

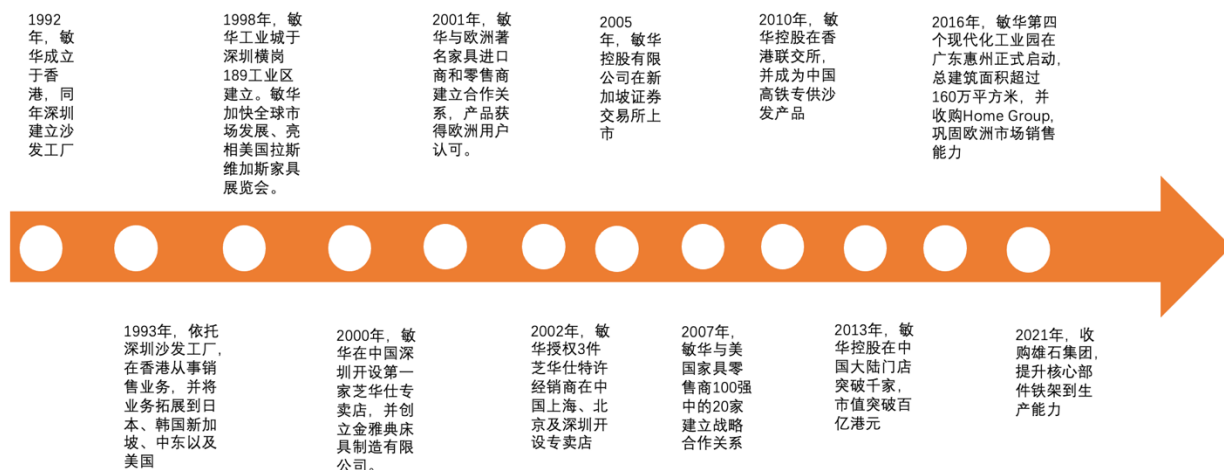
1. 敏华控股：功能沙发赛道的绝对龙头企业

1.1 发展历程：成立 30 余年的功能沙发龙头

由出口为主到品牌内销，敏华控股由黄敏利先生于 1992 年创立，专注于沙发、床垫以及智能家居领域，敏华控股先后于新加坡和香港上市，2017 年，市值突破 300 亿港元，并入选沪港通和恒生指数成分股，是一家集研发、制造、销售和服务一体的大型跨国智能家居企业。

截止 2022 年 12 月 1 号，黄敏利先生和许慧卿女士实际持股占比 61.24%，股权结构集中。

图 1:敏华控股发展历程



资料来源：敏华控股官网

第一阶段，海外市场为主（1992 年-2017 年）。1993 年，公司将业务拓展到海外市场，2001 年，敏华进军欧洲市场。1992 年-2017 年期间，海外市场是公司营收的主要来源，FY2013 北美地区营收占公司总

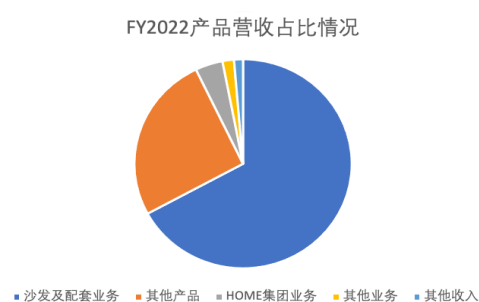
营收的 56.4%，欧洲及其他地区占公司总营收的 15%，合计 71.4%。
 FY2014 北美地区营收占公司总营收的 54.9%，欧洲及其他地区占公司总营收的 15.8%，合计 70.7%。**第二阶段，国内市场崛起（2017 年-2022 年）。**自 2000 年，敏华在深圳开设第一家芝华仕专卖店后，2002 年，敏华授权 3 家芝华仕特许经销商于北京、上海以及广州开设门店。2013 年，敏华在大陆门店突破千家，截止 FY2022，敏华在中国大陆拥有超过 6000 家门店。FY2019 公司在中国的收入占总收入的 48.8%，而海外市场的收入占总收入的 43.9%（北美 36.8%，欧洲及其他地区 7.1%）。而 FY2022 公司在中国的收入达到总收入的 61.4%，而海外市场的收入只占总收入的 32.8%（北美 26.4%，欧洲及其他地区 6.4%）。

功能沙发全球龙头企业，截止 2023 年 1 月 27 日，公司旗下拥有“贵族”“绅士”“时尚”“都市”“宜居”“5 星贵族塞米诺床架”“5 星绅士塞纳河床架”“5 星软床齐边床架”“智能床”“都市睡眠”“宜居睡眠”等 11 个软体家具系列产品面向国内市场。功能沙发为公司主要产品，功能沙发的营收常年占公司总营收的七成以上，FY2021，功能沙发营收占总营收的 75.3%，FY2022，功能沙发营收占总营收的 71.7%。

图 2: 芝华仕核心产品



图 3: FY2022 各项业务营收

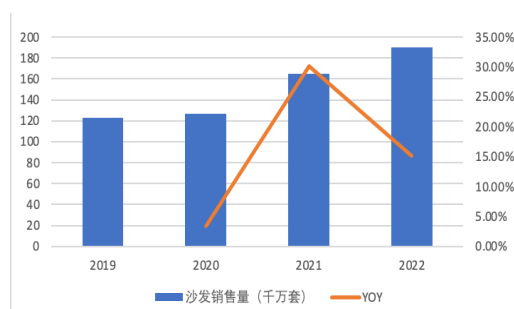


资料来源：敏华控股官网

资料来源：敏华控股财报

敏华控股 FY2022 总计销售 189.7 万套沙发，CAGR 15.69%。铁架为功能沙发的主要原材料，公司布局进行产业链垂直整合，相继收购江苏珏龙和雄石集团，扩大铁架质件的自主制造能力，降低成本。

图 4:2019-2022 年沙发销量



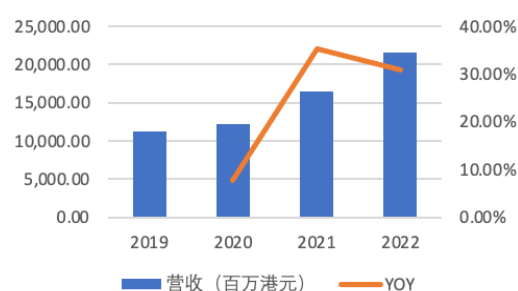
资料来源：敏华控股官网业绩简报

1.2 财务数据：利润持续稳健增长

疫情期间，公司毛利逆势增加，公司 2019-2022 年营收从 112 亿港元增加至 214 亿港元，收入 CAGR 为 24.06%；公司 2019-2022 年毛利从 38.3 亿港元增加至 78.9 亿港元，毛利 CAGR 27.17%，毛利增速也由 2020 年的 15.1% 增加到 2022 年的 33.0%，公司并没有受到新冠疫情大背景下的原材料价格飙升的负面影响，这种情况归功于公司的垂直化产业链拓展，收购铁架公司江苏珏龙科技与雄石集团。由于公司功能沙发产量增加从而产生规模效应，公司毛利增长率稍高于营收增长率；公司 2019-2022 年归母净利润从 13.6 亿港元增加至 22.4 亿港元，归母净利润 CAGR 为 18.12%，归母净利润增速放缓，增速由 2020

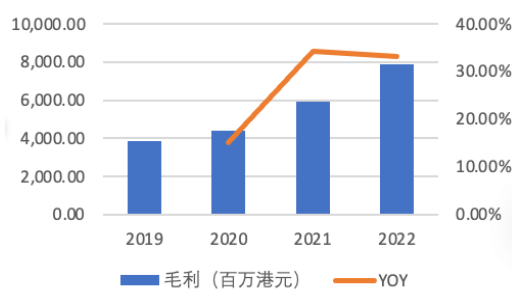
年的 20.11%减少到 2022 年的 16.78%，主要是由于公司于 2021 年收购雄石集团。1H2023 公司营收 95.3 亿港元，同比下降 8%，由于国内疫情封锁，导致销量下滑 10.1%；公司毛利 36.0 亿港元，同比小幅下降 2.5%；公司归母净利润 10.9 亿港元，同比逆势增加 10.5%。

