



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
顾家家居	603816.SH	46.45	买入
喜临门	603008.SH	9.82	买入

资料来源：万得，中银证券
以2018年10月31日当地货币收市价为标准

美国床垫行业演变启示：技术与营销造就高端，互联网电商方兴未艾

软体家居系列报告之一

我们比较了中美床垫行业的发展历程和现状，美国传统床垫行业经历了产品、渠道的一系列创新和变革，形成较为集中的市场格局，也面临着互联网电商模式的冲击。中国床垫行业仍处于集中度低的成长期，外资品牌不断加大对中国市场的投入，从侧面说明了中国市场消费升级的潜力，高端领域和电商模式将是未来国内床垫行业重要增长点。

支撑评级的要点

- **中国床垫行业集中度仍有很大提升空间。**据CSIL数据显示，2008-2017年我国床垫市场规模复合增速为13.84%，2017年同比增长7.7%至89.4亿美元，超过美国的82.0亿美元(YoY-2.0%)，但行业集中度CR5仅为15.1%，远低于美国的71.5%。我们测算，中国2017年每百人床垫消费量仅为4.8张，美国已经达到12.7张，约是中国的2.7倍，中国市场空间还很大，目前仍处于成长前期。
- **美国床垫格局由产品、渠道不断升级创新演化形成，互联网电商床垫品牌在成本优势下异军突起。**美国床垫已有148年历史，从最初的导入期、成长期到现在的成熟期，推动市场竞争格局变动的核心要素分别是产品/技术、品牌/营销、互联网电商商业模式带来的变革。互联网品牌之所以能冲击较稳定的美国床垫市场格局，主因其通过渠道压缩与品类简化实现了成本优化，而后以此为刃，解决消费者两大痛点：价格、服务。
- **消费升级趋势下，外资品牌加大中国市场开拓力度。**1) 加速渠道扩张：据泛家居网数据显示，2017年中国床垫市场终端专卖店数量排名前三的分别是慕思(3226家)、穗宝(1800家)、喜临门(1450家)，前14大品牌中外资品牌专卖店数量占比42%，较2014年提升17%；2) 加大营销投入：以舒达为代表的外资品牌纷纷加大广告投放与促销推广力度，2014-2017年舒达、丝涟、席梦思营收CAGR分别为30.6%、33.0%、31.2%，皆高于慕思等本土品牌；3) 增加生产布局：丝涟、金可儿、席梦思、舒达皆已在中国开设工厂，丝涟更是在2010-2017年完成上海、北京、成都、惠州四地布局，运输半径覆盖全国。
- **行业竞争加剧，具备高端市场能力、重视电商模式创新的国内企业有望率先走出。**在地产下行、外资品牌强势冲击下，国内床垫行业竞争开始加剧，品牌整合已经开启。参考美国床垫发展历史，产品技术、渠道与品牌营销是床垫企业的核心角逐场。我们认为消费升级和新零售创新趋势下，高端市场和互联网电商是行业未来重要增长点，具备高端市场拓展能力、率先布局电商渠道的公司将获得先机。

评级面临的主要风险

- 房地产成交量大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

投资建议

- 建议关注具备渠道与品牌优势的慕思、喜临门，在渠道与营销端发力明显的顾家家居、梦百合。

相关研究报告

《家居产业精装潮专题报告》20180724

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造:家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者



目录

中国床垫行业仍处高速增长的成长期	5
中国床垫行业成长时间较短	5
中美对比：我国床垫行业集中度较低，市场规模处于快速增长期	7
美国床垫市场演变进程的驱动分析.....	10
床垫导入期：产品/技术构建企业发展的核心竞争力	11
床垫成长期：品牌/营销是企业成长的核心驱动力	13
床垫成熟期：新商业模式的出现推动竞争格局演变	14
互联网床垫商业模式异军突起	15
中国床垫市场现状：消费升级机遇显现，外资品牌加速扩张	19
我国床垫市场环境：消费升级与地产周期影响并存	19
我国床垫市场格局：全国性品牌陆续出现，外资品牌加速抢占	20
投资建议.....	26
风险提示.....	27



图表目录

图表 1. 床垫发展历程一览.....	5
图表 2. 我国床垫迭代历程一览.....	6
图表 3. 我国主要床垫种类一览.....	7
图表 4. 目前市场主要床垫种类.....	7
图表 5. 美国床垫市场出货额进入低增长期.....	8
图表 6. 美国每百人消费量是中国 2.7 倍.....	8
图表 7. 美国床垫企业出货额.....	8
图表 8. 美国床垫企业出货额同比增速.....	8
图表 9. 美国前五大床垫企业市场份额.....	8
图表 10. 美国床垫市场行业集中度较高.....	8
图表 11. 2008-2017 年中国床垫市场规模.....	9
图表 12. 2017 年中国床垫企业国内销售额.....	9
图表 13. 2017 年中国床垫企业国内市场份额.....	9
图表 14. 2017 年中国床垫企业国内市场份额集中度较低.....	9
图表 15. 美国床垫市场变更历程.....	10
图表 16. 床垫不同生命周期的企业核心竞争因素.....	11
图表 17. 美国床垫市场主要传统品牌与电商品牌核心技术一览.....	12
续图表 17. 美国床垫市场主要传统品牌与电商品牌核心技术一览.....	13
图表 18. 席梦思关键历史营销事件一览.....	14
图表 19. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额.....	15
图表 20. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额维持高速增长.....	15
图表 21. 2017 年美国 TOP15 电商床垫销售额同比增长 66%.....	15
图表 22. 2017 年美国电商床垫品牌销售额份额达 14%.....	15
图表 23. 美国床垫市场纯电商品牌凭低价取胜.....	16
图表 24. 美国床垫市场电商品牌售价明显低于传统品牌.....	16
图表 25. 美国床垫市场纯电商品牌服务优势明显.....	17
图表 26. 渠道扁平化有利于电商品牌压缩成本.....	17
图表 27. 电商床垫品牌 SKU 一览.....	18
图表 28. 近期我国商品房住宅销售面积增速持续下降.....	19
图表 29. 近期中国消费者信心指数有所下滑.....	19
图表 30. 消费者在家庭装修中最重视材质及环保性.....	19
图表 31. 2017 年消费者对床垫材质喜爱度一览.....	19
图表 32. 中国市场主要内外资床垫品牌一览.....	20



图表 33. 2017 年各品牌实体店床垫产品价格区间.....	21
图表 34. 2017 年各品牌天猫旗舰店床垫产品价格区间.....	21
图表 35. 席梦思数次进出中国市场.....	22
图表 36. 中国市场各床垫品牌终端专卖店数量.....	22
图表 37. 外资床垫品牌终端专卖店数量占比明显提升.....	23
图表 38. 2014-2017 年外资品牌店面增速快于内资品牌.....	23
图表 39. 舒达近年主要营销推广活动一览.....	24
图表 40. 丝涟逐渐加大在中国市场的生产端投入.....	24
图表 41. 外资床垫品牌纷纷在中国设厂.....	25
图表 42. 2014-2017 年外资品牌营收复合增速高于本土品牌.....	25
附录图表 43. 报告中提及上市公司估值表.....	28

中国床垫行业仍处高速增长的成长期

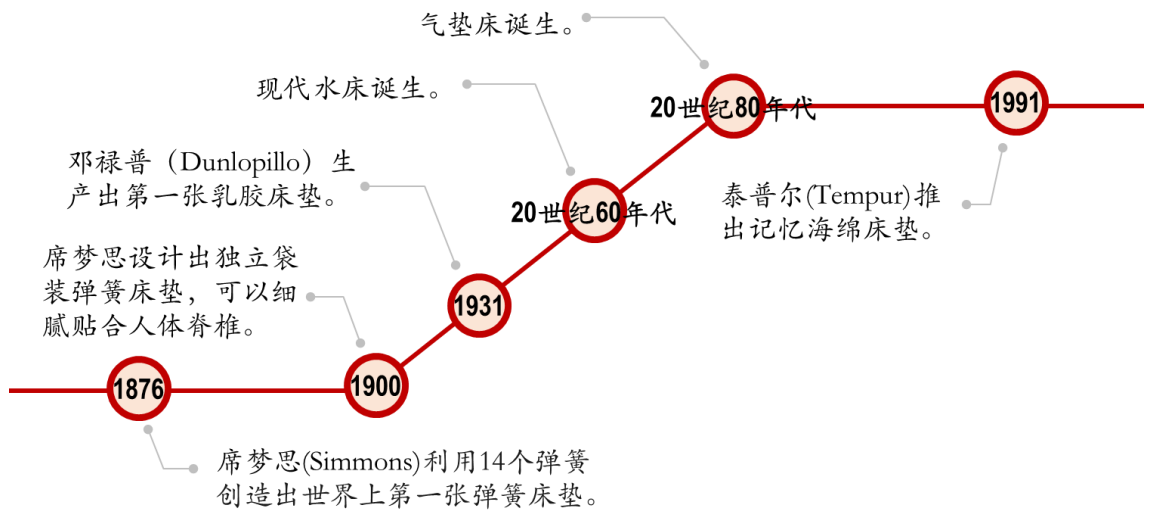
中国床垫行业自诞生起到现在不过 50 年时间，弹簧床垫引入只有 30 年，发展周期远低于美国。我们比较了中美床垫行业的发展历程和现状，认为对比超 80 亿美元、CR5 高达 71.5%，进入成熟期的美国床垫市场，中国的床垫行业仍处于集中度低，整体规模高速增长的成长期。

中国床垫行业成长时间较短

1876 年，世界上第一张弹簧床垫在美国诞生；1900 年，席梦思设计出独立袋装弹簧床垫，使床垫能更细腻地贴合人体脊椎；1925 年，席梦思发明出能量产独立袋装弹簧的机器，甜梦系列床垫随之面世，美国弹簧床垫市场也进入快速发展期。

随后，乳胶床垫、水床、气垫床、记忆棉床垫等先后面世，寝具的选择更为广泛，美国也以 7-10 年的床垫替换周期成为床垫消费大国，培育出舒达、丝涟、席梦思、泰普尔等全球知名品牌。

