

先发切入电动床蓝海赛道，欧美产业升级细分龙头

买入（首次）

2020年02月23日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,391	2,538	3,026	3,732
同比（%）	72.2%	6.1%	19.2%	23.3%
归母净利润（百万元）	293	357	432	537
同比（%）	160.1%	22.0%	21.1%	24.1%
每股收益（元/股）	2.60	2.37	2.88	3.57
P/E（倍）	26.17	21.46	17.72	14.28

投资要点

- 智能电动床细分赛道的领军企业：**公司是国内规模最大的智能电动床供应商之一，主要产品以外销北美为主，**近三年收入与利润分别保持51%、73%的复合高增长**。2019Q1-Q3 实现营收 19.5 亿（+1.4%），归母净利润 2.7 亿（+18.4%）。IPO 募集资金净额 15.96 亿元主要用于扩充总部智能床产能 400 万张/年以及国内的品牌建设及营销布局。
- 全球智能家居保持高景气度，智能电动床产业链顺势高增：**全球智能家居及其各细分领域近年保持 15% 以上的高增速，其中智能电动床以其健康管理 and 智控等功能近年实现对传统床的替代，**随着寝具市场内生增长和渗透率提升，预计 2021 年全球智能电动床规模望达 43 亿美元，2018-2021 年 CAGR 高达 31.5%**。目前美国为全球第一大需求国，**2018 年产值达 10 亿美元且仍保持 30% 的增速，当前美国已经形成了制造商（以麒盛科技为代表的 ODM）-品牌零售（舒达席梦思、泰普尔丝涟）的完善产业链**，而制造环节正处于集中度低、发展快的初期阶段。
- 客户服务与运营各环节能力出色，拓内销+扩产能打开增长空间：（1）大客户优势稳固。**公司下游主要客户舒达席梦思与泰普尔丝涟占据美国床垫零售 70% 以上份额，而公司供货比例达 80% 以上，3-5 年的长期合同保障了合作的稳定。**（2）成本管控优秀。**公司采用成本加成模式定价，叠加 14% 左右的低人工制造成本占比和规模采购下原材料单位成本下降，电动床毛利率始终保持在 35% 以上**（3）越南扩产规避贸易风险。**公司越南产能预计带来 60 万张增量，投产后的产能转移有效应对贸易摩擦，同时贸易摩擦趋于缓和也为价格修复带来积极促进。
- 盈利预测与投资评级：**尽管受贸易摩擦影响，2019 年海外收入预计有所波动，但越南产能逐步释放有望重回高增。预计 2019-2021 年实现收入 25.4、30.3 和 37.3 亿元，同比增长 6.1%、19.2% 和 23.3%。归母净利润 3.6、4.3 和 5.4 亿元，同比增长 22.0%、21.1% 和 24.1%。对应 PE 为 21X/18X/14X，考虑到公司先发及龙头优势明显且所处赛道仍保持强劲高增长，结合 PEG 估值给予公司 2020 年 21X 目标市盈率，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场拓展不及预期；竞争加剧导致盈利能力下降；贸易政策变动风险；产能投放不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.96
一年最低/最高价	37.50/64.31
市净率(倍)	6.80
流通 A 股市值(百万元)	1915.24

基础数据

每股净资产(元)	9.99
资产负债率(%)	41.34
总股本(百万股)	150.33
流通 A 股(百万股)	37.58

相关研究

内容目录

1. 智能电动床细分赛道领军企业	5
1.1. 智能床赛道高速发展，公司进一步巩固提升业务	5
1.2. 股权结构稳定，子公司分工明确	6
1.3. IPO 募集资金扩产能、增渠道，助力公司长远发展	7
2. 全球智能家居保持高景气度，智能电动床产业链顺势高增	8
2.1 智能家居稳定增长，智能电动床顺应智能化浪潮高速发展	8
2.2 发达市场之鉴：美国智能电动床仍处高速发展的早期阶段	9
2.2.1 市场规模和渗透率逐年提升，均价走低拥抱更广泛消费群体	9
2.2.2 智能电动床产业链发展完善，行业竞争尚在早期阶段	10
2.3 新兴市场发展潜力大	11
2.2.1 国内市场初具雏形，政策与人口有望进一步刺激市场放量	11
2.2.2 欧洲智能家居渗透率高企，市场有望实现 30% 以上增长	12
3. 客户服务与运营各环节能力出色，拓内销+扩产能打开增长空间	13
3.1. 下游客户优势明显，本土化服务能力出众	13
3.1.1. 海外大客户合作稳定，产品与服务奠定长期合作基础	13
3.1.2. 潜在客户仍存较大空间，新客户积极开拓下有望扩大销售体量	14
3.2. 运营各环节高效管控，研发为纲放眼长远	15
3.2.1. 生产环节：优秀的成本管控能力带来稳定的盈利水平	15
3.2.2. 研发环节：技术累积树立产品壁垒，助力生产效率	16
3.3. 内销积极拓展，管理效率回升	16
3.4. 境内外产能提升，扩大规模优势，规避贸易政策风险	17
3.5. 贸易摩擦带来短期影响，中美关系缓和为量价修复打下基础	18
4. 财务分析：高增速下兼顾效率与质量	19
4.1. 营收与利润保持高速增长，增速领先于同行	19
4.2. 费用管理能力增强，盈利向好	20
4.3. 营运能力提升，资产周转效率保持健康	21
4.4. 经营性现金流充足，资本开支有序扩张	21
5. 投资建议与盈利预测	22
5.1. 盈利预测	22
5.2. 投资评级	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 麒盛科技发展历程	5
图 2: 公司股权结构和子公司一览 (2019 年三季报更新)	6
图 3: 全球智控可连接设备保持高增速 (单位: 亿美元)	8
图 4: 全球寝具市场仍保持稳定增速	9
图 5: 预计全球智能电动床仍保持高速增长	9
图 6: 美国智能电动床销售量占比逐年提升	9
图 7: 2018 年智能电动床市场规模同比增长 31%	9
图 8: 美国智能电动床销售渠道占比	9
图 9: 美国智能电动床价格走低	9
图 10: 智能电动床产业链情况图示	10
图 11: 美国床垫市场呈双寡头竞争格局 (2018 年)	11
图 12: 国内智能电动床空间广阔	11
图 13: 老龄化有望成为国内电动床市场重要催化	11
图 14: 国内智能电动床市场 CR4 53%	12
图 15: 欧洲床品市场规模及相关渗透率	12
图 16: 2021 欧洲市场智能电动床规模望达 16 亿美元	12
图 17: 北美仍是公司销售重点区域	13
图 18: 舒达席梦思收入在市场和产品提升拉动下高增	14
图 19: 与 TSI 全面合作叠加成本优势 2018 年收入扩大	14
图 20: 公司产品结构稳定, 智能电动床占比 90% 以上	15
图 21: 成本加成确保公司主要产品毛利率基本维稳	15
图 22: 公司人工和制造成本占比保持较低水平	15
图 23: 主要产品原材料单位成本持续降低 (单位: 元/张)	15
图 24: 公司研发保持高强度 (截至 2018 年末)	16
图 25: 产品型号数量不断提升	16
图 26: 公司内销收入保持高增速 (单位: 万元)	16
图 27: 公司直营店在门店调整后店效回升	16
图 28: 内销以智能电动床和配件为主 (单位: 万元)	17
图 29: 公司内销单价保持稳定 (单位: 元/张)	17
图 30: 总部+越南投产提升产能至 300 万张以上	18
图 31: ROE 同行比较	20
表 1: 麒盛科技重点财务数据一览	5
表 2: 公司管理层情况一览	6
表 3: 子公司业务及资产情况一览	7
表 4: IPO 募投项目一览	7
表 5: 智能电动床功能与智控可连接设备特点高度重合	8
表 6: 中游环节主要竞争者业务领域仍有差异化	11
表 7: 国内主要品牌切入相对较早, 但产品差异较大	12
表 8: 舒达席梦思、泰普尔丝涟、好市多是公司主要客户	13
表 9: 境外子公司保障本土化运营效率和服务效果	14

表 10: 越南基地产能积极推进	18
表 11: 进口美国的有关政策、贸易摩擦对公司产品进口的影响	18
表 12: 10%税率下公司盈利能力受影响较小, 25%税率下公司价格端降低影响毛利率.....	19
表 13: 业内龙头收入利润对比	19
表 14: 业内龙头费用率对比	20
表 15: 业内龙头营运能力一览	21
表 16: 麒盛科技现金流量情况一览	21
表 17: 麒盛科技收入拆分及预测	22
表 18: 同行估值对比 (2020 年 2 月 21 日收盘数据)	23

1. 智能电动床细分赛道领军企业

1.1. 智能床赛道高速发展，公司进一步巩固提升业务

麒盛科技股份有限公司成立于2005年，专注于以智能电动床为核心的创新及健康睡眠产品的研发、设计、生产和销售，现在已经成长为国内规模最大的智能电动床供应商之一。2015-2018年收入和净利润复合增速分别高达51%和73%。2019Q1-Q3实现营收19.45亿(+1.37%)，归母净利润2.72亿(+18.40%)。

