

## 智慧睡眠系统引领者，厚积薄发成长可期

——隐形冠军深度系列5

## 买入|首次评级

### 报告要点：

#### ● 智慧睡眠系统：智能时代下睡眠科学的产物

从智能床架的构成来划分，智慧睡眠系统主要分为两类：1) 智能床架/板+传统床垫；2) 传统床架/板+智能床垫。随着传感技术及AI智能算法的迭代升级，供给端也在不断推陈出新，推动市场不断向前发展。整体来看，海外市场需求旺盛，国内市场尚未进入快速放量阶段，国内制造企业以出口为主，经营模式多为ODM，且生产技术处于全球领先地位。根据智能床垫龙头 Sleep Number 数据，长期使用智慧睡眠系统，能够有效增加用户深度睡眠时长 15 分钟，并具备医疗属性。此外，智慧睡眠系统涵盖了瑜伽、睡前舒展、SPA 按摩等娱乐休闲功能，附加功能越多的产品价值量越高。

#### ● 发展现状：海外市场方兴未艾，国内市场蓄势待发

美国智能床垫龙头 Sleep number 在产品创新上持续投入，2014 年公司在国际消费电子展上推出了世界上第一款智能床，搭载了可实时跟踪用户个人呼吸和心率，并给予睡眠改善建议的 Sleep IQ 技术，至此全球睡眠系统进入智能化时代。经过了互联网时代、移动互联网时代的技术发展，在 5G、AI 等革新技术的推动下，智能家居“东风”已至，为智慧睡眠提供了沃土。智能电动床率先出现在欧美市场，根据 Statista 和 ISPA 数据，2019 年美国市场渗透率为 14.5%。中国市场起步较晚且目前处于导入期，智能电动床渗透率较低。借鉴扫地机器人的行业发展历史，我们认为革命性的技术创新、应用技术的降本提效是促进行业快速发展的重要原因，国内智慧睡眠系统市场或将进入渗透率加速提升的阶段。

#### ● 麒盛科技：创新驱动，向睡眠健康“大数据”企业迈进

公司致力于健康睡眠智能技术与大数据应用，为全球最大的智能电动床制造商之一。2020 年公司智能电动床年销量达 112 万张，在美国智能电动床市场的市占率近三分之一，预计 2024 年浙江本部产能将达 400 万张/年。公司的竞争优势源于研发创新、智能智造与渠道拓展，基于技术优势和数据积累，公司能够为消费者提供个性化、差异化睡眠解决方案，实现“高端智能化产品+SaaS 属性服务”业务的双轮驱动。此外，根据公司公告，智能化工厂每年能够为公司减少 1.36-1.70 亿元人工成本开支，中长期来看，公司毛利率中枢有望抬升。公司成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方智能床供应商，正发力消费者教育，以期通过品牌实现长期主义。

#### ● 投资建议与盈利预测

短期维度来看，汇率、海运费改善，叠加新增产能释放，公司盈利能力有望增强；从产品属性、生意模式来看，公司中长期成长路径清晰，有望迎来“戴维斯双击”。我们预计 2021-2023 年公司分别实现营收 33.38/40.96/45.63 亿元，同比增长 47.72%/22.71%/11.39%；归母净利润为 3.91/5.49/7.60 亿元，同比增长 43.18%/40.20%/38.50%；对应 EPS 分别为 1.40/1.96/2.71 元，当前股价对应 PE 为 21.2/15.1/10.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格波动风险；汇率波动风险；国际贸易政策风险；海内外疫情恢复情况不及预期；大客户订单集中风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2529.26	2259.91	3338.33	4096.46	4563.17
收入同比 (%)	5.78	-10.65	47.72	22.71	11.39
归母净利润(百万元)	394.88	273.43	391.49	548.87	760.20
归母净利润同比 (%)	34.91	-30.76	43.18	40.20	38.50
ROE (%)	13.88	9.24	15.14	17.48	19.46
每股收益 (元)	1.41	0.98	1.40	1.96	2.71
市盈率(P/E)	21.00	30.33	21.18	15.11	10.91

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价： 29.61 元

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 32.73 / 16.59

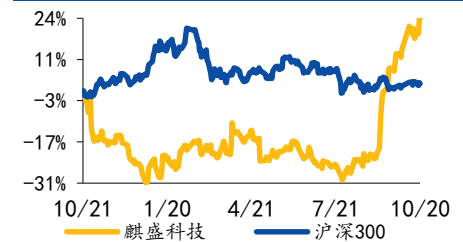
A 股流通股 (百万股): 162.66

A 股总股本 (百万股): 280.07

流通市值 (百万元): 4816.43

总市值 (百万元): 8292.86

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

## 目录

1.智慧睡眠系统：智能时代下睡眠科学的产物 .....	6
1.1 什么是智慧睡眠系统? .....	6
1.2 能够为消费者解决哪些痛点? .....	9
2.发展现状：海外市场方兴未艾，国内市场蓄势待发 .....	13
2.1 横向看 Sleep number 发展历程，研发创新和渠道拓展缺一不可 .....	13
2.2 物联网+消费升级+健康经济，智慧睡眠系统大有可为 .....	16
2.2.1 智能家居“东风”已至，为智慧睡眠提供发展的沃土 .....	16
2.2.2 国内市场目前尚处导入期，渗透率提升空间广阔 .....	19
3.麒盛科技：创新驱动，睡眠健康大数据智造龙头 .....	21
3.1 公司概况：全球智能电动床龙头，智慧睡眠系统先行者 .....	21
3.2 技术端：坚持研发驱动与科技创新，盈利模式正转型升级 .....	28
3.2.1 持续加码研发投入，向睡眠健康“大数据”企业迈进 .....	28
3.2.2 产品与服务齐头并进，集数据挖掘与分析于一体 .....	30
3.3 成本端：智能制造推动降本增效，布局海外产线放眼全球 .....	31
3.4 渠道端：多渠道并驾齐驱，海外国内加速放量 .....	32
3.5 品牌端：发力消费者教育，品牌实现长期主义 .....	37
4.盈利预测与投资建议 .....	37
4.1 盈利预测 .....	37
4.2 投资建议 .....	38
5.风险提示 .....	39

## 图表目录

图 1: 智能助眠设备分类.....	6
图 2: 智慧睡眠系统中的智能套床构成.....	7
图 3: 智能睡眠系统 VS 传统床 (以智能床架/板为例) .....	8
图 4: 智能电动床产业链概况 .....	8
图 5: 全球睡眠障碍率达 27% .....	9
图 6: 中国成年人失眠发生率近四成 .....	9
图 7: 2013-2020 年中国人均睡眠时长 (小时) .....	9
图 8: 影响国人睡眠质量的主要因素 .....	9
图 9: 睡眠障碍和睡眠缺乏与痴呆症之间存在密切联系 .....	10
图 10: 全球 OSA 患者为 9.36 亿人, 中国 1.76 亿人.....	10
图 11: 智慧睡眠系统功能全景图.....	11
图 12: 智慧睡眠系统能增加深度睡眠时长 .....	11
图 13: Sleep number 主要产品的用户评价 .....	11
图 14: 我国 60 岁以上的人口占比 .....	12
图 15: 我国养老服务床位呈逐年增长态势 .....	12
图 16: 智慧睡眠系统的常用功能.....	13
图 17: Sleep Number 营收及增速 (亿美元) .....	13
图 18: Sleep Number 净利润及增速 (万美元) .....	13
图 19: 世界第一款智能床 Sleep number x12 .....	14
图 20: 产品搭载 Sleep IQ 技术为用户提供睡眠报告 .....	14
图 21: Sleep number 产品设计简洁且价格带层次分明 .....	14
图 22: Sleep number 毛利率和净利率.....	15
图 23: Sleep number 研发费用及增速 (万美元) .....	15
图 24: 2017 年推出的 Sleep number 360 具有足部加热和左右分区等功能..	15
图 25: Sleep number 采取深耕大店模式.....	15
图 26: Sleep number 门店分布 (610 家门店) .....	15
图 27: 以 2000 年 5 月为起点, Sleep number 股价 20 年累计上涨 272 倍..	16
图 28: 物联网时代下的智能家居将进入主动智能阶段.....	17
图 29: 驱动智能家居市场高速发展的因素 .....	17
图 30: 中国智能家居市场规模及增速 (亿元) .....	18
图 31: 我国智能家居渗透率提升空间广阔 .....	18
图 32: 智能家居各细分品类的用户需求度.....	18
图 33: 智能家居产业链供应设备占比 .....	18
图 34: 潜在的高增速细分品类有望迎来爆发 .....	19
图 35: 中国睡眠系统市场规模 .....	19
图 36: 中国智慧睡眠系统正处于导入期.....	19
图 37: 国内消费者对智能电动床认知度低.....	20
图 38: 智慧睡眠系统的价格下降空间较大 .....	20
图 39: 中国扫地机器人市场规模及增速 (亿元) .....	20
图 40: 扫地机器人头部企业营收实现快速增长 (亿元) .....	20

图 41: 智慧睡眠系统行业发展的驱动力 .....	21
图 42: 麒盛科技发展历程 .....	22
图 43: 麒盛科技股权结构 .....	22
图 44: 麒盛科技营业总收入及增速 (亿元) .....	23
图 45: 麒盛科技归母净利润及增速 (亿元) .....	23
图 46: 麒盛科技智能电动床产销量概况 (万张) .....	24
图 47: 麒盛科技智能电动床历年产品均价 (元/张) .....	24
图 48: 麒盛科技历年产能及未来规划 (万张/年) .....	24
图 49: 麒盛科技毛利率及净利率走势 .....	25
图 50: 麒盛科技主要产品毛利率走势 .....	25
图 51: 麒盛科技营业总收入分布——按区域分 .....	25
图 52: 麒盛科技汇兑损益受汇率影响存在波动 (万元) .....	25
图 53: 麒盛科技主要费用率走势 .....	26
图 54: 麒盛科技主要财务指标 .....	26
图 55: 麒盛科技各销售模式概况 .....	26
图 56: 舒福德和索菲莉尔的产品矩阵 .....	27
图 57: 麒盛科技品牌矩阵 .....	27
图 58: 麒盛科技智能床功能不断迭代升级 .....	28
图 59: 智能传感器实时监测生命体征的工作原理 .....	28
图 60: 麒盛科技研发费用 (亿元) .....	29
图 61: 麒盛科技员工招聘岗位多为研发人员 .....	29
图 62: 麒盛科技在全球开展技术研发合作 .....	29
图 63: 麒盛科技数据健康管理服务流程图 .....	30
图 64: 麒盛科技智慧睡眠系统能够为用户提供睡眠报告 .....	30
图 65: 从“卖产品”逐步向“卖产品+提供服务”转型 .....	30
图 66: 公司人工成本方面具有相对优势 (元/月) .....	31
图 67: 公司年产 200 万张智能电动床所需员工人数 .....	31
图 68: 公司智能数字化工厂 (一期) .....	31
图 69: 公司拥有全球化的供应链体系 .....	32
图 70: 麒盛科技深耕北美市场, 正积极开拓欧洲市场 .....	32
图 71: 公司主要的合作客户均为相应市场的头部企业 .....	33
图 72: 2020 年美国市场 TOP15 寝具制造商销售额 (亿美元) .....	33
图 73: 公司 IPO 募投项目计划新增 270 家线下门店 .....	34
图 74: 公司积极布局线下渠道以提升消费者触及度 .....	34
图 75: 公司产品加入 HiLink 智能家居平台 .....	34
图 76: 公司与京东京造共同推出新产品 .....	34
图 77: 精装修渠道能够快速提升全屋智能渗透率 .....	35
图 78: 房企在精装修智能化的参与方中具备议价权 .....	35
图 79: 绿城生活全国布局 .....	35
图 80: 房地厂商出台楼盘智能化升级前装规划的比例 .....	35
图 81: 智能医院看护系统加速落地应用 .....	36
图 82: 智能电动床为智慧养老院核心组成部分之一 .....	36

图 83: 公司已投入 500 张智能电动床开启试点工作.....	36
图 84: 公司产品入选智慧健康养老产品及服务推广目录.....	36
图 85: 智慧睡眠系统或将替代穿戴式看护系统.....	36
图 86: 医用&家用心电监护仪价格多数在 2000 元以上.....	36
图 87: 公司营销活动多以展会为主.....	37
表 1: 麒盛科技管理层简介.....	23
表 2: 麒盛科技收入预测.....	38
表 3: 麒盛科技盈利预测.....	39
表 4: 可比公司估值.....	39

## 1. 智慧睡眠系统：智能时代下睡眠科学的产物

### 1.1 什么是智慧睡眠系统？

生活节奏不断加快，大众睡眠质量普遍降低，对睡眠健康愈加重视，因此消费者对具有辅助和改善睡眠功能的智能化产品需求显著增加。随着传感技术及 AI 智能算法的迭代升级，供给端也在不断推陈出新，推动市场不断向前发展。具体来看，根据是否可穿戴，智慧睡眠设备可分为两类：1) 可穿戴式设备，主要包括头戴式助眠仪、手环、助眠眼罩等，携带方便且使用方法简单，但在睡眠时舒适度不足；2) 非穿戴式设备，助眠仪、助眠枕头、智能床架/床板/床垫等产品通过内置的加速传感器和陀螺仪感应床的振动情况，以此记录使用者的入睡时间、浅度睡眠和深度睡眠情况等，并借助云端大数据分析睡眠数据，随即获取健康解决方案，通过听觉或触觉帮助使用者改善睡眠质量。

图 1：智能助眠设备分类



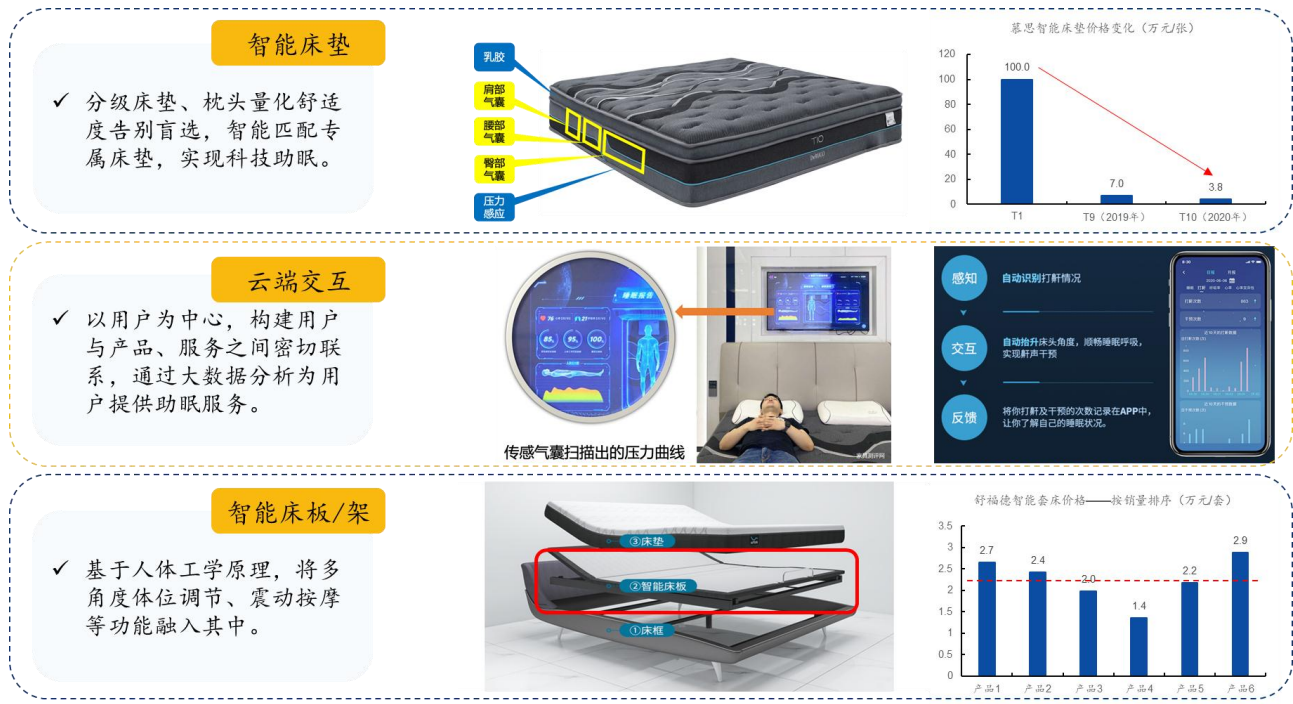
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