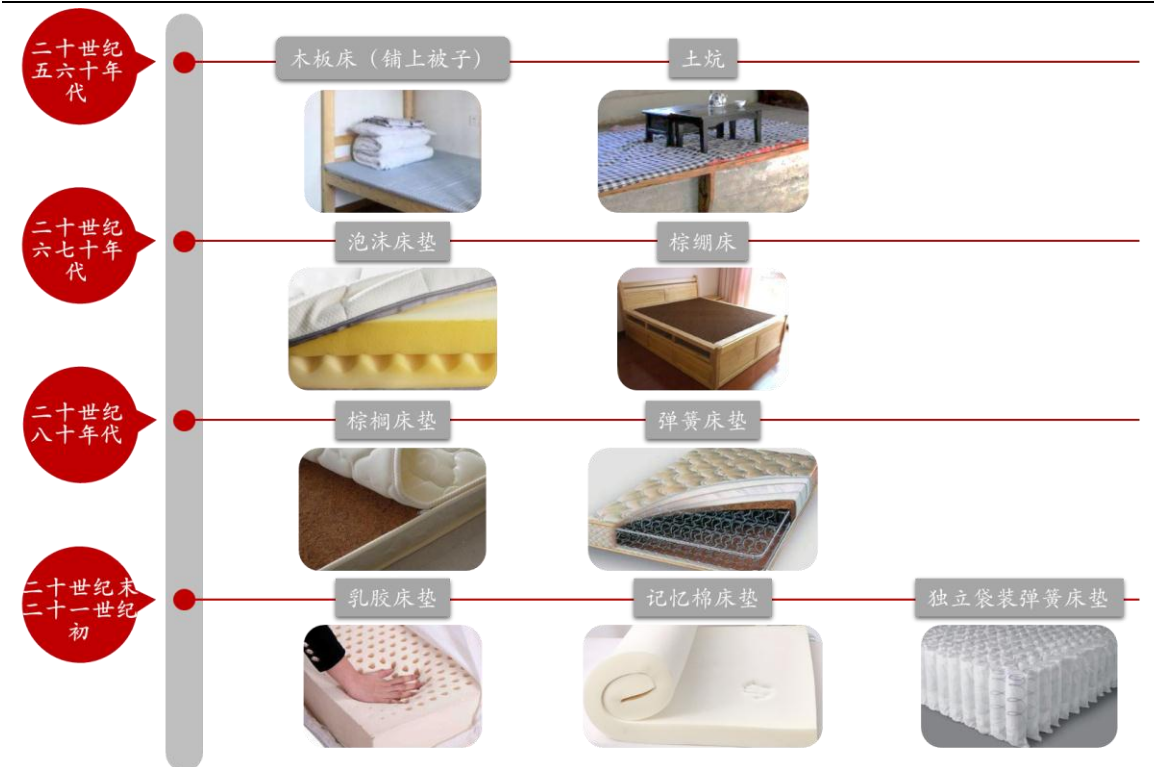
图表 1. 床垫发展历程一览



资料来源：各公司官网，中银证券

相较美国 18 世纪就开始发展床垫产业，我国直至 20 世纪五六十年代还是采用在板子上铺被子的方式调整睡眠舒适度，六七十年代才有了泡沫床垫及棕绷床，八十年代引入了弹簧床垫，直至二十世纪末二十一世纪初，各种现代化的舒适床垫才开始真正走进千家万户，成为人们生活水平提高的象征之一。

图表 2.我国床垫迭代历程一览



资料来源：网易家居，中银证券

经过长期发展，目前市面上主要的床垫品类可分为四种：整网弹簧床垫、独立袋装弹簧床垫、记忆海绵床垫、乳胶床垫。

相较传统的整网弹簧床垫，独立袋装弹簧床垫是将每一个独立体弹簧施压后填充入袋，加以连接排列而成，每个弹簧根据承压情况独立伸缩，既能避免整网床垫“牵一发而动整床”的易受干扰的弊端，又能根据人体不同部分对床垫施压的差异，给予合适的支撑，从而提供更为舒适的睡眠。

记忆海绵床垫采用记忆棉为材料，具有解压、慢回弹、感温、透气与抗菌防螨的特性，能吸收分解人体压力，并根据体温变换床垫软硬度，带来无压力贴合感的同时，给予身体有效支撑，改善睡眠质量。

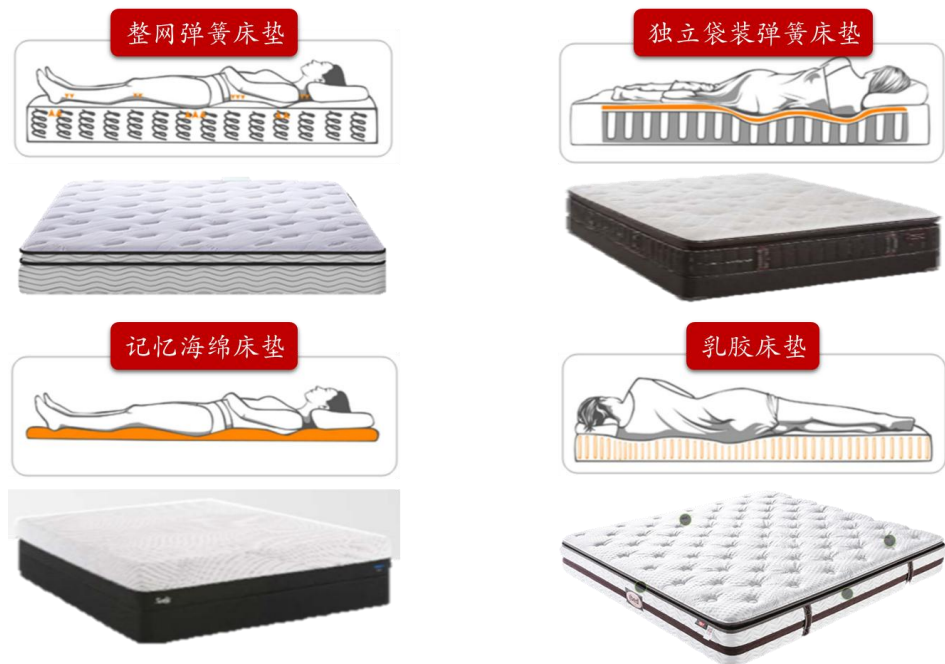
乳胶床垫是对橡胶树上采集的橡胶树汁液进行起模、发泡、凝胶、硫化、水洗、干燥、成型等工艺后生产出的绿色床垫，具有良好的透气性与极佳的弹性，能防螨抗菌，经久耐用，是定位较高端的绿色床垫产品。

图表 3. 我国主要床垫种类一览

中类	主要原材料	睡感	优点	缺点	图示
海绵(泡棉)床垫	海绵、覆盖面	软	价格适中	承托性差, 易塌陷	
棕垫	分为椰棕和山棕	硬	承托性好, 适合腰椎间盘突出患者	制造过程可能用到醛类粘合剂, 不环保; 植物纤维材质, 易生虫	
弹簧床垫	弹簧、填充层(棕垫/动物毛羽/乳胶/记忆棉/海绵)、覆盖面	软硬适中	承托性好, 耐用性强	睡感偏硬, 弹簧睡久了容易变形	
乳胶床垫	天然或人工乳胶、覆盖面	软	透气性好、睡感柔软	支撑性较差(工艺原因不易做厚)、耐用性较差(天然乳胶受暴晒易氧化)	
记忆绵床垫	慢回弹/太空棉、覆盖面	软	睡感柔软, 根据环境温度及压力的变化会产生变化, 此类床垫躺上会有包裹感。	支撑性较差, 售价较高(仅有少数厂家掌握高级记忆棉的整体成型工艺)	

资料来源: 环球聚氨酯网, 中银证券

图表 4. 目前市场主要床垫种类

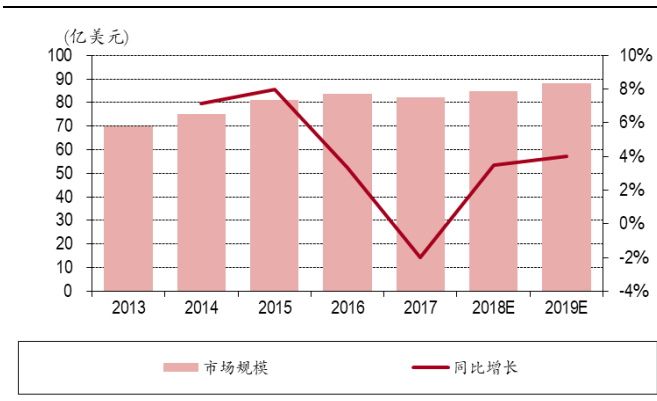


资料来源: 各公司官网, 中银证券

中美对比: 我国床垫行业集中度较低, 市场规模处于快速增长期

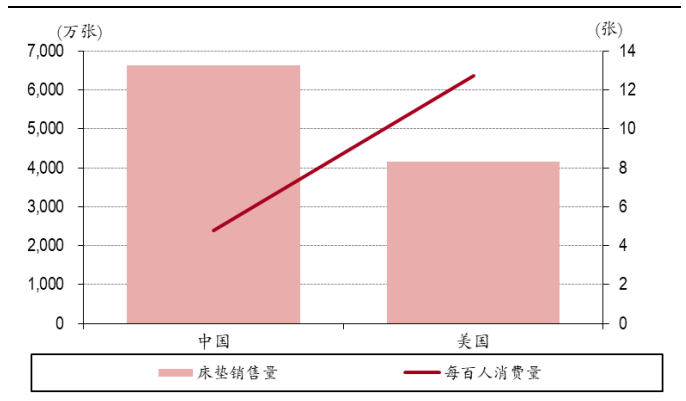
美国是床垫的起源地, 也是最大的床垫消费国。据国际睡眠产品协会 (ISPA) 数据显示, 2017 年美国床垫市场出货额达 82.0 亿美元, 同比降低 2.0%; 2018Q2 出货额为 14.8 亿美元, 同比降低 3.5%; 2018 全年预计出货额为 84.9 亿美元, 同比增长 3.5%。从每年增速可见, 美国床垫行业已进入增长放缓的成熟期, 市场较为饱和, 国际市场将是其未来重要增长点。

图表 5. 美国床垫市场出货额进入低增长长期



资料来源: Furniture Today, 中银证券

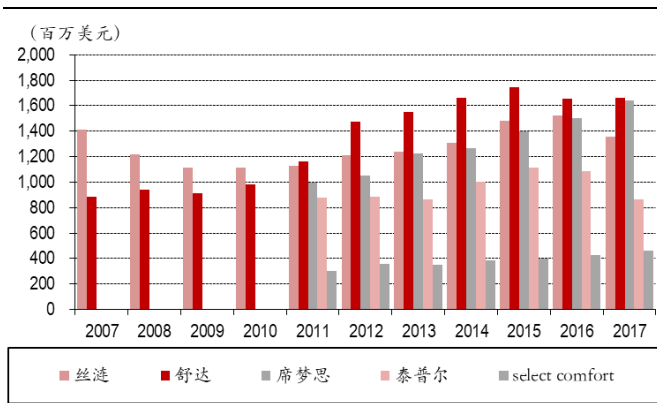
图表 6. 美国每百人消费量是中国 2.7 倍



资料来源: ISPA, 中银证券

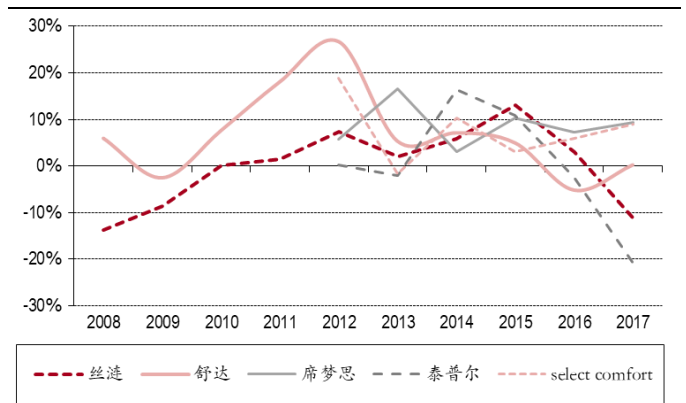
据美国权威家具周刊《今日家具》数据显示, 2017 年出货额排名前三的床垫厂商分别是舒达 (16.62 亿美元, 同比增长 0.3%)、席梦思 (16.40 亿美元, 同比增长 9.4%)、丝涟 (13.57 亿美元, 同比降低 11.0%), 其中舒达自 2011 年取代丝涟成为销售冠军后, 连续蝉联榜首多年, 但 2017 年席梦思以 9.4% 的高增长从第三跃升为第二, 与舒达的差距缩小至 2200 万美元。

