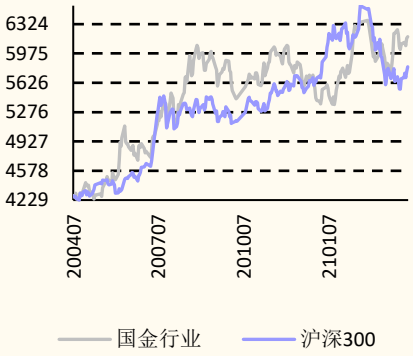
消费升级与娱乐研究中心

家用轻工行业研究 买入（维持评级）

行业专题研究报告(深度)

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金家用轻工指数	6175
沪深 300 指数	5162
上证指数	3484
深证成指	14123
中小板综指	12394



相关报告

1.《1 月纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪-1 月个护&家居线上专...》，2021.2.10

2.《家居行业景气度回升明显，看好龙头继续发力-家居行业三季报总结》，2020.11.7

3.《7 月家居零售加速复苏，推荐三大头部企业-家居行业点评》，2020.8.10

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人

软体家居行业专题研究：头部品牌商迎来加速发展期

行业观点

- **行业现状：产业链利润分配合理，行业扩容驱动力开始切换。**中国软体家居行业规模近年来逐渐提升，2020 年整体规模已超 1890 亿，CAGR5 达 6.6%，而目前行业整体仍然较为分散，沙发、床垫行业 CR3 分别约为 17.3%/16.1%。我们通过产业链利润拆分发现，品牌商依然占据产业链优势地位，盈利能力最强，并且经销商盈利能力也相对较优，整体利润分配较为合理，确保行业长期可持续发展。此外，我们认为这一行业进一步扩容的驱动力正在切换，从原本的新房装修需求带动逐渐转变成依靠二手房更新及渗透率提升带动量增叠加消费升级带动价增共同驱动，根据测算，我们认为 2025 年行业规模有望突破 2700 亿，CAGR5 为 9.7%。
- **品牌商盈利稳定性逐步提升，市场格局加速优化：**（1）虽然由于软体家居企业生产成本中原材料占比较大且部分原材料价格波动较大，原材料对品牌商的盈利能力确有影响，但我们通过测算发现，品牌商仅需小幅提价就可较好平抑原材料大幅上涨带来的冲击，而且随着品牌商品牌力的逐步提升以及自主品牌销售占比的提升，其成本转嫁能力将进一步增强，整体盈利稳定性将逐步提升。（2）虽然目前沙发、床垫品类的品牌集中度整体仍然较低，CR3 分别达 17%/16%，但沙发的某些细分领域（功能沙发、中高端市场）CR3 均已超 50%，床垫集中度也正加速提升，我们认为整体格局正在加速优化。
- **软体家居行业中的优质赛道：床垫——大行业孕育大公司：**一方面我们通过拆分床垫行业的量（渗透率、消费频次）、价（消费升级）驱动因素，发现床垫行业空间拥有极高天花板。另一方面床垫行业由于标准化程度高，规模效应更易体现，渠道+营销+研发更是这一行业品牌商发展的关键，龙头品牌可明显与中小品牌拉开差距，行业特性将驱动品牌商集中度提升到较高水平。此外，我们认为这一赛道中记忆绵床垫有望进入加速渗透期。整体来看，我们认为在床垫这一优质赛道中领先布局的品牌商需值得重点关注。
- **软体家居行业三大趋势展望：**（1）内销：一方面随着头部企业逐渐拓宽自身产品覆盖面的情况下，拥有品牌+产品+渠道+价格全方位优势的头部品牌在中低端市场将对中小品牌形成降维打击，而疫情更是这一趋势的催化剂，另一方面在高端市场，国外高端品牌由于缺乏在中国的品牌、供应链等运营经验，更倾向与本土头部品牌合作运营，国内市场有望迎来份额加速集中期；（2）外销：美国地产景气上行短周期已经来临，中国家具出口必然将会受益这一轮美国地产回暖带动的家具需求的扩容，并且由于贸易战+反倾销使得出口格局优化，份额进一步向具备海外产能布局的头部企业集中；（3）成本：通过对主要原材料的未来供需分析，我们认为原材料价格不具备持续大涨基础，并且头部品牌具备较好的成本转嫁能力，可较好平抑原材料上涨带来的冲击。

投资建议

- 推荐组合：掌握成本优势，品类渗透与渠道红利加速释放的【敏华控股】；组织变革领先，多品牌+多品类进入加速发力期的【顾家家居】；受益美国地产回暖、出口格局优化叠加内销市场加速扩张的【梦百合】。

风险提示

- 竣工回暖不及预期；原材料价格大幅上涨；对外贸易摩擦加剧；

内容目录

1、软体家居行业概况 5
1.1、行业现状：规模逐年扩大，整体仍较为分散 5
1.2、产业链利润分配合理，品牌商更具优势 6
1.3、行业扩容驱动力开始切换 6
2、品牌商发展现状：盈利稳定性逐步提升，市场格局加速优化 7
2.1、原材料波动对于头部品牌商盈利稳定性扰动逐渐弱化 8
2.2、沙发行业品牌商格局：整体较为分散，细分赛道格局较优 9
2.3、床垫行业品牌商格局：头部品牌快速增长，但市场仍较为分散 10
3、软体家居行业中的优质赛道：床垫——大行业孕育大公司 11
3.1、优质赛道：大行业孕育大公司 11
3.2、国内记忆绵床垫有望迎来加速渗透期 14
4、软体家居行业三大趋势展望 17
4.1、降维打击+疫情催化助推国内份额加速集中 17
4.2、美国地产步入景气上行期，家具出口有望迎来持续性增长 18
4.3、原材料不具备持续大涨基础 20
5、重点标的推荐 21
5.1、敏华控股：掌握成本优势，品类渗透与渠道红利加速释放 21
5.2、顾家家居：组织变革领先，正迎来改革红利期 21
5.3、梦百合：内销有望超预期增长，外销业绩持续性较强 22

图表目录

图表 1：中国历年软体家居市场规模及同比增速（亿元） 5
图表 2：国内床与床垫市场规模及同比增速（亿元） 5
图表 3：历年国内沙发市场规模及同比增速（亿元） 5
图表 4：中国历年功能沙发市场规模及同比增速（亿元） 5
图表 5：家电、软体、定制行业市场 CR3（%） 6
图表 6：软体家居上下游产业链价值分析 6
图表 7：软体家居行业规模预测 7
图表 8：床垫行业产业链 8
图表 9：沙发行业产业链 8
图表 10：床垫成本构成 8
图表 11：沙发成本构成 8
图表 12：梦百合床垫毛利率弹性测算（%） 9
图表 13：顾家沙发毛利率弹性测算（%） 9
图表 14：国内沙发市场集中度较低（测算） 9

图表 15：美国沙发市场集中度 9
图表 16：国内功能沙发市场集中度情况 9
图表 17：顾家、敏华、左右沙发阿里平台价格段市占率 10
图表 18：我国沙发行业主要全国性与区域龙头一览 10
图表 19：功能沙发核心原材料占比相对较高 10
图表 20：主要家居品牌坪效（万元/平米） 10
图表 21：2019 年中国床垫市场集中度情况（测算） 11
图表 22：2019 年 美国床垫行业集中度较高 11
图表 23：床垫龙头企业销售收入对比（百万元） 11
图表 24：床垫龙头企业销售收入 yoy（%） 11
图表 25：美国床垫渗透率远高于中国 12
图表 26：阿里平台现代床销售快速增长 12
图表 27：家居行业产品更换周期对比 12
图表 28：美国消费者更换床垫频率 12
图表 29：中高端产品的销量占比 12
图表 30：中高端产品销售总额占比 12
图表 31：单位制造费用+人工成本维持稳定 13
图表 32：生产端人均创收稳步上升 13
图表 33：美国床垫各渠道下销售占比 13
图表 34：多渠道完善布局 13
图表 35：线下门店数量快速扩张 13
图表 36：主要床垫品牌网上市场份额变化 13
图表 37：美国产品更新换代发展梳理 14
图表 38：Casper 营收规模持续扩大（百万美元） 14
图表 39：Casper 研发投入持续上升（百万美元） 14
图表 40：美国记忆绵市场规模大幅增长（亿美元） 15
图表 41：2017 年中美记忆绵渗透率对比 15
图表 42：乳胶床垫线上渠道市占率 15
图表 43：乳胶床垫和记忆绵床垫对比 15
图表 44：恒旅零压房合作模式 16
图表 45：消费者教育成果显现 16
图表 46：记忆绵床垫主流价格段与乳胶床垫差额缩减 16
图表 47：梦百合阿里平台均价 19 年开始下探 16
图表 48：梦百合线上销量迎来高速增长 16
图表 49：各品牌门店数 17
图表 50：床垫主流价格段与各品牌平均客单价 17
图表 51：沙发主流价格段与平均各品牌客单价 17
图表 52：美国新房销售与同比增速（千套） 18
图表 53：美国成屋销售与同比增速（千套） 18

图表 54：2019 年美国前十大家具进口国（百万美元）.....18
图表 55：美国家具零售商增长明显.....18
图表 56：美国抵押贷款利率与基金利率处于 20 年来最低位.....19
图表 57：美国住房空置率迎来历史新低.....19
图表 58：美国住户和非营利组织信贷率.....19
图表 59：第二轮床垫反倾销税裁定时间表.....19
图表 60：较早海外布局的企业出口金额增速快于行业.....19
图表 61：ITC 初裁和 DOC 终裁比较.....20
图表 62：未来 3 年全球 MDI 供需平衡测算.....20
图表 63：国内聚醚产量与需求量.....20
图表 64：国内聚醚多元醇开工率低迷.....20
图表 65：铁架、电机单位成本下降幅度对出厂定价影响的敏感性分析.....21
图表 66：功能沙发渗透率亟待提升.....21
图表 67：敏华渠道红利亟待释放（家）.....21
图表 68：顾家区域零售中心改革布局.....22
图表 69：顾家家居各季度内生内销收入（亿元）.....22
图表 70：反倾销国家床垫出口占美国总床垫进口比例.....22
图表 71：梦百合全球化产能布局.....22

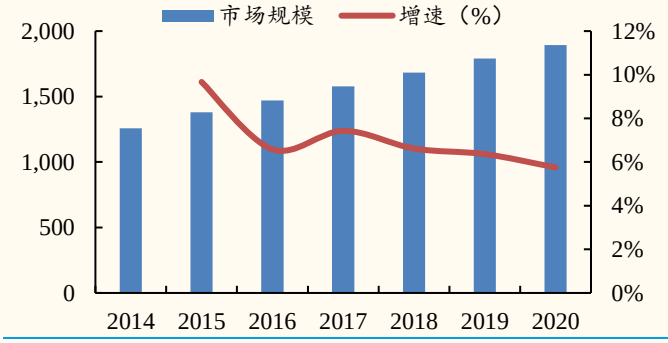
1、软体家居行业概况

中国软体家居行业规模近年来逐渐提升，2020 年整体规模已超 1890 亿，CAGR5 达 6.6%，而目前行业整体仍然较为分散，沙发、床垫行业 CR3 分别约为 17.3%/16.1%。我们通过产业链利润拆分发现，品牌商依然占据产业链优势地位，盈利能力最强，并且经销商盈利能力也相对较优，整体利润分配较为合理，确保行业长期可持续发展。此外，我们认为这一行业进一步扩容的驱动力正在切换，从原本的新房装修需求带动逐渐转变成依靠二手房更新及渗透率提升带动量增叠加消费升级带动价增共同驱动，根据测算，我们认为 2025 年行业规模有望突破 2700 亿。

1.1、行业现状：规模逐年扩大，整体仍较为分散

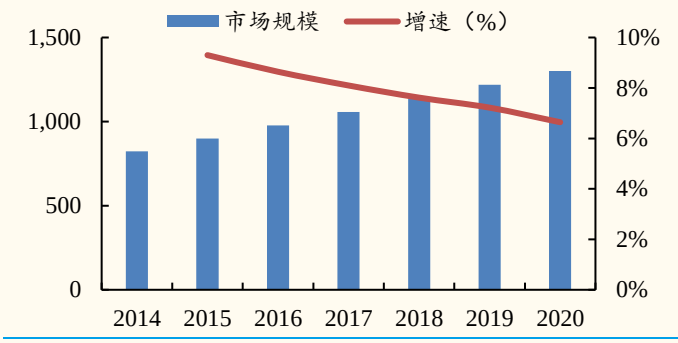
规模情况：2020 年中国软体家居规模约 1893 亿元，CAGR5 为 6.6%，其中床和床垫市场规模达 1300 亿元，CAGR5 达到 7.6%；沙发市场规模超 590 亿元，CAGR5 为 4.4%，功能沙发近年来增长较为亮眼，规模已超 80 亿元，CAGR5 达到 12.3%。