图 5:2019-2022 年公司营收情况



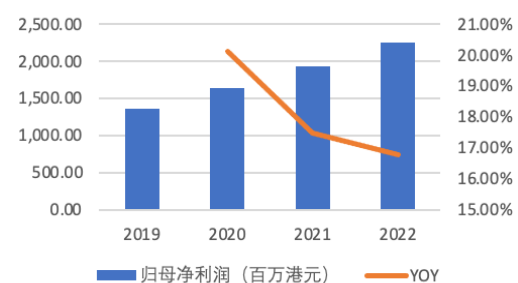
资料来源：敏华控股官网

图 6:2019-2022 年公司毛利情况



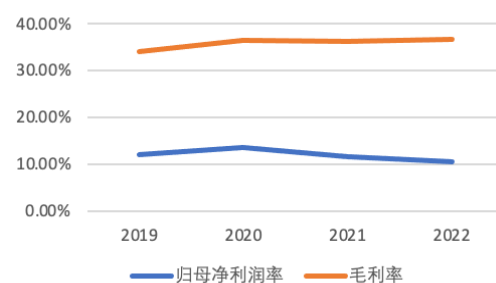
资料来源：敏华控股官网

图 7:2019-2022 年公司净利润情况



资料来源：敏华控股官网

图 8:2019-2022 年公司毛利率和净利润率

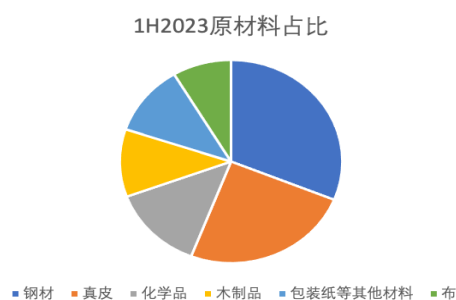


资料来源：敏华控股官网

公司原材料采购价格下跌且仍有回落空间，公司 2019-2022 年毛利率稳定在 34%-36%，1H2023 公司毛利率为 38.8%，同比+2.6 pct，主要是由于原材料价格的全面回落。根据敏华控股中期业绩公告显示，公司主要原材料为钢材（23.7%）、真皮（18.8%）、化学品（10.3%）、木制品（8.2%）、包装纸等其他（8.6%）、布（6.5%），其中钢材平均单位成本本年变化率同比下降 8.5%，真皮平均单位成本本年变化率同比下降

0.5%，化学品平均单位成本本年变化率同比下降 15.8%。而对比同期 1H2022（2021/3/31-2021/9/30）与 1H2023（2022/3/31-2022/9/30）的原材料大宗交易价格，皮革价格仍处在高位，仍有较大回落空间，钢材化学品等原材料价格已有回落趋势。

图 9:1H2023 原材料占比



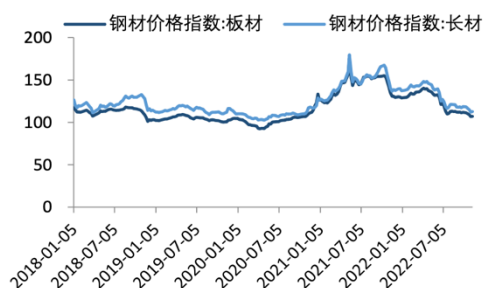
资料来源：敏华控股官网

图 10:皮革市场价格



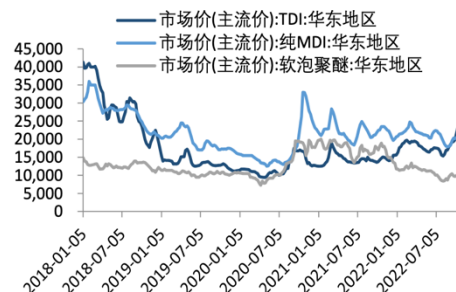
资料来源：信达证券

图 11:钢材市场价格指数



资料来源：信达证券

图 12:化学品市场价格



资料来源：信达证券

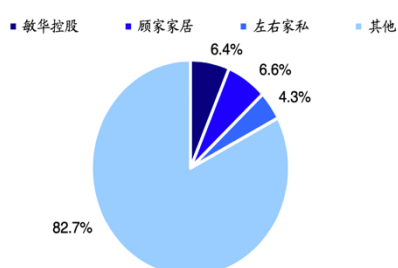
2. 家居行业：新消费类别崛起，软体家居行业潜力巨大

2.1 沙发行业：发展潜力巨大，市场分散

国内市场增速较快，市场集中程度低，根据智研咨询数据，2015年

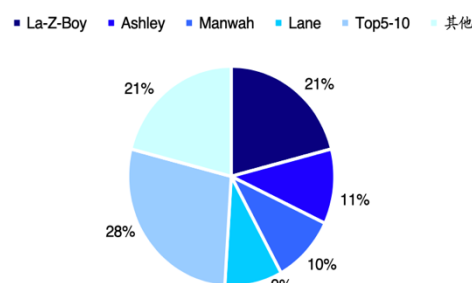
至 2020 年中国沙发市场规模由 460 亿元增加至 666 亿元，CAGR 为 7.7%，假设按此增速稳健增长，预计 2023 年中国沙发市场规模有望达到 831.9 亿元。而根据 Statista 数据，2015-2020 年全球沙发市场规模 CAGR 仅为 2.6%，中国沙发市场相较于世界，处于较快发展时期。然而，根据华经产业研究院数据，美国沙发 CR3 已经达到 42%，市场集中度较高，而中国沙发市场 CR3 不足 18%，市场高度分散。

图 13: 2020 年中国沙发市场格局



资料来源：华经产业研究院、海通证券

图 14: 2017 年美国沙发市场格局



资料来源：Statista、海通证券

消费习惯逐渐更新带来存量换新，二手房翻新带来持续的消费需求，沙发产品多是皮质、布艺的面料与海绵、织物的材质，相比其他类型家具更容易磨损且清洗难度大，同时沙发一般为整体更换，局部修补难度大费用高，具有定期更换的性质，为市场提供稳定持续的需求。根据中国客厅文化白皮书数据显示，我国沙发更换周期为 8-10 年，而欧美国家沙发更换周期不足 6 年，我国沙发更换频率仍具有较大提升空间。此外，虽然商品房新房增速近年来持续放缓，但是由于城镇化率提升带来的住房需求，二手房成交量增速仍将保持高位，由于沙发更换周期相较其他硬装家具较短，二手房翻新对沙发需求不减，这

将有效抵御新房增速下降带来的影响。

图 15: 中国新房市场及增速（亿平方米）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
我国新房销售面积	9.3	9.7	9.8	11.6	10.5	11.2	13.8	14.5	14.8	15.0	15.5	15.7
yoy	8.3%	3.9%	1.5%	17.5%	-9.1%	6.9%	22.4%	5.3%	2.2%	1.5%	3.2%	1.1%

资料来源：国家统计局、中银证券

图 16: 中国二手房市场及增速（万套）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
我国二手房销售面积	227	280	328	519	633	635
yoy		23.5%	17.0%	58.5%	21.9%	0.2%

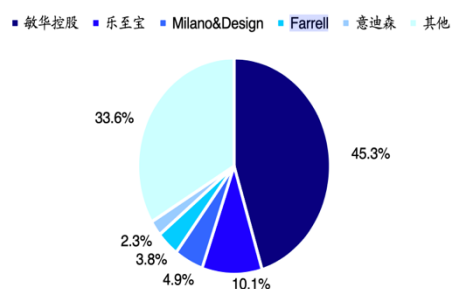
资料来源：中银证券

沙发功能化趋势呈现，根据智研咨询数据，2015-2020 年中国功能沙发市场规模由 49.6 亿元增长至 96.3 亿元，CAGR 高达 14.2%，同期沙发 CAGR 为 7.7%，功能沙发增长率较高，假设按照复合增长率 14.2% 持续增长，2023 年中国功能沙发市场规模为 143.4 亿元。

功能沙发市场较为集中，敏华抢占美国功能沙发市场。中国功能沙发行业起步较晚，近二十年来，我国功能沙发企业数量增多，软体家具龙头企业开始进入功能家具市场。但目前，中国功能沙发市场仍以海外功能沙发企业为主。根据产业信息网数据显示，2018 年中国功能沙发 CR5 达到 66.4%，同比+2.7 pct。受益于销售渠道优势、品牌观念深化以及供应链上下游整合趋势，龙头效应凸显，行业集中度仍会进一步提高。功能沙发于 20 世纪起源于美国，1928 年，La-Z-Boy 生产出了第一把功能沙发。根据 Euromonitor International 的数据，美

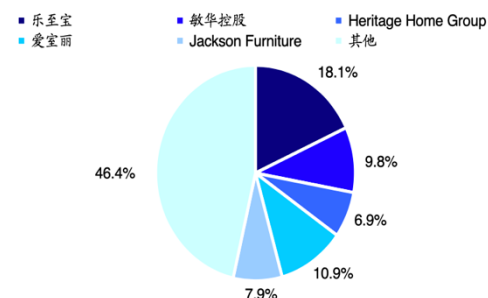
国功能沙发 CR5 达到 53.6%，其中敏华控股市占率排名第三，达到 9.8%。