表1：麒盛科技重点财务数据一览

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2019Q1-3
营业收入	696.32	1265.39	1388.48	2391.09	1,141.38	1944.86
YOY		81.73%	9.73%	72.21%	-3.69%	1.37%
床垫	117.78	101.67	112.69	108.25	51.68	36.49
占比	18.54%	8.48%	8.44%	4.62%	4.63%	4.93%
YOY		-13.68%	10.84%	-3.94%	41.63%	
毛利率	34.64%	40.90%	46.10%	39.06%	45.15%	36.01%
智能电动床	461.39	994.96	1,131.11	2,141.49	993.23	724.82
占比	72.63%	82.98%	84.76%	91.38%	88.98%	91.35%
YOY		115.64%	13.68%	89.33%	37.03%	
毛利率	41.60%	39.37%	36.75%	35.14%	38.85%	31.47%
配件及其他	56.12	102.41	90.69	93.69	71.36	27.68
占比	8.83%	8.54%	6.80%	4.00%	6.39%	3.72%
YOY		8.54%	-11.44%	3.31%	157.80%	
毛利率	35.87%	33.97%	21.36%	35.29%	39.40%	35.80%
综合毛利率	37.73%	38.42%	36.06%	35.02%	38.75%	38.51%
销售费用率	11.16%	9.25%	10.44%	10.31%	10.79%	9.86%
管理+研发费用率	14.39%	23.26%	12.21%	9.76%	10.56%	9.45%
财务费用率	-0.50%	-0.99%	2.45%	-1.87%	-0.61%	-1.41%
归母净利润	56.35	26.51	112.51	292.69	160.26	271.68
YOY		-52.95%	324.41%	160.15%	29.41%	18.40%
净利率	8.04%	2.06%	8.12%	12.26%	14.00%	13.99%
经营性现金流净额	101.44	146.54	166.22	407.32	26.35	136.46
资本开支	43.72	117.49	101.21	270.56	26.21	105.52
ROE	57.48%	16.53%	35.52%	38.01%	16.06%	41.81%
ROIC	13.26%	6.31%	19.48%	32.08%	14.64%	22.15%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

回顾麒盛科技发展历程，大致可分为两个阶段：

(1) 市场开拓阶段(2005-2014)：2005年公司前身舒福德有限成立，专注智能电动床外销业务。2009年及2010年先后与国际知名床垫企业泰普尔丝连和舒达席梦思达成合作。2014年公司收购南部湾国际和奥格莫森(美国)，进一步深耕美国市场。

(2) 提升巩固阶段(2014-至今)：2016年更名麒盛科技，同年收购索菲莉尔，开拓国内智能电动床渠道，并收购维斯科专注海绵、床垫研发生产，为将来客户服务一体化铺垫。

图1：麒盛科技发展历程

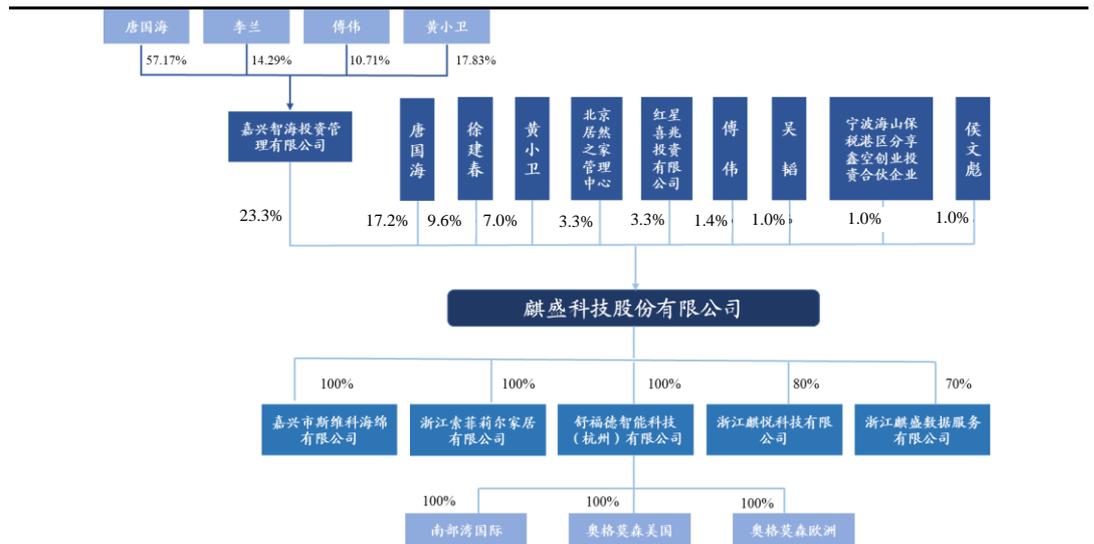


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，子公司分工明确

公司股权结构稳定。公司实际控制人唐国海持有公司 30.52% 股份，股权结构稳定。2017 年 12 月公司引入居然之家和红星兆喜投资，目前持股各为 3.3%。居然之家、红星美凯龙的入股有利于公司在国内销售渠道的拓展和布局。

图 2：公司股权结构和子公司一览（2019 年三季报更新）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理层家居行业深耕多年。公司多位公司高管均曾履职外资家居龙头企业，有丰富的家居行业及海外贸易经验。管理层都较为年轻，成长空间较大；大部分成员有十年以上的合作经历，团队十分稳定。

表 2：公司管理层情况一览

姓名	职位	背景/经历
唐国海	实际控制人	持有公司 30.52% 股份
李兰	董事	持股 14.29%
傅伟	董事	持股 10.71%
黄小卫	董事	持股 17.83%
徐建春	董事	持股 9.6%
侯文彪	董事	持股 1.0%
吴韬	董事	持股 1.0%
傅伟	董事	持股 1.4%
侯文彪	董事	持股 1.0%
侯文彪	董事	持股 1.0%

姓名	职务	加入公司	国籍	学历	出生年份	年龄	简历
唐国涛	董事长	2011.11	中国	本科	1953	66	曾任礼恩派(嘉兴)有限公司经理、国际机械部中国区总裁;嘉兴礼海电气科技有限公司副董事长;舒福德有限执行董事;麒盛科技董事长。现任公司董事长、维斯科执行董事兼经理、麒盛数据董事、舒福德投资董事。
黄小卫	总经理	2014.11	中国	本科	1975	44	曾任礼恩派(嘉兴)有限公司技术总监、总经理;舒福德有限总经理;现任麒盛科技董事、总经理。
单华锋	副总经理	2008.11	中国	本科	1982	37	曾任舒福德有限研发总监;现任麒盛科技副总经理、研发总监。
龙潭	副总经理	2011.11	中国	大专	1976	43	曾任敏华控股有限公司物控总监;舒福德有限副总经理、生产部总监;现任麒盛科技副总经理、生产部总监。
侯文彪	副总经理	2011.11	中国	硕士	1975	44	曾任礼恩派(嘉兴)有限公司财务总监;任舒福德有限财务总监、副总经理;现任麒盛科技董事、董事会秘书、财务总监、副总经理。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

子公司内外销分工明确。公司下属子公司分别进行床垫、床架的生产、设计和内外销活动。子公司分工明确，且国内外的综合布局更有利于乘国内供应链优势及海外后端服务优势，同时与浙江清华长三角研究院合作设立了麒盛数据，进一步增强科研投入和科研实力，今后将积极开展产学研合作。

表 3：子公司业务及资产情况一览

子公司	成立时间	持股比例	品牌	主营业务	生产经营中的作用	2018年财务(百万元)		
						总资产	净资产	净利润
SOFTIDE INVESTMENT CO., LIMITED	2014年	100%	舒福德 (softide)	投资	-	607.50	29.04	22.36
ERGOMOTION, INC.	2005年	100%	ERGOMOTION	床架的销售与分销	销售	489.28	59.55	48.93
ERGOMOTION EU, UAB	2016年	100%	ERGOMOTION	床和床上用品批发贸易	销售	12.38	1.39	2.86
SOUTH BAY INTERNATIONAL, INC.	1993年	100%	Sleep Science Blissful Nights ANANDA	床架、床垫以及床上用品的销售与分销	销售	146.18	8.45	-4.91
嘉兴市维斯科海绵有限公司	2008年	100%	雷莱克斯	海绵、海绵床垫、床及配件研发、生产、销售	研发、生产、销售	57.01	25.25	2.67
浙江索菲菲尔家居有限公司	2013年	100%	索菲菲尔 (D Superieur)	家具的销售;从事进出口业务	销售	10.72	-8.37	-6.59
浙江麒盛数据服务有限公司	2017年	70%		数据处理和存储服务;软件开发、销售	研发、销售	8.79	8.58	-1.35
舒福德智能科技(杭州)有限公司	2017年	100%	舒福德智能床 (softide)	智能化产品研发、销售以及数据运营服务	研发、销售	7.88	7.16	-2.84
浙江麒悦科技有限公司	2017年	80%	爱·放心	智能产品的技术开发、服务、咨询;数据运营服务	研发	3.84	3.57	-1.43

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO 募集资金扩产能、增渠道，助力公司长远发展

募投项目助力产能扩张，营销网络及渠道建设推动国内销售布局。公司 IPO 合计募集资金 16.8 亿元（扣除发行费用后 15.96 亿），实现产能扩充、品牌建设及营销布局、补充流动资金三方面规划：（1）**产能扩充**：投资 10.25 亿元用于年产 400 万张智能床总部项目（一期），计划建设期 2 年，在第 3-5 年陆续爬坡满产。（2）**品牌建设及营销布局**：投资 3.86 亿用于品牌及国内营销网络建设项目。（3）**补充流动资金**：使用 IPO 募集资金 2.56 亿元，帮助公司更好满足业务扩张及研发投入的现金流需求，同时降低财务风险。

表 4：IPO 募投项目一览

募投项目	投资金额	用途
产能扩充	10.25 亿元	用于年产 400 万张智能床总部项目（一期）
品牌建设及营销布局	3.86 亿元	用于品牌及国内营销网络建设项目
补充流动资金	2.56 亿元	帮助公司更好满足业务扩张及研发投入的现金流需求