图表 1：中国历年软体家居市场规模及同比增速（亿元）



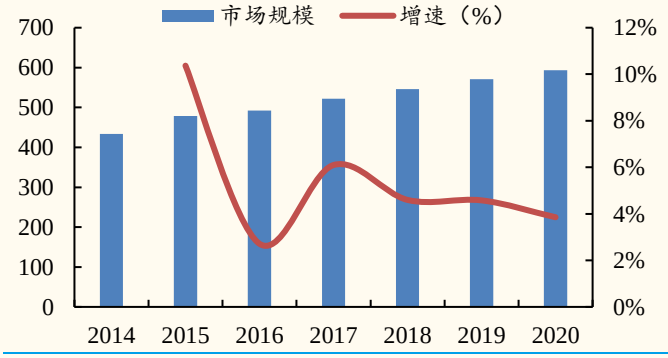
来源：国金证券研究所整理

图表 2：国内床与床垫市场规模及同比增速（亿元）



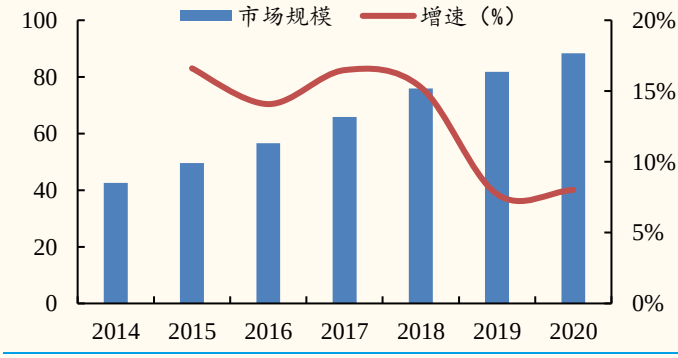
来源：Statista，国金证券研究所

图表 3：历年国内沙发市场规模及同比增速（亿元）



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

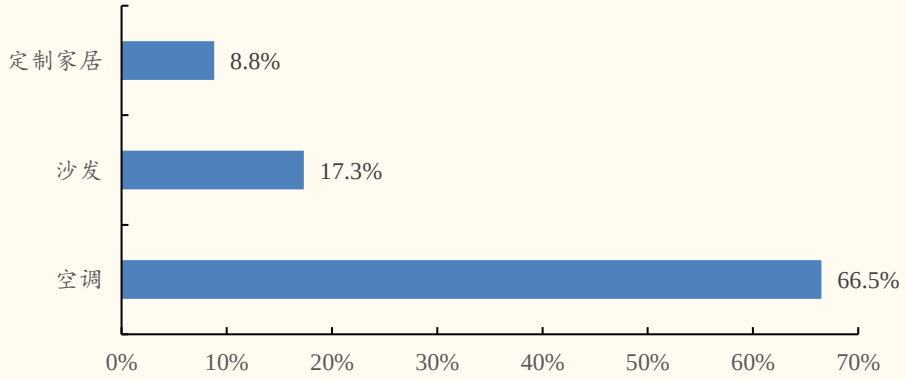
图表 4：中国历年功能沙发市场规模及同比增速（亿元）



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

集中度情况：家电>软体家居>定制家居。2020 年空调品牌、软体家居沙发品牌、定制家居 CR3 分别为 66.5%/17.3%/8.8%。由于家居行业核心零部件占比不高，原材料大多外采，制作门槛相对低于家电，且消费者需求多样化，标准化难度相对较大，这些因素叠加使得家居行业整体集中度低于家电，而在家居行业内，软体家居集中度高于定制家居，主要由于手工打制（门槛不高）对定制家居品牌商冲击较大以及行业服务属性更强，制造端规模效应影响有限。

图表 5：家电、软体、定制行业市场 CR3（%）

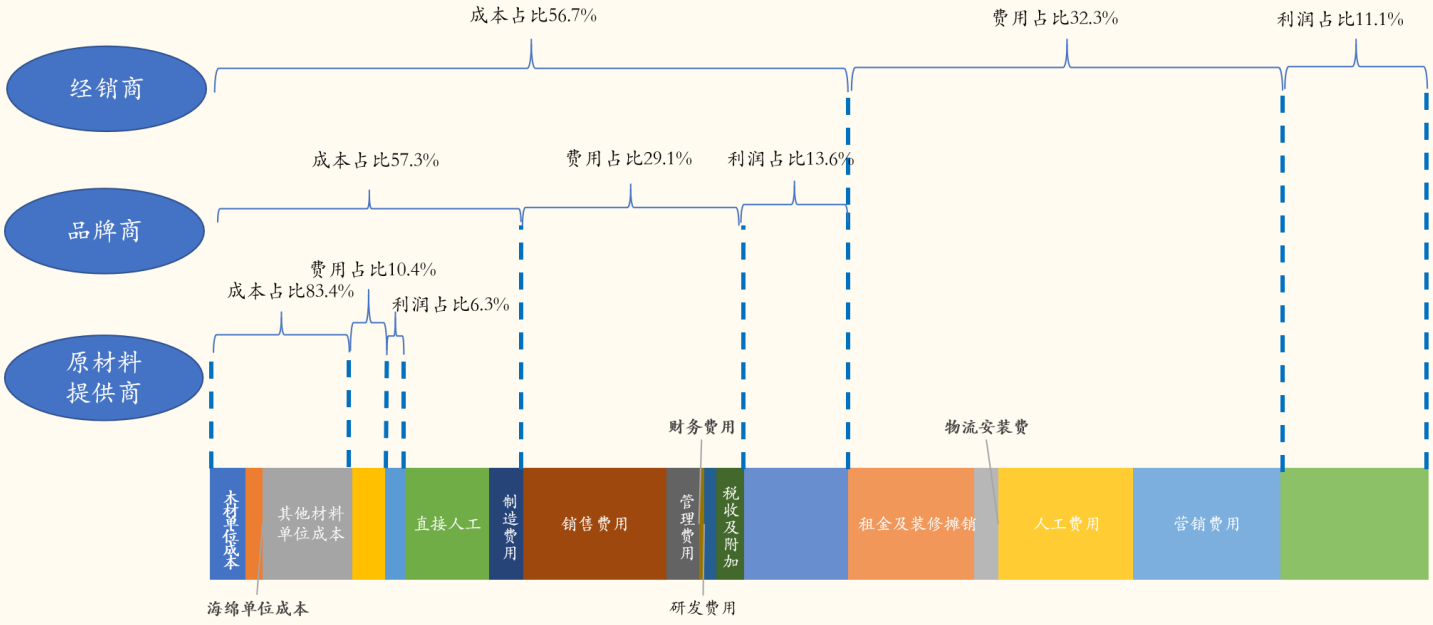


来源：产业在线，Euromonitor，国金证券研究所

1.2、产业链利润分配合理，品牌商更具优势

在软体家居产业链中，以沙发行业为例，整体利润分配较为合理：品牌商>经销商>原材料制造商，品牌商整体利润率相对更大。其中品牌商与经销商相比利润率更高，主要得益于其逐渐形成的规模效应，而经销商由于租金、装修摊销以及人工费用相对较高，整体盈利水平相对低于品牌商。

图表 6：软体家居上下游产业链价值分析



来源：渠道调研，家居公司招股书，国金证券研究所

1.3、行业扩容驱动力开始切换

随着新房销售市场增长放缓，一二线城市逐步进入存量房时代，二手房翻新市场逐渐增长，软体家居行业扩容的驱动力开始稳步切换，量增角度来看，逐渐开始依托二手房带来的软体家居更新需求的释放以及渗透率的进一步提升，价增角度来看，消费升级带动较为明显。整体来看，根据测算未来 5 年软体家居行业 CAGR5 为 9.7%，2025 年国内整体规模将有望突破 2700 亿元。其中沙发行业 2025 年规模有望突破 780 亿元，CAGR5 为 7.2%。床垫行业 2025 年规模有望突破 1100 亿，CAGR5 为 8.2%。

图表 7：软体家居行业规模预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅现房销售面积（万平方米）	18215	16394	15574	14795	14056	13353	12685
增长率	-22%	-10%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
两年前期房销售面积（万平方米）	113545	124725	131929	125333	124079	121598	119166
增长率	8%	10%	6%	-5%	-1%	-2%	-2%
当年一手房装修面积（万平方米）	131760	141118	147503	140128	138135	134951	131851
单套房平均面积（平方米）	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数（百万）	14.6	15.7	16.4	15.6	15.3	15.0	14.7
7 年前住宅竣工套数(百万）	10.4	11.2	11.1	12.9	12.6	13.1	14.3
10 年前住宅竣工套数（百万）	7.9	6.8	9.3	10.4	11.2	11.1	12.9
沙发市场							
沙发渗透率	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%
沙发更换周期(年)	7	7	7	7	7	7	7
当年消费户数（百万）	20.3	21.9	22.6	23.5	23.2	23.4	24.3
每户套数	1	1	1	1	1	1	1
当年总套数（百万）	20.3	21.9	22.6	23.5	23.2	23.4	24.3
单价	2800	2828	2969	3118	3274	3437	3609
价格增长率（%）		1%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模（百万元）	**56759**	**61997**	**66985**	**73156**	**75942**	**80590**	**87810**
软床市场							
软床渗透率	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%
软床更换周期	10	10	10	10	10	10	10
当年消费户数	7.2	7.6	9.3	9.9	10.6	11.0	12.1
每户套数	2	2	2	2	2	2	2
单价	2650	2783	2922	3068	3221	3382	3551
价格增长率（%）		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模（百万）	**38212**	**42449**	**54111**	**60515**	**68460**	**74194**	**86005**
床垫市场							
床垫渗透率	63%	64%	65%	66%	67%	68%	69%
床垫更换周期	7	7	7	7	7	7	7
当年消费户数	15.8	17.2	17.9	18.8	18.7	19.1	20.0
每户套数	2	2	2	2	2	2	2
单价	2100	2205	2315	2431	2553	2680	2814
价格增长率（%）		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模（百万）	**66219**	**75919**	**82801**	**91263**	**95596**	**102344**	**112479**
总规模(亿元）	**1612**	**1804**	**2039**	**2249**	**2400**	**2571**	**2863**
增长率（%）		11.90%	13.05%	10.32%	6.70%	7.14%	11.34%

来源：国金证券研究所整理

2、品牌商发展现状：盈利稳定性逐步提升，市场格局加速优化

我们认为头部品牌商目前正逐渐步入黄金发展期：一方面虽然由于软体家居企业生产成本中原材料占比较大且部分原材料价格波动相对较大，原材料对品牌商的盈利能力确有影响，但我们通过测算发现，品牌商仅需小幅提价就可较好平抑原材料大幅上涨带来的冲击，而且随着品牌商品牌力的逐步提升以及自主品牌销售占比的提升，其成本转嫁能力将进一步增强，整体盈利稳定性将逐步提升。另一方面，市场格局加速优化，虽然目前沙发、床垫品类的品牌集中度整体仍然较低，CR3 分别达 17%/16%，但沙发的细分赛道（功能沙发、中高端市场）已拥有较高集中度，床垫集中度也正加速提升，我们认为整体集中度将逐渐随着头部品牌商向中低端市场降维打击叠加疫情催化下迎来加速提升。

图表 8：床垫行业产业链



来源：国金证券研究所

图表 9：沙发行业产业链

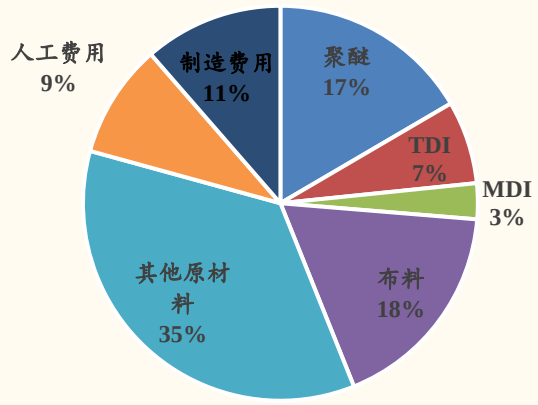


来源：国金证券研究所

2.1、原材料波动对于头部品牌商盈利稳定性扰动逐渐弱化

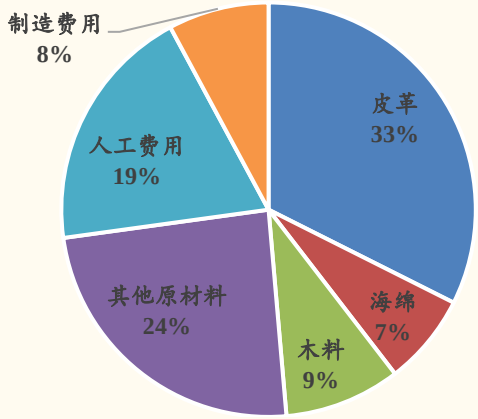
床垫和沙发生产成本中原材料占比均较高。梦百合床垫直接材料占成本 79.3%，直接材料中占比较大的有 MDI、TDI 和聚醚，各占总成本 6.8%、2.9%和 16.6%。顾家沙发直接材料占成本 72.8%，皮革、海绵和木材各占成本 32.4%、7.1%和 9.1%。