图 17:2018 年中国功能沙发 CR5



资料来源：产业信息网、海通证券

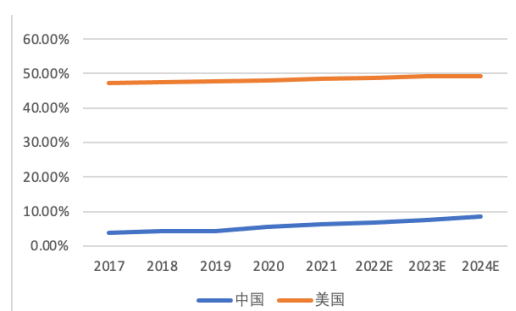
图 18:美国功能沙发 CR5



资料来源：Euromonitor International

中国功能沙发渗透率较低，仍具有较大成长空间。根据敏华控股 1H2023 业绩报告，美国 2021 年功能沙发市场渗透率为 48.4%，而同期中国功能沙发市场渗透率仅为 6.1%，目前中国功能沙发市场仍处于消费者教育阶段，对标美国成熟市场的高渗透率，中国功能沙发市场扩张空间较为广阔。预计 2024 年，中国功能沙发市场渗透率将达到 8.5%。

图 19:中美两国功能沙发渗透率对比（按销售量）






资料来源：敏华控股公司官网

功能沙发设计符合人体工学，相较于普通沙发，舒适度更佳，公司的主营产品是功能沙发，功能沙发是指在普通沙发上新增姿势调整、摇摆、按摩等功能。合理的沙发设计能避免人体形成不正确的坐姿，减少人体肌肉、脊柱病痛的发生，使肌肉、骨骼和神经处于松弛状态，达到充分休息的效果。相较于普通固定沙发，功能沙发在椅背倾角、腿垫角度、椅背高度和柔软度四个关键设计上符合人体工学，舒适度更加。功能沙发在椎间盘压力、腿部臀部压力等测试指标上胜出。

评价沙发产品设计是否符合人体工学，第一个指标是**椅背倾角**，功能沙发的椅背可以实现多角度调节，随着椅背倾斜角度增加，人体重心逐渐向椅背倾斜，人体背部和肩部的肌肉负荷减少，腰椎间压力减少，休息放松效果比普通沙发优越。第二个指标是**腿垫角度**，功能沙发拥有腿垫，减缓人体坐姿时臀部和腿部受到的较大压力，然而普通沙发一般没有腿垫，压力集中由臀部承受。第三个指标是**椅背高度**，功能沙发椅背高，可以支撑头颈部使其得以放松，而普通沙发一般椅背都较低，肩部和头部在坐直的状态下无法倚靠。第四个指标是**柔软度**，功能沙发柔软度适中，使用较多软包，放松效果与皮艺沙发接近，远胜于实木沙发。

图 20: 普通沙发与功能沙发在四大人体工学指标上的对比

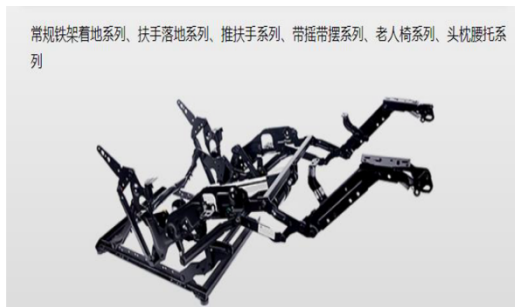
沙发类型	布艺/皮艺沙发	实木沙发	功能沙发
沙发核心设计指标			
A. 柔软度	适中，舒适感较佳	过硬，造成局部体压过大，容易产生肢体麻木感觉	软硬适中包裹性强，舒适感最佳
B. 椅背倾角	90°—100°	90°	110°—160°，随着椅背倾斜角度增加，人体重心逐渐向椅背倾斜，人体背部和肩部的肌肉负荷减少
C. 椅背高度	400mm—450mm，中低档，不支撑头部	400mm—450mm，中低档，不支撑头部	490mm—550mm，高档，提供肩部、头颈支撑
D. 腿板角度	0°	0°	0°—90°，减缓臀部腿部压力

来源：国联证券

电机、功能铁架是功能沙发的关键部位，技术壁垒高。普通沙发的制作门槛低，是皮革面料、填充物、木框架、弹簧等基础材料的拼接组合。而功能沙发核心部件铁架、电机具有制造门槛。铁架的制作采用多杠机构，在大位姿势变换中运动参数波动大，杠杆可能会因为强度不足而撕裂。电机是功能沙发的动力来源，优质电机拥有更强大的推力以及更为出色的耐用性，运行时噪音较小、更加平稳，速度缓慢而有力。铁架和电机质量的好坏决定了功能沙发疲劳寿命、噪音、故障率等质量指标的好坏。铁架和电机合计占功能沙发总成本的15%—20%，能否自主研发制造在一定程度上决定工厂生产沙发成本的高低，亦决定厂商是否能进行产品自主更新迭代的重要因素。电机和铁架的生产壁垒使得功能沙发行业具有较高的进入壁垒，行业集中程度高，有别于传统家居行业分散的情况。

图 21:功能铁架

图 22: 电机



资料来源：锐迈科技、国联证券



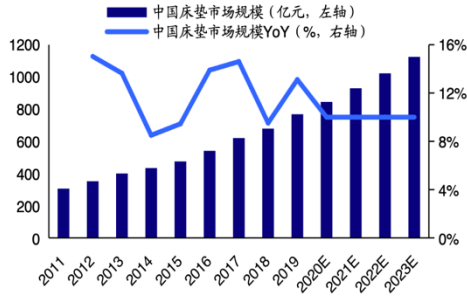
资料来源：锐迈科技、国联证券

2.2 床垫行业：市场增速较快，行业集中度仍有潜力继续增加

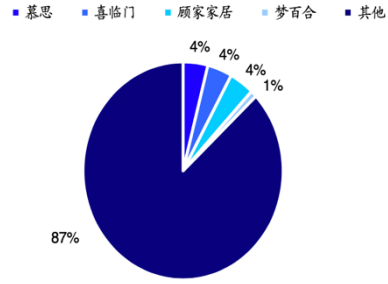
市场规模增速持续保持高位，行业仍较为分散，市场渗透率与欧美仍有差距。根据华经产业研究院数据，中国 2015-2019 年床垫市场规模由 475 亿元增长至 768 亿元，CAGR 为 12.76%，假设中国床垫市场继续以该增长率稳健增长，中国 2023 年的床垫市场规模有望到达 1241 亿元，市场规模有望突破千亿。而美国同期的床垫市场 CAGR 仅为 5.58%，中国床垫市场增速仍然保持高位。同时根据前瞻产业研究院的数据，2020 年中国床垫的 CR5 仅为 13%，产业集中程度低。而美国床垫市场高度集中，CR4 为 74%。根据梦百合 2020 年年报，我国床垫渗透率为 60%，低于欧美国家 85% 的床垫市场渗透率，仍有成长进步空间。由此推测，我国床垫市场有望进一步提高，龙头企业仍有潜力获得更高的市场份额。

