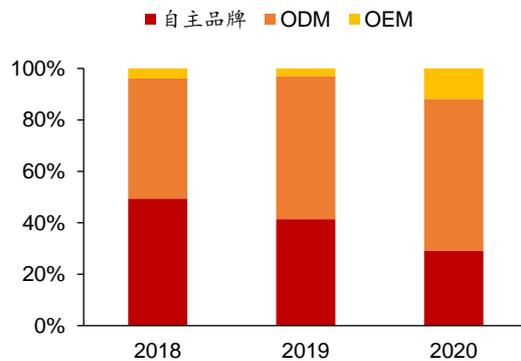


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

### 3.3 积极开拓销售渠道，客户资源积累丰富

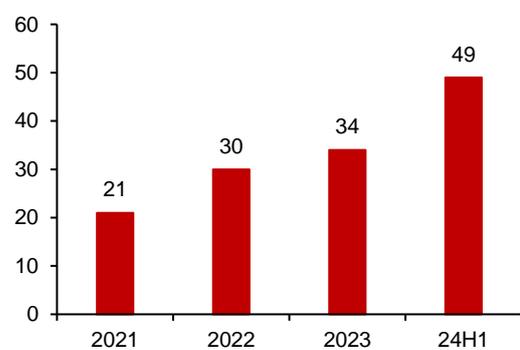
积极开展 ODM 与自主品牌业务，重视海外销售团队搭建。公司与客户的合作模式主要为 ODM 及自主品牌模式，兼有少量 OEM 模式，近年 ODM 业务占比逐步提升。公司重视销售渠道的开拓，积极参加美国著名家具展以拓客，并在美国组建国际化的专业销售管理团队，能够及时有效的了解客户需求，把握市场方向。针对美国地域宽广、客户分散的问题，公司已开始全面规划销售的区域管理，拉近客户距离并获取客户认可。

图 27：公司分业务模式情况



资料来源：招股说明书，上海证券研究所

图 28：公司新增客户数逐年提升



资料来源：公司公告，上海证券研究所

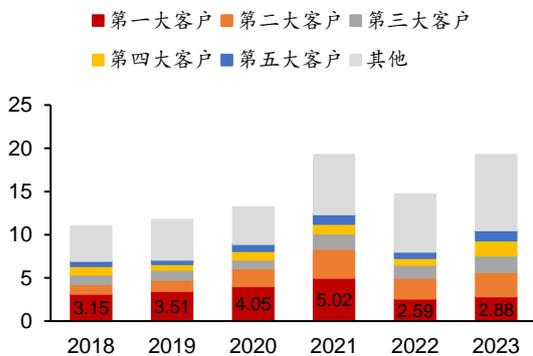
前五大客户营收贡献高，持续拓展优质新客。公司与多家国际知名客户建立了长期战略合作关系，包括 AshleyFurniture、PrideMobility、HomeStrech 等。2018-2023 年公司前五大客户销售额占比营收 54% 以上，2024H1 公司获得 49 位新客户，在美国的零售商客户数量占美国家具类客户总数的 78.43%，凭借较强的研发能力、产品创新能力和质量控制水平，在全球范围内建立优良的口碑，强势绑定老客的同时持续拓展优质新客户。

表 7：公司前五大客户简介

客户名称	合作时间	主营业务	匠心家居主要销售品类
AshleyFurniture	2015 年	成立于 1945 年，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	智能电动沙发、智能电动床、智能家具配件
PrideMobility	2003 年	成立于 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	智能电动沙发、智能家具配件
Bob'sDiscount	2016 年	成立于 1991 年，美国知名折扣家具零售商，在美国开设 126 家以上的门店	智能电动沙发、智能电动床
HomeStretch	2014 年	成立于 2010 年，美国功能沙发制造商之一	智能家具配件
Flexsteel	2014 年	成立于 1893 年，美国历史最悠久的家具制造商与零售商之一	智能电动沙发、智能家具配件