图表 10：床垫成本构成



来源：梦百合招股书，国金证券研究所

图表 11：沙发成本构成



来源：顾家招股书，国金证券研究所

近年来，MDI、TDI 波动相对较大，而聚醚历史价格走势相对平稳，近期由于阶段性停工停产原因带来价格大幅上涨，整体来看，由于软体企业生产成本中原材料占比较大，其波动确有对企业盈利能力产生较为明显的影响，但相对而言，拥有强大 C 端品牌的企业成本转嫁能力较强，可适时提价对冲原材料波动影响，并且根据测算，只需小幅提价就可平抑原材料大幅上涨带来的冲击，随着品牌商国内自主品牌销售占比提升后，原材料价格对于品牌商盈利稳定性的扰动将逐渐弱化。

图表 12：梦百合床垫毛利率弹性测算（%）

聚醚	MDI\TDI	0%	10%	20%	30%
0%	0%	0.00%	-0.40%	-0.80%	-1.20%
	10%	-0.17%	-0.57%	-0.97%	-1.37%
	20%	-0.34%	-0.74%	-1.14%	-1.54%
	30%	-0.51%	-0.91%	-1.31%	-1.71%
10%	0%	-0.98%	-1.38%	-1.78%	-2.18%
	10%	-1.15%	-1.55%	-1.95%	-2.35%
	20%	-1.32%	-1.72%	-2.12%	-2.52%
	30%	-1.49%	-1.89%	-2.29%	-2.69%
20%	0%	-1.95%	-2.35%	-2.75%	-3.15%
	10%	-2.12%	-2.52%	-2.92%	-3.32%
	20%	-2.29%	-2.69%	-3.09%	-3.49%
	30%	-2.46%	-2.87%	-3.27%	-3.67%
30%	0%	-2.93%	-3.33%	-3.73%	-4.13%
	10%	-3.10%	-3.50%	-3.90%	-4.30%
	20%	-3.27%	-3.67%	-4.07%	-4.47%
	30%	-3.44%	-3.84%	-4.24%	-4.64%

来源：梦百合招股说明书，国金证券研究所

图表 13：顾家沙发毛利率弹性测算（%）

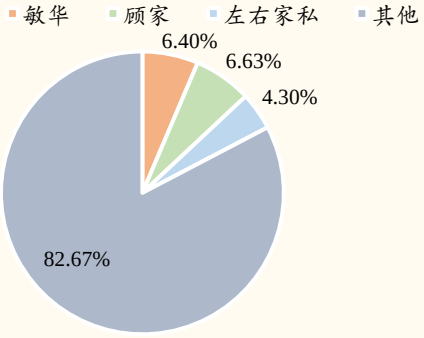
出厂价	皮革\海绵	0%	10%	20%	30%
0%	0%	0.00%	-0.46%	-0.92%	-1.38%
	10%	-2.09%	-2.55%	-3.01%	-3.47%
	20%	-4.18%	-4.64%	-5.10%	-5.57%
	30%	-6.27%	-6.73%	-7.20%	-7.66%
5%	0%	3.07%	2.63%	2.20%	1.76%
	10%	1.08%	0.64%	0.20%	-0.24%
	20%	-0.91%	-1.35%	-1.79%	-2.23%
	30%	-2.90%	-3.34%	-3.78%	-4.22%
10%	0%	5.87%	5.45%	5.03%	4.61%
	10%	3.97%	3.55%	3.13%	2.71%
	20%	2.06%	1.64%	1.23%	0.81%
	30%	0.16%	-0.26%	-0.68%	-1.09%
15%	0%	8.42%	8.02%	7.62%	7.22%
	10%	6.60%	6.20%	5.80%	5.40%
	20%	4.78%	4.38%	3.98%	3.58%
	30%	2.96%	2.56%	2.16%	1.76%

来源：顾家招股说明书，国金证券研究所

2.2、沙发行业品牌商格局：整体较为分散，细分赛道格局较优

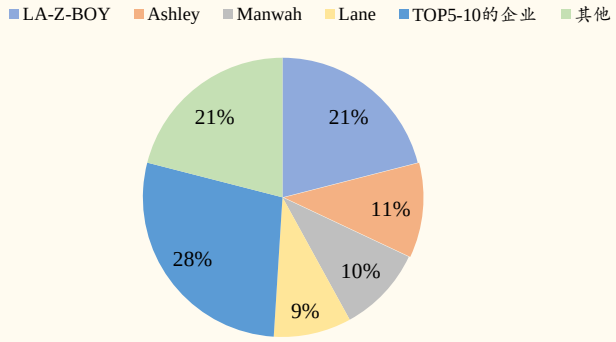
沙发行业整体较为分散，敏华与顾家势均力敌：目前国内沙发行业 CR3 约 17%，其中顾家、敏华市场份额较为接近，而美国 CR3 已达 70%，国内沙发行业集中度仍有较大提升空间，疫情也进一步加速中国软体行业的集中。

图表 14：国内沙发市场集中度较低（测算）



来源：Wind，国金证券研究所

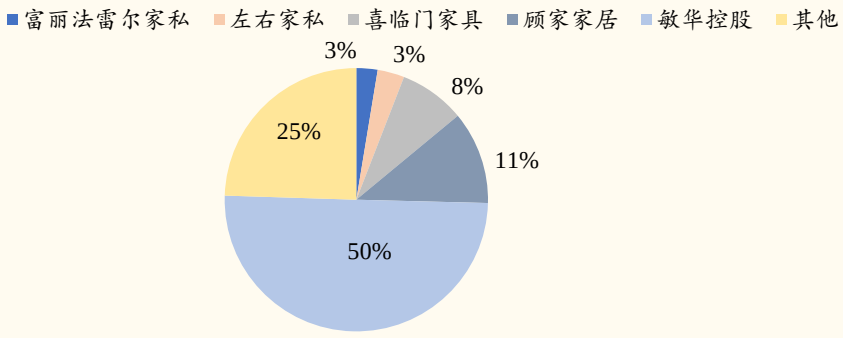
图表 15：美国沙发市场集中度



来源：Euromonitor，国金证券研究所

品类维度看：功能沙发由于标准化程度相对较高且核心零部件占比较大，生产门槛相对较高并且规模效应更易体现，目前国内功能沙发行业集中度较高，CR3 达 86%，其中敏华份额达 50%。

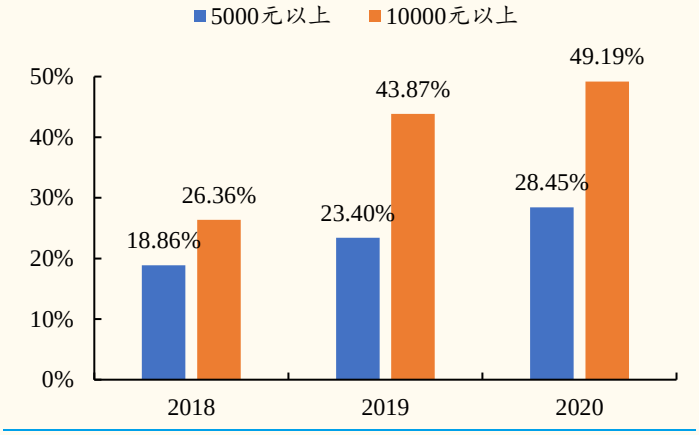
图表 16：国内功能沙发市场集中度情况



来源：敏华公告，国金证券研究所

价格维度：中低端分散，中高端相对集中，根据阿里平台数据，近年来沙发行业集中度逐渐提升，虽然中低端市场仍然较为分散，但中高端市场已经相对集中，截止 2020 年 5000 元以上产品 CR3 已达 28.5%，尤其 10000 元以上产品 CR3 已接近 50%。由于全国性品牌较少，中高端基本形成顾家、芝华仕双寡头格局，发展格局较优。

图表 17：顾家、敏华、左右沙发阿里平台价格段市占率



来源：国金证券研究所整理

图表 18：我国沙发行业主要全国性与区域龙头一览

	创立时间	主要区域	规模情况	2019 年门店数
顾家家居	1982 年	全国	2019 年销售收入 111 亿元	4900 家
敏华控股	1992 年	全国	2019 年销售收入 103 亿元	2874 家
左右家私	1986 年	全国	2019 年销售收入约 17 亿元，内销沙发约 14 亿元	2500 家左右
全友家居	1986 年	全国	2019 年销售收入超 100 亿元，沙发为重要品类	3000 家左右
爱依瑞斯	1995 年	华北	2019 年销售收入约 7 亿元	超 1000 家
帝标家居	2003 年	西南	2019 年年产值约 5 亿元	超 1000 家
利豪家具	1999 年	华东	2019 年年产值约 10-20 亿元	1500 家左右
吉斯家具	1998 年	山东	2019 年年产值超 12 亿元	超 800 家
非同家具	2001 年	华北	2019 年年产值超 4 亿元	超 800 家
斯蒂罗兰	1993 年	华南		1000 家左右

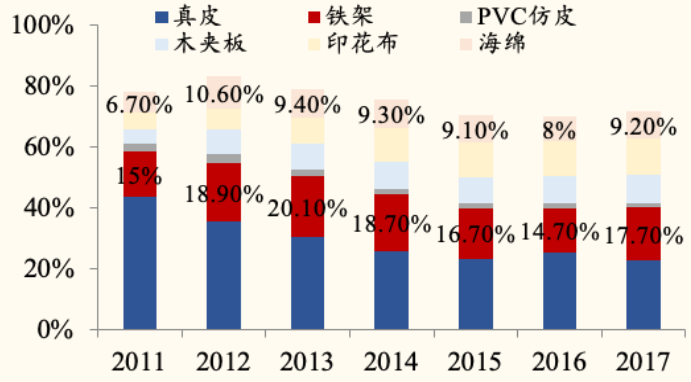
来源：公司公告，国金证券研究所

细分赛道格局较优原因分析：

1、功能沙发集中度较高原因：功能沙发核心零部件占比较大，铁架、电机作为功能沙发核心部件，其成本占总成本 20%以上。相对于普通沙发而言，功能沙发标准化程度相对较高，龙头企业更易形成规模化，并且拥有依托品牌力推爆款的能力，将更多流程标准化，从而相对于中小品牌获得成本优势。

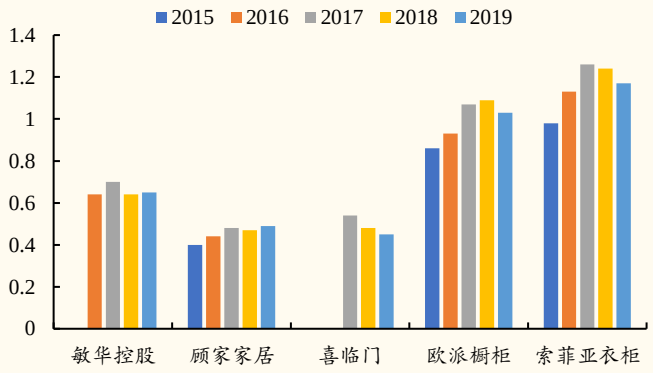
2、中高端沙发行业集中度较高原因：沙发销售需要大面积展示，沙发品牌门店坪效相对较低，需要经销商更强的运营能力，尤其中高端市场。根据草根调研，顾家、敏华经销商毛利率基本都处于 40-45%，净利率 10%左右。**中高端市场的优质经销商资源已被头部品牌占据，并且头部品牌也会赋能经销商，强者恒强，**行业新进入者（品牌）较少。

图表 19：功能沙发核心原材料占比相对较高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：主要家居品牌坪效（万元/平米）



来源：公司公告，国金证券研究所

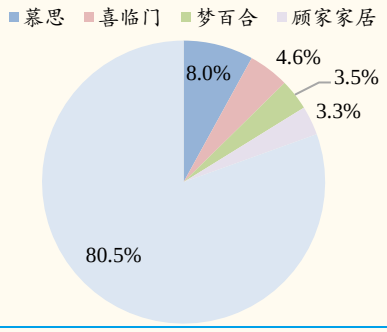
2.3、床垫行业品牌商格局：头部品牌快速增长，但市场仍较为分散

头部品牌快速增长，集中度提升空间大：目前中国床垫市场以慕思、喜临门为首，CR3 仅约 16%，而美国已达 63%，头部品牌空间仍然较大，近年来头部品牌床垫业务均取得迅猛发展。