图 23: 中国床垫市场规模及增速

图 24: 中国床垫市场格局

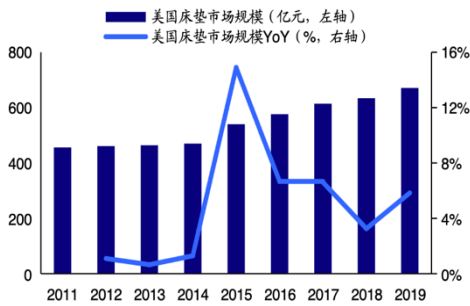


资料来源: 华经产业研究院、海通证券



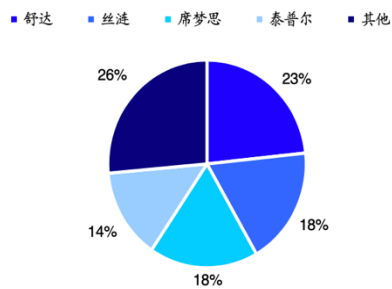
资料来源: 前瞻产业研究院、海通证券

图 25: 美国床垫市场规模及增速



资料来源: 华经产业研究院、海通证券

图 26: 美国床垫市场格局

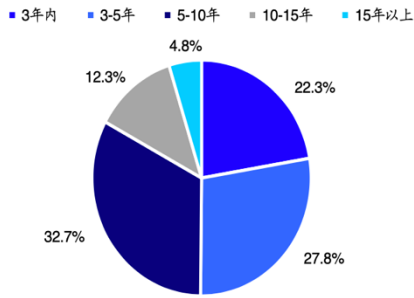


资料来源: 前瞻产业研究院、海通证券

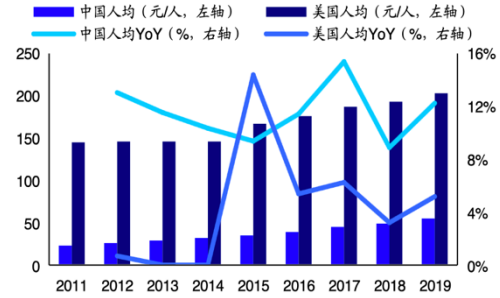
消费者更注重功能性和舒适性，床垫换新仍将带来巨大的需求。根据腾讯家居援引《2021年床垫新消费趋势报告》的数据，约70%的美国消费者每三年更换一次床垫，而仅23%的中国消费者每三年更换一次床垫，存在巨大的发展空间。根据华经产业研究院的数据，2019年中国年人均床垫消费仅为55元，约为美国年人均床垫消费金额的1/4，但中国年人均床垫消费金额在近年来有所增加，随着中国居民消费能力的进步以及对于舒适性和功能性的追求，产品的更新频率将会有较大的进步空间。

图 27: 中国消费者床垫更换频率。

图 28: 中美人均床垫消费水平对比



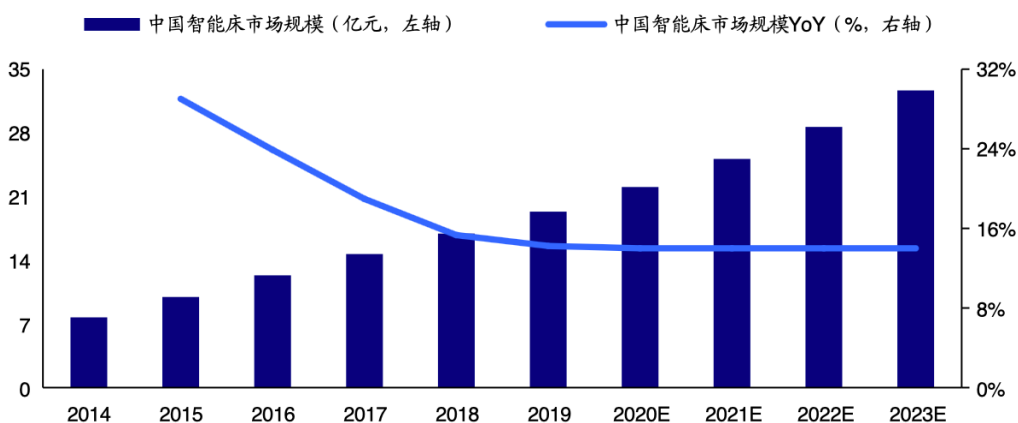
资料来源：海通证券



资料来源：华经产业研究院、海通证券

智能床市场增速远超其他品类，市场潜力可观。相较于普通固定床，智能床拥有打鼾干预、震动按摩、调节角度等功能，能帮助消费者改善睡眠质量。根据华经产业研究院的数据，2014-2019年中国智能床市场规模从7.7亿元增长至19.3亿元，CAGR高达20.2%，增长速度远超其他家居品类，2019年起增速放缓，但仍高达14.2%。截止2019年，我国智能床市场规模不足床垫市场规模的3%，仍处于消费者教育阶段，随着智能家居的消费趋势，智能床市场空间有望进一步增长。

图 29: 中国智能床市场规模及增速

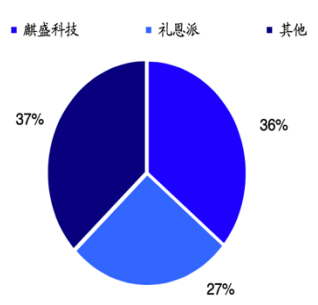


资料来源：华经产业研究院、海通证券

中国智能床市场集中程度低，但需求量处在高速增长阶段。根据贝哲

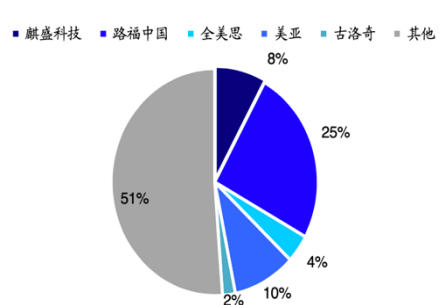
斯咨询的数据，美国智能床 CR2 为 63%，行业集中。而中国智能床市场处于起步阶段，市场参与者多，CR2 仅为 34.8%。此外，根据华经产业研究院的数据，2014-2019 年中国智能床产量由 177.2 万张增加至 357.6 万张，需求量则由 36.7 万张增加至 90.1 万张，目前智能床制造主要用于出口，国内需求仍有较大空间。同时，根据华经产业研究院的发布的信息，目前智能床市场经营模式以 OEM 为主，头部企业正处于向 ODM 经营转型的路径中，头部企业是否能持续获得竞争优势是抢占市场的关键性因素。

图 30:美国智能床竞争格局



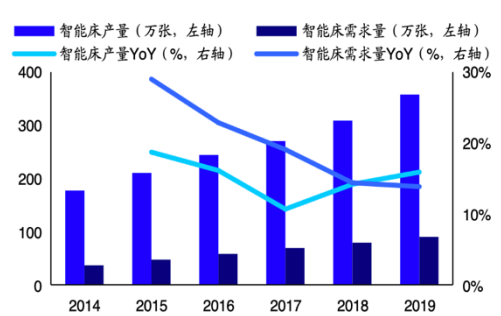
资料来源：贝哲斯咨询、海通证券

图 31:中国智能床竞争格局



资料来源：贝哲斯咨询、海通证券

图 32:中国智能床产需状况



资料来源：华经产业研究院、海通证券

图 33:芝华仕布局智能床产品



资料来源：芝华仕官网

2.3 定制行业：软体龙头进军全屋定制领域

一站式服务成为消费者新的需求点。从需求端看，根据艾瑞咨询《2022新中产家装趋势洞察白皮书》，中产用户在装修过程中，面临的三个最大痛点是：消耗体力及脑力、预算以及装修风格不统一。5成受访者期望品牌能够提供一站式购齐方案以及全套服务，节省时间精力以及成本是这一群体的核心诉求。从供给端看，过往定制家居龙头企业以零售单品为主，客单价较低，对经销商依赖程度大。

图 34: 整屋家居解决方案消费者期望

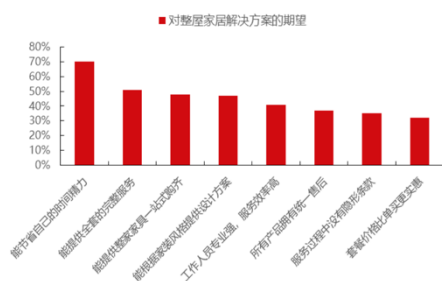


图 35: 欧派整家套餐



资料来源:《2022 新中产家装趋势洞察白皮书》 资料来源: 欧派家居、国联证券

图 36: 索菲亚整家套餐



资料来源: 索菲亚家居、国联证券

家居定制龙头进行定制软体品类融合，充分发掘客源，统一设计风格和客单价。欧派、索菲亚等进军整家领域，欧派衣柜事业部 2021 年推出的 29,800 元整家套餐，除了包含 20 平方米的价值 19,800 元的

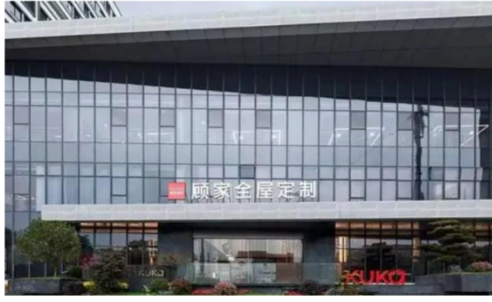
定制柜子外，还包含 10 件价值为 10,000 的软体成品家具，软体家居产品以接近成本价出售。欧派在后续的升级套餐中，软体成品可选择范围更多，如包含芝华仕等品牌沙发，欧派成为软体品牌出售渠道之一。索菲亚推出的整家套餐中同样也包含软体家居产品，如 39,800 元的整家套餐除了包含 20 平方米的全屋定制柜子外，还包含 8 件芝华仕家居（真皮沙发+岩板茶几+岩板餐桌+餐椅）。

