

2024年10月31日

买入（首次覆盖）

匠心家居（301061）：日就月将，求索OBM

——公司深度报告

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

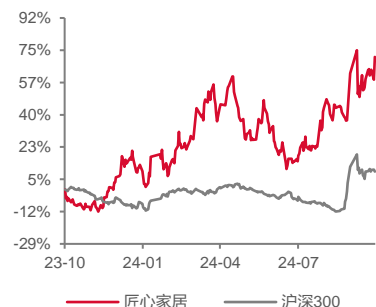
xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/10/31
收盘价	60.63
总股本(万股)	16,640
流通A股/B股(万股)	4,160/0
资产负债率(%)	16.97%
市净率(倍)	3.05
净资产收益率(加权)	13.49
12个月内最高/最低价	77.30/38.56



相关研究

投资要点:

- **三阶段跨越式成长，关注客户和利润弹性。**2002年成立至今，公司实现了零部件-成品-ODM-OBM的业务升级，形成智能电动沙发/床两大核心品类，与“全美排名前100位家居零售商”中40+客户达成合作。2023Q2以来营收快速修复，季度营收同比均在20%以上，一方面美国市场库存去化顺利推进，另一方面新客放量、店中店模式卓有成效、OBM贡献提升。2024年前三季度营收/归母净利润实现18.49/4.31亿元（+27%/+34%），单Q3营收/归母净利润实现6.42/1.46亿元（+26%/+20%），营收延续双位数高增。成本端受到关税、海运、汇率等影响，公司具备成本转移能力且汇率和利率有所对冲，综合费率表现优秀，利润呈上升趋势，归母净利率从2017年的12%提升至2024年前三季度的23%。
- **刚性和软性需求齐驱，双重因素共振。**智能电动沙发/床研发之初是为行动不便的特殊人群提供护理功能，用于养老院、康复机构等B端场景，在消费升级和家电智能化助推下延伸至家庭和酒店。对于智能电动沙发，美国起步早、渗透率高，中国处于早期发展阶段、用户认知低，市场规模小但增速较快，美国市场规模/渗透率115亿美元/41%，中国121亿元人民币/17%。相比智能电动沙发，智能电动床起步晚、市场规模小、渗透率低，美国市场规模/渗透率为29亿美元/15%，中国30亿元人民币/不足1%。目前，降息预期升温和家具去库平稳推进双重催化因素共振，我国对美家具出口或走出周期底部。
- **公司发轫于ODM，逐步完成产品、成本和产能验证，筑牢客户优势，基于此，发力OBM业务。**相比ODM，OBM有利于增强品牌曝光，实现消费者认知，打开成长空间。公司以自主孵化方式培育新品牌，目前已完成本土化履约和售后服务，终端零售渠道开拓快速成长，终端用户的品牌认可仍待耕耘起效，同时公司坚持探索潜力成长路线，期待未来从明星企业到领军企业的蝶变。

1) **ODM**，公司持续投入研发，6.13%的研发费率远超同行，在产品原创设计（季度推新品）、品质优良性（售后服务费仅占营收0.20%）、成本把控和交期（实现供应链垂直一体化和核心零部件自制）、全球化布局（越南基地贡献约80%营收）构筑全方位优势，在Ashley Furniture等的美国中高端家具制造商中具有优良的口碑和广泛的覆盖。

2) **OBM**，①**品牌**，MotoMotion为核心自主品牌，MotoLiving高端系列沙发由美国家具行业优秀设计师Jackson Carpenter负责开发，已有在手订单上千万美金。②**服务**，匠心美国负责本土市场的销售、仓储和售后服务，进一步缩小与本地供应商之间的差距。③**渠道**，处于客户成长红利期，超额表现穿越行业周期。其中老客构成基本盘，新客成为重要增量，在美家具零售商数量渗透率达81.75%，2023年度/2024年前三季度新增34/68家客户。展会费用低、针对性强，构成公司最主要获客渠道，同时以店中店提升客户价值、以门到门服务弥补中小客户国际化物流短板、以拉斯展会面积扩充+区域管理挖潜中西部弱势市场。

3) 精耕美国家具零售商引领公司业绩向上，但尚未进入行业前五，成长空间巨大。公司在终端推广、电商、其它海外市场、国内市场等迈出探索性尝试，或带来新一轮发展动能。

- **投资建议：**匠心精品构筑产品壁垒，转型OBM加速渠道渗透，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为5.17/6.23/7.62亿元，同比增速为27.00%/20.32%/22.41%，对应P/E为19.50/16.21/13.24倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济疲软、国际贸易摩擦、创新失败或落后、人民币升值和运费上涨等。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,921.46	2,410.89	2,978.41	3,618.03
增长率 (%)	31.37%	25.47%	23.54%	21.48%
归母净利润 (百万元)	407.39	517.39	622.53	762.04
增长率 (%)	21.76%	27.00%	20.32%	22.41%
EPS (元/股)	2.45	3.11	3.74	4.58
市盈率 (P/E)	24.76	19.50	16.21	13.24
市净率 (P/B)	3.36	2.97	2.63	2.30

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 10 月 31 日收盘）

正文目录

1. 公司简介	6
1.1. 发展历程：三阶段跨越式成长	6
1.2. 股权结构：股权集中，团队精干	6
1.3. 业绩表现：关注客户和利润弹性	7
2. 行业	14
2.1. 起源护理场景，受益家电智能趋势场景扩散	14
2.2. 双重因素共振，对美家具出口或走出周期底	18
3. 公司分析	20
3.1. ODM：供应链为基，客户验证成功	20
3.2. OBM：品牌化崭露，渠道成长可期	23
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1 公司发展历程.....	6
图 2 公司股权结构图.....	7
图 3 公司业绩概览.....	8
图 4 公司归母净利润率.....	8
图 5 2023 年以来季度营收.....	8
图 6 营收结构分产品.....	9
图 7 营收增速分产品.....	9
图 8 营收增速分量价.....	9
图 9 营收结构分市场.....	10
图 10 营收增速分市场.....	10
图 11 可比公司毛利率.....	10
图 12 公司毛利率分产品.....	10
图 13 营业成本构成（2023 年）.....	11
图 14 原材料构成（2020 年）.....	11
图 15 可比公司综合费率（2023 年）.....	11
图 16 部分科目变化（万元）.....	12
图 17 股份支付摊销（万元）.....	12
图 18 可比公司 ROE（%）.....	12
图 19 公司周转情况.....	12
图 20 可比公司现金情况.....	12
图 21 智能电动沙发/床应用场景.....	14
图 22 全球智能电动沙发市场规模.....	15
图 23 全球智能电动沙发市场分布.....	15
图 24 美国智能电动沙发市场规模.....	15
图 25 美国智能电动沙发竞争格局.....	15
图 26 中国智能电动沙发市场规模.....	15
图 27 中国智能电动沙发竞争格局.....	15
图 28 全球智能电动床市场规模.....	16
图 29 全球智能电动床市场分布.....	16
图 30 美国智能电动床市场规模.....	16
图 31 美国智能电动床竞争格局.....	16
图 32 中国智能电动床市场规模.....	16
图 33 中国智能电动床竞争格局.....	16
图 34 智能电动沙发/床渗透率.....	17
图 35 中美老年人口.....	17
图 36 中美残障人士.....	17
图 37 睡眠障碍人口.....	17
图 38 利息周期对家具需求的影响（%）.....	19
图 39 大客户情况.....	20
图 40 公司研发费用.....	20
图 41 可比公司研发费率.....	20
图 42 可比公司产能比较.....	22
图 43 匠心越南业绩表现.....	22
图 44 公司发力 OBM 业务.....	23
图 45 展会相关费用（万元）.....	24
图 46 公司销售人员数量（位）.....	24

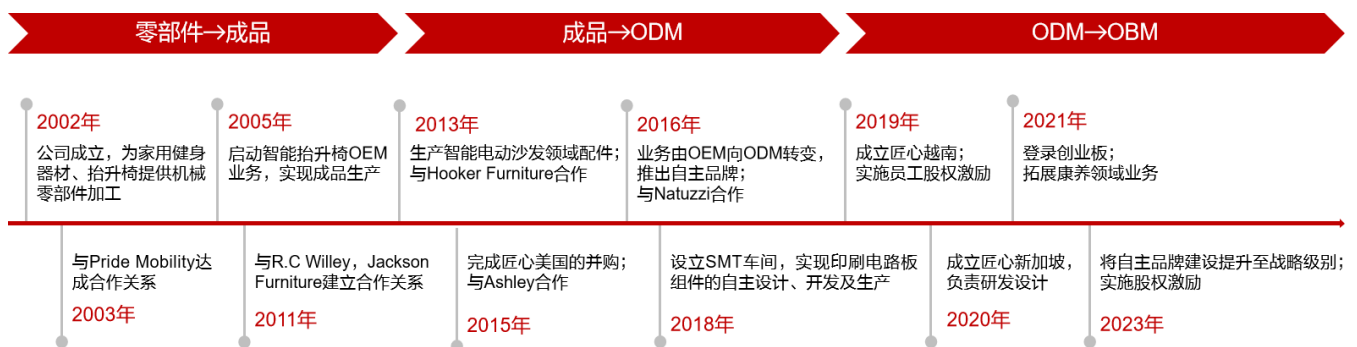
图 47 公司店中店	24
图 48 公司业绩穿越行业周期	25
图 49 公司新增客户（家）	25
图 50 公司客户渗透率	25
图 51 镜鉴同行 OBM 路径	27
图 52 其他海外市场营收增长情况	28
图 53 公司康养相关子公司	28
表 1 2023 年股权激励计划	7
表 2 可比公司 ROE 拆解	13
表 3 同行比较	18
表 4 公司产品矩阵	21
表 5 核心公司	22
表 6 可比公司比较	27
表 7 营收拆分（万元）	29
附录：三大报表预测值	31

1. 公司简介

1.1. 发展历程：三阶段跨越式成长

二十载春秋，三阶段跨越式成长。成立至今，公司实现了零部件-成品-ODM-OBM 的业务升级，形成智能电动沙发、智能电动床两大核心品类。**1) 2002-2012 年**，公司成立于 2002 年，成立伊始为家用健身器材配件、抬升椅提供机械零部件加工制造。2005 年，公司启动智能抬升椅的 OEM 业务，实现成品生产。**2) 2013-2018 年**，凭借多年技术积累，2015、2016 年公司先后进入智能电动床和智能电动沙发领域，并与 Pride Mobility、Jackson Furniture、Hooker Furniture 等美国大型知名家具厂商形成战略合作。期间，公司一方面并购匠心美国拓展北美市场，逐步向 OBM 转变，获得 Ashley、Nutuzzi 等核心大客户认可；另一方面，逐步实现印刷电路板组件等核心零部件自制，提升自主创新实力。**3) 2019 年至今**，公司相继在越南成立生产基地、在新加坡成立研发设计中心，完成全球化布局。自 2016 年推出自主品牌以来，公司形成了 MotoMotion、MotoSleep、MotoLiving、HHC、Yourway 等品牌矩阵，成功与“全美排名前 100 位家居零售商”中 40+ 客户达成合作，2023 年将自主品牌建设提升至战略级别。

图1 公司发展历程

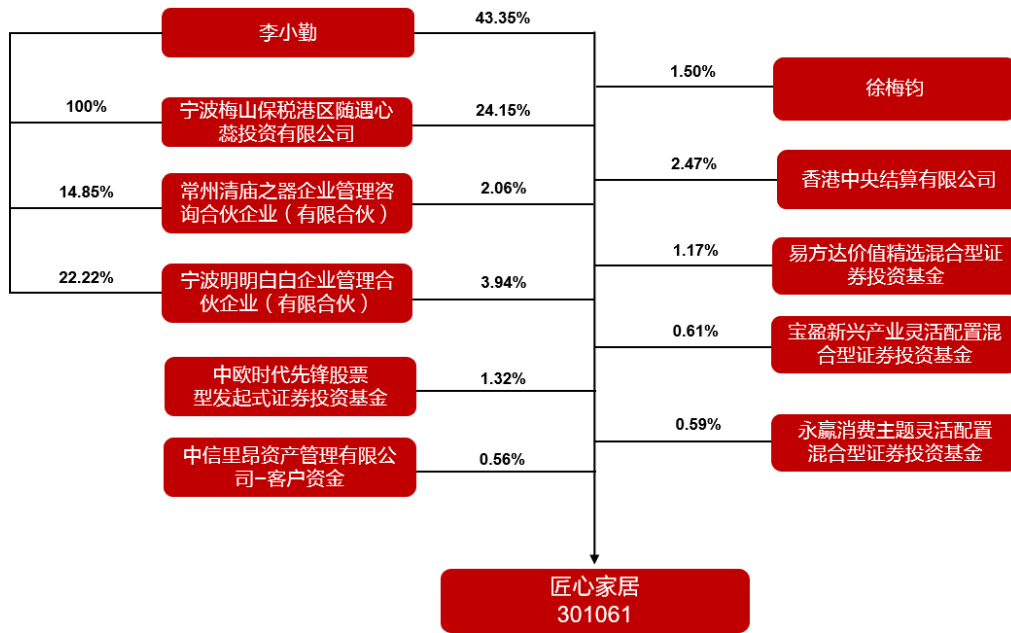


资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2. 股权结构：股权集中，团队精干

股权集中，管理团队精干。董事长李小勤为公司实控人，直接间接合计持股 68.67%，李总有着 10 年以上海外生活和工作经历，谙熟国外文化和规则，能够与海外客户及核心团队进行深入交流与合作。总经理徐梅钧（与董事长系夫妻关系）持股 1.5%。公司自设立以来，组建了一支经验丰富、能力突出的国际化管理团队，包括资深设计技术专家、生产管理专家、境外市场营销专家等各个方面的人才。管理团队对行业有着深刻的认识，能够敏锐地把握行业内的发展趋势，为公司未来发展提供有力保障。此外，海外员工的占比超过 65%，国际化的组织和团队在公司发挥着日益重要的作用。