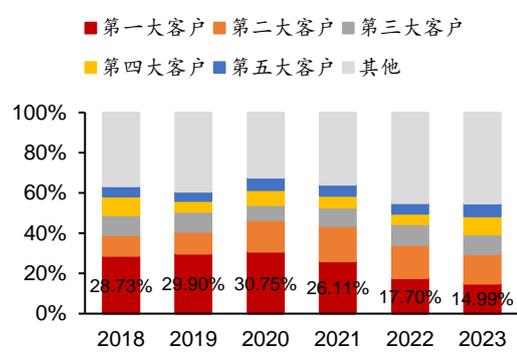
资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所（注：客户资料来自匠心家居招股书，此表客户排名顺序取自 2020 年客户排名）

图 29：公司主要客户销售额变化（亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 30：公司主要客户销售额占比变化情况

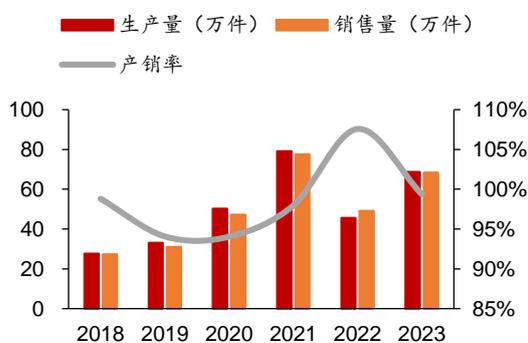


资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 3.4 全球化产能持续扩张，布局匠心越南降低关税风险

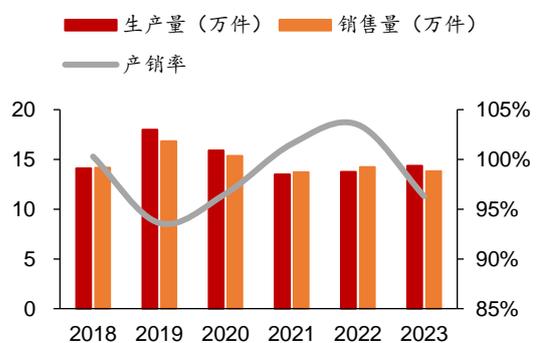
全球生产布局助力产能扩张，产销率稳步提升。公司拥有常州、越南两大生产基地，越南基地于 2019 年投产，已实现大批量出货，产能扩张迅速，2023 年公司智能电动沙发、智能电动床产量达 68.80 万件和 14.35 万件，产销率为 99.36%和 96.33%。

图 31：公司智能电动沙发产销情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

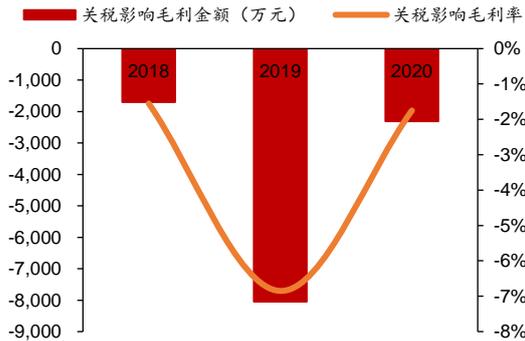
图 32：公司智能电动床产销情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

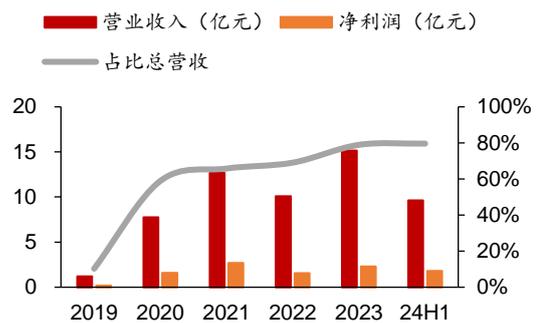
前瞻布局海外产能，应对贸易摩擦提高产品竞争力。公司海外客户集中在美国，2018年9月起，公司出口美国产品普遍加征10%关税，2019年5月起关税提升至25%。公司将部分生产销售向匠心越南转移，一定程度上降低美国加征关税的负面影响。匠心越南营收占总营收比重逐年上升，2019-2024H1收入占比从10.24%提升至79.62%，完成出口美国、加拿大覆盖，规避美国加征关税影响。