当前主要的智慧睡眠系统为“智能套床+云端交互”。助眠灯光仪、助眠眼罩、监测手环等产品功能单一，我们认为，智慧睡眠系统应定义为功能齐全、科技属性强、用户体验优良、能够实现人机交互的智能设备。目前，智能套床的舒适度和智能化程度领先其他产品，根据 SSB 和 TSI 等国际品牌头部企业产销情况预判，海外智能套床市场的渗透率呈加速提升态势，而国内市场处于初始导入期。

从智能套床的构成来划分，智慧睡眠系统主要分为两类：1) 智能床架/板+传统床垫，具有感应功能且可实现多角度调节的智能床板为系统核心，但床垫将其与使用者分隔，因此对智能床板的非接触式传感器技术要求较为严苛，掌握相关核心技术的企业具备一定的壁垒。消费者可根据自身睡眠习惯，适配软硬度不同的弹簧床垫或乳胶床垫；2) 传统床架/板+智能床垫，智能床垫中内置睡眠数据采集和分析系统，让床垫在用户睡眠中实时采集人体睡眠数据信息，并进行对比和分析，为用户提供科学的睡眠建议。此外，智能床垫能够自适应用户体征，自动调节床垫软硬度，以调整至用

户的最佳睡眠舒适度。

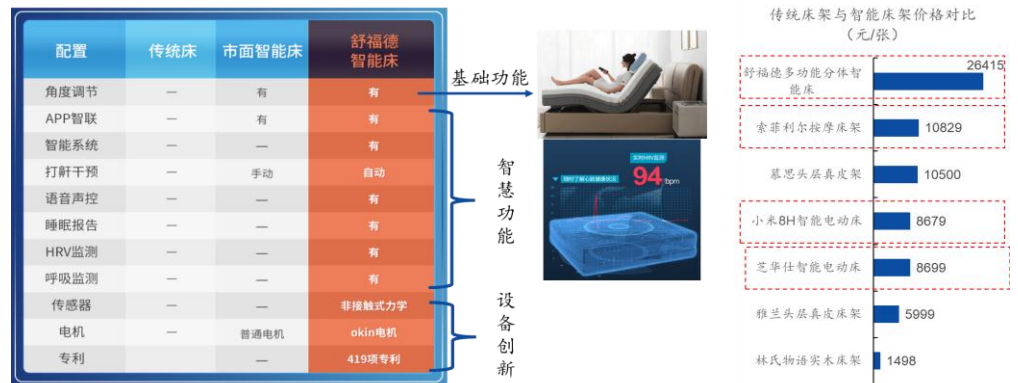
图 2：智慧睡眠系统中的智能套床构成



资料来源：京东，舒福德，慕思，网易新闻，国元证券研究

**智能 VS 传统：致力于睡眠健康创新，功能新颖多样。**以智能电动床为例，任意角度调节的功能（以麒盛科技旗下舒福德品牌产品为例，背部可上升至 60°，腿部最高上升至 30°），能够满足用户的多场景需求，即舒压、零重力、阅读、观影、打鼾、深睡等助眠模式。产品的高价值量在于，智慧睡眠系统能够通过内置的高灵敏度非接触式传感器，监测 HRV、心率、呼吸率、鼾声、微动、辗转、离床等生命体征数据，为用户做出健康走向的预测，提供睡眠质量报告和睡眠健康建议。部分设备带有温度和光线的感应器，能够记录睡眠时的温度、光线情况，反馈至云端 APP 供用户查看。与此同时，智慧睡眠系统节能环保，根据趣睡科技智能电动床产品数据，气囊工作时功率为 30-40W，非工作时功率仅为 2-4W，一天耗电量等同于一个节能灯泡。根据头部企业的产品推新频率，每一年均有多款新品上线，功能创新与突破的步伐加速。

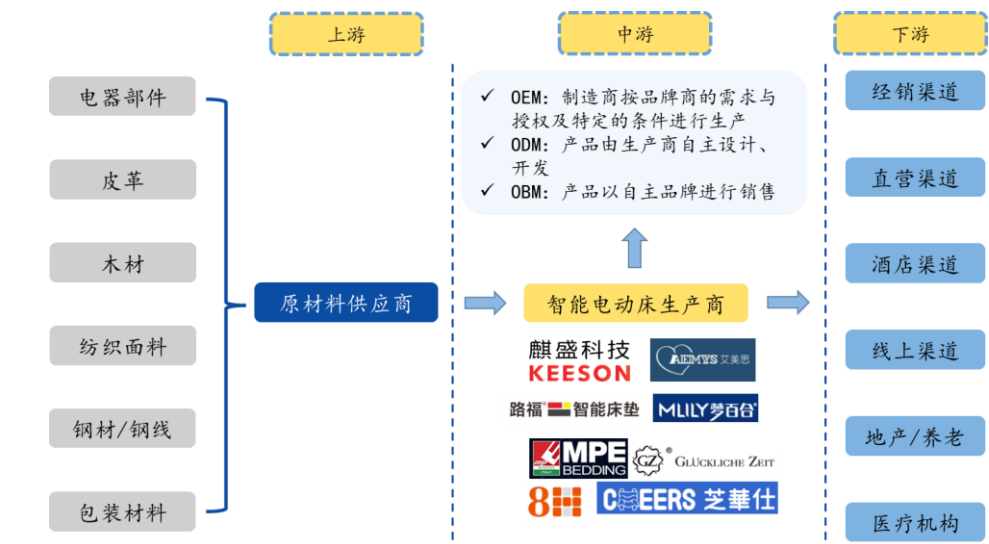
图 3：智能睡眠系统 VS 传统床（以智能床架/板为例）



资料来源：京东，舒福德，国元证券研究所

海外市场需求旺盛，国内制造企业以出口为主，且生产技术处于全球领先地位。智能电动床行业产业链上游包括电器部件、钢材、皮革等原材料，电器部件主要为线性驱动、主控盒和遥控器。中游为智能电动床生产环节，其中麒盛科技为全球产能规模最大的智能电动床制造企业之一（截止2020年底，产能为200万张/年）。由于海外市场需求旺盛，且国内市场尚未进入快速放量阶段，因此国内企业以出口为主，经营模式多为ODM。下游渠道主要通过家具专卖店、电商平台、大型商场等销售流通，境外市场的销售主要依靠大型床垫商、家居零售商进行销售。展望未来，制造端规模效应增强，产品价格愈加亲民，线上线下营销将增加消费者触及率，有望释放国内市场的潜在需求。

图 4：智能电动床产业链概况



资料来源：国元证券研究所



## 1.2 能够为消费者解决哪些痛点？

中国成年人失眠发生率近四成，多数国人睡眠质量处于亚健康状态。根据世界卫生组织和中国睡眠研究会数据，全球睡眠障碍率达 27%，中国成年人失眠发生率高达 38.2%，超 3 亿中国人有睡眠障碍。入睡困难与睡眠不足均会影响人的认知表现，削弱免疫系统，并且会导致患慢性疾病的概率增加。

图 5：全球睡眠障碍率达 27%

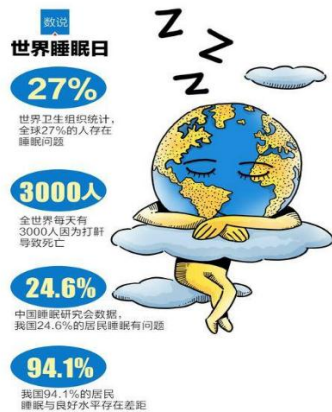
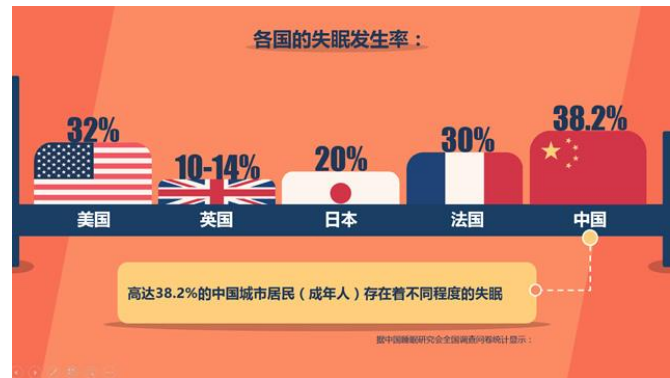


图 6：中国成年人失眠发生率近四成

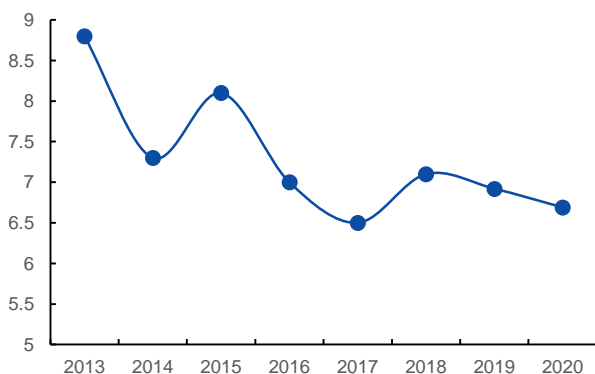


资料来源：世界卫生组织，中国睡眠研究会，国元证券研究所

资料来源：中国睡眠研究会，国元证券研究所

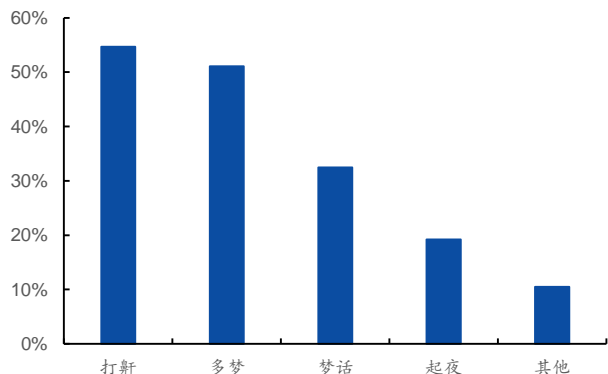
国民人均睡眠时间逐年减少，深度睡眠时长占比不足。人生约三分之一的时间在睡眠中度过，能否拥有充足睡眠是评判健康的重要指标之一。根据《2021 喜临门中国睡眠指数报告》和蜗牛睡眠数据，2020 年我国人均平均睡眠时长仅 6.7 小时，相较于 2013 年平均减少了 2.1 小时。其中，医护人员、外卖骑手、自媒体从业者平均睡眠时间仅为 3-6 小时，凌晨后入睡的人群数量增加。而深度睡眠时长比例决定了睡眠质量，2020 年我国达到深度睡眠的人群占比约为 24.9%，同比下滑 3.1pcts。此外，2020 年国人深度睡眠时长为 1.8 小时，占睡眠总时长的 26.7%，58.5% 的调查者认为自身睡眠不足。

图 7：2013-2020 年中国人均睡眠时长（小时）



资料来源：《2021 喜临门中国睡眠指数报告》，国元证券研究所

图 8：影响国人睡眠质量的主要因素

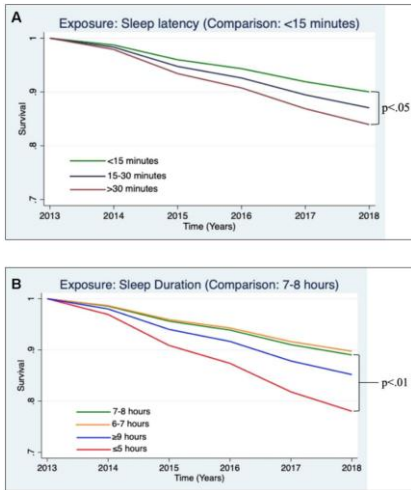


资料来源：蜗牛睡眠《2021 中国人的睡眠白皮书》，国元证券研究所

**睡眠问题将增加疾病发病概率。**根据哈佛大学研究，通常需要 30 分钟或者更长时间

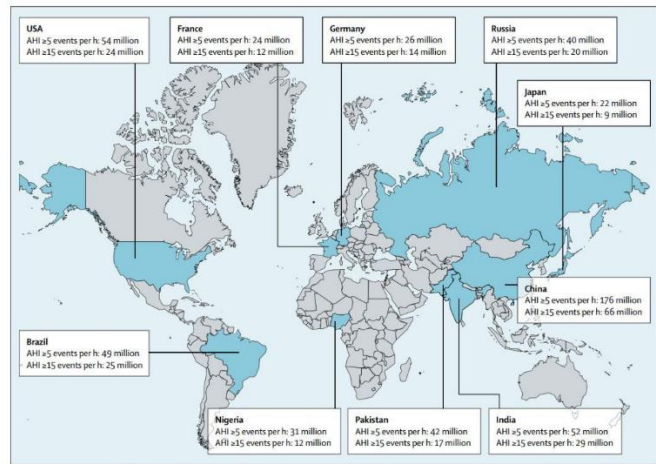
才能入睡的人，患痴呆症的风险将增加 45%；每天睡眠时间少于 5 小时，患痴呆症风险增加了 1 倍。睡醒后低警觉性、经常打盹、睡眠质量差、每晚睡眠少于 5 小时均与全因死亡率有关。具体来看，常见的阻塞性睡眠呼吸暂停症 (OSA) 为慢性疾病，全球发病率较高，根据 Lewis.R.Kline 研究，全球 30-69 岁人群中约有 9.36 亿轻至重度 OSA 患者，其中 4.25 亿为中度至重度 OSA 患者。该症患者存在睡眠中猝死的危险，但智慧睡眠系统能够通过物理调节干预打鼾，进而有效降低猝死的风险。

图 9：睡眠障碍和睡眠缺乏与痴呆症之间存在密切联系



资料来源：《Examining sleep deficiency and disturbance and their risk for incident dementia and all-cause mortality in older adults across 5 years in the United States》，国元证券研究所

图 10：全球 OSA 患者为 9.36 亿人，中国 1.76 亿人



资料来源：《Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea: a literature-based analysis》，国元证券研究所  
注：样本人群年龄为 30-69 岁