项目名称	投资总额 (亿元)	使用募集资金 (亿元)	备注
年产400万张智能床总部项目（一期）	10.25	9.55	地点：嘉兴市秀洲区王江泾镇。预计年产200万张智能电动床。预计建设周期2年，第3年、第4年生产分别达产50%、75%，第5年100%。达产后，预计可实现销售收入36.81亿元。
品牌及营销网络建设项目	3.86	3.86	建设工期为3年，营销网络在重点市场“一线多点”。合计开设6家旗舰店、12家标准店、78家专业卖场店，96家综合商业体标准店以及78家社区标准店。
补充流动资金	4.00	2.56	
合计	18.10	15.96	

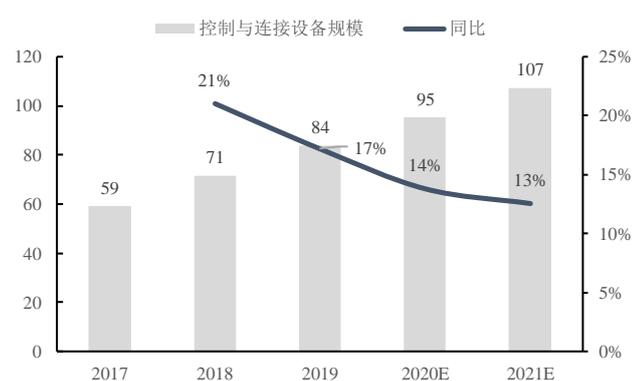
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 全球智能家居保持高景气度，智能电动床产业链顺势高增

2.1 智能家居稳定增长，智能电动床顺应智能化浪潮高速发展

全球智能家居行业规模超 350 亿美元，仍保持双位数稳健增长。在 5G 和物联网技术的助力和消费者需求升级的刺激下，2019 年全球智能家居行业规模达 359 亿美元，2016-2019 年实现了 14% 的稳健高增速。在智能家居细分领域中，智控与可连接设备领域产品实现 17% 以上的更快增长，而智能电动床具有调节床板曲线、震动按摩、智能健康管理及 APP 控制等功能与智能控制与可连接设备特点高度重合，因此智控与可连接设备领域的高增速有望对电动床的发展起到积极的指引和带动作用。

图 3：全球智控可连接设备保持高增速（单位：亿美元）



数据来源：Statista，东吴证券研究所

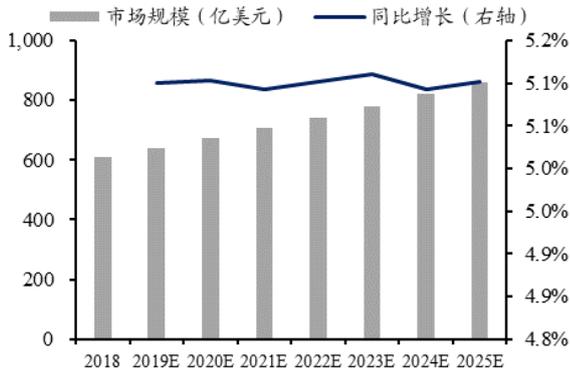
表 5：智能电动床功能与智控可连接设备特点高度重合

控制与连接设备功能	智能电动床功能
1. 智能音箱	智能调节功能 零重力模式 观影模式 阅读模式 娱乐模式 按摩模式 音乐模式 深度睡眠模式
2. 中央控制与通信单元	
3. 控制按钮（开关等）	
4. 智能插头	智能检测与干预功能 检测HRV、心率、呼吸率、辗转、离床等数据，并传输至用户 APP
5. 控制应用程序与连接服务	智能体验功能 床底夜灯、USB 充电接口、音响系统、声波按摩等

数据来源：Statista，东吴证券研究所

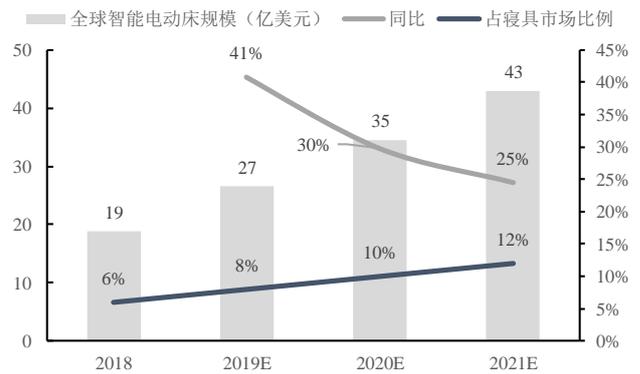
保守估计全球智能电动床 2021 年市场规模达 43 亿美元，且仍保持高速增长。智能电动床的市场规模主要来自于对传统床的替代，我们结合 ISPA 公布的 2018 年美国智能电动床在美国寝具中 13.7% (+3.4pct) 的渗透率，假设全球智能电动床渗透率约为美国的一半，则 2018 年全球智能电动床规模约为 18.9 亿美元。伴随渗透率的提升和寝具市场内生增长 2021 年全球智能电动床规模望达 43 亿美元，2018-2021 年 CAGR 高达 31.5%。

图 4：全球寝具市场仍保持稳定增速



数据来源：Statista，东吴证券研究所

图 5：预计全球智能电动床仍保持高速增长



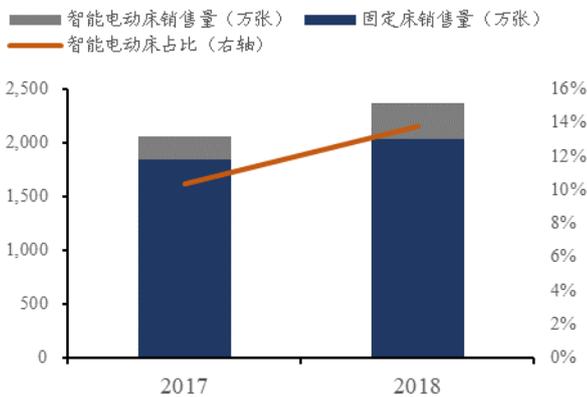
数据来源：Statista，东吴证券研究所预测

2.2 发达市场之鉴：美国智能电动床仍处高速发展的早期阶段

2.2.1 市场规模和渗透率逐年提升，均价走低拥抱更广泛消费群体

全球智能电动床最大的消费市场是美国，当前仍处在渗透率较低的行业发展早期阶段。2018 年美国智能电动床市场规模（出厂价口径）相较 2017 年从 8.6 亿美元同比增长 31% 至 11.2 亿美元，销售量也增长 53% 攀升至 324 万张，占有床型（固定床+智能床）销售量比例增加 3.41pct 达到 13.74%。若美国床具市场仍保持约 5% 的增长，渗透率增速下降至 3pct 水平，则 2018-2021 年美国电动床市场仍有望保持 24% 的高增速。

图 6：美国智能电动床销售量占比逐年提升



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 7：2018 年智能电动床市场规模同比增长 31%

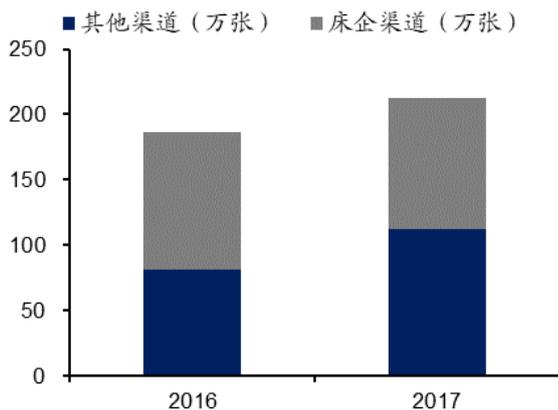


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

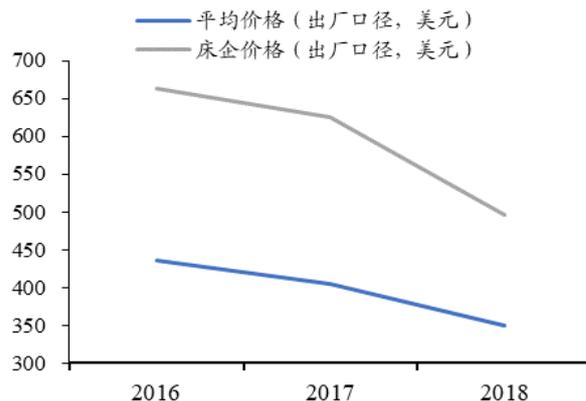
美国智能电动床终端售价受渠道拓展和定位下沉有所下降。受目标市场扩容和中小渠道增多影响，美国智能床出厂均价从 2016 年的 439 美元降至 2018 年的 349 美元，但我们认为在市场发展初期价格下调对扩大渗透率有积极帮助，而考虑到智能电动床的高附加值和中高端属性，价格端未来继续大幅下降风险望逐步减小。

图 8：美国智能电动床销售渠道占比

图 9：美国智能电动床价格走低



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所



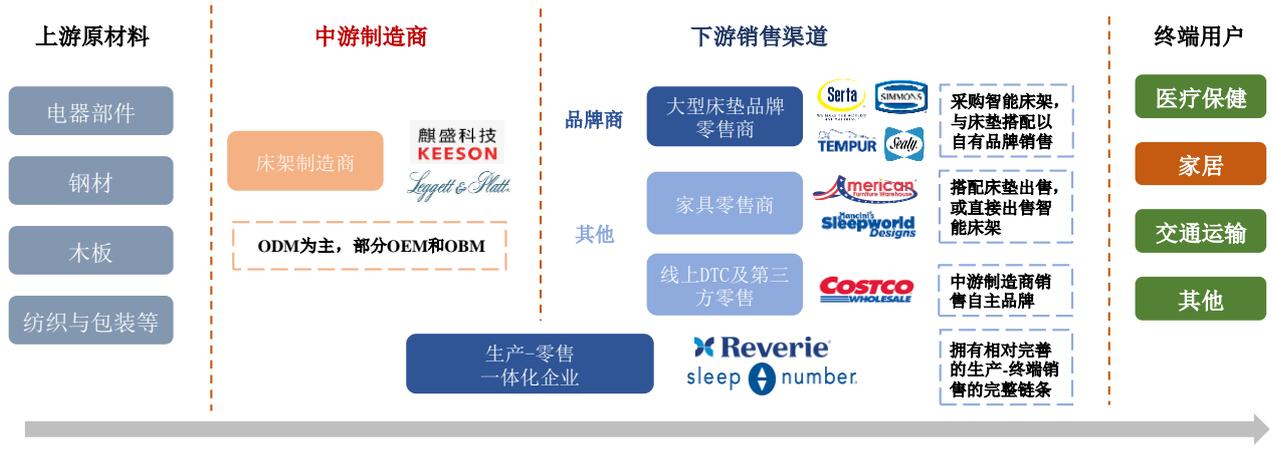
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.2.2 智能电动床产业链发展完善, 行业竞争尚在早期阶段