在中国床垫领域，喜临门规模明显领先，2019 年营收已达 37.7 亿元，同比增长 20.8%，CAGR3 为 33.5%；2019 年顾家床垫业务收入达 19.5 亿元，同比增长

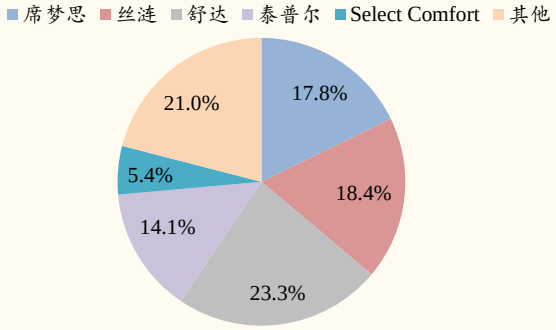
72.5%，CAGR3 达到 44.3%；2019 年梦百合床垫业务营收达 20.9 亿元，同比增长 36.8%，CAGR3 为 37.6%。

图表 21：2019 年中国床垫市场集中度情况（测算）



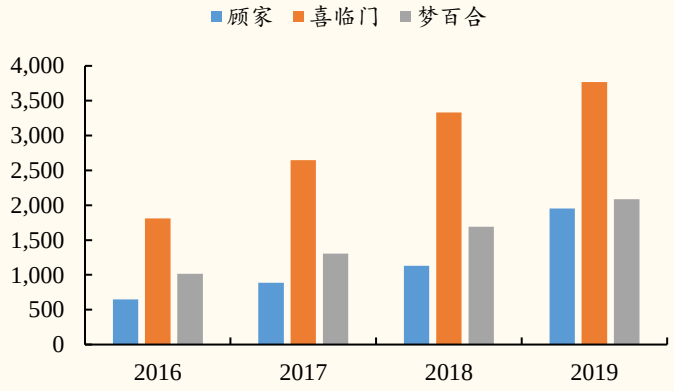
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：2019 年美国床垫行业集中度较高



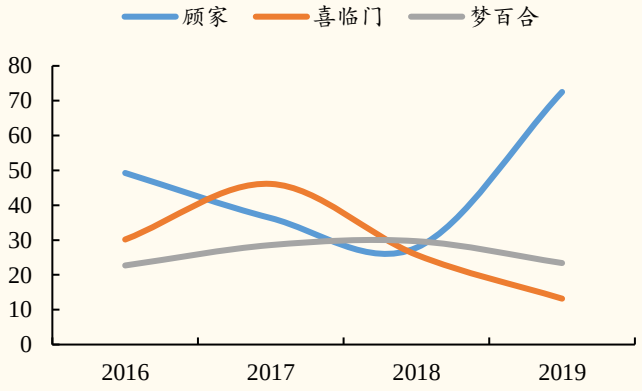
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 23：床垫龙头企业销售收入对比（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：床垫龙头企业销售收入 yoy（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

3、软体家居行业中的优质赛道：床垫——大行业孕育大公司

我们通过拆分床垫行业的量（渗透率、消费频次）、价（消费升级）驱动因素，可以看出床垫行业是拥有极高天花板的行业，并且床垫行业由于标准化程度高，规模效应更易体现，渠道+营销+研发更是这一行业品牌商发展的关键，龙头品牌将逐渐明显与中小品牌拉开差距，行业特性驱动品牌商集中度将能提升到较高水平。此外，我们认为这一赛道中记忆绵床垫将依托内外四方面合力进入加速渗透期。

3.1、优质赛道：大行业孕育大公司

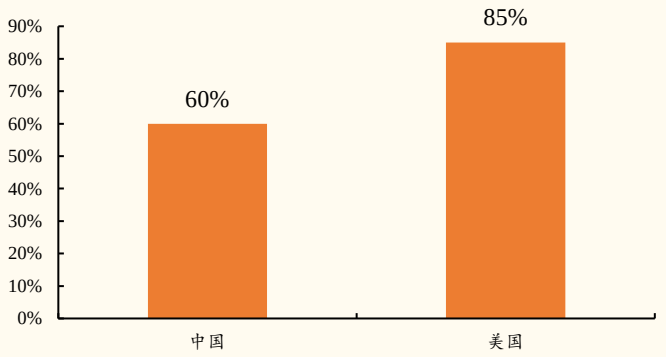
3.1.1 行业层面：拥有极高天花板

（1）量：渗透率天花板极高：我国床垫渗透率仅为 60%，相比于美国 85%的使用率仍存在很大的差距，我国床垫行业将延续欧美国家发展路径。一方面由于消费升级，消费者对于床垫需求自然提升，另一方面随着现代床架产品推陈出新，消费者接受度逐渐提高，作为现代床的互补品床垫也因此将迎来加速渗透（我们定义必须配套床垫进行使用的床为现代床，其余的都为传统床）。根据阿里全网数据统计，2020 年现代床销售额为达到 103.5 亿元，同比增长 52%，显著高于传统床架 37%的增速。

消费频次相对较高：床垫是在家居行业更新周期最短、更换较为便捷的细分品类。根据 The Spruce 数据，床垫的寿命一般在 5-10 年，产品寿命在家居品类中相对较短，不同家居品类的更换频率为：**床垫＞沙发＞衣柜＞橱柜。**对比发达

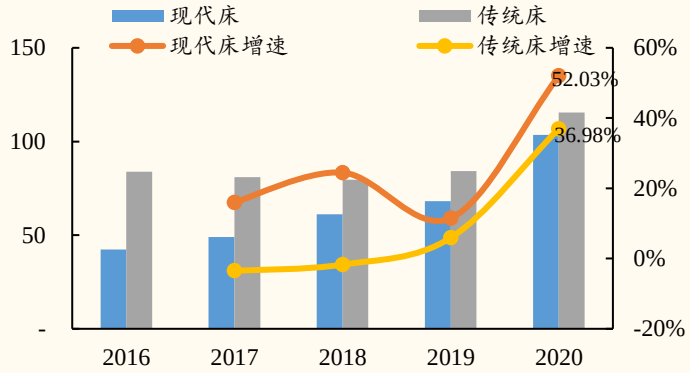
国家，目前国内多数消费者视床垫为耐用品，3-5 年更换床垫的比例仅占 19%，然而美国家庭床垫更换频率仅为 2-3 年，我国床垫消费频次有望进一步提升。

图表 25：美国床垫渗透率远高于中国



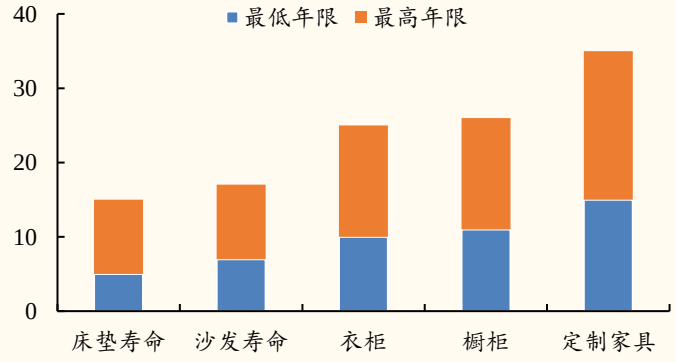
来源：The Sprue、产业信息网、国金证券研究所

图表 26：阿里平台现代床销售快速增长



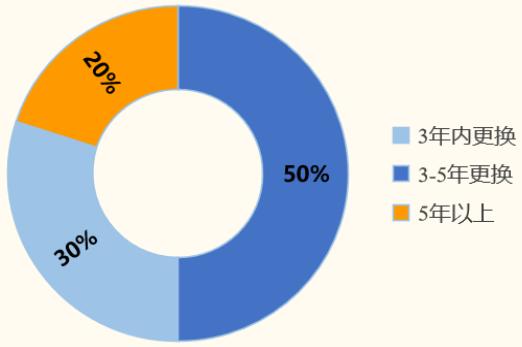
来源：国金证券研究所整理

图表 27：家居行业产品更换周期对比



来源：The Sprue、国金证券研究所

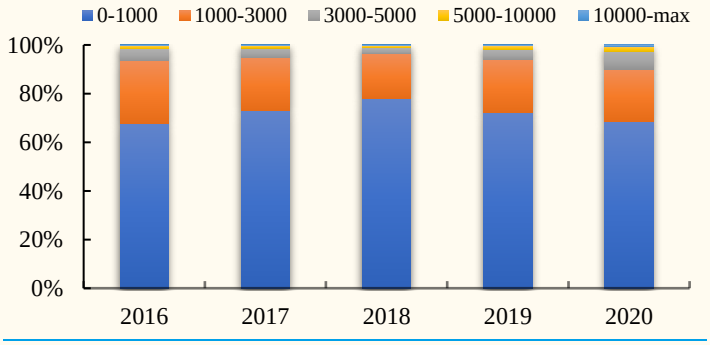
图表 28：美国消费者更换床垫频率



来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

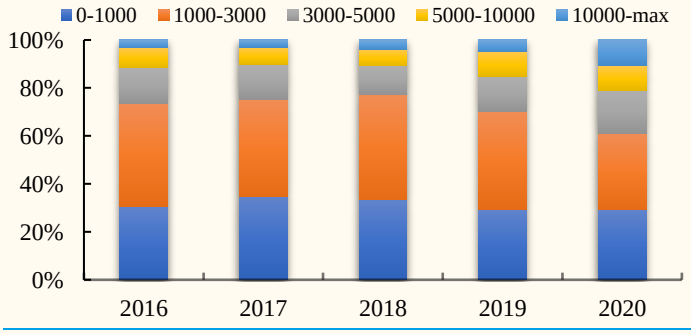
（2）价：客单价可稳步提升，根据阿里平台数据统计，近年来，1000 元以下的产品销量占比显著下降，2020 年 1000 元以上产品销量占比较同期上升 3.5%至 31.3%，销售额同比增长 37.5%至 60.2 亿元。此外，3000 元以上中高端产品显示出销量、销售额占比同时提升的强劲态势。伴随着更多高附加值产品的涌现顺应消费升级趋势，客单价将稳步提升。

图表 29：中高端产品的销量占比



来源：国金证券研究所整理

图表 30：中高端产品销售总额占比



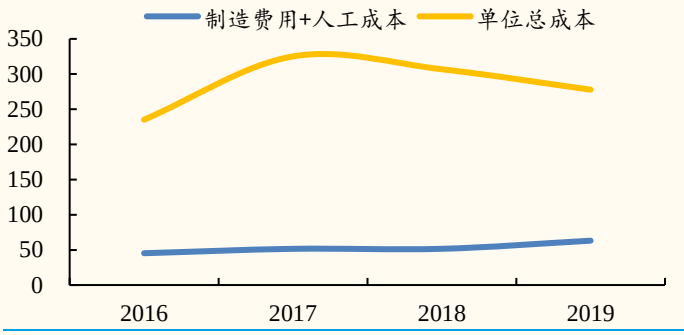
来源：国金证券研究所整理

3.1.2 公司层面：行业特性确保头部品牌拥有较高份额

（1）床垫标准化程度较高，SKU 相对较少，规模效应容易显现：近年来虽然原料成本确有下降，但梦百合床垫单位成本的下降与 2016 年以来单位制造费用和人工成本的稳定也有较大关联，一定程度上依托规模效应对冲了人员工资的硬

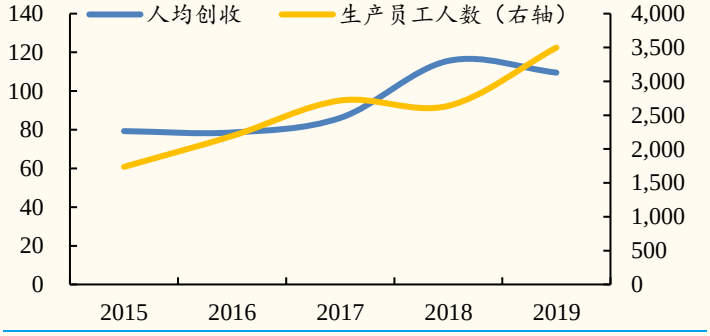
性上涨（2019 年单位制造费用与人工成本小幅上升主要是由于 19 年公司海外工厂转固，产能利用率仍在爬坡期）。从人均创收方面来看，公司在扩充生产人员从 1737 人至 3500 人左右的情况下，生产端人均创收整体保持增长态势。

