

家用轻工行业

功能沙发：深度解答渗透率提升的疑虑

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

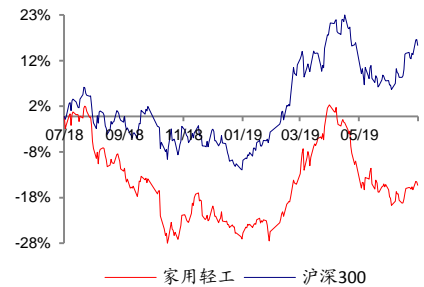
2019-07-04

核心观点：

相对市场表现

● 功能沙发渗透率提升的关键？推动因素 VS 阻碍因素

根据敏华控股业绩简报中披露的数据，2018年美国功能沙发渗透率已经达到40%多，而中国大陆渗透率仅有13%左右。巨大市场潜力背后，品类渗透率提升的关键为何？本文站在消费者做选择的角度，从推动因素、阻碍因素两方面进行了分析。



● 推动因素：功能沙发在功能性、舒适性方面具有显著优势

客厅文化由会客转向家庭共享、娱乐，舒适体验成为消费者关注重心。

舒适性：功能沙发提供了可调节身姿的形态变换功能，能够适应用户阅读、看电视、闭目养神等多种需求；**功能性：**功能沙发提供的蓝牙音响功能、USB充电、饮料杯座等功能，极大提升了用户使用沙发时的体验。

分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 阻碍因素：品类认知度、居民收入条件、居民住房条件，龙头品牌发挥主观能动性适应国内消费市场

产品认知度：我们认为产品认知度不足是最大阻碍，并且需要长期努力。龙头品牌芝华士通过传统线下门店扩张、拥抱合众传媒等新流量、产业共赢发展等方式，相信未来几年将取得成效；**居民消费水平：**我们认为功能沙发与普通沙发品类价格差异远小于档次间差异，消费者会根据需求选择品类，根据预算选择档次，芝华士传统产品以美式真皮沙发为主，后续推出了价格更加亲民的布艺功能沙发，大大降低了消费者门槛。**居民房屋空间：**户型空间问题，针对小户型房屋，芝华士等品牌开发了专门的小户型产品，能够匹配相应的需求。

相关研究：

家用轻工行业：零售渠道、电商 2018-12-27

巨头抢滩家具行业是为何？

【广发轻工】周报：2018年 2018-11-19

全装修发生了哪些变化

家具行业筑底系列(一):家具 2018-09-20

龙头的成长何时穿越周期

● 功能沙发渗透率有翻倍以上空间，继续看好敏华控股

我们认为，功能沙发未来几年渗透率提升趋势延续，平均每年有望提升0.8-0.9pct；如果敏华控股作为龙头公司营销动作、产品改进卓有成效，渗透率提升速度有望达到每年1.0-1.1pct。我们判断，功能沙发在功能性和舒适性方面具备一定优势，再加上厂商在产品塑造、消费者教育等方面积极推动，国内功能沙发渗透率有望逐渐提升至25%以上。继续看好国内功能沙发龙头敏华控股，公司凭借产业链条、品牌等核心竞争力，有望享受功能沙发渗透率提升的市场空间红利，以及品类扩张带来的新增长点。

联系人：

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

● 风险提示

中美之间文化差异、消费差异，导致国内功能沙发推广与美国存在差异；产业发展缓慢，品类推广不及预期；普通沙发品牌发力，致使行业竞争加剧。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (港元/股)	EPS(港元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
01999.HK	敏华控股	港元	3.64	2019/6/11	买入	4.39	0.37	0.43	9.8	8.5	8.3	7.1	18.3	17.9

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算；表中年份为公司财年

目录索引

本文投资逻辑总结.....	5
一、功能沙发，渗透率提升的关键？推动因素 VS 阻碍因素.....	6
二、推动因素：功能沙发相比于传统沙发的优势何在？	8
2.1 客厅文化由会客转向家庭共享、娱乐，舒适体验成为消费者关注重心	8
2.2 产品舒适度：更自由、更舒适	9
2.2 产品功能性：超越“坐”、更丰富.....	11
三、阻碍因素：真的是阻碍么？关注龙头企业的主观能动性	13
3.1 品类认知度：缺乏品类认知仍是最大阻碍，龙头线上线下、前端后端齐发力 ...	13
3.2 居民消费水平：大部分消费者能够负担的产品.....	14
3.3 居民房屋空间：单座沙发/小型功能沙发将面向小户型.....	19
四、功能沙发渗透率有翻倍以上空间，继续看好敏华控股.....	22

图表索引

图 1: 随意调节姿势	6
图 2: 功能沙发渗透率	7
图 3: 居民对客厅空间的理解和需求	8
图 4: 消费者沙发使用场景	8
图 5: 是否倾向于在家招待亲朋	9
图 6: 不在家招待亲朋的原因	9
图 7: 躺在沙发上, 头部希望获得的舒适感受	10
图 8: 躺在沙发上, 肩颈部位希望获得的舒适感受	10
图 9: 躺在沙发上, 腰臀部位希望获得的舒适感受	10
图 10: 躺在沙发上, 腿部希望获得的舒适感受	10
图 11: 沙发舒适度对比 (功能沙发 vs 普通沙发)	11
图 12: 客厅智能家居的需求倾向	11
图 13: 希望为老人设计的功能	12
图 14: 希望为儿童设计的功能	12
图 15: 时尚家居设计周中的品牌沙发展厅	14
图 16: 客厅空间花费倾向 (2016 年搜狐焦点调查)	15
图 17: 客厅家具花费倾向 (2016 年搜狐焦点调查)	15
图 18: 年收入 10 万以内人群购买功能沙发意愿 (2018 年 La-Z-Boy 调查)	15
图 19: 年收入 20-50 万人群购买功能沙发意愿 (2018 年 La-Z-Boy 调查)	15
图 20: 我国城镇居民人均可支配收入	16
图 21: 中国各年新生人口数量	16
图 22: 18-30 岁年龄段人群年收入百分比 (2018 年 La-Z-Boy 调查)	17
图 23: 31-40 岁年龄段人群年收入百分比 (2018 年 La-Z-Boy 调查)	17
图 24: 功能沙发产品购买门槛不断降低	17
图 25: 芝华士头层牛皮功能沙发 (3+躺左)	18
图 26: 顾家家居头层牛皮沙发 (3+躺左)	18
图 27: 我国粗结婚率与粗离婚率	19
图 28: 公司研发出不同型号的铁架	20
图 29: 产品形态变换, 贴合不同大小的户型	20
图 30: 芝华士小款型号功能沙发 尺寸参数	21
图 31: 消费者对沙发材质的偏好 (2018 年 La-Z-Boy 调查)	23
表 1: 沙发舒适度指标列表	9
表 2: 芝华士沙发产品矩阵	19
表 3: 渗透率变化情景假设	22
表 4: 功能沙发市场空间测算	22
表 5: 2018 年国内功能沙发品牌市场份额变化	24
表 6: 敏华控股国内沙发销售收入分拆	24

本文投资逻辑总结

本文从推动因素、阻碍因素两个角度，探讨了功能沙发渗透率提升的关键。站在消费者的角度，我们认为，推动消费者购买功能沙发而非普通沙发的因素，在于功能沙发的优势：舒适性、功能性；而阻碍消费者购买功能沙发的决策因素包括：品类认知度、居民收入条件、居民住房条件。