图 33：美国加征关税影响公司毛利



资料来源：招股说明书，上海证券研究所

图 34：匠心越南营收及净利润情况



资料来源：招股说明书、公司年报，上海证券研究所

## 4 自主品牌出海正当时，“店中店”模式开启成长

### 4.1 自主品牌有序拓展，产品结构持续完善升级

店中店模式加速渠道拓展，持续推进品牌建设。店中店新兴渠道将成为公司继家具展览后的又一重要宣传渠道，公司加大与美国零售商、品牌商的合作，布局店中店，加强自主品牌建设。2024年4月高点展会进一步进行了电梯广告投放，渠道端积极推进店中店建设，我们持续看好匠心家居业务模式转型拉动业绩增长。在品宣方面，公司与美国本土品牌宣传的专业设计团队合作，重新确定全新的Logo和广告语，邀请美国专业公司拍摄展厅及产品视频，并开始在美国社交平台进行宣传。

图 35：公司全新的品牌设计和广告语



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 36：美国拉斯维加斯家具展的匠心展厅



资料来源：公司公告，上海证券研究所

推出全新高端系列产品，打造全新成长曲线。公司于 2023 年 4 月推出 MotoLiving 高端系列产品，产品结构持续升级，截至 2023 年 10 月 26 日已有 18 名客户订购 MotoLiving 系列产品。该系列产品在美国零售价将达到 5000-6000 美元/组合，2023 年 12 月下旬及 2024 年年初开始发货。MotoLiving 的推出有望进一步完善公司品牌矩阵，打造全新增长曲线。

图 37：公司推出 MotoLiving 高端系列产品



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 38：公司品牌矩阵



资料来源：匠心家居官网，上海证券研究所

## 4.2 拓宽产品应用场景，加速布局国际市场

深耕产品品类、坚持创新，加速国际化进程。截至 2023 年报，公司主要研发项目均已完成，部分智能系统已从小批试产阶段到项目完成。公司新研发产品能够更好适应娱乐休闲、医疗健康和安全防护等场景，未来有望进一步拓宽市场。公司重心是做大做强美国和加拿大市场，逐步开拓澳大利亚以及其他新兴市场，成立全资子公司匠心新加坡，依托特殊的地理位置、丰富的人才资源与和谐的国际关系为公司开辟广阔的国际市场。我们认为随着公司国际化布局的进一步深入，未来有望抢占更多海外市场份额。

## 5 盈利预测&投资建议

## 5.1 盈利预测

随着海外进入补库阶段，家居出口行业明显修复，我们认为公司作为智能家居“专精”领军企业，强产品力叠加多年优质客户沉淀为其核心竞争优势，**分业务来看：**

**1) 智能电动沙发：**由于 2022 年疫情影响导致出口低基数，2023Q4 海外补库开启，2023 年该业务收入实现修复增长，公司海外客户具备粘性以及海外产能布局充沛，伴随品牌知名度提升，自主品牌有望贡献增量，推动收入持续高增。我们预计 2024-2026 年该业务收入实现 18.25/22.72/27.53 亿元，分别同比增长 28.01%/24.44%/21.20%。随着公司自主品牌新品的不断推出以及规模效应推动下，智能电动沙发业务有望实现量价双升，预计 2024-2026 年期间毛利率逐步提升，分别为 33.25%/33.30%/33.35%。

**2) 智能电动床：**公司电动床产品推陈出新，随着公司品牌化成果落地，智能电动床业务有望稳步增长。我们预计 2024-2026 年该业务收入实现 3.26/3.66/3.99 亿元，分别同比增长 13.68%/12.20%/9.08%；毛利率逐步提升，分别为 37.19%/37.69%/37.89%。

**3) 智能家具配件：**随着公司供应链一体化的持续加强，家具配件业务有望配合电动沙发、电动床业务的增长而稳步提升，我们预计 2024-2026 年该业务收入实现 2.12/2.23/2.35 亿元，分别同比增长 13.30%/5.04%/5.53%；毛利率分别为 35.77%/35.87%/35.97%。