图表 31：单位制造费用+人工成本维持稳定



来源：梦百合公司公告，国金证券研究所

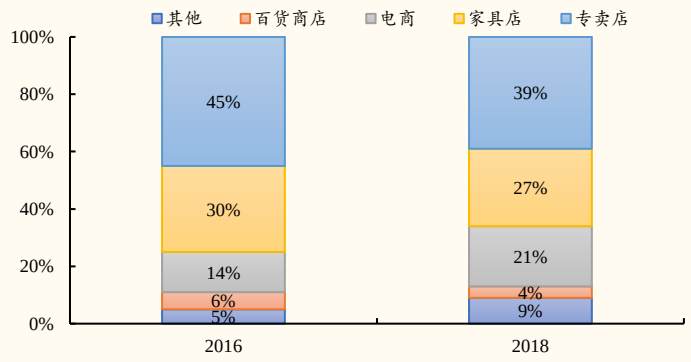
图表 32：生产端人均创收稳步上升



来源：梦百合公司公告，国金证券研究所

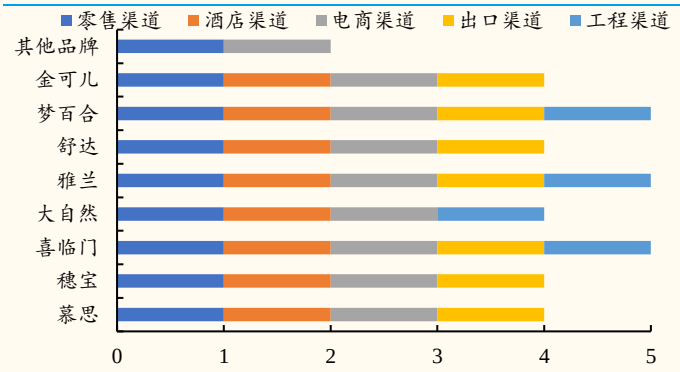
（2）渠道+营销是拉开差距之关键，龙头企业必然领先：根据 CSIL 的统计数据显示，2016 年至 2018 年美国床垫电商渠道份额从 14%上升至 21%，2020 年受到新冠疫情影响，预计电商渠道份额会进一步上升，但是短期内线下渠道仍然是主要的销售来源，所以对于拥有持续的现金流的头部品牌来说渠道扩张能力强。全渠道布局品牌市场有望提升企业市场份额，构筑企业竞争优势。

图表 33：美国床垫各渠道销售占比



来源：CSIL、国金证券研究所

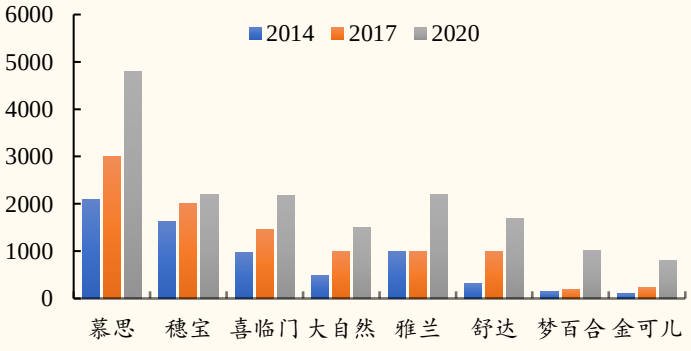
图表 34：多渠道完善布局



来源：国金证券研究所整理

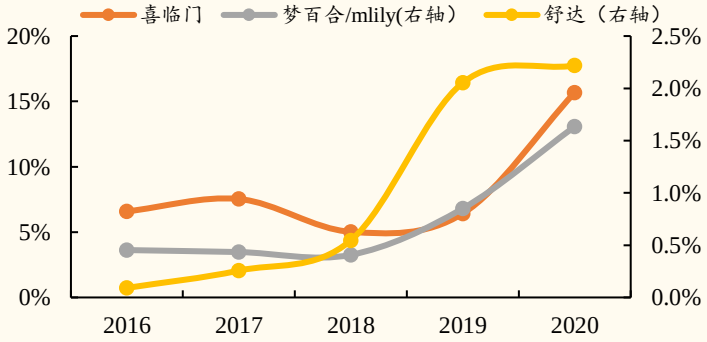
自 2014 年以来，床垫门店进入了快速扩张期，所有品牌都开始发力布局线下渠道，门店数量都开始扩张。2020 年喜临门新增门店 718 家至 2168 家，梦百合 2021 年规划新开 800 家门店，总门店数有望达 1500 家。从线上份额看：喜临门网上床垫的额市场份额从 6.6%提升至 15.7%，起步较晚的梦百合也从 0.5%提升至 1.6%，势头迅猛。

图表 35：线下门店数量快速扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：主要床垫品牌网上市场份额变化

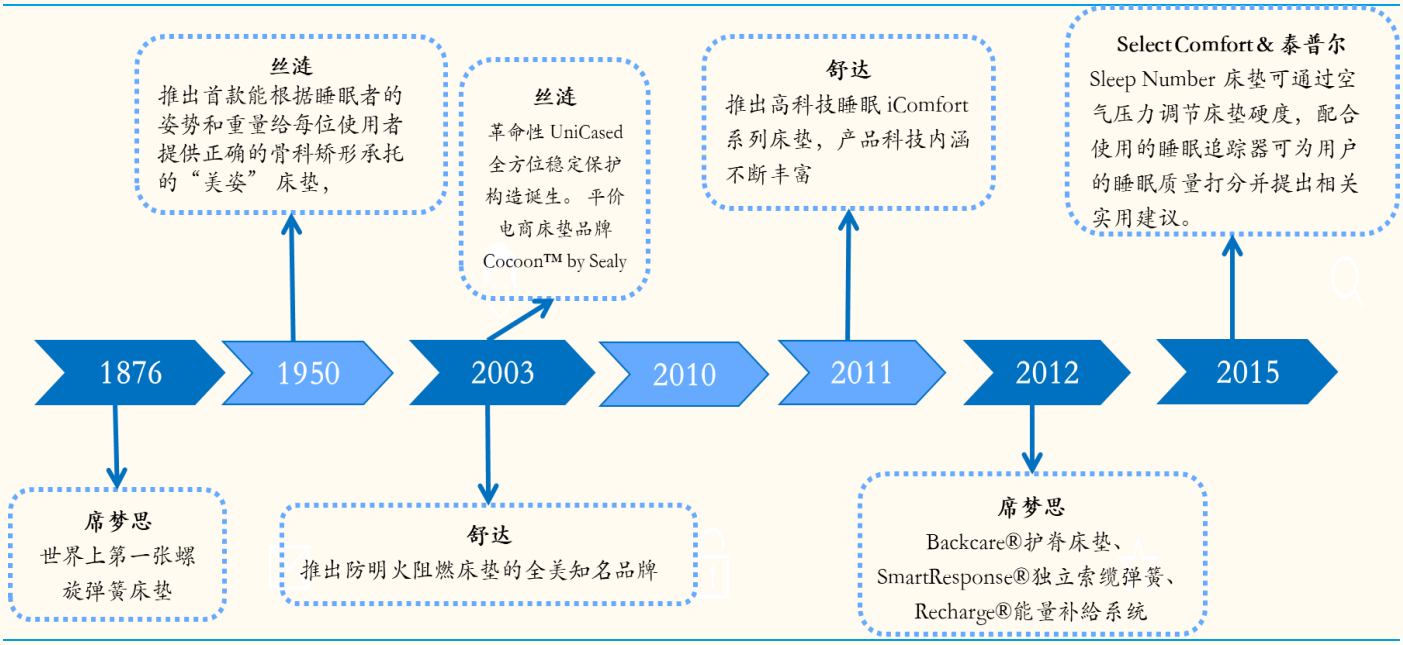


来源：国金证券研究所整理

（3）研发创新是床垫企业发展之基础：技术创新是床垫企业发展的根基。美国床垫史上每一次新材料新技术的出现都对企业和行业产生了深远影响：席梦思凭借开拓性的弹簧床垫引领了美国“车床时代”的生活潮流；丝涟通过功能性的“美姿”床垫确立了在功能性床垫方面的领先地位；舒达的全球三大核心专利在帮公司巩固行业地位方面同样功不可没；泰普尔将美国宇航局的压力吸收材质用于家居产品，推出了温感床垫、云雾床垫和舒适床垫三大系列。

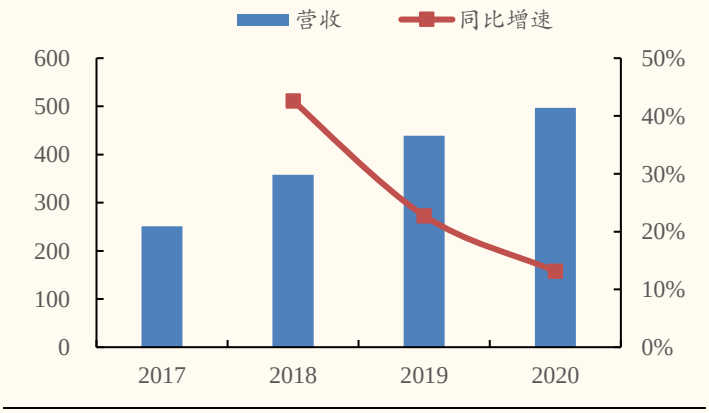
近年来，国外品牌 Casper 快速发展，2020 年成功上市，除了其创新的渠道建设与营销体系，其研发创新也是其成功关键，近年来逐步提高研发费用，研发创新一方面使得 Casper 床垫将顶层的优质乳胶泡沫和中间层的优质记忆泡沫融合在一起，确保身体在睡眠过程中不同角度的支撑和舒适度，产品体验感领先同行，另一方面设计使得 Casper 床垫可用迷你冰箱尺寸的箱子包装运输，显著降低运输成本。

图表 37：美国产品更新换代发展梳理



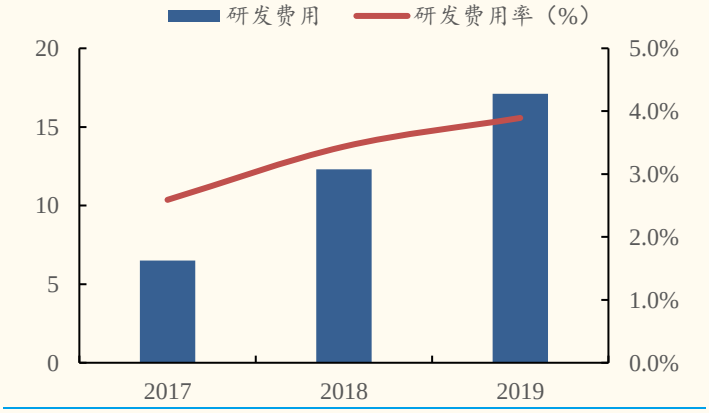
来源：各公司官网、国金证券研究所

图表 38：Casper 营收规模持续扩大（百万美元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：Casper 研发投入持续上升（百万美元）



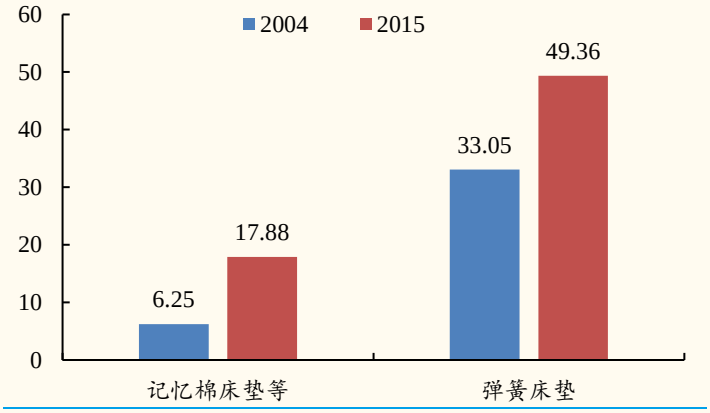
来源：Wind，国金证券研究所

3.2、国内记忆绵床垫有望迎来加速渗透期

目前国内记忆绵床垫行业仍处起步阶段，相较发达国家的渗透率仍有较大提升空间，并且我们认为三维度循环发力助推国内记忆绵床垫进入加速渗透期：

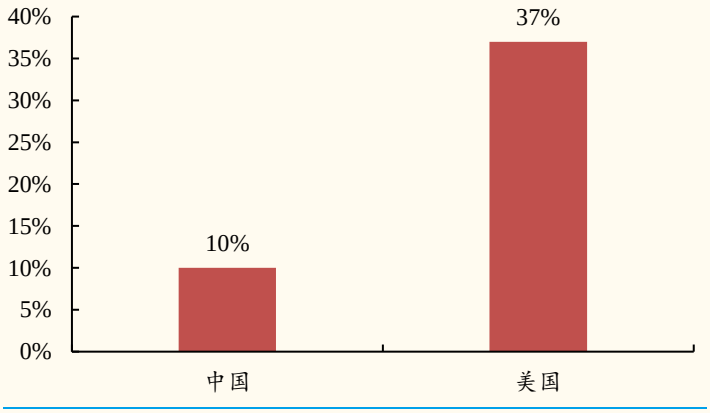
（1）乳胶床垫的兴起，消费者对软垫的接受度提升，为记忆绵床垫消费者教育奠定基础；（2）梦百合作为行业龙头借助酒店渠道广泛推广零压房，进行体验式消费者教育，近年来消费者教育效果逐步凸显；（3）2019 年以来以梦百合为主的企业持续优化产品结构叠加成本端压力缓解，记忆绵床垫产品主流价格段顺势下移，显著缩小了与行业整体主流价格段的差距，拓宽受众群体，记忆绵床垫加速渗透迈出关键一步。