智慧睡眠系统能够满足对不同年龄段、不同人群、不同生活场景及不同的睡眠需求。从共有的功能来看，智慧睡眠系统核心的功能为震动按摩、打鼾干预（出现打鼾情况床头会自动调高 7°）、左右分区（两侧可实现用户记忆）、一键助眠、自适应调节（根据睡姿随时调整软硬以保护脊椎），并且基于与医疗机构的合作研发，能够对人体实时检测、诊断疾病。此外，当用户需要起床时，智慧睡眠系统在闹铃前 5-10 分钟通过气囊的起伏柔性唤醒用户，避免因频繁被闹铃惊醒而影响身体健康。从不同人群的需求来看，智慧睡眠系统可对中老年人进行疾病监测，家人、医生、社区能够随时跟踪其身体健康数据。由于中老年人起夜频率较高，若使用者离床时间过长，系统将自动发送预警通知至关联终端。针对孕妈/宝妈的护理需求，通过语音控制或一键操控切换至护理模式，便于用户起身和哺乳。此外，智慧睡眠系统配备了震动按摩、零压力模式、观影模式等功能，为高压人群、商务人群、普通用户打造出睡眠娱乐新场景。整体来看，在消费升级和技术革新的背景下，不断衍生出个性化、差异化的用户需求，我们认为智慧睡眠系统的功能升级发展之路仍在继续。

图 11：智慧睡眠系统功能全景图

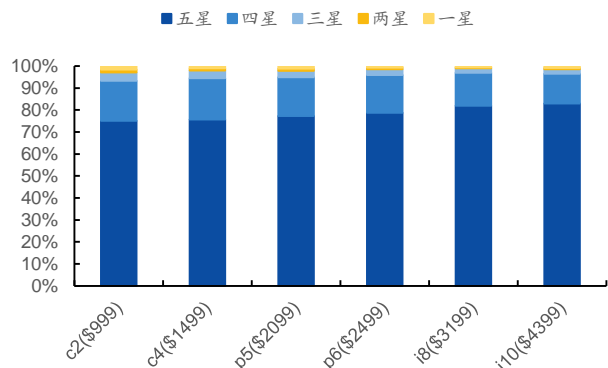
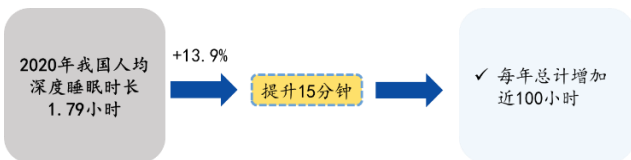


资料来源：8H，索菲莉尔，舒福德，慕思股份，Sleep number，公开资料整理，国元证券研究所

长期使用智慧睡眠系统，能够有效增加用户深度睡眠时长。根据美国斯坦福大学研究，深度睡眠在睡眠总时长中的占比每减少5%，中老年人的早亡率增加13%-17%。智慧睡眠系统通过一键助眠、自适应调节等功能，能够有效改善用户睡眠健康。根据海外智能床垫龙头企业 Sleep Number 的研究数据，通过对超 2500 万次睡眠记录的分析表明，经常使用 360 度智能床功能和 Sleep IQ 技术的睡眠者每晚可以将深度睡眠时间提高 15 分钟（以人均深度睡眠市场 1.79 小时为基准，可增加 13.9% 的深睡时长），每年总计近 100 小时。

图 12：智慧睡眠系统能增加深度睡眠时长

图 13：Sleep number 主要产品的用户评价



资料来源：Sleep number 官网，《2021 喜临门中国睡眠指数报告》，国元证券研究所

资料来源：Sleep number 官网，国元证券研究所

“数字助老，智慧养老”趋势渐显，智慧睡眠系统助力睡眠健康。根据国家统计局数据，我国60岁以上的人口占比为18.1%，随着我国逐步进入人口老龄化社会，空巢、独居老人增多，“可穿戴医疗设备+智慧睡眠系统”能够远程实时监控老人生理指标，并在需要紧急抢救时迅速反应，从而降低疾病突发导致的生命安全风险。以血压监测为例，目前中国设定的高血压上下限均基于群体平均水平，对患者的持续跟踪有助于确定个性化基线，提高诊疗准确性。随着睡眠数据和人体数据的积累，以及算法的进步，心梗、脑梗等疾病能够被智慧睡眠系统提前预测，能够通过医学的提前干预，大幅减少疾病带来的医疗费用和死亡概率。因此，智慧睡眠系统除了能够提升睡眠质量之外，还具备医疗属性，作为智能养老监护平台的核心一环，将受益于养老市场的快速发展。

图 14：我国 60 岁以上的人口占比

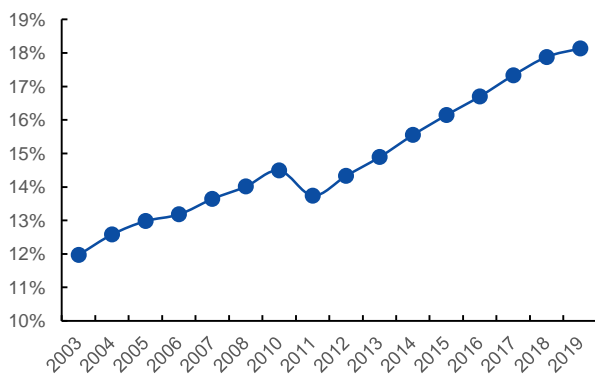
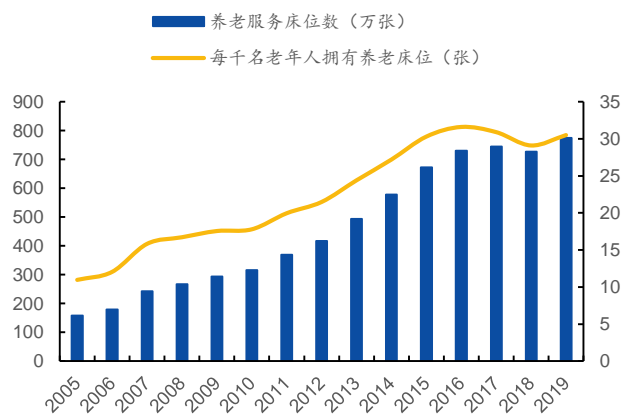


图 15：我国养老服务床位呈逐年增长态势



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

娱乐休闲功能愈加丰富，消费者青睐度或提升。智慧睡眠系统涵盖了瑜伽、睡前舒展、SPA 按摩等娱乐休闲功能，消费者可以根据需求选购不同型号的产品，附加功能越多的产品价值量越高。根据舒福德产品介绍，第一代智能能床仅支持头脚升降调节，后续的四代产品依次增加了心率/呼吸检测、打鼾干预、疾病预警等功能，在第五代增新增了震动按摩、舒展拉伸等休闲功能，我们预计未来智慧睡眠系统的娱乐休闲功能将成为产品核心卖点之一。

图 16: 智慧睡眠系统的常用功能



资料来源: Sleep number, 舒福德, 索菲莉尔, 国元证券研究所

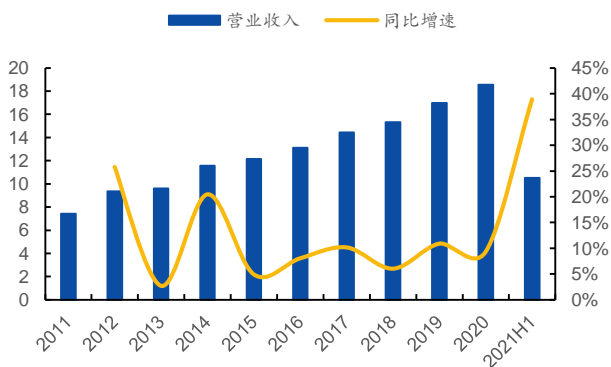
## 2. 发展现状: 海外市场方兴未艾, 国内市场蓄势待发

### 2.1 横向看 Sleep number 发展历程, 研发创新和渠道拓展缺一不可

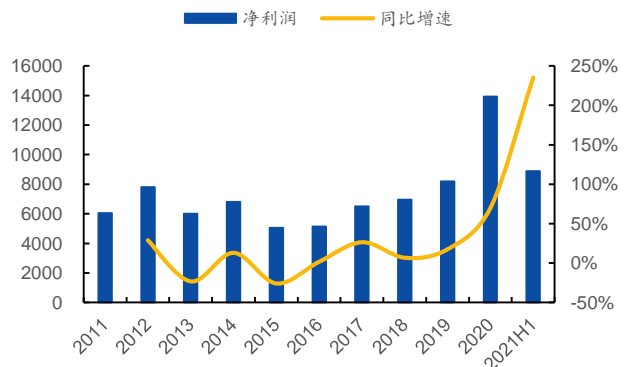
Sleep number 为美国智能床垫龙头企业, 近 10 年营收规模稳健增长, 受渠道费用影响致净利润存在波动。根据公司公告, 2011-2020 年公司营收从 7.43 亿美元增长至 18.57 亿美元, CAGR 为 10.71%, 其中 2020 年疫情冲击下, 公司增长势头不减, 营收同比增长 9.32%; 利润方面, 净利润从 2011 年的 0.60 亿美元增长至 2020 年的 1.39 亿美元, CAGR 达 9.78%。据 Furniture Today 和 ISPA 数据, 2019 年 Sleep Number 出货额在美国床垫行业市占率为 8.1%, 多年维持行业第五的市场地位。

图 17: Sleep Number 营收及增速 (亿美元)

图 18: Sleep Number 净利润及增速 (万美元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

全球第一款智能床应运而生, Sleep IQ 技术成为公司核心壁垒。2014 年, 公司在国

际消费电子展上推出世界上第一款智能床 Sleep number x12，搭载了与 BAM 公司共同合作开发的 Sleep IQ 技术。该技术通过非接触式生物识别传感器，通过上亿个生物识别电，对用户个人呼吸、心率进行实时追踪，进而了解睡眠状态、深度睡眠市场等，通过云端数据平台向用户提出睡眠建议，以改善睡眠质量。

图 19：世界第一款智能床 Sleep number x12



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 20：产品搭载 Sleep IQ 技术为用户提供睡眠报告



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 21：Sleep number 产品设计简洁且价格带层次分明

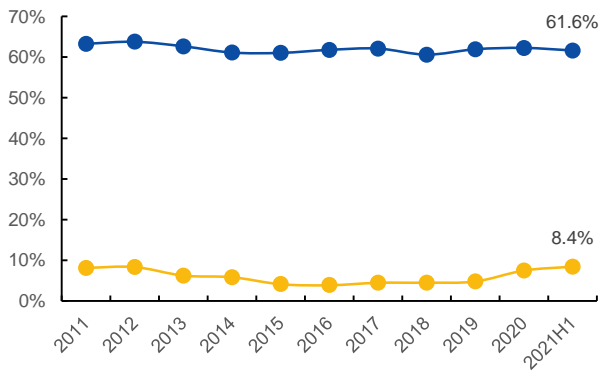


资料来源：公司官网，国元证券研究所

毛利率维持高位，较高的销售费用率致净利率中枢维持在 8%。毛利率方面，由于产品定位高端，且以直营为主，近 10 年公司毛利率维持在 60% 以上。此外，受销售费用率（2020 年为 41.5%）影响，净利率始终在 5%-10% 之间波动。

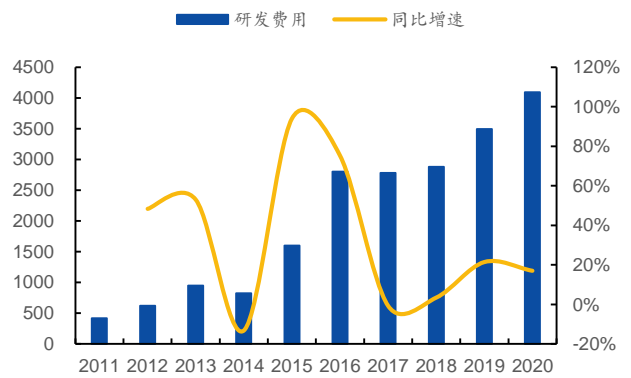
Sleep number 在产品创新上持续投入，研发费用整体呈稳步上升态势。公司针对床垫及配套产品的研发创新工作，成立了睡眠数字科学顾问委员会，由专业医生和科研人员组成。根据公司年报，2011-2020 年公司研发费用从 418 万美元增长至 4091 万美元，CAGR 高达 28.85%。在 2014 年公司深耕智能床垫赛道后，公司研发费用大幅增长，以支撑产品持续创新升级。从研发成果来看，针对年轻消费者、儿童推出了差异化产品，且率先开发左右分区、足部加热、智能按摩等功能。

图 22: Sleep number 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 23: Sleep number 研发费用及增速 (万美元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 24: 2017 年推出的 Sleep number 360 具有足部加热和左右分区等功能



资料来源: CES, Sleep number, 国元证券研究所

坚持线下门店自营, 以增加消费者对产品的触及度。在渠道拓展方面, 公司以深耕大店模式为主, 经过综合考虑门店位置、人流量、销售表现等因素确定门店开拓计划, 通常布局约 200 平米的大型门店, 以展示全系列 Sleep Number 床垫及配套产品, 提升客户体验感。截止 2020 年底, 公司在美国市场已拥有 610 家线下门店。

图 25: Sleep number 采取深耕大店模式



资料来源: Sleep number 官网, 国元证券研究所

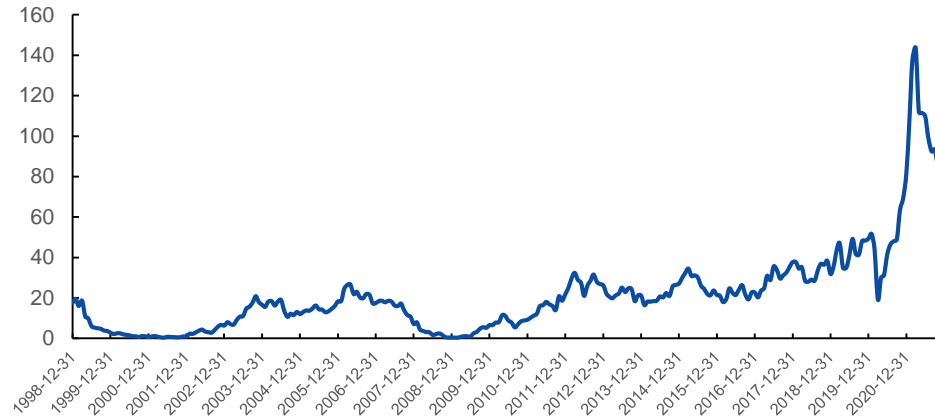
图 26: Sleep number 门店分布 (610 家门店)



资料来源: Sleep number 官网, 国元证券研究所

根据 Wind 数据，我们以 2000 年 5 月 18 日至 2021 年 10 月 19 日为统计区间，自 2000 年以来，美股纳指已持续演绎近 20 余年牛市行情。其中，纳指累计上涨 5.88 倍，同期 Sleep Number 股价累计上涨 272 倍。作为全球智能床垫的先发者，Sleep number 的经营路径、研发创新和渠道模式值得国内企业借鉴。

图 27：以 2000 年 5 月为起点，Sleep number 股价 20 年累计上涨 272 倍



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2.2 物联网+消费升级+健康经济，智慧睡眠系统大有可为

### 2.2.1 智能家居“东风”已至，为智慧睡眠提供发展的沃土

智能家居“东风”已至，为智慧睡眠提供了沃土。经过了互联网时代、移动互联网时代的技术发展，在 5G、AI 等革新技术的推动下，智能家居产业借助物联网时代的“东风”乘势而上，以场景为中心的全套智能家居解决方案兴起。我们从远期视角看行业的发展，“单品终端-多品互联-主动智能互联”的发展路径清晰，未来智能家居设备将以大数据、人工智能、机器学习等技术为基础，主动构建用户画像、理解用户行为、迭代优化功能，以提升用户体验感，最终实现“全屋智能”。我们认为，创新型家电企业、智能硬件厂商、互联网公司、通信运营商等主要参与者，纷纷加码布局智能家居，供给端的持续推广，能够加大消费者教育的受众面积，有利于行业市场规模迅速扩容。