**表 8：公司营业收入与毛利率预测（单位：百万元，%）**

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1318.13	1924.96	1462.65	1921.46	2389.74	2892.91	3426.57
营收 YOY	12.21%	46.04%	-24.02%	31.37%	24.37%	21.06%	18.45%
营业成本	850.87	1370.96	986.45	1269.03	1573.55	1903.54	2254.46
毛利	467.26	554.00	476.20	652.43	816.19	989.37	1172.11
毛利率	35.45%	28.78%	32.56%	33.95%	34.15%	34.20%	34.21%
归母净利润	205.60	298.44	334.59	407.39	502.71	605.26	719.68
净利润 YOY	82.05%	45.15%	12.11%	21.76%	23.40%	20.40%	18.90%
<b>智能电动沙发</b>							
营收	772.52	1342.19	974.97	1425.99	1825.41	2271.54	2753.10
YOY	40.77%	73.74%	-27.36%	46.26%	28.01%	24.44%	21.20%
毛利率	36.37%	28.64%	33.87%	33.00%	33.25%	33.30%	33.35%
<b>智能电动床</b>							
营收	269.68	257.37	273.32	286.85	326.09	365.88	399.10
YOY	-4.93%	-4.56%	6.20%	4.95%	13.68%	12.20%	9.08%
毛利率	33.21%	31.75%	33.19%	36.69%	37.19%	37.69%	37.89%
<b>智能家具配件</b>							
营收	244.27	283.71	181.99	187.07	211.94	222.63	234.93
YOY	-22.97%	16.14%	-35.85%	2.79%	13.30%	5.04%	5.53%
毛利率	31.76%	22.20%	21.43%	35.67%	35.77%	35.87%	35.97%
<b>其他主营业务</b>							
营收	24.57	41.70	32.38	21.55	26.29	32.87	39.44
YOY	27.64%	69.75%	-22.34%	-33.44%	22.00%	25.00%	20.00%
毛利率	53.67%	59.75%	50.32%	46.10%	46.50%	46.50%	46.50%

资料来源：ifind，上海证券研究所

## 5.2 投资建议

作为国产智能家居龙头、出口链优质企业，公司拥有长期稳定的客户资源，海外产能布局充分，以及供应链一体化布局完善、自主品牌有望贡献增量，海外补库重启等多维利好因素有望带动业绩增长，2023年业绩显著修复，2024H1业绩整体延续增长，我们预计2024-2026年营收实现23.90/28.93/34.27亿元，分别同比增长24.37%/21.06%/18.45%；预计归母净利润实现5.03/6.05/7.20亿元，分别同比增长23.40%/20.40%/18.90%；预计EPS为3.02/3.64/4.32元，对应PE为17/14/12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 9：可比公司估值对照表**

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
敏华控股	147.61	4.18	0.43	0.55	0.61	0.69	13.25	9.30	6.17	5.48
恒林股份	42.87	30.83	1.89	3.72	4.61	5.58	23.56	8.19	6.62	5.47
麒盛科技	27.75	7.74	0.57	0.75	0.88	1.00	20.78	10.59	9.10	7.97
顾家家居	179.17	21.80	2.44	2.57	2.85	3.16	14.34	8.94	8.06	7.28
梦百合	30.70	5.38	0.19	0.51	0.78	1.04	56.20	10.92	7.13	5.36
<b>平均</b>	<b>85.62</b>	<b>13.99</b>	<b>1.10</b>	<b>1.62</b>	<b>1.95</b>	<b>2.29</b>	<b>25.63</b>	<b>9.59</b>	<b>7.42</b>	<b>6.31</b>
<b>匠心家居</b>	<b>85.25</b>	<b>51.23</b>	<b>2.45</b>	<b>3.02</b>	<b>3.64</b>	<b>4.32</b>	<b>20.93</b>	<b>16.96</b>	<b>14.08</b>	<b>11.85</b>