随着市场需求不断增长, 行业发展前景日渐明朗, 美国智能电动床产业链发展日趋完善, 竞争主要来自于中游制造与销售环节。目前美国市场的智能电动床产业链中:

- **上游:** 原材料环节相对分散, 包括电器部件、钢材、模板等;
- **中游:** 生产制造环节主要是麒盛科技、礼恩派等为代表的床架制造商, 多采取 ODM 和 OEM 模式, 将智能床架销售至大型床垫企业后, 由床垫企业附加自产或外购床垫组成整床售卖;
- **下游渠道:** 家居智能床的销售主要是通过大型床垫生产商的零售渠道, 如以舒达席梦思、泰普尔丝涟等为主的零售龙头以其自有品牌销售; 也有以 Sleep Number、幻知曲 (Reverie) 等为代表的生产-零售一体化企业; 另外以 Costco 为代表的线上渠道和家居零售商为中游制造商提供了自有品牌销售的渠道。
- **终端客户:** 终端客户根据用途不同可分为医疗、家居和交通运输三大领域。目前医用领域与家居领域参与者重合度不高, 但由于产品生产制造环节的技术和原材料均有所重合, 因此市场的相互渗透仍为行业带来了扩容空间。

图 10: 智能电动床产业链情况图示



数据来源：麒盛科技招股说明书，礼恩派投资者大会，东吴证券研究所

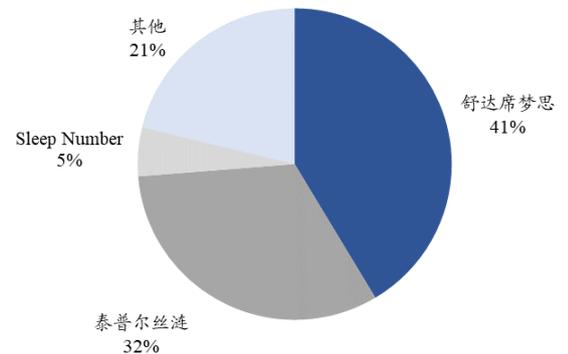
中游环节多元竞争，下游集中度更高。制造环节麒盛科技市场份额约为30%，其他大型家居制造商（礼恩派、幻知曲及部分医疗床制造商）目前在专注领域、战略等方向上仍存差异化。而下游主要依赖床垫企业的零售渠道，2018年下游两大寡头舒达席梦思和泰普尔丝涟分别占据41%和32%的市场份额，终端零售市场已经相对发达和成熟。

表 6：中游环节主要竞争者业务领域仍有差异化

公司名称	主营业务	业务模式	销售渠道	2018年业务规模
麒盛科技	智能电动床 91.38% 床垫 4.62% 配件及其他 4.00%	ODM为主	床垫厂商合作模式 88.49% 线下家具零售商 3.7% 网络销售模式 6.3% 其他 1.51%	智能电动床 21.41亿人民币 床垫 1.08亿人民币 配件及其他 0.94亿人民币
礼恩派	床品 47% 地板&纺织品 17% 汽车 17% 家用家具 8% 工作家具 6% 航天 3% 液压缸 2%	智能电动床有部分ODM	床垫零售渠道 DTC (Direct to Consumer) 网络销售 (第三方电商)	床品 22.33亿美元 地板&纺织品 8.08亿美元 汽车 8.08亿美元 家用家具 3.8亿美元 工作家具 2.85亿美元 航天 1.43亿美元 液压缸 0.95亿美元
幻知曲	健康科技睡眠系统 乳胶独立筒床垫 科技睡眠床座	生产-销售一体化	零售渠道 网络销售	/

数据来源：招股说明书、幻知曲官网、东吴证券研究所

图 11：美国床垫市场呈双寡头竞争格局（2018年）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

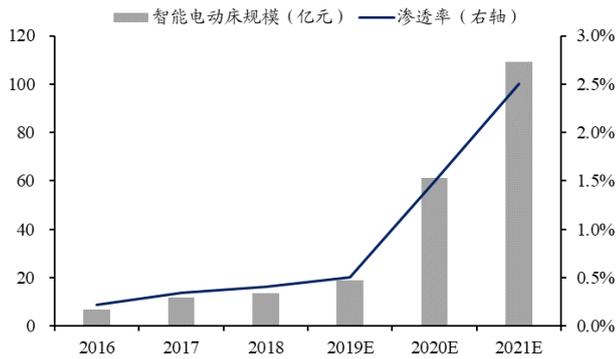
2.3 新兴市场发展潜力大

2.2.1 国内市场初具雏形，政策与人口有望进一步刺激市场放量

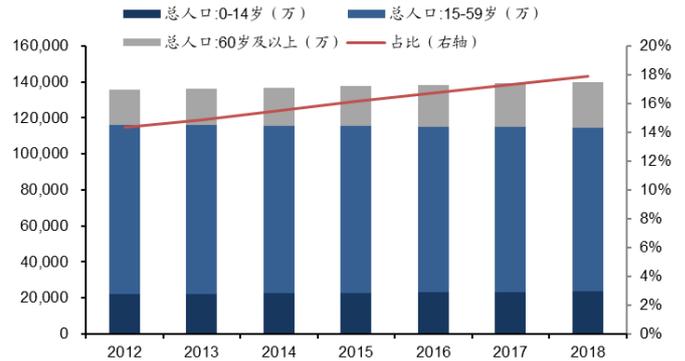
我国智能电动床行业起步较晚空间广阔。若假设渗透率每年以 1pct 速率增长，到 2021 年智能电动床市场规模有望达到 109.28 亿元，渗透率 2.5% 左右，3 年 CAGR 高达 100%。同时国内老年人口比例提升和智能制造发展规划政策等有望从需求端多维刺激市场空间进一步释放。

图 12：国内智能电动床空间广阔

图 13：老龄化有望成为国内电动床市场重要催化



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

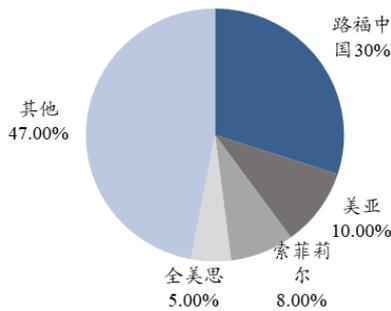


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所预测

新兴行业叠加高技术壁垒使得现阶段竞争者相对较少。国内多为成熟的家居公司开拓产品线,CR4 达到 53%,但龙头品牌由于自身背景与禀赋差异,在产品品类同样存在一定差异,这也类似于美国市场早期发展的特点。

图 14: 国内智能电动床市场 CR4 53%

表 7: 国内主要品牌切入相对较早,但产品差异较大



数据来源：招股书，东吴证券研究所

公司	成立时间	品牌特点	产品特点	生产基地	销售渠道
路福(中国)	2011	德国高端寝具品牌,占欧洲高端寝具市场35%的市场份额	欧式电动床(床架床垫一体化)	深圳、欧洲(全球四大基地)	线下: 600多家专卖店 线上: 天猫、京东等
美亚	2003	MPE品牌智能电动床,源于意大利知名寝具品牌MPE Bedding	欧式电动床(床架床垫一体化)	深圳、意大利	线下: 200多家专卖店 线上: 天猫、京东等
麒盛科技	2005	索菲莉尔(国内品牌)、舒福德杭州(专注线上)	美式电动床(床架与床垫分开),有组装灵活性、运输便利性优势	嘉兴、越南	线下: 136多家专卖店 线上: 天猫、京东等 外销: 床垫厂商、网络销售

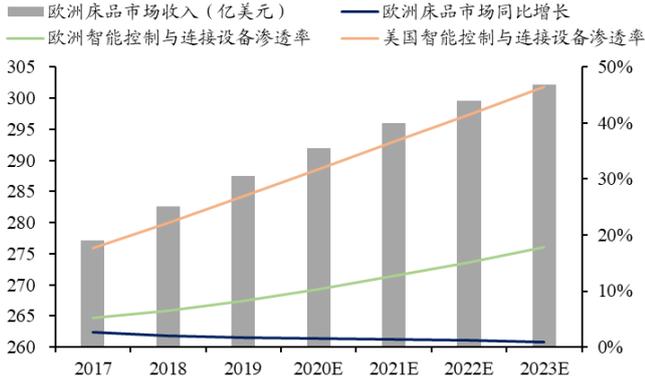
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2.2 欧洲智能家居渗透率高企，市场有望实现 30%以上增长