图表 40：美国记忆绵市场规模大幅增长（亿美元）



来源：CSIL,国金证券研究所

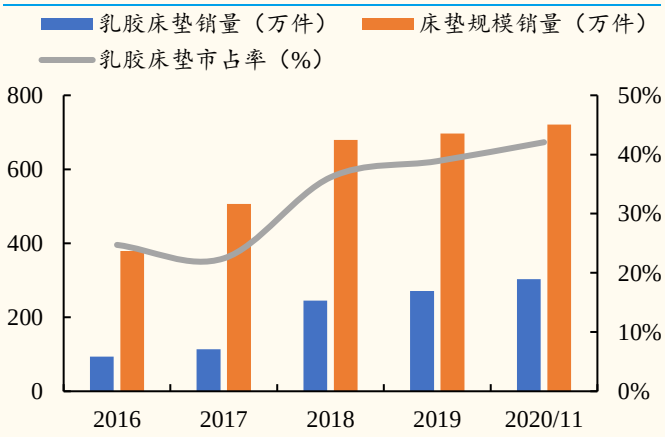
图表 41：2017 年中美记忆绵渗透率对比



来源：CSIL,国金证券研究所

3.2.1、乳胶床垫兴起为记忆绵床垫消费者教育奠定基础：经过多年来乳胶床垫的消费者教育以及泰国旅游热的契机，在消费升级的大背景下，乳胶床垫快速兴起，2017 年，乳胶床垫需求总量已达 500 万张，国内市场规模增长至 65.5 亿元。并且从线上数据看，2017 年后乳胶床垫渗透加速，2020 年乳胶床垫阿里平台销量占平台床垫总销量的比例已超 42%。乳胶床垫的快速发展，一定程度上表明消费者对软床垫的接受度逐渐提升。通过对比，我们认为记忆绵床垫在多项性能上均较乳胶床垫有一定优势。

图表 42：乳胶床垫线上渠道市占率



来源：国金证券研究所

图表 43：乳胶床垫和记忆绵床垫对比

	记忆绵床垫	乳胶床垫
材料安全性	环保，没有化学原料残留，无甲醛添加。	**天然乳胶：**有对 8%的人致过敏作用。**合成乳胶：**残留苯乙烯会分解为苯甲醚和甲醛。
回弹性	回弹 5-7 秒，对人体没有反作用力点的压力均匀分布，让人血液通畅，无压迫感。	回弹 2-3 秒，对神经压迫感，贴合身体曲线速度快。
使用寿命	一般为 8 年左右	由于存在氧化因素，使用寿命一般为 5 年左右。
运输	卷装运输，缩小产品体积，方便运输。	整装运输，比较占用空间。

来源：国金证券研究所

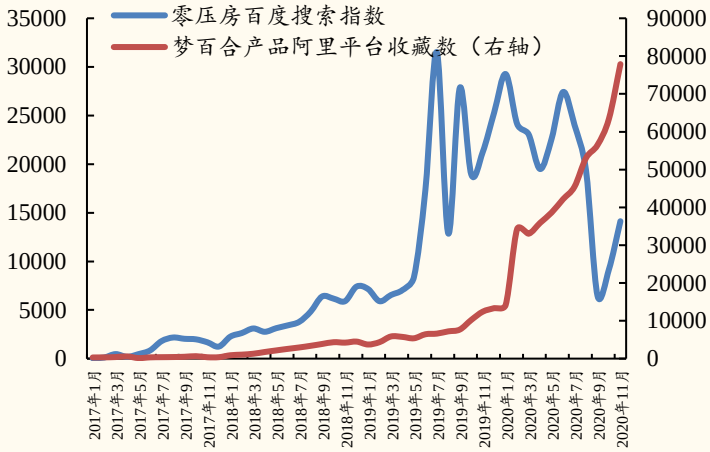
3.2.2、宣传+销售前置获取流量，消费者教育成果逐步显现：截止 2019 年，梦百合的零压房合作酒店 2800 多家，全国零压房数量超过 30 万间。零压房的入住客人均可亲身体验公司产品，进行体验式消费者教育的同时，有望将部分入住者转化为梦百合产品的购买者，销售渠道进一步前置。随着零压房覆盖面逐渐铺开后，消费者对零压房关注度显著提升，带动梦百合产品关注度明显提升，消费者教育成果逐步显现。

图表 44：恒旅零压房合作模式



来源：公司官网，国金证券研究所

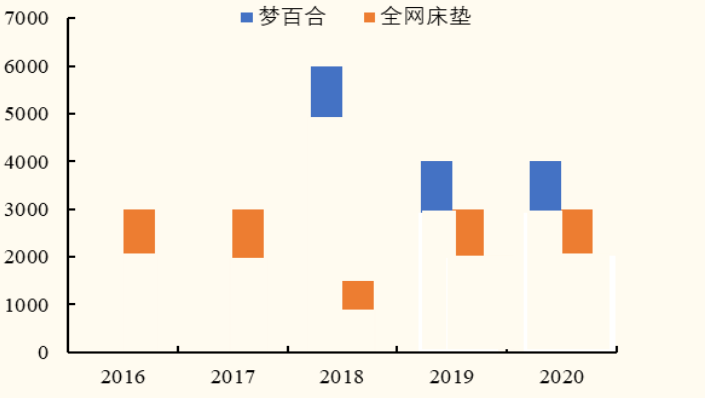
图表 45：消费者教育成果显现



来源：百度指数，国金证券研究所

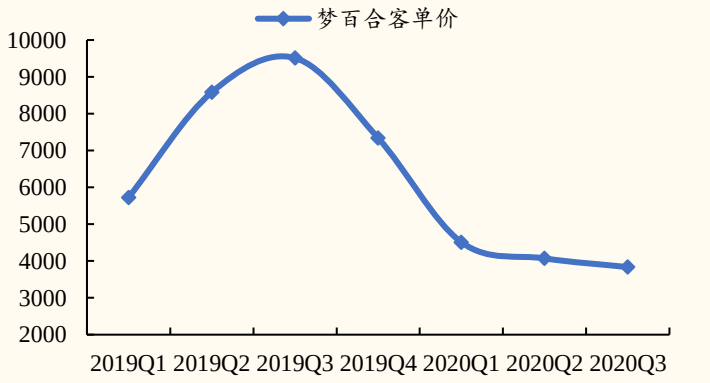
3.2.3、定价亲民，受众更广，记忆绵迎来加速渗透：2019 年以来以梦百合为主的企业持续优化产品结构叠加主要原料成本下降，记忆绵床垫产品主流价格段有所下降，以阿里平台为例，记忆绵床垫主流价格段从 5000-6000 元下降至 3000-4000 元，逐步靠近乳胶床垫的 2000-3000 元主流价格段，其中梦百合平均单价也从 2019 年下半年开始逐步下调。产品覆盖面更广，定价逐渐亲民令记忆绵床垫加速渗透迈出关键一步。

图表 46：记忆绵床垫主流价格段与乳胶床垫差额缩减



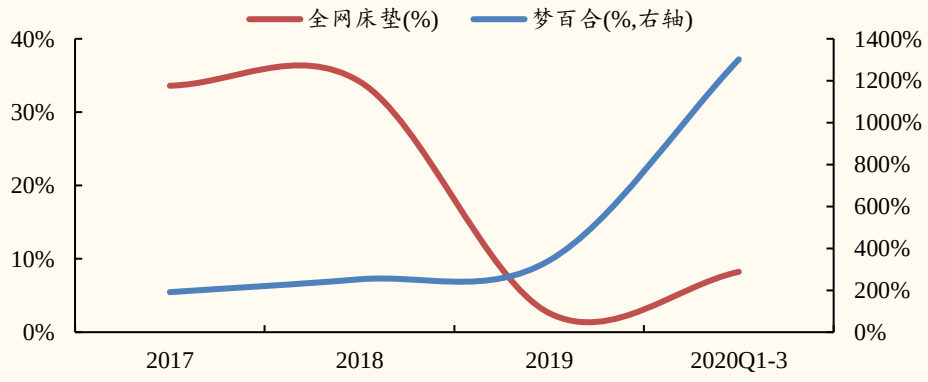
来源：国金证券研究所

图表 47：梦百合阿里平台均价 19 年开始下探



来源：国金证券研究所

图表 48：梦百合线上销量迎来高速增长



来源：国金证券研究所

4、软体家居行业三大趋势展望

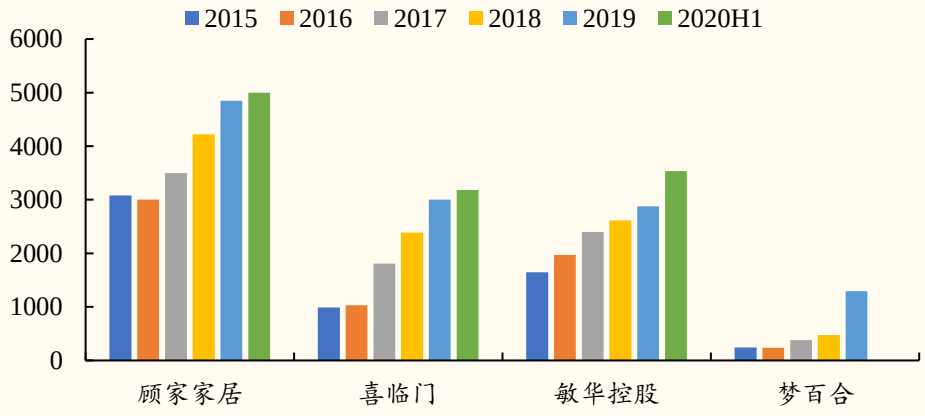
我们对于软体行业有三大展望：（1）内销：随着头部企业逐渐加大向中低端布局，拓宽自身产品覆盖面的情况下，拥有品牌+产品+渠道+价格全方位优势的头部品牌将对中小品牌形成降维打击，而疫情更是这一趋势的催化剂，国内市场有望迎来份额加速集中期；（2）外销：美国地产景气上行短周期已经来临，中国家具出口必然将会受益这一轮美国地产回暖带动的家具需求的扩容，并且由于贸易战+反倾销使得出口格局优化，份额进一步向具备海外产能布局的头部企业集中；（3）成本：通过对主要原材料的未来供需分析，我们认为原材料价格不具备持续大涨基础，并且头部品牌具备较好的成本转嫁能力，可较好平抑原材料上涨带来的冲击。

4.1、降维打击+疫情催化助推国内份额加速集中

拓宽产品价格覆盖面，降维打击中小品牌：软体头部品牌依托规模优势以及制造优势，逐渐推出高性价比产品，产品覆盖面拓宽的情况下，可满足更多层次消费者需求，对于定位中低端市场的中小品牌而言，产品+品牌+价格+渠道均无法企及头部品牌。而且在高端市场，国外高端品牌由于缺失在中国的渠道、供应链等运营经验，更倾向与本土头部品牌合作运营，如 Lazboy、Natuzzi 现均与顾家合作，近年来经营逐渐已走上正轨。整体来看，原本更多定位于中端市场的国内本土头部品牌在中低端和高端市场优势也越发明显。

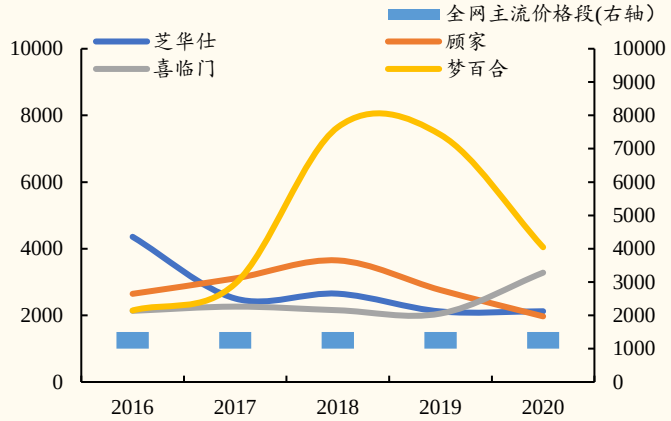
疫情下龙头抓住机会逆势扩张渠道：疫情期间头部品牌给予经销商大力扶持，且依托线上渠道布局完善，确保平稳度过疫情。并在疫情缓和后，抓住机会逆势扩张门店，进一步把握优质店面资源，为份额加速集中奠定基础。