经过分析，我们认为：

- **推动因素方面：**相比于传统沙发，功能沙发在功能性、舒适性两方面具有显著优势。功能沙发提供了可调节身姿的形态变换功能，能够适应用户阅读、看电视、闭目养神等多种需求；功能性方面，功能沙发提供的蓝牙音响功能、饮料杯座功能，极大提升了用户使用沙发时的体验。
- **阻碍因素方面：**目前市场比较疑虑的几大阻碍因素分别是产品认知度、居民消费水平、居民房屋空间，我们针对几大担忧做了进一步的分析，认为龙头品牌的主观能动性能够发挥重要作用，对品类未来前景充满信心。1) 产品认知度方面，龙头品牌立足于传统线下门店扩张布局，积极拥抱合众传媒等新流量；2) 居民消费水平方面，我们认为功能沙发与普通沙发品类价格差异远小于档次间差异，消费者会根据需求选择品类，根据预算选择档次，芝华士传统产品以美式真皮沙发为主，后续推出了布艺功能沙发，大大降低了消费者门槛；3) 居民房屋空间，针对小户型房屋，芝华士等品牌开发了专门的小户型产品，能够匹配相应的需求。
- **总结来说，我们认为：**功能性、舒适性是推动功能沙发渗透率的重要因素；阻碍因素上，居民房屋大小问题已经被技术手段解决，居民消费水平也足以支撑大部分消费者选择功能沙发，产品认知度仍然是最大阻碍，但是芝华士等龙头品牌在线上线下做出了新努力，相信未来几年效应会持续显现。

最后，本文依据前文假设，对功能沙发渗透率的提升进行情景假设分析，并且对行业空间进行了一定的预演判断。

我们认为，功能沙发未来几年渗透率提升趋势延续，平均每年有望提升0.9pct，如果敏华控股作为龙头公司营销动作、产品改进卓有成效，渗透率提升速度有望达到每年1.0-1.1pct。我们判断，往长期看，功能沙发在功能性和舒适性方面具备一定优势，再加上厂商在产品塑造、消费者教育等方面积极推动，国内功能沙发渗透率有望逐渐提升至25%以上。

继续看好国内功能沙发龙头敏华控股，公司凭借产业链条、品牌等核心竞争力，有望享受功能沙发渗透率提升的市场空间红利，以及品类扩张带来的新增增长点。

一、功能沙发，渗透率提升的关键？推动因素 vs 阻碍因素

功能沙发，又被称为多功能沙发，通常指提供了姿势调整、形态变换功能的沙发。与传统沙发相比，功能沙发依靠精心设计的铁架，从而实现沙发座椅角度的随意调节，从而满足用户不同的姿势需求。部分功能沙发，还提供摇摆转动的功能。通过在铁架底部添加悬挂支撑，使得整个沙发可以前后摇摆、左右旋转（在不使用摇摆功能的时候可以固定住）。此外，部分产品经由设计，增加了蓝牙、音乐播放、饮料座等功能。

总体而言，座椅姿势调整功能是区分功能沙发与普通沙发的核心，此外功能沙发还提供诸多附加功能。

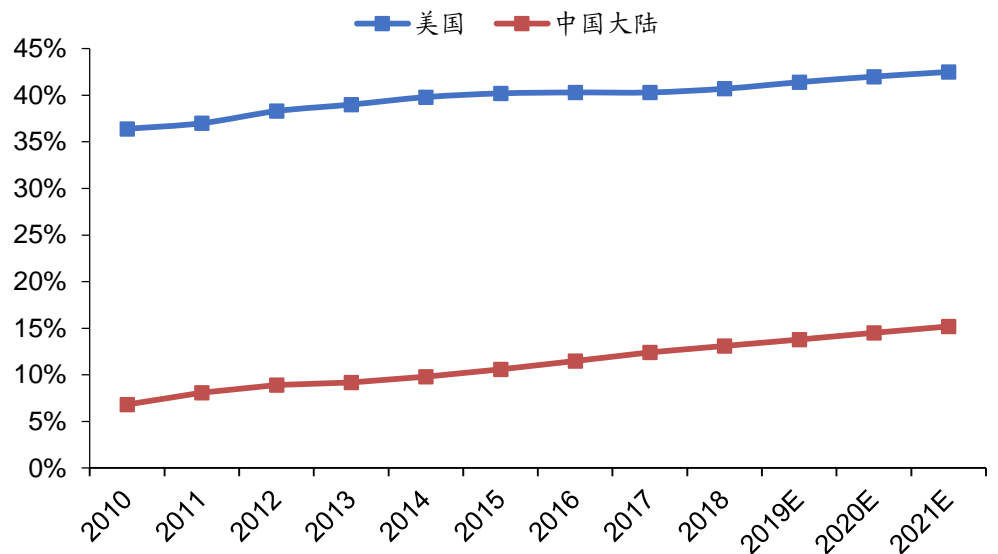
图1：随意调节姿势



数据来源：芝华士淘宝旗舰店、广发证券发展研究中心

中国大陆的功能沙发渗透率远低于美国市场。功能沙发于 20 世纪 20 年代在美国诞生，80 年代在美国初步形成市场，其凭借优越的舒适性而受到消费者的青睐。根据敏华控股业绩简报中披露的数据，2018 年美国功能沙发渗透率已经达到 40% 多，而中国大陆渗透率仅有 13% 左右。中国大陆与美国市场渗透率的落差，主要在于美国市场功能沙发发展时间长，长期的消费者教育促成了较高的产品认同度。

图2：功能沙发渗透率



数据来源：敏华控股 2019 财年业绩简报、广发证券发展研究中心

注：图中 2019-2021 年预测来源于公告

国内的功能沙发，功能沙发渗透率能否提升的问题，从微观角度来讲，即消费者在面临决策时倾向于选择功能沙发？我们将此问题划分成为两个角度：推动消费者选择的因素（推动因素），阻碍消费者选择的因素（阻碍因素）。

推动因素：推动消费者购买功能沙发而非普通沙发，在于功能沙发具备的优势：舒适性、功能性。舒适性方面，功能沙发提供了可调节身姿的形态变换功能，甚至于旋转功能，能够适应用户阅读、看电视、闭目养神等多种需求；功能性方面，功能沙发提供的蓝牙音响功能、饮料杯座功能，极大提升了用户使用沙发时的体验，提升沙发产品的附加价值而不仅仅局限于“坐”的单一属性。

阻碍因素：站在消费者的角度，我们认为，当消费者在选择沙发的决策过程中，以下几个因素可能会阻碍消费者购买功能沙发：产品认知度、居民消费水平、居民房屋空间。这几大因素分别对应以下几个消费者关心的问题：消费者是否知道功能沙发品类？消费者是否有足够的经济能力购买功能沙发？消费者的房屋空间是否支持使用功能沙发？

本文将围绕以上几大因素，研究探讨功能沙发未来渗透率提升的空间问题。

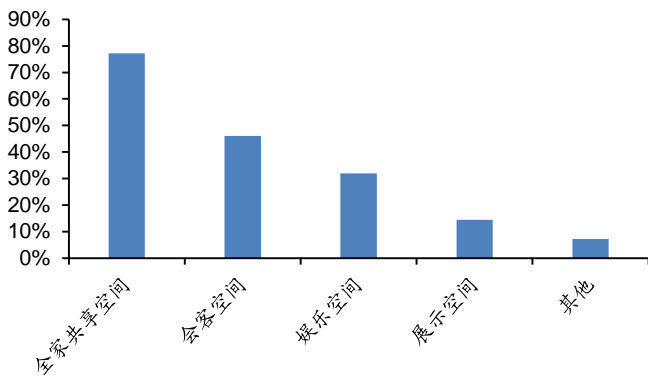
二、推动因素：功能沙发相比于传统沙发的优势何在？

2.1 客厅文化由会客转向家庭共享、娱乐，舒适体验成为消费者关注重心

客厅场景由传统的“会客空间”，逐渐成为集“家庭共享、娱乐、会客”为一体的场所。在传统观念中，客厅恰如其名主要扮演会客场所的角色。但是，随着人们生活习惯的变迁，在餐厅等场所会客已经逐渐成为主流，客厅更多地作为家庭共享、休闲娱乐的空间。根据搜狐焦点家居发布的《中国客厅文化白皮书》，有77.2%的用户将客厅看做全家共享空间，31.9%的用户看做娱乐空间，46%的用户看做会客空间。

