

从海外巨头看中国床垫行业集中度提升路径



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——床垫行业深度报告

核心观点

❖ 美国床垫行业历经四个发展阶段，市场规模达 88 亿美元

床垫作为典型的可选消费品，床垫行业的发展和美国的经济周期紧密相关，回顾美国床垫发展历程，我们认为，可以分为四个阶段，分别是萌芽时期、调整阶段、加速发展时期和成熟期。2017 年美国床垫行业市场规模约为 87.71 亿美元，最近三年保持年均 6.5% 左右的增速，增速较为平稳。目前美国市场主要流行的床垫材质有四类，分别是弹簧床垫、棕榈床垫、乳胶床垫、记忆棉床垫。

❖ 美国床垫行业 CR5 集中度近 80%，并购是提高集中度的主要方式

由于床垫价格因素逐步弱化，对睡眠消费的重视决定了品牌企业的市场空间大，加上床垫消费具备显著的目的性消费特征，线下家居卖场是主要消费渠道，龙头企业往往具备较强的竞争力。随着行业的不断洗牌，美国床垫行业最终通过并购诞生了少数几家行业龙头，目前形成了舒达和席梦思、丝涟和泰普尔两大阵营，前五大厂商的市场份额接近 80%。并购过程中，渠道、品牌价值、技术创新是主导行业升级的核心要素。

❖ 我国床垫需求未来三年有望达 800 亿元，行业发展可参照美国轨迹

受新房销售规模扩大，存量房翻新提速和传统睡眠观念革新等因素影响，床垫消费群体规模在持续扩大。根据测算，2018 年-2020 年床垫内销规模为 669.86 亿元、729.02 亿元、790.00 亿元，复合增速 8.82%。床垫行业的主要品牌包括慕思、穗宝、雅兰、喜临门等。我国床垫市场集中度较低，床垫 CR5 在 15% 左右，与美国市场差距较大。但是由于我国经济结构面临转型升级，人均 GDP 与美国七八十年代相近，且床垫行业增速逐渐放缓，这些因素或将使得我国床垫行业会按照美国的轨迹逐步提升集中度。

❖ 顾家或收购喜临门 23% 股权，行业集中度有望提升

今年 10 月初，顾家家居发布公告称公司拟通过支付现金方式，以不低于 15.20 元/股的价格收购喜临门不低于 23% 的股权，收购总价不低于 13.80 亿元，若收购达成，顾家家居将成为喜临门的第一大控股股东。目前方案仍然存在不确定性。顾家家居目前床垫占营业收入的 13%，床垫业务规模有待扩大，喜临门作为床垫行业的领军企业之一，拥有较强的品牌影响力和渠道把控能力，若收购完成将产生较强的协同效应，也将提升我国床垫行业的集中度。

❖ 风险提示：宏观经济低于预期；政策风险；行业竞争风险。

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 轻工制造
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2018/12/14

👤 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

👤 联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006
021-68595117
lindongyue@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、历经百年变迁，美国床垫行业发展日趋成熟.....	4
1.美国床垫行业发展经历四个阶段.....	4
2.美国市场流行的床垫材质包括弹簧、棕榈、乳胶和记忆棉.....	4
3.美国床垫品牌梳理：传统品牌 VS 新兴品牌.....	5
4.美国床垫市场规模达 88 亿美元.....	6
二、并购主导美国床垫行业集中度提升.....	8
1.美国床垫行业 CR5 达 79%.....	8
2.美国床垫行业已形成寡头竞争格局.....	9
3.美国床垫行业集中度提升过程解析.....	12
3.1 床垫行业集中度提升具有必然性.....	12
3.2 并购是行业集中度提高的主要手段.....	12
3.3 并购中的核心竞争力：技术、品牌和渠道.....	12
三、中国床垫行业潜在需求大，集中度低.....	15
1.我国床垫需求未来三年有望达 800 亿元.....	15
2.床垫行业集中度较低，龙头企业规模有望扩大.....	16
3.未来行业发展可选择美国作为参照样本.....	17
3.1 行业增速略有放缓，开始走向成熟.....	17
3.2 人均 GDP 与美国 70 年代接近.....	18
3.3 经济结构同样面临转型升级.....	18
3.4 其他相关因素：人口老龄化、睡眠观点更新等.....	18
四、中国床垫行业集中度提升的样本探析.....	19
1.样本：顾家家居和喜临门或将整合.....	19
2.顾家为何会选择收购喜临门？.....	20
2.1 顾家的软体家居龙头地位需要床垫支撑.....	20
2.2 渠道将得到加强，成为家居行业门店数量最多的企业之一.....	21
2.3.关于估值合理性的探讨.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图 1:	全球软体家居消费量分布.....	7
图 2:	2017 年美国床垫市场规模约 88 亿美元.....	7
图 3:	2017 年美国床垫行业 CR5 达 79%.....	8
图 4:	美国床垫行业 CR5 占比逐步提升.....	8
图 5:	美国床垫行业集中度提升进程.....	9
图 6:	席梦思发展历程.....	10
图 7:	金融危机期间丝涟营收下降/百万美元.....	11
图 8:	金融危机期间丝涟毛/净利率下降.....	11
图 9:	泰普尔 2002-17 年营收复合增速 16%/百万美元.....	11
图 10:	泰普尔毛/净利率高于丝涟.....	11
图 11:	2010-2017 年住宅销售面积 (亿平米).....	16
图 12:	我国 2010-2017 年人均可支配收入/万元.....	16
图 13:	美国人均 GDP (美元).....	18
图 14:	中国人均 GDP (美元).....	18
图 15:	喜临门目前的股权结构.....	19
图 16:	顾家家居 2013-2017 年床垫及软床收入 (亿元).....	20
图 17:	2013-2017 年床垫及软床在营业收入中的占比.....	20
图 18:	喜临门 2013-2017 年床垫及软床业务规模 (亿元).....	21
图 19:	顾家家居门店数量.....	21
图 20:	喜临门门店数量.....	21
表格 1:	美国床垫行业发展可分为四个阶段.....	4
表格 2:	四种主流床垫类型分类.....	5
表格 3:	美国传统床垫品牌梳理.....	6
表格 4:	美国新兴床垫品牌梳理.....	6
表格 5:	美国品牌床垫企业的品牌形象.....	13
表格 6:	美国床垫行业技术革新路线图.....	14
表格 7:	床垫 2018 年-2020 年市场规模测算.....	16
表格 8:	我国主要床垫企业介绍.....	17
表格 9:	顾家家居收购喜临门股权的意向方案.....	19
表格 10:	喜临门盈利预测.....	22

一、历经百年变迁，美国床垫行业发展日趋成熟

1. 美国床垫行业发展经历四个阶段

1870年，席梦思发明了全球第一张弹簧床垫，至今美国床垫行业已经经历了一百余年的发展。美国的现代床垫行业起步早，由于美国对睡眠文化较为重视，床垫的更新周期相对较短，因此目前美国市场是全球最大的床垫消费市场，目前市场容量趋于稳定。近年来，除了2008-2009年因全球金融危机市场规模萎缩以外，其余年份增速较为稳定，市场已经趋于成熟。