图2 公司股权结构图



资料来源: ifind, 东海证券研究所 (截至 2024 年三季报)

再推股权激励，共享成长红利。继 2019 年实施股权激励，公司于 2023 年再推股权激励，以 16.05 元/股的价格向核心管理人员及技术（业务）骨干在内的 101 名激励对象授予 311.15 万股限制性股票（占授予日股本比例为 2.46%）。业绩解锁条件以 2022 年为基数，2023-2026 年营业收入或净利润增长率均不低于 10%/21%/33.1%/46.4%，对应 CAGR10%，解锁条件兼具可达成度和挑战性，对骨干既惠及发展红利又激发员工干劲。目前第一个归属期归属条件已成就。

表1 2023 年股权激励计划

激励对象	授予价格（元/股）	授予数量（万股）	占授予日股本比例	解锁安排
核心管理人员及技术（业务）骨干共计 101 人	16.05	311.15	2.46%	以 2022 年为基准，2023-2026 年营业收入增长率或净利润增长率均不低于 10%/21%/33.1%/46.4%

资料来源: ifind, 东海证券研究所

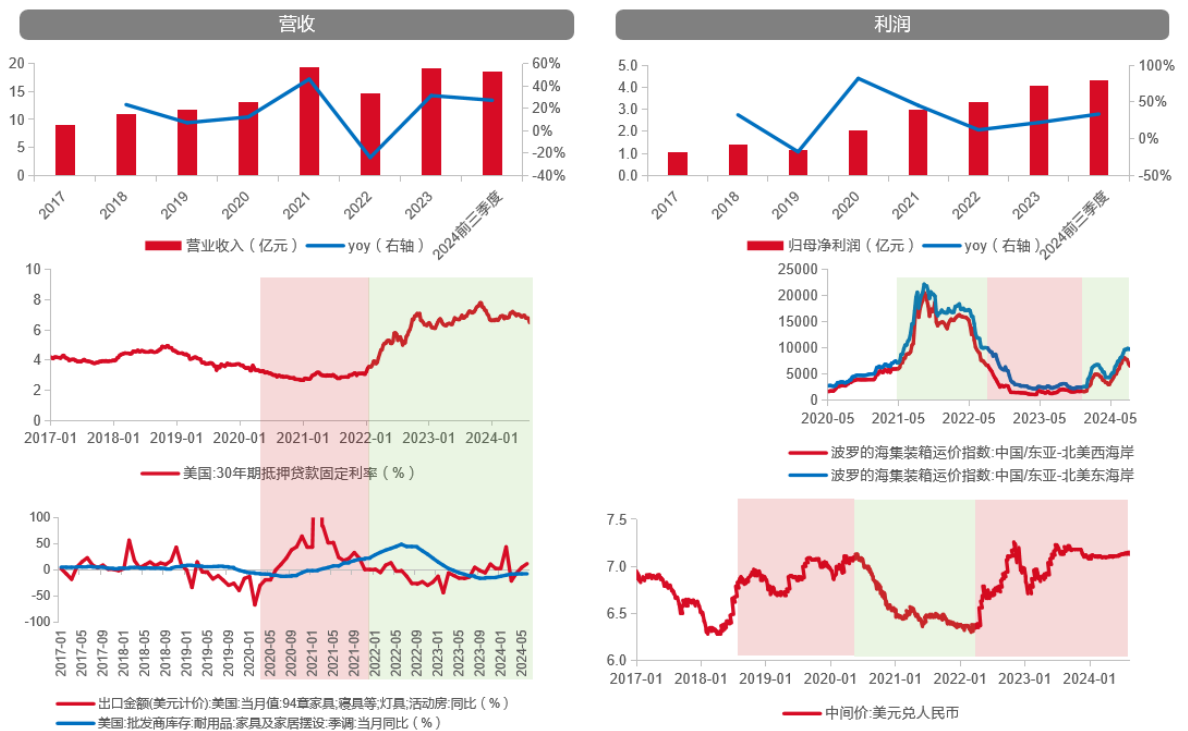
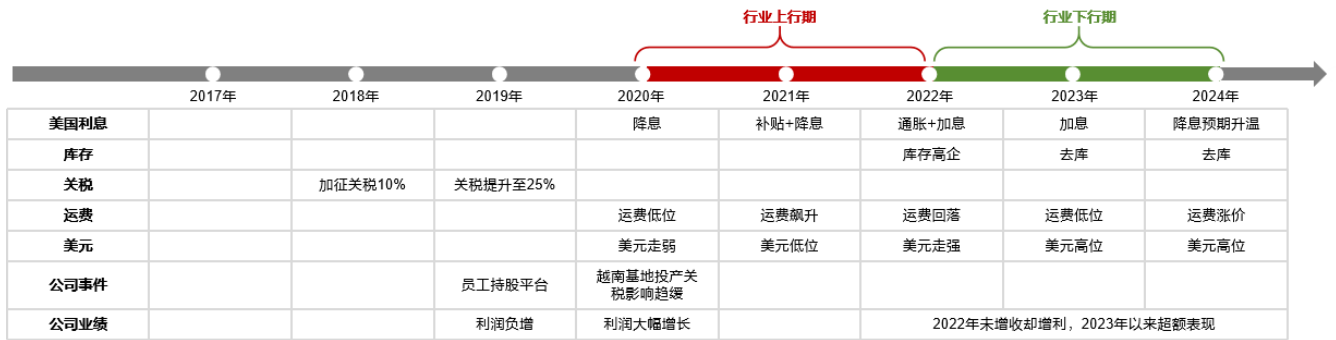
注: 受到利润分配影响，授予价格调整为 10.69 元/股

1.3.业绩表现：关注客户和利润弹性

成长和周期属性并存，关注客户弹性和利润弹性。2017-2020 年营收 CAGR 为 14%，增长稳健。2021 年得益于美国降息周期+房产交易活跃+中国生产正常运转营收同比+46%，2022 年受到美国通胀+升息周期+房产销售疲弱+库存累计影响营收同比-24%，2023Q2 以来营收快速修复，季度营收同比均在 20%以上，一方面美国市场库存去化顺利推进，另一方面新客放量、店中店模式卓有成效，OBM 贡献提升。利润端受到关税调整、海运压力、汇率波动等影响并非与营收端保持一致变化，例如，2019 年因关税加征+股权激励利润增长转负，2020 年越南出货解决关税压力+管理费率回落导致利润大幅增长+82%，2022 年美元走强形成 6301 万元汇兑收益使得利润维持正增长。2024 年前三季度营收/归母净利润实现

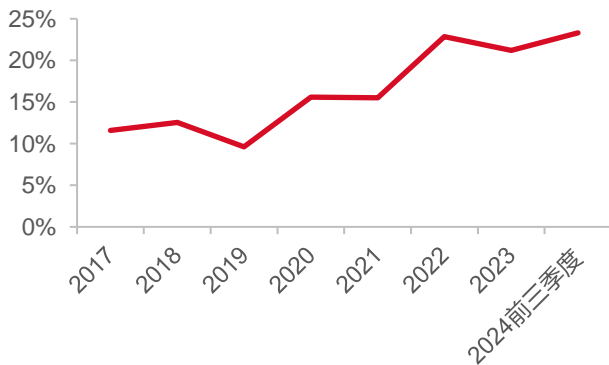
18.49/4.31 亿元 (+27%/+34%)，单 Q3 营收/归母净利润实现 6.42/1.46 亿元 (+26%/+20%)，营收延续双位数高增，三季度美元走弱使得财务费用拖累利润表现。整体上，利润呈明显上升趋势，归母净利率从 2017 年的 12% 提升至 2024 年前三季度的 23%。

图3 公司业绩概览



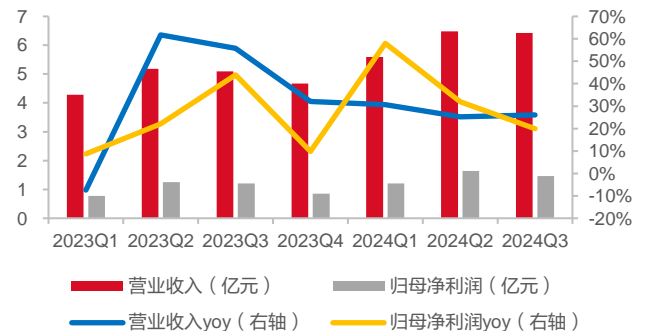
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图4 公司归母净利率率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

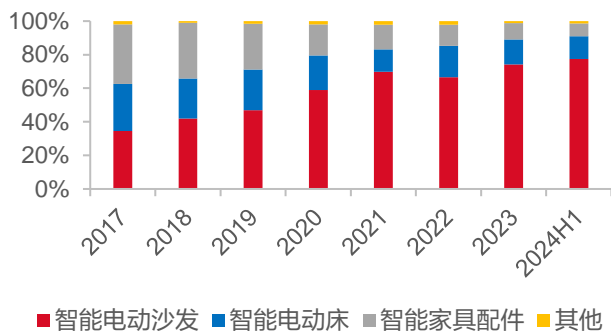
图5 2023 年以来季度营收



资料来源: ifind, 东海证券研究所

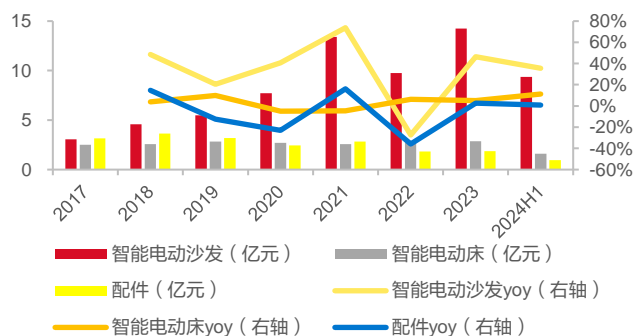
智能电动沙发延续高增、智能电动床突破双位数增长。1)分产品,2024H1 智能电动沙发/智能电动床/智能家具配件/营收贡献分别为 77%/13%/8%。2018-2023 年期间,智能电动沙发快速成长,销量为核心驱动力、价格稳健提升(除产品升级外,还因运费成本加成),营收/量/价 CAGR 分别为 26%/20%/5%;智能电动床增长停滞,主要受销量拖累,营收/量/价 CAGR 分别为 2%/0%/3%;智能家具配件营收 CAGR 为-12%,主因公司以成品为业务重心,配件业务优先保障成品生产需求。2024H1,智能电动沙发/智能电动床营收同比+36%/+11%,智能电动沙发延续高增、智能电动床突破双位数增长。2)分市场,公司产品主要销往境外,外销收入占比高达 99%,其中美国为主销区,同时开拓了加拿大、澳大利亚、意大利、新西兰等海外市场。

图6 营收结构分产品



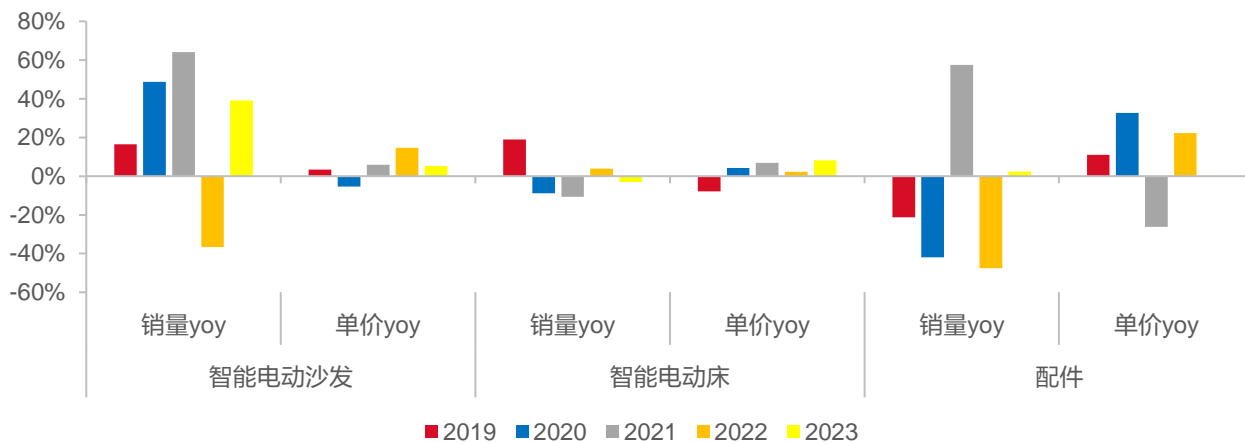
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图7 营收增速分产品