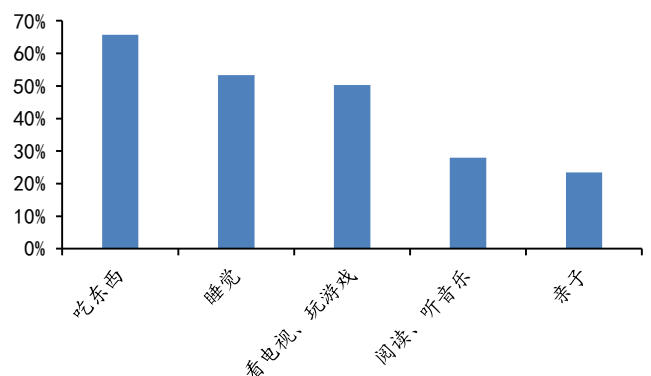
消费者使用沙发的主要场景为吃东西、睡觉等。根据La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》，消费者使用沙发的场景包括吃东西、睡觉、看电视/玩游戏、阅读/听音乐、亲子活动等，其中前三项是最常见的使用场景，常常进行这些行为的消费者比例均超过了50%。

图3：居民对客厅空间的理解和需求



数据来源：搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》、广发证券发展研究中心

图4：消费者沙发使用场景



数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

而会客功能方面，大部分消费者表示在外面招待亲朋会更加“方便”。根据搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》，57%的受调查者认为在家里招待朋友或亲戚不太方便。不选择在家招待亲朋的原因，主要包括以下几点：客厅面积较小、工作太忙没时间、需要打理卫生很麻烦、生活习惯/饮食习惯不同。

图5: 是否倾向于在家招待亲朋

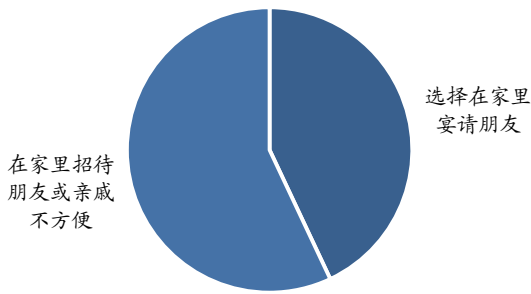
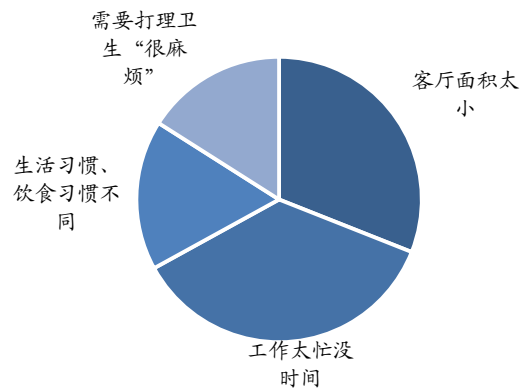


图6: 不在家招待亲朋的原因



数据来源: 搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》、广发证券发展研究中心

数据来源: 搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》、广发证券发展研究中心

沙发的会客功能弱化，而休闲娱乐、家庭互动功能增强的背景下，消费者对于沙发的属性需求也在发生改变：由“档次”转向“舒适”。“档次”方面，最具代表性的沙发产品即实木沙发，中式风格的实木沙发具有庄重优雅的美学特性。但是在舒适性方面，现代布艺沙发、皮沙发等海绵填充更加充分，舒适度往往更高。

无论是从舒适性、还是功能性角度，功能沙发都更加契合休闲娱乐的需求。消费者在客厅观看电视、玩数码产品，长时间的倚靠对于舒适性的要求较高，功能沙发贴合人体工程学，可随意调整姿态。同时，功能沙发提供的功能性，例如充电、音乐、饮料杯座等，也提供了更加人性化的体验。

2.2 产品舒适度：更自由、更舒适

沙发产品的舒适度，可以从椅背调节、有腿垫、透气性等多个角度去进行评价。根据零点有数《2018中国沙发舒适指数白皮书》的调查，椅背调节、有腿垫、沙发有弧度、不同部位区分设计、头枕与颈部贴合、沙发材质亲肤柔软6个方面是影响沙发舒适的关键点。

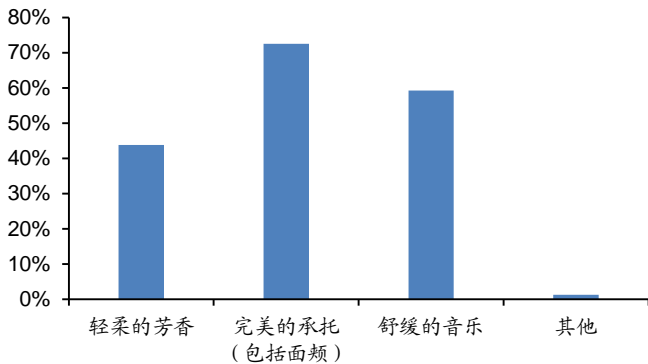
表1: 沙发舒适度指标列表

指标	具体含义
椅背调节	可多当调节椅背，找到各种姿势适合的角度
有腿垫	有腿垫，可以垫高腿部/脚部
沙发有弧度	沙发弧度贴合人体曲线，满足肩/腰/腿承托需求
不同部位区分设计	沙发针对人体各个部位如头/颈/背/臀等区分设计出合理软硬度和弹性
头枕与颈部贴合	头枕设计与颈部相贴合
沙发材质亲肤柔软	沙发表面材质触感细腻，亲肤柔软（皮/布）
透气性	沙发表面材质透气，不闷热
扶手宽大	扶手宽大，手臂可随意摆放
空间宽敞	空间宽敞的
安静	安静无噪音的

数据来源: 零点有数《2018中国沙发舒适指数白皮书》、广发证券发展研究中心

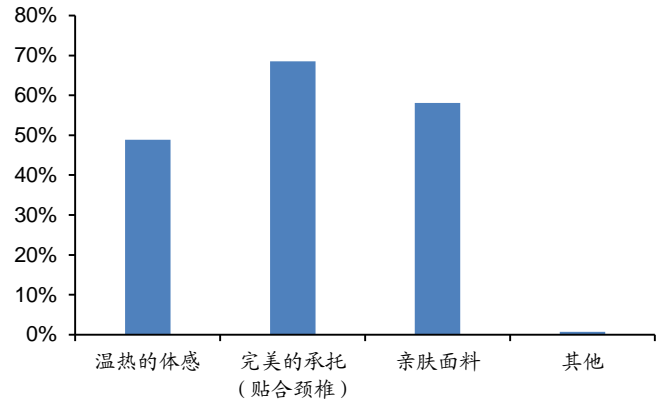
对于身体的各个部位（对应沙发的各部件），消费者均表示，良好的承托是共性需求。在La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》调查中，72.5%的消费者希望头部得到完美的承托，68.50%的消费者希望肩颈部位得到完美的承托，50.40%的消费者希望腿部能够得到抬起、从而促进腿部血液的循环。尤其对于腰部位置，80.10%的消费者选择了期望完美的承托和腰部支撑，远超对于温热体感、舒适面料的需求。

图7：躺在沙发上，头部希望获得的舒适感受



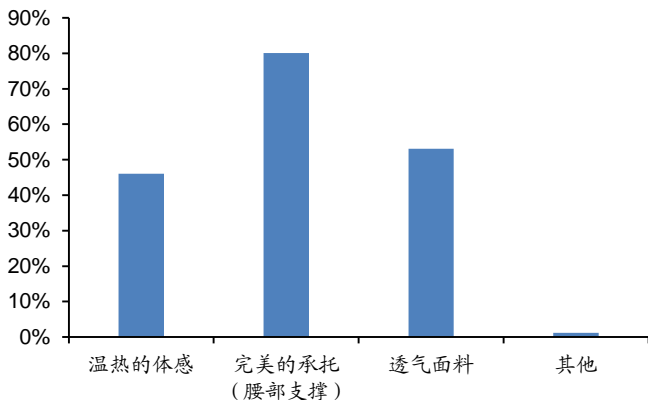
数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