软体成品处于装修购买链末端，消费者完成家装设计和全屋定制后在选购软体成品，因而和定制企业整家套装绑定能通过套餐前段定制的客流。但若通过整家套餐带动出售的数量占比过大，会分散软装品牌原有经销商的客流，对传统经销体系和品牌独立性造成冲击。并且由于家居定制龙头的整家套餐定位为低价引流，选配软体产品多为标配低价款，单量较大时压缩毛利，不利于软体品牌提升客单价和毛利，同时对于品牌的溢价性有所削弱。

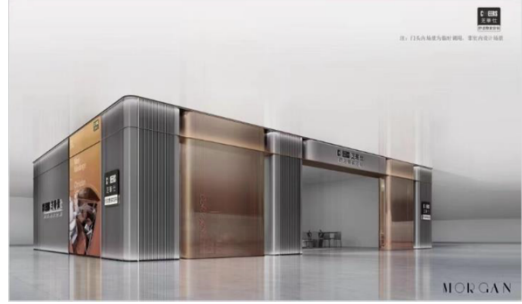
软体家具龙头拓展全屋定制领域。顾家家居和芝华仕受到提高客单价和毛利的驱动，亦拓展全屋定制领域，此举有利于带动沙发和床垫等软体家居的销售，发挥不同产品的协同效应。顾家家居于 2015 年推出全屋定制产品，商业模式已经打磨多年。敏华控股于 2021 年并购成立那库家居拓展定制业务，依托原有销售渠道，定制业务于 2022 年走向市场。

图 37:顾家家居全屋定制

图 38:芝华仕家居全屋定制逐渐走向市场



资料来源：顾家家居、国联证券



资料来源：敏华控股官网、国联证券

3 敏华控股：公司产品品类众多，销售渠道多元

3.1 公司产品品类多元，研发能力铸造品牌力

公司的主要产品品类涉及沙发及配套品，床垫等智能家居配套产品、功能沙发铁架以及功能沙发铁架等。其中，FY2022 沙发及配套品收入为 146.1 亿港元，占比达到 67.9%；FY2022 床垫等智能家居配套产品收入为 33.5 亿港元，收入占比由 FY2019 的 4.6% 增加至 FY2022 的 15.8%；FY2022 功能沙发铁架收入为 22.1 亿港元，收入占比稳定在一成左右，公司各品类收入增速趋向于稳定，产品品类结构趋向于稳定。

图 39: FY2019-2022 公司各品类收入

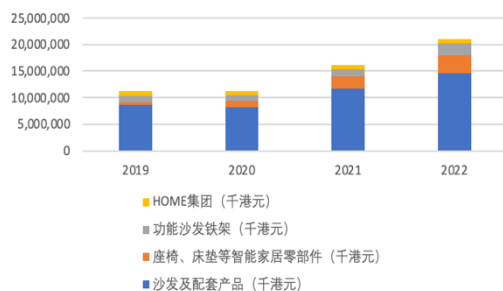
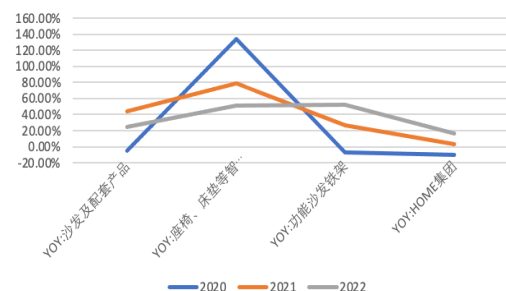


图 40: FY2019-2022 公司各品类收入增速



在功能沙发核心业务持续强势的同时，公司积极布局布艺沙发、床具床垫以及高端定制领域。2000年，敏华在中国深圳开设第一家芝华仕专卖店，开启功能沙发在内地的发展。目前，敏华控股已经拥有芝华仕和头等舱两大功能沙发品牌，尼克莱蒂和名华轩两大沙发品牌。2020年12月，公司收购格调家私，拓展了布艺沙发以及休闲沙发的市场。沙发产品全面涵盖中高端档次，满足不同消费水平人群的需求。床具类品中，敏华旗下拥有芝华仕五星床垫和芝华仕智能床。2020年，敏华通过注资控股，获得德国高端智能床垫品牌乐德飞翼德中国代理权限，而床具等智能家居部件收入从FY2019的5.3亿港元增加至FY2022年的33.5亿港元，CAGR高达58.6%，远超公司整体收入增速。此外，公司于2021年7月与意大利家居品牌NAC00C合作投资成立那库家居，切入高端定制家居赛道。

图 41:敏华主要品类及品牌

品类	品牌及系列	风格及定位
沙发/功能沙发	头等舱 贵族系列 伯爵系列 时尚系列	贵族、伯爵、时尚系列分别采用头层牛皮、真皮、科技布面料 定位中高端市场
	芝华仕 意斯特	全皮沙发 定位高端市场
	芝华仕 都市系列 宜居布艺	非功能休闲沙发 布艺休闲沙发 定位年轻都市群体、情侣或独居单身人士
	尼克莱蒂	全皮沙发，手工工艺 定位全球高端市场
	格调家私 格调布艺	布艺休闲沙发 定位中高端
床具	芝华仕智能床	搭载“科学智能睡眠系统” 追求睡眠质量人群
	芝华仕五星床垫	根据消费者身体特征打造健康床垫
	乐德飞翼智能床	飞翼支撑系统、进口冷胶棉 定位高端
定制	那库家居	定制家私服务，一站式家居服务 定位极简轻奢

资料来源：海通证券、敏华控股

图 42:敏华产品品牌矩阵梳理

自有沙发



贵族绅士系列



精选欧洲头层牛皮，满足人体五大功能需求



时尚布艺系列



自主研发“会呼吸”的科技布



宜居布艺系列



外形线条简洁、设计感强的非功能性布艺休闲沙发



伯爵系列



高雅、优质的真皮功能沙发



都市休闲系列



外形线条简洁、设计感强的非功能性休闲沙发

自有其他品类



五星床垫系列



致力于为千家万户提供舒适、健康、尊享的5星睡眠享受



智能床系列



搭载“科学智能睡眠系统”，可实现全方位智能调节功能



按摩椅系列



智能按摩椅可一站式满足日常放松身心的需求

收购与合作



尼斯特系列



专注于全皮沙发的设计与制作



尼科莱蒂设计系列



专注意大利原创设计，传承精湛技艺打造的全皮精品沙发



格调系列



PAULINI 普丽尼系列



资料来源：敏华控股、招商证券

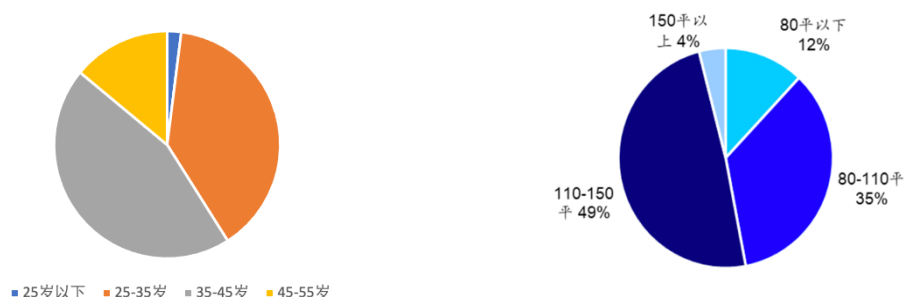
（一）功能沙发：致力于用户的舒适体验，同时兼顾较高的性价比

以客户的需求作为创新的基础，以科技探索功能沙发未来的发展方向。

根据市场中沙发消费者的年龄结构和住宅户型调整产品创新策略，公司采用功能沙发小型化策略适配更多户型，覆盖更广的消费群体。根

据敏华控股 FY2020 业绩简报中针对沙发消费者的市场调查显示，居住房屋为中小型户型的消费者占比提升至 47%，35 岁以下人群占比高达 41%，公司针对年轻群体推出单品“猫猫单椅”“窝趣沙发”，火速成为爆款，合计销售 66,398 件，并赋予家居社交属性。同时，公司为功能沙发赋予智能家居的属性，芝华仕沙发根据人体五大需求——计算机、看电视、听音乐、阅读与休息，研发出许多智能功能，使功能沙发兼具舒适性与娱乐性。公司于科大讯飞合作推出智能沙发产品“小芝”，其具有智能 AI 语音识别、自动调节伸缩和娱乐点播等功能。在目前家居智能化的大背景下，公司能凭借强大的品牌实力与研发能力，持续满足消费者的需求。

图 43:2020 年功能沙发购买人群年龄段占比 图 44:2020 年功能沙发购买者居住户型占比



资料来源：敏华控股 2020 年业绩简报。

资料来源：海通证券

图 45: 芝华仕“猫猫单椅”