图表 7. 美国床垫企业出货额



资料来源: Furniture Today, 中银证券

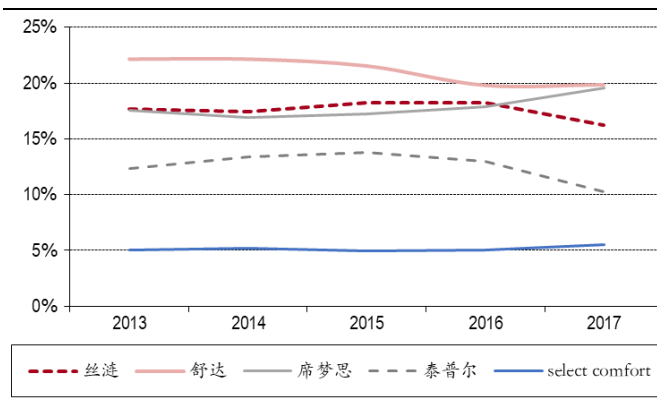
图表 8. 美国床垫企业出货额同比增速



资料来源: Furniture Today, 中银证券

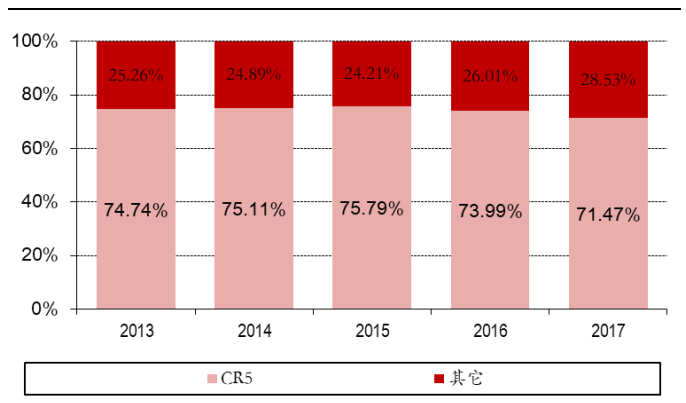
从份额来看, 2017 年美国床垫市场前五大品牌市场份额分别为 19.86%、19.59%、16.21%、10.29%、5.52%, CR5 为 71.47%, 集中度较高, 品牌格局较为稳定, 这与长达 100 多年的市场演变及成熟的床垫消费市场息息相关。在此背景下, 企业要想扩大扩张, 只能抢夺友商的市场份额或者寻求国际化布局。

图表 9. 美国前五大床垫企业市场份额



资料来源: ISPA, Furniture Today, 中银证券

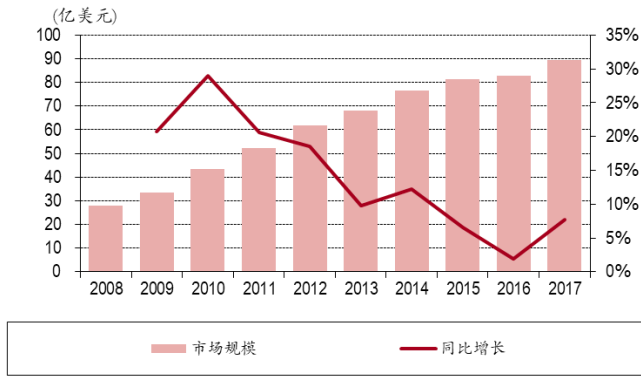
图表 10. 美国床垫市场行业集中度较高



资料来源: ISPA, Furniture Today, 中银证券

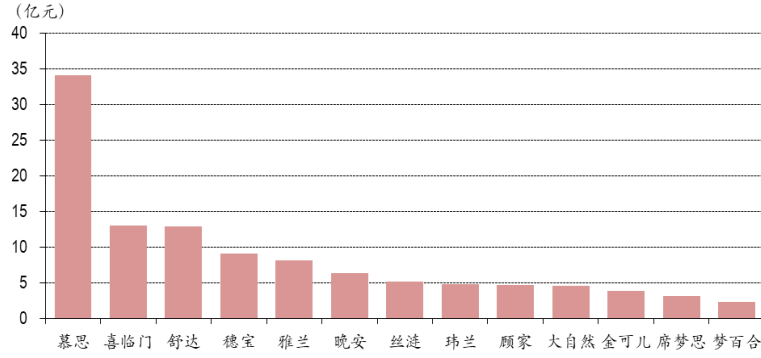
反观中国，虽然引入床垫的时间较晚，市场发展时间较短，但基于国内庞大的消费者群体以及不断提升的渗透率，床垫市场规模实现高速增长。据 CSIL 数据显示，2008-2017 年我国床垫市场规模复合增速为 13.84%，15-16 年由于前期地产调控因素增速下降，2017 年又恢复增长，同比增长 7.69% 至 89.38 亿美元。我们测算，中国 2017 年每百人床垫消费量仅为 4.8 张，美国已经达到 12.7 张，约是中国的 2.7 倍，中国市场空间还很大，目前仍处于成长前期。

图表 11. 2008-2017 年中国床垫市场规模



资料来源: CSIL, 中银证券

图表 12. 2017 年中国床垫企业国内销售额

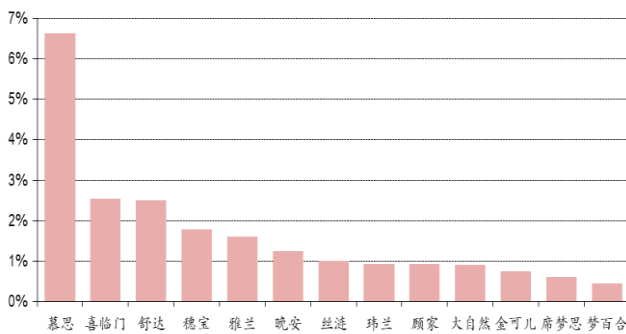


资料来源: 泛家居, 中银证券

在竞争格局方面，较低的行业壁垒与较廉价的劳动力吸引了众多床垫厂商加入，又因早期国内消费者层级不高，品牌意识不强，同质化产品泛滥，市场培育仍在初期，对于弹簧床垫接受程度仍有不足，行业集中度远低于美国。

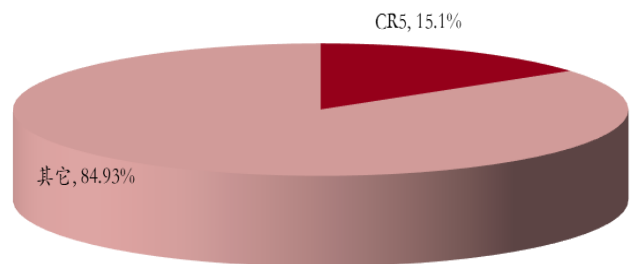
据泛家居数据，2017 年中国市场销售额排名前五的寝具品牌分别为慕思、喜临门、舒达、穗宝、雅兰，其市场份额分别为 6.6%、2.5%、2.5%、1.8%、1.6%，CR5 仅为 15.1%，远低于美国的 71.47%，仍有很大提升空间。