图8：躺在沙发上，肩颈部位希望获得的舒适感受



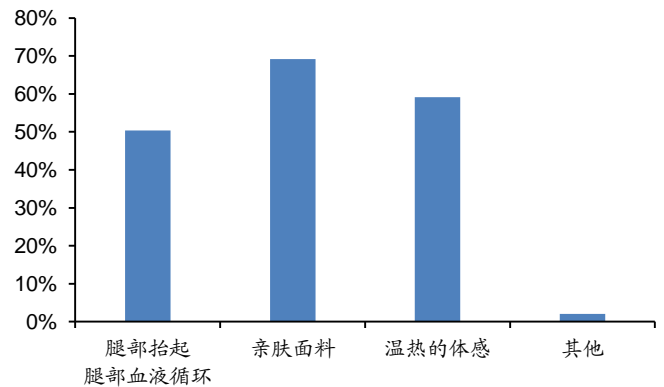
数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

图9：躺在沙发上，腰臀部位希望获得的舒适感受



数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

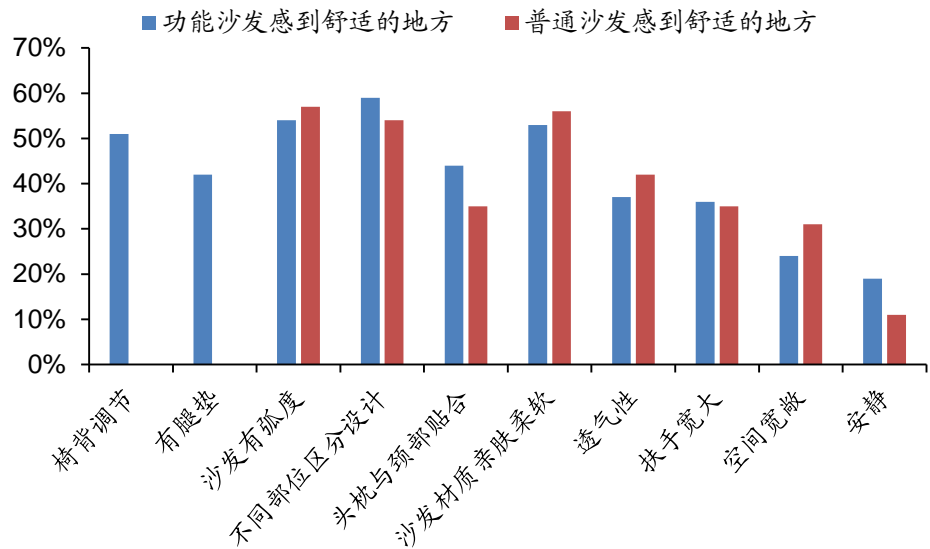
图10：躺在沙发上，腿部希望获得的舒适感受



数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

从舒适性角度来说，功能沙发在椅背调节、有脚垫、不同部位区分设计、头枕颈部贴合等角度明显优于普通沙发。可多档调节的椅背以及可以垫高腿部的腿垫，是能让消费者感受到舒适的两大重要设计，目前，普通沙发还难以实现调节椅背和腿垫这两项。

图11: 沙发舒适度对比 (功能沙发vs普通沙发)

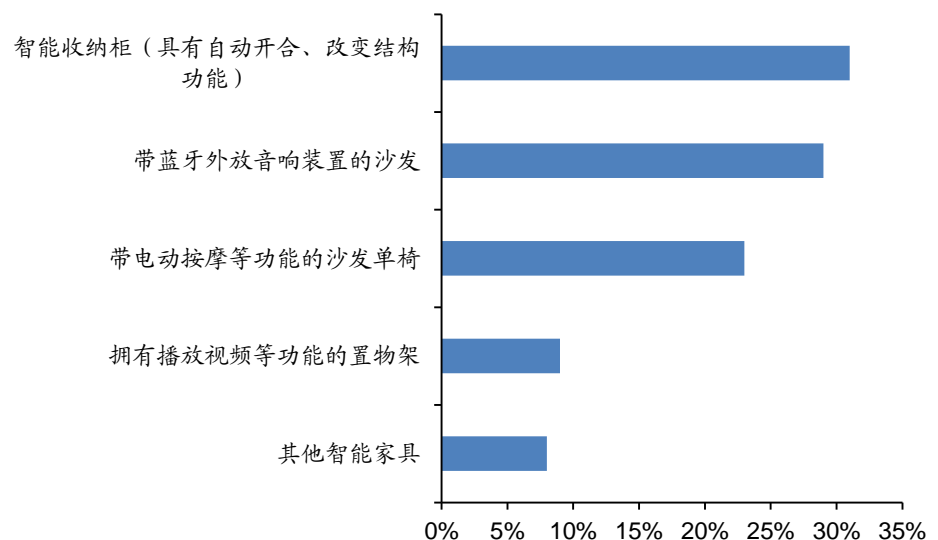


数据来源: 零点有数《2018中国沙发舒适指数白皮书》、广发证券发展研究中心

2.2 产品功能性: 超越“坐”、更丰富

消费者对于沙发产品的功能不仅仅局限于简单的“坐”，而是转向多方位需求。根据搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》的调查，消费者对于带蓝牙外放音响装置的沙发、带电动按摩等功能的沙发单椅都表现出了一定的兴趣。

图12: 客厅智能家居的需求倾向



数据来源: 搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》、广发证券发展研究中心

面向老人、儿童等细分消费市场，功能沙发可以提供针对性的功能设计。根据La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》，老人往往各项身体机能有所衰退，因此往

往需要产品提供更加方便的操作(一键复位),更加舒缓的调整速度(慢回弹填充);而对于儿童,由于儿童好动好玩的行为特性,易于清洁的面料、防止意外触键的智能锁往往是消费者倾向的需求。

图13: 希望为老人设计的功能

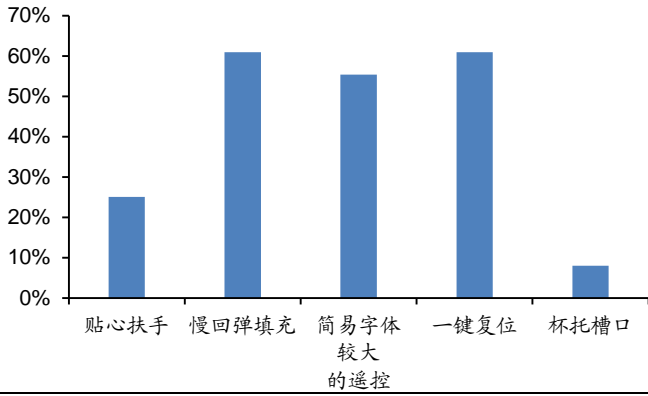
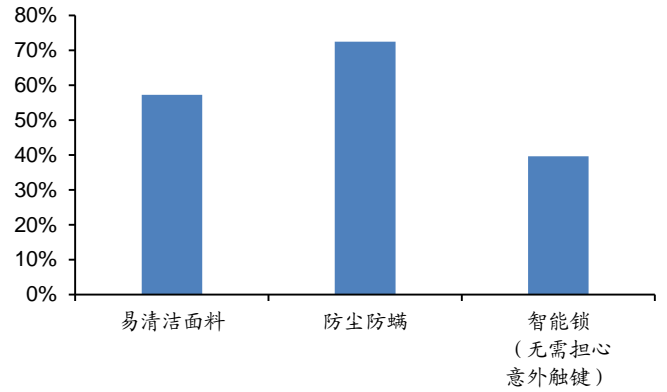