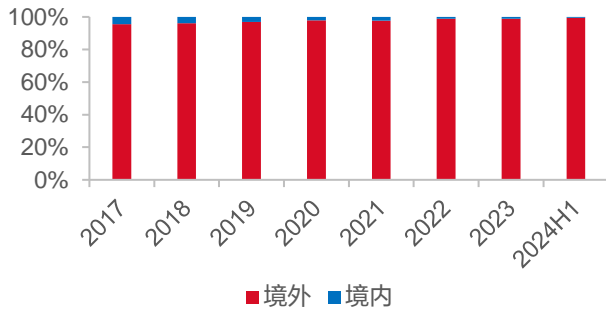
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图8 营收增速分量价



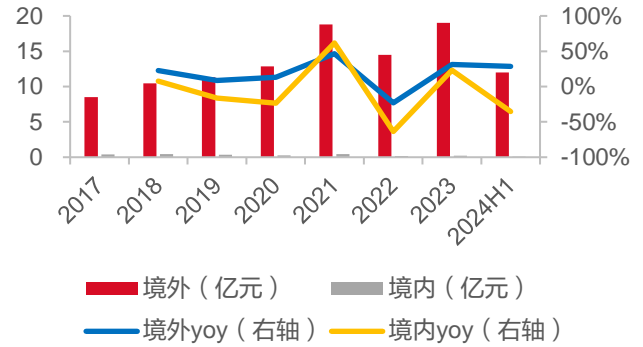
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图9 营收结构分市场



资料来源: ifind, 东海证券研究所

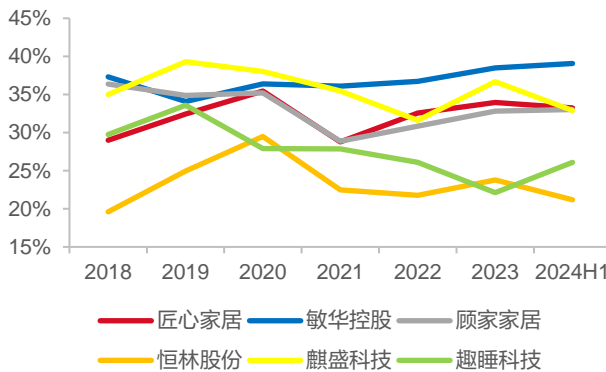
图10 营收增速分市场



资料来源: ifind, 东海证券研究所

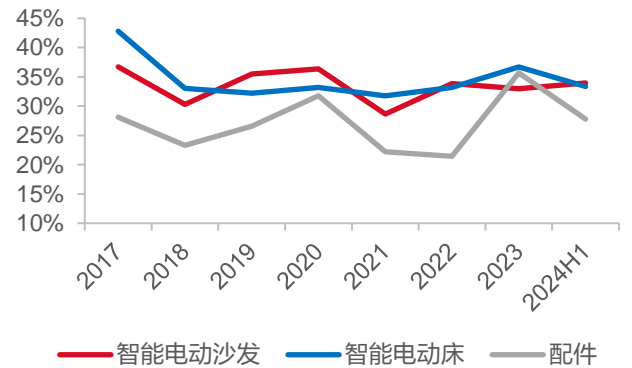
具备成本转移能力, 毛利率稳步提升。2024H1 公司毛利率 33.22% (+1.75pct), 位列行业中上水平。营业成本以原材料为主(占比 70%), 直接人工、制造费用和运费次之, 其中原材料中钢材、电子元器件、电机、金属零件、皮、纺织面料、木制品、填充材料占比较高。公司自 2018 年逐步实现电路板自制, 相关采购内容由数量少、单价高的电路板组合转变为数量多、单价低的电路板零件, 电子器件采购成本占比下降。钢材(合计采购成本占比 20%+)、填充材料(海绵)等主要原材料受国内外大宗商品市场价格波动影响, 当前处于下行周期。此外, 2021 年下半年-2022 年上半年, 海运费暴涨 3 倍也使得毛利率承压, 公司通过 FOB、FOB CDP 等向客户转移物流成本压力, 同时通过和船公司签署合约降低运费变动风险。除 2021 年受运费会计政策调整毛利率下滑较大外, 2022-2023 年得益于海运压力缓解、产品升级, 公司毛利率稳步提升。从产品看, 智能家具配件毛利率波动明显, 2022 年智能电动沙发毛利率提升贡献明显、2023 年智能电动床毛利率提升贡献明显、2024H1 两者毛利率持平。

图11 可比公司毛利率



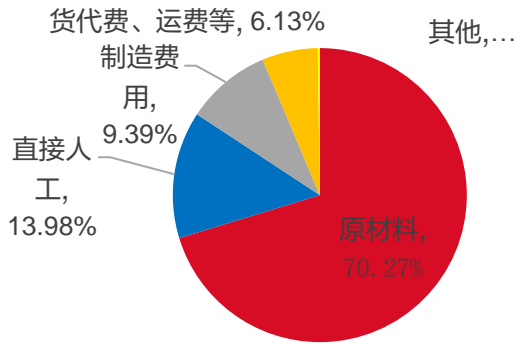
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图12 公司毛利率分产品



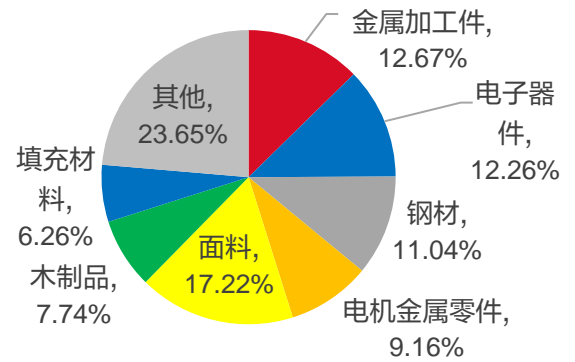
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图13 营业成本构成 (2023年)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

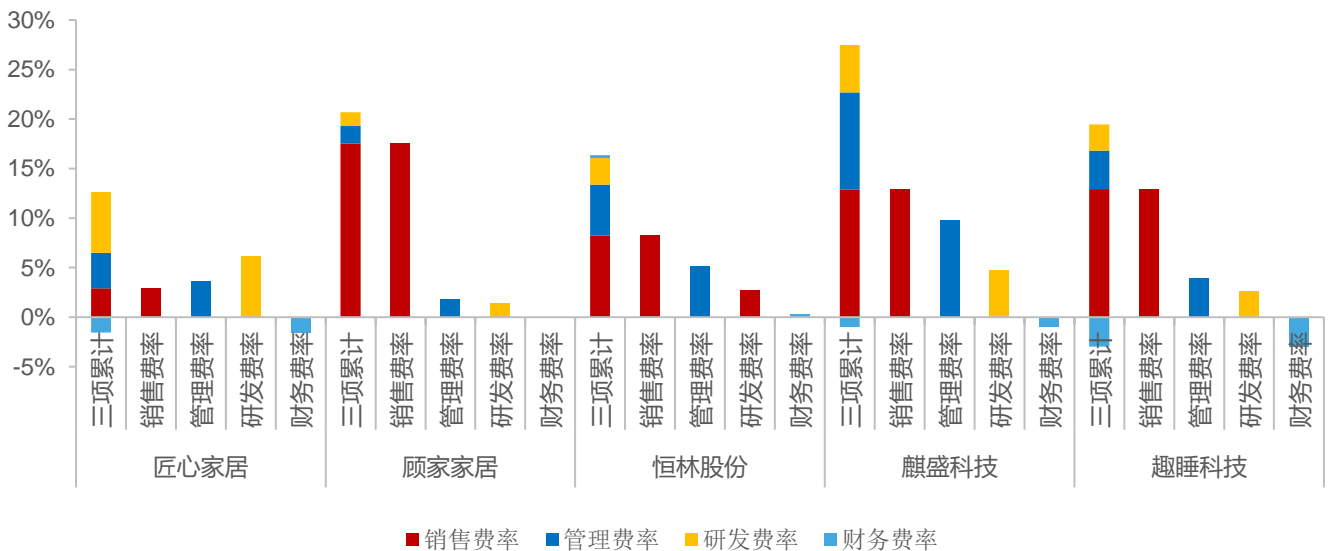
图14 原材料构成 (2020年)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

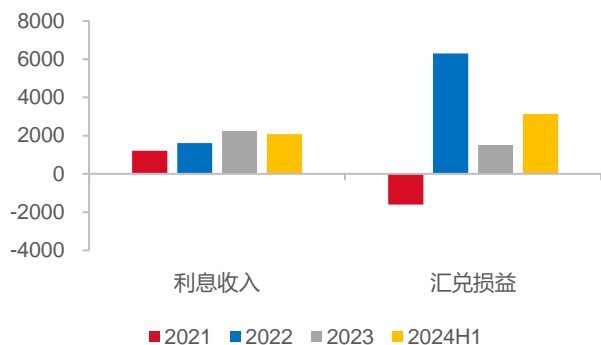
销售费率极低, 汇率和利率有所对冲。2024H1 年公司综合费率为 7.37% (-1.96pct), 表现优秀, 主因销售费率极低 (不到 5%)。顾家家居、恒林股份等拥有较为成熟的自主品牌, 并在境内外建有大量门店、专柜或布局电商平台, 品牌建设费、广告推广费、门店及仓储费、销售人员薪酬等支出较高。公司以 ToB 业务为主, 销售费率相对较低, 伴随自主品牌和终端零售建设, 销售费率或将进一步提升。公司积极参展打单, 2024H1 展会及样品费和差旅费同比+59%/+36%。此外, 公司在 2023 年推行限制性股权激励计划, 预计 2024-2026 年摊销 2539/1310/647 万元。财务费率波动较大, 一方面, 公司货币资金充足、资本性支出极少, 利息收入为财务费用提供支撑; 另一方面, 公司以外销为主, 汇率波动造成汇兑损益, 2022-2024H1 年美元走强产生 6301/1502/3139 万元汇兑收益。美元和利率往往为对立面, 美元走强可以部分对冲加息造成的家具需求疲软, 反之亦然。

图15 可比公司综合费率 (2023年)



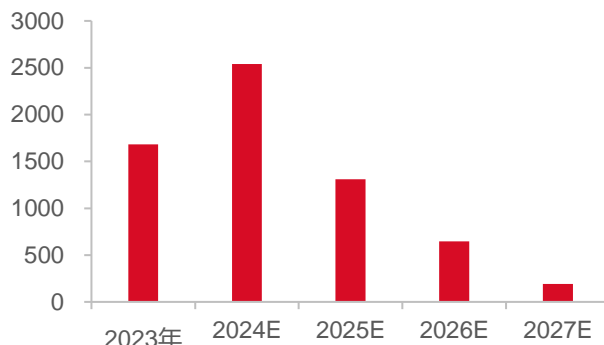
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图16 部分科目变化 (万元)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

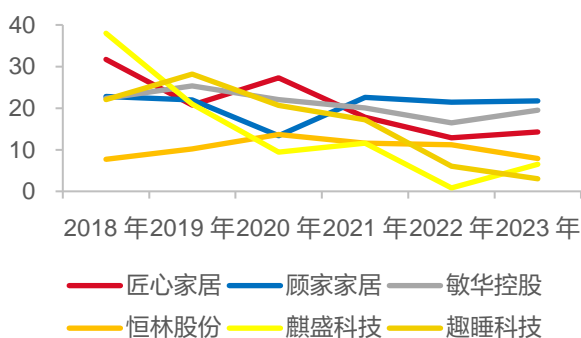
图17 股份支付摊销 (万元)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

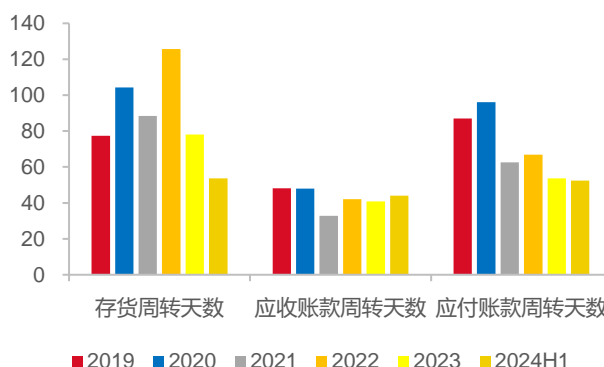
现金含量高, ROE 健康。2023 年公司 ROE 为 14.29%, 位于行业中上水平, 主因高净利率 (约为顾家家居和敏华控股的 2 倍)。周转率偏低 (仅为顾家家居的 1/3, 敏华控股的 1/2) 主因货币资产周转弱 (现金储备和现金含量高), 而存货周转、应收及应付周转均为健康水平。越南工厂自 2019 年投产后, 公司基本无大额资本性开支, 收益增厚的同时现金含量高, 2024H1 速动货币达 24 亿元, 目前投资以理财产品为主、收益相对稳健, 2022-2024H1 投资收益为 4210/4780/2403 万元。此外, 公司于 2024 年 9 月实施半年度利润分配预案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元人民币 (含税), 派发现金红利人民币 8320 万元 (含税)。

图18 可比公司 ROE (%)