核心技术进步，电子器件成本中枢下移，为智能家居大面积推广创造了基础条件。硬件方面，芯片算力升级、传感器功能增强叠加成本下移、通讯技术创新应用为智能家居发展提供技术基础；软件方面，人工智能、深度学习催生出新型 IoT 系统和智能家居 OS，为万物互联提供支撑。



图 28：物联网时代下的智能家居将进入主动智能阶段



资料来源：亿欧，国元证券研究所

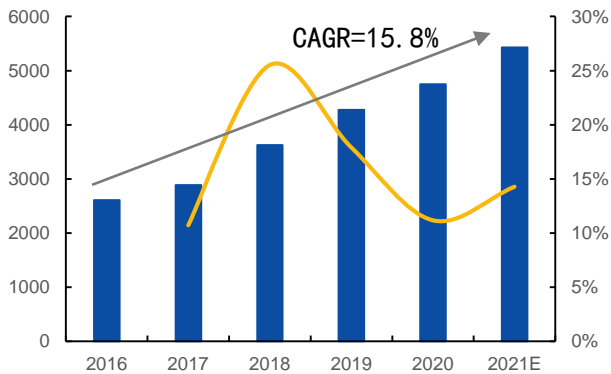
图 29：驱动智能家居市场高速发展的因素



资料来源：国元证券研究所

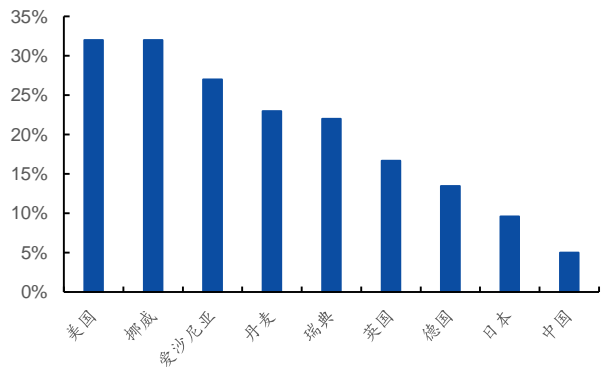
我国智能家居渗透率低、增速快，潜在需求空间广阔。根据亿欧、CSHIA 和 Statista 数据，2020 年我国智能家居市场规模约为 4749 亿元，市场规模仅次于美国；根据 Statista 数据，美国市场的渗透率为 32%，为我国的 6 倍。目前中国智能家居市场仅处于导入期，品牌化、专业化和规模化企业的市场推广提速，下游潜在需求逐步释放，智能家居未来发展空间广阔。从市场发展现状来看，中产阶级年轻化、精装修政策的推行、家居消费观从“置家”升级为“质家”的转变，也正为智能家居在 2C 与 2B 端打开成长空间。

图 30：中国智能家居市场规模及增速（亿元）



资料来源：亿欧，CSHIA，国元证券研究所

图 31：我国智能家居渗透率提升空间广阔

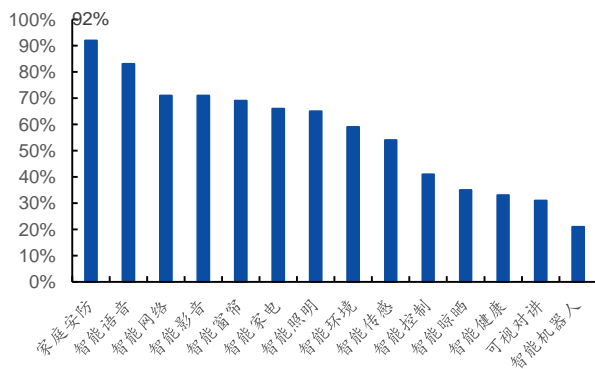


资料来源：Statista，艾媒咨询，立鼎产业研究院，国元证券研究所

从产品的市场份额来看，目前家庭安防（刚需场景）、智能照明（替换成本低）、智能家电（市场规模大）、影音娱乐占据先机。其中，智能安防作为用户生活中的“刚需”产品，供给端技术不断突破、规模化生产致产品单价降低，下游终端接受度和渗透率不断提升，因此成为智能家居中最常见和亮眼的应用场景。使用频次高、安全属性强的产品受到消费者热捧，美的、海尔、海康威视、小米等头部企业通过各渠道大面积推广，共同促进了部分智能产品的蓬勃发展。

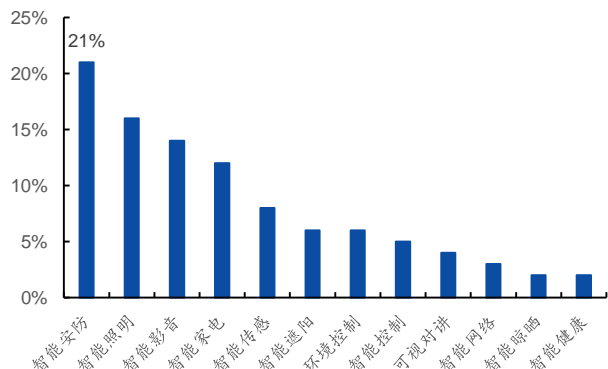
技术创新、规模化生产、企业大面积市场推广，是细分品类能够快速成长的核心要素。由于技术路线、产品形态和单位成本的限制，导致用户部分痛点性需求尚未被激发，因此市场产品难以被当下空间智能化系统满足，智能床垫、智能控制等相对传统家居产品价格较高的产品暂未被大面积推广。

图 32：智能家居各细分品类的用户需求度



资料来源：CSHIA，国元证券研究所

图 33：智能家居产业链供应设备占比



资料来源：CSHIA，国元证券研究所

“懒人经济”迅速崛起，“养生经济”或推动智慧睡眠系统加速渗透。根据天猫《2020下沉市场智能家居消费洞察》，三线以下的中国家庭正在加速“智能进化”，下沉市场的消费者人均至少花费 2000 元购买智能家居产品，性价比高的智能小件更受青睐，电子锁、智能取暖器、安防摄像头销量排名全品类前三。此外，“懒人经济”兴起，智能洗碗机、扫地机器人等“解放双手”的智能家电销量增幅显著。根据京东数据，

618 期间扫地机器人成交额超 20Q2 总和，科沃斯 N9+ 系列 1-18 日成交额超 2020 年全年，天猫和苏宁渠道的销售表现同样亮眼。我们认为，智慧睡眠系统多集中于电商平台进行销售，借鉴美国智能睡眠系统的发展，消费者线下接触度的提升有助于其加深对产品的认知，终端需求有望快速爆发。

图 34：潜在的高增速细分品类有望迎来爆发

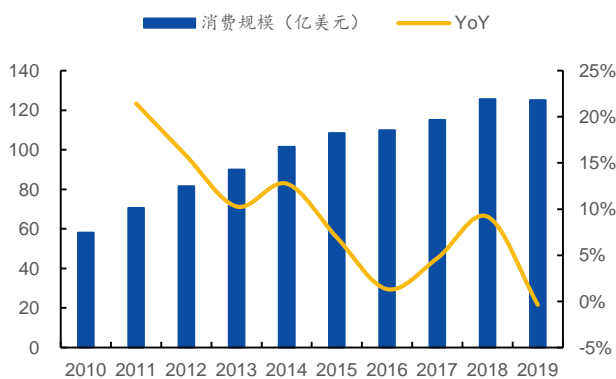


资料来源：CSHIA，国元证券研究所

### 2.2.2 国内市场目前尚处导入期，渗透率提升空间广阔

智能电动床率先出现在欧美市场，中国市场起步较晚且目前处于导入期。根据 Statista 和 ISPA 数据，2019 年美国地区固定床的销量为 1844.3 万张，其中智能电动床销量为 312.8 万张，渗透率为 14.5%。目前国内每年的床垫出货量为 6000 万张左右，整床出货量为 4500 万张，智能电动床渗透率较低。根据量本利的经济学原理，随着用户规模的增长，智能床的生产和维护成本会下降，有利于普及率的提升。通过对上下游的交叉验证，我们认为智能电动床尚处于导入期，在消费升级和健康意识增强的背景下，渠道扩张和下沉将提升消费者的认知度，生产规模化将降低产品均价，行业渗透率或将进入加速提升阶段。

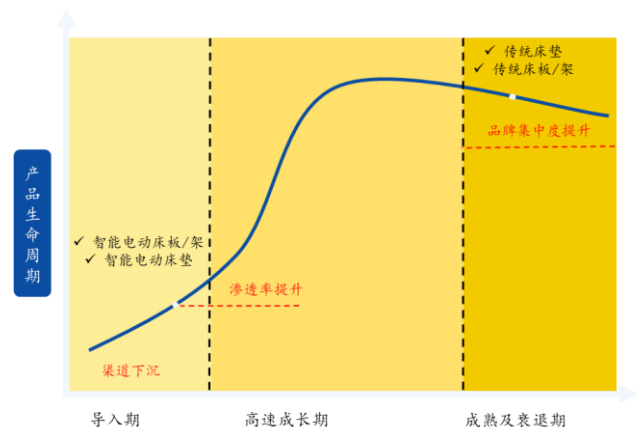
图 35：中国睡眠系统市场规模



资料来源：CSIL，国元证券研究所

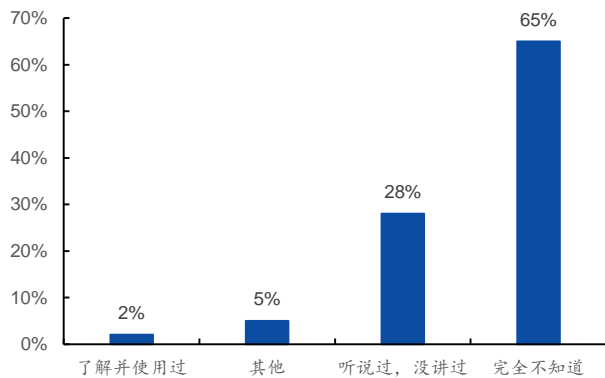
注：睡眠系统包括床架、床板、床垫，以床垫的 1.5X 计算整体市场规模

图 36：中国智慧睡眠系统正处于导入期



资料来源：国元证券研究所

图 37: 国内消费者对智能电动床认知度低



资料来源: 南都家居研究院, 国元证券研究所

图 38: 智慧睡眠系统的价格下降空间较大



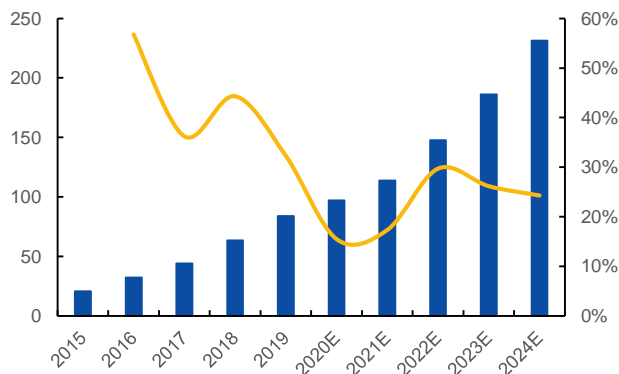
资料来源: SSB, 京东, 麒盛科技, 国元证券研究所

借鉴扫地机器人的行业发展历史, 我们认为革命性的技术创新、应用技术的降本提效是促进行业快速发展的重要原因。根据国家统计局以及住建部、欧睿的数据, 中国扫地机器人市场规模从 2015 年的 20.6 亿元增长至 2019 年的 84 亿元, 预计 2020 年将达到 86.2 亿元, 2024 年将达到 231.4 亿元。年轻群体为扫地机器人产品的主力消费群体, 据智研咨询数据, 21-30 岁群体占比 42.33%, 31-40 岁群体占比为 34.95%。

自 2001 年 Electrolux 发布第一款量产扫地机器人 Trilobite 以来, 扫地机器人行业已有 20 余年的发展历史。科沃斯于 2013 年推出中国首款 LDS Slam 扫地机器人, 标志着扫地机器人进入了中国市场。随后几年, iRobot 继续对其全局规划类产品进行升级, 同时小米和石头科技在 2016 年合作推出了性价比较高的米家扫地机器人, 大幅提升了清扫效率, 使得全局规划类产品成为中国扫地机器人市场的主流产品。

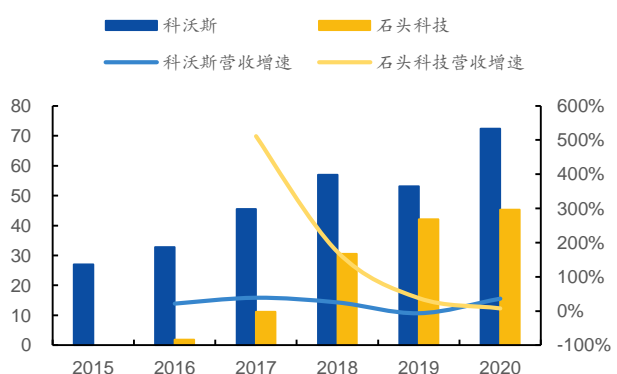
2018 年, 科沃斯和 iRobot 推出能够自动集尘的扫地机器人, 添加了语音控制功能。同年, 科沃斯推出了 2000 元以下的 vSlam 和 LDS Slam 产品, 全局规划类收入占比由 3% 提升至 30%。2019 年, 云鲸推出了可自动洗拖布的扫地机器人。在消费升级、5G 时代、家电智能化自动化等背景下, 国内扫地机器人行业市场增量空间广阔。

图 39: 中国扫地机器人市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 欧睿, 国元证券研究所

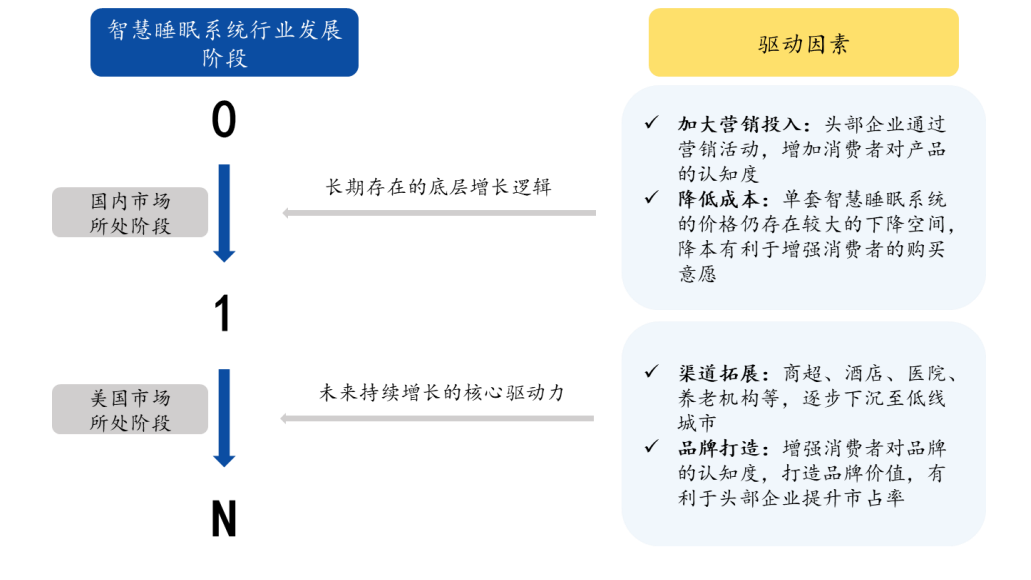
图 40: 扫地机器人头部企业营收实现快速增长 (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