图表 49：各品牌门店数



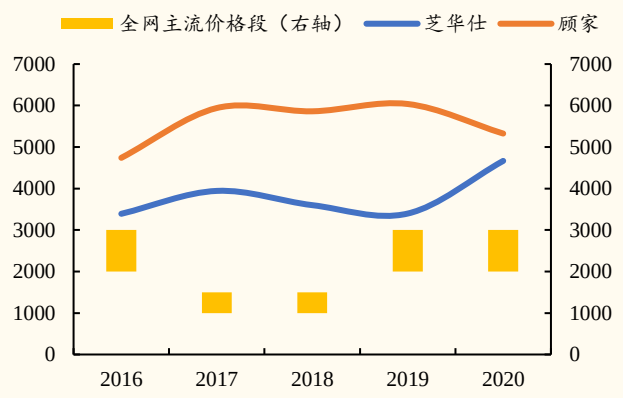
来源：wind，国金证券研究所

图表 50：床垫主流价格段与各品牌平均客单价



来源：国金证券研究所

图表 51：沙发主流价格段与平均各品牌客单价

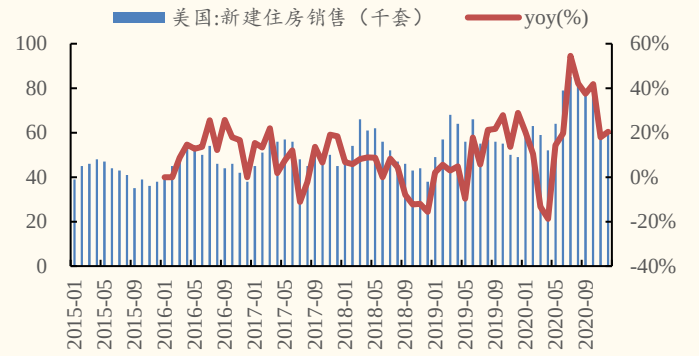


来源：wind，国金证券研究所

4.2、美国地产步入景气上行期，家具出口有望迎来持续性增长

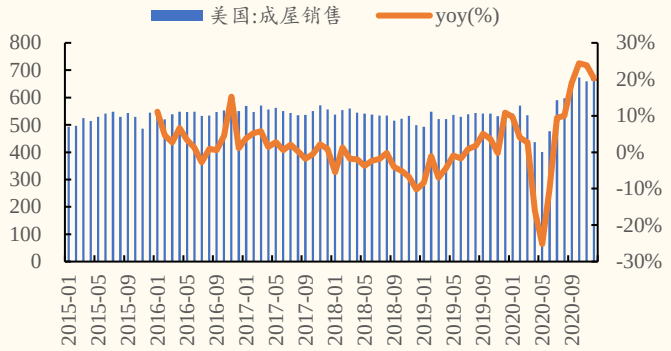
4.2.1、美国地产上行短周期已经来临，家具出口将大为受益：从 2019 年开始美国地产回暖，2020 年经历疫情波折后从三季度开始延续回暖态势。2020 年下半年新屋、成屋销售套数增速，均创 2015 年以来新高。并且从美国两大家居卖场数据来看，家得宝、劳氏依托客流增加收入增速逐季提升，美国家居行业迎来景气上行期。中国作为美国家具的第一大进口国，必然将会受益这一轮美国地产回暖带动的家具需求的扩容。

图表 52：美国新房销售与同比增速（千套）



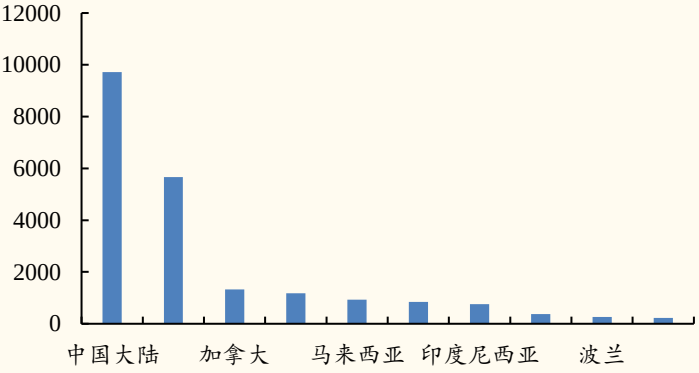
来源：WIND，国金证券研究所

图表 53：美国成屋销售与同比增速（千套）



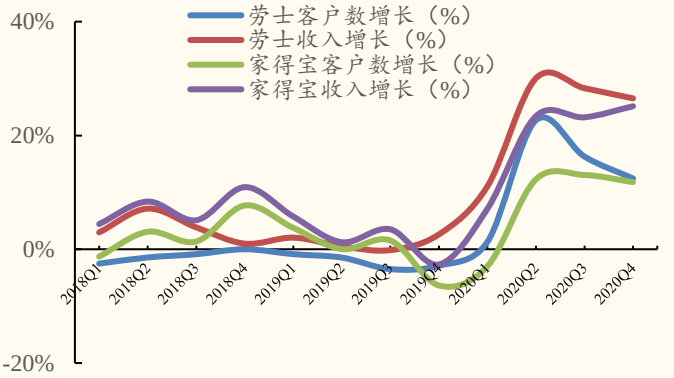
来源：WIND，国金证券研究所

图表 54：2019 年美国前十大家具进口国（百万美元）



来源：WIND，国金证券研究所

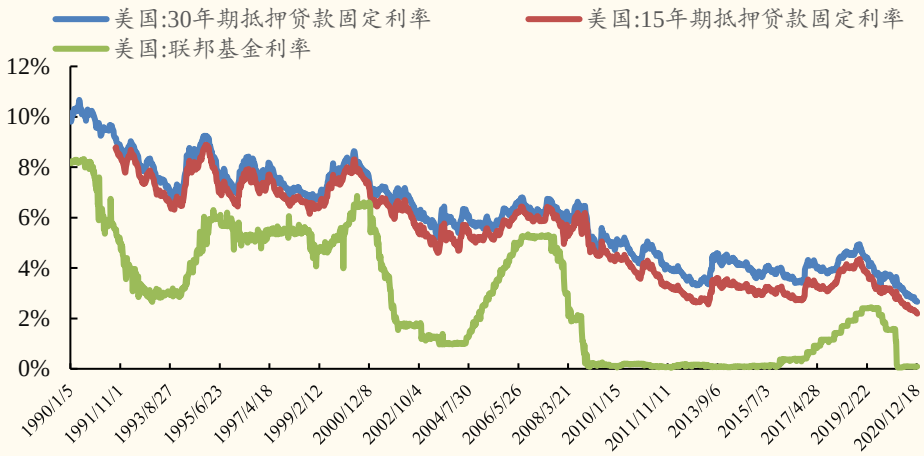
图表 55：美国家具零售商增长明显



来源：WIND，国金证券研究所

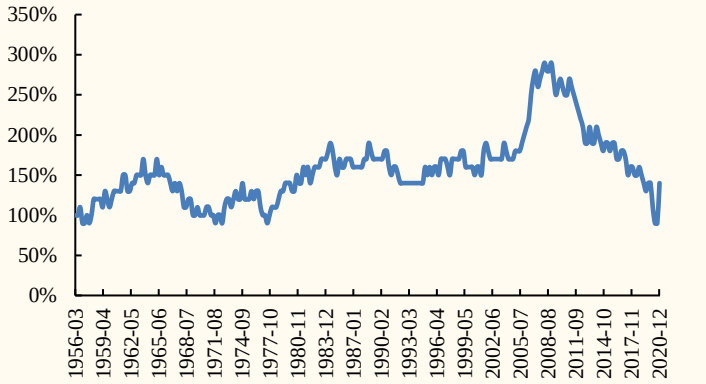
4.2.2、美国地产短周期已经来临，并且具备中期景气上行基础：美国地产销售数据持续亮眼，并且美国贷款利率、房屋空置率现均处于近 20 年最低位，这确保了美国地产短周期已经来临，历史上看美国短周期大概持续 3-5 年，这一轮周期从 19 年开始，预计可持续至 2022 年。中期维度来说，在经历了十余年去杠杆后，美国家庭部门负债水平已较为健康，也有望重启加杠杆进程，这使得美国地产具备中期步入景气上行周期的基础。

图表 56：美国抵押贷款利率与基金利率处于 20 年来最低位



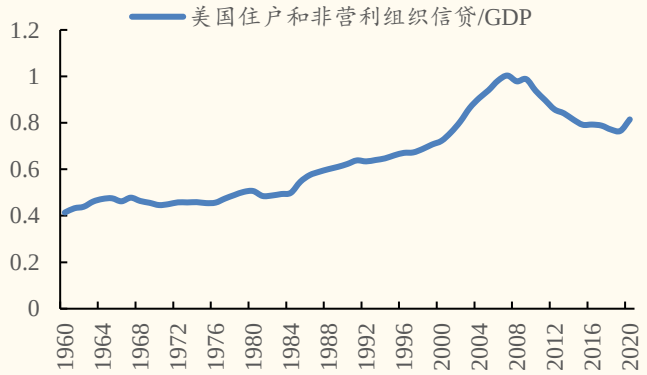
来源：WIND，国金证券研究所

图表 57：美国住房空置率迎来历史新低



来源：WIND，国金证券研究所

图表 58：美国住户和非营利组织信贷率



来源：WIND，国金证券研究所

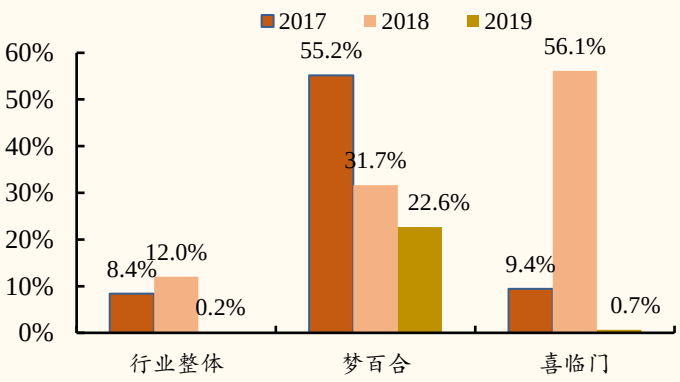
4.2.3、贸易战+反倾销助推出口格局优化：2018 年开始我国沙发、床垫在贸易战均受到加征关税影响，而 2019 年美国又进一步对床垫进行反倾销裁定，并于 2020 年开启第二轮反倾销调查，预计 21 年 5 月 ITC 终裁将会落地。经历贸易战+两轮反倾销后，不具备海外产能布局的中小出口企业经营难度前所未有，使得中小产能正在加速清退，具备海外产能布局的龙头企业将会受益于此轮外部环境带动的格局优化。

图表 59：第二轮床垫反倾销税裁定时间表

事件	反倾销税时间	反补贴税时间
美国企业提出请愿申请	2020 年 3 月 31 日	2020 年 3 月 31 日
DOC 开始调查	2020 年 4 月 20 日	2020 年 4 月 20 日
ITC 初裁	2020 年 5 月 15 日	2020 年 5 月 15 日
DOC 初裁	2020 年 10 月 27 日	2020 年 10 月 27 日
DOC 终裁	2021 年 3 月 18 日	2021 年 3 月 18 日
ITC 终裁	2021 年 4 月 26 日	2021 年 4 月 26 日
执行命令时间	2021 年 5 月 3 日	2021 年 5 月 3 日

来源：美国商务部，ITC，国金证券研究所

图表 60：较早海外布局的企业出口金额增速快于行业



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 61：ITC 初裁和 DOC 终裁比较

国家	公司	ITC 初裁	DOC 终裁
柬埔寨	Best Mattresses International Company Limited/ Rose Lion Furniture International	252.74%	45.34%
	其他		
印尼	PT Zinus Global Indonesia（际诺思印尼）	2.61%	2.22%
	其他		
马来西亚	Delandis Furniture (M) Sdn Bhd.（顾家马来西亚玺堡家居公司）	42.92%	42.92%
	Far East Foam Industries Sdn Bhd.		
	Vision Foam Ind. Sdn Bhd.		
	其他		
塞尔维亚	恒康塞尔维亚（梦百合塞尔维亚公司）	13.65%	112.11%
	其他		
泰国	Nisco (Thailand) Co., Ltd.（梦百合泰国里高公司）	572.56%-763.28%	763.28%
	Saffron Living Co.（喜临门泰国莎芬生活有限公司）		37.48%
	其他		37.48%
土耳其	BRN Yatak Baza Ev Tekstili Insaat Sanayi Ticaret A.S.	20.03%	20.03%
	其他		
越南	Wanek Furniture Co., Ltd./Millennium Furniture Co., Ltd./Comfort Bedding Company Limited	190.79%-989.90%	144.92%
	Vietnam Glory Home Furnishings Co., Ltd./Glory (Viet Nam) Industry Co., Ltd.		668.38%
	Separate Rate		144.92%
	Vietnam-Wide Entity		668.38%