回顾美国床垫发展历程，我们认为，可以分为四个阶段，分别是萌芽时期、调整阶段、加速发展时期和成熟期。床垫作为典型的可选消费品，床垫行业的发展和美国的经济周期紧密相关，并随着行业的不断洗牌，最终诞生了少数几家行业龙头，饱经风霜，历久弥新。

表格 1. 美国床垫行业发展可分为四个阶段

时期	阶段	行业发展情况
19 世纪后半叶到 20 世纪上半叶	初创萌芽探索	席梦思发明弹簧床垫标志行业诞生； 经济发展和需求升级推动行业最初的发展； 美国部分州推动床上用品立法，行业发展逐步规范化。
20 世纪中叶	行业调整期	受经济萧条和二战影响，床垫行业发展步入低估； 行业面临第一次洗牌，市场容量萎缩导致部分企业产能出清； 行业萧条，促进技术创新，床垫工艺得到了改进提升。
20 世纪六十年代 到七十年代中期	行业加速发展期	二战后经济恢复发展、消费水平迅速提升，床垫作为耐用消费品 市场规模迅速扩张； 床垫宣传广告流行，睡眠理念被广泛接纳，单价同步提升； 行业规范得到重视，《易燃纺织品法》修正出台。
20 世纪八十年代 至今	行业趋于成熟期	床垫更新需求增加； 2000 年以后行业整合并购事件增多； 后金融危机时代，床垫市场规模扩张速度放缓； 部分技术创新企业占据一定市场空间。

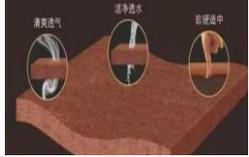
资料来源：天拓咨询，川财证券研究所

2. 美国市场流行的床垫材质包括弹簧、棕榈、乳胶和记忆棉

按照材质分类，目前主要流行的床垫类型有四类，分别是弹簧床垫、棕榈床垫、乳胶床垫、记忆棉床垫。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 2. 四种主流床垫类型分类

类型	特征	优点	缺点	
弹簧床垫	结构主要包括弹簧、毡垫、棕垫、泡沫层和床表纺织面料，历史悠久，工艺纯熟	防虫防霉，均匀承重	易使颈肩僵硬和腰部酸痛，胶水与用材污染	
棕榈床垫	采用山棕或椰棕的纤维制作成的棕床垫	通爽透气、弹力持久不变；硬度较高，承托能力好	硬度太高，不耐用，易变形	
乳胶床垫	取材于橡胶树汁液，是纯天然材料，能散发出淡淡的乳香味	自然环保、安全无毒；弹性好，支撑性好；透气性好	易氧化，价格较高	
记忆棉床垫	利用太空慢回弹材料（聚氨酯泡沫）制作而成	低回弹力、支撑性优良；自行感温；缓冲性能好，保护身体	易变形，不散热，旧式产品会慢慢变硬，	

资料来源：齐家网，川财证券研究所

3. 美国床垫品牌梳理：传统品牌 VS 新兴品牌

早在十九世纪后期，丝涟（Sealy）、席梦思（Simmons）等知名床垫品牌已经在美国诞生，两家公司将床垫设计与人体工学、睡眠科学等结合，逐步发展成为美国床垫业两大龙头。随后，舒达（Serta）、泰普尔（Tempur-Pedic）以及 Select Comfort 等品牌凭借技术革新和成功的营销宣传发展迅速，对传统两大品牌形成冲击。近年来，商业模式更新，SKU 更少的新兴品牌开始进入市场。

我们认为，目前美国市场的主流床垫品牌可以分为两类，一类是传统品牌，包括席梦思、舒达、丝涟和泰普尔等，成立时间久，技术过硬，品牌知名度高；另一类是新兴品牌，包括 Casper、Leesa、Purple 等，成立时间短，大部分是最近十年之内兴起，技术创新，价格亲民，商业模式新，逐渐受到追捧。

表格 3. 美国传统床垫品牌梳理

品牌	成立时间	品牌	定位	特征
席梦思	1870	BeautySleep Beautyrest Backcare (海外)	38 个系列覆盖了平价、中档、高档、奢华四个档位	1979-2010 年之间经历了 7 次资产重组。2010 年被 Ares 资产管理公司和 Ontario 投资策划公司收购。
舒达	1931	Sertapedic、 Hotel Mattress、 Exclusive Selection、 iComfort	覆盖不同档次，价位 149 美元至 4399 美元不等	绵羊广告形象深入人心 近年来连续蝉联全美床垫销售冠军，是目前的美国家床垫行业第一品牌
丝涟	1881	Cocoon、 Sealy Posturepedic、 Optimum、 Stearns&Foster	记忆棉产品为主，覆盖不同档位	产品品类最为齐全，“美姿”品牌在 70 年代超越席梦思成为全美第一品牌；金融危机后企业遭遇经营危机，后被泰普尔收购
泰普尔	1991	Tempur-Pedic	太空记忆棉高档产品	Tempur 材料原先由美国宇航局为减轻宇航员升空压力而研发，性能优良广受欢迎
Select Comfort	1987	Sleep Number	空气调节床垫	智能床垫，通过空气压力调节床垫硬度，King 尺寸的床型还可单独调节两侧腔室。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

表格 4. 美国新兴床垫品牌梳理

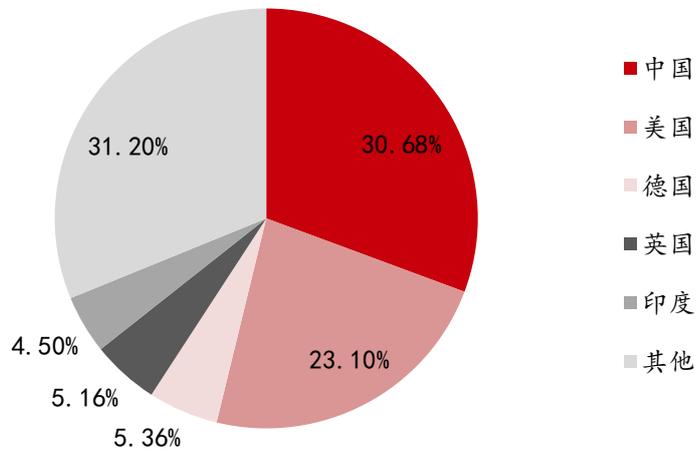
品牌	成立时间	材质	定位	特征
Casper	2013	记忆棉	平价产品	精选 SKU，线上直销，优质售后，盒子物流
Leesa	2014	记忆棉，降温棉	平价产品	床垫由三个不同密度的海绵层制成，较 Casper 更柔软
Tuft & Needle	2012	自适应海绵	平价产品	线上销售，材质比记忆棉更柔软，可以更均匀分散人体体重
Purple	2016	零压床垫	平价产品	弹性好，承托力优良

资料来源：公司官网，川财证券研究所

4. 美国床垫市场规模达 88 亿美元

近年来，全球软体家居市场进入平稳增长期。全球前五大软体家居消费国分为中国、美国、德国、英国和印度，消费量分别各地占比 30.68%、23.10%、5.36%、5.16%和 4.50%。美国是世界上仅次于中国的软体家居消费国。