图14: 希望为儿童设计的功能



数据来源: La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

数据来源: La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

当然,谨防“过度功能”也是功能沙发设计需要关心的一点,适应消费者核心需求的功能才能够为产品增添吸引力。

三、阻碍因素：真的是阻碍么？关注龙头企业的主观能动性

我们总结了目前市场关心的几大阻碍因素：品类认知度、居民消费水平、居民居住条件。在客观阻碍因素，功能沙发龙头企业积极发挥主观能动性，适应中国消费环境是提升产品渗透率的重要手段。

以敏华控股为例，公司在营销、定价、产品方面都做了的革新。敏华控股在营销上不仅仅依赖传统的展会和线下门店，逐步推广线上渠道、新媒体营销等；定价上虽然维持自身偏高端的定位，但是推出的布艺功能沙发降低了消费者门槛；此外，公司以往的沙发以体型巨大的美式沙发为主，经过数年的努力，2018年推出小型欧式沙发，更加适应小户型居民的空间装饰需求。

3.1 品类认知度：缺乏品类认知仍是最大阻碍，龙头线上线下、前端后端齐发力

我们认为，产品认知度是阻碍功能沙发渗透率提升的重要因素。目前市场上众多消费者，对于功能沙发缺乏明确的定义，甚至很少听过功能沙发的名称。很多消费者对功能沙发缺乏认知，在进行沙发购买决策时往往没有将功能沙发纳入选择范围，从而导致功能沙发企业错失潜在需求。

（一）传统方式继续深化：积极参与家居展会，零售门店铺设

功能沙发龙头公司纷纷亮相家居展会。家居展会是家居品牌厂商展示产品的重要渠道，也是经销渠道招商的重要途径，敏华控股、乐至宝等知名品牌纷纷亮相各大家居展会。2019年3月19日，深圳时尚家居设计周暨34届深圳国际家具展在深圳会展中心举办，国内外知名软体家居品牌悉数到场，并展示了各家新款产品。

图15: 时尚家居设计周中的品牌沙发展厅



数据来源: 腾讯家居、广发证券发展研究中心

门店持续扩张, 提升产品渠道覆盖范围。目前, 功能沙发的销售主要来自于一二线城市, 三四线城市对于功能沙发品类的认知度较低, 门店的铺设范围也影响了消费者对产品的触达性。功能沙发品牌的渠道下沉, 将有效推动功能沙发品类在三四线城市的普及, 有效打开三四线城市市场空间。

(二) 新渠道积极探索: 拥抱“流量经济”, 新渠道直击受众人群

除了门店的被动触达外, 功能沙发品牌也在积极拥抱“流量经济”, 不断将客户触达点前置。例如, 2018年8月15日, 芝华士头等舱沙发与分众传媒、天猫建立重大合作, 推动品牌新零售全面升级。品牌通过投放分众传媒广告, 增强触达产品受众的能力。根据腾讯家居新闻报道, 在战略合作发布会现场, 分众传媒董事长江南春表示, 分众电梯传媒所覆盖的2亿城市主流人群, 是影响中国消费市场的风向标人群。分众传媒作为重要线下流量入口, 将助力芝华仕头等舱沙发直击主流人群, 强化提升营销精准度和品牌知名度。

3.2 居民消费水平: 大部分消费者能够负担的产品

(一) 随着收入水平提升, 功能沙发售价能够落在大众消费区间内

从目前主流功能沙发的定价来看, 其售价基本能够落在大众消费区间内。我们认为, 沙发产品的档次间价格差异远大于品类间价格差异, 消费者的行为模式应当是, 根据需求选择产品, 根据价格预算选择档次。价格问题并非功能沙发的主要阻碍因素。

大部分消费者客厅空间花费预算为4-8万元，客厅家具花费预算为2-4万，总体来说，功能沙发落在大众消费负担范围内。根据搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》，客厅空间花费方面，42%的消费者预算为4-8万，70%的消费者预算超过4万；客厅家具方面，35%的消费者预算为2-4万，75%的消费者预算超过2万。以中等装修标准为例，预计电视柜、茶几分别花费3000-4000元，大部分消费者有能力负担一款8000元左右的布艺功能沙发（3+1座）。

图16: 客厅空间花费倾向 (2016年搜狐焦点调查)

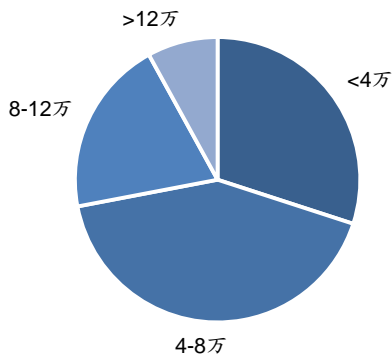
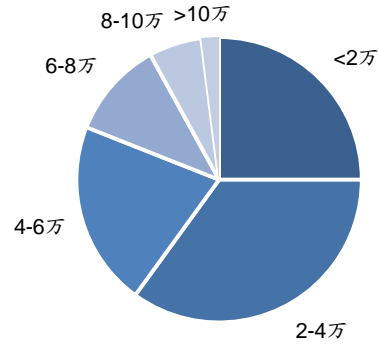


图17: 客厅家具花费倾向 (2016年搜狐焦点调查)



数据来源: 搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》、广发证券发展研究中心

数据来源: 搜狐焦点《2016年中国客厅文化白皮书》、广发证券发展研究中心

收入水平越高的人，越倾向于购买功能沙发，表明功能沙发符合消费升级的趋势。根据La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》，年收入在10万元以内的人群，约19%有购买功能沙发的意向；而年收入20-50万元的人群，约81%有购买功能沙发的意向。

图18: 年收入10万以内人群购买功能沙发意愿 (2018年La-Z-Boy调查)

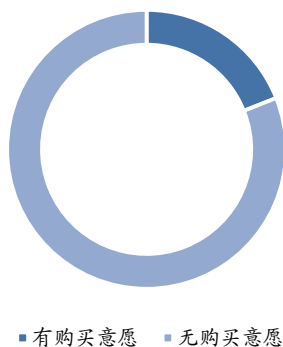
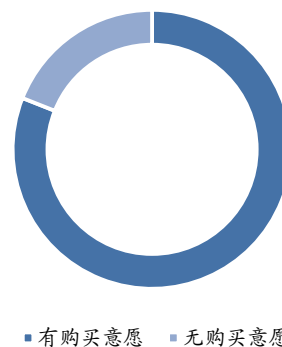


图19: 年收入20-50万人群购买功能沙发意愿 (2018年La-Z-Boy调查)

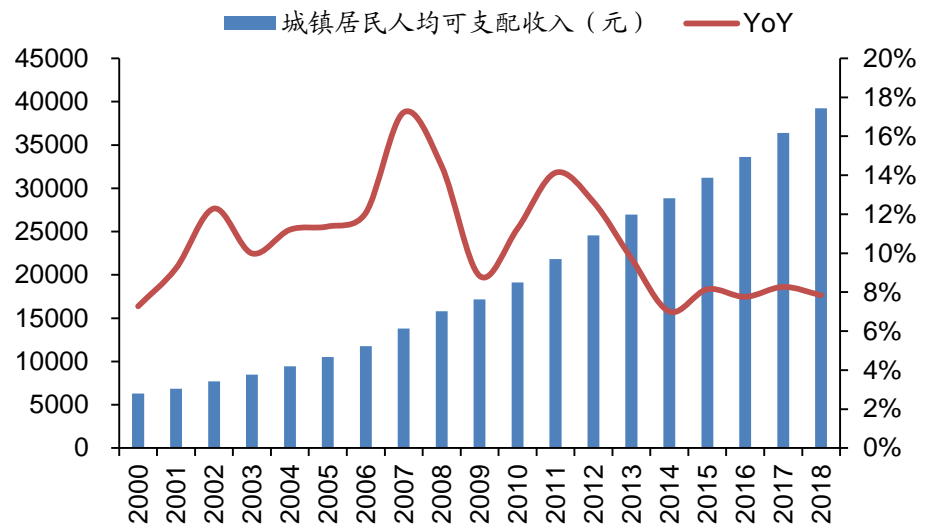


数据来源: La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

数据来源: La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

随着生活水平的提升，消费者将越来越有能力进行功能沙发产品购买。根据国家统计局数据，2000年至2018年，我国城镇居民人均可支配收入从6280元增长至39251元。随着消费者购买力的逐步提升，消费者对于提升生活体验的需求也在逐步释放。