资料来源：敏华控股 2020 年业绩简报

功能沙发核心部件基本实现自研自产。公司于 2011 年成立锐迈机械，布局铁架、电机等功能沙发核心部件生产，是率先在行业内实现自主生产的企业，公司铁架业务毛利率固定在 20%左右；电机方面，公司早期十分依赖德国进口的电机，但公司随后自主研发掌握全套电机技术，将每台电机价格缩减到进口价格的十分之一，而铁架与电机约占功能沙发生产成本的 15%-20%，铁架与电机自研自产有利于降低成本，从而在价格上形成优势。同时，核心部件自研自产有利于更好的适配消费者对于功能沙发的新需求，继续增加内销市场份额。

图 46:敏华自研的电机与铁架

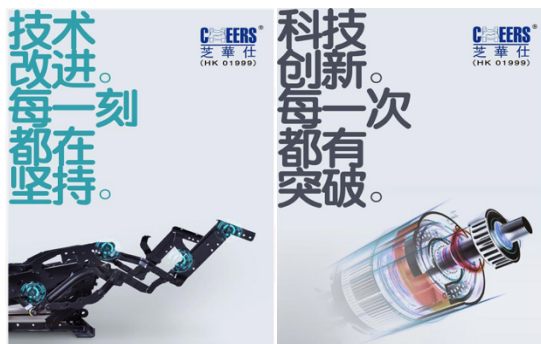


图 47:科技布沙发与真皮沙发销量与售价

排名	型号	销量	售价
1	10697真皮功能沙发	8477	9871.79
2	50622科技布功能沙发	7803	9047.16
3	50266真皮功能沙发	6877	10908.22
4	50611B真皮功能沙发	6643	7818.97
5	8908A科技布功能沙发	5801	4913.56
6	50622科技布功能沙发	5391	7302.13
平均	科技布功能沙发	-	7087.62
	真皮功能沙发	-	9532.99

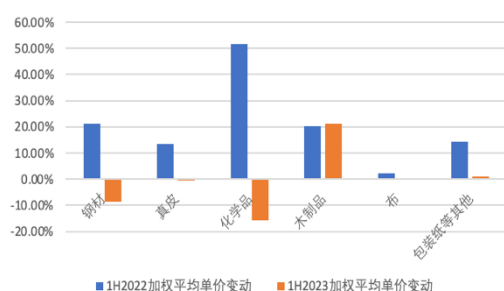
资料来源：敏华控股业绩简报

资料来源：国联证券

此外，公司在海绵和面料方面也具有独立生产能力。公司采购基础化学原料后自行泡发海绵，用于填充沙发，成本较同行低 8%-10%。面料方面，公司的皮革面料依赖进口，但受 2010 年左右牛皮原料价格暴涨的影响，公司毛利率有明显下滑，2013 年，公司自主研发推出科技布面料，广受消费者欢迎。科技布面料价格不及真皮面料的一半，因此科技布面料的售价普遍比真皮面料售价低 20%以上，覆盖预算较低的消费群体，有利于提升公司市占率。

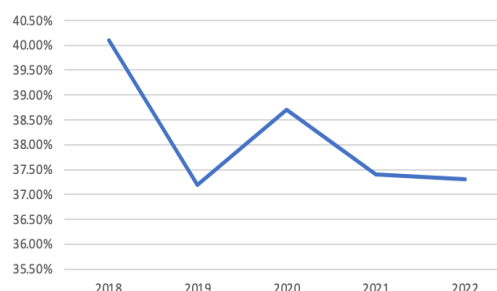
产业链垂直化带来成本优势，敏华功能沙发价格极具性价比。公司并购铁架供应商，自主研发电机，生产海绵研发科技布等产业链垂直化发展策略可有效控制成本，在疫情期间原材料价格大幅上涨的大背景下，毛利率受影响程度较小。

图 48: 公司原材料单位采购价格变动



资料来源：敏华控股业绩简报

图 49: 沙发毛利

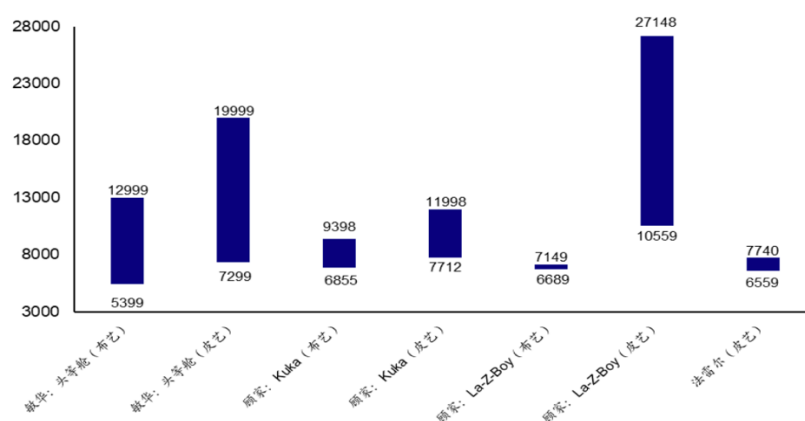


资料来源：敏华控股年报

而公司功能沙发单价在同行业中处于一个中间水平，根据芝华仕头等舱京东旗舰店，芝华仕头等舱三座两电动位功能沙发价格带为 5,399-

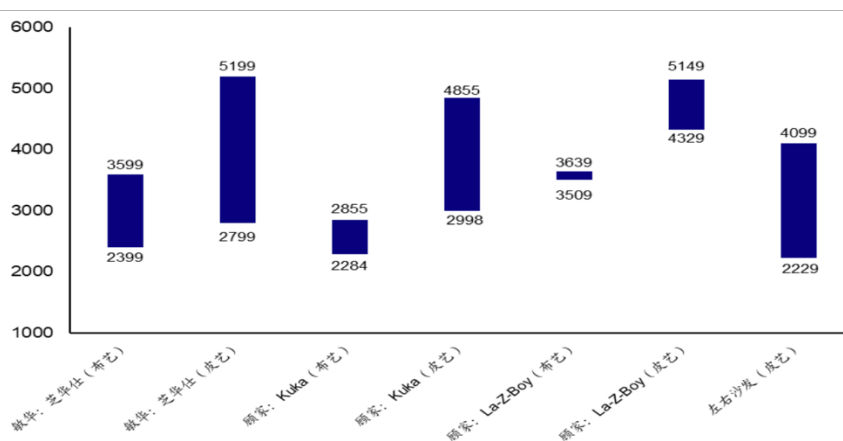
19,999 元，相较于美国知名功能沙发品牌 La-Z-Boy 的价格带 6,689–27,148，价格较低；而相较于顾家家居的价格带 6,855–11,998 元，芝华仕的价格带覆盖的消费者受众更广。而芝华仕功能沙发单椅价格带为 2,399–5,199 元，相较于其他品牌具有较为广泛的价格带覆盖。

图 50: 不同品牌三座两电动位功能沙发价格带 (单位: 元)



资料来源: 海通证券

图 51: 不同品牌电动功能单椅价格带 (单位: 元)

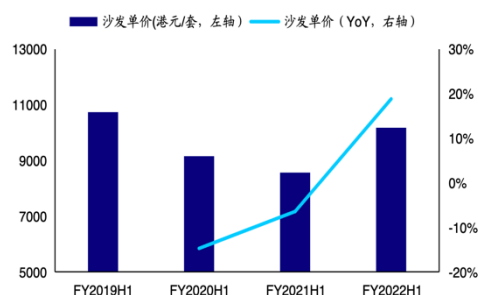


资料来源: 海通证券

从时间层面上看，公司近年来采取价格下沉策略，公司沙发平均销售单价从 1H2019 的 10,737.9 港元/套下降到 1H2022 的 10,177.1 港元

/套，CAGR-1.8%，而 1H2021 公司沙发的平均销售单价为 8,565 港元/套，公司 1H2022 沙发平均销售单价的提升是受到原材料价格上涨以及海运费上涨等因素的影响，公司提价所导致的。

图 52:敏华控股中国市场沙发销售单价以及增速



资料来源: 海通证券

国内布局六大生产基地。敏华控股的产能布局多个区域，在国内，公司已于天津、苏州吴江、惠州、重庆建立四大生产基地，总产能高达 126 万套（其中惠州工厂生产的产品还被用来供给欧洲市场），并正在筹备西安、武汉两大生产基地，设计总产能 52 万套沙发。公司在多地建设产能有望节约家居体积大、重量大所带来的高昂运输成本，并缩短订单的交货周期。公司六大生产基地可覆盖北方、华中及华东、华南、西南、华中（筹备中）以及西北（筹备中）六大地区的消费需求。同时，为应对中美贸易战于关税挑战，公司于 2018 年建造越南工厂，占地 37.3 万平方米，产能 3,500 柜/月，供应美国市场。并于 2022 年 1 月筹备建造墨西哥工厂，占地 33.9 万平方米，设计产能 1,000-1,500 柜/月，该工厂用于供应美国及欧洲市场，至此，公司形成海外供给双工厂模式，大大降低对美出口的航运成本，提升配送效