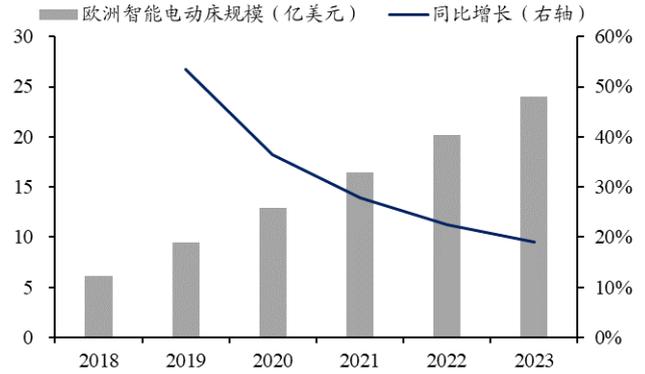
欧洲智能家居渗透率仅次于美国，市场规模 2021 年有望达 16.48 亿美元，19-21 年 CAGR 为 38%。欧洲寝具市场维持约 1.5%的稳定增速，智能电动床渗透率较美国更低，若以 4%的渗透率计算，2018 年欧洲智能电动床规模约为 6 亿美元。假设未来渗透率以 2pct 的速度提升，并随寝具市场的内生增长，2021 年欧洲智能电动床规模望达 16.48 亿美元，三年 CAGR 高达 38%。

图 15: 欧洲床品市场规模及相关渗透率

图 16: 2021 欧洲市场智能电动床规模望达 16 亿美元



数据来源: Statista, 东吴证券研究所预测



数据来源: Statista, 东吴证券研究所预测

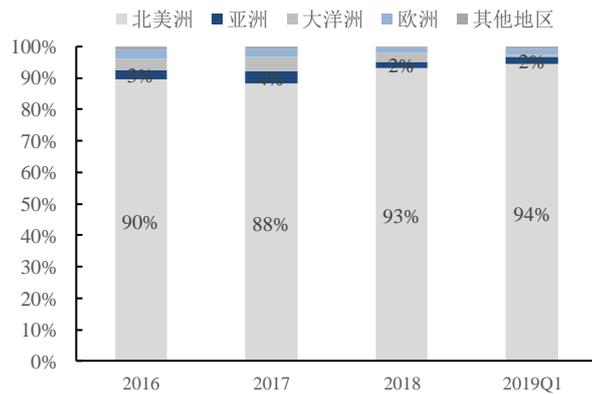
3. 客户服务与运营各环节能力出色, 拓内销+扩产能打开增长空间

3.1. 下游客户优势明显, 本土化服务能力出众

3.1.1. 海外大客户合作稳定, 产品与服务奠定长期合作基础

公司外销为主, 与北美龙头床垫厂商合作密切稳固。公司 2018 年北美收入占比 93.2%, 下游客户以床垫厂商为主 (2018 年收入占比 87.3%), 同时还包括寝具零售商及线上渠道。主要客户舒达席梦思 (SSB) 与泰普尔丝涟 (TSI) 作为美国床垫厂商两大寡头, 奠定了公司海外客户优势基础。

图 17: 北美仍是公司销售重点区域



数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

表 8: 舒达席梦思、泰普尔丝涟、好市多是公司主要客户

年度	客户名称	公司对其销售额 (万元)	占公司总营收比例
2019Q1	舒达席梦思 (SSB)	18,240.95	35.48%
	泰普尔丝涟 (TSI)	17,443.29	33.93%
	好市多 (COSTCO)	3,351.41	6.52%
	亚马逊 (Amazon)	1,765.59	3.43%
	Klaussner Furniture	1,595.74	3.10%
	前五大合计	42,396.98	82.46%
2018	泰普尔丝涟 (TSI)	91,303.81	38.18%
	舒达席梦思 (SSB)	90,951.41	38.04%
	好市多 (COSTCO)	15,132.97	6.33%
	Klaussner Furniture	10,511.43	4.40%
	Trading House Askona	2,686.34	1.12%
	前五大合计	210,585.95	88.07%

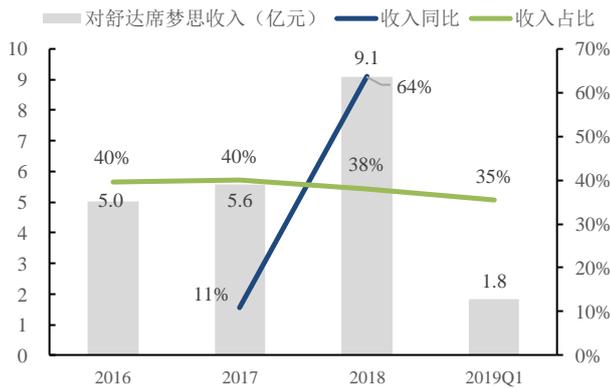
数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

➤ **舒达席梦思:** 舒达席梦思 2017 年美国床垫市场占有率 41%。公司 2010 年开始与舒达席梦思合作, 2015、2018 年分别签订了 3 年和 5 年的销售合同。受益于公司新产品推出后的畅销、原有产品定制化改良叠加市场整体增长, 2018 年公司对舒达席梦思收入大幅增长 64% 至 9.1 亿元, 2019 年受关税影响收入有所波动, 目前公司占舒达席

梦思的智能电动床供货比例 80% 以上。

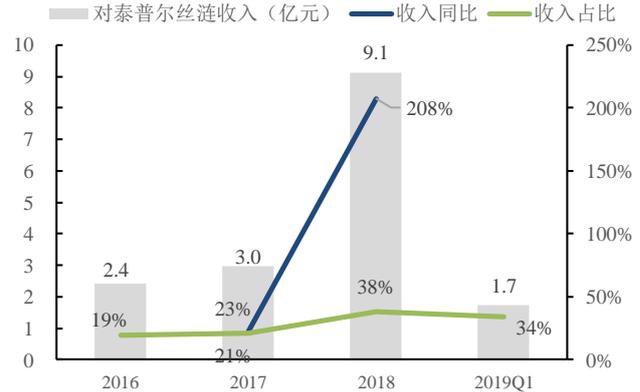
- **泰普尔丝涟 (TSI):** 2017 年泰普尔丝涟美国床垫市占率 32%，公司自 2009 年与泰普尔丝涟合作，2015、2018 年分别签订了 3 年合同，其中 2018 年起公司重点扩大泰普尔丝涟旗下泰普尔品牌 (Tempur) 在北美的合作，对泰普尔丝涟 2018 年的收入大幅提升 208% 至 9.1 亿元，占泰普尔丝涟的智能电动床供货比例近 100%。

图 18: 舒达席梦思收入在市场和产品提升拉动下高增



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 19: 与 TSI 全面合作叠加成本优势 2018 年收入扩大



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

本土化布局和到位的客户服务提升粘性。 由于电动智能床下游龙头客户对供应商生产管控、质量、供应链、服务等方面要求严格，而公司已经形成了本土仓储、售后服务的完善运营体系，长期稳定的合作关系既是公司客户服务能力的印证，也形成了北美业务的护城河。另外，公司在 Costco、亚马逊等线上渠道自有品牌的销售对海外业务进一步有力支撑。

表 9: 境外子公司保障本土化运营效率和服务效果

子公司	主要业务范围及模式	2018 / 2019Q1 净利润 (万元)
奥格莫森美国	· 负责北美、澳洲市场的客户开发、销售和售后服务，拥有完善的研发、销售、财务等运营职能； · 稳定对接线下舒达席梦思、泰普尔丝涟等大客户； · 日常运营管理本土化，重大事项由中国总部决策。两地管理人员保持双向沟通。	4893 / 965
奥格莫森欧洲	· 负责欧洲市场销售，并且为客户提供完整的售后解决方案服务。	286 / 83
南部湾国际	· 主要负责各类产品的海外线上销售； · 目前与好市多、亚马逊、Overstock 等平台建立密切合作。	(-491) / 178

数据来源: 公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 潜在客户仍存较大空间，新客户积极开拓下有望扩大销售体量

北美地区仍有床品零售龙头可以作为公司切入的潜在客户。 当前美国市场仍有部分智能电动床头部企业，其收入和利润增速仍保持高速增长，其较快的需求端增长和供应商多元化诉求均为公司未来切入其供应链提供了良好机遇。

北美以外地区仍有潜力，扩张积极推进。 目前公司与俄罗斯、加拿大、

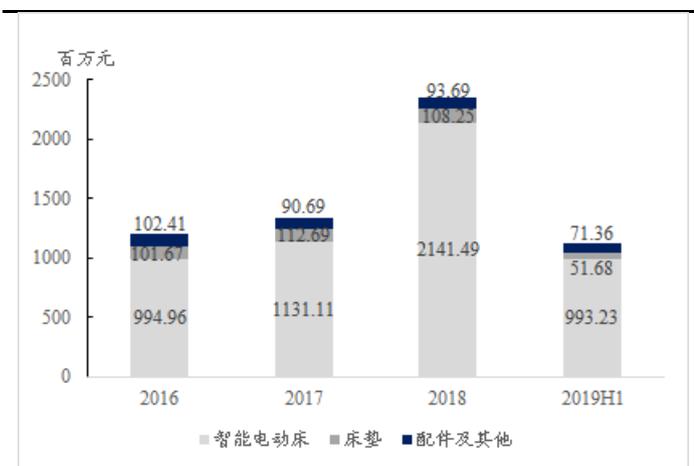
韩国等多地龙头厂商同样拥有良好合作关系，截至 2019 年 10 月公司已与欧洲大型寝具品公司对接并设计定制产品，合作公司拥有遍布欧盟的 1500 家门店，终端的迅速渗透有望为公司日后扩大欧洲地区份额起到积极作用。