我们参考电动车、扫地机器人、垃圾处理器、洗碗机，内循环时代大潮袭来，出口转内销渐成趋势，中国智造在供给端的技术积累为终端需求提供了基础。通过横向对比智慧睡眠系统企业的功能创新进展，SPA 按摩、生命体征监测、疾病监测等创新技术逐步应用于新上市产品产品实用性与便捷性得到提升。展望未来，目前国内龙头企业技术储备丰富，新品迭代节奏稳健，行业受技术创新驱动，有望步入量、价齐升的高景气时期，未来渗透率提升确定性较强，我们对全球市场的长期发展保持乐观。

图 41：智慧睡眠系统行业发展的驱动力



资料来源：国元证券研究所

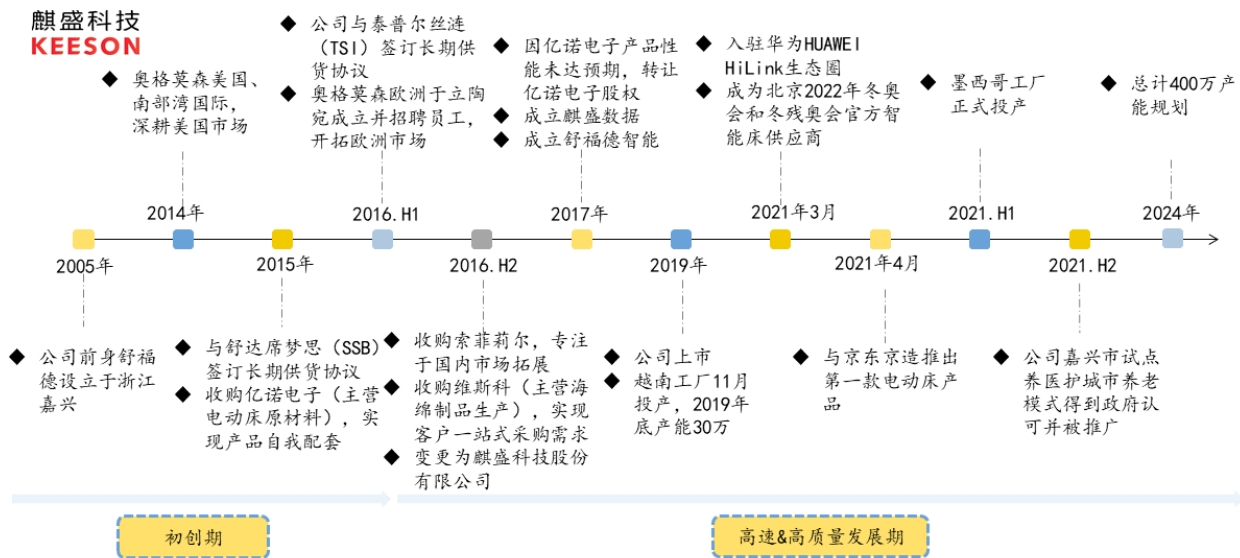
### 3. 麒盛科技：创新驱动，睡眠健康大数据智造龙头

#### 3.1 公司概况：全球智能电动床龙头，智慧睡眠系统先行者

全球最大的智能电动床制造商之一。麒盛科技股份有限公司创立于 2005 年，总部位于浙江嘉兴，主要从事智能电动床及配套产品的研发、设计、生产和销售，并致力于健康睡眠智能技术与大数据应用。2014 年全资收购美国床品经销商巨头公司 Ergomotion 和 South bay，使得公司成为集研发、制造、销售和售后服务为一体的综合性跨国公司。根据对公司公告的数据测算，2020 年公司智能电动床年销量达 112 万张，其在美国智能电动床市场的市占率近三分之一。

专注技术研发与创新，赞助奥运并携手电商平台，开启发展新征程。截至 2020 年，公司已拥有的主要专利共 499 项（其中 100 项发明专利）、软件著作权 14 项。2016 年 4 月，浙江省科学技术厅、浙江省发展和改革委员会、浙江省经济和信息化委员会认定公司的“浙江舒福德电动床研究院”为“省级企业研究院”。2021 年 3 月 12 日，公司成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方智能床供应商；3 月 17 日入驻华为 HUAWEI HiLink 生态圈；4 月中旬，携手京东造推出双方合作后的第一款智能电动床产品。

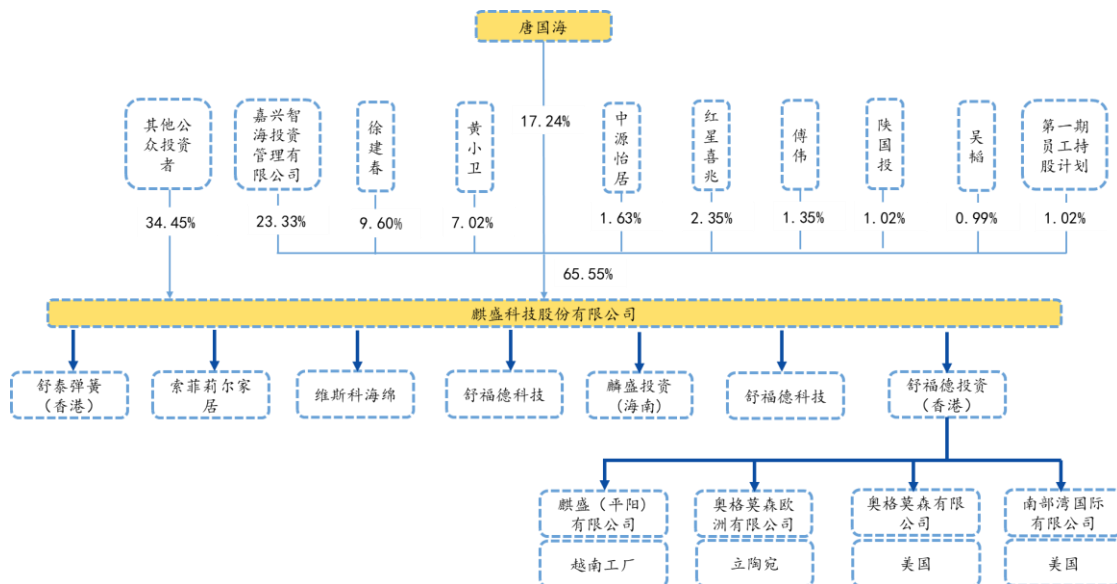
图 42: 麒盛科技发展历程



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

公司实际控制人为董事长唐国海, 持股比例为 30.58%。2018 年 2 月公司完成了超 2 亿元战略融资, 投资方为红星美凯龙、居然之家和欧派家居等。截止 2021Q3, 居然之家和红星喜兆各持股 1.63%和 2.35%, 传统头部家居零售企业入股有利于公司国内销售渠道的拓展布局。公司管理层具有丰富的智能电动床制造、营销和管理经验, 并且始终坚持自主研发, 利于麒盛的技术创新与长远发展。

图 43: 麒盛科技股权结构



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

注: 持股比例为 2021Q3 数据

表 1：麒盛科技管理层简介

姓名	职位	工作经验	持股比例
唐国海	董事长	1997 年至 2002 年，任嘉兴自立汽车车型研制开发有限公司副董事长；2000 年至 2012 年，任嘉兴精良工贸有限公司执行董事；2003 年至 2009 年，历任礼恩派（嘉兴）有限公司经理、国际机械部中国区总裁；2010 年至 2015 年，任嘉兴礼海电气科技有限公司副董事长、总经理；2002 年 6 月至今，历任瑞海机械董事长、执行董事、经理；2008 年 6 月至今，历任维斯科董事长、执行董事、经理；2011 年至 2016 年，任舒福德有限执行董事；2016 年 12 月至今，任麒盛科技董事长。	30.58%
黄小卫	总经理	2003 年至 2009 年，历任礼恩派（嘉兴）有限公司技术总监，总经理；2010 年至 2014 年，任锐迈机械科技（吴江）有限公司董事长；2015 年至 2016 年，任嘉兴蔚晨商贸有限公司执行董事，经理；2014 年至 2016 年，任嘉兴市舒福德电动床有限公司总经理；2016 年 12 月至今，任公司董事，总经理。	11.16%
龙潭	副总经理，生产部总监	2005 年至 2007 年，任惠州市华阳集团股份有限公司 PMC 经理；2007 年至 2011 年，任敏华控股有限公司物控总监；2011 年至 2016 年，任嘉兴市舒福德电动床有限生产部总监；2016 年 12 月至今，任公司副总经理，生产部总监。	0.45%

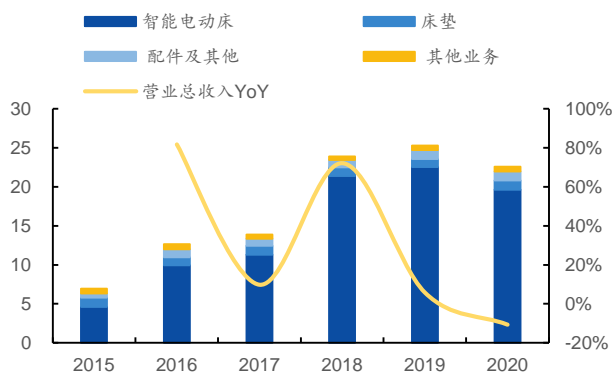
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：持股比例为 2021Q3 数据

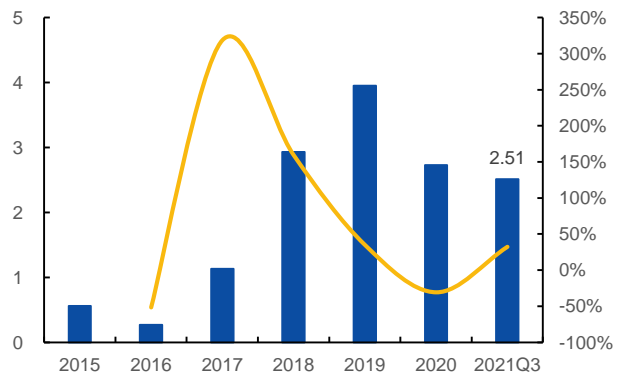
**IPO 募投产能稳步释放，推动业绩高速增长。**2015 年至 2020 年，公司营业收入由 6.96 亿元增长至 23.91 亿元，年均复合增长率为 28.00%。其中，2018 年公司智能电动床产能同比增长 87.5%至 117 万张，产品均价同比提升 1.4%至 1868 元/张，量价共同推动公司营收实现大幅增长。其中 2020 年受疫情影响，海外疫情爆发蔓延，海外家居市场消费出现滞后现象，公司部分客户暂缓订单，导致营收下滑 10.7%。2017-2020 年公司实现归母净利润分别为 1.13/2.93/3.95/2.73 亿元，21Q3 单季度实现归母净利润 1.17 亿元，同比增长 88.8%。

图 44：麒盛科技营业总收入及增速（亿元）

图 45：麒盛科技归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所



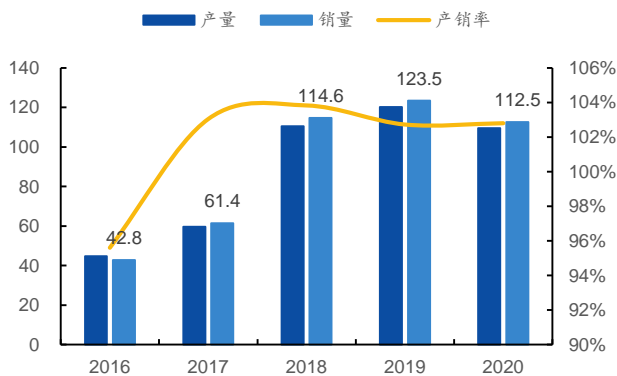
资料来源：Wind，国元证券研究所

**智能电动床业务合计占比总营收接近九成。**2017-2020 年智能电动床业务营收占比总营收为 78.6%/81.5%/89.6%/89.2%/86.8%，智能电动床的销量由 42.8 万张增长至 114.6 万张，年均复合增长率为 63.65%。公司电动床产品均价呈递减态势，主要

系受下游客户需求的影响，公司产品结构由 330S 系列产品向单价更低的 40+S 系列产品进行调整，致公司产品平均单价下降。

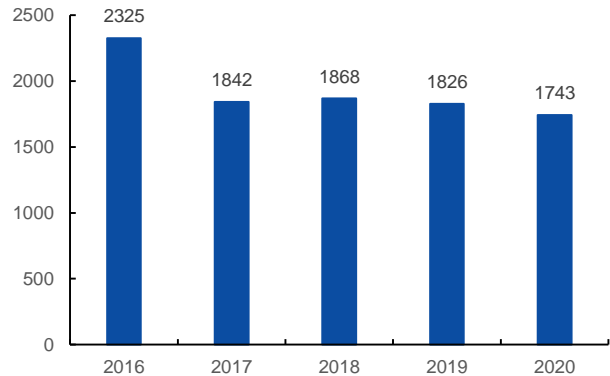
**2016-2024E 公司产能 CAGR 为 26.9%。**根据公司公告，投资 4.5 亿元的智能工厂（二期）已竞得该项目的国有土地使用权，预计于 2021 年底正式开工建设，预计 2024 年初投入使用，届时公司将新增 200 万张/年，浙江本部合计产能将达 400 万张/年。

图 46：麒盛科技智能电动床产销量概况（万张）



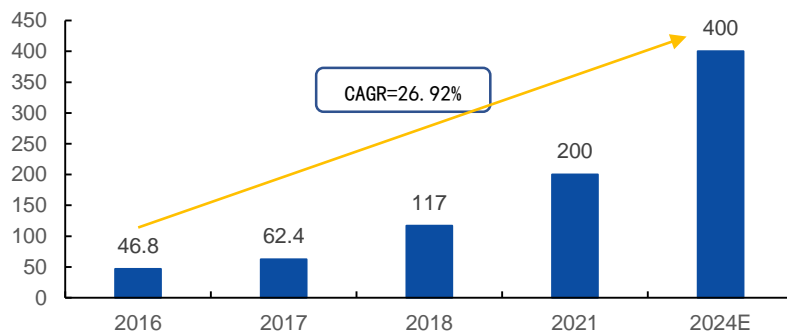
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 47：麒盛科技智能电动床历年产品均价（元/张）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 48：麒盛科技历年产能及未来规划（万张/年）



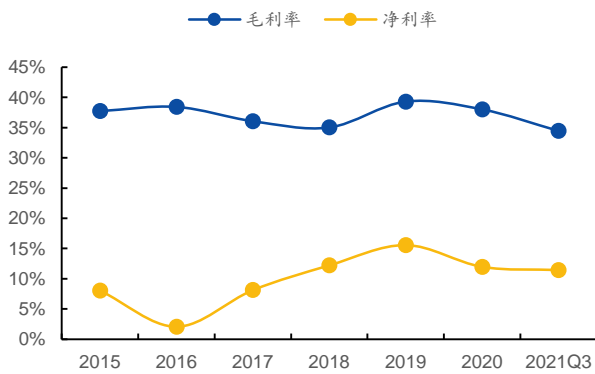
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2024 年产能仅考虑浙江本部