资料来源：ifind，上海证券研究所（收盘时间：2024年09月13日；除匠心家居来自估值模型，其他可比公司均来自iFinD一致预测）

## 6 风险提示：

- 1) 新品销售不及预期风险：**若公司投入大量精力研发生产的智能沙发或者智能床新品上市后销售不及预期，可能会影响公司整体销售表现。
- 2) 地产行业不景气风险：**我们认为家居行业与地产景气度有关联性，如果地产行业不景气，可能传导至家居行业。
- 3) 上游原材料成本上涨风险：**公司为家居生产制造商，沙发、床的生产需要大量原料，如果上游原材料成本上涨，可能提高公司生产成本，影响企业利润。
- 4) 管理经营风险：**若公司管理经营效果不及预期，可能会影响公司收入增长达成情况。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	866	1482	1769	2095
应收票据及应收账款	273	252	306	357
存货	255	467	565	666
其他流动资产	1822	1532	1768	2079
流动资产合计	3217	3733	4408	5196
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	142	153	162	170
在建工程	1	2	2	3
无形资产	33	39	45	48
其他非流动资产	168	163	172	195
非流动资产合计	344	357	382	415
<b>资产总计</b>	<b>3561</b>	<b>4090</b>	<b>4790</b>	<b>5612</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	369	455	548	648
合同负债	2	3	3	4
其他流动负债	88	96	109	123
流动负债合计	459	554	661	775
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	99	86	74	62
非流动负债合计	99	86	74	62
<b>负债合计</b>	<b>557</b>	<b>640</b>	<b>735</b>	<b>837</b>
股本	128	166	166	166
资本公积	1688	1668	1668	1668
留存收益	1162	1609	2214	2934
归属母公司股东权益	3004	3450	4055	4775
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>3004</b>	<b>3450</b>	<b>4055</b>	<b>4775</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3561</b>	<b>4090</b>	<b>4790</b>	<b>5612</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>530</b>	<b>579</b>	<b>409</b>	<b>578</b>
净利润	407	503	605	720
折旧摊销	64	58	60	63
营运资金变动	114	95	-187	-136
其他	-55	-77	-68	-69
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-201</b>	<b>112</b>	<b>-108</b>	<b>-238</b>
资本支出	-36	-63	-84	-96
投资变动	-198	120	-100	-217
其他	33	55	76	75
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-173</b>	<b>-103</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>
债权融资	0	-16	-12	-12
股权融资	0	18	0	0
其他	-173	-105	-2	-2
<b>现金净流量</b>	<b>178</b>	<b>616</b>	<b>287</b>	<b>326</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1921</b>	<b>2390</b>	<b>2893</b>	<b>3427</b>
营业成本	1269	1574	1904	2254
营业税金及附加	8	10	14	17
销售费用	56	84	101	120
管理费用	69	86	107	123
研发费用	118	147	179	212
财务费用	-30	-21	-28	-45
资产减值损失	-3	-2	-2	-2
投资收益	48	64	75	75
公允价值变动损益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>476</b>	<b>579</b>	<b>697</b>	<b>827</b>
营业外收支净额	4	0	1	1
<b>利润总额</b>	<b>479</b>	<b>579</b>	<b>698</b>	<b>827</b>
所得税	72	76	92	108
净利润	407	503	605	720
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>407</b>	<b>503</b>	<b>605</b>	<b>720</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	34.0%	34.2%	34.2%	34.2%
净利率	21.2%	21.0%	20.9%	21.0%
净资产收益率	13.6%	14.6%	14.9%	15.1%
资产回报率	11.4%	12.3%	12.6%	12.8%
投资回报率	10.8%	13.6%	14.0%	14.0%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	31.4%	24.4%	21.1%	18.4%
EBIT 增长率	45.9%	41.0%	20.0%	16.7%
归母净利润增长率	21.8%	23.4%	20.4%	18.9%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.45	3.02	3.64	4.32
每股净资产	18.05	20.73	24.37	28.69
每股经营现金流	3.18	3.48	2.46	3.47
每股股利	1.00	0.50	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.58	0.62	0.65	0.66
应收账款周转率	8.81	9.10	10.38	10.34
存货周转率	4.61	4.36	3.69	3.66
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	15.6%	15.7%	15.3%	14.9%
流动比率	7.01	6.74	6.67	6.71
速动比率	4.49	4.59	4.52	4.63
<b>估值指标</b>				
P/E	20.93	16.96	14.08	11.85
P/B	2.84	2.47	2.10	1.79
EV/EBITDA	12.23	11.60	9.39	7.71

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。