来源：美国商务部，ITC，国金证券研究所

4.3、原材料不具备持续大涨基础

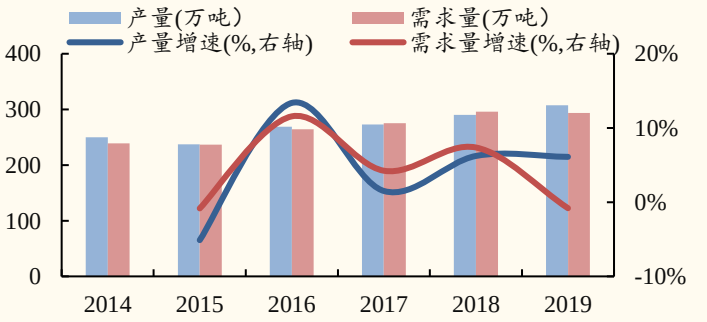
未来两年原材料供给端仍然充足，价格不具备持续大涨基础：软体家居产品成本中占比较大的主要有 MDI/TDI、聚醚。其中 MDI 根据汇总未来三年的新增产能，预计未来两年仍将处于产能过剩状态。而聚醚在常年开工率仅 50%的情况下，供需才基本平衡，故软体家居主要原材料未来两年均不具备大涨基础。近期的原材料价格上涨主要还是由于疫情导致的停工以及工厂主动检修等短期因素导致，我们认为不具备持续性，并且头部 C 端品牌具备较好的成本转嫁能力，可较好平抑原材料上涨带来的冲击。

图表 62：未来 3 年全球 MDI 供需平衡测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
新增产能（万吨）		70	40	35	0
产能（万吨）	827	897	937	972	972
产能利用率	90%	90%	90%	90%	90%
产量（万吨）	744	807	843	875	875
消费量（万吨）	744	744	818	861	912
GDP 增速		-4.4%	5.2%	3%	3%
消费量增速		-	10%	6%	6%
产能-消费量（万吨）		63	25	8	-37

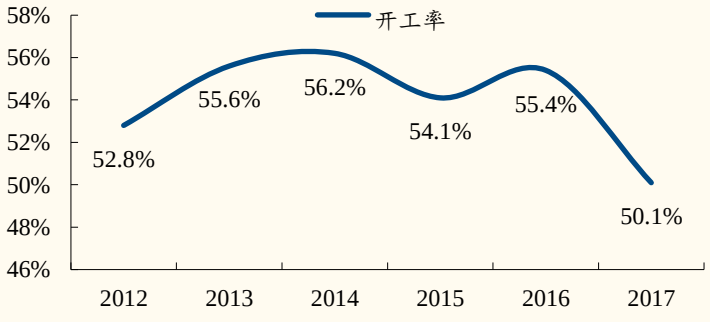
来源：科思创，IMF，国金证券研究所

图表 63：国内聚醚产量与需求量



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 64：国内聚醚多元醇开工率低迷



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

5、重点标的推荐

5.1、敏华控股：掌握成本优势，品类渗透与渠道红利加速释放

内销：通过掌控锐迈、钰龙，自产功能沙发核心零部件铁架与电机，使得敏华相较于同行，具备了明显的成本优势，公司具备扩大产品价格段覆盖，对小品牌进行降维打击的核心基础，并在此过程中功能沙发渗透率将迎来快速提升叠加渠道红利的释放，敏华内销迎来加速发展期。

外销：受益海外需求回暖叠加格局优化，外销也将为公司整体增长作出重要贡献。

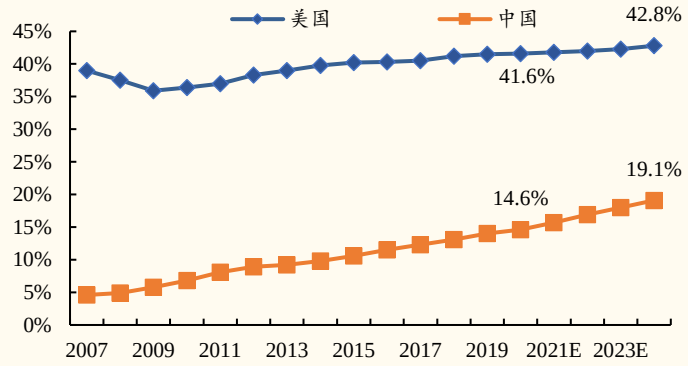
内外加速扩张，迎来戴维斯双击：公司内外销共同发力助推业绩迎来爆发期，且凭借降维打击内销中长期增长具备支撑，估值中枢有望进一步抬升，预计FY21-23的EPS分别为0.48、0.63、0.76元，当前股价对应的PE分别为35X、26X、22X，维持“买入”评级。

图表65：铁架、电机单位成本下降幅度对出厂定价影响的敏感性分析

		铁架单位成本下降金额（元/个）							
	出厂价变化幅度	5	10	15	20	25	30	35	40
电机单位成本下降金额（元/个）	5	47	70	94	117	141	164	188	211
	10	70	94	117	141	164	188	211	234
	15	94	117	141	164	188	211	234	258
	20	117	141	164	188	211	234	258	281
	25	141	164	188	211	234	258	281	305
	30	164	188	211	234	258	281	305	328
	35	188	211	234	258	281	305	328	352

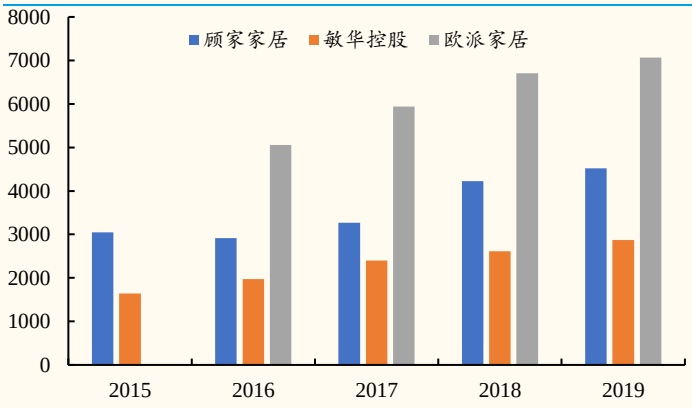
来源：国金证券研究所

图表66：功能沙发渗透率亟待提升



来源：沙利文，国金证券研究所

图表67：敏华渠道红利亟待释放（家）



来源：国金证券研究所

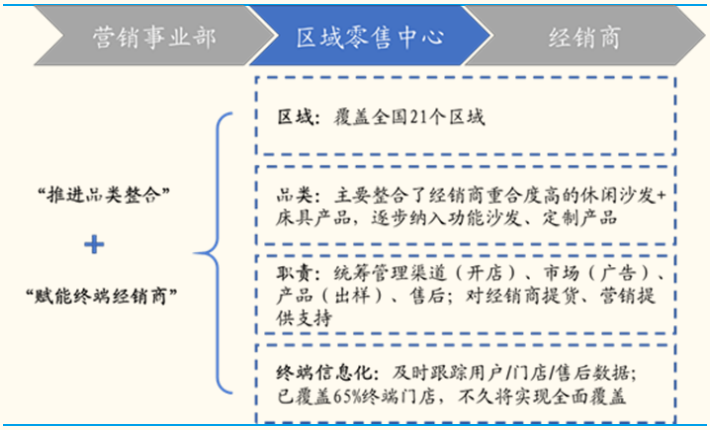
5.2、顾家家居：组织变革领先，正迎来改革红利期

内销：（1）在具备多品类+广渠道布局的优势情况下，公司率先进行组织变革，2018年下半年开始建立区域零售中心。**我们认为区域零售中心改革是公司继续品类融合+多品牌运营+渠道下沉的关键一步，这一布局中短期将迎来变革红利，并且为公司长期可持续发展奠定了良好的基础。**（2）中低端天禧品牌助推公司拓宽成长边界，加速下沉迎来利器。（3）公司后端供应链也在持续优化，今年11月已正式上线SAP系统，前后端效率的提升可期。

外销：一方面受益于海外需求回暖，另外一方面公司除拥有东南亚产能布局外，墨西哥也已布局，若床垫第二轮反倾销最终落地，公司可向墨西哥转移产能，将进一步收割出口份额。

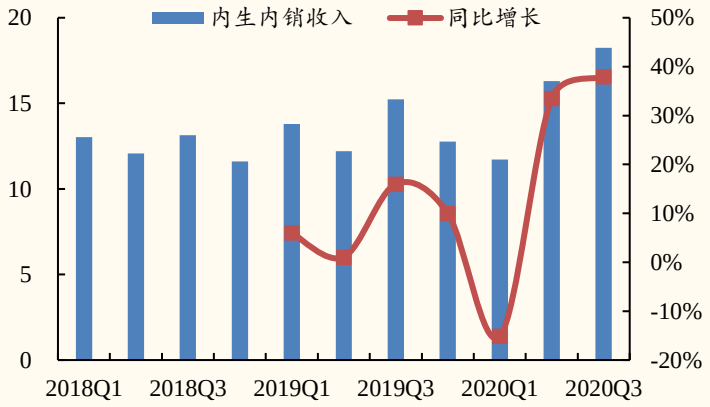
β与α兼具助推公司加速成长：预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 2.10 元、2.73 元和 3.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 38x/29x/23x，维持“买入”评级。

图表 68：顾家区域零售中心改革布局



来源：国金证券研究所整理

图表 69：顾家家居各季度内生内销收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

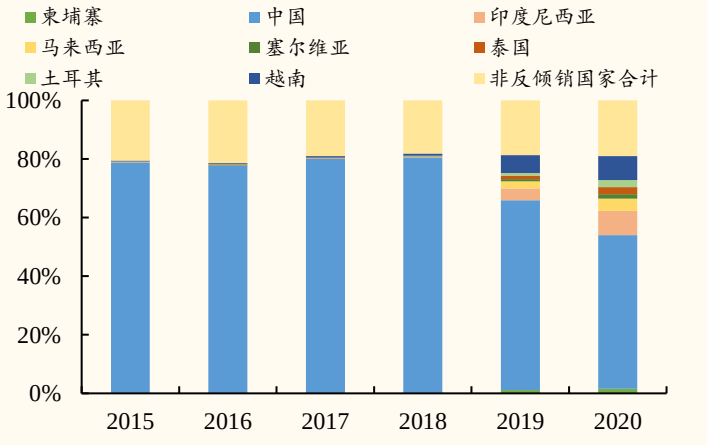
5.3、梦百合：内销有望超预期增长，外销业绩持续性较强

外销增长具备持续性：（1）美国地产投资与销售均将步入景气上行周期，海外需求回暖具备持续性；（2）第二轮反倾销即将落地叠加航运费未来两年价格中枢将抬升，具备全球产能布局的梦百合将进一步受益于格局优化带来的份额提升。（3）海外产能总体进展顺利，美西工厂也逐渐迈入正轨，随着产能释放，外销确定性将稳步抬升。

内销：三大因素将助推公司内销进入加速发展阶段：（1）依托成本优势公司已逐渐拓宽床垫产品价格段，扩大消费者覆盖面，为渠道扩张打下坚实基础；（2）公司加强前端品牌营销与后端服务保障的同时逐步完善渠道网络管理体系，确保渠道良性扩张；（3）多品类布局拓宽成长边界，电动床业务布局具备战略意义，短期做大规模的同时可部分绑定此后床垫更新客户，为可持续发展打下坚实基础。在这一背景下，梦百合依托产品+渠道+营销的布局逐渐完善，内销有望取得超预期增长，盈利稳定性将进一步提升。

外销景气维持确保业绩高增，内销贡献加大有望抬升估值中枢：我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.37 元、2.18 元、2.75 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 25x/15x/12x，维持“买入”评级。

图表 70：反倾销国家床垫出口占美国总床垫进口比例



来源：美国海关官网，国金证券研究所

图表 71：梦百合全球化产能布局

地区	项目	投产时间	设计产值
西班牙	收购思梦及其子公司	2017 年 10 月	2000 万欧元
	西班牙工厂新建	2020 年 9 月	8-10 亿元
塞尔维亚	塞尔维亚一期、二期	2015 年	5000 万欧元
	塞尔维亚三期	2019 年 10 月	总产值增加至 1.02 亿欧元
泰国	泰国工厂一期	2019 年	8-10 亿元
	泰国工厂二期		
美国	美国东岸	2019 年 12 月	8-10 亿元
	美国西岸	2020 年 10 月	8-10 亿元

来源：公司公告、国金证券研究所

公司投资评级的说明:

买入:预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持:预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%;
中性:预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%;
减持:预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入:预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持:预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%;
中性:预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%－5%;
减持:预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402