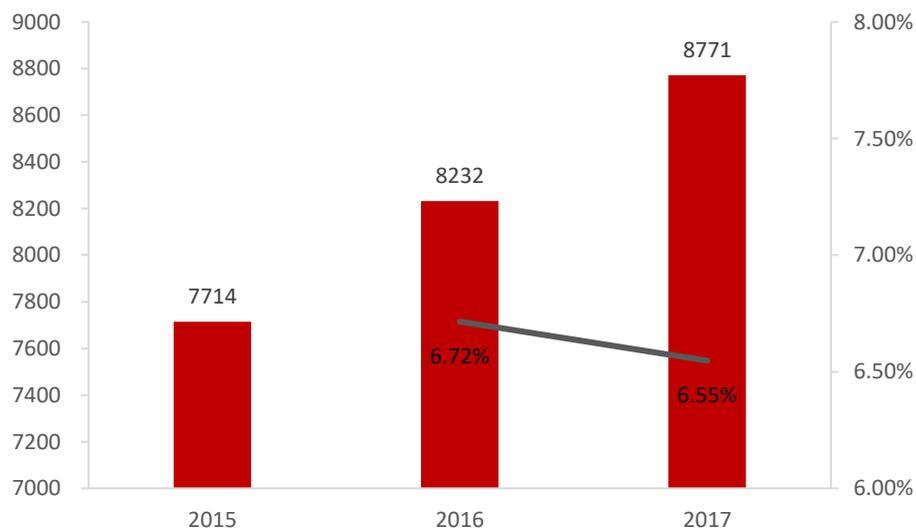
图 1：全球软体家居消费量分布



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

根据世界睡眠产品协会(ISPA)的报告，近年来美国床垫行业稳健增长，1993年产品出货值29亿美元，2013年达到70亿美元，20年间复合增速为4.7%。2017年美国床垫行业市场规模约为87.71亿美元，最近三年保持年均6.5%左右的增速，增速较为平稳。

图 2：2017年美国床垫市场规模约88亿美元



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

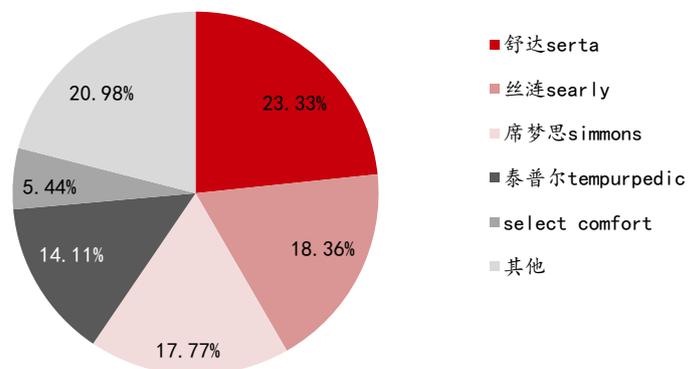
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、并购主导美国床垫行业集中度提升

1. 美国床垫行业 CR5 达 79%

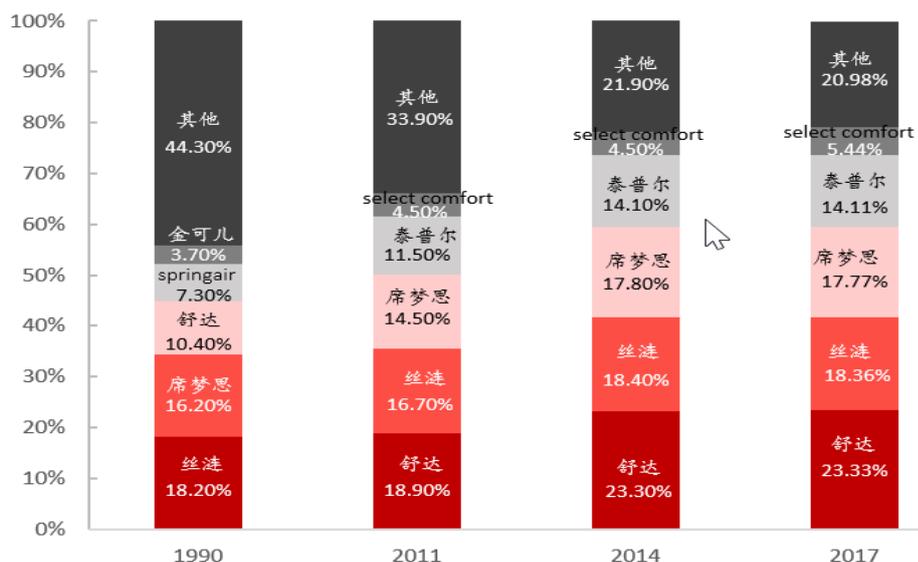
美国床垫品牌集中度相对较高。根据 2017 年估计出货量口径来计算，美国前五大床垫品牌市场份额达到 79%，排名第 6-15 位的品牌市场份额为 16.3%，其余品牌的市场份额仅为 4.7%，行业集中度水平较高。九十年代至今，美国床垫行业集中度经历了持续提升过程，CR5 的市场占有率稳步提升。

图 3： 2017 年美国床垫行业 CR5 达 79%



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 4： 美国床垫行业 CR5 占比逐步提升



资料来源：前瞻产业研究网，川财证券研究所

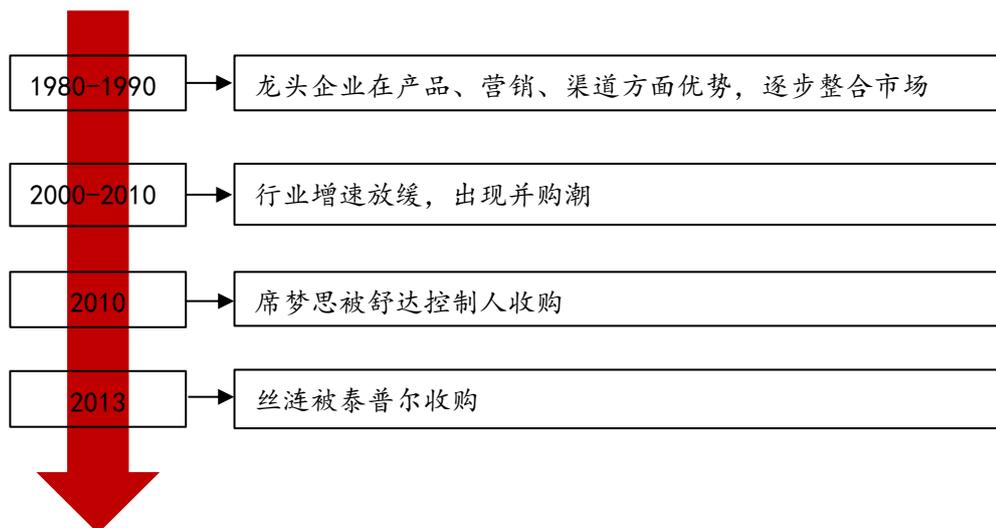
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 美国床垫行业已形成寡头竞争格局

历经百年发展，美国床垫行业逐渐步入成熟期，行业历经沉浮逐渐孕育出了席梦思、丝涟、舒达等知名品牌。在美国床垫行业前五大企业中，除去规模相对较小的 select comfort，剩余的席梦思、舒达、丝涟和泰普尔四家母公司目前分属两大阵营，也就是目前美国床垫市场主要是两大品牌集团(席梦思+舒达、丝涟+泰普尔)。