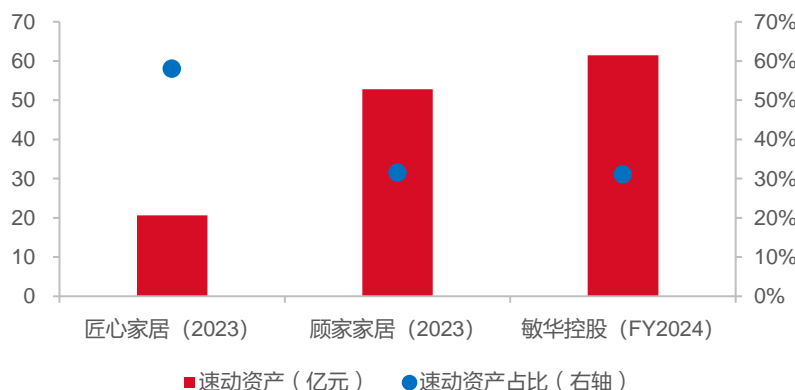
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图19 公司周转情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图20 可比公司现金情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表2 可比公司 ROE 拆解

		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
	(ROE)(%)	31.71	20.76	27.27	17.82	12.87	14.29
匠心	销售净利率(%)	12.54	9.61	15.60	15.50	22.84	21.20
家居	权益乘数	1.95	1.83	1.59	1.33	1.20	1.17
	资产周转率(次)	1.30	1.18	1.10	0.87	0.47	0.58
	(ROE)(%)	22.80	21.94	13.37	22.56	21.44	21.70
顾家	销售净利率(%)	10.97	11.00	6.84	9.27	10.26	10.50
家居	权益乘数	1.97	2.15	2.00	1.96	1.90	1.78
	资产周转率(次)	1.08	0.97	1.00	1.27	1.12	1.17
	(ROE)(%)	22.38	25.34	22.06	20.02	16.46	19.48
敏华	销售净利率(%)	12.48	13.93	12.31	10.78	10.71	13.01
控股	权益乘数	1.86	2.04	1.76	1.69	1.73	1.67
	资产周转率(次)	1.00	0.92	1.07	1.13	0.86	0.93

资料来源: ifind, 东海证券研究所

注: 敏华控股为财年

2.行业

2.1.起源护理场景，受益家电智能趋势场景扩散

智能电动沙发/床附加功能丰富，起源护理场景，受益消费升级和家电智能场景扩散。两者以其精密的金属构件、尖端的电控系统和敏锐的传感器，在普通沙发/床的基础上提供角度调节、智能体验等附加功能，从而满足用户阅读、看电视、睡眠休息等不同场景下的姿势需求。例如，智能电动沙发可实现沙发座椅头颈部、腰部、腿部等部位的角度自由调节，部分甚至增加了蓝牙播放、智能收纳、手机充电、遥控及 APP 控制、按摩加热等功能；智能电动床利用机械调节技术实现床头和床尾的升降调整，并提供分析用户睡眠质量、监测人体特征数据并在数据失常时干预等功能。智能电动沙发/床研发之初是为行动不便的特殊人群（老年人、残障人士、孕妇等）提供护理功能，用于养老院、康复机构、月子中心等 B 端场景，在消费升级和家电智能化助推下被越来越多用户所认可和购买，消费场景延伸至家庭和酒店。

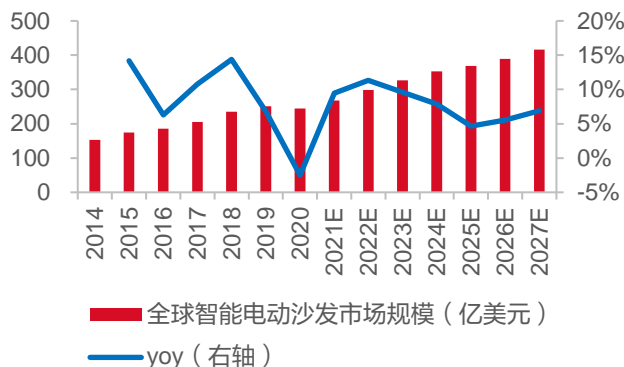
图21 智能电动沙发/床应用场景



资料来源：智研咨询，东海证券研究所

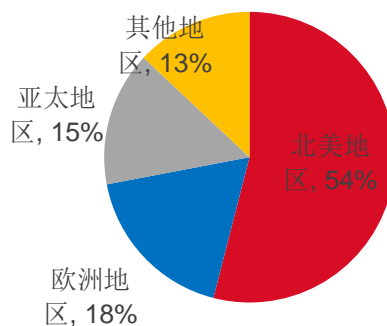
智能电动沙发：1) 全球，2023 年全球智能电动沙发市场规模为 327 亿美元，北美是智能电动沙发的主要消费地区（占比 54%），亚太地区仅占 15%。**2) 美国**，2020 年市场规模为 115 亿美元，起步早、渗透率高（41%）。美国 CR5 为 53%，La-Z-Boy 是全球功能沙发的首创者，以 16% 的市占率夺得头筹，Ashley 和中国家居企业敏华控股并列第二（11%）。**3) 中国**，2023 年市场规模为 121 亿元人民币，处于早期发展阶段、用户认知低，市场规模小但增速较快，2014-2023 年 CAGR 为 12%，目前渗透率仅为 17%，预计到 2027 年增长至 173.17 亿元人民币，对应 CAGR 为 9%。国内形成了“一超两强”的市场格局，CR5 为 75%，敏华控股以 50% 的市占率占据主导地位。

图22 全球智能电动沙发市场规模



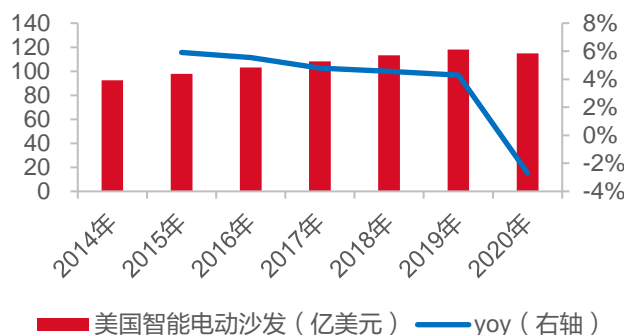
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图23 全球智能电动沙发市场分布



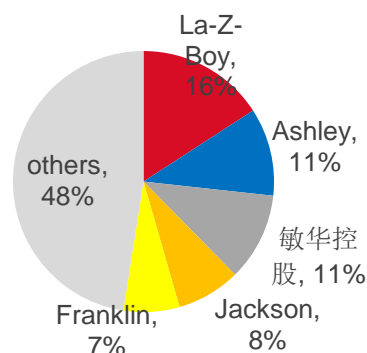
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图24 美国智能电动沙发市场规模



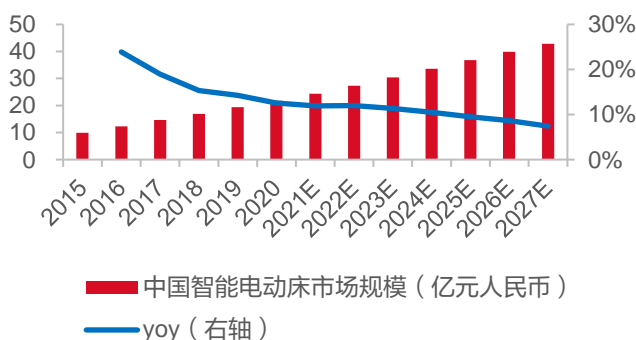
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图25 美国智能电动沙发竞争格局



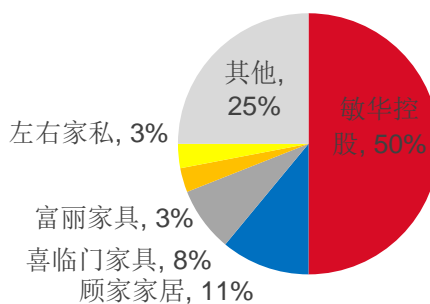
资料来源：智研咨询，东海证券研究所

图26 中国智能电动沙发市场规模



资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图27 中国智能电动沙发竞争格局



资料来源：智研咨询，东海证券研究所

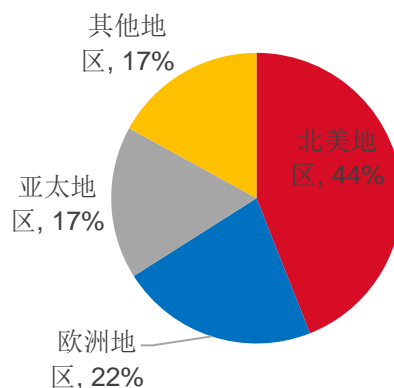
智能电动床：1) 全球，相比智能电动沙发，智能电动床起步晚、市场规模小、渗透率低。2022 年全球智能电动床市场规模为 52 亿美元，欧美为智能电动床的主要消费地区。**2) 美国**，2023 年市场规模为 29 亿美元，市场渗透率为 15%，预计到 2027 年市场规模扩大至 47 亿美元，对应 CAGR 为 13%。美国智能电动床市场行业目前呈现寡头竞争，礼恩派和麒盛科技以 37%和 36%的市占率难分伯仲。鉴于智能电动床仍处于成长阶段，或有潜在玩家重塑竞争格局。**3) 中国**，2023 年市场规模为 30 亿元人民币，但市场渗透率尚不足 1%，预计到 2027 年市场规模扩大至 47.19 亿美元，对应 CAGR 为 9%。中国 CR5 为 49%，路福中国以 25%的市占率成为行业领头羊，麒盛科技在国内市场位列第三（8%）。

图28 全球智能电动床市场规模



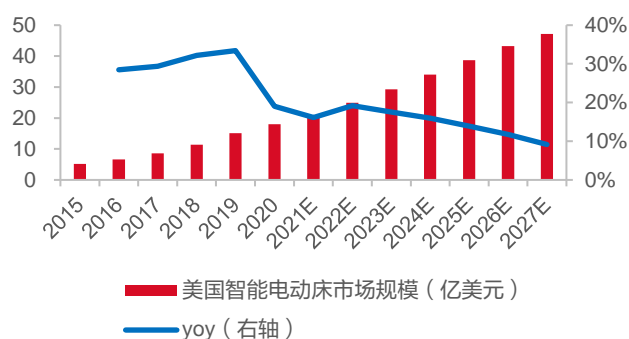
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图29 全球智能电动床市场分布



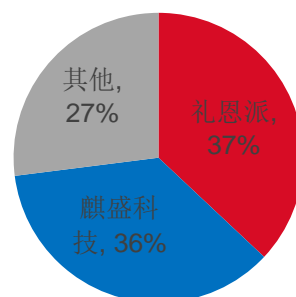
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图30 美国智能电动床市场规模



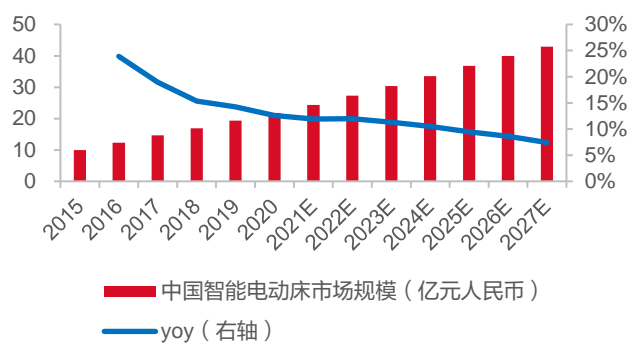
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图31 美国智能电动床竞争格局



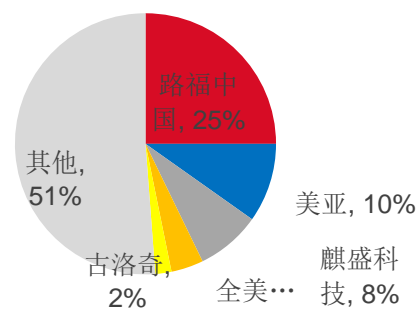
资料来源：智研咨询，东海证券研究所

图32 中国智能电动床市场规模



资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图33 中国智能电动床竞争格局



资料来源：智研咨询，东海证券研究所

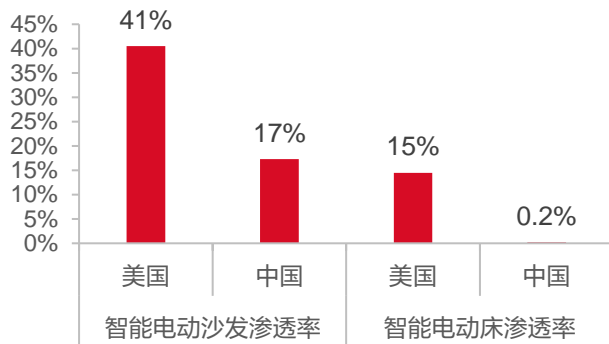
驱动因素：刚性和软性需求齐驱，厂商发力进一步教育消费者

1) 需求侧：基于消费场景，智能电动沙发/床的市场规模驱动因素分为特殊人群（老年人、残障人士等）偏刚性需求和家电智能化偏软性需求。①老年人，人口老龄化问题日益严峻，2023年美国65岁以上老龄人口达到0.59亿人（占比总人口18%），中国65岁以上老龄人口达到2.01亿人（占比总人口14%）。智能电动沙发/床通过自动化可调节为老年人提供更加舒适和便利的睡眠和休息体验，有效减轻因身体不适造成的生活负担。②残障人士，2022年美国的残障人士数量为0.46亿人（占比总人口14%），中国残障人士数量为0.38亿人（占比总人口3%）。智能电动沙发/床对于残障人士来说，不仅仅是一种家具，更是一