3.2. 运营各环节高效管控，研发为纲放眼长远

3.2.1. 生产环节：优秀的成本管控能力带来稳定的盈利水平

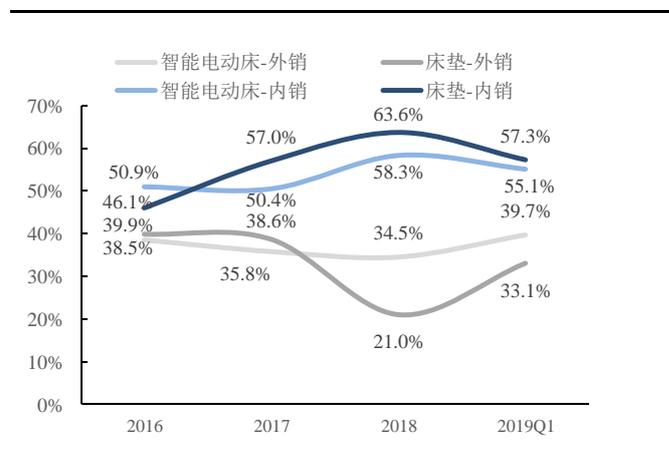
成本加成定价确保盈利能力维稳。公司智能电动床近年占收入比例 90% 以上，产品结构相对稳定，主要产品定价采用成本加成模式避免了整体盈利能力大幅波动，2016-2019Q1 公司智能电动床、床垫综合毛利率维持在 35% 以上，其中国内销售由于主要直接销售给终端客户毛利率相对更高。

图 20：公司产品结构稳定，智能电动床占比 90% 以上



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 21：成本加成确保公司主要产品毛利率基本维稳



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

生产管理能力强，规模采购+人力制造占比压缩是降成本稳盈利的核心。随市场规模不断扩大和产品组合向低端渗透，尽管公司电动床平均售价 2016-2019Q1 降低 21%，但单位成本同样降低 22.4% 确保毛利率维稳。而在成本端公司直接人工和制造成本稳定保持在约 14% 的低水平，同时采购量提升带来了议价能力显著提高，主要产品原材料单位成本近年持续下降至 1000 元/张以下。

图 22：公司人工和制造成本占比保持较低水平

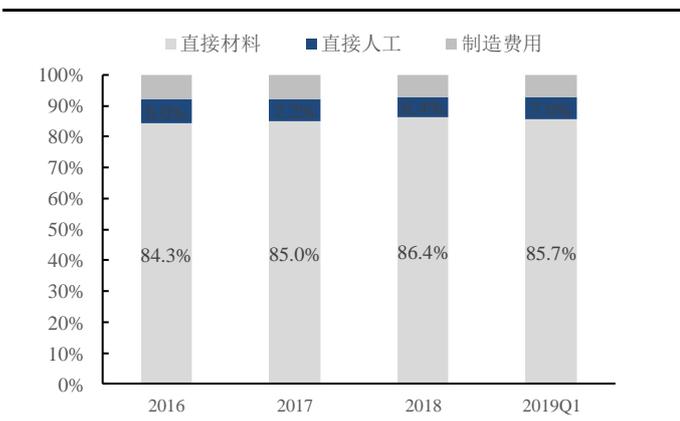


图 23：主要产品原材料单位成本持续降低 (单位：元/张)



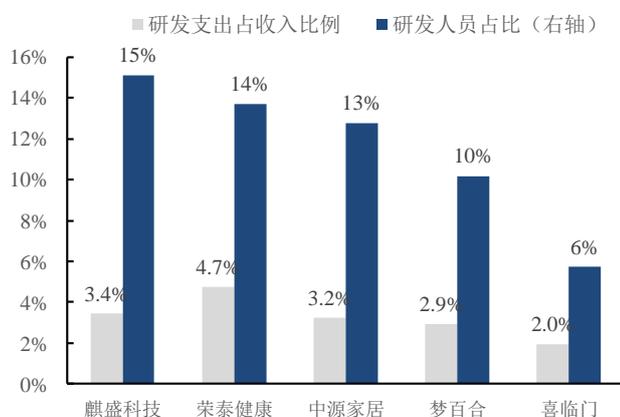
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2.2. 研发环节：技术累积树立产品壁垒，助力生产效率

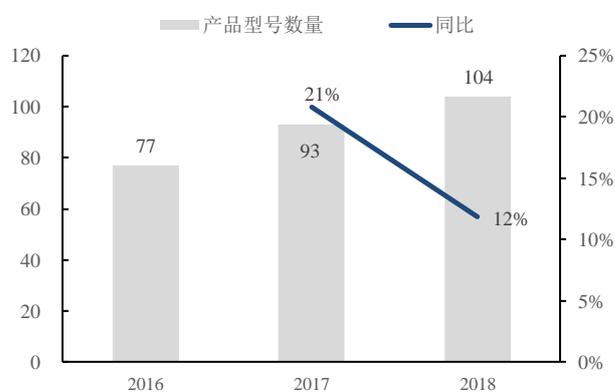
公司强研发积累的定制化设计和生产能力有助于公司持续深挖市场潜力。公司近年研发支出占收入比例、研发人员比例分别保持 3%、15% 以上领先行业。产出方面，截至 2019 年 8 月，公司及子公司已拥有的主要专利 254 项，其中境外 30 项均为发明专利。2016 -2018 年产品型号数量也由 77 种提升至 104 种，与下游龙头产品基本匹配。另外公司在智能化、自动化领域持续投入，自动化设备投入覆盖各生产工序达到 70% 以上，共计自主研发 10 余种非标自动化设备，产品和成本优势有望进一步凸显。

图 24：公司研发保持高强度（截至 2018 年末）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 25：产品型号数量不断提升



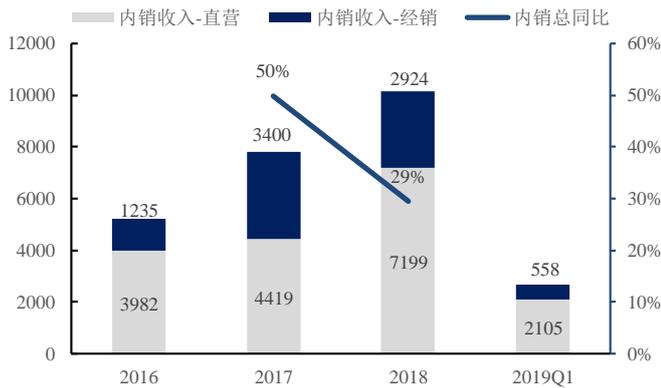
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 内销积极拓展，管理效率回升

内销以直营线下为主、线上为辅，积极拓展经销渠道扩大体量。公司直营依托子公司索菲莉尔在浙江省内开设直营门店或专柜，截至 2019Q1 共拥有 13 家直营店，店效在门店调整后有所回升。同时经销渠道积极拓展，截至 2019 年 8 月共 109 家经销商，销售网络覆盖 24 省、直辖市和自治区。公司内销 2018 年收入同比增长 29% 至 1.0 亿元。

图 26：公司内销收入保持高增速（单位：万元）

图 27：公司直营店在门店调整后店效回升



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

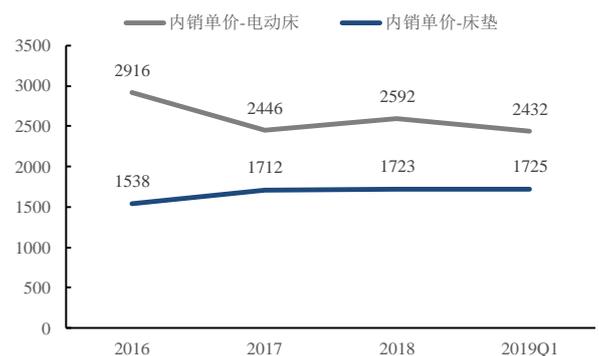
各品类保持增长，价格基本维稳。公司内销主要以智能电动床、床垫和配件的自有品牌为主，由于公司内销直营渠道规模占比较高，叠加产品附加值相对较高，因此近年电动床和床垫单价波动相对较小，保障了内销盈利能力的稳定。

图 28：内销以智能电动床和配件为主（单位：万元）

图 29：公司内销单价保持稳定（单位：元/张）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

IPO 募资公司拟投资 3.86 亿在北京、上海、广州、深圳、重庆、杭州六个城市分别开设一家旗舰店，同时在 23 个二线城市开设标准店，并同时开设 78 家专业卖场店、96 家综合商业体标准店以及 78 家社区标准店。在国内智能电动床渗透率逐步提升，叠加公司直营店管理效率提升的背景下，内销规模仍有向上突破的空间。

3.4. 境内外产能提升，扩大规模优势，规避贸易政策风险

在海外需求高增背景下，公司产能提升规模效应进一步凸显。公司 2019 起总部和越南基地产能扩张推进，预计 2019-2021 年在越南产能带动下产能增长 30 万、60 万张至 147 万张、207 万张。若优先以越南产能替代国内产能供应美国客户，则 25% 额外税率带来的约 2.5 亿元（即 60 万张×平均不含税价 1687 元/张×25%）中间税额即可免征，进一步提升产品的价格竞争优势。

另外预计 2021 年起总部产能预计新增 200 万张，考虑到美国及欧洲市场未来年新增需求在 100 万张以上，加之当前美国和欧洲的存量市场仍有约 300 万张拓展空间，因此目标市场的潜在需求天花板仍高，为公司产能消化提供了良好基础。

图 30：总部+越南投产提升产能至 300 万张以上



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 10：越南基地产能积极推进

实施阶段	越南生产基地筹备及生产的进度安排
厂房租赁	公司已通过香港子公司与MANNA HUY业务商贸有限公司签署《厂房出租原则合同》
设备议价及采购	2019年7月30日前完成询价
设备安装调试	首批生产设备（2条总装线）于2019年9月15日前完成安装调试，第二批生产设备（3条总装线）于2019年11月15日前完成安装调试
人员招聘培训	2019年10月底完成150名操作工人的招聘及培训，2020年2月底前完成300名操作工人的招聘及培训
试运营	2019年10月5日前完成首批总装线的试运营
批量生产	2019年底达到2.5万张/月的产量（1班），2020年3月底达到5万张/月的产量（2班）