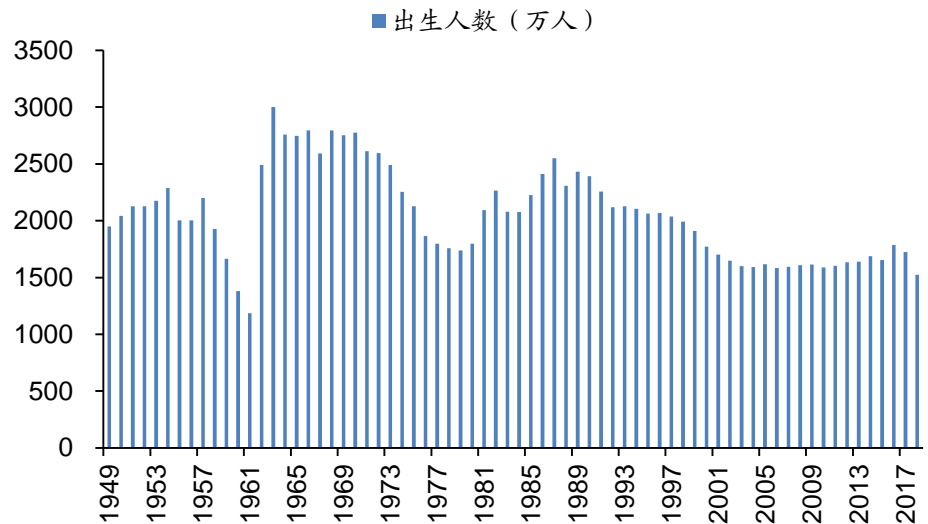
图20: 我国城镇居民人均可支配收入



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

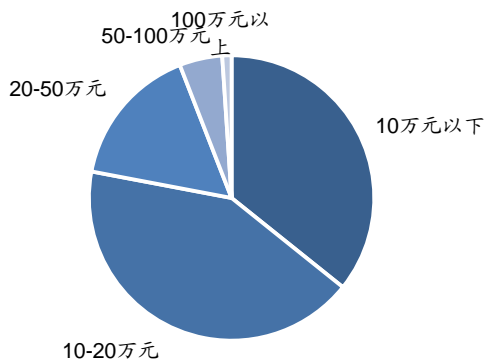
人口基数较大的80后，是功能沙发有望渗透率提升的巨大市场。80后作为回声婴儿潮的一代，人口基数较大，目前80后已经成为社会的主力、家庭的重要支柱。80后承担着白天工作的巨大压力，对于客厅休息的需求程度也较高，同时80后正值壮年具备较强的购买能力。对于功能沙发品类而言，80后一代的市场仍有巨大的潜力可以挖掘。

图21: 中国各年新生人口数量



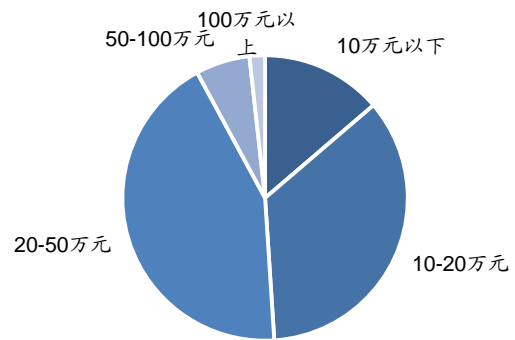
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 22: 18-30 岁年龄段人群年收入百分比 (2018 年 La-Z-Boy 调查)



数据来源: La-Z-Boy 《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

图 23: 31-40 岁年龄段人群年收入百分比 (2018 年 La-Z-Boy 调查)



数据来源: La-Z-Boy 《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

(二) 从 10000 元到 5000 元再到 2000 元, 产品蜕变降低购买门槛

功能沙发品牌近年来针对不同消费需求, 推出新产品, 功能沙发购买门槛不断降低。从最初万元级别的真皮 3+1 座功能沙发, 到后来 5000 元级别的布艺 3+1 座功能沙发, 再到公司推出的单椅沙发, 功能沙发的购买门槛已经降低到 2000 元。对于追求舒适体验的消费者, 花费 2000 元就能够享受到随意调节姿势的功能沙发产品。

图 24: 功能沙发产品购买门槛不断降低



数据来源: 芝华士天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

从产品角度而言, 产品档次造成的价格差异, 远大于功能沙发与普通沙发品类间的价格差异。1) 通常来说功能沙发的复杂性要求更高的价格, 但是总体来说, 同档次的功能沙发与普通沙发价格相差不大。由于功能沙发相比于传统沙发增加了铁架、电机等功能部件, 通常价格比同等档次的普通沙发要略贵一些, 但是总体相差并不大。以芝华士天猫旗舰店中销量较高的一款“3+1 座位”的功能沙发为例 (型号 5103-L4-E), 该款沙发定位经济型, 皮革材质采用头层牛皮, 配置一个多姿势电动调节位。我们与同等材质、相似造型的一款产品进行比较, 发现两者的价格存在差异不大, 均在万元左右。2) 沙发品类的价格带较宽, 品类间差异远小于档次间差异。根据芝华士天猫旗舰店的数据, “3+1”座的功能沙发价格带从 5000 元到 2 万多。

图25: 芝华士头层牛皮功能沙发 (3+躺左)

芝华士头等舱真皮现代简约沙发客厅牛皮电动多功能组合椅整装5103
 电动可躺 进口头层牛皮
 商家承诺: 购买“送货入户并安装”服务, 未履行最高可获30000积分赔付

价格 ¥19996.00
 促销价 **¥9989.00** 优惠活动

运费 江苏苏州 至 上海 浦东新区 陆家嘴街道
 店铺预售, 付款后 60 天内发货

月销量 143 | 累计评价 1760 | 送天猫积分 4994

适用人数 **组合**

颜色分类

发货时间 店铺预售, 付款后 60 天内发货

数量 1 件 库存927件

服务 **送货入户并安装 ¥0.00**

长途运输+同城配送+楼梯≤7楼免费搬楼(电梯入户免费搬楼)。如商家未履行服务, 消费者可获30000个天猫积分/单的赔付服务详情

数据来源: 芝华士天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

图26: 顾家家居头层牛皮沙发 (3+躺左)

【M5505米白色】1.5(不组)+3右单+躺左单
 长350x宽162x高92(cm)

顾家家居头层牛皮真皮轻奢客厅整装组合皮艺沙发发现代简约家具1022
 头层真牛皮 独家设计打造3C舒适坐感
 商家承诺: 购买“送货入户并安装”服务, 未履行最高可获30000积分赔付

价格 ¥23978.00
 促销价 **¥9469.00** 促销价

运费 浙江杭州 至 上海 浦东新区 陆家嘴街道

月销量 129 | 累计评价 3267 | 送天猫积分 4734

适用人数 **组合**

颜色分类

发货时间 店铺预售, 付款后 20 天内

数量 1 件 库存462件

服务 **送货入户并安装 ¥0.00**

长途运输+同城配送+楼梯≤7楼免费搬楼(电梯入户免费搬楼)。如商家未履行服务, 消费者可获30000个天猫积分/单的赔付服务详情

数据来源: 顾家家居天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

布艺功能沙发的推出, 将功能沙发的购买门槛再度降低。对于皮质沙发来说, 皮料是沙发档次的重要决定因素, 也是沙发价格和成本的重要一环。近几年, 现代年轻群体对于简约时尚的追逐热潮中, 布艺沙发表现非常出众。布艺沙发简约流畅的线条、明朗靓丽的色彩, 与传统皮质沙发雍容华贵式的追求形成差异。功能沙发虽然起源于美式沙发, 但是在国内也推出了相应的布艺产品。根据芝华士天猫官方旗舰店的数据, 不少“3+1”的布艺功能沙发定价在5000-6000之间, 相比于万元左右