种提升生活自理能力和独立性的工具，帮助残障人士完成起身、移动等日常活动，提高生活质量。**③家电智能化**，沙发和床是家庭中客厅和卧室的核心物件，智能电动沙发和智能电动床的发展是家具智能化的典型代表。根据 Statista 预测，到 2024 年全球智能家居的市场规模将达到 1589 亿美元。一方面，睡眠问题广泛存在，在中国约有 74% 的人口遭受不同程度的睡眠障碍，智能电动床为睡眠困难人群提供了多样化的解决方案，改善睡眠质量；另一方面，客厅作为家庭共享、休闲娱乐的功能不断增强，人们对客厅沙发的舒适性、功能性、便捷性要求不断提高。

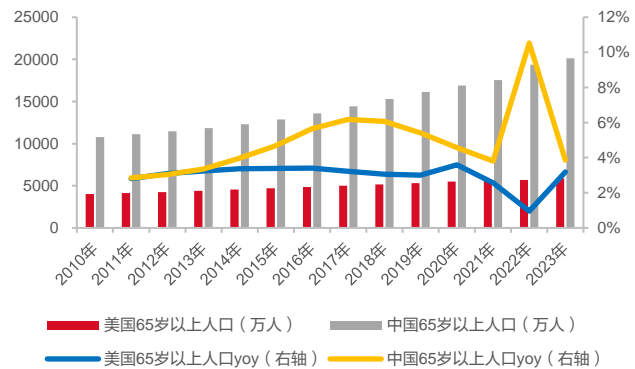
2) 供给侧：①产商发力，敏华控股、匠心家居、麒盛科技成功打开海外市场后于 2015 年前后开启国内市场的开发；传统软体家居企业紧随其后也开始把握家居智能化趋势，例如顾家家居通过与美国厂商 La-Z-Boy 合作设计功能沙发产品；互联网玩家则通过销售平台或者软件系统入局，例如趣睡科技进入小米生态链主攻线上销售。目前产品卖点集中在多功能体验，例如趣睡科技旗下的 8H 自适应智能床垫可通过算法数据分析，自动调整适合用户的软硬度。厂商发力、产品迭代，消费者心智得到进一步教育。**②B 端先行突破**，麒盛科技作为 2022 年北京冬奥会和冬残奥会官方智能床供应商，提供了 6000 余张智能床和 20 个睡眠休息仓。凭借零重力模式、非接触式传感器+大数据算法的数字化技术，旗下舒福德冬奥智能床经由运动员分享快速出圈。麒盛科技还在推进酒店智能睡眠项目以及和美克美家的零售合作。

图34 智能电动沙发/床渗透率



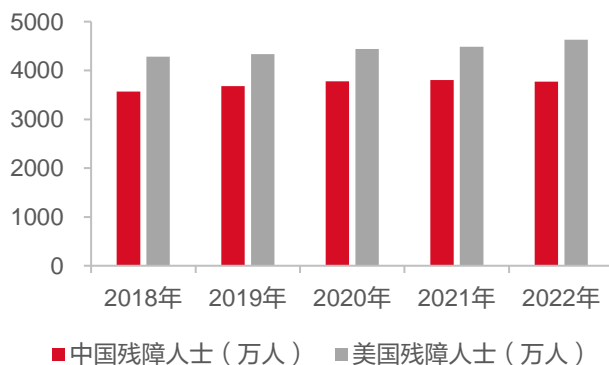
资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

图35 中美老年人口



资料来源：智研咨询，招股书，东海证券研究所

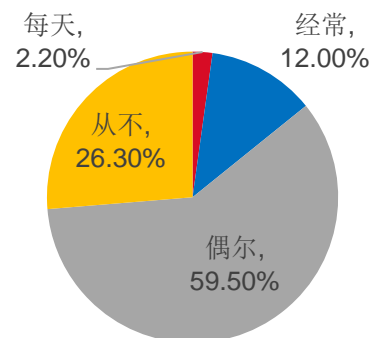
图36 中美残障人士



资料来源：ifind，东海证券研究所

注：残障人士包括视觉、听力、言语、肢体、智力、精神等残疾，其中肢体残体占主体

图37 睡眠障碍人口



资料来源：中国睡眠研究会，东海证券研究所

表3 同行比较

公司名称	敏华控股	匠心家居	麒盛科技	顾家家居	喜临门家居	趣睡科技
公司简介	公司从事生产及销售沙发产品，出口至欧美地区。	公司从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售的高新技术企业，深耕美国及国际市场多年。	公司致力于健康睡眠智能技术与大数据应用，也是世界上最大的智能电动床制造商之一。	公司专注于客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售。	公司专注于床垫、软床及其他家具产品的设计研发、生产和销售。	公司是一家专注于自有品牌科技创新家居产品的互联网零售公司，主营产品为易安装家具、家纺等。作为小米生态链公司，通过线上 B2B2C 模式与线下渠道向小米集团出售商品。
营收（亿元，2023 年）	184.11（港股，亿元）	19.21	31.03	192.12	86.78	3.05
营收结构分产品	沙发及配套产品 69% 床具及配套产品 16% Home 集团业务 4%	智能电动沙发 74% 智能电动床 15% 智能家具配件 10%	智能电动床 81% 配件及其他 8% 床垫 8%	沙发 49% 床类产品 21% 配套产品 16% 定制家具 5%	床垫 58% 软床及配套 31% 沙发 9% 木质家具 2%	床垫产品 40% 被子产品 20% 床类产品 15% 枕头产品 14% 沙发产品 4%
营收结构分市场	中国 67% 北美 23% 欧洲 7%	境外 99% 境内 1%	境外 89% 境内 7%	境外 39% 境内 57%	境外 19% 境内 80%	-
自主品牌	芝华仕	MotoMotion、MotoSleep、 HHC、Yourway	内销：舒福德 外销：DawnHouse	顾家家居、居礼、 ROLFBENZ	喜临门、喜眠、M&D	8H

资料来源：ifind，东海证券研究所

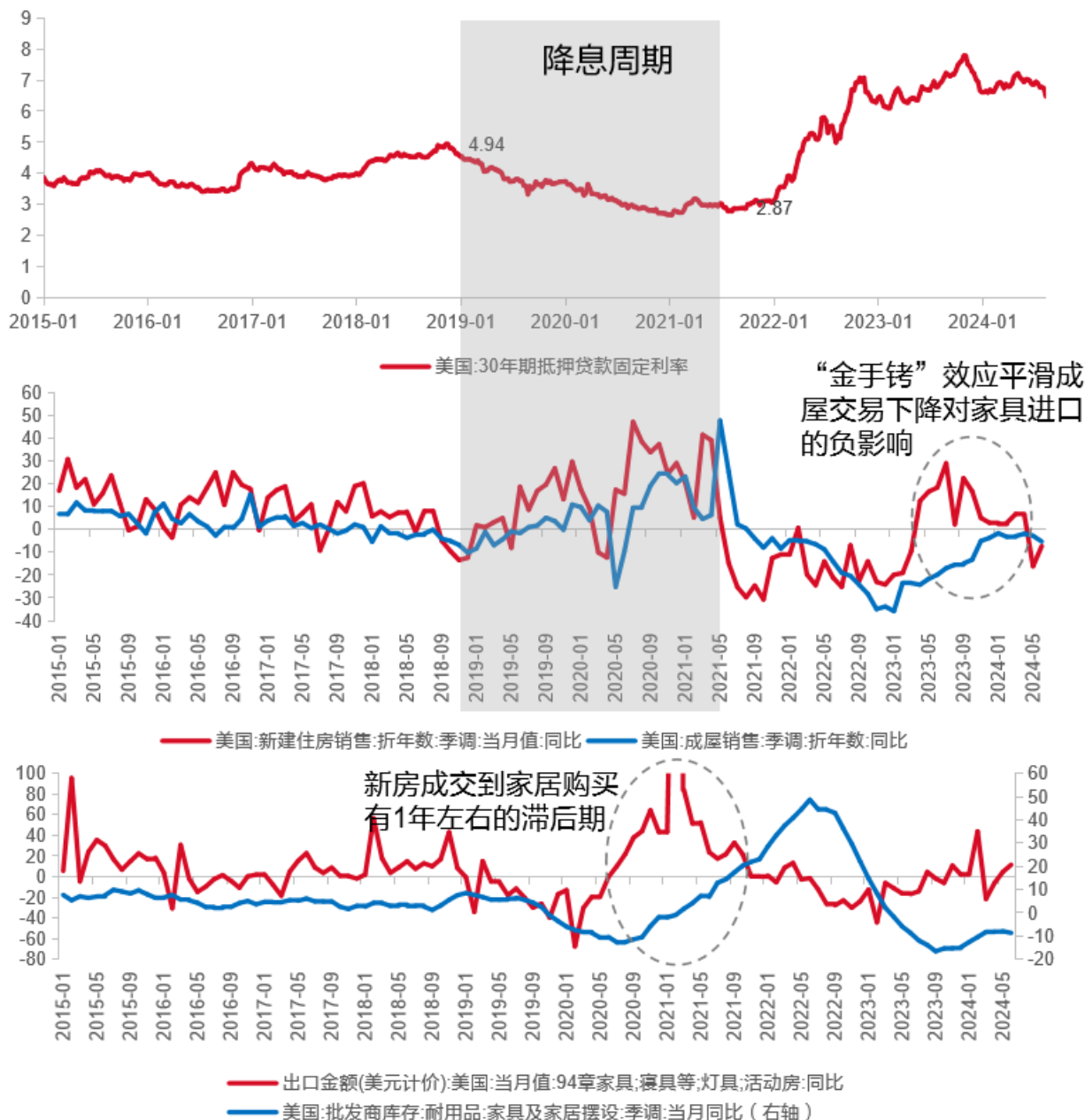
2.2. 双重因素共振，对美家具出口或走出周期底

地产后周期，受到利息变动明显影响。公司主要从事软体家具出口至美国的业务活动，隶属于地产后周期，受到利息周期-地产表现的连锁传导，同时受到海运费和汇率的多重影响。**1) 2019-2021 年美国降息周期中**，跟地产销售密切相关的 30 年期抵押贷款固定利率从 4.9% 下降至 2.9%，新房和二手房交易活跃、家具需求旺盛，叠加疫情期间我国制造业运行如故、批发商积极备货，我国对美家具出口迎来爆发式增长。期间，2021 年人民币走高、2021 年下半年-2022 年上半年海运费攀升施加外部负影响。**2) 2022 年进入升息周期通道以来**，房产交易和家具需求降温、批发商库存走高，我国对美家具出口开始承压。期间，二手房在降息周期中锁定低利率、出手意愿低，叠加新房降价促销，刚需消费者被迫转向购买新房，二手房和新房销售出现一跌一涨的“金手铐效应”，一定程度上平滑二手房下降对家具进口的负影响。**3) 目前**，降息预期升温和家具去库平稳推进双重催化因素共振，我国对美家具出口或走出周期底部。

催化因素一：降息预期升温。9 月 18 日，美联储宣布降息 50 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 4.75%-5.00%，这是美联储自 2020 年 3 月以来首次降息，预计也是今年进行的多次降息中的第一次。此次降息有望刺激房地产市场回暖，进而带动家具销售。一般来说，从新房销售传导到家具买卖一般存在 1 年左右的滞后期。

催化因素二：家具去库平稳推进。美国从 2022 年下半年推进去库进程、库存持续负增长，目前家具类批发商库存已较 2022 年高点跌去近 20%，库销比回落至 1.90%。若下游需求端改善，有望从被动去库逐渐过渡到主动补库。

图38 利息周期对家具需求的影响 (%)



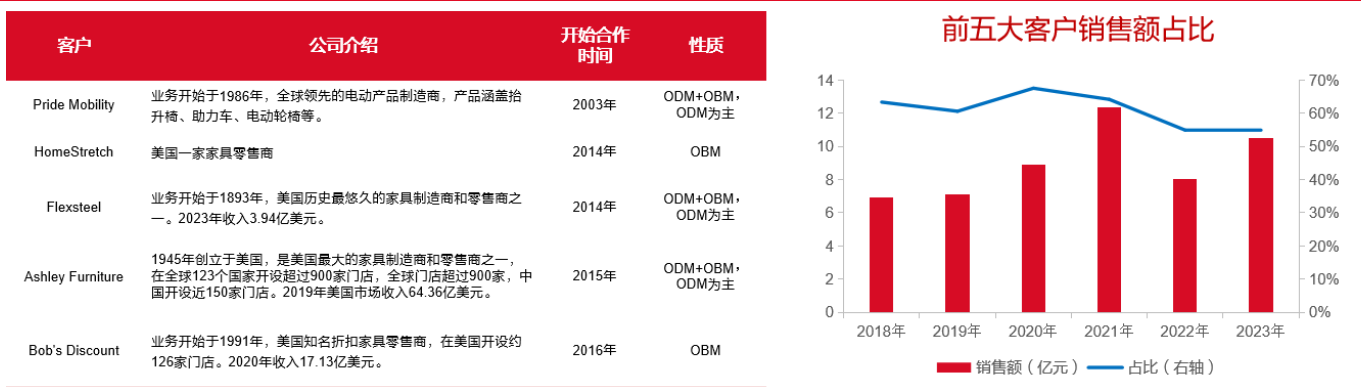
资料来源: ifind, 东海证券研究所

3.公司分析

3.1.ODM：供应链为基，客户验证成功

在美国中高端家具制造商中具有优良的口碑和广泛的覆盖。ODM 模式中，产品以客户品牌销售。自 2015 年为 Ashley Furniture 承担 ODM 以来，公司与 Ashley Furniture、Pride Mobility、Home Stretch、Bob’s Discount、Flexsteel 等多家国际知名家具品牌建立了长期战略合作关系，2023 年前五大客户营收贡献 54%（以 ODM 为主），受到客户扩容影响贡献率下降。国际知名的家具厂商对产品质量要求十分严格，公司对产品的研发、设计、生产、检验、销售等各个环节实施标准化管理和控制，构建起设计创新、质量控制、生产成本、生产响应等全方位的制造领先优势。