从集中度来看，经济萧条时期，床垫行业内中小企业退出，行业集中度也会逐步提升，但是速度相对较慢。1990年CR4为52%，2011年CR4为61.60%，2014年CR4为72.60%，2017年CR4为73.58%。其中，在行业没有出现大规模横向并购时，每年集中度大约提升0.5%，2011年之后，龙头企业之间出现并购，使得集中度快速提升，并逐步形成了目前的寡头局面。

图 5： 美国床垫行业集中度提升进程



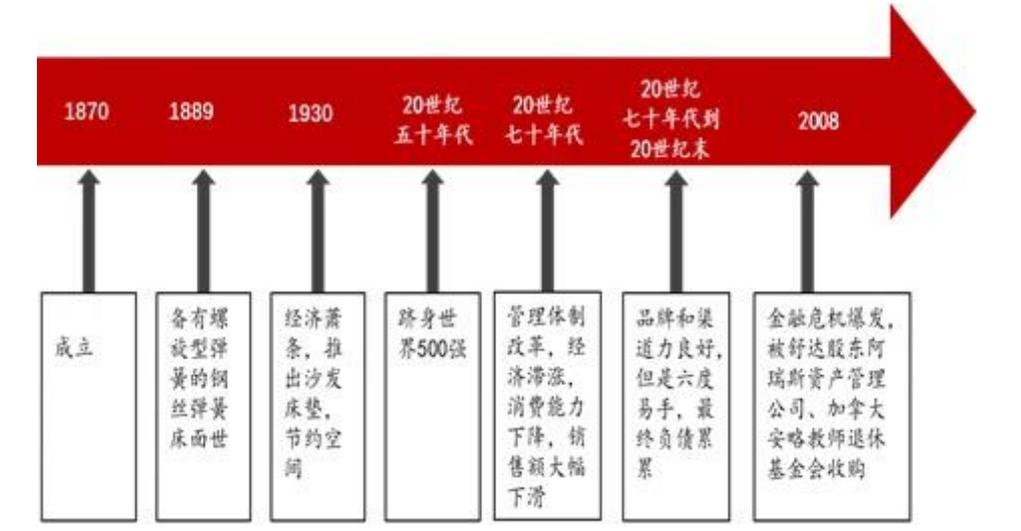
资料来源：亿欧网，川财证券研究所

(1) 舒达股东收购席梦思

席梦思成立于 1870 年，是美国床垫行业的先行者，凭借弹簧床垫在二十世纪前半叶成为行业领军企业。但是，70 年代初，席梦思董事长格兰特席梦思对公司管理团队进行了激进的改革，改革失败业绩大幅下滑，1976 年老大地位被丝涟取代。70 年代末一直到 90 年代，公司股权多次转让，负债剧增，最终被纳入舒达的阵营，被控股 Serta 舒达的阿瑞斯资产管理公司与加拿大安略教师退休基金会收购。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 6： 席梦思发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

舒达成立于1931年，目前美国床垫行业市占率排名第一的龙头企业。舒达自成立以来一直以“制造世界第一流的床垫”为使命，重视广告营销，从20世纪50年代开始推出电视广告，销售在六七十年代大幅上升。2000年，阿德曼电影制作公司为舒达创造了“失业羊”，广告形象更是深入人心。

两大品牌在并购完成后仍然独立运营，但是具备了较强协同效应，共同提升了与经销商和供应商的话语权，实现了技术和渠道的共享，从而提升了双方的品牌价值。

2011年，舒达超越丝涟成为行业第一，而席梦思的债务压力也得到了缓解，重新焕发了生机，迎来业绩快速增长，2017年席梦思出货额同比增长9.4%。

（2）泰普尔收购丝涟

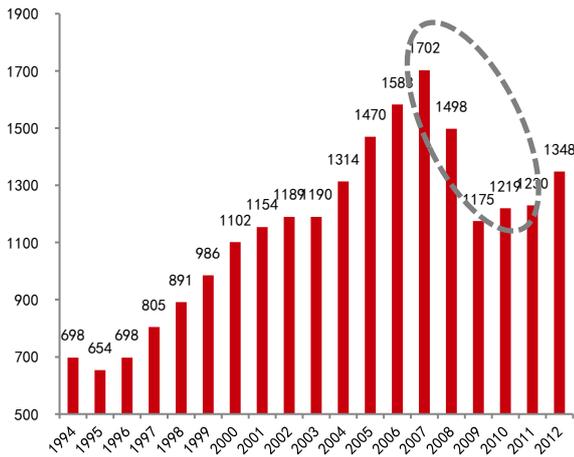
20世纪70年代以后，丝涟逐步取代席梦思成为行业第一，在2012年被舒达超越之前，丝涟连续四十年位列行业第一。但是丝涟同样因为经营不善，在金融危机之后陷入财务困境，因为需求低迷，销售持续下滑，在08、10和11年均发生巨额亏损，2012年虽然营业收入恢复增长，但是财务费用居高不下，最终破产，被行业第四泰普尔收购，更名泰普尔丝涟公司。

泰普尔是床垫行业的后起之秀，其选用的记忆棉材料凭借舒适的体感和优质的产品技术，一经推出，迅速成为行业畅销品牌。尽管在金融危机期间，泰普尔营业收入也有小幅下降，但是公司财务质量更为稳健，泰普尔净利率高于丝涟，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

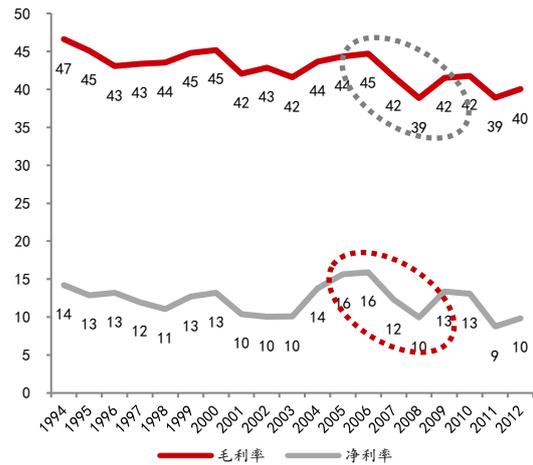
金融危机结束后营业收入快速上升,与丝涟体量相当接近,因此最终收购丝涟,解决了丝涟的财务困境,也为泰普尔积累了更深厚的品牌底蕴和更多样的销售渠道。