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.5. 贸易摩擦带来短期影响，中美关系缓和为量价修复打下基础

中美贸易摩擦或增加未来竞争格局的不确定性。2018 年 9 月，美国对包括智能电动床和床垫在内的产品加征 10% 关税。2019 年 5 月，税率由 10% 提高到 25%。2018 年、2019Q1 公司被征收额外关税的产品销售收入占总体收入的比例分别为 1.93%、33.8%，其中关税金额占成本比例分别为 0.21%、3.55%，影响比例大幅提高。

表 11：进口美国的有关政策、贸易摩擦对公司产品进口的影响

政策分类	公布时间	内容	公司受影响的产品	征税日期
中美贸易摩擦关税征收政策	2018/6/15	对818个单独关税项目约500亿美元的商品征收额外25%的关税	智能电动床的配件的电机、主控盒、遥控器 etc 电器部件	2018/7/6
	2018/8/1	对2000亿美元商品加征10%关税	智能电动床和床垫	2018/9/24
	2019/1/1	对2000亿美元商品加征25%关税	智能电动床和床垫	2019/5/10后从中国出口，或2019/06/15后进入美国
	2019/5/17	对3000亿美元商品加征10%关税		第一批：2019/09/1；第二批：2019/12/15
	2019/8/17	加税清单经USSTR调整，将部分家具、网络调制解调器和路由器商品从加征10%关税产品清单中除名。		
进口美国床垫反倾销调查	2020/1/16	已于2019年9月1日起加征15%关税的1200亿美元商品，关税由15%调整为7.5%，下调比例1/2；另外，美国将无限期暂停原定于2019年12月对1600亿美元中国商品生效的计划。		2020/2/14
	2018/10/9	美国商务部宣布对进口自中国的床垫发起反倾销立案调查	床垫	
	2019/10/21	最终裁定中国进口的床垫倾销率从57.04%调至1731.75%；照此，美国海关边境保护局征收与本次判定的倾销率同等程度的现金保证金。	床垫	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

贸易摩擦趋于缓和，外销有望触底后实现修复性增长。从量端来看，在 25% 的额外关税政策下，2019 年 6-8 月公司收到的美国客户订单数量仍保持 18.85% 的增长，且长期合同下与主要客户的合作仍保持稳定。从价端来看，尽管 2019 年额外关税使公司售价端受到一定影响，但随着 2020 年中美贸易

关系逐渐缓和，价格端仍存修复空间。此外美国对国内床垫企业发起的反倾销对公司影响有限，公司在美国市场的床垫收入占比 10% 以下，且可采取外部采购床垫等措施应对。

表 12：10% 税率下公司盈利能力受影响较小，25% 税率下公司价格端降低影响毛利率

客户名称	额外关税税率为 10% 应对措施		智能电动床 (毛利率 35%)		额外关税税率为 25% 应对措施		智能电动床 (毛利率 35%)	
	10% 应对措施	平均售价变动	毛利率变动	价格调整方案	通过调价双方承担税	平均售价变动	毛利率变动	
舒达席梦思	FOB 模式 (客户承担 10% 关税)	10%	0%	销价下降 6%	公司 7.5%，客户 17.5%	-6%	-4%	
	VMI 模式 (公司承担 10% 关税)	0%	-7%	销价提高 5% (内部降 5%)	公司 17.5%，客户 7.5%	5%	-12%	
泰普尔丝涟	FOB 模式	10%	0%	销价下降 6%	公司 7.5%，客户 17.5%	-6%	-4%	
好市多	VMI 模式	0%	-5%	现有产品不变，将推出提高定价的新产品代替现有型号 (内部降 5%)	公司 25%	0%	-12%	
Klaussner Furniture Industries, Inc.	FOB 模式	10%	0%	不同型号对应不同降价幅度：6%、8.8%、12%	分三种情况	-6%	-4%	
	FOB 模式	10%	0%	销价下降 6%	公司 7.5%，客户 17.5%	-8.8%	-6%	
美国其他客户	FOB 模式	10%	0%	销价下降 6%	公司 7.5%，客户 17.5%	-12%	-9%	
	VMI 模式	0%	-10%	现有产品不变，将推出提高定价的新产品代替现有型号	公司 25%	-6%	-4%	
合计		6%	-3%			-2%	-10%	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 财务分析：高增速下兼顾效率与质量

4.1. 营收与利润保持高速增长，增速领先于同行

受益于智能电动床的需求不断扩大，以及公司持续根据市场需求推出新产品，2015-18 年公司营收 CAGR 达 50.87%，增速领先于同行。利润端方面，公司 2015-2018 年归母净利润由 0.56 亿增长至 2.93 亿，CAGR 达 73.18%。受汇率波动、部分原材料价格上涨、产品结构变动等因素影响，2016-2018 年毛利率有所下降，归母净利润增速下滑，伴随 2019 年前三季度公司产品优化、钢材等原材料价格下行，毛利率修复至 38.51%，净利率持续提升。

表 13：业内龙头收入利润对比

公司名称	百万元	2015	2016	2017	2018	2019Q3
麒盛科技	营业收入	696.32	1265.39	1388.48	2391.09	1944.86
	YOY		81.73%	9.73%	72.21%	1.37%
	毛利率	37.73%	38.42%	36.06%	35.02%	38.51%
	归母净利润	56.35	26.51	112.51	292.69	271.68
	YOY		-52.95%	324.41%	160.15%	18.40%
	净利率	8.04%	2.06%	8.12%	12.22%	13.93%
中源家居	营业收入	425.87	591.74	784.51	888.07	759.79
	YOY		38.95%	32.58%	13.20%	20.52%
	毛利率	30.96%	30.31%	28.30%	27.22%	28.55%
	归母净利润	59.12	73.22	82.68	83.77	47.04
	YOY		23.85%	12.92%	1.32%	-3.53%
	净利率	13.88%	12.37%	10.54%	9.43%	6.19%
荣泰健康	营业收入	1023.98	1285.05	1918.01	2295.65	1629.10
	YOY		25.50%	49.26%	19.69%	-7.33%
	毛利率	32.40%	38.16%	38.22%	34.07%	29.42%
	归母净利润	142.70	206.65	216.18	249.21	208.95
	YOY		44.81%	4.61%	15.28%	13.69%
	净利率	14.04%	16.26%	11.81%	10.89%	12.72%
梦百合	营业收入	1377.22	1723.03	2338.80	3049.47	2638.78
	YOY		25.11%	35.74%	30.39%	25.40%
	毛利率	34.86%	33.60%	29.54%	32.08%	37.01%
	归母净利润	164.26	200.40	155.85	186.07	260.48
	YOY		22.00%	-22.23%	19.39%	135.90%
	净利率	11.98%	11.53%	6.56%	6.45%	10.39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 费用管理能力增强，盈利向好

规模效应下公司费用率下行。公司期间费用率整体低于同行企业，其中管理费用率波动主要由于收购美国公司后运营和人工成本增加以及2016年股份支付增加，而销售费用率则随着公司渠道管理的优化持续下行，费控整体保持良好。

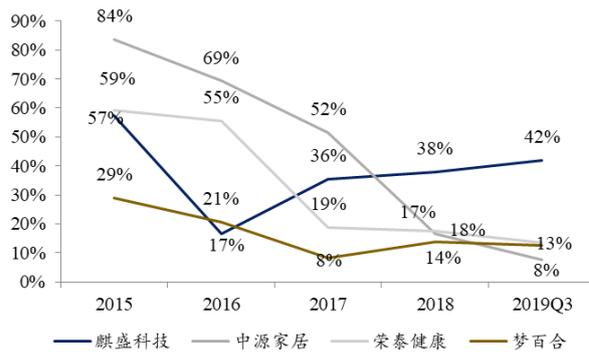
表 14：业内龙头费用率对比

		2015	2016	2017	2018	2019Q3
麒盛科技	销售费用率	11.16%	9.25%	10.44%	10.31%	9.86%
	管理费用率	11.75%	20.14%	8.62%	6.55%	6.38%
	财务费用率	-0.50%	-0.99%	2.45%	-1.87%	-1.41%
	三费总计	22.41%	28.40%	21.51%	14.99%	14.83%
中源家居	销售费用率	9.35%	9.37%	9.58%	12.66%	15.81%
	管理费用率	8.30%	7.01%	6.51%	2.76%	3.69%
	财务费用率	-1.24%	-0.70%	0.66%	-1.21%	-1.19%
	三费总计	16.41%	15.68%	16.75%	14.21%	18.31%
荣泰健康	销售费用率	10.45%	13.59%	13.73%	12.35%	10.85%
	管理费用率	7.53%	7.80%	8.92%	3.44%	3.48%
	财务费用率	-1.23%	-1.65%	1.62%	0.11%	-0.30%
	三费总计	16.75%	19.74%	24.27%	15.90%	14.03%
梦百合	销售费用率	11.40%	11.20%	12.07%	13.15%	13.32%
	管理费用率	9.07%	8.53%	8.48%	5.26%	5.98%
	财务费用率	-0.81%	-0.46%	1.50%	0.11%	0.39%
	三费总计	19.66%	19.27%	22.05%	18.52%	19.69%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

在稳定的毛利率和费用管控高效的驱动下，公司 ROE 持续稳步提升，其中 2018-2019Q3 的 ROE 值均远高于同行企业。

图 31：ROE 同行比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 营运能力提升，资产周转效率保持健康