图表 13. 2017 年中国床垫企业国内市场份额



资料来源: CSIL, 泛家居, 中银证券

图表 14. 2017 年中国床垫企业国内市场份额集中度较低

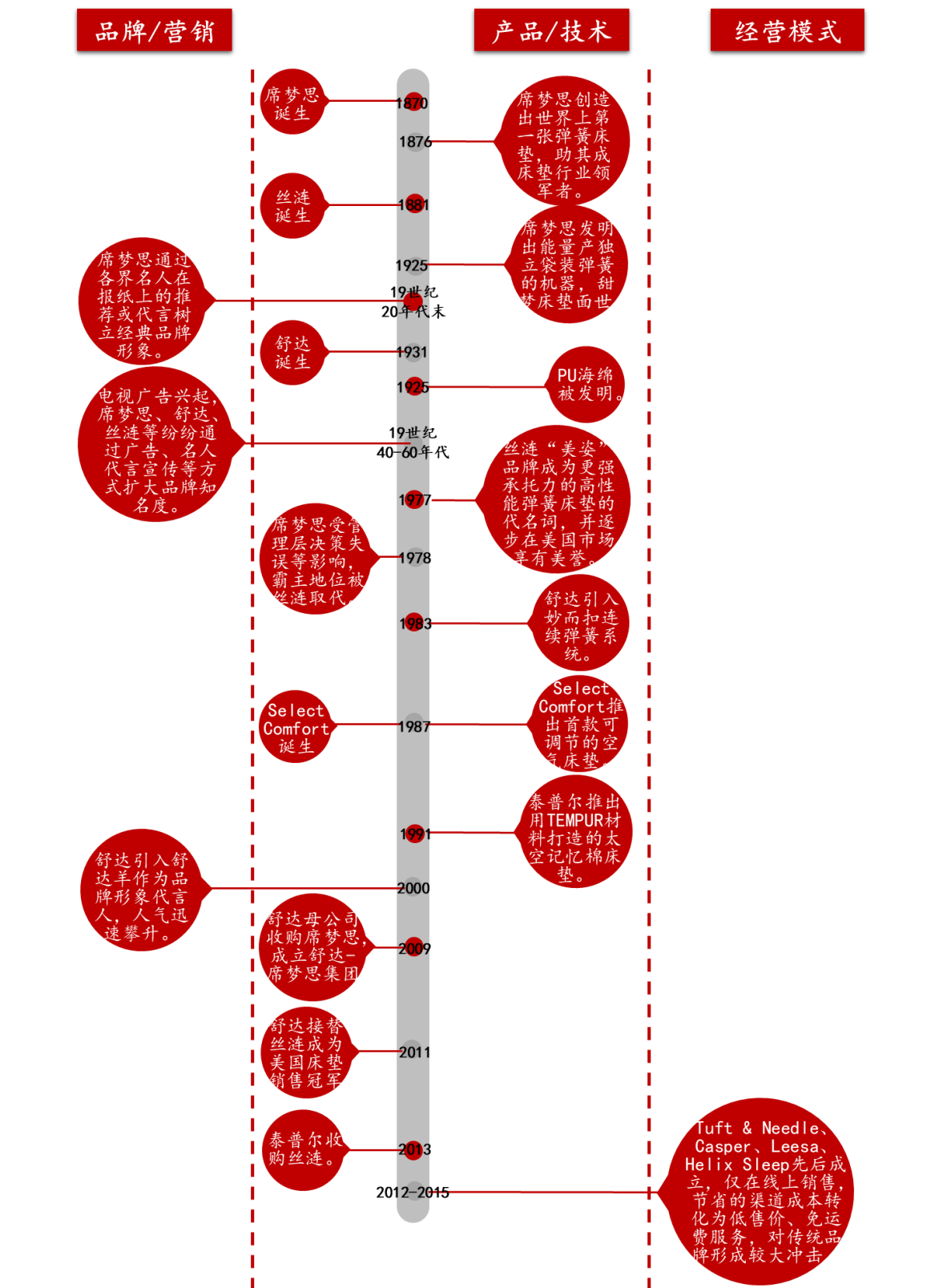


资料来源: CSIL, 泛家居, 中银证券

美国床垫市场演变进程的驱动分析

由于美国是床垫起源地，床垫市场非常成熟，我们以其为鉴，分析在产品不同生命周期，推动市场演变的核心要素分别是什么。

图表 15. 美国床垫市场变更历程



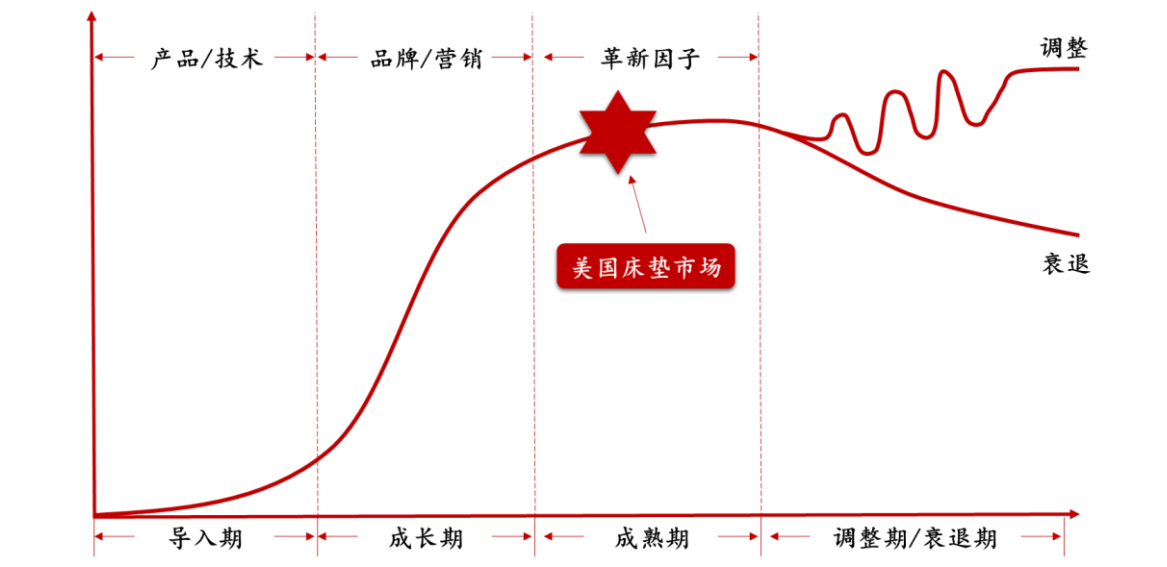
资料来源：各公司官网，中银证券

从上图可以看出，在**产品导入期**，**技术是推动市场演变的最核心要素**。席梦思因发明了弹簧床垫，成为当时乃至现今弹簧床垫的代名词，随后丝涟与舒达也纷纷取得技术突破，分别推出“美姿”弹簧、妙而扣弹簧，与席梦思一起成为美国弹簧床垫三大巨头。在中后期，因弹簧床垫产品已发展得较为成熟，仅当突破性创新型产品推出时，厂商才能凭借“技术”在市场占一席之地，如 Select Comfort 的空气床垫、泰普尔的记忆棉床垫。

在**产品成长期**，**营销转而成为品牌竞争的最核心要素**。19 世纪 20 年代，席梦思就开始启用各界名人对品牌进行代言或推广。19 世纪 40-60 年代，舒达、丝涟纷纷加入，借助电视广告兴起的东风，开始在全美范围集中投放大量广告，迅速扩大了品牌知名度。随后，品牌营销一直贯穿企业发展，成为企业打造核心竞争力的重要一环。

进入**产品成熟期后**，**市场竞争格局已趋于稳定，直到纯电商模式带来的业态变革给行业带来强烈冲击**。2009 年，Saatva 成立，开创了纯互联网床垫企业的先河。2012-2015 年，Tuft&Needle、Casper、Leesa、Helix Sleep 先后成立，作为电商床垫品牌大军的主力军，用高性价比与高服务质量为矛，成功瓜分了传统床垫品牌的部分份额，成为增长缓慢的美国床垫市场中异军突起的高速增长军团。

图表 16. 床垫不同生命周期的企业核心竞争因素



资料来源：中银证券

床垫导入期：产品/技术构建企业发展的核心竞争力

1876 年，世界上第一张弹簧床垫诞生，各大厂商开始主攻弹簧技术，如舒达推出“妙而扣”连续弹簧支撑系统，丝涟推出“美姿”感应弹簧；1931 年，邓禄普推出乳胶床垫；1987 年，Select Comfort 推出空气床垫；1991 年，泰普尔推出记忆棉床垫，至此，床垫品类愈发丰富。

迄今，弹簧床垫、乳胶床垫、记忆棉床垫成为床垫市场三大主要品类，传统品牌与电商品牌也各自凭借自己的技术，其产品在床垫市场占有一席之地。



图表 17. 美国床垫市场主要传统品牌与电商品牌核心技术一览

品牌	价格	核心技术	图示
传统品牌			
舒达 (Serta)	\$650-\$2000	<p>“妙而扣”连续弹簧支撑系统:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、弹簧中区加密技术有效避免床垫塌陷; 2、5-Free-Flex, 减少睡伴的相互移动和干扰; 3、弹簧延伸技术, 杜绝边框凹陷; 4、与人体平行的弹簧排列, 消除与睡伴之间的相互影响。 <p>舒缓缝合层:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、提供柔软保护; 2、分散身体重量; 3、减轻身体压力; 4、改善血液循环; 5、减少辗转反侧。 <p>边缘加固海绵:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、优质垫料四周加有高密度海绵; 2、置放在其他垫层之上; 3、加强边缘承托及睡眠舒适度; 4、提高床垫表面的活动范围。 	  
丝涟 (Sealy)	\$800-\$1299	<p>三重美姿感应承托弹簧 ReST:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、独立伸缩感应层完全贴合身体, 给身体提供轻柔包裹; 2、带来相应的舒适支撑最后过渡到身体所需的合适承托; 3、使用钛合金材料制造, 让床垫强度更高并长久保持原有性能。 <p>升级全方位稳定保护 UniCased XT: 创新性的边缘支撑系统, 包裹并锁定弹簧系统, 拥有优异的稳定性的, 旨在提供不受干扰的睡眠体验。</p>	 
席梦思 (Simmons)	\$600-\$1200	<p>甜梦独立袋装弹簧科技: 能依据人体曲线提供最适当的承托, 有效的缓解人体压力, 并减低震荡传递, 缔造无中断熟睡。</p> <p>智能感应独立袋装弹簧系统: 具有独特两段弹力设计, 顶部圈数较多, 敏锐紧贴体形, 底部圈数较少, 提供良好的支撑力。</p>	 
泰普尔 (Tempur-Pedic)	\$2000-\$4500	<p>TEMPUR 材料: 是一种能减缓压力和对温度极为敏感的材料, 床垫中有上百万个规则的细胞, 会随着人体的体型轮廓轻盈地移动, 在无反作用力的状态下, 给予身体所需支撑。</p>	
Select Comfort	\$600-\$2400	<p>独特空气囊专利: 通过气泵调节智能遥控床垫软硬程度, 契合不同人的睡眠需求。</p>	

资料来源: 各公司官网, 中银证券



续图表 18. 美国床垫市场主要传统品牌与电商品牌核心技术一览

品牌 电商品牌	价格	核心技术	图示
Casper	\$595-\$1195	Zoned Support™ 技术：为身体不同部位提供不同力度的支撑，让睡眠更加舒适。	
Tuft & Needle	\$350-\$750	T&N Adaptive® Foam：根据消费者需求研发出的记忆绵与乳胶混合材质，舒适透气，软硬适中。	
Purple	\$699-\$1299	Purple Smart Comfort Grid™：独创网格层设计，智能分散身体压力，给予各身体部位舒适支撑；网格有利于人体热量分散，气流自有流动，温度保持适中；采用通过 Certi PUR-US®认证的聚氨酯泡沫，经久耐用。	

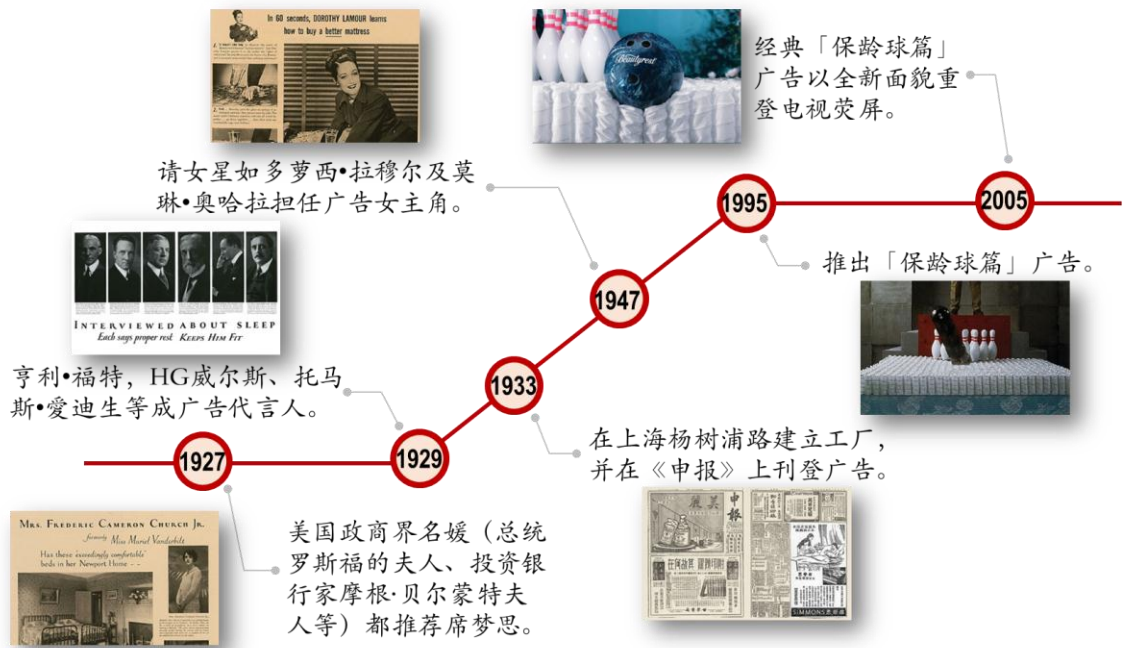
资料来源：各公司官网，中银证券

床垫成长期：品牌/营销是企业成长的核心驱动力

当市场玩家增多，竞争加剧，品牌成为企业增加产品辨识度、培育客户忠诚度的有力武器。于是，19世纪40-60年代，席梦思、丝涟、舒达纷纷加大全美广告投放力度，通过电视广告的营销方式夯实品牌基础。随后几十年，品牌营销一直是企业的重中之重。

以席梦思为例，1927-1947年，席梦思通过邀请各界名人为品牌宣传或代言的方式，在报纸、电视为主的媒体上进行品牌营销，使床垫专家席梦思的品牌形象深入人心。1995年，席梦思推出经典的保龄球篇电视广告，通过说服力极强的演示，将席梦思独立袋装弹簧床垫能有效避免同床之人翻身干扰的特性展示得淋漓尽致，一经推出就大受欢迎。

图表 19. 席梦思关键历史营销事件一览



资料来源：席梦思公司官网，中银证券

以舒达为例，在电视广告刚兴起的 19 世纪 50 年代，舒达抓紧时机，在全国性的电视节目，如：Bob Hope Show、The Tonight Show，中推出电视广告，说服父母别让孩子睡在“代代相传”的床垫上。19 世纪 60 年代，舒达开始开始在全美进行大范围广告宣传，邀请 Joey Heatherton 等名人拍广告代言，并推出硬实、软硬适中、偏软床垫等不同类型可供选择的床垫营销方案，实现了市场的快速扩张，工厂也迅速扩充至位于全美、夏威夷、加拿大的 39 间。