图 7: 金融危机期间丝涟营收下降/百万美元



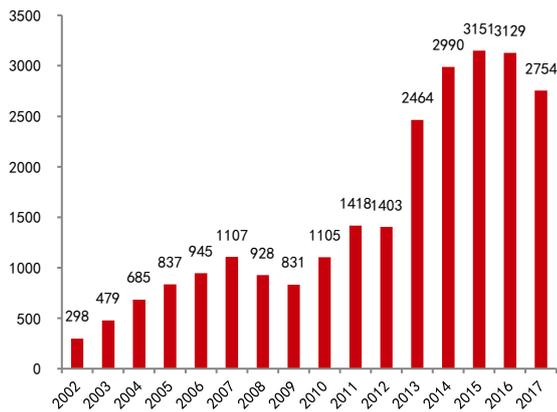
资料来源: 彭博, 川财证券研究所

图 8: 金融危机期间丝涟毛/净利率下降



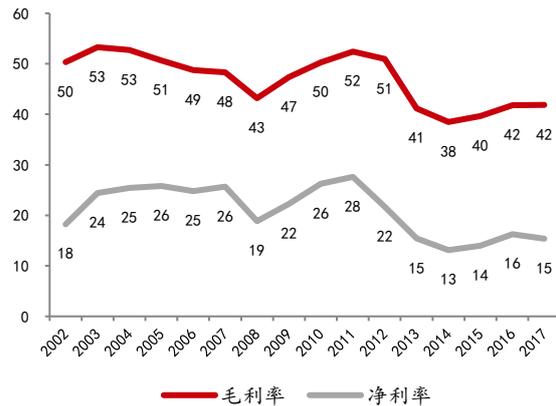
资料来源: 彭博, 川财证券研究所

图 9: 泰普尔 2002-17 年营收复合增速 16%/百万美元



资料来源: 彭博, 川财证券研究所

图 10: 泰普尔毛/净利率高于丝涟



资料来源: 彭博, 川财证券研究所

3. 美国床垫行业集中度提升过程解析

3.1 床垫行业集中度提升具有必然性

我们认为，床垫属于可选消费品，是属于可以孕育龙头企业的行业。行业集中度提升主要受到以下三方面原因驱动：

第一，价格因素弱化，对睡眠消费的重视决定了品牌企业的市场空间大。随着整体收入水平的提升以及理性化消费思维的逐步建立，价格因素不再是影响消费者消费决策的主要原因。国民收入水平的提高和对于健康睡眠的逐步认知，床垫不再是睡眠的必选消费，而是承载了睡眠健康的可选消费，消费者对床垫的品质、舒适程度、智能化等方面性能越来越重视。但是这些品质与外观不同，需要体验之后才能知道效果，因此品牌企业更容易被选择。

第二，床垫消费具备显著的目的地消费特征，消费场所相对固定。线下家居卖场是床垫的最主要消费渠道，线下渠道的产品丰富度、服务满意度和产品品质仍是消费者的首要考虑因素，这是规模企业的竞争优势所在。

第三，电商流量红利消退，优质线上品牌市场份额提升。在互联网流量红利逐步消退的背景下，线上渠道逐步进入到品牌竞争新阶段，良好的客户基础、突出的品牌影响力、强大的渠道管控能力逐步成为核心竞争力。

3.2 并购是行业集中度提高的主要手段

我们认为，行业集中度的提高意味着很多参与企业退出市场，退出市场一般是因为亏损或者缺乏超额收益，有三个导致行业集中度提高的因素：行业衰退、产业升级、用户趋同。

美国床垫行业集中度的提升，很大程度上是由企业间的并购行为促成的，比较知名的并购案例就是上述提到的席梦思与舒达，丝涟和泰普尔两例案件。之所以会发生行业并购，也是由这些方面的原因造成的：首先，经济下行周期，行业需求减少，需求不足导致行业供给过剩，部分企业无法支撑运转而被并购；其次，企业经营和管理体制恶化，效率降低，人为造成了财务困境，伴随产业升级，落后产品和材质逐步被淘汰；最后是用户重心转移，用户喜好趋向于新材料新产品。

3.3 并购中的核心竞争力：技术、品牌和渠道

行业出现密集的并购行为的时候，往往会有头部企业脱颖而出。通过分析美国

床垫行业集中度提升的过程，我们不难发现，龙头企业的竞争力主要还是体现在以下方面，分别是：技术、品牌和渠道。

企业的品牌知名度、美誉度以及企业渠道的覆盖度是最重要的竞争力，随着床垫行业集中度的提高，龙头企业的规模和资金实力都达到相当的程度，品牌和渠道建设也将逐步趋于完善，产品的技术革新就成为企业持续发展的关键。

（1）品牌层面：美国向来重视睡眠质量，品牌是品质的最佳背书，由于床垫只能通过一段时间的睡眠之后才能感受到效果，因此消费者的产品购买会很注重品牌，因此耕耘品牌形象也可以提升企业的竞争力。

营销是推动企业树立品牌想象的重要抓手，行业发展初期，需要通过营销对消费者进行教育，树立健康睡眠的理念，从而提高床垫渗透率，这之后行业逐步成熟，通过睡眠质量的营销促成客单价的提高。营销的渠道也可分为线上和线下，传统媒体和互联网。

表格 5. 美国品牌床垫企业的品牌形象

企业	品牌营销和行销行为
席梦思	床垫行业第一品牌，在睡眠科学上投入较大，引领者行业发展
舒达	1950 年代开始，使用电视广告宣传产品和品牌理念，说服父母为其孩子购买新式健康床垫；2000 年，阿德曼电影制作公司为舒达创造了“失业羊”的卡通形象，把因舒达床垫而失业的“小绵羊”形象对外传递，塑造了良好的品牌营销效果
丝涟	致力于打造压力舒缓舒适系统、科矫形正确承托和长久耐用的结合体
泰普尔	宇航材料，高科技产品
Select Comfort	提供高品质、创新和个性化的睡眠解决方案和服务

资料来源：公司官网，川财证券研究所

（2）渠道层面：渠道是支撑销售的重要保障。传统的床垫企业，如席梦思、丝涟等，主要通过经销商来面向终端消费者，这种模式有利于快速拓宽渠道，但是对经销商的依赖可能会造成一定风险，利润空间会一定程度被挤压。席梦思在北美拥有 3300 个零售商，超过 15500 个网点；丝涟网点也超过 3000 家。

新兴的床垫企业则通常选择去中间化：Select Comfort 以自有门店为主的自营渠道销售占比长期高达 90% 以上，其单店坪效非常高，全美所有品牌排名前十；Casper 则选择通过线上渠道来进行销售并压缩成本。

我们认为，传统弹簧床垫标准化程度高，单件产品毛利低，需要通过经销商渠道保证销量；而新兴品牌单件产品科技含量高，盈利能力强，可以通过自营门店或者线上渠道来进行销售。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

(3) 技术层面：领先的技术研发创新能力有利于构建企业的竞争壁垒。从美国床垫行业发展历程来看，普遍在床垫材质、性能、体感等方面有所创新，才维持了良好的竞争优势。美国床垫行业的材质从弹簧床垫，逐步发展至乳胶床垫，目前新兴的记忆棉床垫、空气床垫等越来越被广泛接受。目前非弹簧床垫占比约三成。

以丝涟和泰普尔为例，丝涟是美国最大的床垫制造企业，其市场份额居于全美首位，泰普尔虽然企业的历史、规模、品牌知名度都不如丝涟，但公司近几年无论是收入增速还是盈利水平均远远超过丝涟，根本原因是泰普尔重视研发，持续推出满足消费者需求的新型床垫，丝涟生产的是传统的内置弹簧床垫，而泰普尔生产新兴的非内置弹簧床垫。