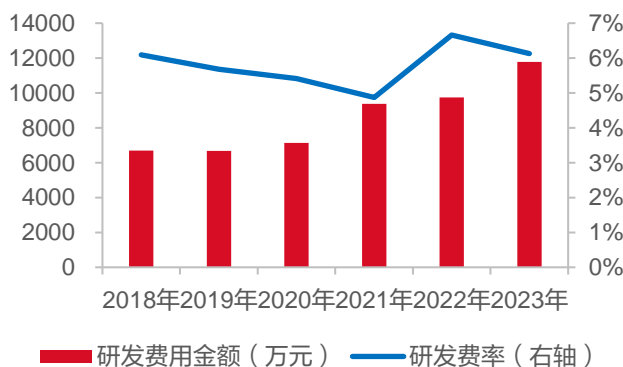
图39 大客户情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

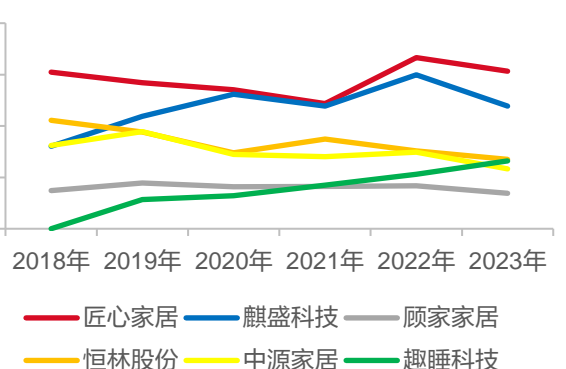
持续投入建设研发体系，夯实技术基础。家具受限于固定形态、有限材质产品表现单一、同质化严重，公司锐意求新，以原创设计获得客户高度评价。公司坚持自主研发、自主创新，在研发体系建设、研发团队建设、研发设计项目实施、科研设备购置等方面投入了大量的人力物力。2023 年，研发人员达 302 名，研发投入达 1.18 亿元，6.13%的研发费率远超同行。在自主设计和创新能力基础上，公司还与国内外的设计研发机构和高等院校建立技术合作关系，概念设计以英国、美国为主，中国和越南团队负责概念的落地与实现。匠心家居及其子公司携手家居和美能特机电均被认定为高新技术企业。截至 2023 年 6 月底，公司共拥有 620 项境内外授权的专利及 215 项尚在申请中的专利。

图40 公司研发费用



资料来源：ifind，东海证券研究所

图41 可比公司研发费率



资料来源：ifind，东海证券研究所

保持产品设计创新，及时响应市场需求。智能电动家具兼具实用和装饰的功能，研发团队对市场潮流的理解、消费者款式偏好和使用需求的把握，是产品款式设计成败的关键，直接影响到产品适销性。公司形成智能电动沙发和智能电动床两大类产品矩阵，抬升椅采用双电机驱动，能够实现座椅的抬升和躺平双重功能，更侧重于中老年人的使用便捷性；快运床是公司 2018 年针对快递运输需求推出的新品，具有轻量化特征；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。公司一方面与国外研发公司合作，定期参与行业展会，另一方面借助本地化销售和售后服务团队，与客户零距离沟通交流，形成对美国市场的发展潮流和客户需求更为深刻的洞察。在原创设计方面，公司内部设计团队与国际合作设计团队协作，每季度不断推出全新概念的产品。

表4 公司产品矩阵

产品类别	产品细分	图示	特点
智能电动沙发	单椅		智能电动沙发是在普通沙发的基础上，增加了姿态调整功能，在坐卧功能之外还具有收纳、助力、按摩加热、遥控及 APP 控制、手机充电等附加功能，可用于家庭休闲或康复领域。公司部分产品增加了独特设计且具有自主知识产权的头靠腰托机构，进一步提升了沙发的便捷性和舒适度。组合沙发是由若干个电动单椅和非电动功能位组成的沙发组合。
	抬升椅		
	组合沙发		
智能电动床	传统床型		智能电动床利用电机和感应器自动调节床架各个部位的升降角度，可用于家庭休闲或康复领域。公司根据市场需求，研发了具有自主知识产权的超薄床、可折叠床等新款式，并嵌入颈部及腰部调节、遥控及 APP 控制、动作感应氛围灯、手机充电等功能，更好地满足了不同消费者的需求。
	快运床		
	超薄床		

资料来源：ifind，东海证券研究所

品质优良，故障少。消费者购买智能电动沙发/床时的关键决策因素为体感中的软硬度合适，而购买后使用中的重要减分项为故障。产品故障影响消费者体感尤其是行动不便者，而维修又造成时间等待和费用支出，降低满意度。故障严重者，甚至会导致火灾等危害生命事故。线上同类产品的差评过半集中在产品故障和维修。公司 2023 年的售后服务费支出为

383.89 万元，仅占营业收入的 0.20%，反映产品品质的优良性和稳定性。公司制定了完善的质量控制制度和售后服务体系，美国子公司专门负责境外市场的售后服务，有利于赢得客户的信任与肯定，巩固现有合作关系。

供应链垂直一体化和核心零部件自制降本提质。除具有智能电动沙发/床成品的生产和组装能力外，公司还具备完整的电机、电控和机构件等核心配件的研发、生产能力，形成了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分别从事机构件、电机和电控装置的研产销。核心配件从 2018 年起逐步实现自制，至 2019 年已基本实现完全自产，木架等其他零部件的自制率也在逐渐提升。垂直一体化供应链和核心零部件自制带来三方面竞争优势：第一，有效控制成本，通过提高电路板、木架等产品的自制率，2019 年实现 1496.13 万元的成本节约（影响毛利率+1.27%）；第二，实现生产环节的全程质量跟踪，有效保证产品质量；第三，更好地实现了成品设计环节与配件制造环节的互联互通，使产品设计制造趋于标准化，快速响应客户需求的同时为产品款式创新提供技术支撑。

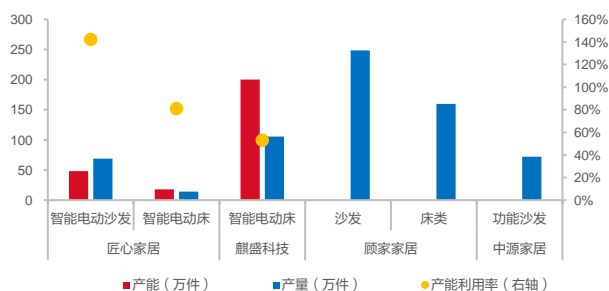
表5 核心公司

公司	作用与定位	各公司主要业务关系
匠心家居 (母公司)	从事智能电动沙发、智能电动床成品的研发、生产和销售	从携手家居、美能特机电等子公司采购配件，通过匠心美国对客户销售部分产品
携手家居	从事智能家居配件（机构件）的研发、生产和销售	向母公司及匠心越南提供配件产品，通过匠心美国对客户销售部分配件产品
美能特机电	从事智能家居配件（电机及电控装置）的研发、生产和销售	向母公司及匠心越南提供配件产品，通过匠心美国（间接）、携手家居对客户销售部分配件产品
匠心美国	从事美国市场的销售、仓储、售后、市场调研等业务，是匠心家居的境外销售平台	采购母公司、携手家居、匠心越南等公司产品并对客户销售
匠心越南	从事智能电动沙发、智能电动床及其配件的生产，是匠心家居的境外生产基地	向母公司、携手家居等境内公司采购部分原材料及半成品，通过匠心美国对客户销售部分产品

资料来源：ifind，东海证券研究所

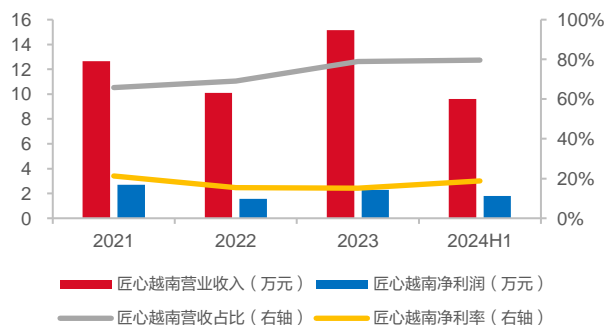
全球化布局，越南贡献主要产能。根据招股书，2020 年公司智能电动沙发/床的产能分别为 69/14 万件，智能电动沙发产能低于麒盛科技，智能电动床产能与中源家居接近。以 2023 年产量测算，智能电动沙发产能利用率满负荷，智能电动床产能利用率紧平衡。产能较为柔性，可根据排版、加设备等快速释放产能。公司拥有常州、越南两大生产基地，均使用最新的自动化设备和适合自身的自动化。越南基地于 2019 年下半年投产，目前贡献约 80% 营收，净利率 19%。越南基地实现了公司全球化的生产布局，一方面更好应对国际贸易争端和税负压力，越南出货无需承担美国加征关税，有利于提升产品单价；另一方面，利用越南生产要素特点降低成本，人工成本更低且可以享受当地增值税退税和所得税优惠政策。

图42 可比公司产能比较



资料来源：ifind，东海证券研究所

图43 匠心越南业绩表现

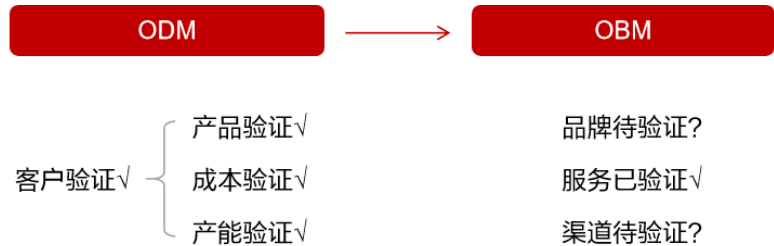


资料来源：ifind，东海证券研究所

3.2.OBM：品牌化崭露，渠道成长可期

公司发轫于 ODM，逐步完成产品、成本和产能验证，筑牢客户服务优势，基于此，开始发力 OBM 业务。相比 ODM，OBM 有利于增强品牌曝光，实现消费者认知，打开成长空间。公司以自主孵化方式培育新品牌，目前已完成本土化履约和售后服务，终端零售渠道开拓快速成长，终端用户的品牌认可仍待耕耘起效。

图44 公司发力 OBM 业务



资料来源：东海证券研究所

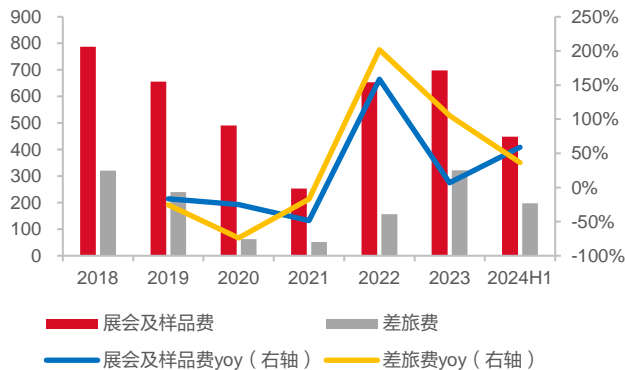
品牌分层，高端 MotoLiving 系列已有在手订单。在 OBM 模式下，产品以公司自主品牌销售。通过与优质客户的合作，公司在终端消费市场和国际智能家具制造领域逐渐树立品牌声誉，旗下自主品牌包括 MotoMotion、MotoSleep、HHC、Yourway 等，合作伙伴多为全美零售额排名前 100 的家具零售商，MotoMotion 品牌被常州市商务局评定为“2020-2021 年度常州市重点培育和发展的国际知名品牌”。2023 年 3 月，公司引入美国家具行业优秀设计师 Jackson Carpenter 负责开发 MotoLiving 系列沙发，MotoLiving 定位高端，售价高达 5000-6000 美元/组合，设计独特、功能创新、用材更好、色彩更为丰富。该系列在 4 月美国高点春季国际家具展览会 Highpoint 中，展出 50 件+的全新样品，得到市场高度认可，2023 年下半年在全美几百个零售店销售。截至 2024 年 3 月底，公司共收到 MotoLiving 来自 45 个客户的上千万美金订单。

配套本土化履约和售后服务，提升用户满意度。子公司匠心美国负责本土市场的销售、仓储和售后服务，进一步缩小与本地供应商之间的差距。**履约方面**，匠心美国自 2015 年起着手构建专业团队和系统，通过本地仓库管理商品和备件库存，为中小客户提供全面的门到门服务（2022 年营收贡献达 18%）。2023 年上半年，公司通过从美国仓库供货的方式成为两个大型客户的新供应商。未来伴随业务增长及客户需求扩大，公司考虑合作第三方物流公司，持续助力开拓及巩固优质客户。**售后服务方面**，匠心美国在密西西比州设立专门的售后服务中心，服务团队核心人员均为行业经验丰富的当地人士。本土化的专业客服团队能够有力保证公司与客户沟通无障碍、服务无时差，建立客户信任与满意度壁垒。