2000 年，舒达羊的诞生成为舒达品牌营销史上的里程碑事件，助其品牌实现跨越式提升。舒达羊是一群因为舒达床垫太过舒适，使失眠数羊的人群大幅减少，导致羊群们都失业了，于是开始与舒达床垫斗智斗勇的可爱绵羊。为了帮助这群“失业羊”，舒达聘请其为舒达代言人，并与世界顶级定格动画公司合作，于 2000 年 7 月推出一系列绵羊短视频广告，塑造了很多个性鲜明的、可爱有趣的“舒达羊”形象，如常充当领导者角色的 1 号羊、有勇无谋的 13 号羊、憨傻倒霉的 90 号羊，使舒达床垫的形象深入人心，广受消费者喜爱。

床垫成熟期：新商业模式的出现推动竞争格局演变

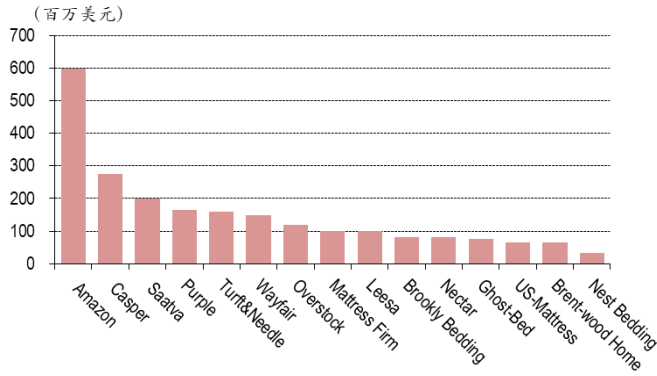
21 世纪初，美国床垫行业品牌格局基本定型，前五大传统床垫品牌地位牢不可破问题，但由于管理、财务、运营等问题，昔日巨头，今日财务问题却日益严重，如席梦思在 25 年内破产重组 7 次，债务从 1991 年的 1.64 亿美元飙升至 2009 年的 13 亿美元，最终被拥有舒达的阿瑞斯资产管理公司和安大略教师退休金投资策划公司组成的投资集团收购，就此，席梦思与舒达两大巨头合并。无独有偶，2013 年 3 月，泰普尔完成对丝涟的收购，更名为泰普尔丝涟国际公司，市场份额进一步集中。

在传统床垫品牌相互兼并收购的同时，互联网床垫品牌正悄然崛起。

2009 年互联网床垫公司 Saatva 成立，第三个月就实现盈利，随后以远超行业平均水平的速度高速增长，掀起了互联网床垫热潮。2012-2015 年，Tuft&Needle、Casper、Leesa、Helix Sleep 先后成立，互联网床垫进入爆发式发展阶段。

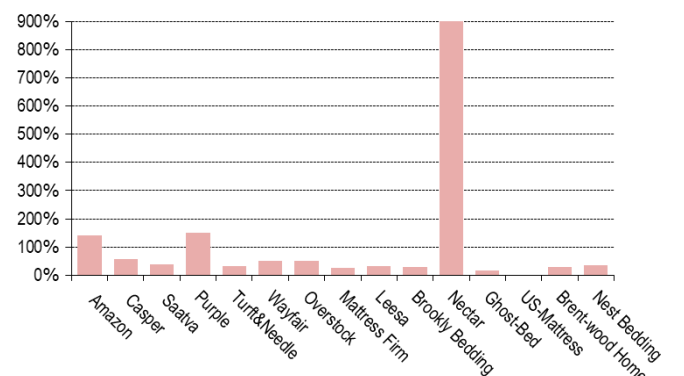
据《今日家具》数据显示，截至2017年，美国TOP5 电商床垫企业实现营收14亿美元，同比增长85%，TOP15 电商床垫企业实现营收22.69亿美元，同比增长66%，其中，Casper、Saatva、Purple、Tuft&Needle 分别以2.75亿美元、2亿美元、1.65亿美元、1.6亿美元的销售额成为全美床垫销售额排名的Top8-Top11，实现了对传统床垫品牌的飞速赶超与份额抢占，使2017年前五大传统品牌份额集中度同比降低2.52%至71.47%。

图表 20. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额



资料来源: Furniture Today, 中银证券

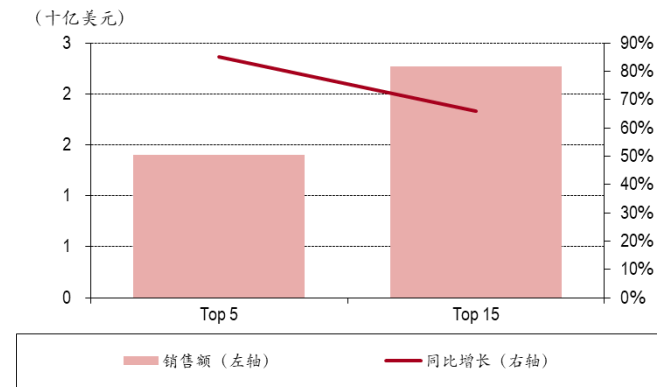
图表 21. 美国电商床垫品牌 2017 年销售额维持高速增长



资料来源: Furniture Today, 中银证券

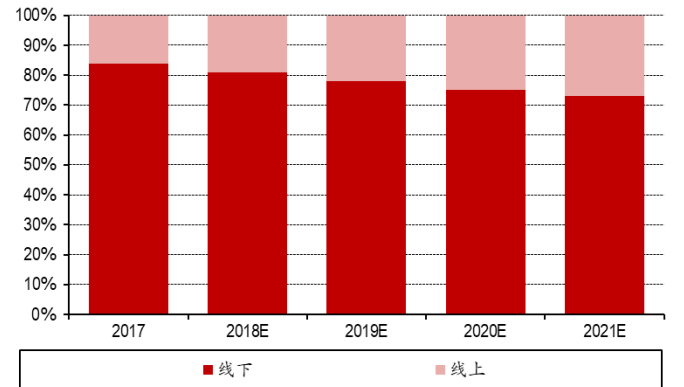
鉴于互联网床垫市场的高速增长，大型床垫厂商也纷纷涉足。2016年丝涟推出拥有丝涟的质量，售价却低于1000美元的平价电商床垫 Cocoon by Sealy，在抵抗互联网品牌冲击的同时，抓住机会获取行业红利。据 Statista 统计，2017年美国线上床垫销售额占比提升至16%，2021年预计达27%，成为床垫主要销售渠道之一。

图表 22. 2017 年美国 TOP15 电商床垫销售额同比增长 66%



资料来源: Furniture Today, 中银证券

图表 23. 2017 年美国电商床垫品牌销售额份额达 14%



资料来源: Statista, 中银证券

互联网床垫商业模式异军突起

互联网床垫品牌之所以能势如破竹地扩张，打破已稳定的竞争态势，带来行业的整体变革，主因其在产品质量有保障的基础上所具备的核心竞争力：

(1) 价格优势

由下表可见，传统床垫品牌的大众型产品的售价主要集中于800-2500美元，泰普尔更是高达2500-4500美元，而电商床垫品牌所有产品的价格范围都在350-1499美元之间，价格上拉开了明显差距。



图表 24. 美国床垫市场纯电商品牌凭低价取胜

品牌	价格
传统品牌	
舒达 (Serta)	\$700-\$2000
丝涟 (Sealy)	\$800-\$2000
席梦思 (Simmons)	\$600-\$2000
泰普尔 (Tempur-Pedic)	\$2500-\$4500
Select Comfort	\$1000-\$2500
电商品牌	
Casper	\$595-\$1195
Tuft & Needle	\$350-\$750
Purple	\$699-\$1299
Saatva	\$599-\$1499
Cocoon by Sealy	\$549-\$1049

资料来源: 各公司官网, 中银证券

为让价格更具可比性, 我们选取电商品牌 Saatva、传统品牌席梦思、舒达、金斯当的同类型产品作对比。由下表可见, 在产品配置类似的情况下, Saatva 售价基本是其它三大品牌的 50%-65%, 价格优势明显。

图表 25. 美国床垫市场电商品牌售价明显低于传统品牌

品牌	Saatva	Simmons (席梦思)	Serta (舒达)	Kingsdown (金斯当)
系列	Saatva	Beautyrest Black Desiree	iSeries Profiles Caliber	Sleep to Live
零售商	官网	线下店面	亚马逊	Art Van
软硬度	Euro Pillow Top	Luxury Firm	Super Pillow Top	Euro Top
高度 (英寸)	14.5	14.25	16.25	15.5
弹簧个数 (Queen)	884+416	850	1088	744
弹簧类别	独立袋装弹簧、 手工捆绑弹簧	独立袋装弹簧	杜尔独立袋装弹簧	独立袋装弹簧
弹簧规格	14.5g/13g	14.7g	15g	13g
弹簧结构	双层弹簧	单层弹簧	内外圈独立弹簧	单层弹簧
记忆棉	是	0.5 英寸 AirCool 棉层, 0.5 英寸 钻石微粒 AirCool 记忆棉表层, 0.5 英寸动态响应记忆棉	是	0.5-1.5 英寸 PrimaCool 凝胶 记忆棉, 1-3.5 英寸 PrimaSense 凝胶记忆棉
质保期	15 年有条件换货	10 年 (不分段)	10 年保修	20 年 (不分段)
价格 (Queen)	\$1,358.00	\$2,549.99	\$2,699.99	\$2,399.99
价格 (King)	\$1,817.00	\$2,899.99	\$2,800.00	\$2,999.99

资料来源: 各公司官网, 中银证券

(2) 服务优势

互联网床垫冲击市场之前, 购买床垫产生的运输及安装费大部分由消费者承担, 且商家并不提供免费试用、免费退货服务, 消费者只能在实体店短暂体验后进行购买决策。

互联网床垫企业为了打消人们对新兴品牌不信任及无法看到实物所产生的顾虑, 突破性地推出免费送货、100 天试用、免费退货的服务, 彻底打消人们顾虑的同时, 让消费者在家就能购买床垫, 并能零成本长时间体验产品以确定合适与否, 较传统品牌更有优势。

由下表可知, 直至现在, 传统品牌也并未提供免费退货服务, 电商品牌的服务优势依旧明显。

图表 26. 美国床垫市场纯电商品牌服务优势明显

品牌	服务
传统品牌	
舒达 (Serta)	免费送货、30 天试用、15% 退货费及 \$200 运费和安装费、10 年质保
丝涟 (Sealy)	送货及退换货政策因经销商而异、10 年质保
席梦思 (Simmons)	免费送货、14 天试用、不可退货、10 年质保 (部分类别 25 年质保)
泰普尔 (Tempur-Pedic)	免费送货、90 天试用(退货收取运费)、10 年质保
Select Comfort	免费送货、100 天试用、\$199 退换货费、25 年质保
电商品牌	
Casper	免费送货及退货、100 天试用、10 年质保
Tuft & Needle	免费送货及退货、100 天试用、10 年质保
Purple	免费送货及退货、100 天试用、10 年质保
Saatva	免费送货及处理旧床、120 天试用、\$99 退换货费、15 年质保
Cocoon by Sealy	免费送货及退货、100 天试用、10 年质保