**公司整体盈利能力稳定，2015-2021Q3 毛利率/净利率均值为 37.0%/9.9%。**受公司产品结构调整、原材料价格变化的影响，公司毛利率存在波动，但整体盈利能力表现平稳。此外，由于公司产品以出口为主，主要客户舒达席梦思和泰普尔丝连位于美国市场，因此产品单价受汇率影响存在波动，即美元兑人民币汇率的上升带动以美元计价的智能电动床折算的人民币价格上升。

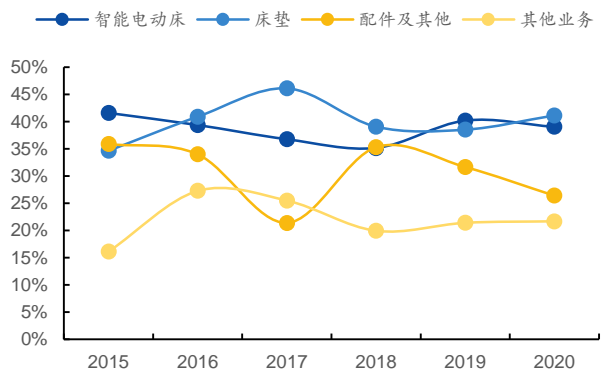


图 49：麒盛科技毛利率及净利率走势



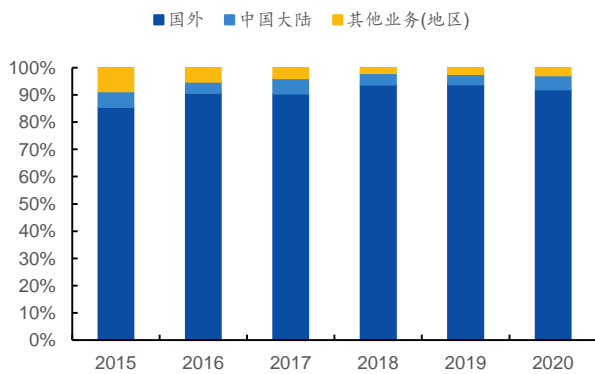
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 50：麒盛科技主要产品毛利率走势



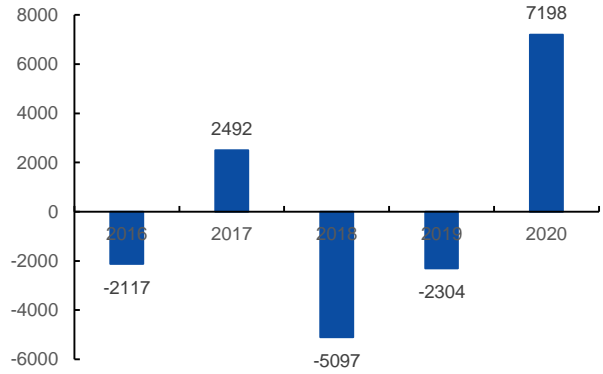
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 51：麒盛科技营业总收入分布——按区域分



资料来源：Wind，国元证券研究所

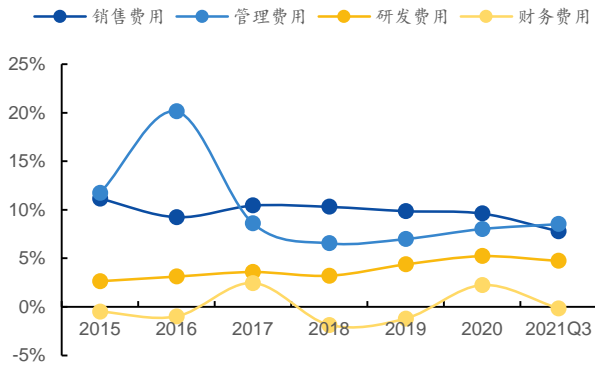
图 52：麒盛科技汇兑损益受汇率影响存在波动（万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

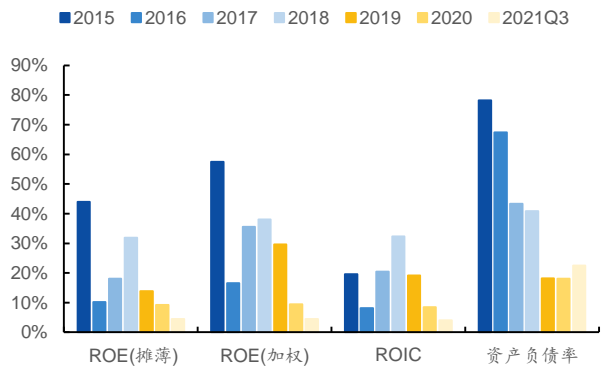
**费用率方面**，近 5 年公司销售费用率中枢为 10%，主要费用为参展费、核心客户续约产生的返利费用，我们认为公司后续加大国内市场的开拓将增加营销费用的投入，有利于在国内市场的渗透率加速提升阶段分享行业红利。此外，研发费用由 2015 年的 0.18 亿元升至 2020 年 1.18 亿元，CAGR 为 45.65%，公司持续加码智慧睡眠数据监测、分析、应用的技术创新，长期来看能够实现“技术创新-产品升级-数据积累-平台搭建-多模式盈利”的飞轮效应。

图 53：麒盛科技主要费用率走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

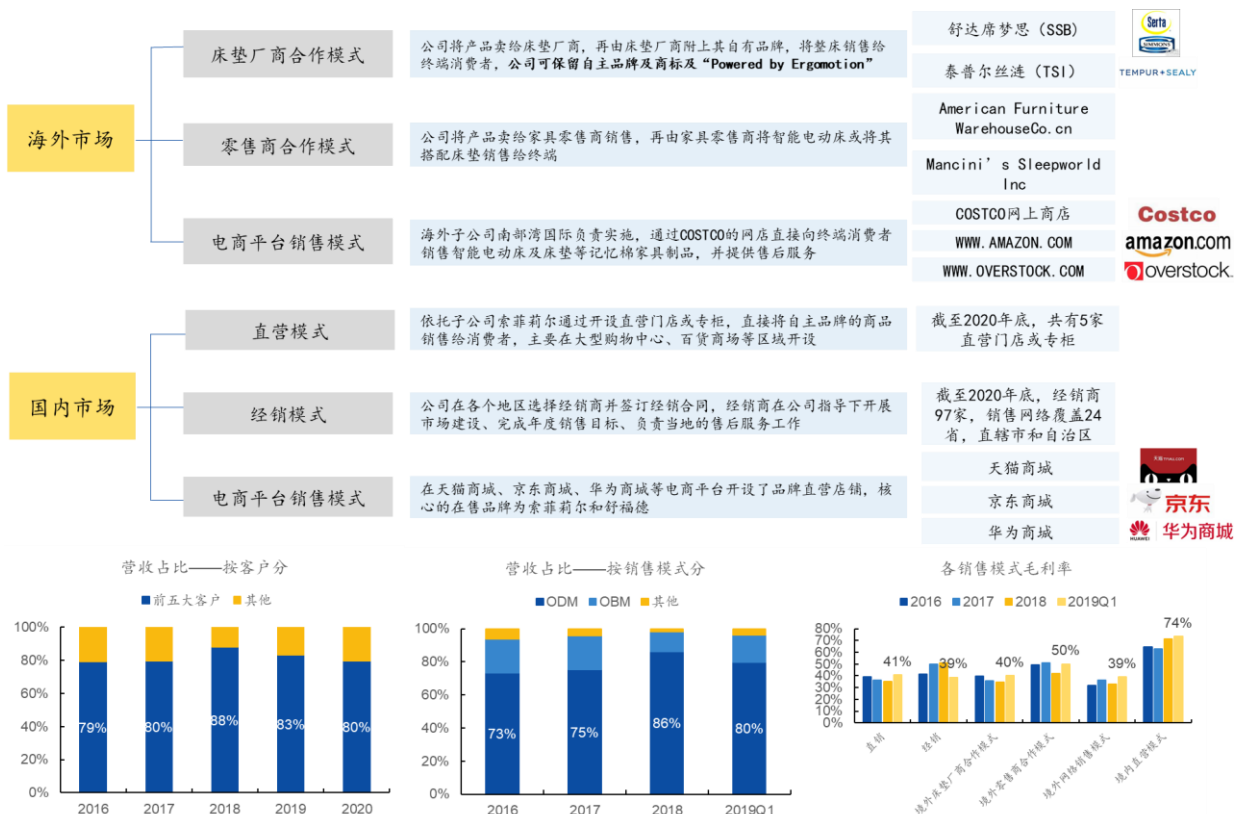
图 54：麒盛科技主要财务指标



资料来源：Wind，国元证券研究所

销售模式以 ODM 为主，OBM 为辅。公司外销产品以 ODM 模式为主，2016-2018 年平均占比总营收约 80%。凭借公司强大的产品创新能力，每年将提供自主设计的样品供客户选择并批量生产，公司在产品质量、服务、价格上相对同行企业具有一定优势，因此 ODM 模式中的客户结构相对稳定。在通过 SSB、TSI 等渠道销售至终端消费者时，产品上保留了公司的自主品牌及商标“Powered by Ergomotion”，利于公司树立品牌和营销推广。

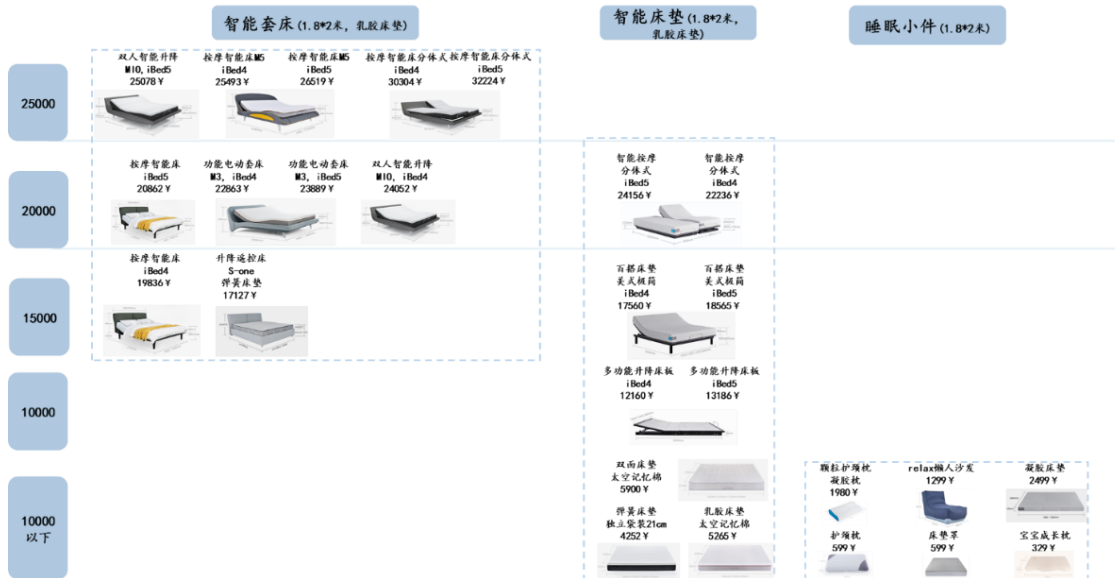
图 55：麒盛科技各销售模式概况



资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

麒盛科技拥有 Ergomotion、Southbay、索菲莉尔、舒福德等子品牌。其中，Ergomotion、Southbay 品牌产品主要销往美、欧、澳、亚市场，通过舒达席梦思、泰普尔丝涟、好市多等渠道进行销售。舒福德、索菲莉尔品牌产品定位国内市场，针对不同年龄段、人群、生活场景及睡眠需求，推出多型号多功能的智能电动床。根据京东在售产品矩阵，以定位中高端的舒福德为例，由于附加功能具有差异，产品价格带为 5000-30000 元，因此可供消费者选择的价格范围区间较大。

图 56：舒福德和索菲莉尔的产品矩阵



资料来源：京东，舒福德，索菲莉尔，国元证券研究所

图 57：麒盛科技品牌矩阵

序号	公司名称	所属区域	自有品牌名称	品牌标识
1	麒盛科技	中国	麒盛科技 (KEESON)	
2	维斯科	中国	舒福德 (softide)	
3	索菲莉尔	中国	雷莱克斯	
4	奥格莫森美国	美国	索菲莉尔 (D'Superieur)	
5	奥格莫森欧洲	立陶宛	ERGOMOTION	
6	南部湾国际	美国	ERGOMOTION	
			SleepScience	
			BlissfulNights	
			Ananda	
			SleepZone	
			LULAABED	
7	舒福德智能	中国	舒福德智能床 (softide)	
8	麒悦科技	中国	爱·放心	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

### 3.2 技术端：坚持研发驱动与科技创新，盈利模式正转型升级

公司的竞争优势源于研发创新、智能智造与渠道拓展。基于技术优势和数据积累，公司能够为消费者提供个性化、差异化睡眠解决方案，实现“高端智能化产品+ SaaS 属性服务”业务的双轮驱动。此外，智能工厂建成投产后，生产员工数量将缩减至 1500 人。以 2018 年公司生产员工人均薪资 6.8 万元/年为基准，智能工厂每年将为公司减少 1.36-1.70 亿元人工成本。中长期来看，公司成本优势将得进一步强化，毛利率中枢有望抬升。

#### 3.2.1 持续加码研发投入，向睡眠健康“大数据”企业迈进

自主开发羽毛级传感器，搭载自研算法实现多功能改善睡眠健康。光纤传感器的生产技术已逐步成熟，近几年陆续批量应用于医院、养老院、办公座椅等场景，已成为目前市面上非接触式体征监测方案的首选。公司自主开发的智能监测系统以及高性能非接触式传感器（温度传感器、心率传感器、亮度传感器等），感应灵敏度极高（一根羽毛飘落都可检测到震动信号），有效实现了夜间离床警报、体征数据监测、打鼾干预等功能。此外，公司将在智能工厂二期项目中拟建设 2 条传感器生产线，实现核心部件的自产自控。

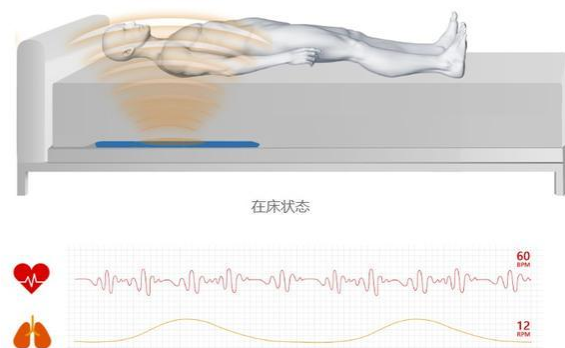
通过在技术和功能上的不断创新，2015 年以来公司智能床的销售年复合增速为 27.3%。通过三年时间的研发，麒盛科技的智能床完成了从各类核心配件到最终完整产品的完善架构，不仅涵盖自动升降、折叠、按摩等功能，满足了用户阅读、观看电视和睡眠等各类个性化需求，并通过传感器和智能模块，实现了对人体健康和睡眠的实时监测，能提供健康信息推送、智能打鼾干预、智能健康预警等智能睡眠服务。在日常使用时，传感器可捕捉人体体征数据，用大数据核心算法剥离出呼吸、心率等不同的震动信号，分门别类地进行记录、比对，形成日常报告，用户可以通过手机 APP 了解自己每天、每月的睡眠数据情况。生命体征数据发生变化时，索菲莉尔“智能电动床”会通过预警来向用户反馈。预警分三级，一级会推送本人或监护者进行互动；二级会联系到本人；三级会和家庭医生、监护人、委托者等专业人员互动。