率，降低海运风险。

图 53: 中国市场产能布局



资料来源：敏华控股业绩简报

图 54: 敏华控股海外市场产能

工廠	設計最大產能 (櫃/月)	目前產能 (櫃/月)	已占產能空間
越南	3,500	1,800	51%
墨西哥	1,000-1,500	籌建中	籌建中
惠州	2,000	1,600	80%

资料来源：敏华控股业绩简报

图 55: 敏华控股越南工厂



资料来源：敏华控股业绩简报

图 56: 敏华控股墨西哥工厂

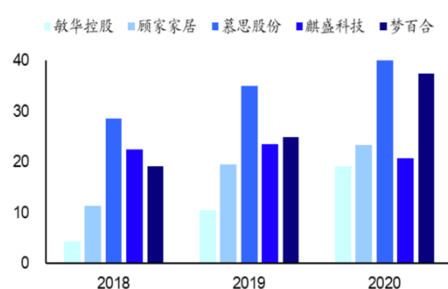


资料来源：敏华控股业绩简报

(二) 床具：床具业务高速增长，产品竞争力有望继续提升市场份额

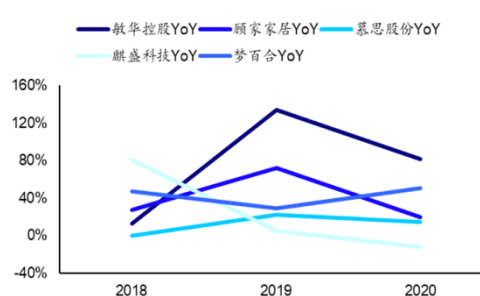
床具业务收入增长迅速，公司于 2016 年开始在床垫、智能床品等领域进行布局，2016 年 3 月，敏华控股以“芝华仕五星床垫”品牌在中国开设床具品牌专卖店，2017 年，公司以“芝华仕智能床”品牌正式进军智能床市场。2020 年，敏华通过注资控股，获得德国高端智能床垫品牌乐德飞翼德中国代理权限，进军高端床垫品类市场。床具等智能家居部件收入从 FY2019 的 5.3 亿港元增加至 FY2022 年的 33.5 亿港元，CAGR 高达 58.6%，远超公司整体收入增速。

图 57: 各公司 2018-2020 床具业务收入对比



资料来源: 海通证券

图 58: 各公司床具业务收入增速对比



资料来源: 海通证券

性价比和产品差异化有助于提升床垫市场份额，公司积累的功能沙发产业链布局助力敏华进军智能床领域。床垫大多以舒适性和清洁度为主要卖点，而芝华仕 5 星床垫的主要特色是使用睡眠测试仪 iScan 帮助消费者按自身身体数据挑选更加合适自己的床垫，而从价位来说，芝华仕 5 星床垫 2,199 元的价格远低于其他品牌床垫，具有更为凸显的性价比优势。而在智能床领域，目前市场上的智能床产品功能性可分为两方面（1）床板曲线、震动按摩等自动化控制功能（2）蓝牙音箱、App 遥控，智能语音等智能功能。智能电动床领域目前仍属于新

兴领域，但公司深耕功能沙发领域多年，积累的电机与铁架的自主生产能力可有效供给智能床部分核心零部件，在智能床起步阶段拥有绝对的先决优势。同行业来看，麒盛科技旗下的品牌舒福德智能床在智能化上水平较高，拥有打鼾干预、智能语音等功能，但由于其仍使用进口电机，售价远高于敏华。而梦百合旗下的 0 压智能床，使用的仅是普通的弹性海绵，但价格与芝华仕智能床接近，性价比较低。

图 59: 市场主要床垫以及智能床产品

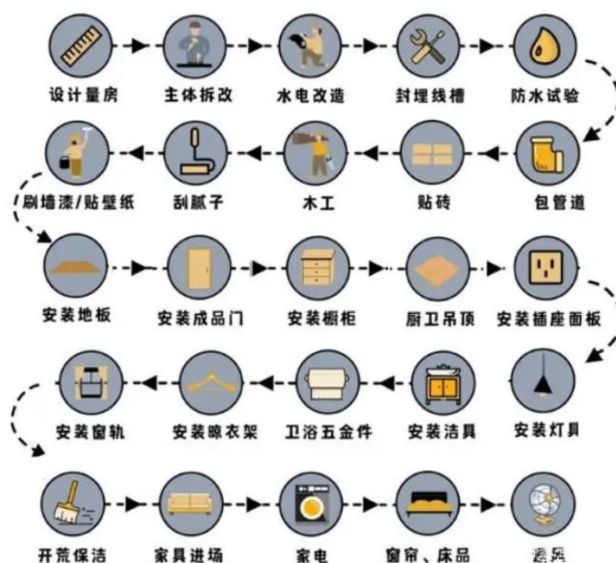
品类	公司	产品	材质	特色	参考价格 (1.8m*2m)
床垫	敏华控股	芝华仕床垫	乳胶弹簧组合两用	抗菌、护脊	2199 元
	顾家家居	顾家床垫	椰棕、乳胶	透气、抗菌	2712 元
	慕思股份	DE RUCCI 慕思	乳胶	静音、透气	7199 元
	梦百合	梦百合 0 压床垫	记忆棉	抗菌、护脊	4599 元
智能床	敏华控股	芝华仕智能床	记忆棉床垫 双电机床架	升降模式、真皮靠背、智能语音	12999 元
	麒盛科技	舒福德智能床	乳胶床垫 德国欧肯双电机床架	升降模式、打鼾干预、智能语音	22570 元
	梦百合	梦百合 0 压智能床	弹性海绵	打鼾干预模式、休闲模式、0 压力模式	9799 元

资料来源：海通证券

（三）定制业务：抢占前端定制家具业务流量

并购成立高端定制家具公司，助力公司流量入口的前置。根据一般的装修流程，消费者会选择先完成橱柜、木门等需要定制的环节，在安装完成后，最后进行软体家具的选购，而公司进军前端家具定制领域，有利于获取前端流量，带动软体家具品类的销售，发挥不同品类之间的协同性。因此，公司于 2021 年 7 月与意大利家居品牌 NAC00C 合作投资成立那库家居，切入高端定制家居赛道，进一步拓宽产品品类，抢占市场。

图 60: 装修流程图



资料来源: 装酷网百家号

3.2 渠道：销售渠道多元，线上线下渠道齐发展

公司业务遍布全球，近年来将销售重心转向国内。公司 FY2022 中国市场主营业务收入为 131.9 亿港元，同比增长 32.3%；美国市场收入为 56.7 亿港元，同比增长 23.8%；欧洲及其他市场收入为 13.7 亿港元，同比增长 56.8%。公司发展早期主要业务是功能沙发的出口，以欧美市场为主。美国家具零售 100 强中，有 30 家是公司在美国的合作商，如 Bob’s Discount Furniture 和 The Brick Ltd.。在欧洲，敏华与如 Steinhoff International Holdings Ltd. 和 IKEA 等零售商合作，销售终端产品。截止 2021 年 4 月，公司在美国和欧洲等全球各地拥有超过 3,800 个销售终端。

图 61: 海外合作网络



资料来源：敏华控股业绩简报、海通证券

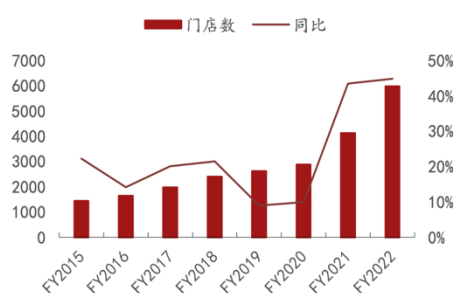
近年来，敏华逐渐将业务重心转向中国市场，公司在中国市场的销售渠道主要分为线下和线上渠道。线下渠道包括自营品牌专门零售店以及经销商经营的零售店，线上渠道主要集中于天猫、京东等大型电商平台与抖音等短视频平台。