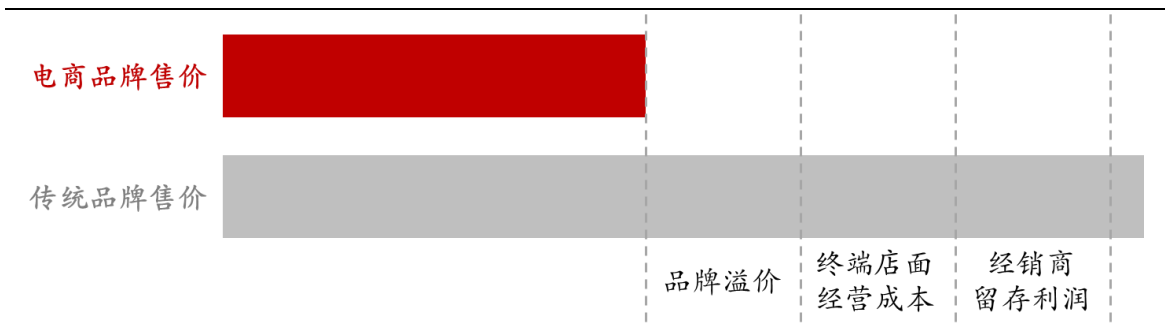
资料来源：各公司官网，中银证券

电商品牌能提供具备竞争力的价格与服务的最根本原因是其成本的压缩，而这主要来自：

(1) 渠道扁平化

传统床垫品牌主要由经销商通过线下终端店面进行销售，考虑到线下终端所需的人力成本、租赁成本、经销商留存的利润空间等，终端零售加价率较高，通常为 2-3 倍。而电商品牌因通过电商平台直接销售给消费者，省去了中间的经销环节，成本得到大幅缩减。

图表 27. 渠道扁平化有利于电商品牌压缩成本



资料来源：中银证券

(2) 品类简化

相较传统床垫品牌动辄上百的 SKU，电商床垫品牌的 SKU 极少，每个品牌通常只有 1-3 种款式，每种款式下有数个尺寸及软硬度可供选择。这些款式从材料、设计等方面皆迎合了大众消费者的偏好，不仅满足了大部分消费者的需求，也避免了消费者面对众多产品选择困难的烦恼。

因为 SKU 极少，不仅方便了仓储、物流等供应链运作，也因单个 SKU 规模效应扩大，生产效率提升，生产成本下降，可分配的利润空间随之增加。



图表 28. 电商床垫品牌 SKU 一览

品牌	款式	软硬度	尺寸
Casper	Wave	—	Twin, Twin XL, Full, Queen, King, Cal King
	Casper	—	
	Essential	—	
Tuft & Needle	T&N	—	Twin, Twin XL, Full, Queen, King, Cal King
	Mint	—	
Purple	The Original	—	Twin XL, Full, Queen, King, Cal King
	The All New	Firm、Medium、Soft	
Saatva	Saatva	luxury firm、Plush soft、Firm	Twin, Twin XL, Full, Queen, King, Cal King
	Loom & Leaf	Relaxed Firm、Firm	
	Zenhaven	Gentle firm、Luxury Plush	
Cocoon by Sealy	Chill	Soft、Firm	Twin, Twin XL, Full, Queen, King, Cal King
	Classic	Firm、Medium、Soft	

资料来源：各公司官网，中银证券

综上所述，过去 148 年间，美国床垫行业在导入期、成长期、成熟期市场竞争格局变动的核心驱动力分别是产品/技术、品牌/营销、变革因子。电商品牌之所以能在床垫市场格局基本稳定后异军突起，迅速进入 TOP10 榜单，是因为其抓住了消费者痛点（价格、服务）对行业模式进行变革，而其变革的本质支撑力量，是其通过渠道压缩与品类简化获得的成本优势。

借鉴美国“盒式”床垫电商的发展经验，纯电商模式在中国也有一定发展，包括以小米 8H 为代表的互联网品牌正在起量，产业对于电商模式的构建，以及与原有经销渠道的融合还处于摸索期。但毫无疑问，电商在渠道中的占比不断提升，将成为推动国内床垫行业变革的核心驱动之一。

从美国床垫发展历程反观我国现状，处于成长期的中国床垫市场格局尚未稳定，目前主要逐力点集中在渠道与营销，谁在渠道与营销上领先一步，谁的竞争优势更大。

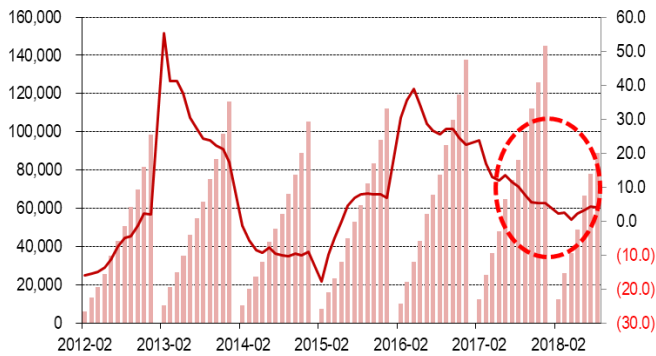
中国床垫市场现状：消费升级机遇显现，外资品牌加速扩张

中国床垫市场方兴未艾，国内的品牌仍处于渠道建设前中期，外资品牌处于对中国市场消费升级的信心，不断加大投入。我们认为随着消费升级与产品的不断完善，国内渠道空间将进一步打开，国内床垫行业面临发展机遇。

我国床垫市场环境：消费升级与地产周期影响并存

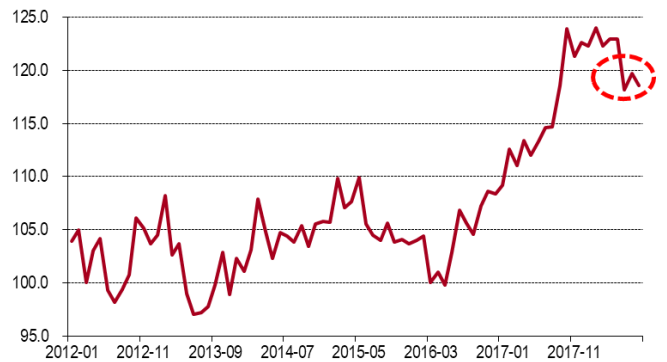
我国床垫市场仍处于成长期，虽然增速较高，但自2015年起已出现放缓趋势，尤其是去年开始密集发布的地产紧缩政策在一定程度上抑制了床垫市场需求，叠加国内经济增速放缓，消费者信心有所下降，床垫作为耐用消费品，受影响难以避免。

图表 29. 近期我国商品房住宅销售面积增速持续下降



资料来源：国家统计局，中银证券

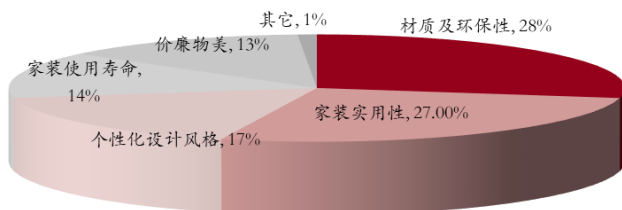
图表 30. 近期中国消费者信心指数有所下滑



资料来源：国家统计局，中银证券

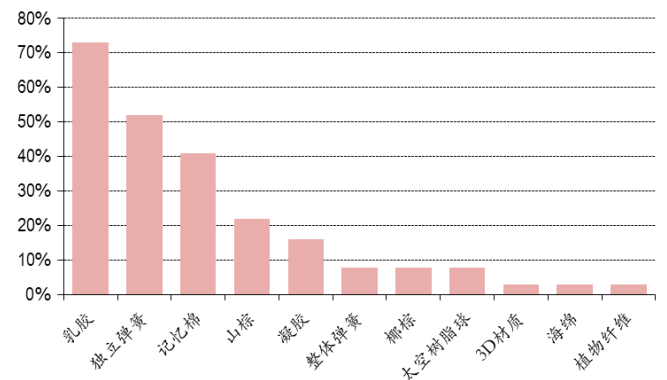
与此同时，在收入水平提升带动的消费升级趋势下，消费者更加注重品牌与品质，价格敏感性相对减弱。据 12 家行业协会、新浪家居携手腾讯、京东等伙伴联合发布的《2017 中国家居消费者洞察报告》显示，消费者在进行家庭装修时，最重视材质及环保型（28%）、家装实用性（27%）、个性化设计风格（17%），与价格相关的“价廉物美”项占比仅 13%。另据泛家居报告显示，2017 年消费者选择床垫时，更喜欢健康环保的乳胶、记忆棉材质。在此背景下，靠价格取胜的中小厂商的优势被逐渐削弱，更具品质与售后保证的一二线品牌成为更多消费者的选择。

图表 31. 消费者在家庭装修中最重视材质及环保性



资料来源：新浪家居，中银证券

图表 32. 2017 年消费者对床垫材质喜爱度一览



资料来源：泛家居网，中银证券

我国床垫市场格局：全国性品牌陆续出现，外资品牌加速抢占






目前我国床垫市场可分为内资品牌与外资品牌阵营，内资品牌以慕思、喜临门、穗宝为代表，外资品牌以舒达、丝涟、席梦思为代表。发展初期，由于运输半径和服务能力原因，多数国内品牌都是区域性品牌，近几年随着家居连锁卖场的全国扩张，以慕斯、喜临门为代表的企业已经成长为全国品牌。

图表 33. 中国市场主要内外资床垫品牌一览

品牌	价格(元)	月销量 Top1		图示	月销量 Top1-Top10		简介
		月销量	类别		价格(元)	类别	
内资品牌							
慕思	4399	252	乳胶独立袋装弹簧床垫		3799-7058	乳胶/椰棕、独立袋装弹簧床垫	成立于 2004 年，致力于人体健康睡眠研究，从事整套健康睡眠系统的研发、生产及营销，是全球健康睡眠资源整合者。已入驻 20 个国家和地区，海内外拥有 3600 多家专卖店。
喜临门	1799-2999	928	独立袋装弹簧床垫		1169-7599	乳胶/椰棕、独立袋装弹簧床垫	成立于 1984 年，以“致力于人类健康睡眠”为使命，专注于设计、研发、生产、销售以床垫为核心的高品质家具，旗下拥有喜临门、法诗曼、爱尔娜、爱信、BBR、布拉诺、可尚、奢里 8 大品牌。
穗宝	2199	415	整网弹簧床垫		1999-4199	椰棕/乳胶、独立弹簧床垫	成立于 1971 年，专注中国消费者的睡眠研究，研发了 IFEEL 深睡感知系统，专注床垫产品在深睡环境的创造、设计。产品远销美国、加拿大、澳洲，在全球拥有 2000 多家专卖店。
雅兰	3399	637	乳胶独立袋装弹簧床垫		2631-3799	乳胶、独立袋装弹簧床垫	成立于 1966 年，专注于为追求品质生活的人士带来浑然天成的睡眠舒适与和谐之美，产品远销美国、澳大利亚、新加坡、加拿大、新西兰等，是 Serta, Lady Americana, Kingsdown 等国际品牌的中国区合作伙伴。
晚安	1208-3538	151	独立袋装弹簧床垫		1208-3538	乳胶、独立袋装弹簧床垫	成立于 1986 年，产品系列涵盖床垫、沙发、床上用品、软床等，畅销全国 20 多个省、市、自治区，并远销欧美、日本、澳大利亚、阿拉伯等国家。
玮兰	1880-5980	24	棕榈床垫		820-5980	棕榈、独立袋装弹簧床垫	成立于 1995 年，产品包括床垫、软床、家纺、桑蚕丝被等健康睡眠产品，与德国科德宝、美国杜邦、美国礼恩派、瑞典宜家等全球知名企业达成深度合作。
顾家家居	2249	299	乳胶独立袋装弹簧床垫		2000-8316	乳胶、独立袋装弹簧床垫	成立于 1982 年，专业从事客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产与销售，产品远销世界 120 多个国家和地区，在海内外拥有 3000 多家品牌专卖店。
大自然	2199-8199	277	棕榈床垫		1199-10999	棕榈床垫	成立于 1990 年，是集植物纤维床垫研发、生产、销售为一体的经营实体，目前在全国建立了约 1000 家专卖店及睡眠体验中心。
梦百合	4599-4999	40	记忆棉弹簧床垫		1079-12999	记忆棉床垫	成立于 2003 年，专业从事记忆棉床垫等系列产品研发、设计、生产、销售、营销，是“零压睡眠”理念的倡导者。