图 58：麒盛科技智能床功能不断迭代升级



资料来源：京东，舒福德，国元证券研究所

图 59：智能传感器实时监测生命体征的工作原理



资料来源：思澄智能，国元证券研究所



### 3.2.2 产品与服务齐头并进，集数据挖掘与分析于一体

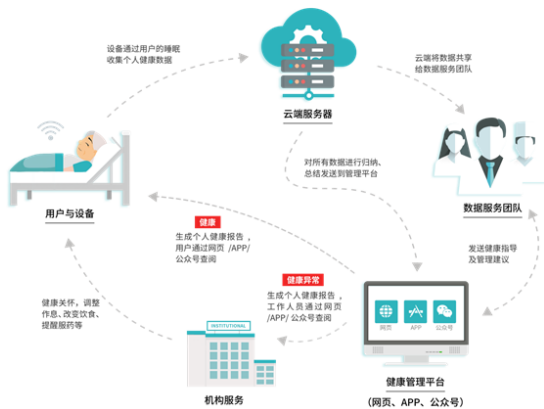
正在从“卖产品”升级为粘性和盈利能力更强的“卖服务”。基于对睡眠健康的技术和数据积累，公司的盈利模式也正在悄然变化，从“卖产品”逐步向“卖产品+提供服务”转型，更具壁垒和发展空间的睡眠健康服务成为了公司的另一核心看点。我们认为公司未来的盈利模式主要有以下两种：

**1) 卖产品：**不论是通过头部床垫企业，还是通过电商平台，公司的产品始终面向 C 端客户。因此，售卖智能电动床属于一次性交易，公司每天能够为消费者提供睡眠数据报告，但该服务无法为公司创造可持续的现金流。

**2) 提供服务：**该类服务主要面向医疗机构、养老机构、酒店等 B 端客户，因此可合作的客户范围较广。在该类客户或渠道中，卖掉一张智能床意味着服务的开始，公司对智能床架不收费，而对传感器收取设备使用费用，并在后续的服务时间内以月度或年度为单位收取服务费用，公司在单个用户上创造的现金流也因此而具备了可持续性。我们认为该类服务的生意属性类似于 SaaS 软件，产品与用户之间的粘性能够得到显著提升，公司的定位从单一的产品制造企业升级为“产品+服务”的大数据智造企业。

图 63：麒盛科技数据健康管理服务流程图

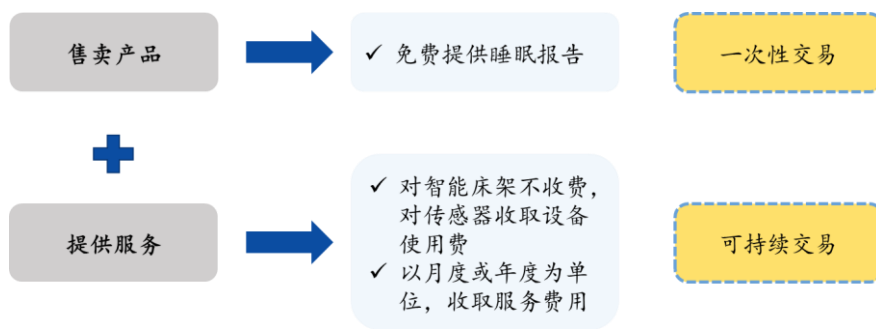
图 64：麒盛科技智慧睡眠系统能够为用户提供睡眠报告



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 65：从“卖产品”逐步向“卖产品+提供服务”转型



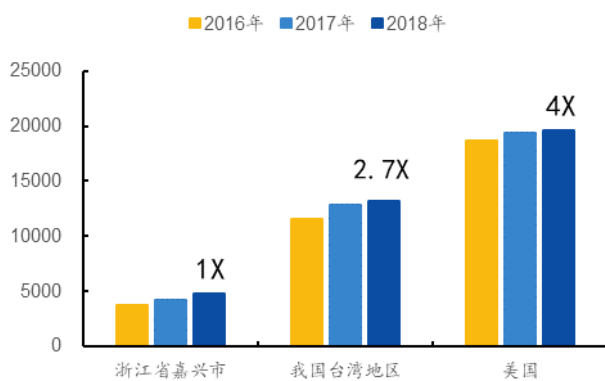
资料来源：国元证券研究所

### 3.3 成本端：智能制造推动降本增效，布局海外产线放眼全球

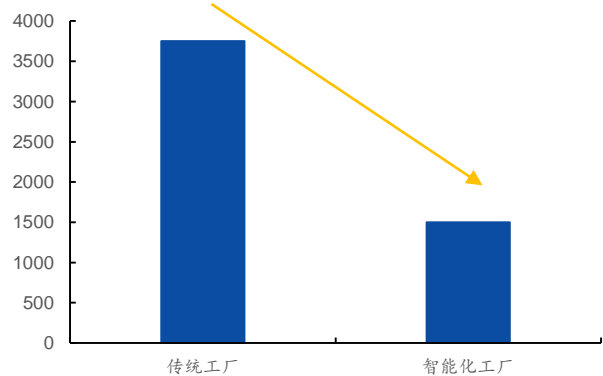
智能数字化工厂已投产运行，高度自动化实现降本增效。公司 IPO 募投项目的智能数字化工厂（一期）于 2020 年 9 月正式投产，产能达 200 万张每年，厂区涵盖大数据中心、全球研发中心、智造中心等核心部分，生产线自动化水平达 70%。以生产员工人数为例，根据公司公告，以公司智能化改进之前的生产能力计算，生产 200 万张智能电动床需 3500-4000 名生产工人，智能工厂建成投产后，生产员工数量将缩减至 1500 人，以 2018 年公司生产员工人均薪资 6.8 万元/年为基准，智能工厂每年将为公司减少 1.36-1.70 亿元人工成本。

图 66：公司人工成本方面具有相对优势（元/月）

图 67：公司年产 200 万张智能电动床所需员工人数



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：传统工厂所需员工人数选取 3500-4000 中值，即 3750 人

图 68：公司智能数字化工厂（一期）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

积极布局海外产线，越南和墨西哥工厂蓄势待发。公司核心客户 SSB 与 TSI 的终端消费市场主要位于美国，由于越南出口至美国的智能电动床产品适用的关税税率为零，因此公司拟在越南平阳省租赁厂房用于进行组装工序，可规避因中美贸易摩擦产生的关税风险。根据公司招股书中的产能规划，越南生产基地达产后的智能电动床年产能为 60 万张，预计创造营收为 1.19 亿美元，毛利为 3470 万美元。

图 69：公司拥有全球化的供应链体系



资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 3.4 渠道端：多渠道并驾齐驱，海外国内加速放量

与 SSB、TSI 等头部客户达成战略合作，正积极开拓欧洲市场新客户。经过多年的深耕发展，公司在国内外积累了丰富且稳定的客户资源，与多家客户建立了长期战略合作关系，包括美国知名床垫生产销售商舒达席梦思（SSB）、泰普尔丝涟（TSI）、俄罗斯最大的床垫生产商 Askona。此外，根据公司招股说明书，公司已与欧洲某大型寝具品公司对接，该公司拥有 10 个工厂和 3000+ 名员工，并在欧盟拥有超过 1500 家门店。公司拟借助其销售渠道和品牌影响力，率先在西班牙市场开启合作，后续将拓展至法国等其他欧洲国家，因此与美国市场消费水平相当、消费者认知度高的欧洲成为了公司又一核心终端市场。

图 70：麒盛科技深耕北美市场，正积极开拓欧洲市场



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2017-2018 年，SSB 销售收入占比总营收 40.02%/38.04%，TSI 占比 21.38%/38.18%，根据 ISPA 数据，两大核心客户在美国市场的市占率合计超 70%。



**舒达席梦思：**公司是全美乃至全球最大、最知名的床垫制造商和品牌商之一，独立运营“舒达”和“席梦思”两大床垫品牌。目前在中国大陆及港澳地区 580 多个城市、拥有 1700 多家专卖店及销售网点，全球超过 100 多个国家拥有销售网络，在美国、加拿大、日本等地设有生产基地。作为酒店行业领军床垫供应商，舒达与希尔顿全球酒店集团、万豪国际集团、洲际酒店集团、精品国际酒店集团、百乐宫拉斯维加斯等酒店集团保持长期稳定合作。

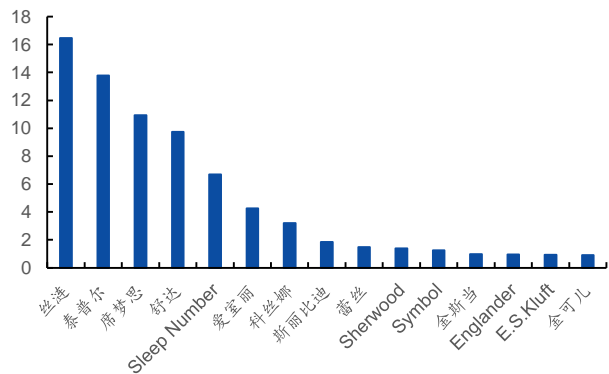
**泰普尔丝涟：**运营泰普尔、丝涟、奥普提姆、司登思&福斯特等床垫品牌。其中，泰普尔品牌主营感温、慢回弹、贴合身体的记忆棉产品，并于 2009 年进入中国市场。2020 年泰普尔丝涟实现营业收入 36.8 亿美元，净利润 3.5 亿美元。

图 71：公司主要的合作客户均为相应市场的头部企业

市场	合作客户	客户概况
北美市场	SSB、TSI	舒达席梦思（SSB）旗下两个品牌 2017 年分别占据美国床垫市场份额的 23.33%及 17.77%，泰普尔丝涟（TSI）旗下两个品牌 2017 年分别占据美国床垫市场份额的 14.11%及 18.36%，两家的市场占有率合计超过 70%
韩国	Tempur Korea	在韩国高端床垫市场占据较大的市场份额，拥有超过 15 家自营门店和数百家经销商，产品主要在大型百货商店销售
俄罗斯	Askona	是俄罗斯最大的床垫生产商，占据俄罗斯床垫市场的 70%以上，拥有超过 500 个自有门店和销售网点以及数百家经销商
新的境外市场	-	该合作伙伴拥有 10 个工厂，超过 3000 名员工，并在欧盟拥有超过 1500 家门店

资料来源：公司公告，公司招股说明书，国元证券研究所

图 72：2020 年美国市场 TOP15 寝具制造商销售额（亿美元）

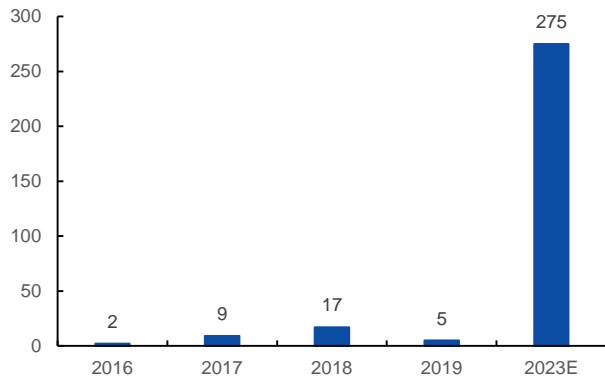


资料来源：公开资料整理，今日家具数据洞察，国元证券研究所

注：排名源于企业全年出货量

**4 年计划新增 270 家直营门店，线下渠道拓展利于“产品走出去”。**公司 IPO 募资 3.85 亿元加码线下门店建设，主要在大型购物商场、百货商场等人流量密集的区域，举办营销活动、线下体验活动，以增强消费者对公司产品的认知度。根据公司营销网络的现有条件和未来发展规划，计划在北京、上海、广州、深圳、重庆、杭州这 6 个城市分别开设一家旗舰店，成都市、天津市、武汉市、南京市、长沙市、西安市、苏州市等 12 个二线城市开设标准店。同时在以上 18 个城市开设 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，合计 270 家线下直营门店。

图 73：公司 IPO 募投项目计划新增 270 家线下门店



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：以 2019 年直营门店为基础，假设至 2023 年底关店数为 0

图 74：公司积极布局线下渠道以提升消费者触达度



资料来源：公开资料整理，新浪家居，国元证券研究所

先后入驻华为、京东电商平台，布局线上渠道分享新零售渠道发展红利。2021 年上半年，公司积极推进国内渠道销售建设，加入华为智能家居生态系统 HUAWEI HiLink 并在华为商城上架公司产品。此外，公司与京东京造展开合作，合作产品于今年上半年在京东京造平台上架销售。

图 75：公司产品加入 HiLink 智能家居平台



资料来源：华为商城，国元证券研究所

图 76：公司与京东京造共同推出新产品



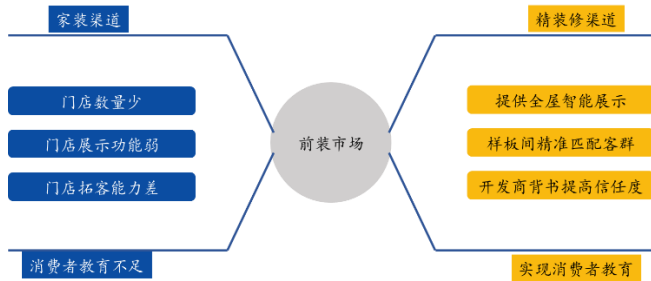
资料来源：京东京造，国元证券研究所

前装市场助力智能家居加速渗透，与房企、家居零售商合作将具备多重优势。相较于家装渠道，精装修渠道能够通过样板房精准匹配客户群，并且能够与智能家居企业合作开展全屋智能展示，也更容易开展消费者教育。此外，智能家居成本呈线性增长，而消费者的体验感或呈指数级增长，前装市场为全屋智能提供了发展的沃土。我们认为，我国房地产行业已经从粗放式扩张，正逐步向精细化运营发展，智能化精装楼盘的增长也为前装市场带来了巨大的机会，作为智能家居核心产品之一的智慧睡眠系统有望迎来发展契机。

公司与养老机构、酒店展开合作，B 端服务业务已启航。2021 年 7 月，公司与“2019 中国养老十大品牌”绿城生活服务集团达成战略合作，其旗下椿龄科技集团为专业集养老开发及运营为一体的康养生态产业。根据公司公告，公司预计未来通过该模式主要覆盖 60 岁以上的居家老人，建立 15 分钟社区服务圈，满足 95% 以上老人居家的

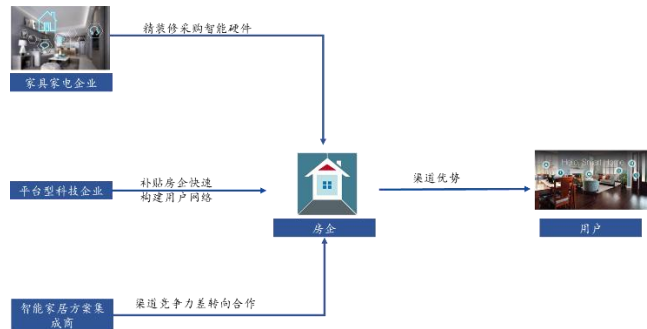
健康生活需要，延长老年人群健康寿命 2-3 年，降低万人次紧急抢救 30%，减少紧急抢救死亡率 10%。同月，公司与国健（广东）健康城开发有限公司、上海智臻智能网络科技股份有限公司达成战略合作，加快公司在酒店等行业的布局。