积极参展+扩充销售团队，力拓美国市场。参加美国行业展览会（一年四次）成为公司获客的主要途径，相较电商投流和媒介广告，展会途径费用低、针对性强，有助于树立专业品牌形象。公司在高点与拉斯维加斯都有长期租赁的展厅，高点展厅面积超过 5000 m²、拉斯展厅面积扩充至 1500 m²，且均位于电梯旁核心展位。公司积极参展有效拓宽客户资源，展会及样品费、差旅费自 2022 年以来逐年提升，接近疫情前支出。公司也在美国组建了国际化的专业销售、管理、IT 团队，定期与大型家具生产企业、家具零售商沟通，及时获取市场信息、加强本地化服务，从而把握市场方向，推出具有市场竞争力的产品。美国销售团队

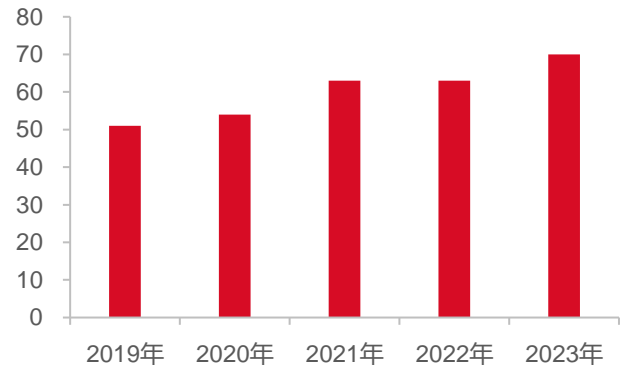
茁壮成长，2023年4月高点展会之后新增两位销售副总和三位资深销售代表，7月拉斯展会之后开始全面规划区域管理，加大开拓美国市场力度，挖掘西部、中西部地区的潜力空间。

图45 展会相关费用（万元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图46 公司销售人员数量（位）



资料来源：ifind，东海证券研究所

店中店有序推进，下半年贡献重要增量。公司从2023年起着手以店中店形式实现自主品牌输出，通过专业展厅设计团队进行Logo、广告语、宣传资料、网站等的重新设计和制作。2024年起公司加速店中店布局，截至2024年9月底，已成功落地150家+门店，首批布局MOTO店中店零售商客户大部分与公司的业务往来都超过了100%的增长（最低增长30%+），有望贡献重要增量。

图47 公司店中店



MOTOMOTION FASHION FORWARD-FURNITURE 当地时间2024年8月6日在客户的家具零售店拍摄的MOTO Gallery

资料来源：ifind，东海证券研究所

客户阿尔法，穿越周期

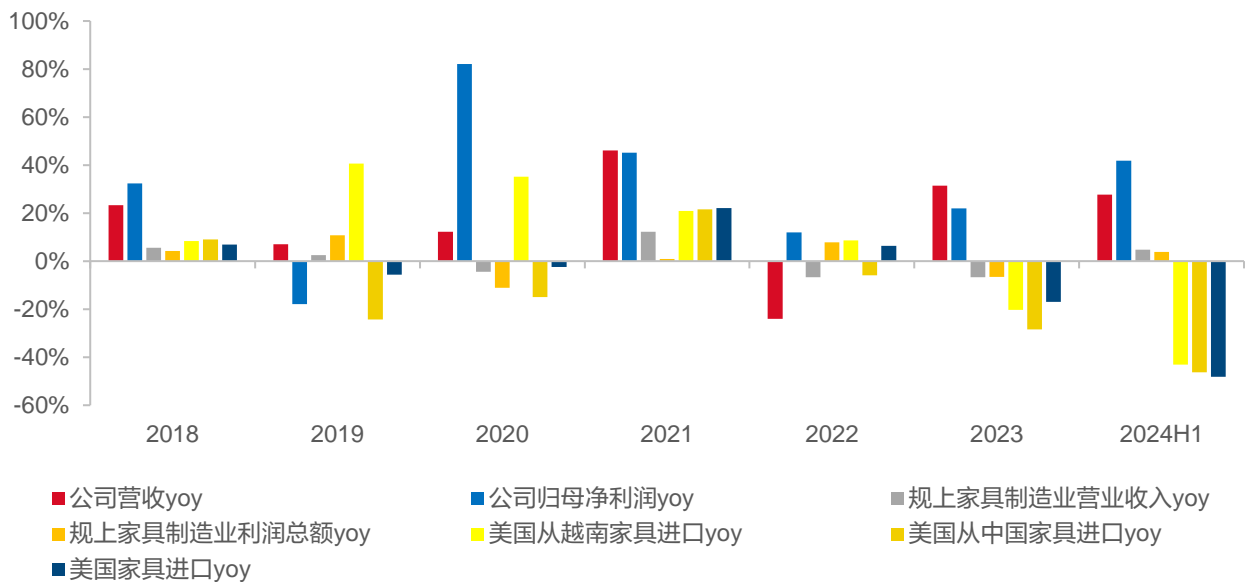
1) 业绩穿越周期。2018-2024H1，公司经营情况除2019年、2022年外均大幅跑赢国内规上家具制造业和美国进口表现，2023年以来更是逆势拉升。2019年利润端受损一是美国将中国进口商品征收关税从10%提升至25%，而公司的越南生产基地刚投产只完成部分转移，一是公司在上市前设立员工持股平台造成管理费用支出较多；2022年美国市场由于商品通胀+利率加息+零售商去库导致需求疲软，公司收入端下滑而利润端受益于运费回落

和美元走强出现增利不增收。公司经营业绩长期跑赢行业均值核心在于，处于客户成长红利期，超额表现穿越行业周期。

2)老客基本盘。美国家具渠道中线下零售店占据 70%且采用买断制，话语权相对价高。公司和美国 Top100 家具零售商中 40 家+达成长期稳定合作，中大型家具零售商在行业上行期凭借门店乘数效应起量更快，在行业下行期凭借雄厚的资金抗风险能力更强，构成公司的基本盘。2024 年前三季度，公司前十大客户中大部分采购额实现不同程度的涨幅，其中 3 家客户增幅超过 50%，更有 2 家超过 200%。针对营销投放少，零售商认可度高而终端销售员和消费者低熟悉度，公司以店中店的方式增强品牌和产品的曝光度，提升老客价值量。

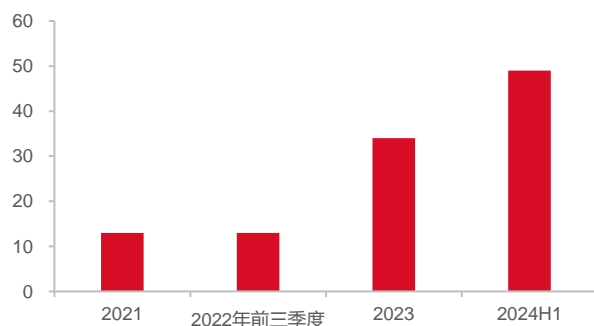
3)新客重要增量。2023 年新增 34 家客户，是 2021 年的 2.6 倍，2024 年前三季度新增 68 家客户，其中 10 家跻身“全美排名前 100 位家具零售商”之列。根据 IBIS World，全美拥有 27951 家家具零售商、47942 家家具零售门店，公司在美国的零售商客户数量占美国家具类客户总数 81.75%，对美国零售商客户的销售总额占公司营业收入总额 57.78%。在对中大型家具零售商形成较高覆盖率背景下，持续拓客能力来自于对客户痛点的敏锐观察和弱势市场的渗透，以及团队的高度执行力，例如，公司以门到门服务弥补部分客户国际化物流能力不足的短板从而收获大量中小家具零售商客户，扩充拉斯展会面积+推行区域管理有利于挖潜中西部弱势市场。

图48 公司业绩穿越行业周期



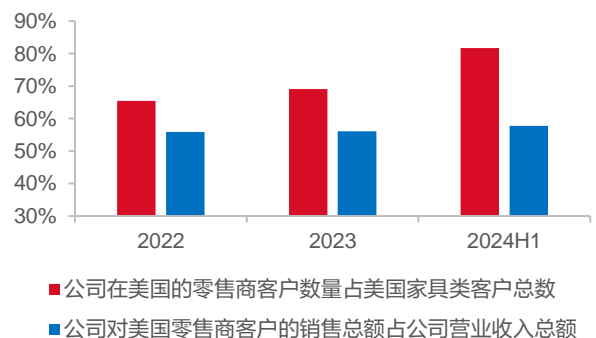
资料来源：ifind，东海证券研究所

图49 公司新增客户（家）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图50 公司客户渗透率



资料来源：ifind，东海证券研究所

镜鉴同行 OBM 路径，八仙过海

1) La-Z-Boy: 行业首创，誉满全球。公司成立于 1927 年，发轫于躺椅产品，1983 年推出行业内第一款功能沙发，业务逐步拓展至功能软体家具。公司跨越地产周期，成长为全球软体家具领军企业，门店数高达 6000 家。其成功主要在于产品创新沉淀和营销品牌塑造：创新方面，公司拥有功能架核心专利技术，营造舒适生活的产品主张；营销方面，公司成功植入《老友记》、刊登杂志广告收获女性用户等。2012 年进入中国后，与顾家家居达成战略合作，顺利开出 600 家门店。

2) 敏华控股: 品牌先发，渠道精耕。公司 1992 年成立于香港，凭借成本优势逐步建立沙发 ODM 领先地位，并将业务拓展至欧美、日韩等地。2010 年上市后，公司发力国内市场，重点打造芝华仕品牌，2020 年启动霸盘中国战略，目前门店数接近 7000 家，门店顺利推进主要在于公司遴选优秀经销商，实施赛马机制的同时增加返点机制，充分激励经销商经营热情。伴随电商崛起，公司于 2011 年开设芝华仕品牌天猫官方旗舰店，加码京东、抖音等电商平台，稳居功能沙发类目第一名。进入中国后，公司产品也做了本土化适配，从早期红棕色、臃肿的欧美款式逐步迭代至面料、配色设计多元的年轻款式。FY2023 内销收入超过 65%。

3) 恒林股份: 收购助力，锚定流量。公司成立于 1998 年，以办公椅代工起家，与 IKEA、NITORI、SourceByNet、OfficeDepot、Staples、Walmart 等全球知名企业均建立了战略合作关系。2019 年开始，公司推进品牌建设，除 Nouhaus 为自主培育的品牌外，Lista Office、厨博士、永裕家居等均为收购所得，跨界新材料、定制家具，打造大家居战略。2022 年以来借助跨境电商红利，公司 OBM 业务快速成长。渠道以 Amazon 为主，同时布局 Wayfair、Walmart 等美国线上零售平台，利用亚马逊 VC 模式充分发挥制造成本和海外仓储优势，HenglinSofa 一跃成为平台核心爆品。2023 年公司入驻 TikTOK Shop、Shein、Temu 等平台，销售亚马逊平台的核心爆品，在半托管模式下继续高增。

4) 麒盛科技: 借力奥运，BC 双轨。公司成立于 2005 年，为舒达席梦思、泰普尔丝涟等提供智能电动床代工服务。公司在国内外市场均实现了自有品牌推广，针对国外市场，在 Costco、亚马逊直接销售自有品牌，同时借助冬奥会打开国内市场。作为 2022 年北京冬奥会和冬残奥会唯一智能电动床供应商，公司在冬奥期间为冬奥村和各场馆提供了 6000 多张智能电动床及 20 个睡眠体验仓，经运动员分享睡眠体验后引发全网关注，掀起了智能电动床风潮。针对线上和线下不同客群，公司分别推出索菲莉尔和舒福德双品牌，并与酒店、地产、物业等跨领域合作，实现 BC 双渠道渗透。与代工主打成本优势不同，自有品牌具有较高品牌溢价，产品均价万元以上。