表格 6. 美国床垫行业技术革新线路

企业	时间	事件
席梦思	1876	推出钢丝床垫
	1900	独立袋装弹簧床垫雏形诞生
	1925	独立袋装弹簧床垫“甜梦”
	1950	成立国家科技研究中心
	1995	推出“护脊”(BackCare)床垫，能保持脊骨的健康弧度，为身体提供最恰当舒适的承托
	2000	首创单面免翻床垫
	2004	独立袋装索缆弹簧，改善了原有的独立袋装弹簧床垫的性能
	2007	推出新一代甜梦系列床垫 Beautyrest Black，床面以羊驼毛编制，配合优质垫料绵层，内置专有独立袋装索缆弹簧，能有效阻隔震荡传送
	2012	使用 AirCool 记忆海绵的甜梦能量补给系统，实现“无中断睡眠体验”
舒达	1983	推出“妙而扣连续弹簧系统”，改变单个弹簧的设计，增加 86%的承托力
	1990 年代	采用“舒柔绗缝层”、边缘加固系统等核心技术，将弹簧床垫与智能底床相结合
	2011	记忆海绵技术取得突破，推出使用凝胶记忆海绵、具有特别温度效果的 iComfort 系列，销售量可以超越丝涟成为行业第一
丝涟	2012	推出具有凝胶记忆海绵和内置弹簧双重特性的 iSeries 系列
	1950	推出“美姿”品牌，当时业内唯一专注于背部正确承托的床垫
	1988	推出具有感应特性的美姿感应弹簧 PostureTech，能自动感受睡眠者的身体，并进行相应调节，智能化水平高
泰普尔	2006	创立骨科矫形咨询委员会 OAB，将产品研发测试与骨科矫形科研成果相结合
	1991	产品使用 TEMPUR 材料，是一种特殊的温度感应泡沫胶，可以缓解压力。这种材料由 NASA 于 1971 年研发出来，最初被用于缓解宇航员升空时的重力，被泰普尔进行了改进研发。
Select Comfort	1987	空气床垫，具有可调节的空气支持睡眠系统

资料来源：公司官网，川财证券研究所

总体来看，美国床垫的发展是以产品创新和营销推动渗透率与人均消费量的提升为核心的。我们发现，在美国百年床垫发展史中，行业变迁始终遵循着以下规律：

第一，渠道是销售的重要支撑；

第二，品牌价值高，即使经历破产，仍然历久弥新；

第三，技术创新是品牌崛起的助推器；

第四，规模效应显著，龙头企业市场份额呈上升趋势，可以提高议价能力，巩固成本优势，并在研发和营销、渠道端加大投入，进而形成马太效应。

三、中国床垫行业潜在需求大，集中度低

1. 我国床垫需求未来三年有望达 800 亿元

我们认为，床垫的需求主要体现在两方面：一方面，发达国家房屋翻新，居民消费持续升级，对床垫需求扩大；另一方面，对于人口规模较大的发展中国家，随着城镇化水平的提高和居民消费水平、观念的转变，对床垫的需求同样呈扩大趋势。

我们判断国内床垫需求有望提速，主要基于以下原因：

(1) **新房销售规模扩大**，全国户籍人口城镇化率从 2012 年的 35.3% 增长到 2017 年的 42.35%，8000 多万农业转移人口成为城镇居民，住宅销售面积持续扩大，2017 年达到了 14.48 亿平方米；

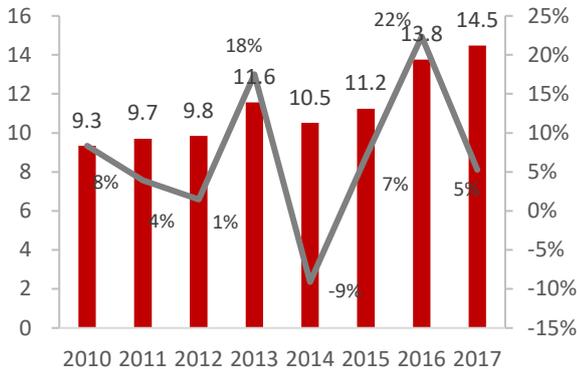
(2) **存量房翻新提速**，随着居民生活水平的提升，购买力提升，催生装修和家居需求的扩大；

(3) **传统观念革新**，中国人习惯睡硬板床、使用木制家具等，但是随着居民消费习惯的改善，沙发、软床、床垫等软体家居被越来越多的消费群体接受。

我们假设，床垫渗透率以每年 1% 的增速提升，翻新率以每年 3% 的增速提升，单价以 5% 的速度提升。此外，住宅销售面积未来三年按 5% 的速度提升，存量房数量以 2% 的增速提升，床垫为一户两套。

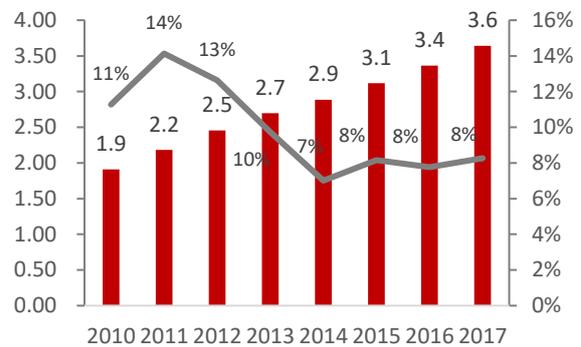
根据测算，2018 年-2020 年床垫内销规模为 669.86 亿元、729.02 亿元、790.00 亿元，复合增速 8.82%。

图 11: 2010-2017 年住宅销售面积 (亿平方米)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 12: 我国 2010-2017 年人均可支配收入/万元



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 7. 床垫 2018 年-2020 年市场规模测算

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
全国住宅销售面积 (亿平方米)	13.75	14.48	15.20	15.81	16.29	
单套房平均面积 (平方米)	90	90	90	90	90	
一手房销售套数 (万套)	1527.78	1608.89	1689.33	1756.91	1809.61	
存量房套数 (万套)	61970.70	63210.11	64474.32	65763.80	67079.08	
床垫	渗透率	60%	61%	62%	63%	64%
	翻新率	2%	2%	2%	2%	2%
	单价 (元/套)	1300.00	1365.00	1433.25	1504.91	1580.16
	市场容量 (亿元)	560.58	613.06	669.86	729.02	790.00
	YOY		9.36%	9.27%	8.83%	8.36%

资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

2. 床垫行业集中度较低, 龙头企业规模有望扩大

我国床垫行业地域分布广, 运输半径大, 中小品牌多。床垫行业的主要品牌包括慕思、穗宝、雅兰、喜临门等。慕思目前全球专卖店已突破 3600 余家, 遍及澳大利亚、美国、意大利、加拿大等 20 多个国家和地区, 其中国内 3000 家左右; 穗宝门店 2000 多家; 喜临门 2017 年拥有门店 1730 家, 今年预计新增 400-500 家。与美国相比, 我国床垫市场集中度较低, 床垫 CR5 在 15% 左右, 与美国市场差距较大。

表格 8. 我国主要床垫企业介绍

公司	成立时间	门店数量	产品
慕思	2004	3600	弹簧/乳胶/记忆棉
穗宝	1971	2000+	椰棕/乳胶
雅兰	1997	-	弹簧/乳胶/记忆棉
喜临门	1996	2200 左右	弹簧/乳胶/椰棕/记忆棉

资料来源: wind, 川财证券研究所

我们床垫行业集中度低的主要原因包括:

(1) **市场分散, 运输成本高。** 中国市场分散, 城市集群程度较低, 床垫创新技术较弱, 没有出现美国盒装床垫等高科技产品, 过大的体积带来高昂的物流成本, 限制了跨区域规模化企业的发展;

(2) **经销为主的销售体系给了中小企业生存空间。** 直销成本高, 多采用经销商体系, 但是经销商与产品供应商相比, 规模更小更为分散, 极少出现美国式的家居连锁卖场巨头, 数量庞大的中小经销商给了小企业生存的空间;

(3) 我国没有出现大规模经济低迷的情况, 床垫行业不曾经历洗牌和淘汰, 尚未步入成熟阶段。

但是, 我们认为, 经过多年的发展, 中国床垫行业已经逐渐步入正轨, 国内市场的争夺趋向激烈。床垫作为相对标准化的产品, 随着企业扩大生产规模, 规模效应愈发明显, 龙头市场份额有望快速提高。在研发、品牌、渠道、营销等要素上实现差异化和专业化的企业, 将能够迅速获得竞争优势, 提升市场地位。

3. 未来行业发展可选择美国作为参照样本

复盘美国床垫行业的集中度提升, 我们不难发现, 七十年代龙头企业的规模开始迅速扩大, 70 年代末期到八十年代开始则出现了集中度的提升。我们认为, 当前我们国家的床垫行业的发展趋势可适当参考美国七十年代开始的行业发展路径。

3.1 行业增速略有放缓, 开始走向成熟

根据 Eurononitor 统计, 我国床垫市场规模 2006-2017 年 CAGR 达 18%。根据我们的预测, 未来三年床垫行业市场容量的增速分别为 9.27%、8.83%、8.36%, 低于过去十年的复合增速。

我们认为, 增速的放缓意味着我们国家的床垫行业逐步走过了爆发式增长阶段,

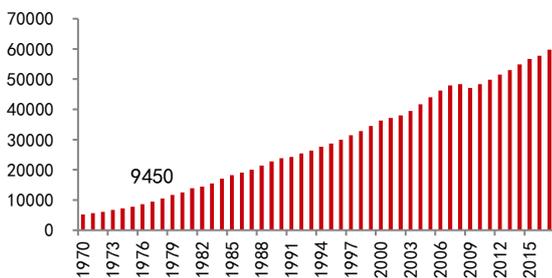
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

增速开始略有放缓，这是行业进入成熟阶段的一个前兆。

3.2 人均 GDP 与美国 70 年代接近

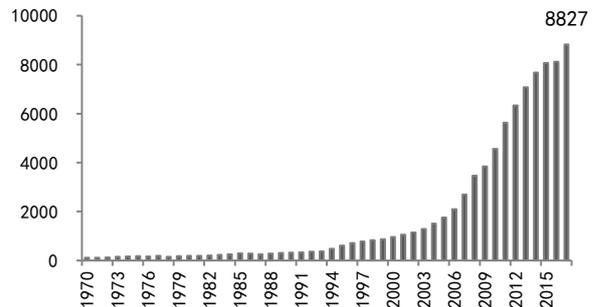
目前我国的人均 GDP 和美国七十年代后期是较为接近。2017 年我国人均 GDP 是 8827 美元，美国 1976/1977 年的人均 CDP 分别为 8590/9450 美元，数值近似。

图 13: 美国人均 GDP (美元)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 14: 中国人均 GDP (美元)



资料来源: wind, 川财证券研究所

3.3 经济结构同样面临转型升级

中国目前的经济发展形势与美国过去有相似之处。上世纪 1970 年到 1982 年美国所经历的经济危机及经济缓慢增长阶段基本上属于“滞胀”阶段。“滞胀”时期，各行业的表现不一。

统计发现，大多数行业，特别是制造业表现较差；具有定价权的上游资源行业和下游服务业增速明显能超越 CPI 的涨幅。其中，房地产业温和增长，制造业、零售业、批发贸易等，主要是受到经济停滞影响，表现较好。床垫属于地产后周期行业及制造业，受宏观经济周期影响，行业集中度开始提升。

我国目前同样处于经济转型阶段，“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”是经济发展的核心逻辑，床垫行业同样面临结构调整，中小企业被挤出，龙头企业市场规模扩大，逐步提升集中度。

3.4 其他相关因素：人口老龄化、睡眠观点更新等

中国人口老龄化提高、人居收入水平的提升、睡眠观念的更新、技术的进步、互联网的全面普及等因素也将引导中国床垫行业的集中度逐步沿着美国路径向前发展。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、中国床垫行业集中度提升的样本探析

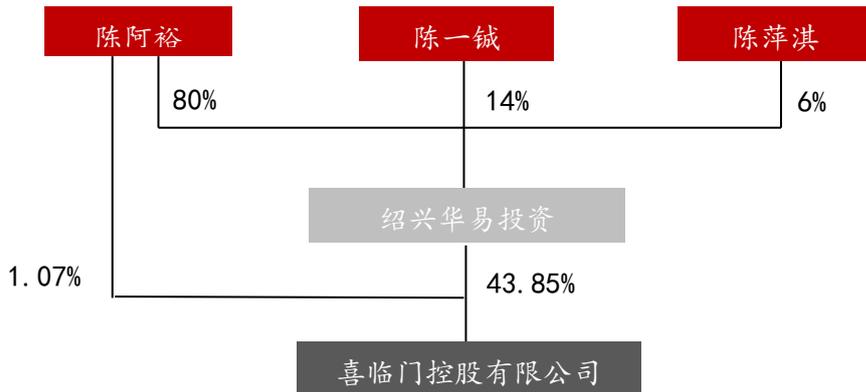
1. 样本：顾家家居和喜临门或将整合

我们认为，当前中国的床垫行业处于成长阶段的中晚期，行业尚未进入成熟阶段，大规模的行业整合尚未到来，但是行业内已经出现了整合迹象，业内领先的软体家居企业顾家家居和喜临门之间或将出现整合。

喜临门目前的实际控制人是陈阿裕，直接持股 1.07%，并与其一致行动人一起，通过绍兴华易投资公司持有喜临门 43.85% 的股份，合计持股比例达 44.92%。

10 月初，顾家家居或其指定的控股子公司拟通过支付现金方式收购喜临门不低于 23% 的股权，若收购达成，顾家家居将成为喜临门的第一大控股股东。目前方案仍然存在不确定性。

图 15: 喜临门目前的股权结构



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 9. 顾家家居收购喜临门股权的意向方案

	具体内容
收购金额	总价不低于 13.80 亿元
收购单价	不低于 15.20 元/股
支付方式	现金
收购股权	不低于 23% 的股权，获得控股权
有效期	意向书有效期为 6 个月
对赌协议	交易涉及业绩承诺与对赌，具体以双方签订的正式股权转让协议内容为准，且本次收购意向预计对顾家家居本年度业绩无影响
定金	3000 万元