公司周转情况良好。2015-2018 年公司的存货周转率整体提升，但由于公司外销占比较大且结算时间较长使周转整体水平略慢于行业。应收账款周转率则基本保持健康。

表 15：业内龙头营运能力一览

	2015	2016	2017	2018	2019Q3	
麒盛科技	存货周转天数	140.3	91.26	100.44	57.65	56.16
	存货周转率	2.57	3.94	3.58	6.24	4.81
	应收账款周转天数	24.37	28.22	34.93	24.88	48.74
	应收账款周转率	14.78	12.75	10.31	14.47	5.54
	总资产周转率	1.08	1.75	1.46	1.8	1.12
中源家居	存货周转天数	22.81	25.65	26.81	32.25	37.79
	存货周转率	15.78	14.04	13.43	11.16	7.15
	应收账款周转天数	17.93	17.19	20.57	27.76	35.27
	应收账款周转率	20.08	20.95	17.5	12.97	7.65
	总资产周转率	1.91	1.9	1.89	1.29	0.81
荣泰健康	存货周转天数	46.72	46.89	44.11	40.73	39.76
	存货周转率	7.71	7.68	8.16	8.84	6.79
	应收账款周转天数	18.21	17.97	20.51	19.97	20.82
	应收账款周转率	19.77	20.03	17.56	18.02	12.97
	总资产周转率	1.84	1.47	1.17	1.05	0.74
梦百合	存货周转天数	70.47	63.72	60.09	60.29	73.79
	存货周转率	5.11	5.65	5.99	5.97	3.66
	应收账款周转天数	39.7	41.34	46.67	56.51	73.79
	应收账款周转率	9.07	8.71	7.71	6.37	4.35
	总资产周转率	1.59	1.16	1.09	1.07	0.71

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.4. 经营性现金流充足，资本开支有序扩张

经营现金流增长稳健。2015-2018 年公司经营性现金流呈现稳定增长的趋势，充足的现金流是公司偿债能力和支撑资本开支持续扩大的有力保障。2015 年以来公司短期借款基本维持在 0.8 亿-1.2 亿的稳定区间，充足的现金为公司扩产等提供了稳定保障。

表 16：麒盛科技现金流量情况一览

	2015	2016	2017	2018	2019Q3
经营活动产生的现金流量净额	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2	-1.5
筹资活动产生的现金流量净额	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
现金及现金等价物净增加额	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8

百万元	2015	2016	2017	2018	2019Q3
总资产	643.87	801.59	1103.67	1556.23	1924.09
净资产	140.16	260.94	625.92	920.76	1128.75
应收账款	43.17	151.29	118.15	212.39	489.82
短期借款	97.60	117.00	100.00	81.91	100.00
经营性现金流净额	101.44	146.54	166.22	407.32	136.46
资本开支	42.54	116.84	100.62	270.21	105.51

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议与盈利预测

5.1. 盈利预测

智能电动床在美国大客户支撑下稳健增长。我们预计在美国智能电动床大客户需求量提升的支撑下整体保持增长，但受贸易摩擦影响，尽管2019年海外客户收入预计有所波动，但美国智能电动床下游龙头2019年前三季度仍实现双位数增长印证需求的旺盛。随着越南产能的逐步释放，海外收入增速有望修复。**预计海外业务收入2019-2021年同比+10%、+19%和+24%至22.5亿、26.8亿和33.2亿元**，同时随着规模效应增强和成本端持续优化，叠加产品的高附加值属性，未来三年毛利率仍能稳定在约35%以上。

国内销售布局铺开提升体量。公司预计2020年起开启全国扩张，境内收入**2019-2021年预计同比增长2%、47%和35%至1.04亿、1.52亿和2.05亿元**。盈利能力方面毛利率随市场拓展略有下降至45%左右。

床垫及配件短期波动，长期有望实现协同。同样受到贸易摩擦影响2019年预计床垫及配套产品的销售收到负面影响，**2019-2021年收入同比-10%、+5%、+10%至1.8亿、1.9亿和2.1亿元**，毛利率受贸易摩擦影响略降至34%左右。

表 17：麒盛科技收入拆分及预测

	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (亿元)	23.91	25.38	30.26	37.32
YoY	72%	6%	19%	23%
营业成本 (亿元)	15.54	15.73	18.69	23.04
海外电动床出口收入 (亿元)	20.40	22.53	26.83	33.17
YoY	89%	10%	19%	24%
海外电动床出口成本 (亿元)	13.36	13.96	16.63	20.57
毛利率	35%	38%	38%	38%
产能 (万张)	117	153	188	377
销量 (万张)	115	127	154	200
YoY	89%	10%	21%	30%
单价 (元/张)	1774	1774	1741	1660
单位成本 (元/张)	1162	1099	1079	1030
国内电动床收入 (亿元)	1.01	1.04	1.52	2.05
YoY	16%	2%	47%	35%
国内电动床成本 (亿元)	0.53	0.57	0.82	1.11
国内电动床毛利率	48%	45%	46%	46%
床垫及配件收入 (亿元)	2.02	1.82	1.91	2.10
YoY	-1%	-10%	5%	10%
床垫及配件成本 (亿元)	1.27	1.20	1.24	1.36
床垫及配件毛利率	37%	34%	35%	35%
综合毛利率	35%	38%	38%	38%
期间费用率	18%	20%	20%	20%
归母净利润 (亿元)	2.93	3.57	4.32	5.37
YoY	160%	22%	21%	24%
净利润率	12%	14%	14%	14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 投资评级

整体来看, 预计 2019-2021 年实现收入 25.4、30.3 和 37.3 亿元, 同比增长 6.1%、19.2% 和 23.3%。归母净利润 3.6、4.3 和 5.4 亿元, 同比增长 22.0%、21.1% 和 24.1%。对应 PE 为 21X/18X/14X, 考虑到公司先发及龙头优势明显且所处赛道仍保持强劲高增长, 结合 PEG 估值给予公司 2020 年 21X 目标市盈率, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 18: 同行估值对比 (2020 年 2 月 21 日收盘数据)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2019E 归母净利润 (亿元)	2020E 归母净利润 (亿元)	2021E 归母净利润 (亿元)	PE (2019E)	PE (2020E)	PE (2021E)
603610.SH	麒盛科技	77	3.57	4.32	5.37	21.46	17.73	14.27
603313.SH	梦百合	93	3.61	4.93	6.29	25.91	18.95	14.86
603008.SH	喜临门	54	3.87	4.54	5.47	14.02	11.96	9.93

注: 梦百合和喜临名为 Wind 一致预期。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

(1) 市场拓展不及预期: 海外大客户拓展周期相对较长, 尽管行业增速较快, 但如果公司对大客户的拓展速度不及预期则会对公司收入增速造成不利影响;

(2) 竞争加剧导致盈利能力下降: 随着海外竞争加剧, 主要产品价格可能受到竞争对手恶性竞争影响下降, 进而影响盈利能力;

(3) 贸易政策变动风险：中美贸易摩擦导致的进口美国产品关税税率仍存在不确定性，未来若美国贸易政策改变则会对公司出口情况产生波动性影响；

(4) 产能投放不及预期：公司越南产能仍需要在人员、设备等方面进行磨合，若推进情况不及预期则会影响生产进度。

麒盛科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	977	2704	2748	3066	营业收入	2391	2538	3026	3732
现金	433	2096	2067	2345	减:营业成本	1554	1573	1869	2304
应收账款	212	265	304	365	营业税金及附加	8	10	12	14
存货	228	219	227	222	营业费用	246	236	278	343
其他流动资产	103	123	150	133	管理费用	233	267	322	397
非流动资产	580	869	1349	1648	财务费用	-45	8	9	10
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	38	6	6	7
固定资产	205	257	322	402	加:投资净收益	-2	1	1	1
在建工程	208	431	830	1028	其他收益	-3	-1	-1	-2
无形资产	101	105	115	125	营业利润	357	437	529	656
其他非流动资产	66	77	84	94	加:营业外净收支	-1	-2	-2	-2
资产总计	1556	3573	4097	4714	利润总额	356	435	527	654
流动负债	472	522	594	644	减:所得税费用	64	78	95	118
短期借款	82	100	94	92	少数股东损益	-1	-0	-0	-0
应付账款	219	231	303	355	归属母公司净利润	293	357	432	537
其他流动负债	171	192	197	197	EBIT	357	461	556	688
非流动负债	164	101	121	151	EBITDA	399	488	582	713
长期借款	82	100	120	150					
其他非流动负债	82	1	1	1	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	635	624	715	795	每股收益(元)	2.60	2.37	2.88	3.57
少数股东权益	3	3	3	3	每股净资产(元)	8.14	19.60	22.48	26.05
归属母公司股东权益	917	2947	3379	3916	发行在外股份(百万股)	113	150	150	150
负债和股东权益	1556	3573	4097	4714	ROIC(%)	25.0%	12.0%	12.7%	13.6%
					ROE(%)	37.8%	18.4%	13.7%	14.7%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	35.0%	38.0%	38.2%	38.3%
经营活动现金流	407	317	546	638	销售净利率(%)	12.2%	14.1%	14.3%	14.4%
投资活动现金流	-159	-304	-501	-269	资产负债率(%)	40.8%	17.5%	17.5%	16.9%
筹资活动现金流	34	1650	-75	-91	收入增长率(%)	72.2%	6.1%	19.2%	23.3%
现金净增加额	300	1664	-29	278	净利润增长率(%)	160.1%	22.0%	21.1%	24.1%
折旧和摊销	42	26	26	25	P/E	26.17	21.46	17.72	14.28
资本开支	271	279	473	288	P/B	8.35	2.60	2.27	1.96
营运资本变动	191	1677	-28	268	EV/EBITDA	19.71	12.69	10.84	8.57

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