资料来源：天猫旗舰店，中银证券（注：统计数据截至 2018 年 10 月 31 日）

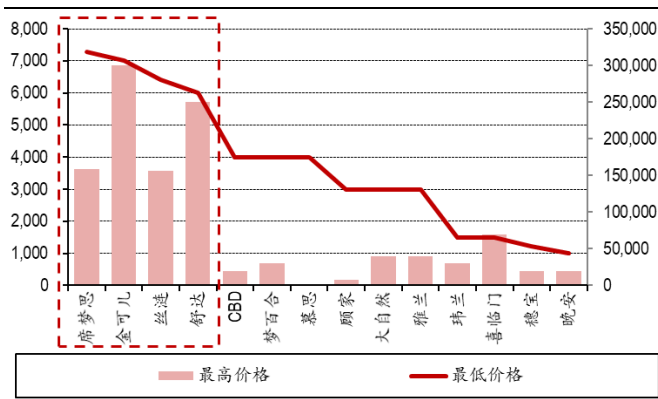
续图表 34. 中国市场主要内外资床垫品牌一览

品牌	月销量 Top1			图示	月销量 Top1-Top10		简介
	价格(元)	月销量	类别		价格(元)	类别	
外资品牌							
舒达	4999-5799	41	整网弹簧床垫		4699-10063	乳胶、独立袋装弹簧床垫	成立于 1931 年，以“制造舒适的床垫”为使命，引领美国床垫技术的革新与发展。目前在全球有 52 家工厂，108 个国际授权经销商，服务于 192 个国家和地区。
丝涟	11288-16588	23	乳胶弹簧床垫		5867-17836	乳胶、整网弹簧床垫	成立于 1881 年，是享誉全球的床垫制造商，直营公司遍布 7 大洲，在全球拥有 56 家工厂，近万家线下门店，2008 年正式进入中国。
金可儿	8599-10999	56	乳胶独立袋装弹簧床垫		5599-10999	乳胶、独立袋装弹簧床垫	成立于 1898 年，致力于高品质床具的研发，在全球拥有 50 多个生产基地，行销六大洲 100 多个国家和地区。2000 年进入中国市场，在上海和成立设有大型生产基地。
席梦思	7688-8588	5	独立袋装弹簧床垫		7688-19588	弹簧床垫	成立于 1870 年，是制造弹簧床垫的先驱，被全球 200 多个国家消费者高度认可，在中国大陆地区有近 200 家专卖店。
泰普尔	6600-12100	6	记忆棉床垫		4490-43920	记忆棉床垫	泰普尔材料是美国宇航局为减轻宇航员离地升空时所承受的巨大压力而特别研发的解压特性技术，1991 年被应用于床垫并推出记忆棉床垫，如今行销全球 90 多个国家。

资料来源：天猫旗舰店，中银证券（注：统计数据截至 2018 年 10 月 31 日）

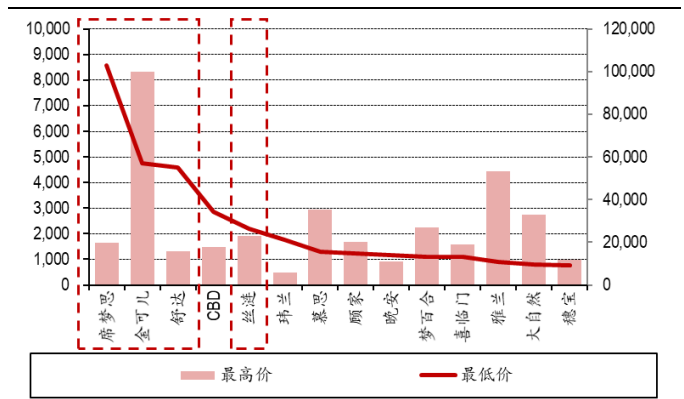
相较动辄百年历史的美国床垫品牌，内资床垫品牌成立时间较短，一般在 15-35 年之间，且价格明显低于外资品牌（定位中高端的慕思除外），一般是其 1/3-1/2。据泛家居数据显示，无论是线下实体店还是线上电商平台，外资品牌床垫起步价基本高于内资品牌，产品定位更高。因此国内高端市场被外资品牌和慕思等少数内资品牌占据，其他国内主流品牌多数主打中端市场，低端市场则被地方小品牌占领。同时内资品牌有谋求高端化的举措，外资品牌近年也有扩大产品价格区间，向中端市场发展的战略动向。

图表 35. 2017 年各品牌实体店床垫产品价格区间



资料来源：泛家居网，中银证券

图表 36. 2017 年各品牌天猫旗舰店床垫产品价格区间



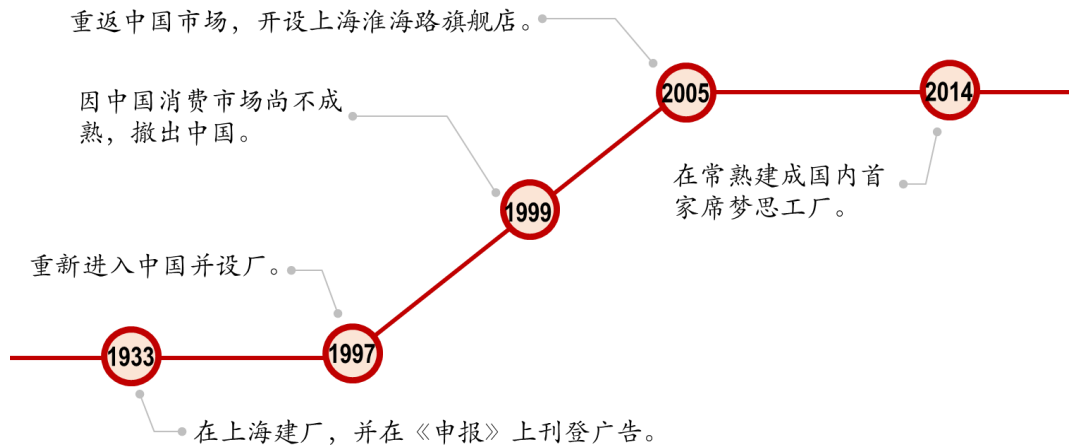
资料来源：泛家居网，中银证券

其实刚进入之初，因对中国本土市场不太了解，外资品牌在渠道与营销等方面常出现“水土不服”现象，又因其价格明显高于国内品牌，在居民收入水平未到位的当时，性价比仍是消费者选购床垫的主要考虑因素之一，导致外资品牌打开局面之路困难重重。

如席梦思 1933 年就在上海建立工厂，并在《申报》上刊登广告，后因二战中断；1997 年席梦思重新进入中国设厂，但因消费市场尚不成熟，消费者需求无法与席梦思供应的产品接轨，1999 年只能无奈撤出。

随着中国消费市场的变迁与外资企业对本土市场的深入研究与适应调整，外资床垫品牌开始重振旗鼓，如席梦思在 2005 年重返中国市场，开设上海淮海路旗舰店；2011-2013 年席梦思对原材料供应商进行充分调研与细致筛选，最终确定供应商名录；2014 年 9 月在常熟建成国内首家席梦思工厂，占地 2 万平方米（生产车间达 1.2 万平方米），日产能 350 件。

图表 37. 席梦思数次进出中国市场



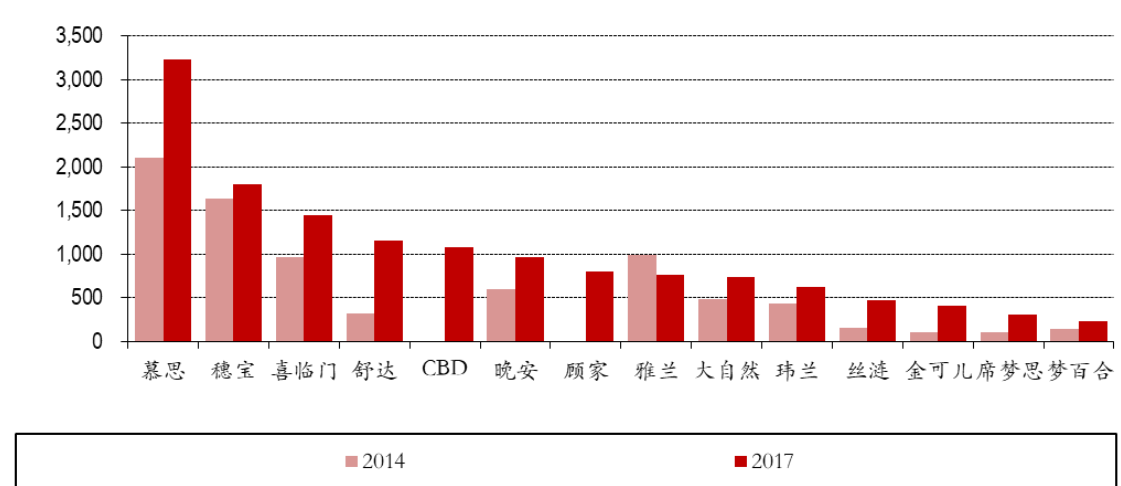
资料来源：席梦思公司官网，中银证券

近几年，中国床垫市场竞争态势的主要变化之一，是外资床垫品牌加大对渠道、营销、生产端的投入力度，开始在国内床垫市场大踏步前进，抢占国内高端床垫市场。

外资床垫品牌渠道扩张速度快于本土品牌

中国地域非常宽广，大大小小的市场特征各异，消费者偏好差异较大，营销更是需因地制宜，导致家居零售市场渠道为王。谁的渠道占优，谁就更具备市场竞争力。据泛家居网数据显示，2017 年中国床垫市场终端专卖店数量排名前三的分别是慕思 (3226 家)、穗宝 (1800 家)、喜临门 (1450 家)，较 2014 年分别净增 1126 (+53.6%)、170 (10.4%)、483 (+49.9%) 家。

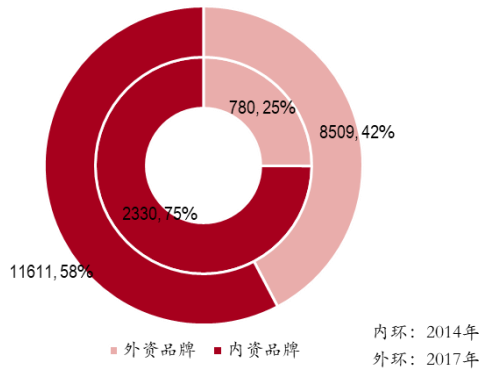
图表 38. 中国市场各床垫品牌终端专卖店数量



资料来源：泛家居网，中银证券

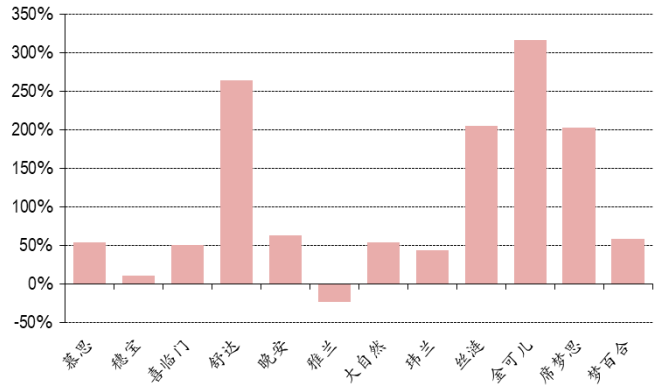
前 14 大品牌中，内资品牌专卖店共有 11611 家，占比 58%，外资品牌有 8509 家，占比 42%。外资品牌数量虽少于内资品牌，但三年间的开店速度明显领跑全行业，舒达、丝涟、金可儿、席梦思 2017 年店面数量较 2014 年同比增长 263.8%、205.2%、316.7%、203.0%，总店面数占比较 2014 年提升 17 个百分点。