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 顾家为何会选择收购喜临门？

2.1 顾家的软体家居龙头地位需要床垫支撑

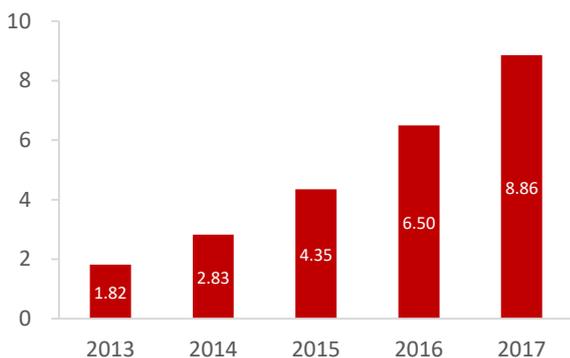
2017 年顾家家居的床垫及软床收入为 8.86 亿，同比增速 36%，近年来保持较快的增速，预计 2018 年仍然会有 30%左右的增速，2017 年占营业收入的比重为 13.29%。

我们认为，顾家在沙发领域，尤其是休闲沙发已经成为行业内规模最大的企业，但是床垫业务还有待增加。尽管床垫及软床业务有 30%+的业绩增速，但是在总收入的占比不高。若要成为软体龙头，这块业务亟待补强。

喜临门以床垫为主打产品，公司旗下床垫系列主要拥有“净眠”、“云眠”、“爱倍”、“城市爱情”等品牌、软床系列主要有“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”等品牌。2017 年喜临门的床垫业务收入为 19.10 亿元，软床及配套产品收入为 7.38 亿元，合计 26.47 亿元，业务规模是顾家家居的 3 倍。

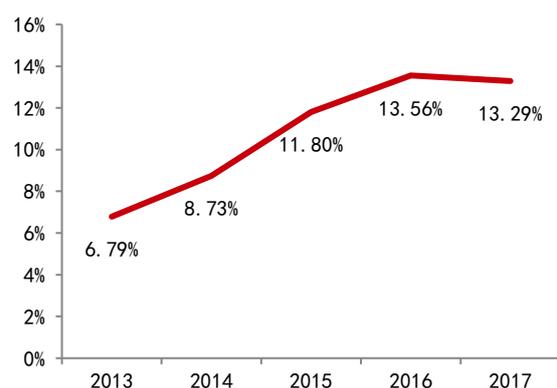
顾家近年向床垫拓展，加速大家居落地，龙头联合实现市场份额大幅提升。一旦顾家可以控股喜临门，床垫板块的短板将得到迅速补齐，在床垫行业的市场份额将提升到 4%左右，业务体量也将成为国内软体家居行业规模最大的企业之一。

图 16: 顾家家居 2013-2017 年床垫及软床收入 (亿元)



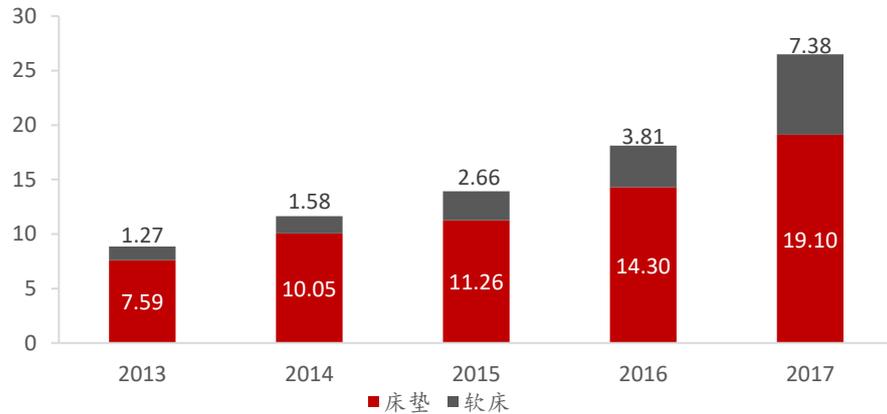
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 17: 2013-2017 年床垫及软床在营业收入中的占比



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 18: 喜临门 2013-2017 年床垫及软床业务规模 (亿元)



资料来源: wind, 川财证券研究所

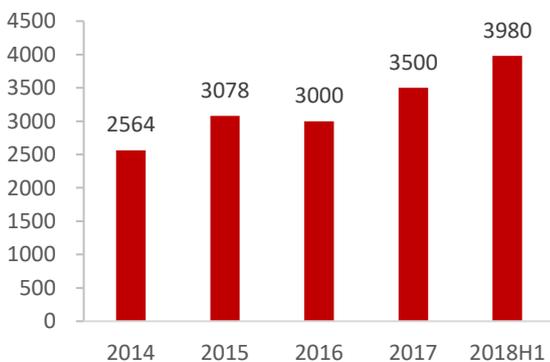
2.2 渠道将得到加强, 成为家居行业门店数量最多的企业之一

截至 2017 年, 顾家门店数量近 3500 家, 90% 是经销门店, 其中, 床垫 900 多家。到 2018 年三季度末, 公司预计门店数量将达 4200 家左右。而喜临门 2018 年上半年共开设门店 1730 家, 2018 年下半年预计将开设 400-500 家门店。

一旦收购股权成功, 两家公司到年底预计门店总数将达到 6500 家, 体量接近欧派家居。但是顾家和喜临门的门店位置在核心城市的布局往往会出现重复, 两者门店布局未来需要进行梳理。

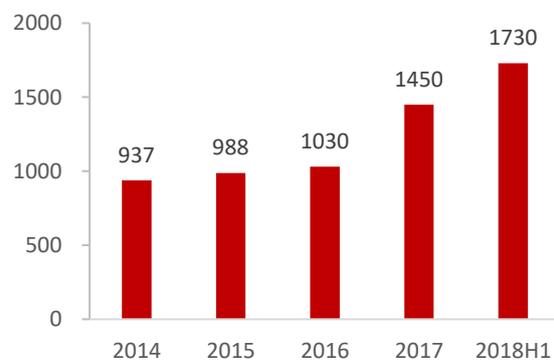
此外, 顾家的主打产品休闲沙发是相对个性化的单品, 床垫则是标准化程度较高的单品, 两者在经销商管理风格、渠道把控策略等方面仍然存在一些差异。喜临门在床垫行业多年累积的经销经验也将助力顾家拓展床垫业务。

图 19: 顾家家居门店数量



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 20: 喜临门门店数量



资料来源: wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.3. 关于估值合理性的探讨

家居作为地产后周期行业，受到地产销售的制约，最近半年家居板块出现了较大幅度的调整。喜临门股价从六月最高 23.71 元/股下跌到 10.40 元/股（截至 11 月 8 日），最大跌幅近 55%。

按照 15.2 元/股的收购价和万得一致预期的 EPS 计算，2018 年对应的估值是 16 倍。我们认为，尽管目前家居行业行情较为低迷，考虑到是控股权转让，且喜临门是国内床垫行业的知名企业，予以一定溢价较为合理。

表格 10. 喜临门盈利预测

关键指标	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	4543.13	5927.87	7620.53
增长率(%)	42.54	30.48	28.55
归母净利润(百万)	363.74	484.84	637.44
增长率(%)	28.26	33.29	31.47
EPS	0.92	1.23	1.61

资料来源: wind, 川财证券研究所

风险提示

宏观经济低于预期

宏观经济发展影响居民收入水平，对家居需求存在影响

政策风险

房地产调控力度影响家居需求

行业竞争风险

行业毛利水平下降，竞争日趋激烈

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003