图 77：精装修渠道能够快速提升全屋智能渗透率



资料来源：国元证券研究所

图 78：房企在精装修智能化的参与方中具备议价权



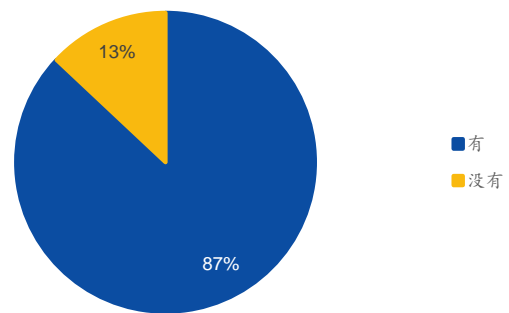
资料来源：国元证券研究所

图 79：绿城生活全国布局



资料来源：绿城生活，国元证券研究所

图 80：房地厂商出台楼盘智能化升级前装规划的比例



资料来源：《2019 中国智能家居发展白皮书》，亿欧，国元证券研究所

公司智能床可以通过床上的传感器，以心率的方式记录用户睡眠的全过程，记录频次为 10s/次，假设在床上 8 个小时，合计 2880 次心电图。云端平台将这些数据通过大数据进行比对和算法计算，能够有效预测可能发生的变化和趋势，随后将信息发送给当事人和监护人，从而提供精准睡眠和医疗服务。合作项目方面，根据公司官网信息，养医护项目于 2020 年 9 月份在嘉兴市投入 500 张带有非接触式传感器的智能床开始试点工作，为有着巨大健康管理需求的老人进行健康监测、医疗照护、康复指导等专业服务。我们预计，公司将在养老院、医院等具备医疗属性的机构进行更多的试点合作，有利于产品推广、数据积累和品牌树立。产品认证方面，2020 年 9 月 8 日，根据工信部数据，麒盛科技智能床入选 2020 年版智慧健康养老产品及服务推广目录。

图 81：智能医院看护系统加速落地应用



资料来源：FitSleep，国元证券研究所

图 82：智能电动床为智慧养老院核心组成部分之一



资料来源：FitSleep，国元证券研究所

图 83：公司已投入 500 张智能电动床开启试点工作



资料来源：央视新闻，国元证券研究所

图 84：公司产品入选智慧健康养老产品及服务推广目录

序号	企业名称	产品名称	产品类别	推广目录
71	浙江嘉科智慧养老服务股份有限公司	智能监测设备	长护宝	Chb-01
72	麒盛科技股份有限公司	智能监测设备	智能床	Care I Obed
73	江苏中科西北星信息科技有限公司	智能监测设备	智能家居基站	VGT1 GW
	江苏中科西	智能监测设备	智能家居	VGT1

资料来源：工信部，国元证券研究所

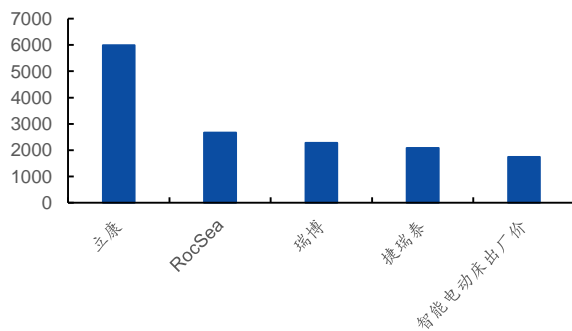
从医疗设备的角度来看，相较于传统的心电看护系统，在数据精准的情况下，智慧睡眠系统具有简洁、方便、空间占用小等特点。展望后续，规模化生产和大面积应用推动成本降低的背景下，智慧睡眠系统有望成为新一代“医疗设备”，能够精准自然监护心率、呼吸率、体动、离床等身体指标。

图 85：智慧睡眠系统或将替代穿戴式看护系统

图 86：医用&家用心电监护仪价格多数在 2000 元以上



资料来源：FitSleep，国元证券研究所



资料来源：各公司官网，京东，天猫，国元证券研究所

### 3.5 品牌端：发力消费者教育，品牌实现长期主义

加快国内渠道销售建设，提升品牌影响力。2020年，公司与北京冬奥组委签约，成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方智能床供应商，将为北京、延庆和张家口冬奥村(冬残奥村)住宿运行提供智能床及相关服务，有利于提升品牌知名度以及影响力。同时，公司积极参与美国家具展、国际消费电子展、中国国家博会等活动，增加与消费者和潜在客户的接触度。因此，站在当前时点来看，公司在营销端的投入将在行业加速渗透阶段获得“超额收益”。我们认为，对于国内智慧睡眠系统市场而言，当前处于产品的导入期，麒盛科技作为智能电动床制造技术、市场推广、渠道建设的引领者，有望在未来渗透率加速提升阶段优先受益。

图 87：公司营销活动多以展会为主



资料来源：公开资料整理，公司官网，中国产业经济网，国元证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

公司正处于高速发展期，产能规划及投产节奏清晰，海外市场需求带动公司产品加速放量，国内市场正积极布局经销、直营、直供、电商渠道，业绩增长势能强劲。根据公司公告，投资4.5亿元的智能工厂(二期)已竞得该项目的国有土地使用权，预计2021年底正式动工，预计2024年初建设完成并投入使用，届时公司将新增200万张/年，合计产能将达400万张/年。长期来看，公司有望成为集数据和制造一体的“智造”企业，在国内智慧睡眠系统市场加速渗透时，技术领先、产品矩阵丰富、品牌力强的麒盛将优先受益。

**核心假设：**随着智能工厂(一期)产能逐步释放，我们预计2021-2023年公司智能

电动床销量为 166/200/224 万张，智能电动床实现收入分别为 30.09/37.34/41.91 亿元，同比增长 24.1%/12.2%/5.3%；床垫业务实现营收 1.41/1.66/1.71 亿元，同比增长 17.7%/17.7%/3.0%。

表 2：麒盛科技收入预测

产品类别		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
智能电动床	收入 (万元)	214,149	225,484	196,064	300,902	373,409	419,055
	YOY	5.3%	-13.0%	53.5%	24.1%	12.2%	5.3%
	销量 (万张)	115	123	112	166	200	224
	YOY		7.7%	-8.9%	47.6%	20.5%	12.0%
	均价 (元/张)	1,868	1,826	1,743	1,813	1,867	1,871
	YOY		-2.3%	-4.6%	4.0%	3.0%	0.2%
床垫	毛利率	35.1%	40.2%	39.0%	35.5%	37.30%	39.60%
	收入 (万元)	10,825	10,166	11,998	14,122	16,622	17,124
	YOY		-6.1%	18.0%	17.7%	17.7%	3.0%
	销量 (万张)	6.6	6.4	7.0	7.7	8.4	8.6
	YOY		-3.2%	9.4%	10.0%	10.0%	2.0%
	均价 (元/张)	1,644	1,596	1,721	1,842	1,971	1,991
配件及其他	YOY		-2.9%	7.9%	7.0%	7.0%	1.0%
	毛利率	39.1%	38.5%	41.1%	40.7%	41.0%	41.2%
	收入 (万元)	9,369	11,315	11,410	11,638	11,871	11,930
其他业务	YOY		20.8%	0.8%	2.0%	2.0%	0.5%
	毛利率	35.3%	31.7%	26.4%	26.3%	26.3%	26.5%
	收入 (万元)	4,766	5,962	6,518	7,138	7,851	8,165
其他业务	YOY		25.1%	9.3%	9.5%	10.0%	4.0%
	毛利率	19.9%	21.4%	21.7%	22.2%	22.2%	22.5%

资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

## 4.2 投资建议

新增产能释放打开成长空间，海外业务增长势能强劲。公司坚持研发创新，借行业发展“东风”，公司中高端智能电动床产品占比有望提升。我们认为短期维度来看，若汇率、海运费改善假设下，公司盈利能力有望增强；从产品属性、生意模式来看，公司中长期成长路径清晰，有望迎来“戴维斯双击”。我们预计公司 2021-2023 年分别实现营收 33.38/40.96/45.63 亿元，同比增长 47.72%/22.71%/11.39%；归母净利润为 3.91/5.49/7.60 亿元，同比增长 43.18%/40.20%/38.50%；对应 EPS 分别为 1.40/1.96/2.71 元，当前股价对应 PE 为 21.2/15.1/10.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 3：麒盛科技盈利预测**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2529.26	2259.91	3338.33	4096.46	4563.17
收入同比(%)	5.78	-10.65	47.72	22.71	11.39
归母净利润(百万元)	394.88	273.43	391.49	548.87	760.20
归母净利润同比(%)	34.91	-30.76	43.18	40.20	38.50
ROE(%)	13.88	9.24	15.14	17.48	19.46
每股收益(元)	1.41	0.98	1.40	1.96	2.71
市盈率(P/E)	21.00	30.33	21.18	15.11	10.91

资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

**表 4：可比公司估值表**

公司名称	公司代码	总市值(亿元)	PE			EPS		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
顾家家居	603816.SH	396.93	23.78	19.12	15.6	2.64	3.28	4.02
梦百合	603313.SH	83.15	19.65	12.27	8.94	0.87	1.39	1.91
喜临门	603008.SH	90.42	18.41	14.71	11.72	1.27	1.59	1.99
匠心家居	301061.SZ	55.18	21.31	17.55	14.52	3.24	3.93	4.75

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：预测数据为 Wind 一致预期，行情数据为 2021 年 10 月 21 日收盘数据

## 5. 风险提示

1. 原材料价格波动风险
2. 汇率波动风险
3. 国际贸易政策风险
4. 海内外疫情恢复情况不及预期
5. 大客户订单集中风险

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	2715.32	2650.30	4924.92	4034.31	4163.30	
现金	1719.23	1227.29	1932.66	1500.00	1805.96	
应收账款	268.90	420.09	810.86	855.08	909.20	
其他应收款	21.37	27.99	66.77	86.03	100.39	
预付账款	9.60	21.47	82.32	95.72	100.19	
存货	303.75	460.01	1382.73	1015.17	816.56	
其他流动资产	392.47	493.45	649.59	482.32	431.00	
<b>非流动资产</b>	763.05	962.07	1159.42	997.95	958.03	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	198.57	691.39	679.63	669.72	661.18	
无形资产	94.50	93.74	118.84	113.34	105.04	
其他非流动资产	469.99	176.94	360.95	214.89	191.80	
<b>资产总计</b>	3478.37	3612.37	6084.34	5032.27	5121.32	
<b>流动负债</b>	451.25	569.79	3414.26	1810.55	1134.14	
短期借款	0.00	10.59	2118.19	639.98	36.40	
应付账款	291.15	431.08	974.82	905.48	834.92	
其他流动负债	160.10	128.13	321.25	265.10	262.81	
<b>非流动负债</b>	179.45	82.32	88.80	87.90	86.60	
长期借款	91.26	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	88.19	82.32	88.80	87.90	86.60	
<b>负债合计</b>	630.70	652.11	3503.06	1898.45	1220.74	
少数股东权益	2.47	0.71	-4.01	-5.34	-6.27	
股本	150.33	207.46	280.07	280.07	280.07	
资本公积	2034.23	1977.10	1634.42	1634.42	1634.42	
留存收益	655.76	778.85	680.80	1229.67	1989.87	
归属母公司股东权益	2845.21	2959.55	2585.29	3139.16	3906.86	
<b>负债和股东权益</b>	3478.37	3612.37	6084.34	5032.27	5121.32	

**现金流量表**

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	353.33	52.92	-375.72	1037.45	982.73	
净利润	394.06	270.67	386.77	547.54	759.27	
折旧摊销	46.52	49.15	71.61	75.57	80.43	
财务费用	-30.57	50.32	71.89	62.70	-10.36	
投资损失	8.25	-26.84	-25.00	-20.00	0.00	
营运资金变动	-99.42	-264.83	-925.79	377.64	154.56	
其他经营现金流	34.50	-25.55	44.79	-6.00	-1.17	
<b>投资活动现金流</b>	-515.99	-287.92	-188.87	65.81	-91.55	
资本支出	224.65	160.56	31.88	50.00	60.00	
长期投资	0.00	47.14	213.08	-140.00	-20.00	
其他投资现金流	-291.34	-80.23	56.08	-24.19	-51.55	
<b>筹资活动现金流</b>	1447.85	-226.66	1269.97	-1535.92	-585.22	
短期借款	-81.91	10.59	2107.61	-1478.21	-603.58	
长期借款	9.06	-91.26	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	37.58	57.13	72.61	0.00	0.00	
资本公积增加	1561.37	-57.13	-342.68	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-78.24	-145.99	-567.57	-57.70	18.36	
<b>现金净增加额</b>	1289.68	-491.90	705.37	-432.66	305.96	

**利润表**

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	2529.26	2259.91	3338.33	4096.46	4563.17	
营业成本	1535.26	1400.93	2166.27	2587.08	2783.08	
营业税金及附加	8.83	9.58	12.35	15.98	13.69	
营业费用	249.76	217.46	274.74	337.14	377.83	
管理费用	177.11	181.37	274.41	336.73	360.49	
研发费用	110.89	118.24	110.00	120.00	130.00	
财务费用	-30.57	50.32	71.89	62.70	-10.36	
资产减值损失	-12.35	-4.72	-1.20	-1.30	-1.50	
公允价值变动收益	-8.37	0.14	1.00	1.00	2.00	
投资净收益	-8.25	26.84	25.00	20.00	0.00	
<b>营业利润</b>	459.85	316.59	471.67	667.23	925.94	
营业外收入	4.98	1.16	2.00	2.00	2.00	
营业外支出	1.62	1.75	2.00	1.50	2.00	
<b>利润总额</b>	463.21	316.00	471.67	667.73	925.94	
所得税	69.15	45.32	84.90	120.19	166.67	
<b>净利润</b>	394.06	270.67	386.77	547.54	759.27	
少数股东损益	-0.82	-2.76	-4.72	-1.34	-0.93	
<b>归属母公司净利润</b>	394.88	273.43	391.49	548.87	760.20	
EBITDA	475.80	416.05	615.17	805.50	996.01	
EPS (元)	1.41	0.98	1.40	1.96	2.71	

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.78	-10.65	47.72	22.71	11.39
营业利润(%)	28.65	-31.15	48.99	41.46	38.77
归属母公司净利润(%)	34.91	-30.76	43.18	40.20	38.50
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.30	38.01	35.11	36.85	39.01
净利率(%)	15.61	12.10	11.73	13.40	16.66
ROE(%)	13.88	9.24	15.14	17.48	19.46
ROIC(%)	34.99	19.80	18.13	28.98	39.70
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.13	18.05	57.58	37.73	23.84
净负债比率(%)	14.47	1.62	60.47	33.71	2.98
流动比率	6.02	4.65	1.44	2.23	3.67
速动比率	5.32	3.83	1.03	1.66	2.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.00	0.64	0.69	0.74	0.90
应收账款周转率	10.21	6.23	5.15	4.67	4.91
应付账款周转率	6.02	3.88	3.08	2.75	3.20
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.41	0.98	1.40	1.96	2.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	0.19	-1.34	3.70	3.51
每股净资产(最新摊薄)	10.16	10.57	9.23	11.21	13.95
<b>估值比率</b>					
P/E	21.00	30.33	21.18	15.11	10.91
P/B	2.91	2.80	3.21	2.64	2.12
EV/EBITDA	14.57	16.66	11.27	8.60	6.96



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188