的皮指功能沙发而言, 拓宽了消费者偏好群体、也降低了功能沙发的购买门槛。芝华士对消费者市场进行细分, 在芝华士头等舱沙发品牌之下, 又细分了三大系列: 贵族系列、时尚系列、都市系列。其中, 贵族系列主打真皮功能沙发, 面向中高端人群; 而时尚系列, 主打布艺功能沙发, 同样集合了座椅调节、音乐、阅读等多功能, 但是其价格显著降低了消费者门槛。

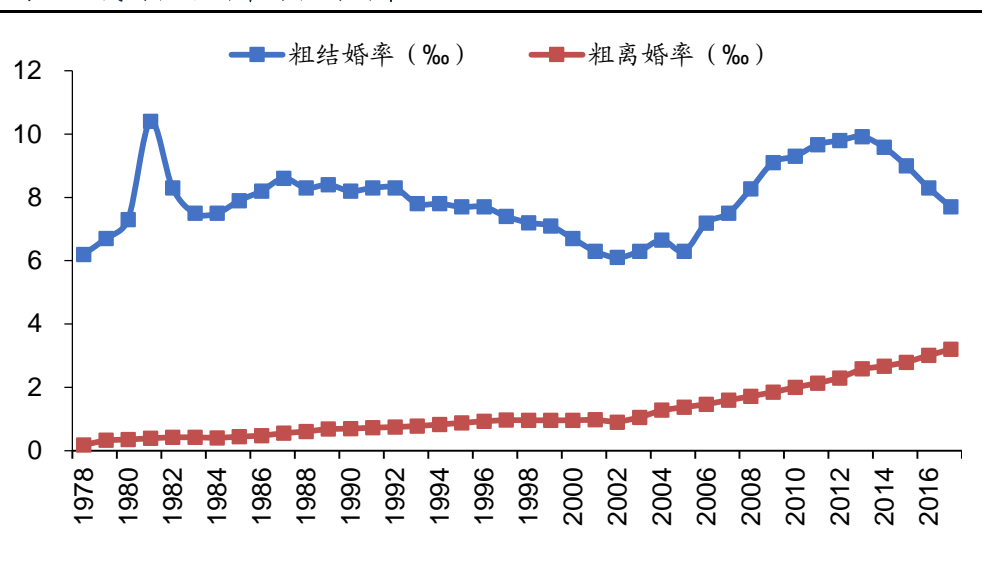
表2: 芝华士沙发产品矩阵

系列	所属品类	产品特性	价格	目标人群
贵族系列	真皮功能沙发	全球顶级牛皮,做工精湛,集合上网、音乐和阅读等功能;倾斜旋转(固定的坐式调节为各种倾斜式,并可循环转动),可定制(客户可定制单座、两座和多座的沙发,但是只有两端的座位有斜躺功能)	1.2万左右 (3座位+1座位)	中高端人群
时尚系列	布艺功能沙发	布艺精品,也集合了上网、音乐和阅读功能;倾斜旋转(固定的坐式调节为各种倾斜式,并可循环转动),可定制(客户可定制单座、两座和多座的沙发,但是只有两端的座位有斜躺功能)	0.5万-0.6万左右 (3座位+1座位)	年轻群体
都市系列	真皮休闲沙发	顶级牛皮,外观时尚,倡导都市休闲和生活至上的理念	1.2万左右 (3座位+1座位)	大众群体

数据来源: 芝华士官网、广发证券发展研究中心

单椅沙发的推出,将产品购买门槛再次降低,同时也适应独居人口增多的市场趋势。根据民政部数据,我国粗结婚率自2013年后掉头向下,目前已降至7.7‰,而离婚率却逐年稳定攀升。此外,根据民政部数据,我国独居人口从1990年的6%上升到2013年的14.6%,估计近两年该比例又有上升。

图27: 我国粗结婚率与粗离婚率



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

3.3 居民房屋空间: 单座沙发/小型功能沙发将面向小户型

由于功能沙发增加了铁架、电机等部件,同时受美式沙发的风格影响,所以往往沙发体型较大,客厅房屋空间也是消费者考虑的重要因素。同时,还要为功能沙发预留出空间,用于姿势的调节。通过对比市场上常见的沙发型号,我们发现,4座功能沙发的长度通常在2.6m至3.5m之间,纵向宽度在1m左右,与普通沙发相似。但是,由于功能沙发调节椅背需要一定的额外空间,因此对纵向上的空间占用稍多一些(通常在10cm至30cm之间能够实现椅背的平躺调节)。

一些掌握核心铁架技术的制造商,通过改进技术实现了产品尺寸的缩小。敏华控股

(01999.HK) 自身掌握铁架技术，通过技术研发，已经实现了小型号功能沙发的制作。铁架作为功能沙发的核心技术，直接影响功能沙发整体的形态、尺寸，公司通过技术研发，在改小功能沙发尺寸的同时，维持产品的承重能力、安静特性、低返修率等。

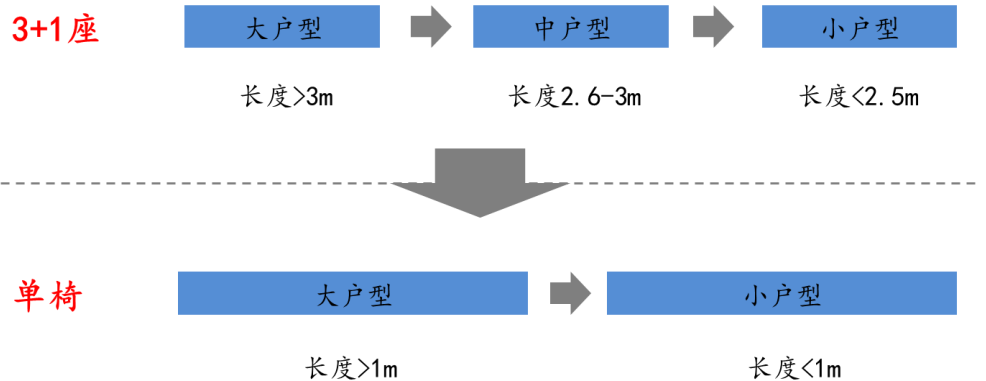
图28: 公司研发出不同型号的铁架



数据来源：芝华士天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

产品由大到小，形态由3+1座到单椅，功能沙发逐步贴合各类大小的户型。首先，在同等座位数目的产品中，相关品牌通过缩短产品长度宽度，从而贴合小户型，例如3+1座的功能沙发长度覆盖了3m以上和2.5m以下。其次，考虑到更小的Loft、小客厅（或无客厅）户型等等，相关品牌还推出了功能沙发单椅，产品长度可以控制在1m左右。功能沙发单椅，占地空间有限，但是能够提供良好舒适的休息体验。以芝华士的小户型椅K621为例，该款产品纵向宽100cm、横向长92cm，占地面积小于1平方米。同时，椅背背后仅需要30cm即可完全实现功能位全躺。同时，芝华士品牌为小型功能沙发设计了年轻化、时尚化的外观，从而吸引年轻人的喜爱。

图29: 产品形态变换，贴合不同大小的户型



数据来源：芝华士天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

图30: 芝华士小款型号功能沙发 尺寸参数



数据来源: 芝华士天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

四、功能沙发渗透率有翻倍以上空间，继续看好敏华控股

短期空间测算：年均0.8-0.9pct的渗透率提升

根据敏华控股业绩简报披露，国内功能沙发渗透率2016-2018年分别提升0.9、0.9、0.7pct。在行业趋势延续不变的条件下，我们认为2018-2020年渗透率也能够维持0.8-0.9pct的增长。