（一）线下渠道：线下门店销售占主导，借助经销商进行市场下沉

线下渠道销售收入稳定占据主导，线下门店数量在疫情期间逆势增加，单店收入仍保持快速增长。根据 FY2022 业绩简报，FY2021 和 FY2022 中国线下收入为 69.1 亿港元与 92.0 亿港元，同比增长 33%；FY2021 和 FY2022 线下收入占国内总收入的 75.9%与 76.1%。国内收入集中于线下门店。截止 2022 年 3 月，敏华控股国内市场门店数达到 5,968 家（不包含格调、普丽尼的 716 家门店），同比净增长 1,846 家。而截至 2020 年 3 月 31 日，敏华控股在国内门店数为 2,874 家，受 2020 年新冠疫情的影响，商场以及家具卖场中的家具品牌撤租，中小家具企业关店，敏华控股借助这一机遇逆势扩张，2 年间门店净增长 3,094

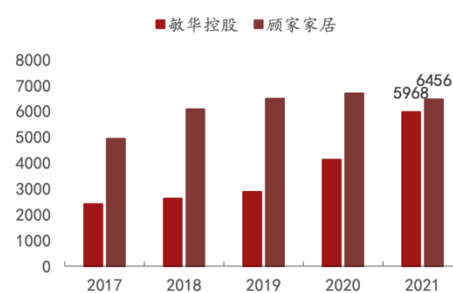
家。敏华控股的门店数相较于顾家家居的门店数，差距进一步缩小。1HFY2022 公司单店年收入达到 86.3 万港元，同比增长 5.7%，仍保持较为稳定的增长。考虑到目前公司产品渗透率低，消费者教育不断深化，公司品类扩张等因素，公司单店营收仍有较大进步空间。

图 62:敏华国内门店数量以及增速



资料来源：招商证券

图 63:顾家与敏华门店数对比



资料来源：招商证券

加深与大型家居卖场合作关系，推进市场下沉。2018 年，敏华控股于国内各大家具卖场如红星美凯龙、居然之家、欧亚达家居等签署“千店计划”等战略合作协议，在 2019 年敏华控股全球合作伙伴答谢宴上，居然之家等合作伙伴承诺，将为芝华仕经销商提供最好的店面位置，加强其品牌曝光率。此外，敏华控股加大线下渠道下沉力度，扩张三四线城市市场，覆盖更多的城市和区域，获得更多市场份额，减少自营门店，增加经销商数量，轻资产化运营。

图 64:敏华控股线下合作零售商



资料来源：海通证券

对经销商推出多维度的政策扶持，助力门店长期盈利。与行业中普通的授权经销不同，敏华控股在品牌授权的基础上，更注重对专卖店盈利模式的输出。敏华从员工培训、门店运营、物流配送等方面持续提供多种扶持计划。公司采用“1031 工程”标准运营模式，依靠十大模块，支撑三大指标（进店客流量、客单价、成交量），达到一个目标（业绩增长），通过统一的门店装潢深入塑造品牌画像。同时，公司与 2010 年引入 SAP 管理软件系统辅助运营，为所有门店配置信息化订货交货系统，门店可通过终端系统下单，对应工厂则根据单量和交货日期合理安排生产，14 天内即可交货。统一的数字化生产管理系统降低了经销商的库存压力，提供资金周转率。物流配送方面，公司自建近 300 辆专业物流配送车，打造专业化的配送系统，保证配送的质量和时效，提升客户体验，降低运输成本。员工培训方面，敏华控股联手哈佛大学、芝加哥大学、北京大学、清华大学等全球商学院和知名专业培训机构，为经销商和一线销售人员提供专业的培训。

图 65:敏华经销商扶持政策



资料来源：海通证券

（二）线上渠道：

线上收入占比小幅度下滑，根据 FY2022 业绩简报，FY2021 和 FY2022 中国线上收入为 21.9 亿港元与 28.3 亿港元，同比增长 29%；FY2021 和 FY2022 线上收入占国内总收入的 24.1%与 23.5%，有小幅度下滑。

线上电商渠道销售数据亮眼，根据亿邦动力网数据显示，2022 年 618 活动期间，芝华仕首日成交额突破 1 亿人民币，最终实现全网 7 亿元的销售额，京东方面，荣登客厅家居类冠军；抖音方面，荣登家居家装类冠军。2022 年双 11 期间，10 月 31 日开门红开售 10 分钟芝华仕天猫销售额便破亿，11 月 10 日爆发开售十分钟全网销售额便破 10 亿，最终实现全网 12.8 亿的销售额。其中，50611B 真皮电动功能沙发销售额达到 8,018 万元，K621 功能单椅销售额 2,750 万元。

图 66:敏华 2022 年 618 销售额



资料来源：亿邦动力网

图 67:50611B 沙发 2022 年双 11 销售额



资料来源：金融界百家号

充分利用抖音等线上营销平台，配合线下渠道完成销售闭环。公司积极利用抖音等线上营销平台，通过短视频，自有店铺直播，与头部主播合作等，提高功能沙发的曝光度和认知度，提升自身品牌形象。2020 年疫情期间，芝华仕开展 315 厂购直播日活动。芝华仕品牌进入李佳琦等头部主播的直播间，让芝华仕沙发成为网红爆款名单，累计观看人数达到 1.4 亿。2021 年陆续邀请刘德华、袁姗姗等明星做客直播间，畅谈头等舱沙发生活方式。芝华仕成立专业团队负责抖音内容运营，推出各类优质活动实现品牌推广，公司给予电商团队充分的独立经营决策权、定价权与产品研发独立支持，是公司在线上渠道经营取得硕果的一大重要因素。此外，敏华还注重线上线下的联动，2020 年“818 全民升舱日”发起品牌挑战赛，联动线下 2,800+ 门店经销商，打通线上线下渠道壁垒，实现销售闭环。

图 68:315 直播厂购节与李佳琦直播间

图 69:敏华抖音账户与刘德华做客直播间



资料来源：海通证券



资料来源：招商证券

4 盈利预测

盈利预测假设：

- 中国市场：预计 FY2023-FY2025 中国市场收入增速分别为 23.2%、22.2%、20.1%；预计 FY2023-FY2025 中国市场毛利率分别为 26.8%、37.3%、38.0%。
- 北美市场：预计 FY2023-FY2025 北美市场增速分别为 24.0%、24.5%、25.1%；预计 FY2023-FY2025 北美市场毛利率分别为 37.5%、38.0%、38.2%。
- 欧洲及其他区域：预计 FY2023-FY2025 欧洲及其他市场增速分别为 8.0%、7.0%、3.0%；预计 FY2023-FY2025 欧洲及其他市场毛利率分别为 22.0%、22.0%、22.0%。
- Home Group：受俄乌战争影响，预计 FY2023-FY2025 Home Group 收入增速分别为-1%、0%、5%；预计 FY2023-FY2025 Home Group 毛利率分别为 20.0%、20.0%、20.0%。
- 费用率方面，预计 FY2023-FY2025 销售费用率分别为 19.2%、19.3%、19.4%；预计 FY2023-FY2025 管理费用率分别为 4.8%、4.8%、4.8%。

图 70:敏华控股分业务盈利预测

单位：百万港元	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
中国				
销售收入	13,192.8	16,253.5	19,861.8	23,854.0
增长率 (YOY)	32.3%	23.2%	22.2%	20.1%
毛利率	36.1%	26.8%	37.3%	38.0%
北美				
销售收入	5,667.5	7,027.7	8,749.5	10,945.6
增长率 (YOY)	23.8%	24.0%	24.5%	25.1%
毛利率	40.5%	37.5%	38.0%	38.2%
欧洲及其他地区				
销售收入	1,374.5	1,484.5	1,588.4	1,636.0
增长率 (YOY)	56.8%	8.0%	7.0%	3.0%
毛利率	22.8%	22.0%	22.0%	22.0%
Home Group				
销售收入	890.9	882.0	882.0	926.1
增长率 (YOY)	16.6%	-1.0%	0.0%	5.0%
毛利率	25.3%	20.0%	20.0%	20.0%
合计				
销售收入	21,125.7	25,647.7	31,081.7	37,361.8
增长率 (YOY)	30.8%	21.4%	21.2%	20.2%
毛利率	36.0%	29.2%	36.2%	36.9%

资料来源：敏华控股业绩简报、作者预估

图 71:同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (2022)	PE (2023E)
顾家家居	603816.SH	43.61	19.13	16.08
欧派家居	603833.SH	126.87	29.1	23.8
喜临门	603008.SH	32.18	24.14	15.6
平均			24.12	18.49

资料来源: 巨潮信息网、Wind

注: 股价及 PE 为 2023 年 1 月 30 日收盘价, PE 预期为 Wind 一致预期