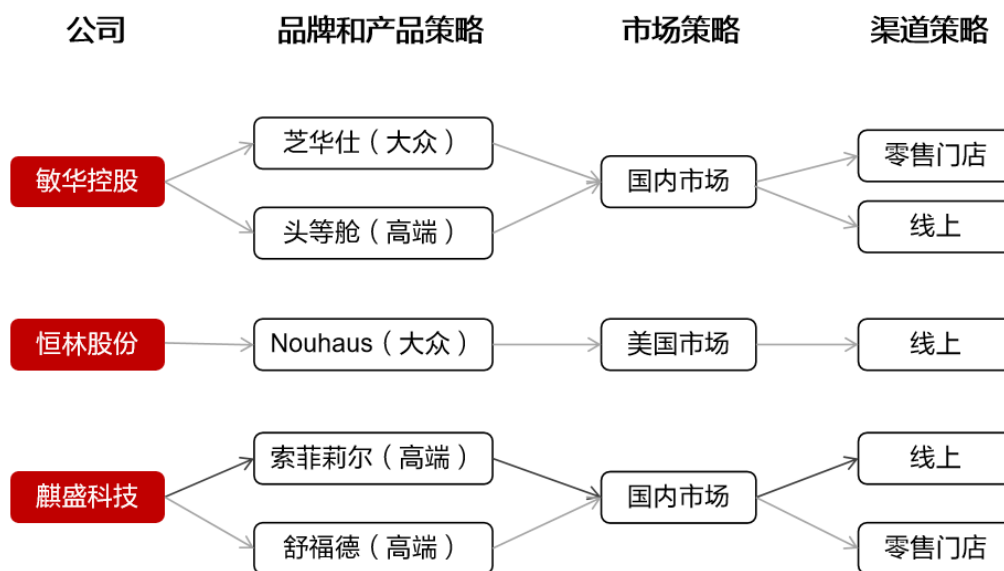
寻良机、找定位、错位铺设市场。除 La-Z-Boy 为自主品牌外，以上其余三家均成功摸索出一条从 ODM 升级至 OBM 路径。**1) 品牌策略**，新 OBM 们在代工实力沉淀、绑定优质大客户即完成产品、成本、产能、客户等多项验证后才开启自主品牌建设，而且针对单一品类设立单品牌(恒林股份)或者因渠道分层、市场细分设立两个品牌(敏华控股、麒盛科技)，相对聚焦，有利于集中资源建设品牌心智。**2) 产品策略**，代工企业具有深厚的制造成本优势，推出自主品牌后定价分化，一类延续高性价比(恒林股份)或者以大众价位带为主间或覆盖高端市场(敏华控股)，一类定价较高以赚取超额品牌溢价(麒盛科技)。**3) 渠道和市场策略**，为避免与原有 ODM 业务产生冲突，OBM 业务往往错位铺设新市场。例如，敏华控股和麒盛科技选择国内市场布局全渠道，而恒林股份则选择代工市场线上渠道。值得注意的是，麒盛科技以 B 端突围、恒林股份紧抓电商红利均提供 OBM 发展新思路。

表6 可比公司比较

	La-Z-Boy	敏华控股	恒林股份	麒盛科技
成立时间	1927 年	1992 年	1998 年	2005 年
成立国家	美国	中国香港	中国	中国
核心代工客户	/	American Signature Inc.、 Steinhoff International Holdings Ltd	IKEA、NITORI、SourceByNet、 OfficeDepot、Staples、Walmart	舒达席梦思、泰普尔丝涟
主要境外市场	加拿大	北美、欧洲等	美国、韩国等	美国、加拿大、俄罗斯、 韩国等
境外收入及占比 (2023 年)	2.3 亿美元, 10%	55 亿港元, 30%	66 亿元, 81%	28 亿元, 89%
自主品牌	La-Z-Boy	芝华仕、头等舱	恒林、Nouhaus 等	索菲莉尔 (线上) 舒福德 (线下)

资料来源: ifind, 东海证券研究所

图51 镜鉴同行 OBM 路径



资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

精耕美国家具零售商引领公司业绩向上, 但尚未进入行业前五, 成长空间巨大。公司坚持探索潜力成长路线, 期待未来从明星企业到领军企业的蝶变。

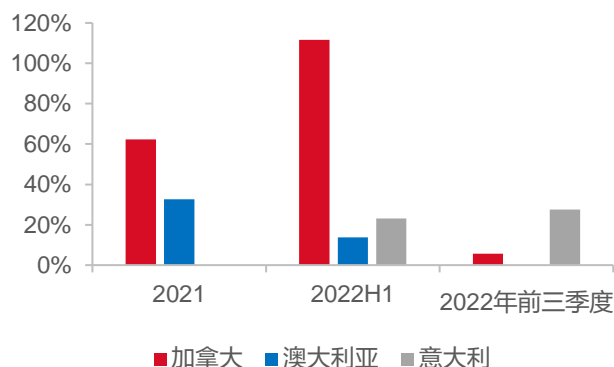
1) 营销, 展会构成公司最主要的获客渠道, 此外几乎没有营销投放, 导致家具零售商对公司认可度高而终端销售员和用户低熟悉度。若进行一定营销推广则可快速提升品牌知名度、培养主动客户。2023 年 7 月拉斯展会上, 公司邀请了美国专业公司拍摄展厅及产品视频并在社交平台上宣传, 迈出品牌推广第一步。

2) 电商, 公司虽有部分产品在 Costco.com、Costco.ca、Amazon、Wayfair 等平台上销售, 却全部借助客户渠道, 至今没有任何直接的电商零售业务。美国家具渠道重电商有限 (15%左右), 但疫情后电商渗透率持续提升, 亚马逊、Temu、TikTOK Shop 等快速崛起带来线上发展新机遇。

3) **其他海外市场**，除已经取得较大增长的加拿大、澳洲及意大利市场，公司也已开始推进新西兰、东南亚、法国等市场。在时机成熟的情况下，有可能寻求与当地的伙伴合作或者设立全新海外机构，进一步扩大美国以外的海外市场规模及影响力。

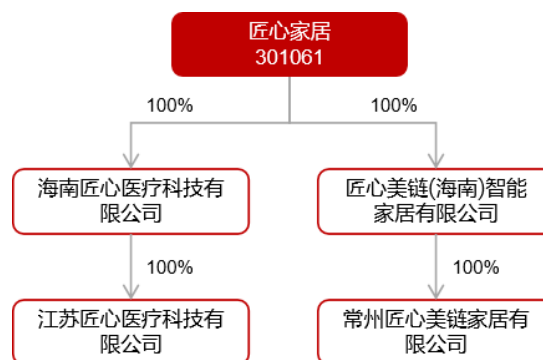
4) **国内市场**，国内用户对智能电动沙发/床认知较低且敏华控股已在智能电动沙发终端用户中取得绝对性的品牌认知占领。公司曾在 B 端和零售端发力，但国内销售仍未见明显起色。2021 年 10 月，常州总部组建匠心医疗，推出康养机构智能床、多体位康复治疗床、家用护理智能床等并与国内几家知名康养机构建立了前期关系；2022 年 6 月，第一代为中国市场设计开发的产品（亚洲款全电动、多功能沙发）上市并于 7 月进入合作企业在中国的上千家门店。公司于 2015 年夏天首次在美国推出自主设计的产品，前后用了 5 年多的时间才形成超过 2 亿美金的销售，全新市场的开发与验证仍需时间。

图52 其他海外市场营收增长情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图53 公司康养相关子公司



资料来源：ifind，东海证券研究所

4.盈利预测与投资建议

收入: 公司目前处于渠道快速成长期, 伴随零售商渗透、中西部挖潜和店中店起效, OBM 量增成为核心动能。智能电动沙发应用场景更广泛, 销量增速高于智能电动床。单价受益产品持续创新和结构升级, 单价保持历史增速, 其中智能电动沙发价格增速高于智能电动床。预计智能电动沙发 2024-2026 年销量同比+25%/+22%/+19%, 单价同比+5%/+5%/+5%, 带动收入同比+31.25%/+28.10%/+24.95%; 预计智能电动床 2024-2026 年销量同比+8%/+6%/+5%, 单价同比+3%/+3%/+3%, 带动收入同比+11.24%/+9.18%/+8.15%。

毛利率: 成本端主要受到原材料和海运费波动、产品结构升级等影响, 毛利率表现波动, 预计智能电动沙发 2024-2026 年毛利率为 34.30%/33.60%/33.00%, 智能电动床为 33.90%/33.00%/29.50%。

表7 营收拆分 (万元)

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能电动沙发	收入 (亿元)	9.75	14.26	18.72	23.98	29.96
	yoy	-27.36%	46.26%	31.25%	28.10%	24.95%
	占比	67%	74%	78%	80%	83%
	销量 (万件)	49.15	68.36	85.45	104.25	124.06
	yoy	-36.68%	39.10%	25.00%	22.00%	19.00%
	单价 (元)	1,984	2,086	2,190	2,300	2,415
	yoy	14.73%	5.15%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	33.87%	33.00%	34.30%	33.60%	33.00%
智能电动床	收入 (亿元)	2.73	2.87	3.19	3.48	3.77
	yoy	6.20%	4.95%	11.24%	9.18%	8.15%
	占比			13%	12%	10%
	销量 (万件)	14.24	13.82	14.93	15.82	16.61
	yoy	3.88%	-2.97%	8.00%	6.00%	5.00%
	单价 (元)	1,919	2,076	2,138	2,202	2,268
	yoy	2.23%	8.16%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	33.19%	36.69%	33.90%	33.00%	29.50%
智能电动配件	收入 (亿元)	1.82	1.87	1.98	2.11	2.23
	yoy	-35.85%	2.79%	6.09%	6.09%	6.09%
	占比			8%	7%	6%
	销量 (万件)	518.41	531.14	547.07	563.48	580.39
	yoy	-47.51%	2.46%	3.00%	3.00%	3.00%
	单价 (元)	35	35	36	37	38
	yoy	22.20%	0.33%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	21.43%	35.67%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	收入 (亿元)	0.33	0.21	0.22	0.22	0.22

	yoy	-21.58%	-35.55%	3.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	50.32%	46.10%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入(亿元)	14.63	19.21	24.11	29.78	36.18
	yoy	-24.00%	31.31%	25.50%	23.54%	21.48%
	毛利率	32.56%	33.95%	33.87%	33.25%	32.43%

资料来源：东海证券研究所

投资建议：匠心精品构筑产品壁垒，转型 OBM 加速渠道渗透，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.17/6.23/7.62 亿元，同比增速为 27.00%/20.32%/22.41%，对应 P/E 为 19.50/16.21/13.24 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.风险提示

1) 宏观经济疲软的风险。公司主要产品智能电动沙发和智能电动床为日常消费品，单价较高，宏观经济的景气程度在较大程度上影响消费者的购买能力及购买意愿。产品目前主要销往美国，若美国经济进一步大幅下滑，可能对经营业绩产生不利影响。

2) 国际贸易摩擦的风险。全球国际贸易市场摩擦不断，贸易保护主义有所抬头。公司产品于 2019 年 5 月被美国加征 25% 关税，于 2021 年 5 月被加拿大加征 40.71% 的惩罚性关税。当前美国政府换届选举，新一届政府对中美贸易的政策立场尚不明确，中美贸易摩擦的未来走向及对公司业绩的影响存在不确定性。

3) 创新失败或落后的风险。设计被视为家具行业的“灵魂”，直接决定了一个公司产品的品质和市场定位。面对消费者对生活品质要求的不断提高和激烈的市场竞争，若公司无法继续保持产品设计创新、技术应用创新和生产工艺改进，及时响应市场和客户对先进技术和创新产品的需求，则公司将在未来的竞争中处于不利地位。

4) 人民币升值和运费上涨的风险。若人民币升值，将对收入产生负面影响，同时导致汇兑损失。若未来海运运力紧张、运费上涨，则外销业务收入及经营业绩也将受到重大不利影响。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,921	2,411	2,978	3,618
%同比增速	31%	25%	24%	21%
营业成本	1,269	1,594	1,988	2,445
毛利	652	817	990	1,173
%营业收入	34%	34%	33%	32%
税金及附加	8	10	13	16
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	56	69	78	90
%营业收入	3%	3%	3%	2%
管理费用	69	95	106	127
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	118	121	155	203
%营业收入	6%	5%	5%	6%
财务费用	-30	-21	-14	-63
%营业收入	-2%	-1%	0%	-2%
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
信用减值损失	-9	-10	-12	-14
其他收益	6	8	10	12
投资收益	48	60	74	90
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	2
营业利润	476	599	724	887
%营业收入	25%	25%	24%	25%
营业外收支	4	0	2	2
利润总额	479	600	725	889
%营业收入	25%	25%	24%	25%
所得税费用	72	82	103	127
净利润	407	517	623	762
%营业收入	21%	21%	21%	21%
归属于母公司的净利润	407	517	623	762
%同比增速	22%	27%	20%	22%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	2.45	3.11	3.74	4.58

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.45	3.11	3.74	4.58
BVPS	23.47	20.39	23.05	26.36
PE	24.76	19.50	16.21	13.24
PEG	1.14	0.72	0.80	0.59
PB	3.36	2.97	2.63	2.30
EV/EBITDA	12.23	14.15	11.07	9.13
ROE	14%	15%	16%	17%
ROIC	11%	14%	15%	16%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年10月31日收盘）

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	866	1,170	1,678	2,221
交易性金融资产	907	757	607	457
应收账款及应收票据	273	358	458	547
存货	255	307	370	433
预付账款	3	5	6	7
其他流动资产	912	1,139	1,244	1,449
流动资产合计	3,217	3,737	4,363	5,115
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	142	144	141	134
无形资产	33	32	31	30
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	21	47	47	47
其他非流动资产	148	102	71	52
资产总计	3,561	4,061	4,653	5,377
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	369	474	607	761
预收账款	4	5	6	7
应付职工薪酬	28	35	44	54
应交税费	19	24	30	36
其他流动负债	39	32	33	34
流动负债合计	459	570	720	892
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	93	93	93	93
负债合计	557	669	819	991
归属于母公司的所有者权益	3,004	3,392	3,835	4,387
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3,004	3,392	3,835	4,387
负债及股东权益	3,561	4,061	4,653	5,377

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	530	264	487	531
投资	-198	150	150	150
资本性支出	-36	-24	-20	-16
其他	33	50	72	88
投资活动现金流净额	-201	176	202	222
债权融资	0	-8	0	0
股权融资	0	25	0	0
支付股利及利息	-128	-150	-180	-210
其他	-45	-20	0	0
筹资活动现金流净额	-173	-153	-180	-210
现金净流量	178	304	508	543

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089