前文我们曾论述，敏华控股加速门店渠道下沉三四五线城市、与分众传媒/天猫合作拥抱“流量经济”、产业共赢的方式推动全行业发展、推出小户型/年轻化产品拓展新目标人群。如果龙头公司的努力能够取得相应的成效，我们认为，我国功能沙发渗透率提升有望提速，预计年均渗透率能够提升1.0-1.1pct。

表3：渗透率变化情景假设

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观情形	渗透率	11.5%	12.4%	13.1%	14.0%	14.9%	15.8%
	(增加)	0.9%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
中型情形	渗透率	11.5%	12.4%	13.1%	13.9%	14.7%	15.5%
	(增加)	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
悲观情形	渗透率	11.5%	12.4%	13.1%	13.8%	14.5%	15.2%
	(增加)	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表4：功能沙发市场空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019E
新房销售面积(百万平方米)	1124	1375	1448	1479	1376
YoY	6.87%	22.36%	5.27%	2.17%	-7%
新房销售套数(万套)	1124	1375	1448	1479	1376
存量房更新需求(万套)	198	222	281	237	345
沙发市场需求(万套)	1322.4	1597.1	1728.4	1716.4	1720.5
功能沙发渗透率	10.6%	11.5%	12.4%	13.2%	14.0%
功能沙发市场需求(万套)	140.2	183.7	214.3	226.6	240.9
功能沙发单价(元)	8000	8000	8000	8000	8000
功能沙发市场空间(亿元)	112.1	146.9	171.5	181.3	192.7

数据来源：广发证券发展研究中心

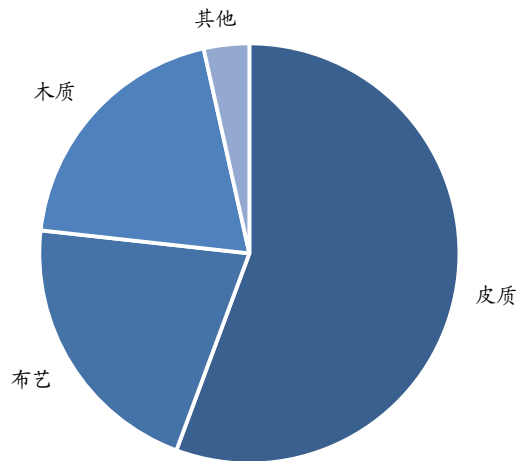
注：假设每户房屋平均面积为100平米；户均配置1套沙发；沙发每经过10年，会有40%的用户选择更换。

长期空间预判：渗透率有望提升至25%以上

根据La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》的调查，绝大部分消费者会选择皮质、布艺沙发，而仅有20%左右的消费者会选择木质沙发，极少数消费者会选择其他材

质沙发。目前，功能沙发可以使用的材质包括皮质、布艺两种类型，因此我们认为整个沙发市场中，约25%的份额（木质+其他材质）基本是被非功能沙发占据的。在剩下约75%的份额中，由于普通沙发品类教育时间长、市场认知度高、消费者具有消费惯性等原因，依然占据着大部分的份额。但是，功能沙发的渗透率在逐年提升中，其距离渗透率的天花板还有非常大的空间。

图31：消费者对沙发材质的偏好（2018年La-Z-Boy调查）



数据来源：La-Z-Boy《中国沙发舒适健康白皮书》、广发证券发展研究中心

据推测，目前一线+强二线城市功能沙发渗透率已经达到20%以上。我们测算了一二线城市的沙发需求、功能沙发需求：根据国家统计局数据，我国30大中城市2018年房屋交易套数164万套；敏华控股内销沙发约40万套，主要在一二线城市销售（并在一二线城市占据主流）。粗略估算，我国一线与强二线城市市场中，功能沙发渗透率应该已经达到20%以上。

我们判断，往长期看，国内功能沙发渗透率翻倍左右的空间（25%以上）。一二线城市功能沙发渗透率代表了我国消费的主流消费趋势，目前一线+强二线渗透率已经达到20%以上，未来尚有一定的提升空间。而对于三四五线城市，其消费习惯决定了偏好传统产品、木质产品等，我们认为渗透率提升是一个重要过程，我们预计一线城市的渗透率是未来三四五线城市行业能够挑战的渗透率目标。

早期行业发展过程中，功能沙发以美式沙发为主，其体型较大往往适用于大户型家庭；此外，行业早期品牌定位过于高端，产品价格也让大众消费者望而却步。随着产品尺寸技术的突破、产品价格带的拉宽，将会有愈来愈多的消费者选择购买功能沙发。考虑到国内消费习惯与国外存在差异，我们认为美国市场40%的渗透率应该是国内市场的顶部，未来中国市场将是功能沙发、普通沙发共同发展的市场。

相关标的：行业龙头集中的效应将会延续，继续看好敏华控股

从行业集中度的角度来讲，根据敏华控股2019业绩简报，2018年中国大陆功能沙发生产商CR5达到66.4%（2017年CR5 63.7%）。芝华士品牌2018年中国大陆功能沙

发市占率达到45.3%（2017年市占率为44.8%）。相比于传统沙发，功能沙发技术门槛更高，一般的小型生产制造商要做到成本领先更加困难，我们认为该行业具备高集中度延续的特征。

表5: 2018年国内功能沙发品牌市场份额变化

排名	品牌	2017	2018	变化
1	CHEERS	44.8%	45.30%	+0.5pct
2	La-Z-Boy	9.0%	10.10%	+1.1pct
3	Milano&Design	4.5%	4.90%	+0.4pct
4	Farrell	3.9%	3.80%	-0.1pct
5	意迪森	1.5%	2.30%	+0.8pct
	CR5	63.7%	66.4%	+2.7pct

数据来源：敏华控股 2018 业绩快报、广发证券发展研究中心

我们认为，敏华控股作为国内功能沙发龙头，其“护城河”体现在两大方面：纵向整合、心智品牌。1) 纵向整合。公司目前已经具备了具备铁架、电机、弹簧、海绵的自主生产能力，并且在国内自建有物流体系，具备较高的技术壁垒，同时也塑造了成本领先的优势。2) 心智品牌。公司最早在国内涉足功能沙发领域，实现了消费者心智资源的抢占，多年以来芝华士品牌市占率一直保持第一，并且市场地位不断稳固。同时，公司芝华士具备较强的延展性，通过利用“头等舱”、“五星”等标语将品牌与舒适体验联系在一起，实现了从功能沙发向床垫等品类的延伸。

公司国内沙发业务销售收入2019财年实现40.10亿港元，同比增长3.07%。2019年公司沙发业务增长增速受限，一方面是直营转经销带来的会计核算影响，另一方面是价格竞争对收入的冲击。直营转经销的会计影响会在新财年消除，而价格竞争方面，公司在具备成本优势的基础上，在新一年将会采取多元化销售措施。预计公司2020财年，国内沙发业务销售收入增速有望回升。

表6: 敏华控股国内沙发销售收入分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
沙发-中国市场收入(百万港元)	1514	1733	2098	2874	3,890	4010
YoY		14%	21%	37%	35%	3%
沙发门店数量(家)	873	1120	1334	1603	1908	2038
YoY		28%	19%	20%	19%	7%
单店收入(万港元)	173	155	157	179	204	197
YoY		-11%	2%	14%	14%	-4%

数据来源：敏华控股各年年报、广发证券发展研究中心

注：表中年份为公司财年口径

风险提示

中美之间文化差异、消费差异，导致国内功能沙发推广与美国存在差异；

公司投入营销资源，但实际结果存在品类推广不及预期的风险；

渠道下沉三四线城市不及预期的风险；

普通沙发品牌发力营销，致使行业竞争加剧，消费者依然对普通沙发情有独钟；

行业竞争加剧，价格竞争导致利润空间压缩的风险；

房地产持续低迷的风险。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。