图表 39. 外资床垫品牌终端专卖店数量占比明显提升



资料来源：泛家居网，中银证券

图表 40. 2014-2017 年外资品牌店面增速快于内资品牌



资料来源：泛家居网，中银证券






其中，店面数量最多的舒达早在 1998 年就正式进入中国市场，在国内建立工厂与睡眠研究中心。2009 年雅兰集团成为舒达在中国的独家授权商，授权期为 10 年。随后舒达与“三生股份”进行招商外包合作，采用激进开拓政策（高额开店奖+本年总收入/11=来年底薪）激励渠道拓展人员，并组建专门团队负责后续维护等繁琐事宜，使渠道拓展人员能专心快速招商开店。

考虑到消费层级差异，舒达新店面采取大城市全系列销售，小城市用“进口品牌”形象销售国产系列的策略，助推渠道落地运营。据泛家居数据显示，2014-2017 年，舒达专卖店数量由 318 家增至 1157 家，营收由 5.8 亿元增至 12.9 亿元。现今舒达店面数量已突破 1400 家，并在全国培养了十数个年销售额超一千万的大型经销商，渠道拓展效果显著。

外资床垫品牌在营销端加大投入力度

在营销层面，席梦思、舒达、丝涟等外资品牌普遍具备的一大优势是“历史悠久的全球知名品牌”称号。相较成立时间较短，野蛮生长起来的本土企业，中国消费者往往更信任历史悠久的海外知名品牌，认为其质量更好、设计更优、售后更有保障等，尤其是床垫这种本就从海外引进的耐用消费品。因此，当外资品牌开始加大市场营销推广力度，效益弹性大概率高于内资品牌。

图表 41. 舒达近年主要营销推广活动一览

时间	渠道	简介	图示
2015	央视广告	斥资数千万在 CCTV 投放最具代表性的“舒达羊”系列动漫广告片（5秒、15秒的短版），传递“当您躺下的瞬间，即可感受到与众不同”的品牌宗旨，开启品牌价值营销之路。	
2015	互联网、影视院线、舒达全国门店	在各平台播放 30 秒精华版“舒达羊”系列动漫广告片，在轻松幽默中传递品牌价值、塑造品牌形象。	
2015	巡展	在全国近 40 个大中型城市 44 家家居卖场（红星美凯龙、居然之家）举行“百年舒达·全球巡展——漂羊过海来献礼”，在宣传“舒达羊”文化的同时，拉近了消费者与品牌的距离。	
2016	专卖店促销	在全国 200 多个城市开启第一届“惊折”活动，当天成交额达 1.12 亿元。	
2017	专卖店促销	在全国近 300 个城市开启第二届“惊折”活，活动日前的开门红 10 天销售额已破亿。	

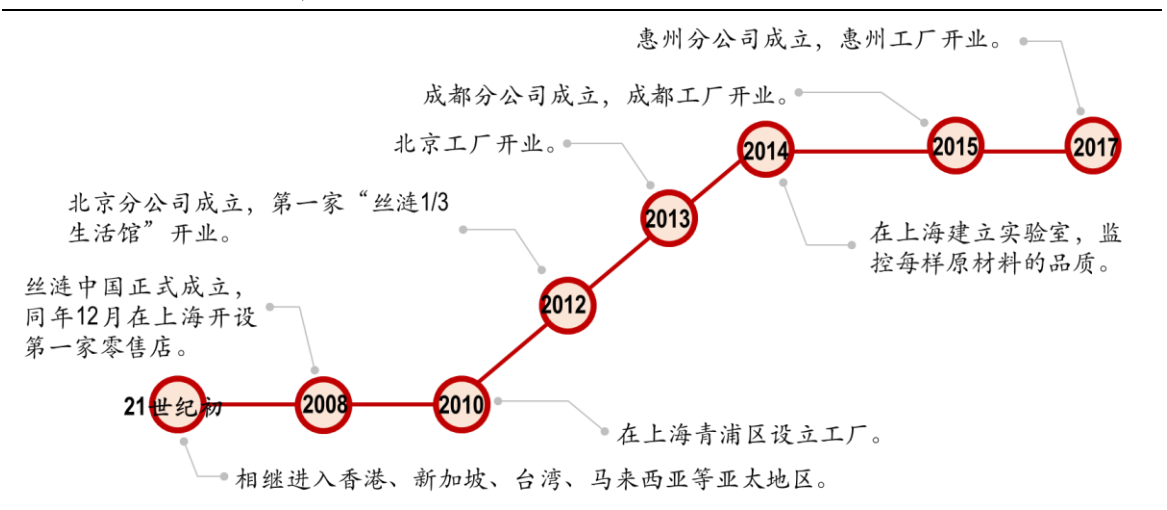
资料来源：舒达公司官网，中银证券

外资床垫品牌接连加密中国生产端布局

在生产端，外资品牌也有明显发力迹象。进入之初，考虑到原材料、供应商、质量把控等因素，外资品牌通常更倾向于从海外工厂进口床垫产品来进行销售。但进口产品的物流费与税费等成本较高，叠加到售价上，削弱了其价格竞争力，因此随着销售规模的扩大，近几年外资品牌纷纷改为在国内设厂。

以丝涟为例，2008 年，丝涟中国正式成立；2010 年，丝涟在上海青浦区设立工厂，占地 8 千多平方米，12 月正式投产；2013 年 5 月，丝涟在北京设立第二家中国工厂，服务于整个北方市场；2014 年，丝涟中国工厂在上海建立实验室，监控每样原材料的品质，最大程度地保证产品的高质量；2015 年 6 月，成都工厂开业，占地 5200 平方米，业务覆盖西南、西北共 11 省零售及酒店项目；2017 年 9 月，惠州工厂开业，辐射华南市场。至此，丝涟完成全国性生产基地布局，大大缩短了产品运输路径，进一步降低运输成本。

图表 42. 丝涟逐渐加大在中国市场的生产端投入



资料来源：丝涟公司官网，中银证券



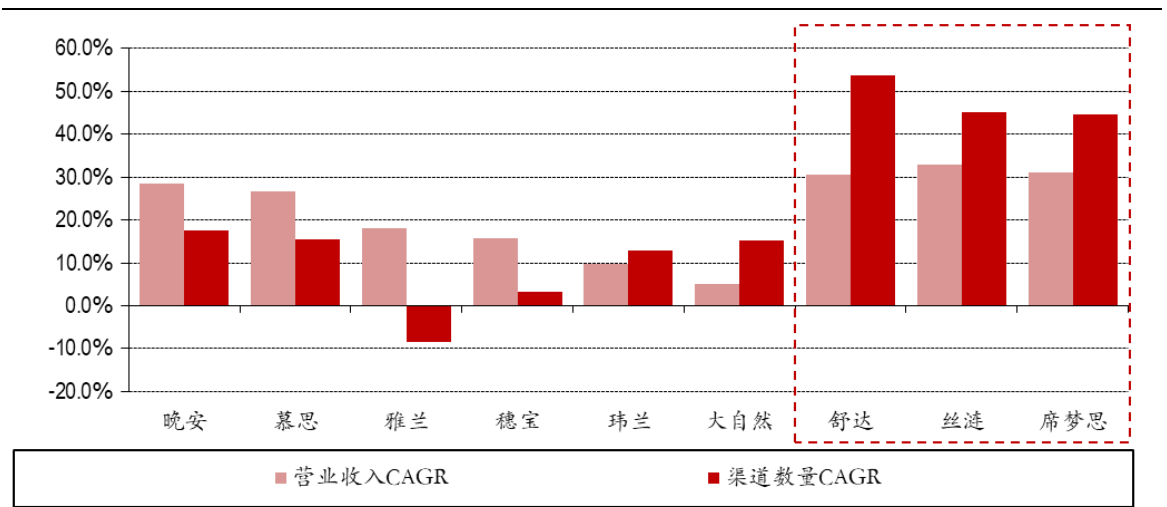
图表 43. 外资床垫品牌纷纷在中国设厂

品牌	中国生产基地数量	生产基地所在城市
内资品牌		
慕思	1	东莞
喜临门	6	佛山、兰考、成都、香河、绍兴越城、绍兴袍江
穗宝	4	广州、天津、上海、河北
梦百合	1	南通
雅兰	1	深圳
外资品牌		
舒达 (Serta)	1	惠州
丝涟 (Sealy)	4	上海、北京、成都、惠州
席梦思 (Simmons)	2	常熟、香港
泰普尔 (Tempur-Pedic)	0	无
金可儿 (KingKoil)	2	上海、成都

资料来源：各公司官网，中银证券

外资床垫品牌得益于其在渠道、营销、生产端加大投入，近年来也实现了营收的高增长。据泛家居数据显示，舒达、丝涟、席梦思 2014-2017 年营收复合增速分别为 30.57%、32.95%、31.18%，皆高于慕思等本土品牌，但却低于其本身的渠道数量复合增速（53.80%、45.05%、44.70%），与晚安、慕思、雅兰、穗宝形成鲜明对比，可见其营收增长很大一部分靠新开店，渠道质量仍有很大提升空间。

图表 44. 2014-2017 年外资品牌营收复合增速高于本土品牌



资料来源：泛家居，中银证券

综上，外资床垫品牌近年来的大动作与高增长，一方面说明外资品牌凭借长期积累下的产品技术能力和品牌影响力，得以占据中国高端市场，另一方面间接印证了中国床垫市场的消费升级趋势，消费者品牌意识提升，价格敏感性减弱，高端床垫需求空间被打开，品牌消费时代正在来临。



投资建议

中国床垫行业面临消费升级机遇，我们认为高端市场是国内品牌成长追赶的必经之地，同时，新零售商业模式的蓬勃发展，纯电商模式重要性也会持续增加，确立好产品市场定位、在渠道与营销端有效发力的公司，可以进一步扩大市场份额。

建议关注具备渠道与品牌优势的**慕思**、**喜临门**，在渠道与营销端发力明显的**顾家家居**、**梦百合**。



风险提示

- 1、房地产成交量大幅下滑。
- 2、原材料价格大幅上涨。



附录图表 43. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2016A	2017E	2016A	2017E	资产 (元/股)
603816.SH	顾家家居	买入	46.45	199	1.92	2.47	24.2	18.8	9.90
603008.SH	喜临门	买入	9.82	39	0.72	0.96	13.7	10.2	7.22
603313.SH	梦百合	未有评级	18.88	45	0.65	0.76	29.1	24.7	6.82

资料来源：万得数据及中银证券

注：股价截止日 2018 年 10 月 31 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371